

株式の資本コストの推定方法

新井 富雄 CMA

目 次

1. 加重平均資本コスト
2. CAPMとマルチファクターモデル
3. インプライド資本コスト法
4. 株式の資本コスト推定法に関するまとめ

通常の場合、資本コストとは加重資本コスト（WACC）のことを指す。WACCを推定するには、その構成要素である株式と有利子負債の資本コストを推定しなければならない。そのうち株式の資本コストの推定方法には、大きく分けて二つの方法がある。1番目は、CAPMやFama and Frenchの3ファクターモデルなどの線型資産価格モデルを株式リターンに当てはめて推定する方法である。2番目は、将来の期待キャッシュフローの現在価値を現在の株価と等しくする内部収益率（IRR）として株式の資本コストを推定するインプライド資本コスト法である。本稿では、これらの株式の資本コスト推定方法について概説する。

1. 加重平均資本コスト

何らかの限定なしに「資本コスト」という用語が用いられるとき、それは、通常の場合、「税引き後加重平均資本コスト（After-Tax Weighted Average Cost of Capital, WACC）のことを指す。WACCは次の(1)式のように定義される。

$$r_{WACC} = \frac{E}{E+D} r_E + \frac{D}{E+D} r_D (1 - \tau_c) \quad (1)$$

ここで、 E は株式の時価総額、 D は有利子負債の

時価総額、 $E+D$ は企業価値、 r_{WACC} はWACC、 r_E は株式の資本コスト、 r_D は有利子負債の資本コスト、 τ_c は限界法人税率を表す。WACCは、名前の通り、株式の資本コストと有利子負債の税引き後資本コストを、企業価値（＝株式の時価総額＋有利子負債の時価総額）中に占める株式と有利子負債の時価総額の構成比率をウェイトにして加重平均したものである。WACCは、NPV法を用いる設備投資の意思決定や割引キャッシュフロー（Discounted Cash Flow, DCF）法を用いる企業価値評価における割引率など企業財務の様々な場



新井 富雄（あらい とみお）

東京大学名誉教授 1973年早稲田大学政経学部卒業、77年ペンシルベニア大学ウォートン・スクール大学院（MBA）修了。73年4月、野村総合研究所入社。同社研究理事などを経て、2004年3月より東京大学教授。14年6月より現職。主な著書に『コーポレート・ファイナンス：基礎と応用』（高橋文郎氏、芹田敏夫氏との共著、中央経済社、2016年）などがある。