

資本コスト推定の実際（その1）

新井 富雄 CMA

目 次

- | | |
|-----------------|---------------------|
| 1. CAPMのパラメータ設定 | 3. FF3ファクターモデルによる推定 |
| 2. ベータの推定 | 4. 第3回の要約と結論 |

本稿では、日本で実際に株式資本コスト推定を行う場合に直面する諸問題について検討する。まずCAPMを用いた推定について述べ、続いてFama and French (FF) の3ファクターモデルを用いた推定事例について解説する。そして、両者の推定法を比較する。実証研究的には、FF3ファクターモデルの方がCAPMより優れたモデルであることが明らかである。しかし、日本の場合、株式資本コストの推定にFF3ファクターモデルを利用することについては残された問題がある。それは、個別銘柄のSMB、HMLに対する感応度が不安定であり、日本市場におけるHMLのファクターリスク・プレミアムについて、過去観察された高水準が今後も続くか見通しが難しい、ということである。そのため、株式の資本コストを推定するのに、FF3ファクターモデルのみに依存するのは危険であろう。少なくとも、日本での株式資本コストの推定に関しては、FF3ファクターモデルよりもCAPMの方が頑健な推定結果が得られる可能性が高い。ということで、当面、株式資本コストの推定にはCAPMとFF3ファクターモデルの二つの方法を並行利用するのがよいだろう。

1. CAPMのパラメータ設定

まず、CAPMを用いて株式の資本コストを推定しようとする際に検討すべき点について見てみよう。連載の第2回で述べたように、CAPMについては実証研究においてAnomaly（異常現象）としてCAPMでは説明できない様々な現象が見いだされている。しかし、株式の資本コスト推定のた

めにCAPMは依然として米国企業において最も幅広く採用されている方法である。CAPMが株式資本コスト推定のために今でも幅広く使われている最大の理由は、CAPMがよく知られているモデルであり、単純で使いやすいことであろう。それに加えて、CAPMには構造が単純な故に頑健であるという長所がある。同様な理由で、日本企業についても今後当分の間は株式の資本コスト推定には



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。