

インフレ時代の 上場企業の資本政策



目次

はじめに	3
01 インフレ時代の資本政策とは	4
02 上場維持には多大な経営資源が必要に	6
03 上場維持ならば株式市場のルールに則ろう	8
04 上場維持ならばエクイティガバナンスの重要性を認識しよう	10
05 非公開化を選択するならば成長戦略を突き詰めよう	12
おわりに	13

はじめに

日本はインフレ時代に入りました。

デフレ時代とは異なり、インフレ時代はモノ・サービスの価格が継続的に上昇します。企業はバランスシートを縮小し危機対応を万全にすること以上に、バランスシートを活用し、レバレッジを効かせて企業価値を最大化することが求められる時代になったと言えるかもしれません。

株式市場は、こうした変化を既に先取りしています。増配や自社株買いで貯まった現金を株主に還元する動きに加え、足元では不動産等のアセットの使い道に注目が集まっています。アクティビスト¹がキャッシュリッチ企業からアセットリッチ企業にターゲットを変え始めているのは象徴的な変化でしょう。

投資家だけでなく証券取引所も上場企業に成長を求めています。東京証券取引所(以下、東証)は新興企業や中堅企業に対して上場維持のハードルを上げることで成長を促し、株式市場の活力を高めようとしています。

上場企業の多くは資本政策のアップデートが必要です。本稿では、上場企業が企業価値向上のために取るべき戦略を提示します。

インフレ時代の資本政策は、キャッシュだけでなくアセットの使い道も重要になります。上場企業は保有するアセットを活用して資本コストを上回る利益を生み出しているのかを株式市場から厳しく問われます。上場企業として成長を続け企業価値を高める未来を目指すのなら、株式市場のルールに則り、エクイティガバナンスを強化する体制作りが必要です。東証がIR体制の整備を求め、アクティビストが株主利益の最大化を迫る中では、資本政策のアップデートは喫緊の経営課題です。

その一方で、非公開化も中期的な成長戦略を遂行する上で有力な選択肢となります。自社の課題解決に腰を据えて取り組み、持続的な成長軌道に乗せることを最上位の経営目標に掲げ、それを実現するためには上場継続にこだわらず非公開化を選ぶ——これは事業の後退や経営の失敗ではありません。非公開化とは、中期的成長のための戦略の策定と実行、資本調達の間としての株式市場の活用、そして株式上場そのものの意義を、企業があらためて問い直すプロアクティブな選択肢なのです。

1 「物言う株主」とも呼ばれる。資産価値に対し株価が著しく低い上場企業の株式を数%～数十%取得し、増益または余剰資本の株主還元を要求し、株価を引き上げた後は株式を売却して短期間で利益を上げる投資手法を取る。

インフレ時代の資本政策とは

インフレ時代の資本政策はデフレ時代よりも複雑さを増す。守りと攻め、株主還元と成長投資の両方が求められ、経営陣はデフレ時代からの切り替えが必要になる。

① デフレの出口ではキャッシュの使い道に焦点

1990年代後半から本格化したデフレ時代では、土地や有価証券等の資産価値が継続的に下落した。雇用、設備、債務の3つの過剰を抱えた上場企業は自己資本の充実性・安定性を最優先し、人員削減、資産売却、借入金返済を通じてバランスシートのスリム化を進めた。

2010年代後半になってデフレの出口が見え始めると、「貯め込んだキャッシュの使い道がなく成長が見込めない企業は、配当や自社株買いで株主に還元してほしい」という株式市場からの声が勢いを増した。株主利益を最大化する流れに追い風となったのが、スチュワードシップ・コード(2014年)とコーポレートガバナンス・コード(2015年)の策定・改定である。これらを受けて上場企業が余剰資本を株主に還元する動きが広がり始めた。

