

基礎研 レポート

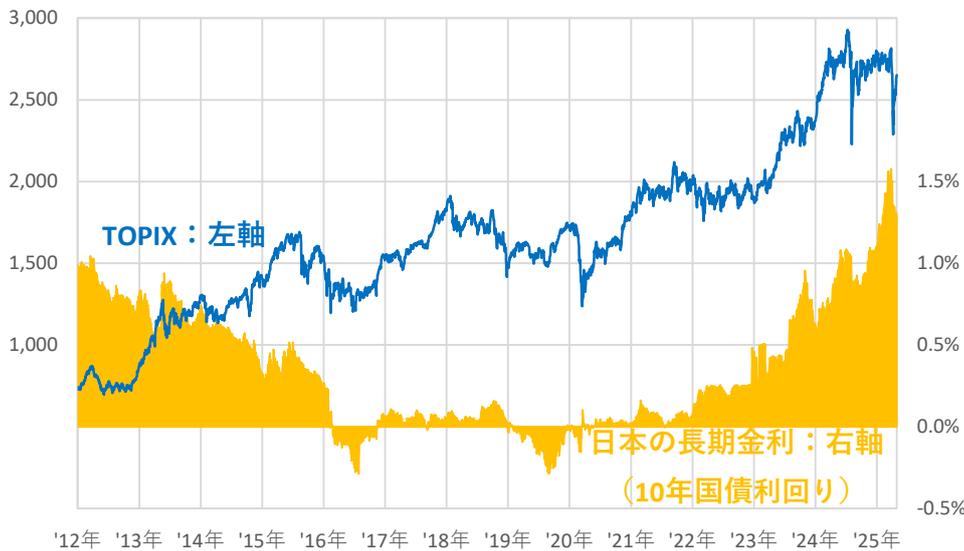
金利がある世界での資本コスト

金融研究部 主任研究員 前山 裕亮
(03)3512-1785 ymaeyama@nli-research.co.jp

1—はじめに

2014年8月6日に経済産業省から公表されたいわゆる伊藤レポート¹では、資本コストを意識した経営を推奨し、グローバルな機関投資家が日本株式に期待する資本コストの最低限の水準として8%が示された²。レポートが公表されてから10年以上経過し、資本コストの概念とともにこの8%の水準が浸透してきている。

【図表1】 TOPIX と 長期金利



(資料) Datastream より作成。

¹ https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/pdf/itoreport.pdf

² 正確には、13 ページに「グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が7%超との調査結果が示された。これによれば、ROEが8%を超える水準で約9割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回ることになる。」と記載されている。

【図表2】 TOPIX の EPS と ROE



(資料) Datastream より作成。2024、2025 年度は執筆時点での予想値を使用。

伊藤レポートが公表されて以降の日本株式の動きをTOPIXで振り返ると、公表された 2014 年 8 月 6 日に 1,251 ポイントであったが、足元では 2,500 ポイントを超えている【図表 1】。TOPIXはこの 10 年で 2 倍以上に上昇し、2015 年度から 2024 年度の 10 年間の配当込みの収益率が年率で 8.1%だった。同期間の米 S&P500 種株価指数の配当込み収益率は年率で 12.5%であるなど、絶好調であった米国株式に比べると劣後した。それでも、伊藤レポートで示された資本コストの水準並みに実際に収益が上がったことが分かる。

このように日本株式上昇の背景にあるのは日本企業の業績拡大であり、TOPIXベースのEPSが倍増した。また、TOPIXベースのROEをみても、2016 年度以降は新型コロナウイルスの影響が大きかった 2019、2020 年度を除くと 8%を上回り続けている【図表 2】。

