

## 資本コスト推定の実際 (その2)

新井 富雄 CMA

### 目 次

1. インプライド法による整合性チェック
2. 負債の資本コストの推定
3. 財務レバレッジと株式の資本コスト
4. 第4回の要約と結論

インプライド株式資本コスト法は、回帰分析を基に推定された株式資本コストの値と予想される将来のファンダメンタル指標間の整合性をチェックするためにも利用できる。信用リスクが無視できない場合に負債資本コストを推定するには、デフォルト確率やデフォルト発生時の回収率を使って社債の最終利回りの値を修正する必要がある。税引き前の負債資本コストの税引後コストへの修正には、しばしば注意を要する問題が伴う。推定されたレバード株式資本コストをアンレバード株式資本コストへ修正するためには、一定金額ないし一定比率の負債保有を想定した2種類の方法がある。

### 1. インプライド法による整合性チェック

この連載の第3回でみたように、資産価格モデルに完璧なものはない。また各企業のファクターエクスポージャーなどのパラメータ推定値は、多くの場合、その値が不安定である。そのため、単一の方法のみを用いて株式の資本コストを推定するのはやや危険である。より頑健な推定値を得るためには、データ頻度を日次、週次、月次と変更して回帰式を推定してみたり、サンプル期間を2年、3年、5年と変更してみたり、同業他社のベ

ータ値と自社のベータ値を比較したりして、推定値の信頼性を検討することが望ましい。また、サイズファクターやバリュエファクターの影響を見るために、Fama and French (以下、FF) 3ファクターモデルを用いてCAPMによる株式資本コストの推定値と比較検討するなどの分析も必要であろう。

更に、過去の株価データを用いた株式の資本コストの推定値と将来の財務会計上の収益性などのファンダメンタルズの予想値との整合性をチェックすることも有用である。ここでは、残余利益モ



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。