



企業価値評価用データ Value Pro 算出方法及び使用方法のご案内

ヒストリカル・リスクプレミアム

インプライド・リスクプレミアム

サイズ・リスクプレミアム

ご注意

本資料及びデータの著作権は当社に帰属します。第三者への開示その他自己使用の範囲を超えたご利用にあたっては、事前に当社の書面による許諾をお取り下さい。

掲載されたデータは、当社が信頼できると判断した情報をもとに作成したものです。当該情報の正確性及び完全性を当社が保証するものではありません。これらの情報の誤りに起因して生じた損害につき、当社は一切の責任を負いませんので、ご了承のほどお願いいたします。

お問い合わせ先

100-6030 東京都千代田区霞が関 3-2-5 霞が関ビルディング 30 階

株式会社ブルータス・コンサルティング

TEL 03-3591-8123/ FAX 03-3591-8112

valuepro@plutuscon.jp

担当 明石・山本

1. データの概要	1
1.1 株式リスクプレミアム.....	1
1.1.1 ヒストリカル・リスクプレミアム.....	1
1.1.2 インプライド・リスクプレミアム.....	1
1.2 サイズ・リスクプレミアム.....	1
2. ヒストリカル・リスクプレミアム.....	2
2.1 表の見方	2
2.1.1 縦軸と横軸の意味.....	2
2.1.2 株式リスクプレミアムの求め方.....	2
2.1.2.1 終了年の選択.....	2
2.1.2.2 開始年の選択.....	3
2.2 算出方法	3
2.2.1 基準日	3
2.2.2 各年のデータの集計.....	3
2.2.2.1 株式収益率	3
2.2.2.2 無リスク利子率.....	3
2.2.3 平均値の算出	3
3. インプライド・リスクプレミアム.....	4
3.1 表の見方	4
3.1.1 業種別のデータ.....	4
3.1.1.1 IRP	4
3.1.1.2 採用会社数	4
3.1.1.3 上場会社数	5
3.1.2 全業種平均値	5
3.2 算出方法	5
3.2.1 基準日	5
3.2.2 個別企業のインプライド・リスクプレミアムの算定.....	5
3.2.2.1 株主資本コストの推定.....	5
3.2.2.2 インプライド・リスクプレミアムの算定.....	5
3.2.3 平均値の算出	6
4. サイズ・リスクプレミアム.....	7
4.1 表の見方	7
4.1.1 階級	7
4.1.2 株式リスクプレミアム.....	7
4.1.3 サイズ・リスクプレミアムの求め方.....	7

4.1.4	適用方法	7
4.1.5	留意点	8
4.2	算出方法	8
4.2.1	基準日	8
4.2.2	階級の区分	8
4.2.2.1	時価総額	8
4.2.2.2	各階級の会社数	8
4.2.3	個別企業の超過収益率の算出	8
4.2.4	階級別超過収益率の平均値の算出	9
4.2.5	回帰分析	9
4.2.6	サイズ・リスクプレミアムの算出	9
5.	補論	10
5.1	CAPM	10
5.2	株式リスクプレミアム	10
5.2.1	ヒストリカル手法	10
5.2.2	インプライド手法	11
5.3	サイズ・リスクプレミアムによる CAPM の修正	11
5.3.1	CAPM の限界	11
5.3.2	小型株効果	11
5.3.3	修正の方法	11
5.3.3.1	実務上の方法	12
5.3.3.2	学術上の方法	12
5.3.4	サイズ・リスクプレミアムと SMB の異同	12
5.3.4.1	感応度の考慮	12
5.3.4.2	背景とする理論	12
5.3.5	マルチファクターモデルの限界	13

1. データの概要

本資料では、株主資本コストの算定に必要な次のデータを提供します。

1.1 株式リスクプレミアム

次式で与えられる資本資産評価モデル (Capital Asset Pricing Model; CAPM) のうち、株式リスクプレミアムに相当するデータです。算出方法の違いにより、ヒストリカル・リスクプレミアムとインプライド・リスクプレミアムの二つがあります。

$$R_e = R_f + \beta \times \{E(R_m) - R_f\} \quad [1]$$

R_e : 株主資本コスト R_f : 無リスク利子率 β : リスク感応度

$E(R_m) - R_f$: 株式リスクプレミアム (マーケット・リスクプレミアム)

