

アクティブリターンと季節性アノマリー

坂 卷 敏 史 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

株式市場のアノマリーとして季節性の議論は多数の先行研究がある。曜日や月に着目して数々提示されてきた。例えば、1月の株高（1月効果）は最も有名なものの一つだろう。米国市場では第二次世界大戦以前から知られている（注1）。また5月から秋口までの株式低パフォーマンス（Sell in May、ハロウィーン効果）も良く知られている。Bouman and Jacobsen [2002] では1694年まで遡っても効果が確認でき、世界各国の市場でも同様であると指摘し普遍性を主張している。

指摘されている季節性は様々だが、その発生要因については未解明なものも少なくない。その理由の一つとしては、長く続く季節性は高い予測可能性を意味する点が挙げられるだろう。つまり、裁定の機会の放置を示唆しており合理的な説明は難しい。機会の放置については、例えば、税制などの制度要因や市場参加者の間の情報格差で説明できるかもしれないが、長期間にわたって様々な市場で観察されるとなると共通した要因を見つけるのは簡単ではない。

近年、この効果の原因として人間の心理に対して普遍的に影響する外部要因を指摘する研究がある。Kamstra *et al.* [2003] は、日照時間が短く

なることで起こる鬱状態（SAD、季節性鬱障害）により意思決定がリスク回避的になることが、株価が下がる原因だと主張している。その証拠として、北半球の市場で観察されるハロウィーン効果は緯度が高くなるほど明確であること、南半球の市場では半年程度ずれていることを挙げている。

最近の本ジャーナル論文でも、岡田他 [2013] では株価の季節性の原因として季節変動する人間心理を想定している。彼らは、新聞記事をサポートベクターマシンのよって「楽観」、「慎重」、「中立」に分類し、楽観見通しの割合で季節変動する人間心理を測定した。結果、1月から6月にその割合が高いことから、日本におけるハロウィーン効果（デカンショ節効果）と整合的だと主張している。この効果が長期間継続している理由として、日本ではお正月や花見などの「明るい」行事が年前半に多いと指摘する研究を紹介している。

これらの研究では市場全体の株価水準やリターンの季節性を対象としているが、人間心理の季節変動の影響は個別銘柄のクロスセクショナルな関係の方がより明確に表れるかもしれない。株価水準は需給（株式市場への資金の流入や流出）などで大きく変化しやすい。株価水準の時系列を用いて、人間の心理による株価への影響を観察する場

(注1) Wachtel, S., [1942] など。