② インフレ時代はアセットの使い道にも焦点

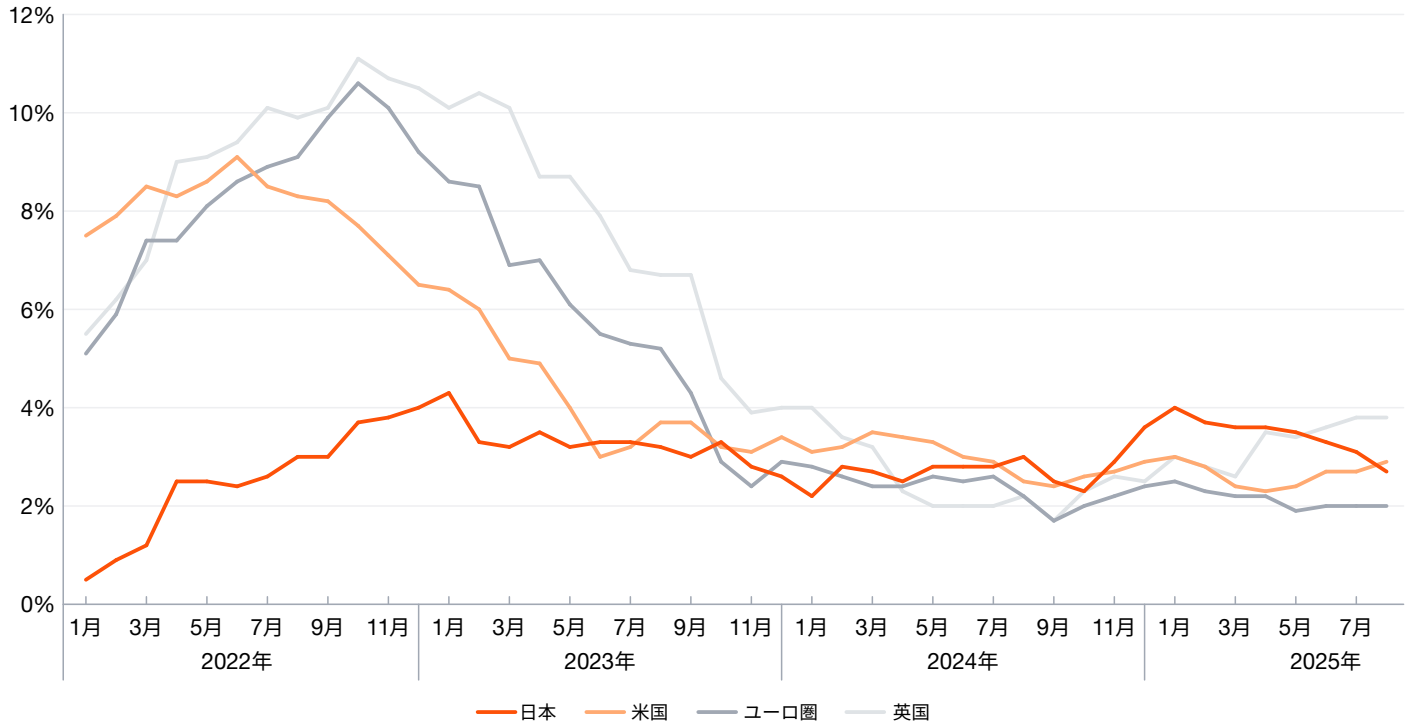
国内の消費者物価の上昇は2021年後半から始まり、2022年4月以降は勢いを増し、現在まで前年比2%を超える水準で推移している。主要先進国のインフレは前年比8%を超える水準から鎮静化し、足元では英国を除けば日本と同様におおむね前年比2%台の伸びで推移している(図表1)。

インフレ時代には企業が資産として保有する土地や有価証券等の価値が高まる。デフレ時代には上場企業のバランスシートの棄損を先に織り込んで売りに回った株式市場は、今やアセットの価格上昇と有効活用を見越して買いに転じている。名目金利から物価上昇率を引いた実質金利がマイナス圏で推移し金融緩和の状態が続く中では、信用力を背景に銀行借入れ等のデットを活用した収益性(ROE)の向上も有効だ。

