

# BVCJ Report Vol.28

2009年6月30日

## 資本コストについて考える

### ーエクイティ・リスク・プレミアムの設定についてー

企業評価において DCF 法は最も有力な評価アプローチの一つであるという考え方は、企業評価に携わる専門家的一致した見解であっても、将来キャッシュ・フローを割り引く割引率をどのように設定するかは専門家の中でも意見の分かれるところである。そこで本レポートでは、割引率の設定において重要なファクターであるエクイティ・リスク・プレミアム(資本リスクプレミアム)をどう理解すべきかについて私見も踏まえつつ解説したい。

#### 1. 資本コストの計算式

現在の企業価値評価業務において、資本コストの計算式として最もよく利用されているのが、修正資本資産評価モデル(Modified Capital Asset Pricing Model)であり、その計算式は以下の通りである：

$$\text{期待収益率}(E) = r_f \text{①} + \beta \text{②} \times (r_m - r_f) \text{③} + r_s \text{④} + r_p \text{⑤}$$

- $r_f$  : 無リスク利子率(リスクフリー・レート)
- $\beta$ (Beta) : ベータ係数
- $(r_m - r_f)$  : エクイティ・リスク・プレミアム
- $r_s$  : 規模のリスクプレミアム
- $r_p$  : 特有のリスク

①から⑤までのファクターには様々な論点があるが、本レポートで議論するのは③のエクイティ・リスク・プレミアムである。

#### 2. エクイティ・リスク・プレミアムとは

【エクイティ・リスク・プレミアム(Equity Risk Premium)とは、投資家がリスクの無い資産ではなくリスクのある

---

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) BVCJ All Rights Reserved.

株式に投資するとした場合に、どの程度の追加収益率を期待するかを示したものであり、「リスクを反映するために、無リスク利率に加算された収益率」と定義される。

エクイティ・リスク・プレミアムは、株式市場の平均合計収益から同一期間の無リスク資産の平均収益を差し引くことにより算出されるが、実務上は、イボットソン・アソシエイツ社が公表する「Long-Horizon Equity Risk Premia Report」の数字等を利用することが多いと思われる。】（「ケースで分かる株式評価の実務（中央経済社）」より引用）。

イボットソン・アソシエイツ社の Japanese Equity Risk Premia Report では、1952年から現在にいたるまでの東証1部加重平均指数が、長期あるいは短期のリスクフリー・レートのリターンと比較して、どれ程超過リターンが生じていたかを計算開始年次と計算期間によってマトリックスとして示している。企業評価の教科書では、将来の株式市場のリターンがリスクフリー・レートをどれ程上回るかを予測することは不可能であり、過去の株式市場の超過リターンを参考に将来を予測するしかないため、出来るだけ長期の過去の株式市場の超過リターンを使用することが合理的であるとされる。また、カネボウの株式買取価格決定申請事件」において東京地裁から委嘱を受けた鑑定人は、DCF法を適用する際に日本市場における「エクイティ・リスク・プレミアム」として、より長い期間のヒストリカルデータを用いることが相応しいことから、1955年から2005年の統計データ8.5%を採用している。

### 3. 我が国における長期ヒストリカルデータの合理性

しかし、考慮すべきは将来の適切な株式市場の超過リターンを検討する際に日本株式の過去の超過リターンをそのまま利用することは誤った結果を導くことになることがあり得るということである。

例えば、日本の1955年から2005年には、高度経済成長の時期（1955年から1973年）あるいはバブル経済期（1980年後半）が丸々含まれている。高度経済成長の時期のエクイティ・リスク・プレミアムは16.2%であり、1983年から1989年（バブル期）のエクイティ・リスク・プレミアムは20.8%となっている。しかし、高齢化が進み、低成長期に入った日本経済の今後10年―20年を考える際に、このような株式市場の高騰はあり得るのであるだろうか。中国やインド企業の株式価値算定として日本の1955年から2005年の株式市場に見られるエクイティ・リスク・プレミアムを利用することは合理的と思えても、成熟した日本企業の評価において、日本の株式市場の過去50年間の実績をそのまま利用するのはミスリーディングな結果をもたらす可能性が高いと言わざるを得ない。

### 4. ヒストリカルデータ採用がもたらす誤謬

また、イボットソン・アソシエイツ社の Japanese Equity Risk Premia Report は毎年の株式市場のリターンと国債等のリスクフリー・レートの比較でエクイティ・リスク・プレミアムを計算するために、実際のM&A市場における価格形成とずれが生ずることにも注意が必要であろう。例えば、2008年から2009年にかけてサブプライム問題を契機として株式市場の大暴落が起これ、M&A市場においても極端な買い手不足より企業価値及び株式価値の大幅な下落が起きている。一方、イボットソン・アソシエイツ社の Japanese Equity Risk Premia Report

---

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ピバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

では 1952 年を起点とする長期エクイティ・リスク・プレミアムは 2007 年 12 月が 9.5%であるのに対して 2008 年 12 月は 8.6%に下落している。これは 2008 年の株式市場が年率 40%超のマイナスであったための結果でしかないのであるが、もしエクイティ・リスク・プレミアムを直近時点までの株式市場のパフォーマンスを自動的に参照するだけであれば、同じ将来キャッシュ・フローを対象としても、2007 年 12 月のエクイティ・リスク・プレミアムを利用して計算される株式評価額が 2008 年 12 月のエクイティ・リスク・プレミアムを利用して計算される株式評価額を下回ることになってしまう(何故なら、割引率が低くなるほど企業価値及び株式価値は高くなるため)。これは、2007 年末と 2008 年末の M&A 市場の実態とは明らかに異なる結論である。

理論的には、エクイティ・リスク・プレミアムは将来の株式市場の超過リターンとして何パーセントが適切であるかということであるので、過去の株式市場のパフォーマンスはどうであったのかということは一判断材料とはなっても、それが全てではないといえる。ハイリスク投資家の状況、事業会社の業績、経済全体の見通しなどが、エクイティ・リスク・プレミアムに多大な影響を与えていると考えられる。特に低成長期の日本企業の評価にあっては、企業の存続性がいつ何時覆るか分からない状態であるため、より高いリスクを企業は負担せざるを得ず、投資家はそれに見合うリターンを要求していると考えられる。

以上

(文責 CPA/ABV 小林憲司)

---

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意をはらい、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) BVCJ All Rights Reserved.