1.1.1 ヒストリカル・リスクプレミアム

各年の株式収益率から無リスク利子率を控除した超過収益率を平均することにより算出されるリスクプレミアムです。

1.1.2 インプライド・リスクプレミアム

現在の予想利益と市場株価の関係に基づき逆算された期待収益率から、無リスク利子率を控除することによって算出されるリスクプレミアムです。

1.2 サイズ・リスクプレミアム

次式に基づき、CAPM に基づく株主資本コストの理論値に対し、時価総額の違いに応じて付加されるリスクプレミアムです。

$$R_e = R_f + \beta \times \{E(R_m) - R_f\} + SRP \quad [2]$$

SRP: サイズ・リスクプレミアム

2. ヒストリカル・リスクプレミアム

表の見方と算出方法に分けて解説します。

2.1 表の見方

次の表は、ヒストリカル・リスクプレミアムのデータから直近の時点に対応する部分を抜粋したものです。

	Start Year											
	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
E n d Y e a r	2018											
	2017											
	2016											
	2015											
	2014											
	2013											
	2012											
	2011											
	2010											
	2009											
	2008											
	2007											

2.1.1 縦軸と横軸の意味

縦軸に示された End Year と、横軸に示された Start Year は、それぞれ平均値を求める期間の終了年と開始年を意味します。End Year の中から任意の終了年を、Start Year から任意の開始年をそれぞれ選ぶと、行と列の交差したところにある数値は、選択した開始年の前年末から終了年の年末まで保有した場合の超過収益率の単純平均値を示します。

2.1.2 株式リスクプレミアムの求め方

ヒストリカル・リスクプレミアムを株式リスクプレミアムとして用いる場合は、次の要領により十分に長い期間の平均値を参照します。

2.1.2.1 終了年の選択

多くの場合、評価基準日と実際に評価する日は同じ年に属しているものと思われます。この場合、評価基準日が属する年の前年を終了年として選択します。

過去の特定時点を評価時点とする場合は、評価基準日と実際に評価する日が異なる年に属

する場合もあり得ます。仮に異なる場合には、評価基準日が年末の場合はその年、その他の場合は評価基準日が属する年の前年を終了年とすることにより、上記と整合的な取扱いが可能です。

2.1.2.2 開始年の選択

終了年から遡る十分に長い期間を設定し、その期間の始点を開始年として選択します。ただし、「十分に長い期間」の基準について、学術上も実務上も一致した見解はありません。各年の超過収益率が独立して発生するとの仮定を置く場合には、誤差を最小限に抑えた正確な推定を行う観点から、可能な限り長い期間を設けることが合理性を有します。この場合、開始年は最も古い年に設定されます。

これに対し、各年の超過収益率は必ずしも独立的でなく、経済環境に影響を受けるという立場からは、環境が大きく異なる期間のデータを除くため、前者の場合よりも短い期間とすることが合理性を有します。ただしその場合でも、各年の超過収益率の分散は非常に大きいことから、少なくとも 30 年以上の期間にわたる平均値を用い、誤差を低減するのが通常です。

2.2 算出方法

昭和 27（1952）年から前年までの年次データを用い、次の要領により算出されます。

2.2.1 基準日

毎年 12 月末日です。

2.2.2 各年のデータの集計

次の要領により、各年の株式収益率及び無リスク利率を求めます。

2.2.2.1 株式収益率

昭和 27（1952）年から平成 24（2012）年までは日本証券経済研究所の「株式投資収益率」を、平成 25（2013）年以降は東京証券取引所の「配当込み TOPIX」を用い、前年末に取得し当年末に売却したとみなした場合の収益率を求めます。

2.2.2.2 無リスク利率

原則として各年末における 10 年国債利回りを用います。ただし、利回りが負の値を示す場合は 0 とみなします。

2.2.3 平均値の算出

2.2.2 で集計した各年のデータを、任意の二時点間を対象として平均します。

3. インプライド・リスクプレミアム

表の見方と算出方法に分けて解説します。

3.1 表の見方

次の表は、直近のインプライド・リスクプレミアムを示したものです。

業種	IRP	採用会社数	上場会社数	業種	IRP	採用会社数	上場会社数
水産・農林業				精密機器			
鉱業				その他製品			
建設業				電気・ガス業			
食料品				陸運業			
繊維製品				海運業			
パルプ・紙				空運業			
化学				倉庫・運輸関連業			
医薬品				情報・通信業			
石油・石炭製品				卸売業			
ゴム製品				小売業			
ガラス・土石製品				銀行業			
鉄鋼				証券・商品先物取引業			
非鉄金属				保険業			
金属製品				その他金融業			
機械				不動産業			
電気機器				サービス業			
輸送用機器				全業種			

