

---

**ibbotson.**

Japan Size Premia  
Report 2019  
(2018年12月末版)

---

**ibbotson.**

**イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社**

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第555号(投資助言・代理業)

加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

105-0004 東京都港区新橋 1-1-1 日比谷ビルディング 6 階

TEL: 03-5511-7559 FAX: 03-5511-7541 E-mail: coc@ibbotson.co.jp

本レポートに記載されている情報は信頼できる情報源から最大限の注意のもとに入手していますが、保証されているものではありません。当社および当社へのデータの供給者は、購読者やその他の者が当レポートのデータを利用して得た結果について明示・黙示を問わず一切保証するものではなく、また明示・黙示を問わず商品性ならびに特定目的、使用に対する適合性を保証するものではありません。データの正確性および完全性は保証されません。当社および当社へのデータの供給者は、理由の如何にかかわらず、データやその配信に関する責任を負わないこととします。当社および当社へのデータの供給者は、いかなる場合であっても、逸失利益を含めて間接損害、特別損害あるいは結果損害のいずれについても責任を負いません。本レポートに含まれるデータは、当社および当社へのデータの供給者が所有するため、購読者は内部的利用に限って利用することができます。購読者によるデータの再頒布は固く禁止されています。

Copyright ©2019 Ibbotson Associates Japan, Inc. 著作権は当社に帰属します。当社の書面での許可なしに、複写、録音、録画を含めて筆写、電子的方法、機械的方法、情報記憶並びに回復装置など手段の如何を問わずいかなる形態、媒体によっても、このレポートの内容を複製、利用(転載、引用を含みます。以下、同じ)することを禁じます。当レポートの利用の許可を得るためには、イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社(〒105-0004東京都港区新橋1-1-1 日比谷ビルディング6階、電話03-5511-7559)宛にお問い合わせください。ご利用されるデータや内容に加え、その利用方法をご教示ください。また、本レポートのデータを利用して作成された図表、数値表、数値のコピーをご送付ください。1つのご依頼につき18,000円(税抜き)の料金がかかります。ご利用方法の内容によっては、追加料金がかかる場合があります。

# 日本のヒストリカル・サイズ・プレミアム

## はじめに

このレポートは、暦年ベースで1978年から2018年迄の期間における日本株式のヒストリカル・サイズ・プレミアムをご提供しています。

## 計測方法

本レポートにてご提供しています日本の株式市場におけるサイズ・プレミアムの計測方法と、計測に用いたデータに関して解説します。なお、計測値を利用する際には、日本の資本市場の構造変化やデータ特性などに留意することが非常に重要です。

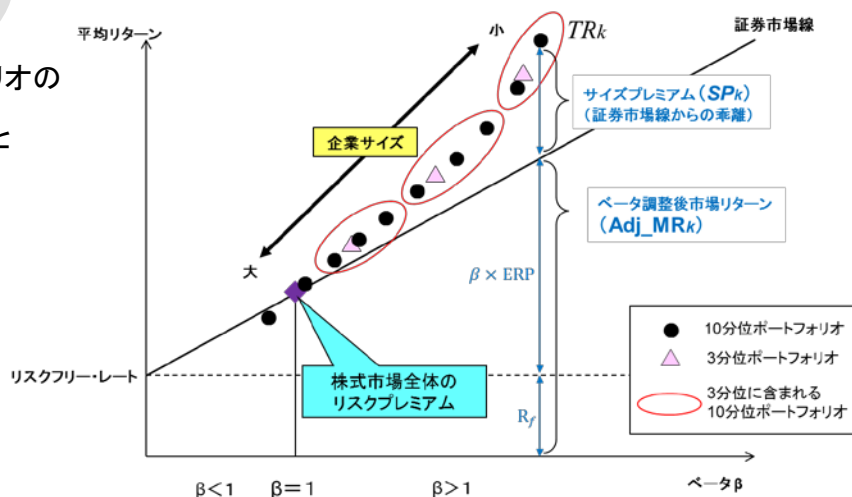
### サイズ・プレミアムの計測方法

サイズ・プレミアム( $SP_k$ )は、東証1部採用銘柄の時価総額別10分位ポートフォリオの平均トータル・リターン( $TR_k$ )から、CAPMにより推計したベータ調整後市場リターン( $Adj\_MR_k$ )を差し引くことにより推計しています。サイズ・プレミアム( $SP_k$ )ならびに、株式市場のベータ調整後市場リターン( $Adj\_MR_k$ )は、下式で算出しています。

$$SP_k = TR_k - Adj\_MR_k, \quad Adj\_MR_k = Rf_t + (\beta_k \times ERP_t)$$

- $Adj\_MR_k$  : 時価総額別ポートフォリオkのベータ調整後市場リターン  
 $Rf_t$  : 期間tのリスクフリー・レート  
 $\beta_k$  : 時価総額別ポートフォリオkのベータ  
 $ERP_t$  : 期間tのヒストリカル・エクイティ・リスク・プレミアム

(時価総額別10分位ポートフォリオの平均トータル・リターン( $TR_k$ )と証券市場線のイメージ図)



