

役員インセンティブ設計における加重平均資本コスト (WACC) の意義

サマリー

- ・ 加重平均資本コスト (WACC) は、投資の効果が資産、プロジェクト、または会社の投下資本コスト (資本+負債) を上回るかどうかをテストするために金融界で広く使用される重要な財務指針です。
- ・ WACC は会社の資本コストの内部計算であり、市場ベースまたは帳簿価額ベースのいずれかを使用して計算できます。
- ・ 投下資本利益率 (ROIC)、使用資本利益率 (ROCE)、資産利益率 (ROA)、自己資本利益率 (ROE) などの「収益率」指標は、インセンティブ報酬制度の業績評価指標 (パフォーマンス・メトリックス) として頻繁に使用されます。
- ・ 報酬委員会に所属する社外取締役は、WACC モデルを使用することで、業績評価期間にわたってリターン目標が会社の WACC を満たすか上回るかを確認でき、インセンティブ報酬制度におけるリターン業績目標設定の妥当性および合理性のテストを可能とします。

はじめに

公開企業の報酬委員会委員に就任する社外取締役は、多くの課題に直面します。報酬委員会が毎年直面する最も困難なタスクの1つは、年次および長期インセンティブプランに対し、経営陣が提案する業績評価指標およびその業績目標水準の確認と承認です。通常、委員会へ経営陣から提出される業績目標は、会社の年次戦略計画および予算編成プロセスの副産物です。会社が設定する業績目標値は、会社の年次計画に含まれる業績予想から導き出され、使用されているのが一般的です。さらに、経営陣は同社の過去業績と主要な競合会社とのベンチマーク結果を分析することで、事業と業績の目標を検証します。

企業は、経営陣のインセンティブ報酬を支給する際に、質・量ともに許容できる利益が獲得されているよう、インセンティブ報酬には多様な業績評価指標を採用しています。報酬コンサルタントとしての我々の経験では、近年、年次賞与においても、様々な「リターン」指標を使用している企業が増加しています。我々の定義するリターン指標とは、使用資本利益率 (ROEC)、投下資本利益率 (ROIC)、資産利益率 (ROA)、資本利益率 (銀行において採用される ROE) 株主資本利益率 (ROSE) 等です。これらリターン指標は、様々な状況において、経営陣が資本を、どのように効果的に投下したかを評価する目的にお

いて重要です。公開企業への投資家は、投下資本から高いリターンを生み出し、長期的に優れた株主リターンを期待できる会社へ投資する傾向があります。

このニュースレターの目的は、リターン指標目標を設定する前に、企業が WACC に対する理解をより高めることによって、より意味ある目標の設定を可能とするための情報を提供することです。簡単に言えば、インセンティブ報酬において設定される業績目標水準は、目標が達成された場合に、会社の推定資本コストと同じまたはそれを上回る水準に設定されている必要があるということです。

WACC とその計算方法

WACC とは何で、なぜそれが重要なのでしょうか。WACC は、会社の資本コストの内部計算です。会社の WACC を見積もるにはいくつかの方法があり、市場ベース、簿価ベースの両方で計算できます。簿価ベースでは、会社の損益計算書と貸借対照表を直接参照することによって計算できます。市場ベースでは、株式時価総額と長期負債の市場価値を使用します。以下では、市場ベースによる計算方法を紹介します。また、各会社の WACC の推定値は時とともに変化することに注意することは重要です。金利や借金のコスト、ベータで測った株価のボラティリティ、企業の税率、業界のダイナミクスやトレンド、投資家のリスクへの感応度など、さまざまな要因が WACC に影響を与えます。

会社の WACC を計算するための基本式は次のとおりです。

$$\text{WACC} = (R / V * \text{Ke}) + (D / V) * \text{Kd} * (1 - \text{税率})$$

R = 持分の時価（時価総額）
V = 株式と負債の合計市場価値
Ke = 株主資本コスト
D = 債務の市場価値
Kd = 長期負債コスト
税率 = 法人税率

次の仮想企業の例では、以下の仮定を使用して WACC の計算を説明します。

発行済株式総数 2,000,000
株価 50.00 ドル
長期借入金（債券）の時価 25,000,000 ドル
無リスク金利（10年物）2.50%
負債コスト（社債利回り）5.50%

