論 文

サイズプレミアムの時系列変化
—企業価値評価実務への示唆—

中　岡　孝　剛
長　掛　良　介 CMA

目　　次

1．はじめに
2．分析デザイン
3．推定結果
4．まとめ

本稿ではわが国株式市場を対象とし、サイズプレミアムの時系列変化について検証を行う。CAPMをベースとしたモデルによる分析の結果、サイズプレミアムは時系列的に安定しておらず、その変化は景気変動で説明できることが明らかになった。更に、３ファクターモデルを用いた分析においても、小型株に関連した超過リターンが景気と連動して観察されており、“取り残された”サイズプレミアムの存在が示唆されている。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

小型株効果は最もよく議論されているアノマリーの一つである。CAPMを前提とした場合、小型株効果とは、リスク（株式ベータ）調整後のリターンが大型株よりも小型株の方が高い現象のことである。言い換えれば､小型株に超過リターン（アルファ）が存在するという現象であり、CAPMでは説明できない小型株の超過リターンのことである。この小型株にみられる超過リターンは、企業価値評価実務における株主資本コストの算出の際にも考慮されることがあり、企業価値評価実務の立場からは、サイズプレミアムと呼ばれている。

サイズプレミアムに関する実証研究は、Banz

中岡　孝剛（なかおか　たかよし）
近畿大学経営学部准教授。2011年３月神戸大学大学院経営学研究科博士後期課程修了、博士（商学）。SMBC日興証券㈱産業調査部財務戦略課を経て、12年４月より現職。18年４月より日本政策投資銀行設備投資研究所客員研究員を兼任。

長掛　良介（おさかけ　りょうすけ）
SMBC日興証券㈱ 産業調査部財務戦略課。1987年10月に日興證券㈱（現SMBC日興証券㈱）に入社。その後、各種企業を経て、2010年１月より現在の部署勤務となる。リサーチアナリスト、インベストメントバンカーの経験をもとに、資本コスト、財務戦略、経営戦略に関わる調査・研究を行っている。共訳に、『EVA（経済付加価値）創造の経営』（東洋経済新報社）がある。

©日本証券アナリスト協会　2018