## データ

### 時価総額別10分位ポートフォリオ

日本株式のヒストリカル・サイズ・プレミアムを計測するために用いた株式のリターンは、東証1部上場銘柄(但し、種類株・子株・外国株・JREIT・ETF・ETN・優先出資証券を除く)をユニバースとした時価総額別10分位ポートフォリオ(等銘柄数)の時価総額加重平均リターンです。株式時価総額は変動するため毎年年末にリバランスを行い各分位ポートフォリオの構成銘柄を見直します。

### 株式市場リターン

日本株式のヒストリカル・サイズ・プレミアムを計測するために用いた日本の株式市場のリターンは、東証一部全銘柄の時価総額加重平均指数(配当込み)に基づき、1978年1月から1989年1月までは日本証券経済研究所(JSRI)の「株式投資収益率」、1989年2月以降は東京証券取引所の「配当込みTOPIX」より当社が算出しています。

「配当込み TOPIX」に関しては、以下のサイトをご覧ください。

<http://www.jpx.co.jp/markets/indices/topix/index.html>

[http://www.jpx.co.jp/markets/indices/topix/tvdivq00000030ne-att/cal\\_3\\_topix.pdf](http://www.jpx.co.jp/markets/indices/topix/tvdivq00000030ne-att/cal_3_topix.pdf)

### リスクフリー・レート

サイズ・プレミアムを計測するのに使用したリスクフリー・レートは、10年近傍国債のインカム・リターンです。1997年2月以前は公社債引受協会の「東京証券取引所上場債券売買状況表」、1997年3月以降は日本証券業協会の「公社債店頭売買参考統計値」に基づき当社が算出しています。本レポートでは、原データから月次インカム・リターンを算出しています。月次インカム・リターンは、1ヶ月分のクーポンを前月末の価格で割って計算しています。

### 配当再投資、税金・取引費用

このレポートでご提供するサイズ・プレミアムの原データである株式、国債の投資収益率については、すべてのインカム収益(配当や利息)は再投資されたという前提にたっています。

また、利息・配当等にかかる税金や取引費用・取引税は考慮していません。

## 《参考》

### 株主資本コスト(Cost of Equity) の推計例

特定の企業の株主資本コストを推定する方法の一例

ある業種  $i$ 、ある規模  $j$  に属する企業の株主資本コスト ( $k_{i,j}$ ) は、次式の各係数に適切な推計値を代入することによって推計します。

$$k_{i,j} = Rf_t + (\beta_{t,i} \times ERP_t) + SP_{t,j}$$

- $k_{i,j}$  : 株主資本コスト(Cost of Equity)  
 $Rf_t$  :  $t$  時点でのリスクフリー・レート  
 $\beta_{t,i}$  :  $t$  時点での業種  $i$  のベータ推計値  
 $ERP_t$  :  $t$  時点でのエクイティ・リスク・プレミアム推計値  
 $SP_{t,j}$  :  $t$  時点での規模  $j$  のサイズ・プレミアム推計値

推計結果例:

株主資本コスト :  $k_{i,j} = 9.6\% = 1.0\% + (0.80 \times 7.0\%) + 3.0\%$

リスクフリー・レート (近時の利回り) :	$Rf = 1.0\%$
業種 $i$ のベータ推計値 :	$\beta_i = 0.80$
エクイティ・リスク・プレミアム推計値 :	$ERP = 7.0\%$
規模 $j$ のサイズ・プレミアム推計値 :	$SP_j = 3.0\%$

## 日本のサイズ・プレミアム(2018年12月末基準)

下表は、東証1部上場銘柄の時価総額別10分位(等銘柄数)ポートフォリオのヒストリカル・サイズ・プレミアムと10分位の境界値です。

3分位	最小企業 時価総額(百万円)	～	最大企業 時価総額(百万円)	サイズ・プレミアム (CAPMに上乗せする 超過リターン)(%)
Mid-Cap (3-5)	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X
Low-Cap (6-8)	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X
Micro-Cap (9-10)	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X

10分位	最小企業 時価総額(百万円)	～	最大企業 時価総額(百万円)	サイズ・プレミアム (CAPMに上乗せする 超過リターン)(%)
1 – Largest	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X
2	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X
3	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X
4	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X
5	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X
6	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X
7	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X
8	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X
9	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X
10 – Smallest	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X
10-a (注)	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X
10-b (注)	XX,XXX	～	XX,XXX	X.X

(注)「10-a」、「10-b」は時価総額別10分位ポートフォリオの中で最も小さい規模の10番目のポートフォリオに属する企業群を、規模の大小により2つに分割して計測したものです。

## 日本のサイズ・プレミアム(米国 10 分位基準、2018 年 12 月末基準)

従来、日本のサイズプレミアムが公表されていなかったことなどから、米国 Ibbotson が発行している US Size Premia Report などの米国のサイズプレミアムを用いて日本のサイズプレミアムを推計してきた購読者が、引き続き米国時価総額の 10 分位分け基準による日本のサイズプレミアムを推計できるように、日本企業のサイズプレミアムを米国 10 分位の境界値を用いて推計しました。(日本と米国の 10 分位の境界値の差異については次頁 6 ページをご参照ください。)