本資料では、我が国の証券取引所に株式を上場している全ての会社を対象としてインプライド・リスクプレミアムを算出し、その結果を業種または市場全体について平均することにより、各業種または市場全体のインプライド・リスクプレミアムの平均値を提供します。

3.1.1 業種別のデータ

証券コード協議会の定める業種区分ごとに、次のデータを示しております。

3.1.1.1 IRP

それぞれの業種に属する国内上場会社について算出されたインプライド・リスクプレミアムのうち、後述する基準値の範囲内にあるものを単純平均した値です。

3.1.1.2 採用会社数

それぞれの業種に属する国内上場会社のうち、インプライド・リスクプレミアムの平均値を求めるにあたって採用された会社の数を示したものです。

3.1.1.3 上場会社数

それぞれの業種に属する国内上場会社全体の数を示したものです。

3.1.2 全業種平均値

全ての国内上場会社を対象に、3.1.1 と同一の要領により求めたデータを右下に示しております。インプライド・リスクプレミアムを株式リスクプレミアムとしてお使いいただく場合には、こちらに対応する IRP をご使用下さい。

3.2 算出方法

次の要領により算出されます。

3.2.1 基準日

原則として毎年1月、4月、7月及び10月の15日です。ただし、休業日の場合は直前の営業日となります。

3.2.2 個別企業のインプライド・リスクプレミアムの算定

予想利益と株価の関係から求めた株主資本コストの推定値を CAPM に当てはめ、株式リスクプレミアムについて解くことにより算定されます。

3.2.2.1 株主資本コストの推定

当期純利益の予想値が永続するとの仮定を置くことにより、次式に基づき株主資本コストを推定します。

$$R_e = \frac{P}{S} \quad [3]$$

R_e : 株主資本コスト P : 予想当期純利益 S : 株価

予想当期純利益は決算短信に記載された会社による公表値、株価は基準日以前3ヶ月間にわたる日次の終値の単純平均値です。

3.2.2.2 インプライド・リスクプレミアムの算定

[3]式により推定された株主資本コストを、CAPMにより株主資本コストを求める[1]式の左辺に代入し、株式リスクプレミアムについて解くことにより、次のように算定されます。

$$E(R_m) - R_f = (R_e - R_f) \div \beta \quad [4]$$

R_e : 株主資本コスト R_f : 無リスク利子率 β : リスク感応度
 $E(R_m) - R_f$: 株式リスクプレミアム

無リスク利子率は基準日の前月から遡る直近3ヶ月の月末における10年国債利回りの平均値で、負の値を示す場合は0とみなします。 β は基準日以前5年間の週次データに基づいており、株価指数にはTOPIXを採用しております。

3.2.3 平均値の算出

次のいずれかに該当する企業を除外し、その他の企業を対象に業種別または全企業の平均値を求めます。

- 予想当期純利益を公表していない
- 当期純損失を見込んでいる
- β が負
- 算出されたインプライド・リスクプレミアムが負
- 算出されたインプライド・リスクプレミアムが20%以上

4. サイズ・リスクプレミアム

表の見方と算出方法に分けて解説します。

4.1 表の見方

次の表は、直近のサイズ・リスクプレミアムを示したものです。

階級	時価総額(百万円)		株式リスクプレミアム										
	最小値	～ 最大値	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%
1	～												
2	～												
3	～												
4	～												
5	～												
6	～												
7	～												
8	～												
9	～												
10	～												

4.1.1 階級

国内市場に株式を上場している全ての上場会社を、後述する基準日の時価総額別が低い順に1から10までの階級に区分したものです。

4.1.2 株式リスクプレミアム

本資料で与えられるサイズ・リスクプレミアムは、CAPMの前提となる株式リスクプレミアムに比例的して上昇するものと想定されています。その結果、株式リスクプレミアムが変動すればサイズ・リスクプレミアムも異なることから、株式リスクプレミアムを4%から9%の範囲で段階的に変化させ、それぞれの場合に対応するインプライド・リスクプレミアムを示す形としております。

