

Fama-French 3ファクターの構築ルール —情報開示の早期化と東証プレミアム市場創設の影響—

竹 原 均

目 次

- | | |
|--|--------------------|
| 1. 実証研究上のベンチマークとしてのFama-French 3ファクターモデル | 3. アセットプライシングテスト結果 |
| 2. ファクター構築ルールの再検討 | 4. 東証プレミアム市場創設の影響 |
| | 5. 終わりに |

本稿ではFama-French 3ファクターの構築方法を、情報開示早期化と東証プレミアム市場創設を念頭に置いて再検討する。Fama-French 6ベンチマーク構築を5～9月末で変化させた場合、仮想的「東証プレミアム市場」を設定した場合について、3ファクターを計算してアセットプライシングテストを実施した結果、構築ルールのモデル説明力への影響が限定的である一方で、パラメータ推定値に与える影響は相当程度に大きいことが明らかとなった。

1. 実証研究上のベンチマークとしてのFama-French 3ファクターモデル

Fama and French [1992] での資本資産価格評価モデル (Capital Asset Pricing Model、CAPM) への実証的否定、それに続くFama and French [1993] での3ファクターモデルの提唱を受けて、Fama and French 3ファクターモデルは、ファイナンス、及び会計学分野での実証研究におけるベンチマークモデルとして定着したと言える。その後の研究においてCarhart [1997]

のモメンタム効果を考慮した4ファクターモデル、Fama and French [2015] による5ファクターモデルへの拡張といった試みもあったものの、Kubota and Takehara [2018] が示したように、長期で見ればFama-French 3ファクターモデルは現在においても十分な説明力を維持している。

バリュー株効果に対応するHMLファクターについての行動ファイナンス研究者からの批判を端緒とする、効率的市場仮説と行動ファイナンスとの間での論争は決着を見ていない。更には、ラ



竹原 均 (たけはら ひとし)

早稲田大学大学院経営管理研究科教授。1989年筑波大学博士課程社会工学研究科単位取得退学、同年4月(株)エムティービーインベストメントテクノロジー研究所(現・三菱UFJトラスト投資工学研究所)入社。93年博士(経営工学、筑波大学)。筑波大学社会工学系助教授、早稲田大学ファイナンス研究科教授を経て16年4月より現職。主な著書に*Reform and Price Discovery at the Tokyo Stock Exchange from 1990 to 2012* (Palgrave Macmillan、15年、共著)がある。