

第9章 資本支出予算とリスク (253p ~288p)

担当：國信奈苗

9.1 会社とプロジェクトの資本コスト

➤ 資本コスト

その会社の発行しているすべての証券からなるポートフォリオの期待収益率のこと。その資本が何に
対して使われるのかによって決まる。

- 資本コストと期待収益率が等しくなるケース
大規模で業績のいい会社の多くがこの特別なケースに当てはまる。
- 資本コストが正しい割引率ではないケース
新しいプロジェクトが会社の既存の事業に比べリスクが高い又は低い場合には、原則としてそれ
ぞれに応じた資本の機会費用によって評価する。

➤ 資本コストの推計理由

- プロジェクトを平均的なリスクを有するものとして扱える
- 割引率を検討するにあたって基準となる

➤ WACC (加重平均コスト)

$$r_{\text{資産}} = \frac{D}{D+E} r_{\text{負債}} + \frac{E}{D+E} r_{\text{株主資本}}$$

9.2 株主資本コストの推計

➤ CAPM の使用

$$\text{期待される株式の収益率} = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

➤ ベータの推定

株式の収益率と市場の収益率の間で回帰分析を行う。

- 決定係数 R^2
株式収益率の分散のうち、市場の動きによって説明できる割合を図るもの
- 標準誤差 standard error
誤測の可能性の程度を表すためのベータの推計値。
- 信頼区間 confidence interval
推計値を中心としたプラスマイナス2標準誤差の範囲。
- 産業のベータ

9.3 ベータが使えないときの割引率の設定

- 提案されている投資案件が既存の事業とはかなり異なっているために会社の資本コストが適用できない場合の β 設定の3つの注意点
 - 割引率を都合よく修正しないこと
キャッシュフローを十分に検討した場合には、割引率を修正する必要はなくなる。
 - 資産のベータの決定要因を検討すること
決定要因には景気の循環性や営業レバレッジがある。
 - 分散可能リスクに惑わされないこと

9.4 確実性等価——リスク調整のもう一つの方法

- 確実性等価による評価
リスクが時につれて変動し、普通の割引方法ではうまくいかないようなプロジェクトのリスクを含めたキャッシュフロー C_1 を評価する。
 - リスク調整後割引利率法
 r_f より大きいリスク調整後の割引率 r で割り引いて、時間とリスクの両方の調整を行う方法。
 - 確実性等価法
確実性等価キャッシュフローを求め、 r_f で割り引く方法。
- 長期の資産に対して単一のリスク調整後割引率を適用する場合
将来を見通す際に、より遠くなるにつれて、リスクが一定率で累積してゆくと仮定することとなる。
- 長期の資産に対して単一のリスク調整後割引率を適用できない場合
オプション等の連続的に変化するリスクに対しては、確実性等価法を用いなければならない。

9.5 国際的なプロジェクトについての割引率

- 海外への投資は常によりリスクが高いとは限らない
- 海外から米国への投資
 - リスクを自社の本国の市場との関係で測ってはいけない。
 - さらに外国株式の保有を増加させるにつれて、実際に保有するポートフォリオとの関係でリスクを図ることが重要になる。

➤ 資本コストのより低い国は存在するか

日本は将来の不安から多額の貯蓄を行ってきたが、日本の産業のみで吸収することはできず、海外へ投資されざるを得なかった。日本における投資の実質期待収益率は低く、比較的成本の低い資金を利用できた。

【コメント】

- ◆ 大規模で業績のいい会社がなぜ資本コストと期待収益率が等しくなるケースに当てはまるのかわからなかった。
- ◆ 投資家は海外投資に消極的な理由について本文では、外国政府の制度変更が主に挙げられていたが、実務の場という観点でみると会計制度が統一されていないことが大きいのではないかと思った。今後IFRSが導入されれば、海外投資が増えると予測する。