4.1.3 サイズ・リスクプレミアムの求め方

縦軸の階級から評価対象会社の時価総額を含むものを、横軸の株式リスクプレミアムからCAPMの前提となる株式リスクプレミアムに対応するものを選び、それぞれの行と列が交わる箇所のデータをサイズ・リスクプレミアムとしてCAPMによる理論値に加算します。株式リスクプレミアムを0.5%単位で設定しない場合には、最も近い前後の値から線形補間することで、任意の株式リスクプレミアムに対応するサイズ・リスクプレミアムを求めることができます。

4.1.4 適用方法

サイズ・リスクプレミアムは、1.2で示した[2]式のように、CAPMによる理論値に加算する

形で適用していただくことを想定しております。

4.1.5 留意点

CAPM は株式リスクプレミアムを単一のリスク要因とするモデルであり、サイズ・リスクプレミアムの加算は本来想定されておりません。学術上、小型株の超過的な収益率をモデル化するにあたっては、3ファクターモデルを始めとするマルチファクターモデルの利用が適切とされております。

本資料で提供されるサイズ・リスクプレミアムは、全ての株式のシャープ・レシオを一定と仮定し、株式市場及び時価総額階級のボラティリティを個別企業のボラティリティの単純平均値とするなど、独自の考え方を採用することにより、CAPM による理論値に対して加算されるサイズ・リスクプレミアムを求めたものです。

4.2 算出方法

次の要領により算出されます。

4.2.1 基準日

原則として毎年1月、4月、7月及び10月の15日です。ただし、休業日の場合は直前の営業日となります。

4.2.2 階級の区分

国内市場に株式を上場している全ての上場会社を、時価総額別が低い順に1から10までの階級に区分します。

4.2.2.1 時価総額

株価に発行済株式総数を乗じることによって算定されます。株価は基準日以前3ヶ月間にわたる日次の終値の単純平均値です。発行済株式総数は基準日直近の公表値で、自己株式数は控除されておりません。

4.2.2.2 各階級の会社数

原則として階級毎に等しくなるよう設定します。ただし、全体の会社数が10で割り切れない場合は、時価総額の低い階級から順次1ずつ増やします。

4.2.3 個別企業の超過収益率の算出

本資料におけるサイズ・リスクプレミアムは、長期的な市場均衡においてシャープ・レシオが一定になるという仮定のもとで算出されます。シャープ・レシオは、投資の効率性を計る尺度の一つです。シャープ・レシオが高いポートフォリオほど、低いリスクで高い収益率を

挙げている効率的なポートフォリオと評価されます。

個別証券のシャープ・レシオは、次式のように定義されます。

$$S_i = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \quad [5]$$

S_i : シャープ・レシオ R_i : 株式の収益率 R_f : 無リスク利率 σ_i : ボラティリティ

ここで、全ての証券のシャープ・レシオを一定と仮定した場合、超過収益率はボラティリティに比例することから、次式により超過収益率を求めることができます。

$$R_i - R_f = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} \times \{E(R_m) - R_f\} \quad [6]$$

σ_m : 全企業のボラティリティの平均値 $E(R_m) - R_f$: 株式リスクプレミアム

ボラティリティは、基準日以前5年間の週次データに基づき算定されております。株式リスクプレミアムはCAPMによる理論値を求める際に用いる任意の値です。

4.2.4 階級別超過収益率の平均値の算出

[4]式により求めた個別企業の超過収益率を、次式の通り階級別に平均します。

$$R_j - R_f = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\frac{\sigma_{ij}}{\sigma_m} \right) \times \{E(R_m) - R_f\} \quad [7]$$

σ_{ij} : 第j階級に属する企業iのボラティリティ

4.2.5 回帰分析

一般に、時価総額の低い株式ほどボラティリティは高くなる傾向にあるため、[7]式で求められる階級別の超過収益率の平均値は、時価総額が低い（高い）階級ほど高く（低く）なる傾向があります。このように、時価総額が低い階級ほど超過収益率が高まる関係をモデル化するため、[7]式で求められる階級別の超過収益率の平均値を被説明変数、階級の順位を説明変数とする回帰式を立て、そのパラメタを最小二乗法により推定します。

