

資本コストと割引率



いさがわ のぶゆき
砂川 伸幸

神戸大学大学院 経営学研究所
教授

Cost of Capital: Applications and Examples, Pratt, S., and R. Grabowski.

総ページ数七五〇。そのほとんどが、資本コスト(Cost of Capital)について書かれている。この分厚い本を手にとるだけで、資本コストの重みを感じる事ができる。版を重ね、二〇〇八年に第三版、二〇一〇年に第四版が出版された。ちなみに、コーポレートファイナンスの大著『PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE 9th』(Brealey, Myers, and Allen)の総ページ数は九五〇である。

資本コストと企業経営

資本コストはコーポレートファイナンスのキーワードである。投資家と企業を結ぶ鍵といってもよい。投資家はリターンを期待して資本を投じる。企業は投資家の期待リターンを資本コストと理解して、経営の意思決定を行う。アメリカでは、一九八〇年代に盛んになったEVAとM&Aによって、Cost of Capitalが取締役に持ち込まれた。日本でも、EVAとM&Aを介して資本コストが取締役会の共通用語になりつつある。

Economic Value Addedは、利益から資本コストを控除した真の価値である。この価値を測定するためには、自社の資本コストを知る必要がある。多額の資金を投じるM&Aでは、買収企業の価値評価を精緻に行うことが求められる。企業価値評価の原則はDCF法であり、DCF法の割引率は資本コストに他ならない。資本コストがキーワードといわれる所以である。

現代ファイナンス理論とCAPM

投資家は債権者と株主に大別される。資本コストも負債の資本コスト(債権者の期待リターン)と株式コスト(株主の期待リターン)に分解できる。負債の資本コストは借入コストや社債金利などである。一方、株式の資本コストは明確ではない。配当利回りだとすれば、無配企業の資本コストはゼロになるが、それはありえない。株式の資本コストを知る術は、現代ファイナンス理論にある。現代ファイナンス理論は、半世紀以上かけて、現在と将来の交換法則を研究してきた。将来にはリスクがある。賢明な投資家は、分散投資によってリスクを軽減

する。それでも残るシステマティックなリスクに対して、投資家はプレミアムを要求する。システマティック・リスクのベンチマークは、十分に分散投資されたマーケットポートフォリオである。株式のリスクプレミアムは、マーケット・リスクプレミアムと関係がある。この関係を定式化したものをCAPMという。

リスクとリターンに関する理論的な研究の礎は一九六〇年代に築かれた。最大の貢献者はノーベル経済学賞を受賞したMarkowitzとSharpeである。その後、数多くの実証研究の蓄積を経て、CAPMはリスク・リターン関係の代表的なモデルとして認知された。企業価値評価の大著である『VALUATION』(McKinsey & Company、2010年、総ページ数八〇〇)は、次のように述べている。「いまだにCAPMを凌駕するものはない。したがって、この分野の新しい研究に注意しつつ、CAPMを使うことにしたい」。CAPMによると、株式の期待収益率は「リスクフリー・レート+株式ベータ×マーケット・リスクプレミアム」で与えられる。実際の値を算出する場合、リスクフリー・レートは国債の利回りを用いる。株式ベータは情報ベン

ダーが提供している。マーケット・リスクプレミアムは過去の実績値を参考ににする。これらはすべて、多数の投資家の意見を反映した資本市場のデータであり、アクセスが容易である。

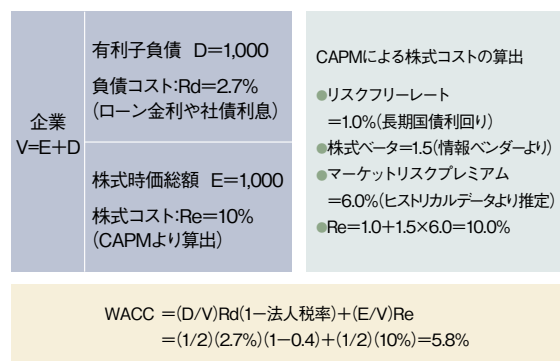
CAPMは、ノーベル経済学賞受賞者が導いた理論である。構造が理解しやすく、アクセス可能な資本市場のデータを用いて計算できる。このため、実務の世界ではCAPMがグローバルスタンダードになっている。