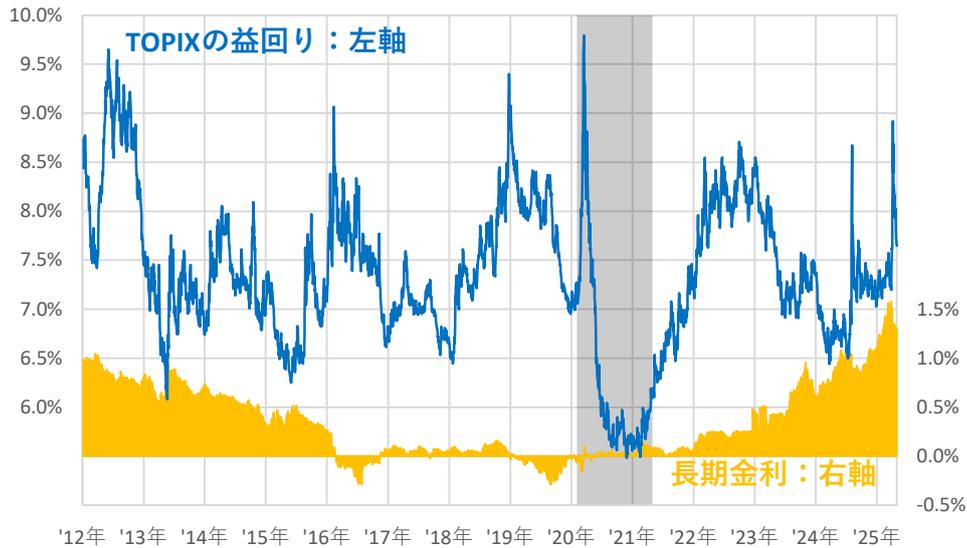
その一方で、日本株式や日本企業が置かれている状況も時間経過とともに大きく変わった。特に資本コストに関しては、日銀の金融政策の変更の影響があった可能性がある。元々、異次元金融緩和が伊藤レポート公表前の 2013 年 4 月より行われていたが、2022 年 12 月末に政策変更が行われ、正常化に向けて動きだした。さらに 2024 年 3 月に一連の異次元緩和政策が解除され、2024 年 7 月と 2025 年 1 月には利上げが行われた。日本のリスクフリーレートともいえる 10 年国債利回りは、異次元金融緩和の開始に伴って低下し、2016 年から 2021 年にかけて 0%前後で推移していた。それが 2022 年以降は政策変更を織り込む形で上昇に転じ、2025 年に入って一時 1.5%をつけるなど、金利のある世界となっている。

そこで本稿では、異次元金融緩和を先に織り込む形で始まった 2012 年のアベノミクス相場以降の日本株式の株価に織り込まれている資本コストを確認した。

2— 益回りを見ると

まず、TOPIXの予想PERの逆数である予想益回り推移をみる【図表 3】。益回りは残余利益モデル：

【図表3】 TOPIXの予想益回り と 長期金利



'12年 '13年 '14年 '15年 '16年 '17年 '18年 '19年 '20年 '21年 '22年 '23年 '24年 '25年
 (資料) Datastream より作成。予想益回りは 12 カ月先予想 EPS を用いている。

$$P \text{ (株価)} = BPS + \frac{EPS - r \cdot BPS}{r - g}, \quad (\text{式 1})$$

BPS : 一株あたり自己資本、 r : 資本コスト、
 EPS : 一株あたり予想純利益、 g : 残余利益の成長率、

を用いると以下のような関係式 (式 2) が得られる。簡便的に関係式 (式 2) の第 2 項を無視すると株価に織り込まれた資本コストと見なすことができるためである：

$$\frac{EPS}{P} = r - \left(1 - \frac{BPS}{P}\right) \cdot g. \quad (\text{式 2})$$

TOPIXの予想益回りは、新型コロナウイルスの影響が大きかった 2020 年 2 月から 2021 年 4 月 (ハイライト部分) を除くと、2013 年以降だと概ね 6.5% から 8.5% での推移が続いている。足元に限らず長期金利の動向に連動している様子は確認できなかった。少なくとも 2022 年以降に長期金利の上昇に伴って益回りの水準が切りあがっている様子は見受けられない。

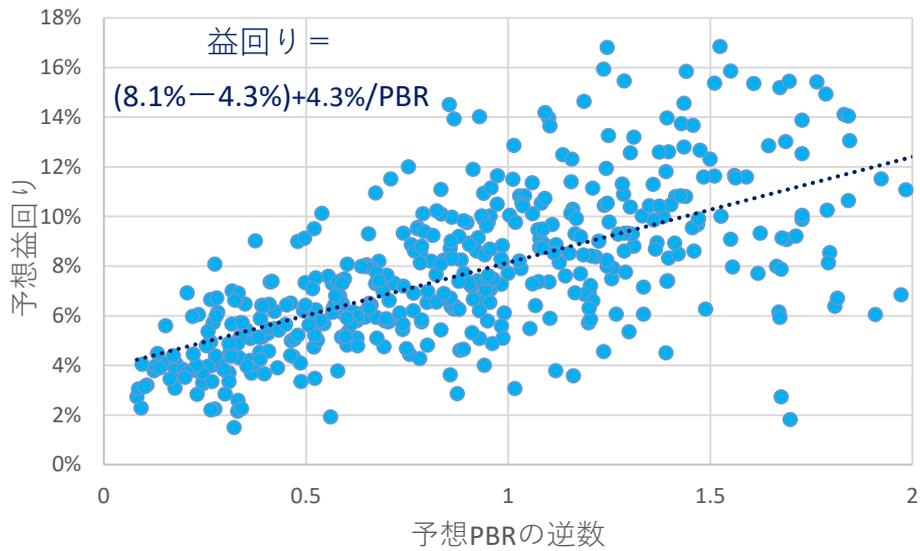
3—資本コストと成長率の同時推計

ただし、日本企業の業績拡大基調がこの 10 年続いたこともあり、株価に織り込まれている成長率が変化した可能性がある。そこで、(式 2) を変形した益回りと PBR の逆数の関係式 (式 3) から、資本コストと成長率を同時推計した：

