

## バリュー株のカレンダー効果

株式市場におけるカレンダー効果は、一般にリスクが高い資産ほど顕著に見られる傾向があるとされている。本稿では、直近の日本株のデータを利用して、リスクの高いバリュー株はカレンダー効果が大きく出るかどうか、確認を行う。本稿の分析の結果、月替わり効果では当初期待した結果は得られなかったものの、ハロウィン効果や週替わり効果では、バリュー株でカレンダー効果が大きく出た。

### 第1章 はじめに

株式市場では、冬のパフォーマンスが有意に高くなる「ハロウィン効果」や週末や月末近辺の株価パフォーマンスが高くなる「週末効果」、「月替わり効果 (TOM 効果)」などが知られている。こうした特定の日の株価が高くなる現象は、カレンダー効果と総称されるが、一般にリスクが高い資産ほど顕著に見られる傾向があるようだ。別の言い方をすれば、リスクを負担してプレミアムが期待できるのは1年のうちでほとんど上半期だけであり、上半期はリスク追求(市場は上昇)、下半期はリスク回避(市場は下落)という傾向(角田(2012))がある。

そこで、本稿では、最近の日本株のデータを利用して、比較的风险が高いと考えられるバリュー株と、リスクが低いと考えられるグロース株の間で、カレンダー効果に差異が見られるか確認する。

### 第2章 データ

本稿では、日本証券取引所が公表する TOPIX バリュー指数および同グロース指数を分析対象として利用する。分析対象期間は、2010年10月13日から2014年11月17日までの日次データとする。なお、ハロウィン効果とは、冬の期間(11月から4月まで)と夏の期間(5月から10月まで)の株価騰落率(年率換算)の差異を指すものとし、TOM効果については月末およびその前後3営業日間の株価騰落率とそれ以外の期間の株価騰落率との差異を指すものとする。

### 第3章 ハロウィン効果

まず、カレンダー効果の中でも特徴が顕著な「ハロウィン効果」について、グロース指数とバリュー指数の差異を検証する。図1には、それぞれの株価指数の夏の期間と冬の期間のパフォーマンスを示した。グロース株と比較すると、バリュー株は夏のパフォーマンスが低いことに加え、冬のパフォーマンスは高くなっている。言い換えれば、ハロウィン効果はバリュー株に顕著に現れる傾向がある。

図1. グロース株およびバリュー株のパフォーマンス

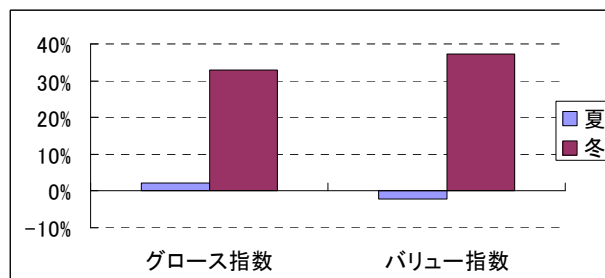
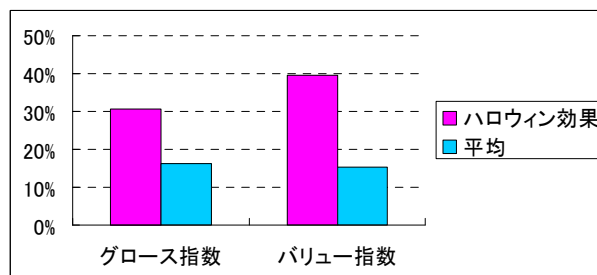


図2. ハロウィン効果の大きさ比較



これを分かりやすく図示したのが図2になる。バリュー株のハロウィン効果の大きさはグロース株よりも年率10%近く大きい。ハロウィン効果に関して

は、リスクの高い資産ほどカレンダー効果が大きいという関係が保たれている。

#### 第4章 週末効果

次に、週末効果について検証を行う。図 3 には、曜日ごとの各指数の平均騰落率(年率換算)を掲載した。これを見ると、バリューストックは木曜日のパフォーマンスがグロース株よりも高いが、他の曜日については全てグロース株が高くなっている。

試みに、月曜日および火曜日を「週前半」、水曜日から金曜日を「週後半」として、両者の差異を「週末効果」と呼ぶ事とする。この場合、週末効果の大きさは図 4 に示したように、バリューストックがグロース株よりも 2% 強大きい。ここでも、リスクの大きな資産(バリューストック)ほどカレンダー効果が大きいという関係が保たれている。

図 3. グロース株とバリューストックの曜日効果

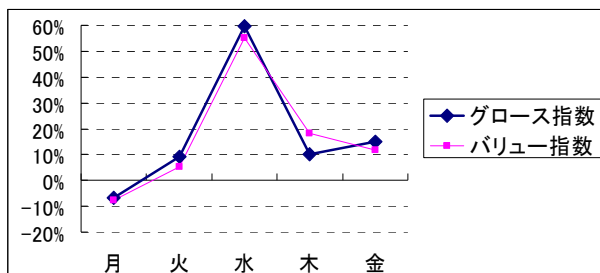
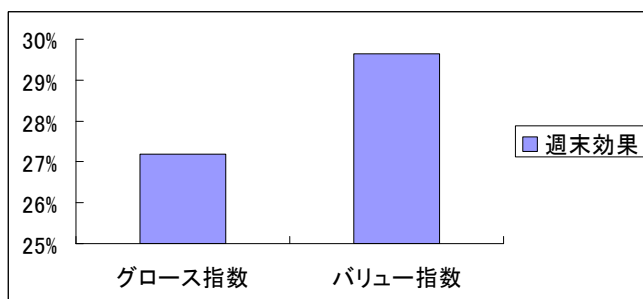


図 4. グロース株とバリューストックの週末効果

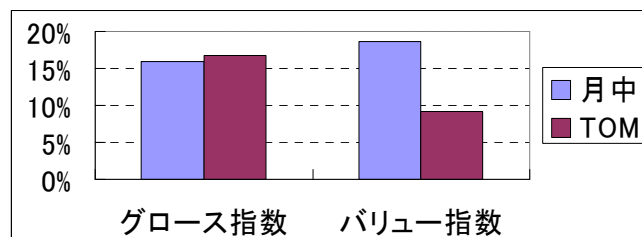


#### 第5章 月替わり効果 (TOM)

最後に、TOM についての分析を行う。分析結果は、図 5 に示した。この間の TOM のパフォーマンス

は圧倒的にグロース株が高い。これは、予想外の結果である。さらにいえば、この間のバリューストックは、TOM のパフォーマンスよりも月中のパフォーマンスが高い。すなわち、この期間はバリューストックでは TOM 効果が生じていなかったことになる。

図 5. グロース株とバリューストックの月替わり効果



#### 第6章 まとめ

本稿では直近の日本株データを利用して、バリューストックとグロース株でカレンダー効果にどの程度の差異が見られるのか、検討を行った。その結果、ハロウィン効果および週末効果はバリューストックが大きくなるという結果が得られたが、TOM 効果については当初想定した結果は得られなかった。これは、この間の株式市場で TOM が明瞭に観測されなかったことが一因ではないかと考えられる。

#### 参考文献:

- Mark Kamstra, Lisa Kramer and Maurica Levi, "Winter Blues: A SAD Stock Market Cycle", Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2002-13, July 2002,  
角田 康夫, 「資産リターンの季節性と投資戦略」, 三菱 UFJ 信託銀行, 視点 3 月号, March, 2012