論 文

クリーンサープラス関係を利用した時間的に変動する期待リターンの推計

小　野　慎一郎
村　宮　克　彦

目　　次

1．はじめに
2．リサーチデザイン
3．サンプルとデータ
4．期待リターン推計値の妥当性評価に関する実証結果
5．結論と今後の課題

本研究の目的は、クリーンサープラス関係を用いて導出された現在価値恒等式に基づく期待リターン推計方法の有効性を明らかにすることである。将来リターン予測能力の観点から分析を行った結果、現在価値恒等式に基づく期待リターン推計方法（とりわけ、予想利益を活用するように先行研究を発展させたモデル）が、CAPMなどのファクターモデルよりも相対的に優れていることを発見した。なお、本稿は本文と補論で構成されており、詳細を補論で述べている部分については本文中に注が付されている。

1．はじめに

これまでの研究では、株式投資家による期待リターン（企業側から見れば株主資本コスト）推計値の不正確性が繰り返し指摘されてきた（注1）。期待リターンの推計に際しては、資本資産評価モデル（以下、CAPM）やFama and French［1993］の3ファクターモデルが広く用いられている。しかし、FamaとFrench自身、「3ファクターモデルは実証的に着想されたものであり、強い理論的基礎付けを欠くという人もいる」（Fama and French［1997, pp.153-154］）ことを認めている。

小野　慎一郎（おの　しんいちろう）
大分大学経済学部准教授。2012年神戸大学大学院経営学研究科博士課程後期課程修了。西南学院大学商学部講師を経て、14年4月より現職。博士（経営学、神戸大学）。

村宮　克彦（むらみや　かつひこ）
大阪大学大学院経済学研究科准教授。2007年神戸大学大学院経営学研究科博士課程後期課程修了。神戸大学経済経営研究所講師、大阪大学大学院経済学研究科講師を経て、15年4月より現職。博士（経営学、神戸大学）。