法人税率 21.00%
投資家リスクプレミアム 6.00%
株式ベータ 1.10

上記の WACC の式と仮定に基づいて、5つのステップで仮想会社の WACC を計算できます。

株式時価の決定 - 最初のステップは、会社の現在の株式時価総額を計算することです。これは、発行済株式総数に現在の株価を掛けて計算されます。この例では、仮想会社の市場価値は 100,000,000 ドルです (2,000,000X \$ 50.00 = 100,000,000 ドル)。

負債の市場価値の決定- 2番目のステップは、貸借対照表に現れる会社の長期借入金の価値を決定することです。例の企業の長期借入金は 2500 万ドルです。

株主資本コストの計算 - 株主資本コストを決定するには、1950年代後半に開発された金融モデルである資本資産価格モデル (CAPM) を使用する必要があります。CAPM は次の3つのインプットを考慮しています。リスクのない収益率を表すものとして 10年物米国債のような現在の長期国債の収益率、市場の全般的な動きに連動した株価のボラティリティを考慮した会社の株価のベータ、そして推定リスクプレミアム (すなわち、リスク証券へ投資することにより、投資家がリスクのない国債から得られるリターンを上回って期待する追加のリターン) です。一般的に米国証券の典型的なリスクプレミアムは 6.00% ですが、一部の金融専門家は特定の用途で 5.00% から 9.00% の範囲のリスクプレミアムを使用しています。この例では、10年物の国債に対して 2.50% の収益率を使用し、6.00% のリスクプレミアムを仮定し、さらに 1.10 の株式ベータを仮定しました。これら3つのインプットを使って、私たちの例の会社は、9.10% の資本コスト (2.50% + 6.00 X 1.10 = 9.10%) を持つと計算されます。

負債コストの計算 - 次のステップは、会社の負債のコストを決定することです。この例では、5.50% (会社の長期債券保有者が期待する収益率) とします。この数値は、1.00 から 21% の税率を差し引いて計算される支払利息の税控除額を調整する必要があります。この例では、負債コストは 4.35% ((5.50% X (1.00 - .21)) = 4.35%) になります。

WACC 式の適用- これら4つのステップと計算に基づいて、この5番目のステップで WACC 式を適用して WACC を推定できます。

$$WACC = (R / V * Ke) + (D / V) * Kd * (1 - \text{税率})$$

$$WACC = (\$ 100,000,000 / \$ 125,000,000 (\$ 100,000,000 + \$ 25,000,000 = \$ 125,000,000) * 9.10\%) + (\$ 25,000,000 / \$ 125,000,000) * 5.50\% (1.00 - 21\%)$$

$$WACC = (80\% * 9.10\%) + (20\% * 4.35\%)$$

$$WACC = 8.15\%$$

結論

日本においても改訂コーポレート・ガバナンスコードに資本コストが含まれました。また改正内閣府令により、2019年6月の株主総会後に公表される有価証券報告書において業績連動報酬における指標・目標値・実績値の開示が求められます。

このような状況において、自社のWACCの算定は、コーポレートファイナンスのマネジメントに多くの有用な情報を提供し、経営陣の投資機会の合理性テストの有用なツールとなります。またWACCは、インセンティブ報酬プランの設計と運用にも有意義な情報をもたらします。算定された自社のWACCは、年次および長期インセンティブにおける業績目標値設定の妥当性をテストする上にも重要な情報となります。中長期的には、会社の設定する業績目標値が、推定資本コストを超えていない場合、報酬委員会は、経営者が提案する当該目標値への承認に消極的であるべきです。

ペイ・ガバナンス日本株式会社

100-0006

千代田区有楽町1-10-1 有楽町ビル 6階

電話 03-6206-3555

メール info@paygovernance.jp