



2026 年 8 月 27 日 森本紀行はこう見る

公募増資の公表で株価が上がる株式市場であるために

公募増資を公表すると、希薄化懸念で株価が下落するのは、増資目的である成長戦略が投資家から評価されないからであって、これでは株式市場は本来の機能を果たせないのです。

企業とは、事業活動を通じて、現金を創造する装置であり、株式とは、企業が資本を調達するための法律上の道具です。企業は、株式を発行することで、資本を調達し、投資家は、株式を取得することで、企業に資本を供与して、企業の現金創造に参画するわけです。では、資本とは何か。なぜ企業は資本を必要とするのか。投資家は、株式を取得することで、何を得的のか。こうした問いに答えるには、資本の機能の本質が損失の吸収にあることから始めなくてはなりません。

この資本の本質からすれば、企業が資本を必要とする理由は極めて明瞭です。どのような事業を企業が営むにしても、事業の現金創造は常に必ず不確実であって、一時的な現金流出、即ち損失の発生することは不可避だからです。そして、資本が一時的な損失を吸収するからこそ、事業は持続可能になり、事業は、持続してこそ、中長期的に現金を創造できるのであって、その結果として、企業は創造された現金を投資家に配当として支払うことができるわけです。

なぜ資本は損失を吸収できるのでしょうか。

投資とは、第一義的には、企業が事業活動に資金を投じることです。企業は、事業に資金を投じること、現金創造の基盤を構築するのですが、実際に現金が創造されるまでには、時間を要しますから、その間、現金の流出、即ち、損失が発生します。この損失を吸収するために、企業は、投資家を募り、株式の発行を行うことで、資本を調達します。そこで、投資は、第二義的に、投資家が株式を取得することになるのです。

さて、企業が行う投資においては、その結果として、現金が創造されるかどうかの不確実であるばかりか、現金が創造されるにしても、そこまで要する時間の長さも不確実です。こうした大きな不確実性を伴う投資について、原資を外部から調達するとすれば、通常の弁済期日のある方法は使えません。そこで、定期的な利息の支払い義務がなく、元本の弁済義務もない資本が発明されたのです。資本は、弁済期日のない永久的なものであるからこそ、損失を吸収できるのであり、逆にいえば、損失を吸収できるものとして、資本に

永久性が付与されているのです。

企業は、株主に対して、弁済義務を負わないとしても、どのような義務を負うのでしょうか。

企業は、株主、即ち、株式を保有している投資家に対して、成長という義務を負うのだと考えられます。いうまでもなく、成長とは、事業が拡大することであり、企業の創造する現金額が増加していくことです。そもそも、企業が投資を行うのは、現金創造の基盤を構築し、それを更に強化して、創造する現金を増加させるためであって、その原資の調達手段として、株式を発行しているのですから、企業が株主に対して成長という義務を負うことは最初から自明なのです。

もっとも、全ての企業が成長という義務を負うわけではありません。資本の機能は、基本的には、一時的な損失を吸収して、事業を持続可能にすることなので、企業は、事業の持続可能性のもとで、中長期的に現金を創造して、そこから株主に安定的に配当できている限り、立派に責任を果たしているわけです。実際、非公開企業の多くは、そのようにして存続しているのです。しかし、株式を上場している企業については、そもそも、上場目的自体が成長のための資本の調達なのですから、当然に、成長という義務を負うのです。

では、資本の機能には、事業を持続可能にすることと、事業を成長させることとの二つがあるのでしょうか。

新たな現金創造の基盤を作るために、資本を調達することと、事業を持続可能にするために、資本を維持することとは、不確実性の程度において、本質的に異なります。つまり、前者においては、不確実性が大きくて、賭けの要素を伴うのに対して、後者においては、不確実性が小さくて、損失に予測可能性があるわけです。そして、賭けの要素の伴う資本の調達においては、上場によって、不特定多数の投資家を募る必要があるのに対して、不確実性に予測可能性のある資本の調達は、特定少数の関係者間で、完結し得るということです。

上場することの必須の要件が成長なのだとすれば、上場廃止になる企業もあるのでしょうか。

東京証券取引所において、市場区分の見直しという表題のもとでなされた改革は、基本的には、上場企業に対して、成長を求めることだったと考えられます。しかし、多種多様な企業の上場を認めるべきだとしたら、成長を上場基準とすることは、必ずしも適当ではなく、また、実務的にも困難が伴うでしょうから、企業の特徴が異なるのに応じて、新たな市場区分を設けることになったのだと思われます。

ただし、上場企業にとって、あるいは 上場を検討している企業にとって、決定的に重要なことは、上場自体を目的にしないことです。上場は、成長のための起点なのであって、目指すべき終点ではあり得ないからです。また、上場することの不利益も検討されるべきです。不特定多数の投資家との対話は、有益な意見を聞く機会であり得ると同時に、無益な雑音に晒される危険を伴うからです。故に、どの上場企業にとっても、非公開化は常に検討されるべき課題なのです。

成長のために投資することは、上場しなくとも、可能でしょうか。

企業は、創造した現金について、それを内部留保して、成長のための投資を行い、成長のための投資の機会がないときは、内部留保せずに、株主に配当すべきです。こうして、経営環境に応じて、内部留保すべき現金と、配当すべき現金との配分を適切に決定することは、経営の要諦として、上場しているか、していないかに関係なく、全ての企業に共通して適用される基本原則なのです。

内部留保を超えて、投資しようとするれば、当然のこととして、新たな株式の発行によって、資本の額を増加させること、即ち、増資を行わなくてはなりません。上場している企業は、非公開企業に比して、より容易に、より大きな金額の増資ができます。そもそも、上場の本来の機能は、増資を容易に行い得るようにすることなのです。

実際には、上場企業にとっても、増資は簡単ではないようですが。

株式の価値とは、企業が将来において創造する現金のうちの資本に帰属する現金、即ち、将来の利益の期待値の現在価値であって、理論的には、事実としての株価は、この期待値としての株式の価値に基づいて形成されています。増資によって株数が増加するとき、価値が変わらなければ、一株当たりの価値は低下しますが、これが希薄化と呼ばれることで、理屈上は、株価の下落要因になるわけです。

しかし、増資の目的は、成長、即ち、株式の価値を上昇させることから、希薄化が

起きては、本来は、おかしいわけです。実際、昭和の時代の株式市場では、企業が増資を公表すると、多くの場合、その株価は上昇したのです。しかし、現在では、企業が増資を公表すると、希薄化が懸念されて、その株価が下落することも珍しくありません。そもそも、成長という増資目的が評価されなければ、増資は不可能で、増資できなければ、大胆な成長戦略は実行できないわけです。

自分の成長戦略が評価されない企業は、上場をやめるべきでしょうか。

増資できない上場企業にとって、上場していることの真の実益はないと思われますから、非公開化は重要な選択肢です。しかし、常識的に考えても、本来の対応としては、投資家から信認を得られるように、成長戦略を描き、増資の正当性と必要性を訴えて、増資を断行して、大胆な投資を行って、株式の価値を高めて、投資家を満足させ、更に次の増資を成功させるべきです。上場企業の多くにおいて、こうした好循環が実現するとき、日本の株式市場は、本来の機能を回復し、経済成長の原動力として、機能できるわけです。