

2026 年 10 月 13 日 全 5 頁

金利上昇と「資本コストや株価を意識した経営」

金利上昇による資本コスト上昇は限定的だが引き続き要注視

調査本部 フェロー兼 塩村 賢史
 エグゼクティブ・サステナビリティ・アドバイザー

[要約]

- 本稿では、2026 年 6 月末と 9 月末の個別銘柄の業績予想データなどを使って、長期金利上昇が、日本企業の株主資本コストや株価バリュエーション等に及ぼす影響を分析した。東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードや「『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」などにより、資本コストを投資判断のハードルレートとして意識する企業は増加しており、資本コストの上昇は、成長投資や株主還元にも影響し得る。
- ROE と PBR の関係変化：TOPIX 採用銘柄のうち、一定条件を満たす 489 銘柄についての分析では、10 年国債利回りが 2026 年 6 月末の 2.683%から 9 月末の 3.065%へ上昇する間、時価総額加重平均の予想 ROE は 12.0%から 12.5%へ改善した一方、実績 PBR は 2.6 倍から 2.4 倍へ低下した。ROE の改善が PBR を押し上げる効果も弱まっている。
- 株主資本コストの推計：残余利益モデルでは、ROE が株主資本コストを上回ることが価値創造の必要条件とされ、株主資本コストの上昇はエクイティスプレッドの縮小と PBR 低下につながる。489 銘柄を対象に推計した時価総額加重平均のインプライド株主資本コストは、2026 年 6 月末の 6.13%から 9 月末の 6.34%へ上昇した。
- 結論：日本企業の資本コストへの意識が高まる中、今回の分析で足元の金利上昇が株主資本コストの上昇につながっている可能性が示唆された。しかし、その上昇幅は限定的で、現状では、設備投資や研究開発投資を急激に冷やすほどではないだろう。ただし、日本にとって「金利がある世界」は数十年ぶりのことであり、投資家と企業経営者は、今後も金利動向に神経質にならざるを得ないだろう。

1. 問題意識

世界的な金利上昇の中、日本においても金利上昇が止まらない。10 年国債利回りは 30 年ぶりの高水準となる 3%超の水準での取引が続いている。債券や不動産などと比べて、株式は金利上昇に比較的耐性がある金融商品とされているが、それは金利上昇による悪影響を利益成長という好影響が上回る限りという前提条件の下でのことである。基本的には、過度な金利上昇は企業業績にはネガティブであり、特に過去数十年にわたって、金利というコストをあまり意識する必要がなかった日本においては未経験のことである。

また、近年は、東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードや『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、経済産業省の「成長投資ガイダンス」などにより、資本コストを経営資源の配分を決める際の判断基準（ハードルレート）として意識する企業が増えており、金利上昇が資本コストの上昇につながれば、企業の成長投資や株主還元にも影響が出るのが予想される。もし、足元の金利上昇の一因が、旺盛な AI 投資を背景とした資金需要にあるのであれば、AI 投資ほど高いリターンが期待できないそれ以外の投資をクラウドディングアウトしてしまう可能性も否定できない。もしそうであれば、政府が推し進めている成長投資の拡大にも影響があろう。

本稿では、日本企業の株価バリュエーションと資本コストに対して、近年の長期金利上昇がどのような影響を与えているのかを考察する。具体的には、金利上昇局面における上場企業の予想 ROE と実績 PBR の関係性の変化を確認した上で、残余利益モデル（Residual Income Model）の考え方をを用いて、株式市場が織り込むインプライド株主資本コストの変化を推計する。

