

TOM と修正ハロウィン戦略

本研究では、株式市場で最も顕著なアノマリーである TOM およびハロウィン効果の双方を同時に利用した投資戦略について分析を行う。本研究で提唱した「修正ハロウィン戦略+TOM」は、従来の「ハロウィン戦略+TOM」よりも若干ながら投資収益を向上させることが可能となる。

第1章 はじめに

本研究では、株式市場で最も顕著なアノマリーである TOM およびハロウィン効果の双方を同時に利用した投資戦略について分析を行う。

TOM について、最初に分析した研究は、Lakonishok and Smidt(1988)であると言われている。その後、McConnell and Xu(2006)などで、TOM のリターンは顕著に高く、それ以外の日にはリターンが殆どゼロであることや、TOM は大型株・小型株、低位株・値嵩株、米国株・海外株のいずれでも起きていることが確認されている。また、新興国市場においても TOM が存在することは、Zafar et al.(2009) (パキスタン株市場)、Aydogan(1999) (トルコリラ為替市場)、Bildik (トルコ株市場) などによって確認されてきた。

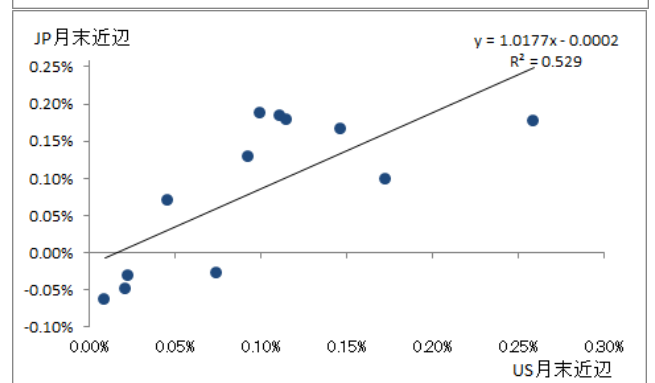
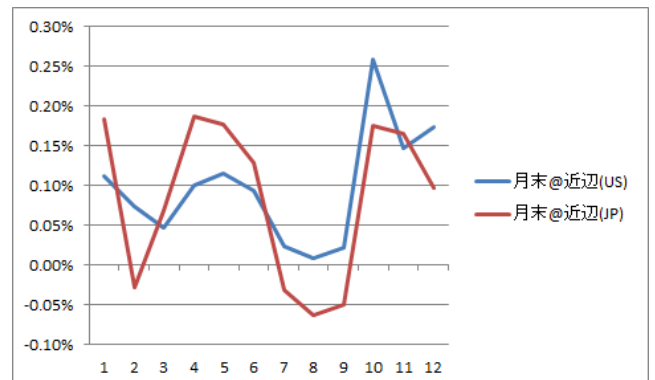
一方で、ハロウィン効果とは、株式市況が冬の期間に高いパフォーマンスを示す現象を指す。ハロウィン効果の生じる原因については Kamstra (2006) によって提唱された「冬季うつ病」説が有力であろう。これは、季節変化に伴う昼の長さの変化が「冬季うつ病」の発症確率に影響を及ぼし、これが間接的に株式パフォーマンスにも影響を及ぼしているとする説である。「冬季うつ病」とは、10月から4月にかけて症状が出るうつ病の一種で、アメリカ人の約5%が症状を自覚している。特に、冬季の日照時間が顕著に短いフィンランド、スウェーデン、アラスカなどの地域では、冬季うつ病の発症率が人口の10%近くか、それ以上になっている。症状としては、日照時間が少なくなるにつれて、常に時差ボケのような感じが続き、疲労感や倦怠感を覚えるほか、

常に眠気を感じるたり、絶望感に襲われ、集中力が低下する。このため、Kamstra (2006) によれば、高緯度地帯の株式市場ほどハロウィン効果が顕著に現れると主張されている。

第2章 TOM の季節性

従来の TOM の研究では TOM の年間を通じた効果の有無が分析対象となってきた。しかしながら、図1に示したように TOM 自体のパフォーマンスは月毎に顕著な違いがみられる。