$$\frac{EPS}{P} = (r - g) - g \cdot \frac{BPS}{P}. \quad (\text{式 3})$$

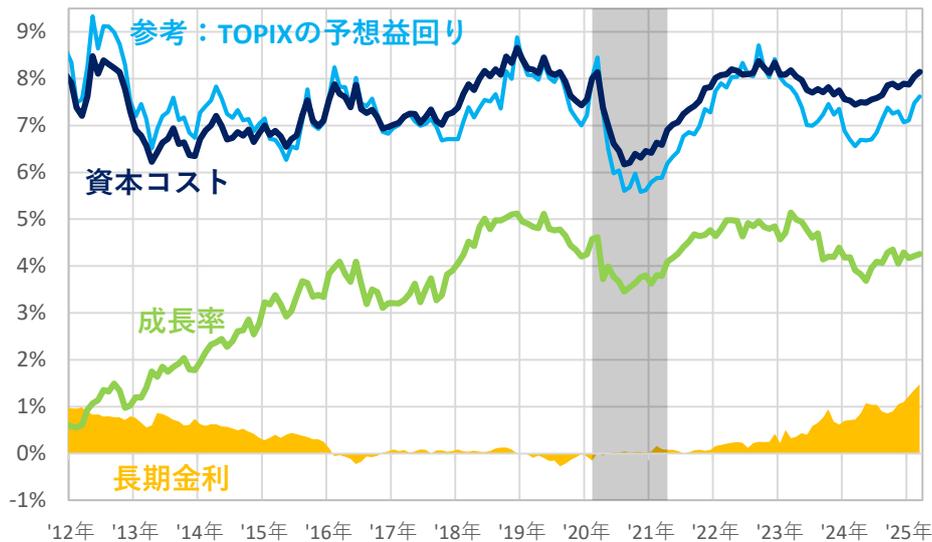
実際には、2025 年 3 月時点の TOPIX500 構成銘柄を対象に予想益回りを被説明変数、予想 PBR の逆数を説明変数としてクロスセクションの回帰分析を各月末に行った。なお、各月末時点で赤字銘柄は除外し、さらに異常値処理として予想益回りと予想 PBR の逆数が「平均値 ± 3 ・ 標準偏差」から外れる銘柄も除外した。2025 年 3 月末時点での分布が【図表 4】である。

【図表4】 2025年3月末時点のTOPIX500構成銘柄の縦軸「予想益回り」と横軸「予想PBRの逆数」の分布



(資料) Datastream より作成。ともに 12 カ月先予想 BPS、EPS を用いている。
赤字予想銘柄と異常値処理で除外した銘柄は非表示。

【図表5】 同時推計した資本コストと成長率

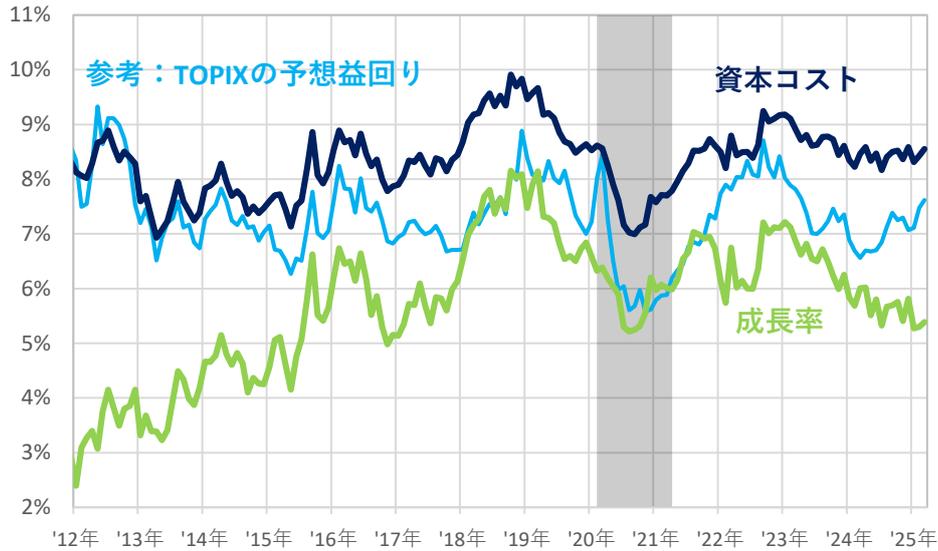


(資料) Datastream より作成。

まず、推計された成長率は2018年頃まで上昇基調だった【図表5】。さらに、その後も新型コロナウイルスの影響が大きかった2020年2月から2021年4月（ハイライト部分）を除くと、概ね4%以上と高い水準で推移している。日本企業は着実に業績拡大してきたことから、以前よりも成長期待が込められた株価形成になっているのかもしれない。