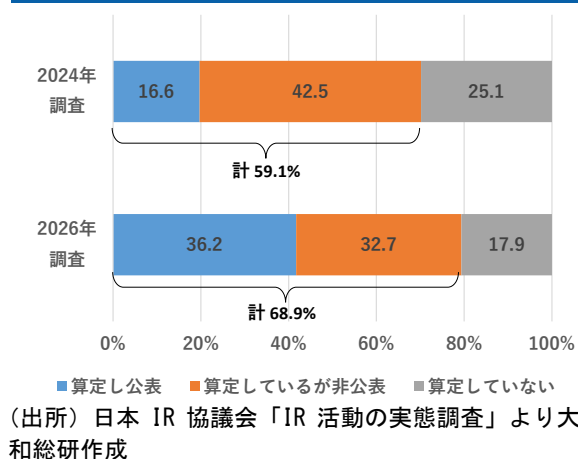
企業が認識する自社の資本コストと金利上昇

発行体（企業）サイドからみると、金利上昇は負債コストの上昇に直結するだけでなく、市場リスクプレミアムが一定の下では、リスクフリーレートの上昇を通じて、株主資本コスト（1）を押し上げることになる。資本コストを経営資源の配分を決める際の判断基準（ハードルレート）として意識する企業においては、企業の成長投資や株主還元などの資本・財務戦略にも影響が及ぶ。

（1）株主資本コスト = リスクフリーレート + β × 市場リスクプレミアム

実際、日本 IR 協議会が実施しているアンケート調査からは、資本コストを算定している企業は近年増加しており、これまでの金利上昇が、リスクフリーレートの上昇を通じて、企業が認識する自社の資本コストを押し上げていることが確認できる。

図表 1 資本コストを算定している企業の割合



図表 2 企業が認識する資本コストとその前提

	(株主) 資本コスト (%)	計算前提		
		リスクフリー レート (%)	ベータ値	(市場) リス クプレミアム (%)
2022年調査	6.06	0.38	1.07	5.78
2024年調査	6.42	0.96	0.95	6.18
2026年調査	7.00	1.60	0.90	6.10

(注1) 集計対象は自社の資本コストを「資本資産評価モデル (CAPM)」を用いて算出している企業

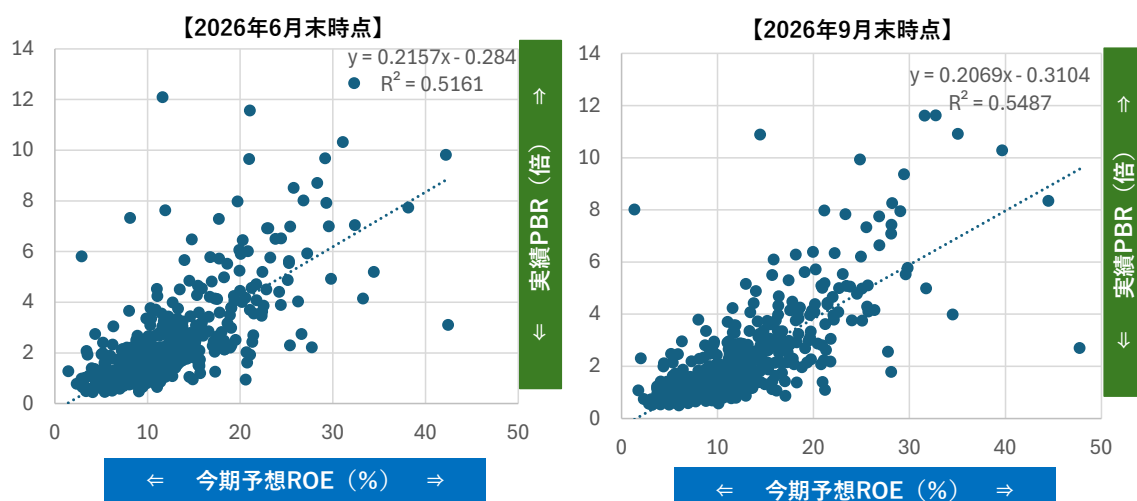
(注2) 表の数値は、アンケート回答企業の平均値

(出所) 日本 IR 協議会「IR 活動の実態調査」より大和総研作成

2. 個別銘柄データに基づく ROE と PBR の関係性分析

以下では、比較的近い 2026 年 6 月末と同年 9 月末の 2 時点¹の TOPIX 採用銘柄の QUICK コンセンサスの今期予想 ROE と実績 PBR のデータを使って、金利上昇がもたらす ROE と PBR の関係性の変化について検証する。ちなみに、この 2026 年 6 月末から 9 月末までの期間において、10 年国債利回りは 2.683% から 3.065% まで上昇している。なお、上掲の図表 2 はアンケート調査によって、企業側の認識を調べたものであるが、こちらは市場評価を分析するものである。両時点の今期予想 ROE と実績 PBR をプロットし、回帰分析を行った結果（回帰直線）を図表 3 の中に示している。