4.2.6 サイズ・リスクプレミアムの算出

4.2.5で求めた回帰式に基づいて算出される階級別の超過収益率の推定値から、市場全体の平均的な超過収益率である株式リスクプレミアムを控除することにより、階級の超過収益率が平均を超える部分としてサイズ・リスクプレミアムが算出されます。

5. 補論

本資料で提供しているデータをご利用いただくのに必要なファイナンスの基礎知識について解説します。正確な理解を期する場合は専門書をご覧ください。

5.1 CAPM

CAPM とは、次式に従い、株主資本コストをリスク感応度 β の一次関数として求めるモデルです。CAPM は、ノーベル経済学賞を受賞した W. Sharpe 氏らが導出した、理論的な信頼性が高いモデルと考えられています。

$$R_e = R_f + \beta \times \{E(R_m) - R_f\} \quad [8]$$

R_e : 株主資本コスト R_f : 無リスク利子率 β : リスク感応度

$E(R_m) - R_f$: 株式リスクプレミアム (マーケット・リスクプレミアム)

CAPM は、分散投資を通じて企業固有の非システムティックリスク (固有リスク) が解消される結果、投資家は市場全体に影響を及ぼすシステムティックリスク (市場リスク) にのみ晒されることを前提にしています。このとき、投資家はあらゆる危険資産を時価総額の比率に基づき組み入れた単一の市場ポートフォリオを選択し、無リスク資産と適宜組み合わせることにより、期待する収益率を最小のリスクで実現できるとされます。

5.2 株式リスクプレミアム

市場ポートフォリオの収益率から無リスク利子率を控除することによって求められる超過収益率を株式リスクプレミアムといいます。ただし、市場ポートフォリオはあらゆる危険資産を含む概念的な存在であり、実際の市場においてその収益率を観察することはできません。そこで、実際の算定においては、十分に分散された株式市場のデータを代理変数として用います。そのための方法は次の二つに大別されます。

5.2.1 ヒストリカル手法

株価指数の変動から収益率を求める方法です。単年の収益率は大幅に変動しうることから、長期間にわたる平均値を用いるのが通常であり、そのことに由来してヒストリカル手法と呼ばれます。

ヒストリカル手法では、TOPIX を始め市場を代表する株価指数の変動に基づいて収益率が算出されるため、客観性の高い方法といわれます。長期間のデータを平均するため、短期的な変動の影響を受けにくいという特徴もあります。ただし、何年分のデータを平均するかについて統一された見解はなく、データの観察期間によってヒストリカル・リスクプレミアム

の算定結果は大きく異なります。

5.2.2 インプライド手法

企業の利益と株価の関係から収益率を逆算する方法です。インプライド手法は、株価が将来のキャッシュ・フローと投資家の期待収益率を織り込んで決まるという理論上の関係を前提としています。このとき、企業の予想利益と株価を所与とすれば、投資家の期待収益率を推定でき、それに基づき株式リスクプレミアムを推定することもできます。

インプライド手法は、長期間にわたるデータに依存するヒストリカル手法に比べ、直近の市場環境を反映しやすいという特徴を有します。ただし、利益と株価の関係をどのようにしてモデル化するかについての統一された見解はなく、どのようなモデルを採用するかによってインプライド・リスクプレミアムの算定結果は異なります。

5.3 サイズ・リスクプレミアムによる CAPM の修正

CAPMの限界を補う手段としてのサイズ・リスクプレミアムの考え方について説明します。

5.3.1 CAPM の限界

CAPM が成り立つ場合、株式の期待収益率は、市場ポートフォリオの超過収益率である株式リスクプレミアムにリスク感応度 β を乗じ、無リスク利子率に加算することによって求められます。これは、 β が等しければ収益率も等しくなることを意味し、同じ β の株式が異なる収益率を示すことは理論上あり得ません。

しかしながら、CAPM は完全市場を前提としたモデルです。そのため、ある属性を有する株式の収益率が、CAPM による理論値で説明しうる水準から乖離する場合があるとの指摘がなされています。このように、理論では説明し得ないものの、一定の法則性を伴って観察される現象をアノマリーといいます。