図1 TOM の月別パフォーマンス



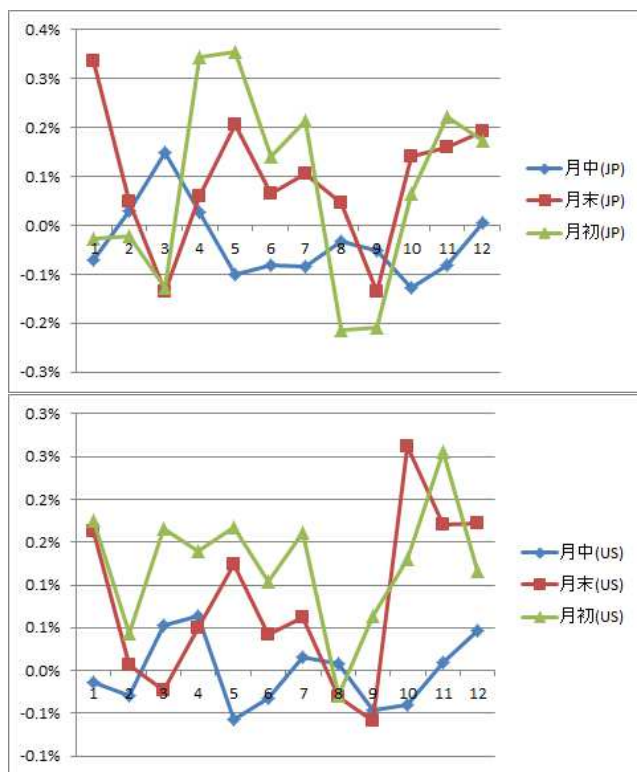
しかも、月別にみた TOM のパフォーマンスは日米

両市場とも、7月～9月の期間悪化するという共通性がみられる。特に、日本市場については、この7月～9月の期間についてはTOMのパフォーマンスはマイナスとなっており、投資を避けることが望ましい可能性もある。なお、ここでは月別のTOMを集計するにあたって、T月末～T+1月初の7日間の期間をT月の月末近辺として集計した。

第3章 月中における株価騰落率の季節性

次に、月初・月末を除いた“月中”の期間の株価パフォーマンスの季節性を分析する。図2に日米両市場における株価パフォーマンスを月初、月中、月末の3期間に分けて月別に集計した。

図2 月初、月中、月末の月別パフォーマンス



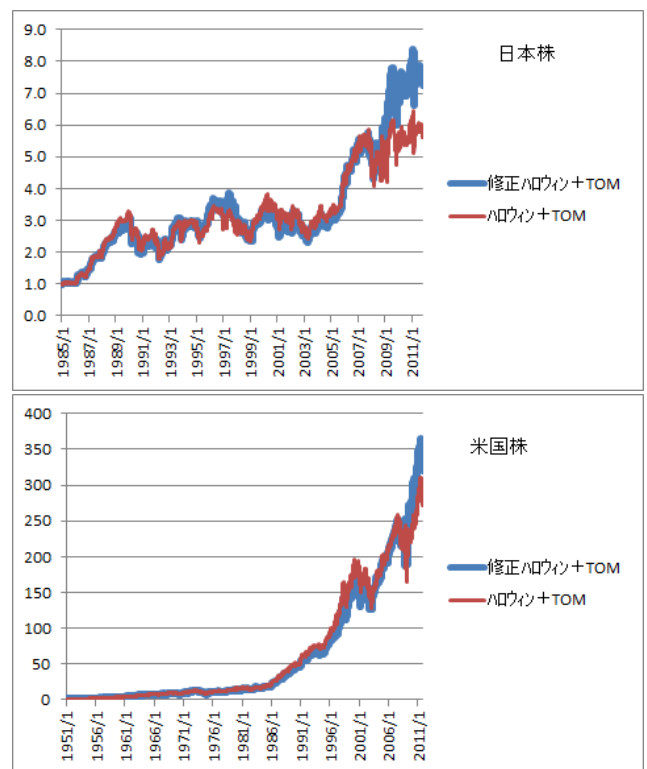
McConnell and Xu(2006)により、TOM以外の日にはリターンが殆どゼロであることが報告されているため、月中のリターンが非常に低いことに違和感はない。ただし、月別に見た場合、顕著に高いリターンを見せる冬の期間においても、月中に限ればマイナスの平均リターンが記録されていることは注目に値する。

では、このような月中リターンの季節性を投資戦

略に応用することはできないだろうか。ここでは、月中リターンのうち、冬の期間に日米両市場においてマイナスを記録している1月に着目した投資戦略を提案する。

基本となる投資戦略は、ハロウィン戦略+TOMである。すなわち、冬の期間を通して株式を保有する一方、夏の期間においては月末近辺だけ株式を保有する。この基本戦略に対して、修正ハロウィン戦略は、冬の期間は“1月を除いて”株式を保有する。そして1月および夏の期間は月末近辺だけ株式を保有することにする。こうした投資戦略をとることで、従来のハロウィン戦略+TOMよりも若干ながら投資収益を向上させることが可能となる。

図3 修正ハロウィン+TOM戦略



参考文献：

McConnell, John. and Wei Xu, “Equity Returns at the Turn of the Month”, 2006

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