株式市場では上場企業が余剰資本を還元する動きを評価しつつも、成長投資を通じた株主利益の拡大に関心が高まっている。こうした変化は、「場当たりの株主還元策は、株価に対して意味をなさなくなってきた。目指すバランスシートの姿やキャッシュアロケーション方針をしっかりと考えるところから始めるよう意識付けをして、中長期的な企業価値向上に向けたコアビジネスへの投資は続けてほしい」という投資家の声にも反映されている²。

上場企業は、デフレ時代の縮小均衡志向からインフレ時代の拡大成長志向へ転換できているかが問われる。株主から託された資本を使って利益成長し時価総額を増やすためには、成長戦略の策定と実行が必要なのはもちろんのこと、同時に株式市場との対話を深め、投資家と良好な関係を築くことも重要だ。これらは余剰資本を株主に還元するよりも多くの経営資源を動員する、高次の経営課題となる。

図表1：消費者物価指数の推移(前年比)



出所：総務省統計局、US Bureau of Labor Statistics、Eurostat、Office for National StatisticsをもとにPwC作成



上場維持には多大な 経営資源が必要に

「上場ゴール」という言葉が株式市場で囁かれた一昔前とは異なり、現在は上場のハードルが上がり、その維持に多大な経営資源を継続的に投入することが求められる。例えば、株式市場との対話を強化するためには社内IR体制の整備が欠かせない。IR体制を整備し、経営トップをはじめとする経営陣をIR活動に巻き込みながら、市場との対話を継続的に行うことは、アクティビスト対応という有事への備えにもなる。

① IR体制の整備

東京証券取引所が後押しする「資本コストや株価を意識した経営」が上場企業の中に浸透³するとともに、IR活動の重要性が増している。

東証は2025年7月22日から、上場企業にIR体制の整備を義務付けた。この狙いは、株主や投資者との良好な関係構築に向けた情報提供体制の整備にある。上場会社であれば規模の大小に関わらず、実効的なIR体制の整備が求められ、株式市場との対話をプロアクティブに行うことが期待される。そのためには、属人的、場当たりの投資家対応ではなく、社内体制の整備と経営陣の積極的かつ継続的な関与が必要になる。

② アクティビスト対応

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの策定・改定を通じて、株式持ち合いの解消が進んだ結果、上場企業のコーポレートガバナンスに株主の声が反映される素地が整った。2つのコードによって機関投資家が上場企業の経営に及ぼす影響力が従来よりも格段に強まり、敵対的買収が成功する可能性も高まった。このため、2010年代後半からアクティビストの活動が活発化している。

注目すべき変化として、ここ数年は株主利益の最大化の観点からアクティビストと年金、保険等の伝統的な国内機関投資家、そして一般株主の利害が近接するケースが目立つようになっている。アクティビストが専用サイトを開設する等の手段を通じて自らの主張を株式市場に広く訴える手法も広く認知されるようになってきた。株主アクティビズムは今後も活発化する可能性が大きい。上場企業はIR体制を整備し、経営陣を巻き込んだ市場との対話を強化することが必要だ。

③ 非公開化

上場企業は株式市場から四半期ごとに市場予想を上回る利益成長を求められる。市場予想を上回ることができない時は株式が売られ、業績未達の状態が続けば買収リスクにもさらされる。これに、IR体制の整備義務やアクティビストの活動の活発化、そして東証の上場維持基準の見直し(厳格化のための経過措置の終了⁴)が重なって、今や企業の上場維持のハードルはかつてないほど上がっている。

株式の非公開化は経営の自由度を高め、中期的な成長を目標とした成長戦略の策定と実行に腰を据えて取り組む機会を提供する。

2025年1～6月のMBO(経営陣による買収)は11件、通年換算では22件とリーマンショック以降で過去最高の21件を上回る勢いだ⁵。非公開化は中期的成長のための有効な戦略的判断として、今後も増加する可能性が高い。

4 東証では2022年4月に市場区分の見直しに際し、従来の上場維持基準と比べ一部基準が厳格化されたことを踏まえ、経過措置として緩和基準を適用してきたが、2025年3月1日以後に到来する基準日から厳格化された上場維持基準を適用。上場維持基準に適合しない場合、原則1年の改善期間に入り、改善期間内に基準に適合しない場合は監理銘柄・整理銘柄(原則6カ月)に指定後、上場廃止となる。