図表 3 今期予想 ROE と実績 PBR の関係（2026 年 6 月末と 2026 年 9 月末時点の比較）



(注) 今期予想 ROE は QUICK コンセンサス予想。分析対象は 2026 年 6 月末と 2026 年 9 月末時点で TOPIX に採用されており、両時点で QUICK コンセンサス予想（今期予想 ROE）社数が 3 社以上の 516 銘柄のうち、今期予想 ROE、実績 PBR が極端に高い（低い）銘柄を上下 1% 除外した 489 銘柄

(出所) QUICK Astra Manager 等より大和総研作成

¹金利以外の市場環境や投資家心理などの要因変化を一定程度抑えるため比較期間を短くした。

図表 3 の銘柄群について、時価総額加重平均した予想 ROE は 2026 年 6 月末の 12.0% から 2026 年 9 月末には 12.5% まで上昇しているにもかかわらず、実績 PBR は 2.6 倍から 2.4 倍とバリュエーションが低下している。

なお、図表 3 に示された回帰直線に基づき、今期予想 ROE と実績 PBR の関係性の変化について、具体的な数値で示したものが図表 4 である。予想 ROE が 1%pt 改善した時の実績 PBR の改善効果は低下し、実績 PBR1 倍を超えるために求められる予想 ROE の水準も引き上がっていることなどが確認できる。

図表 4 今期予想 ROE と実績 PBR の関係性の変化

	単位	2026年6月末 時点	2026年9月末 時点
予想ROEが1%pt改善した時の実績PBR改善効果：回帰直線の傾き	倍pt	0.2157	0.2069
予想ROEが10%の時の実績PBR水準	倍	1.87	1.76
予想ROEが15%の時の実績PBR水準	倍	2.95	2.79
予想ROEが20%の時の実績PBR水準	倍	4.03	3.83
実績PBRが1倍となる予想ROE水準	%	5.95	6.33
参考：10年国債利回り	%	2.683	3.065

(注) 今期予想 ROE は QUICK コンセンサス予想。分析対象は 2026 年 6 月末と 2026 年 9 月末時点で TOPIX に採用されており、両時点で QUICK コンセンサス予想（今期予想 ROE）社数が 3 社以上の 516 銘柄のうち、今期予想 ROE、実績 PBR が極端に高い（低い）銘柄を上下 1% 除外した 489 銘柄

(出所) QUICK Astra Manager 等より大和総研作成

3. インプライド株主資本コストの推計

第 2 章で長期金利が上昇した 2026 年 6 月末と同年 9 月末の間に予想 ROE と実績 PBR の関係性に変化があったことは確認されたが、以下では、より分析を深めるために、株式市場が織り込む個々の企業の株主資本コスト（インプライド株主資本コスト）が、この期間にどのように変化したのかを分析する。

企業の価値創造と価値毀損の境界として、PBR1 倍水準が意識されることがあるが、残余利益モデル（2）に基づけば、株主資本コストを上回る ROE が価値創造の必要条件である。

