



バリュエーション講座  
ケース「晴海汽船株式会社」  
第13回

## 第13回目講義のトピック

- 割引率の推定 – リスクフリーレート
- 割引率の推定 – マーケットリスクプレミアム
- 割引率の推定 – 類似企業の探し方

## WACC (復習)

$$\text{WACC} = \frac{D}{D + E} K_d \times (1 - T) + \frac{E}{D + E} K_e$$

$D$ と $E$  ... 資本構成から把握可能

$K_d$  ... 借入利率から把握可能

$K_e$  ... 推定が必要

$T$  ... 将来の想定実効税率

## CAPM の概要 (復習)

$$R_i = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

- $R_i$  ... 株式 (資産) の期待収益率
- $R_f$  ... リスクフリーレート
- $\beta_i$  ... ベータ (リスク係数)
- $R_m$  ... マーケットの期待収益率

## $R_f$ ... リスクフリーレート (復習)

$$R_i = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

理論的には 100% リスクがない利率を入手したい

銀行も潰れるので、預金利率も 100% 無リスクではない...

⇒ 実務的な妥協点として、政府発行の国債利回りを使用

# リスクフリーレートの手

政府発行の国債利回りについての論点

- 何年物の利回りを使用すべきか
- いつの時点の利回りを使用すべきか

**⇒ 利用可能なデータを**確認

# 実演

収録協力: **UZABASE**

## リスクフリーレートの手

- 何年物の利回りを使用すべきか  
⇒ **実務的には10年または20年国債を頻繁に使用  
(30年、40年国債は取引量が少ないため)**

- いつの時点の利回りを使用すべきか  
⇒ **実務的には直近の1カ月平均を頻繁に使用**

**本件においては20年国債の直近1カ月平均を適用**

## $R_m$ ... マーケットの期待収益率 (復習)

$$R_i = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

全資産（株式、債券、不動産等）の長期的な期待収益率

そんなものは実務上観測できない...