資本コストの算出

企業全体の資本コストは、負債の資本コストと株式の資本コストの加重平均であり、WACC(Weighted Average Cost of Capital)とよばれる。企業は現時点において、リスクのある事業に対する資本コストを背負っている。そのため、負債と株式のウェイトは現時点の値がベースになる。現行税制の下では、負債の資本コストである金利は、課税前の利益から支払われる。一方、株主が期待するリターンは原資である当期純利益は、課税後の値である。WACCでは税の相違を調整する。

図1は標準的なWACCの計算例である。ハイリスク・ハイリタンの原

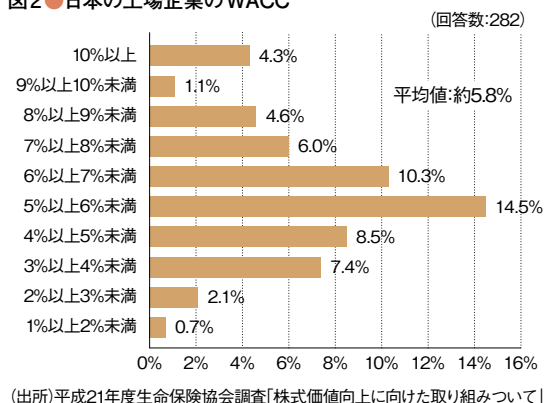
図1 ● WACCの計算例



則により、株式の資本コストは負債の資本コストより高くなる。また、企業の負債は些少でもリスクがあるため、負債の資本コストはCAPMで用いるリスクフリー・レートを上回る。

図2は、平成二年度の生命保険協会調査資料「株式価値向上に向けた取り組みについて」のからの抜粋である。当時、日本の上場企業のWACCの平均は五・八%であった。WACCには、事業のリスクとリタンの関係が反映される。WACCが三%以下であるのは、当時の電力やガスなどの公益企業である。WACCが高いのは、システムティックなリスクが高い証券や情報通信ベンチャーであろう。

図2 ● 日本の上場企業のWACC



CFOと資本コスト

企業と投資家を結ぶ資本コストは、CFOが行うあらゆる意思決定に必要な値である。その算定において、原則は同意されるが、細部の意見は分かれることが少なくない。例えば、株式ベータにはBloombergの修正ベータと未修正ベータのどちらを使うべきだろうか。マーケット・リスクプレミアムは過去何年間の平均値を参考にすべきだろうか。判断が求められるところである。冒頭で紹介した「Cost of Capital」では、新版の変更点として、金融危機がマーケット・リスクプレミアム

に与えた影響をあげている。個別企業の株式ベータは、統計的な信頼性が高くない。そのため、類似企業のデータを併用して株式ベータの値を決めることが多い。MBAの講義でもそのように教えている。ノーベル経済学賞を受賞したModiglianiとMillerが指摘したように、負債比率が高い企業の株式リスク(株式ベータ)は高くなる。資本構成の違いを無視して、単純に平均をとることはできない。資本構成が株式ベータに与える影響を調整する必要がある。専門的には、LeveredとUnleveredの変換という。この変換モデルも複数あるため、やはり判断が必要になる。

資本コストは、理論をきちんと理解し、データを正しく使うことで算出できる。この作業は財務部のスタッフに任せてもよい。資本市場のデータが豊富な金融機関に依頼することもできる。しかしながら、細部に関する意見の相違があるため、唯一の絶対的な値はない。複数の金融機関に依頼すると、方法は同じでも値は異なることがある。自社のスタッフが、同じ方法で異なる値を出すこともある。最後は、投資家との接点が多く企業経営に通じたCFOが、資本コストを決定することになる。