

中国株式市場における上半期効果の検証

田 杰(山口大学大学院博士後期課程)

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、個々の投資家が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。ある投資家が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、1980年代以降、こうした仮説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の収益率の季節性効果について検討するものである。

先進国の株価変動の季節性に関する研究は多数存在するが、中国株式市場の季節性に関する検証は少ない。また、中国市場の検証は季節効果に及ぼすリスクの代理変数である上場会社の規模と株式 PBR が検証されていない。

本稿が中国国内の研究と異なる特徴は、中国株式市場データと中国株式市場の時価総額加重平均収益率を用いて、上半期のうち1月を除いた2月から6月までの収益率と下半期の株式収益率の関連及び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。

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。本検証で行う分析は1998年1月5日から2009年12月31日までの2,900取引日である。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。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年と変動期である2005年～2009年を2つの部分期間に分割して、上半期効果が存在するかどうかを調べているのが特徴である。