5 その後も増勢は衰えず、9月12日時点で22件とリーマンショック以降で過去最高となった(2025年9月17日 日本経済新聞「MBOに『異議』相次ぐ」)。



上場維持ならば 株式市場のルールに則ろう

上場を維持するなら、株式市場ではどのような会社が機関投資家の投資対象になるか(買われるか)を知ることが重要だ。並行して株式市場との対話力を強化し、株式市場のルールに則ることが必要である。

① 株式市場のルールに則り、市場との対話力を強化しよう

「株式市場のルールに則る」とはどういうことか。

上場企業が買取りリスクにさらされないためには、市場の期待を上回る利益成長を続けて時価総額を増やし、あわせてデットも活用することで企業価値を向上させることだ。これができるれば問題はない。しかしこのハードルを越えられる企業は決して多くはなく、現実には業績、特に短期の業績は変動する。

投資家を振り向かせるためには、平時から株式市場との対話力を強化し、自社のエクイティストーリー(成長戦略、株主価値の向上策)について株式市場の信認を得ることが重要だ。これを株式市場を生き抜くための作法(ルール)とすると、企業はこれに則った社内体制作りと経営陣の意識改革を進めることが重要になる。

具体的には、(1)株主や投資者に情報提供をプロアクティブに行い、(2)その結果として市場で形成される株価を受け入れ、(3)経営陣にフィードバックを行い、(4)企業価値を高めるべく経営を行う、ということだ。

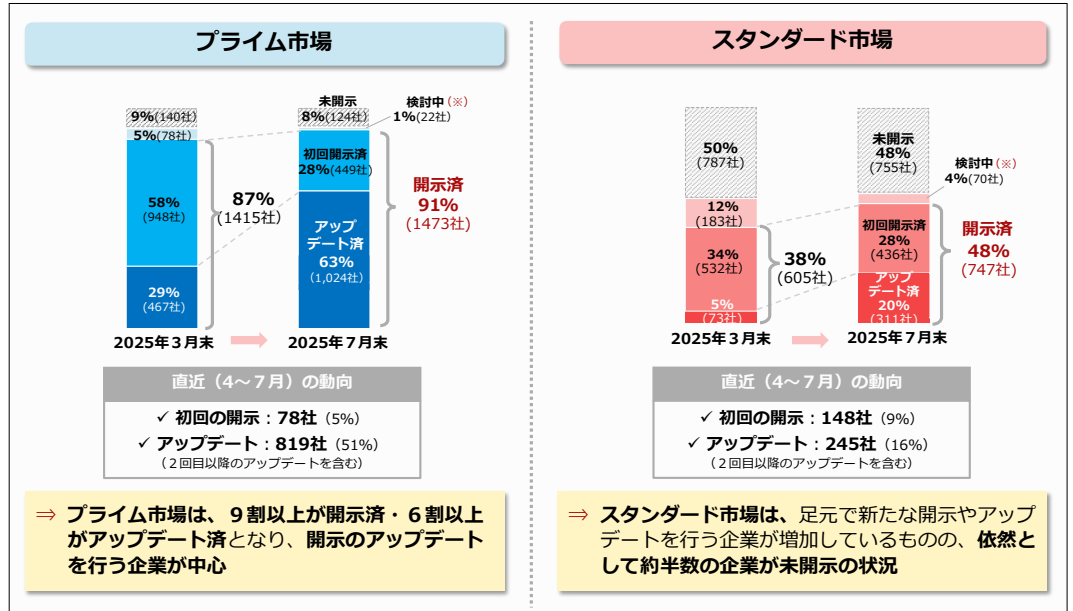
これを繰り返す過程では株式市場との対話がますます重要になる。株式市場との対話には多くの経営資源を投入する必要があるが、中でも優先度が高いのがIR体制の整備である。IR専門部署の設置は株式市場との対話の要となる。