$$(2) \quad \text{残余利益} = (\text{ROE} - \text{株主資本コスト}) \times \text{株主資本簿価}$$

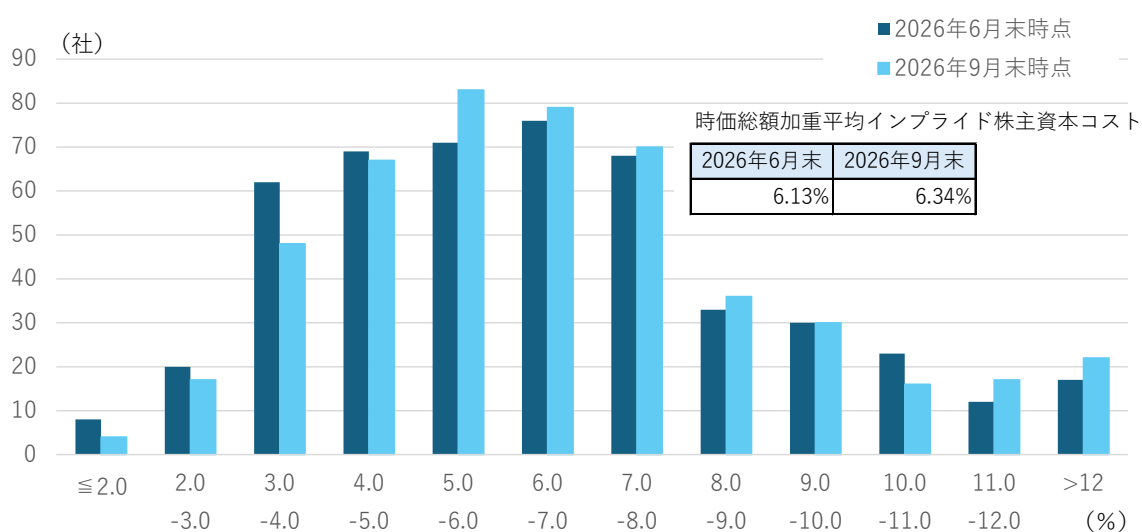
仮に ROE が不変であっても、リスクフリーレートの上昇により株主資本コストが上昇した場合には、エクイティスプレッド（ROE－株主資本コスト）は縮小し、価値創造企業が価値毀損企業に転落する可能性もある。

一定の条件の下では（2）は、（3）式に展開され、ROE と恒久成長率（g）が不変であれば、株主資本コスト（r）の上昇は、PBR の低下につながる。

$$(3) \quad \text{PBR} = (\text{ROE} - g) / (r - g)$$

第2章で分析対象とした489銘柄を対象に個別銘柄のQUICK コンセンサス予想（ROE：今期予想 ROE、 g ：3 期先までの予想 1 株当たり利益伸び率）と実績 PBR の値を（3）に代入することで、株式市場が織り込む個々の企業の株主資本コスト（ r ：インプライド株主資本コスト）を逆算して求めた結果が図表 5 である。2026 年 6 月末と比べると、同年 9 月末のインプライド株主資本コストの分布は、この 3 ヶ月の間に若干右にシフトしていることが確認できる。時価総額加重平均したインプライド株主資本コストは、同期間に 6.13%から 6.34%に上昇している。

図表 5 インプライド株主資本コストの分布（2026 年 6 月末時点と 2026 年 9 月末時点の比較）



（注1） 分析に用いた今期予想 ROE、3 期先までの予想 1 株当たり利益伸び率は QUICK コンセンサス予想。

（注2） 分析対象は 2026 年 6 月末と 2026 年 9 月末時点で TOPIX に採用されており、両時点で QUICK コンセンサス予想（今期予想 ROE）社数が 3 社以上の 516 銘柄のうち、今期予想 ROE、実績 PBR が極端に高い（低い）銘柄を上下 1%除外した 489 銘柄

（出所）QUICK Astra Manager 等より大和総研作成

4. まとめ

日本 IR 協議会のアンケート調査に示されるように日本企業は自社の資本コストに対する意識を高めている。そのような中、足元の金利上昇により、ROE 改善による PBR 改善効果は低下していることや、企業のインプライド株主資本コストが上昇していることが確認された。ただ、これまでの資本コストの上昇幅は限定的であり、少なくとも現状では、企業のハードルレートの上昇が設備投資や研究開発投資などを急激に冷やすほどの上昇とは評価し難い。

しかし、日本では「金利がある世界」は数十年ぶりのことであり、投資家や企業経営者は、引き続き金利動向に神経質にならざるを得ないだろう。