⇒ 実務的な妥協点として、過去の株式市場の実現リターン等を参考に、具体的な値 (e.g. 6.0%) を設定

# マーケットリスクプレミアムの入手

実務的な入手方法としては主に2つ

- 調査企業・研究機関等から推計資料を購入する
- 実証研究の結果 5.0% ~ 7.0% を採用する

**外部機関からの資料購入は高額（数万円）のため  
実証研究の結果から 5.0% ~ 7.0% を採用することがほとんど**

**本件においては 6.0% を適用**

## $\beta_i$ ... ベータ (リスク値) (復習)

$$R_i = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

$\beta_i$  = 市場全体に対するリスク感応度

株式市場全体と対象株式が、どの程度連動するか指数化した値

⇒ 実務的には特定の株式指数を株式市場全体とみなして  
対象株式との連動を実際に計算

## 類似企業の検討 (1)

類似する（上場）企業の検討点がいくつかある

- 評価対象会社と同業種かどうか
- 本質的に類似する事業内容かどうか
- 評価対象会社と同規模の企業かどうか

⇒ 実務的には情報ベンダーのシステムを用いて調査

# 実演

収録協力: **UZABASE**

## 類似企業の検討 (2)

類似性については時間をかけた定性的な調査が必要

- 企業開示資料（有報、IR資料等）の読み込み
- 評価対象企業へのヒアリング
- 外部機関が発行するレポート等も参照

本件においては SPEEDA のデータから10社を選定

## 割引率に係る採用値まとめ

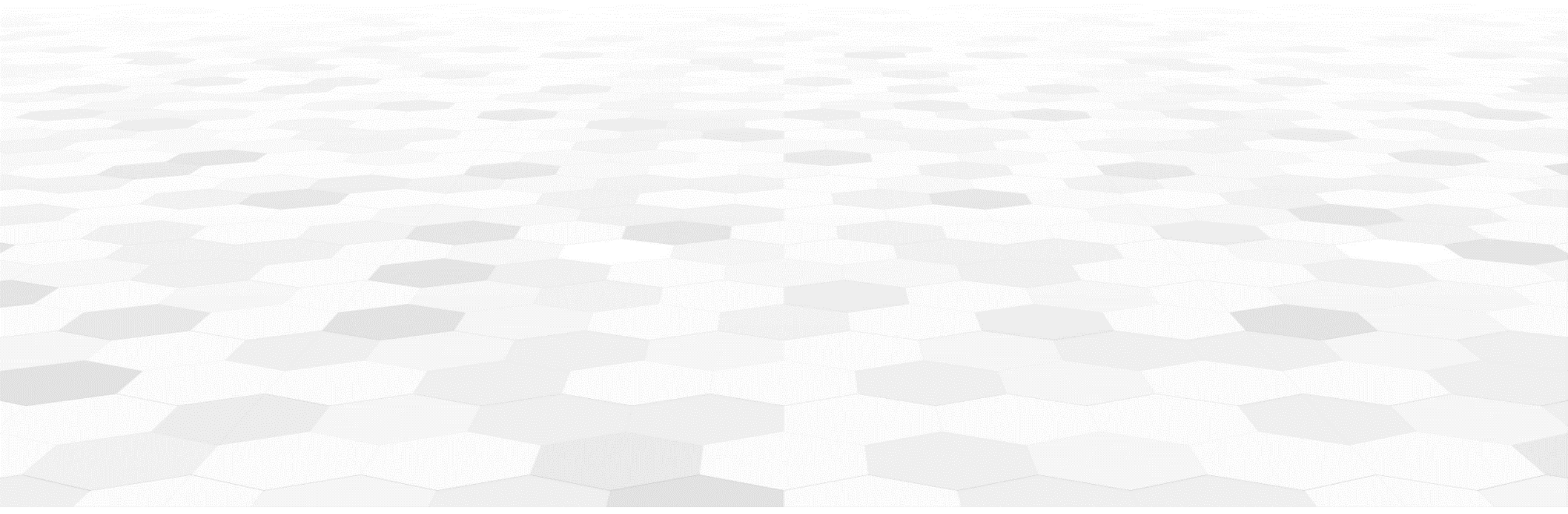
$$\text{WACC} = \frac{D}{D + E} K_d \times (1 - T) + \frac{E}{D + E} K_e$$

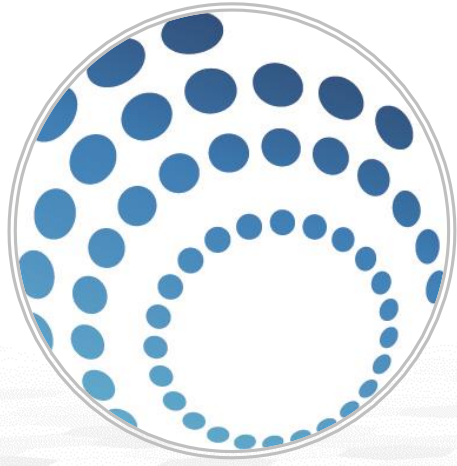
- $K_d = 2.5\%$
- $T = 30.62\%$
- $D\%$  and  $E\%$  ... 類似企業平均 (未計算)
- $K_e$  ... 計算中

## 講義まとめ

- リスクフリーレートについては実務的に10年または20年国債の利回りを使用。期間については直近1カ月平均を用いることが多い
- マーケットリスクプレミアムについては、外部機関等から調査レポートを購入することもあるが、実務的には5.0% ~ 7.0 % の値で想定されているケースがほとんど
- 類似企業については情報ベンダーのシステムを用いて選定を行う。本質的に事業が類似しているかどうかについては定量・定性的な面で時間をかけた調査が必要

# 質疑応答 - Q&A





バリュエーション講座  
ケース「晴海汽船株式会社」  
第13回

終了