② これから何が必要か

上場企業がIR体制を整備して株式市場との対話力を強化することは、平時からの取り組みとして重要である。東証の「資本コストや株価を意識した経営」の要請(2023年3月)から3年目を迎え、プライム市場とスタンダード市場の開示状況に大きな差がついている(図表2)。大企業の中には、同業他社の動向を参照しながら開示状況を改善し、好循環を生み出している企業もある。中堅企業も早期のキャッチアップが必要だ。

IR体制の整備についても、大企業の間では、属人的、場当たりの投資家対応から脱し、専門部署の設置、経営陣との連携強化、四半期決算の発表、大小の投資家説明会、証券会社主催の国内外のカンファレンスへの出席等、年間スケジュールに沿った組織的対応が確立されているところが増えている。一方、より規模の小さな上場企業では同様の体制整備が進んでいないとはまだ言い難い。

図表2：「資本コストや株価を意識した経営」要請から3年目の状況



出所：東京証券取引所上場部 (<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/um3qrc0000022flw.pdf>)

株式市場との対話を重ねて当該企業の財務戦略や事業戦略への理解が深まれば、株主の信認が高まり、資本コストの低下も期待できる。株主の信認を得ることは、アクティビスト対応という有事の備えにもつながる。

IR体制の整備に関連して言えば、日本の株式市場ではアンダーリサーチが常態化している。つまりセルサイドアナリストがカバーしない企業（業績予想、レーティング、目標株価を付与しない企業）が多く存在するという問題を直視する必要がある。このような市場では、企業がいかに優れた経営戦略を実行して高い成長を実現しても、市場に発見されず株価が上昇しない可能性がある。

アンダーリサーチが常態化している理由の一つには上場企業の時価総額の低さがある。例えば、類似事業を展開する米国株に比べて時価総額が著しく小さい日本株を、グローバルファンドが投資対象とすることは考え難い。そうすると、証券会社のセルサイドアナリストがその日本株をカバーするインセンティブは小さくなる。

こうした状態から脱するには、M&Aによる企業規模の拡大が必要だ。規模の拡大は今後の事業展開を有利にするだけでなく、一定以上の時価総額を有する上場企業として投資家に「発見」され、セルサイドアナリストにカバーされることが期待される。この副次的効果は過小評価できない。

株式市場のルールに則ることは重要だが、リスクもある。自社の強みを活かしてどのような成長軌道を描くか。その軸が揺れ動く「シンプルなき経営」では、株式市場に翻弄されてしまうだろう。

上場維持ならばエクイティガバナンスの重要性を認識しよう

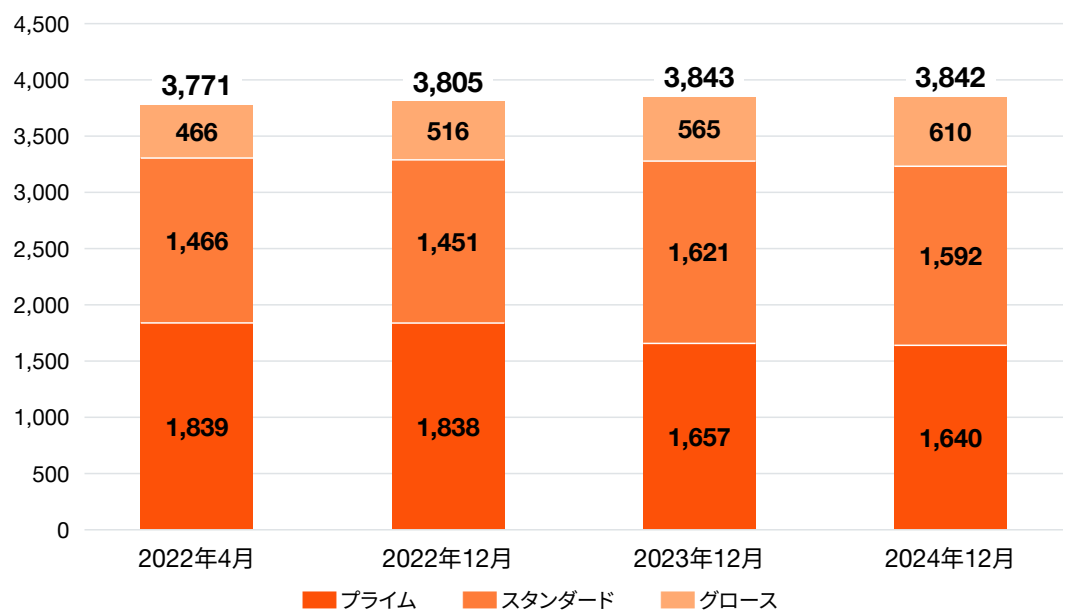
企業が上場企業であり続けることを選択し、その中で企業価値(株主価値)を最大化するためには、エクイティガバナンスの重要性をあらためて整理、認識するべきだ。