その一方で推計された資本コストはTOPIXの益回りと似たような動きとなっていたが、2022年以降は高止まりしている。これまでの推移を踏まえると、日銀の金融政策の変更や長期金利の上昇の影響というより、2015年あたりから徐々に切りあがっていた可能性の方が高そうである。

【図表6】 同時推計した資本コストと成長率：PBR1倍超銘柄のみで推計



(資料) Datastream より作成。

なお、残余利益モデル（式1）やそれに伴う関係式（式3）は本来、資本コストを上回る収益が期待できることが前提で成り立っている。そこで各月末に予想PBRが1倍を超えている銘柄に限って、同様に資本コストと成長率を推計した【図表6】。1倍を超えている銘柄に限ると資本コストと成長率の水準感は異なるが、傾向自体はあまり変わっていなかった。やはり資本コストは、2015年あたりから切りあがり、足元でも高止まりしているように見受けられる。

4—海外投資家の売買状況

このように資本コストが高止まりしていることは、伊藤レポートで言うグローバルな機関投資家と見ることができる海外投資家の売買動向からもうかがえる【図表7】。

【図表7】 2012年以降の海外投資家の累積買い越し額



(資料) 東京証券取引所「投資部門別株式売買状況」より作成。現物の東証、名証の二市場の合計。

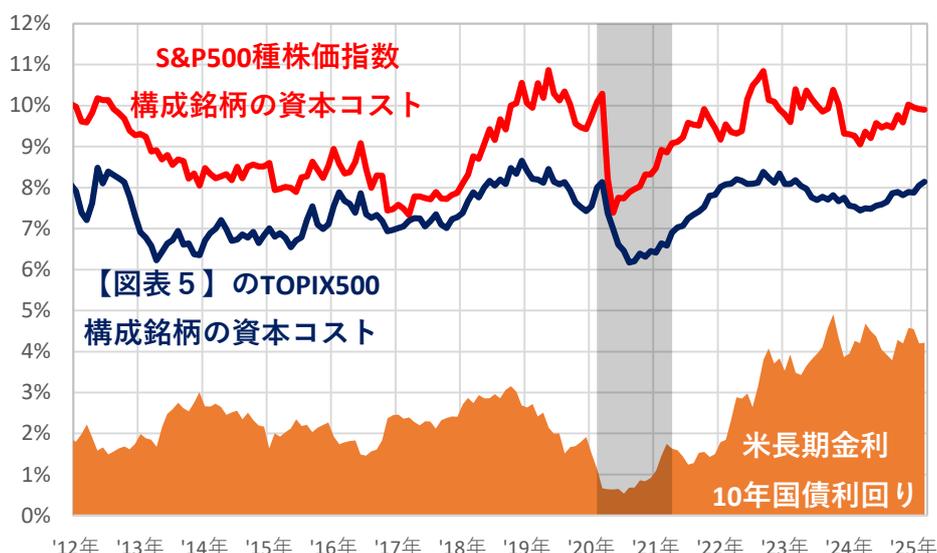
海外投資家は、日本株式を2013年から2015年5月こそ大幅に買い越していたが、2015年6月から2018年まで売り越し、それ以降は売り買いが錯綜している。資本コストは、2015年6月以降から2018年にかけて海外投資家の売却に見られるように要求水準が切り上がったと推察される。

5—最後に

TOPIXの予想益回りとTOPIX500 構成銘柄の益回りとPBRの逆数から同時推計した資本コストと成長率を確認してきた。日銀の金融政策の変更やそれに伴う長期金利上昇の影響は、日本株式の資本コストに見受けられなかった。グローバルな機関投資家から見ると日本の長期金利が上昇したといっても1%程度、海外と比べるとまだまだ低水準なこともあり、あまり日本株式の資本コストに影響しなかったと思われる。

ただ、その一方で日本株式の資本コスト自体はこの10年で上昇したことが示唆された。ここで2025年3月末時点の米S&P500 種株価指数構成銘柄でも、同様に資本コストと成長率を同時推計した。その結果をみると、米国株式についても新型コロナウイルスの影響が大きかった期間を除くと、2018年以降は推計した資本コストが高水準であった【図表8】。グローバルな機関投資家の日本株式に対する資本コストは、米国株式につられる形で要求水準が上昇した可能性があるだろう。

【図表8】 TOPIX500 構成銘柄と S&P500 種株価指数構成銘柄の成長率と同時推計した資本コスト



(資料) Datastream より作成。ともに2025年3月末時点での構成銘柄から推計した。