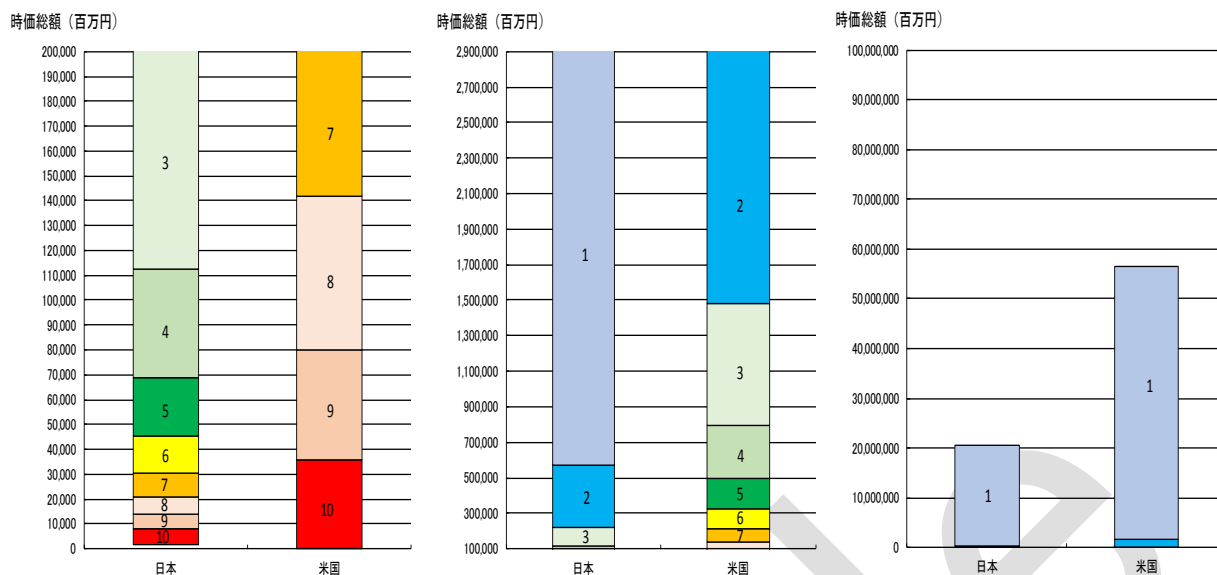
これは近年、M&A においては内外、外内などクロスボーダー取引の増加、国際会計基準では内外基準の統合化が進んでいることなどから、10 分位分け基準についても、各国によって異なる(例:ある企業が日本では 8 分位、米国では 10 分位に属する)よりも統一化する(例:ある時価総額の企業は日本基準でも米国基準でも同じ分位に属する)ことが望ましいという考え方に依拠しています。

下表は、米国 10 分位の境界値と、その分位分け基準による日本のサイズ・プレミアムです。

米国時価総額基準 における 3 分位	最小企業 時価総額(百万円)	最大企業 時価総額(百万円)	サイズ・プレミアム (CAPM に上乗せする 超過リターン)(%)
Mid-Cap (3-5)	XX,XXX ~	XX,XXX	0.1
Low-Cap (6-8)	XX,XXX ~	XX,XXX	1.3
Micro-Cap (9-10)	XX,XXX ~	XX,XXX	2.7

米国時価総額基準 における 10 分位	最小企業 時価総額(百万円)	最大企業 時価総額(百万円)	サイズ・プレミアム (CAPM に上乗せする 超過リターン)(%)
1 – Largest	XX,XXX ~	XX,XXX	X.X
2	XX,XXX ~	XX,XXX	X.X
3	XX,XXX ~	XX,XXX	X.X
4	XX,XXX ~	XX,XXX	X.X
5	XX,XXX ~	XX,XXX	X.X
6	XX,XXX ~	XX,XXX	X.X
7	XX,XXX ~	XX,XXX	X.X
8	XX,XXX ~	XX,XXX	X.X
9	XX,XXX ~	XX,XXX	X.X
10 – Smallest	XX,XXX ~	XX,XXX	X.X

### ＜日本と米国の 10 分位の境界値の比較＞



日本、米国ともに第 1 分位から第 10 分位に含まれる銘柄数が等銘柄数となるように構成していますが、日本と米国では個別銘柄の時価総額の分布状況が異なるため、日本と米国の 10 分位の境界値は異なります。

#### ＜例＞

米国の 10 分位基準で時価総額が最も小さな第 10 分位は約 XXX 億円以下です。日本の 10 分位基準で XXX 億円以下に該当する分位は、概ね第 7～第 10 分位となります。

これは、米国では時価総額が 350 億円以下の銘柄数が全銘柄数の 10 分の 1 程度である一方、日本では時価総額が XXX 億円以下の銘柄数は全銘柄数の 10 分の 4 (第 7～第 10 分位) 程度となることを示しています。