「株式を発行して調達した資本は自己資本でコストはゼロなのだから、CFO(最高財務責任者)はデットを提供する銀行に向き合っていればいい」——このような考え方は上場企業、特に中堅企業の中に根強く残っていると考えられる。今こそ全社的に思考を転換してエクイティガバナンスの重要性を認識する時だ。

① エクイティガバナンスの重要性を認識しよう

日本の株式市場で構造変化が起きている。1つは上場企業数のうちプライム市場に上場する企業数が減少傾向にあることだ。(図表3)。東証の上場維持基準の見直しでプライム市場に上場するためのハードルが上がったことに加え、今後は非公開化に踏み切る企業の増加も、上場企業数の減少を後押しすると考えられる。また、自社株買いと消却による発行済み株式数の減少も、上場株式の希少性を高める要因となるだろう。

図表3：上場会社数の推移(市場区分再編後)



出所：日本取引所グループホームページをもとにPwC作成

もう1つは海外投資家のプレゼンス拡大と個人投資家の増加である。これを背景に、経営者に加えて政府も株価を意識するようになってきている。特に後者については政府が国民に株式投資を通じて引退後の資産形成を行うことを奨励してきた結果、これからは上場企業の株式は国民の財産であるという認識が高まっていくだろう。

これら2つの構造変化を受けて、上場企業は株価を意識した経営により多くの経営資源を投入する方向へ向かうと予想される。

この結果、上場企業の統治構造は、メインバンクによるデットガバナンスから株式市場によるエクイティガバナンスへ重心が移動する。銀行による政策保有株の売却も、この流れを後押しするだろう。

② これから何が必要か

銀行等のデットの債権者は資金の適切な使用と返済を重視し、堅実経営と債権者保護を求める。これに対し、株主は資本が利益成長と企業価値の向上に適切に使われているかを監視し、余剰資本は株主へ返済を求める。上場企業がデットガバナンスからエクイティガバナンスへ重心を移し、株主の負託に応えるには、成長志向を強めるほかない。

経営陣は資本コストを意識した経営を推し進めて、中核事業への経営資源の集中や事業ポートフォリオの見直し等を行う必要がある。そのためには、M&Aによる非連続的な成長や非戦略部門の切り離しが有効だ。

中核事業や今後の成長経路が明確になれば、その上場企業は株式市場にとっても分かりやすくインベスタブル(投資可能)な銘柄になる。現在は過度な事業多角化でコングロマリットディスカウント⁶の状態にあっても、解消の道筋が見えてくれば株式市場はポジティブに反応し、ディスカウントが解消される可能性が高まる。

リスクは債権者と株主のコンフリクト(対立)だ。日本ではデットの提供者である銀行のプレゼンスが大きい。債権者に配慮しつつ株式市場の声にどれだけ虚心坦懐に耳を傾けられるかは、経営者に求められる資質と言える。

6 多くの事業を抱える複合企業(コングロマリット)の企業価値が、各事業の企業価値を足し合わせた合計よりも低く評価されること。事業の多角化は業績変動を減らす一方、各事業のシナジー効果が見えにくいため、市場からの評価を下げやすい。

