

東京証券取引所市場区分変更が Fama-French 3ファクターに与える影響

竹 原 均

目 次

- | | |
|---|------------------------|
| 1. 市場区分変更の影響の検証 | 3. アセットプライシングテストの結果 |
| 2. Fama-French 6ベンチマーク、ならびに
Fama-French 3ファクターへの影響 | 4. 株式投資信託パフォーマンス評価への影響 |
| | 5. 結論と将来の研究課題 |

本稿では2022年4月4日の東証における新市場区分への変更後のFama and French [1993] による3ファクターの計算方法を再検討した。4月4日時点での新市場区分を仮想的に2010年5月末まで遡及させてFama-French 3ファクターを構築し、そのリターン特性を検証した。実証分析の結果から、市場区分変更の影響は必ずしも無視できる規模にはないことが明らかとなった。

1. 市場区分変更の影響の検証

2022年4月4日の東京証券取引所（以下、東証）における新市場区分変更に対応した上場企業の行動、あるいはベンチマークインデックスとしてのTOPIXの質的連続性に関する議論は実務家間で高まりをみせた。しかしながら、その一方で見落とされ、同時にファイナンス研究者、会計研究者にとって今後の実証分析実施の障害となる可能性が高いのが、いわゆる「Fama-French 3ファクター」への影響の問題である。Fama and French [1993] で提唱されたFama-French 3ファクターモデル（とその拡張）は、すでに実証研

究におけるベンチマークとして定着したといえる。その結果、単にファイナンスの実証研究において使用されるだけでなく、自己資本コスト推定、運用パフォーマンス評価などの実務においても広く利用されている。このように学界、実務界で利用されてきたFama-French 3ファクターであるが、今回の市場区分変更に伴い日本市場に関する従来の計算ルールが適用不可能となり、かつ東証での市場区分変更がFama-French 3ファクターに与える影響については、これまで実証研究が存在しないため、現時点でその実用性が危機を迎えているのである。

本稿の目的は極めて明確で、東証市場区分変更



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年筑波大学大学院社会工学研究科博士課程単位取得退学、1993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2016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、2015年、共著）がある。