

学位論文要旨

学位論文題目

中国株式市場における季節効果の検証
——上半期効果・月次効果・曜日効果の実証分析——

市場の効率性仮説によれば、株価は情報に対してすぐに偏りなく反応するため、個々の投資家は負担するリスクに応じたリターンを獲得するだけである。ある投資家にとってマーケットリターンを上回るような投資機会は存在しない。しかし、80年代以降、こうした仮説では説明できない特異な現象がおきた。これをアノマリー現象と呼ぶ。特定の状況下において、ある情報を利用すると、投資家のリスク負担に見合う以上の超過収益率を獲得できるというのである。

証券投資の分野において、アノマリーに関する研究は最近少なくない。特に株式市場の価格形成に関しては、リスクを負担することによる期待リターンモデルであるCAPM（資本価格形成モデル）に対する批判の高まりの中で各種アノマリーの実証研究が盛んに行われてきた。本稿の目的は、アノマリーの一つである中国株式市場（上海・深セン）の収益率の季節性効果について検討するものである。

本検証で用いるデータはすべて、中国国泰安金融教育集団が提供している「中国株式市場日次収益率」から構築した。「中国株式市場日次収益率」は、中国株式市場の日次収益率を収録しているデータベースである。本検証で行う分析は1998年1月5日から2009年12月31日までである。この期間中の新規上場・上場廃止企業も含んでいる点、中国株式市場の日次収益率が日次時価総額をウェイトした加重平均収益率を用いていることを考慮して決定した。

本稿の特徴は、中国株式市場の季節効果検証について最新の中国株式市場データと中国株式市場の日次時価総額加重平均収益率を用いて、リスク変数の代理値である企業規模とPBRを調整して検証している点である。また、頑健性の観点から、中国株式市場の低迷期である1998年～2004年と上昇期である2005年～2009年の2つ部分に分割しているのが特徴である。

検証期間中に、アノマリーと整合的な何らかの一貫した株価変動パターンを見つけることができれば、株価に影響を及ぼす理論モデルでは説明できない経済要因等以外

のものが存在する可能性があるかもしれない。

本論文は、株式市場の季節効果が中国においても観察されるかを実証分析することにある。本論文の実証分析は季節効果に関連した上半期効果、月次効果、曜日効果の三つに分類される。

第一章では、市場効率性仮説について説明する。株式市場においてアノマリーは伝統的ファイナンス理論では説明できない現象である。本章では、最初に、効率的市場仮説について説明を行う。次に、この論文の主題でもあるアノマリーが市場の効率性に対してどういう意味をもっているのかについて述べることにする。

第二章では株式市場のアノマリーの先行研究の説明を行う。本章では、アメリカと日本を中心に、株価の変動にパターンがあるかどうか、過去の研究で明らかになったことをまとめている。

中国の株式市場における株価の変動にも、アメリカと日本で見られるようなパターンが存在するかどうかは、以下の第三章、第四章、第五章で検証している。結論から言えば、基本的には中国株式市場でもアメリカや日本と同様のパターンが見られた。ただ、細部を見てみると、中国株式市場に固有のパターンも見られる。

第三章は中国株式市場における上半期効果の実証分析である。上半期効果とは季節効果に関するアノマリーの一つで、上半期（1月～6月）の収益率が下半期（7月～12月）と比べて高いことをいう。実証結果を見ると、**(1)** 全体期間と2つの部分期間で上半期の平均収益率は下半期の平均収益率を上回っている。**(2)** 1月効果を取り除いた後でも上半期効果が存在している。**(3)** 企業規模とPBRで分類された5つのカテゴリ別の上半期と下半期の平均収益率においても、上半期の収益率は下半期の収益率を上回っている。**(4)** 上場企業の業種を分類した検定結果においても、上半期の収益率は下半期の収益率を上回っていることを立証した。

第四章は中国株式市場における月次効果の実証分析である。月次効果とは上半期効果と同様に季節効果に関するアノマリーの一つである。本章は、中国株式市場において、一年の中で、月ごとの月次収益率に違いが存在するかどうかを検証した。中国株式市場でも、規模効果・PBRと月次効果の間には関係があり、ある特定の月によって株式のパフォーマンスに違いが生じていることが観察されたものの、月次平均収益率でみた月次効果が全体期間と部分期間のいずれにおいても有意性はなかった。市場リスクの一つである規模リスク調整後でも、両市場の時価総額が大きいグループでは、月次効果は観察されなかった。しかし、PBRリスク調整後では、両市場について部分

期間のバリューストックのみ月次効果がはっきり観察された。

第五章は中国株式市場における曜日効果の実証分析であり、曜日ごとに収益率の違いがあるかどうかを観察した。検証結果によれば、平均収益率は両市場の2005～2009年の上昇期では共に正の月曜日がはっきり観察された。市場規模リスク調整後を見ると、中国株式市場では小型株の全体期間と上昇期共に曜日効果が存在している。PBRリスクを調整した後も、両市場のグロース株とも有意な曜日効果が存在している。

最後に結論として全体のまとめと今後の課題について述べている。