5.3.2 小型株効果

アノマリーの一つとして、時価総額の低い株式の収益率が CAPM による理論値よりも高くなりやすいという小型株効果が知られています。小型株効果が観察される市場では、CAPM による理論上の資本コストが過小に算定されやすいことから、何らかの修正を図るべきと主張されることがあります。

5.3.3 修正の方法

小型株効果により資本コストが過小に算定されていると認められる場合、これを修正するための方法は二つに大別されます。

5.3.3.1 実務上の方法

実務においては、CAPM を前提としつつも株式リスクプレミアム以外の追加的なリスクプレミアムを導入する方法が一般的に採られます。本資料で提供されるサイズ・リスクプレミアムも同様の手法に基づくものと位置付けられます。式で示すと次の通りです。

$$R_e = R_f + \beta \times \{E(R_m) - R_f\} + SRP \quad [9]$$

SRP: サイズ・リスクプレミアム

5.3.3.2 学術上の方法

これに対し、学術上はマルチファクターモデルによる定量化が行われます。マルチファクターモデルは、裁定価格理論を背景とした資本コストの評価モデルです。最も代表的な3ファクターモデルは次式で与えられます。

$$R_e = R_f + \beta_1 \times \{E(R_m) - R_f\} + \beta_2 \times SMB + \beta_3 \times HML \quad [10]$$

[10]式の右辺第2項までは、CAPMによる理論上の資本コストを表す[8]式の右辺と同様です。第3項のSMBはSmall Minus Bigの略であり、小型株からなるポートフォリオSと大型株からなるポートフォリオBの収益率の差を意味します。第4項のHMLはHigh Minus Lowの略であり、簿価時価比率の高い株式からなるポートフォリオHと低い株式からなるポートフォリオLの収益率の差を意味します。 β_2 及び β_3 はそれぞれSMBとHML1単位の変動に対する R_e の感応度です。

5.3.4 サイズ・リスクプレミアムとSMBの異同

[9]式のSRPと[10]式のSMBは、いずれも企業規模に起因して資本コストを変動させる項目ですが、異なる点が二つあります。

5.3.4.1 感応度の考慮

SRPは定数として加算されるのに対し、SMBがどれだけ資本コストを変動させるかは、感応度である β_2 の水準に依存します。小型株の β_2 は正の値を、大型株の β_2 は負の値を示すというのが理論上想定される関係です。

5.3.4.2 背景とする理論

サイズ・リスクプレミアムはあくまでCAPMを基礎としたものであることから、CAPMの理論上本来想定されない何らかの関係を仮定する必要があります。したがって、サイズ・リ

スクプレミアムは実務的な要請から導かれた簡便な調整方法としての性格を有しており、その理論的な裏付けは必ずしも強固なものではありません。

これに対し、SMB は裁定価格理論から導かれる概念です。裁定とは、リスクが等しいにもかかわらず資産の価格が異なるとき、割安な方を買って割高な方を売ることにより、無リスクで利益を得ることをいいます。たとえば、CAPM が成立する場合、 β が等しければ収益率も等しくなります。これは、リスクに見合って資産の価格が決まることを意味し、裁定により利益を得る余地はありません。これに対して裁定価格理論では、一定の属性を持つポートフォリオの間で、リスクが等しいにもかかわらず価格が異なる場合があります。3ファクターモデルを例にすると、ポートフォリオ S と B 及びポートフォリオ H と L の関係がそれにあたります。裁定価格理論では、ポートフォリオ間の価格差を利用し裁定が行われる余地を考慮することにより、小型株効果を理論的に説明することが可能となります。

5.3.5 マルチファクターモデルの限界

このように、小規模企業とその他の企業の間で生じる資本コストの違いを定量化する上では、マルチファクターモデルの方が理論的に優れています。しかしながら、ファクターとして何を取り入れるかについての先験的な理論は存在しません。国内企業の評価においては、SMB 及び HML に対する感応度の統計的信頼性が十分でなかったり、推定値が長期的に不安定であったりするなどの問題点が存在することから、CAPM に対する優位性が顕著には認められないとの指摘もあります。そのため、CAPM を前提に一定の修正を図る手法も、実務においては一概に否定できないものと考えられます。