



資本コストにかかる雑感-IRによる情報の非対称性の削減等

文責：IR/サステナビリティ研究室 上席参事 高橋 宏之

2025年10月27日に日経平均株価が5万円を突破した。高市早苗氏が日本初の女性首相に指名された翌週であることから、景気刺激を重視して利上げには慎重な立場を取る新首相に期待する「高市トレード」の影響だと専ら言われているが、それだけではないだろう。東京証券取引所（以下、「東証」）が、2023年3月に、プライム・スタンダードの全上場会社を対象に、「資本コストや株価を意識した経営」の実現に向けた対応を要請しており、東証の要請を受けた企業の取組みが進展してきた成果も株価上昇に一役買っているのではないだろうか。本稿では、そもそも資本コストとは何なのか、株価と資本コストはどのように関係するのか、株価を引き上げるのに資本コストを意識する必要があるのは何故なのか、ROEやPBRとの関係はといったような、基本的なことを振り返りながら、資本コストについて考えてみたい。IR活動と資本コストの関係性についても言及する。

株式の資本コストとは、株主である投資家が、投資先の企業に期待するリターンである。そのため、株価を引き上げるためには、株式の資本コストを上回るリターン・収益性を確保する必要がある。負債の資本コストは、自社の信用力に応じて貸手である銀行等が求める金利であることから、分かりやすいが、株式の資本コストは分かりにくい。なぜなら、株主が明示的に、“御社の資本コストはx%だ”と言うことは、アクティビストなどを除けば、少ないからだ。また、負債の資本コストが、銀行に取っての融資企業の位置づけ等によって微妙に銀行ごとに異なつ

てくることがあるが、株式の資本コストは負債以上に投資家ごとに異なっているはずだ。なぜなら、株式は、満期の無い永久債権であり、どのような期間で保有して、どのようなリターンを求めるかは、投資家により違っていると考えられるからだ。株式の資本コストが、投資家が期待するリターンであるとするならば、どのように、一般に言うところの資本コスト（株式市場の参加者が自社に求めているリターンの平均値に相当するもの）は算出されているのだろうか。

東証の「資本コストや株価を意識した経営」の実現に向けた対応の要請を受けて、資本資産価格モデル（Capital Asset Pricing Model：CAPM）に基づいて資本コストを算出して開示している企業が多い。CAPMでは、株式の資本コストを ①リスクフリーレート（10年物の国債金利を利用することが多い）、② β （株式市場全体の動きに対してどの程度敏感に反応して変動するかを示すもの）、③株式市場のリスクプレミアム（「株式市場の期待収益率」－「リスクフリーレート」）を計算することになるが、ここで話題にしたいのが、③のリスクプレミアムをどのように決めるかということだ。

リスクプレミアムの決め方としては、二つのやり方がある。一つは、株式市場が内包している集団無意識が形成した「インプライド・リスクプレミアム」（implied risk premium）を推定する方法だ。もう一つは、株価指数のリスクフリーレートに対する超過収益率の実績値を用いる「ヒストリカル・リスクプレミアム」

(historical risk premium) である。後者の方が、過去のデータを利用することで客観的に見え、簡便なことから、広く利用されているのではないだろうか。しかしながら、ヒストリカル・リスクプレミアムは過去のデータであり、投資家であれば、前者のインプライド・リスクプレミアムを知りたいところである。というのは、インプライド・リスクプレミアムが分かれれば、フリーキャッシュフロー割引モデルなどで、企業ごとの適正株価（フェアバリュー）が算定できるからである。金融市場というのは、株式市場にしろ、債券市場にしろ、外国為替市場にしろ、ファンダメンタルズから導き出されるフェアバリューから、市場のセンチメント（市場参加者の人間心理）によって、フェアバリューから乖離（オーバーシュート）していくものだと考えられる。株式市場は効率的であるので、市場価格から推定したインプライド・リスクプレミアムを用いて適正株価を算出して、割高な株を売って、割安な株を組み入れることで、アクティブリターン（TOPIXなどのインデックス対比の相対リターン）を稼いでいるファンドマネージャーが居るであろう。

株式の発行企業が、市場が内包するインプライド・リスクプレミアムを推定することができれば、自社の株式のフェアバリューを知ることが出来るわけで、割高の時に増資を行い、割安な時に自社株買いをするという戦略を取ることも理論的には可能になる。ただ、市場というのは、オーバーシュートする。大きな上昇トレンドや下降トレンドが出ている場合、その途中で行動すると、機会損失が大きくなる可能性がある。トレンドが終結（ピークアウト、ボトムアウト）したことを確認してから、増資もしくは自社株買いを行うのが良いのだろうが、トレンドの終結は株式チャートのテクニカル分析を行わないと判断ができない（分

析しても判断を誤る場合も当然あり得る）ので、実際には難しい。

次に、資本コスト、ROE、PBRの関係性であるが、ROEが資本コストを下回れば、本来、その企業が創り出すであろうと投資家が期待している価値を経営者が棄損しているということになるので、PBRは1倍を割れるということになる。日本の株式市場について言えば、PBRが1倍を超えるようにするためにには、8%以上のROEを確保する必要があると言われている。ROE 8%以上は、2014年8月の伊藤レポート以降、コーポレートガバナンスコードや価値共創ガイドンスの改訂等も踏まえながら、2023年3月から東証が呼びかけてきたことであるし、ROEが8%を超えてくるとPBRの上昇が加速する事例がよくあるようだ。株価上昇のマジカルナンバーがROE 8%ということであれば、日本の株式市場全体での資本コスト（過去の市場が内包するインプライド・リスクプレミアムから算出される資本コスト：インプライド資本コスト）は8%を若干下回る7%台後半であると言つていいのかもしれない。

“自社のROEは資本コストを上回っているのに、何故、PBRは1倍を割れているのか”と疑問に思っている企業は、一度、自社で算出した資本コストが、市場参加者の集合無意識が形成するインプライド資本コストを下回っている可能性を考えた方が良いだろう。自社の資本コストの算出に利用しているリスクプレミアムの値が適正なものであるならば、投資家が期待するリターンは、投資先の企業のリスクを勘案して決まってくるものだ（リスクが大きければ β が上昇する）。自社が算出した資本コストが7%以下ならば、自社の抱えるリスクは、上場企業の平均的なリスク水準よりも本当に低いものなのか

どうか、自問自答してみたらどうだろう。そして、自社のリスク水準が平均より低いものとの自負があるなら、そのことについて、IR活動を通して、市場参加者に理解してもらう必要がある。

実際、IR活動により、株式の資本コストを引き下げることができるという、実証分析結果が幾つも報告されている。例えば、日本IR協議会が選定した「IR優良企業」におけるPBRが高い企業の割合は、選定されなかった企業における割合よりも、かなり高いという分析結果が公表されている*。企業と投資家の間にある情報の非対称性が削減されると、 β の低下を通じて資本コストを引き下げることができる。そして、株価が上昇して、PBRが改善するというIRの効果が示されているのだ。ここで注意すべきことは、自社に都合の良い話だけではIRではないということだ。有価証券報告書で示している「事業等のリスク」のうち、投資家が懸念しているリスクについて、その詳細と対応について、統合報告書などをを利用して前広に開示することで、情報の非対称性を引き下げ、投資家の信頼を得ることが、資本コストの削減につながるのではないだろうか。

*出典 ニッセイ基礎研究所 年金ストラテジー (Vol.282) December 2019
(株式市場)：企業価値評価を高める「株主との対話」
https://www.nli-research.co.jp/files/topics/63096_ext_18_0.pdf?site=nli