非公開化を選択するならば 成長戦略を突き詰めよう

上場を維持するには多大な経営資源を要する。取引所上場料や監査費用の他、IRや内部統制等の体制強化にも経営資源を割かなくてはならない。規模の小さな企業にとって、特に後者の負担は軽くないだろう。自社の中期的成長のために、これらの負担から離れて非公開化を選ぶのも戦略性の高い経営判断だ。

① 中期の成長戦略を突き詰めよう

革新的な技術やビジネスモデルが既存の業界構造を一変させる(ディスラプション)時、企業は短期的利益を犠牲にしてドラスティックな戦略転換を行う必要が生じる。また、中核事業が不振に陥った時にも、短期的に大きな損失を計上してでも構造改革を進めることが必要だ。戦略転換や構造改革を上場を維持しながら進めるのか、もしくは非公開化を選ぶのかは各企業の経営判断次第だ。「上場こそが一流企業の証」といった、かつてのような上場至上主義にこだわる時代ではないだろう。

ただし、非公開化を選択するならば株式市場からの業績圧力や敵対的買収リスクから逃れるだけでよとするのではなく、中期的な成長の追求が欠かせない。

② これから何が必要か

非公開化を選択するならば、短期的な成長志向を廃し中期的成長を目指すことが絶対条件だ。

その上で、「非公開化→企業価値向上→再上場」と株式市場を機動的に活用する戦略を取る選択肢もある。

非公開化を選べば、株式市場による四半期ごとの業績チェックがなくなり、企業自身が短期的な利益追求に追い込まれることなく経営に集中して取り組める。その反面、非公開化によって株式市場の監視の目が届かなくなることで、エクイティガバナンスが効かなくなるリスクがある。経営陣には非公開化後も弛緩せず経営の規律を保てるかが問われる。

MBOについては、経営陣による買付け価格(発射台)が低いと、それを不満に思う株主からTOB(敵対的買収)を仕掛けられる可能性がある。低い発射台は非公開化後の成長・回復を目指す経営陣には有利だが、株主には不利に働く。反対に発射台が高くなれば、株主はより多くのキャッシュを手にするが、経営陣にとっては財務負担が重くなり、非公開化後の成長・回復の道りが険しくなる。後者の場合、経営陣に確固たるエクイティストーリーがないと、何のためにMBOを行ったのか分からなくなる。

おわりに

「資本は会社のものであり資本コストを考慮する必要はない」「上場は起業家のゴールだ」「大株主を大事にすれば十分で、個人株主や外国人株主とコミュニケーションを取る必要はない」——2000年代後半、ひょっとしたら2010年代初めまで、一部の上場企業を除いて多くの上場企業がこうした認識を持っていたのではないのでしょうか。日本の株式市場全体にポジティブな評価が広まったのは、財政金融政策の総動員によってデフレ脱却が見えてきたことに加え、2つのコードが浸透して上場企業の意識が大きく変わった(変わりつつある)ことにあります。後者は変革のドライバーとして、今後も日本の株式市場を下支えするでしょう。

一方、金利のある世界は、企業に対して金融市場の目が一段と厳しく注がれることを意味します。現時点では実質金利はマイナス圏にあり、依然として金融緩和が続いていますが、金融政策の正常化とともに緩和状態が縮小すれば、クレジットリスクが現実のものとして意識されるでしょう。その結果、企業選別の動きが進むと考えられます。

また、インフレ時代は売上やコストといった名目値が大きくなります。縮小志向のデフレ時代と比べて売上は増えやすいですが、コスト構造やバランスシートが肥大化するリスクが付きまといま。利益成長を続けて株主価値を継続的に高めていくには、社内体制を整備し、資本市場との対話を強化することが重要です。自社の資本政策をアップデートし、インフレ時代に負けない筋肉質で、かつ平時と有事の両方に強い企業が増えることが期待されます。





PwC Japanグループ

<https://www.pwc.com/jp/ja/contact.html>



www.pwc.com/jp

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社 (PwC Japan有限責任監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む) の総称です。各法人は独立した別法人として事業を行っています。

複雑化・多様化する企業の経営課題に対し、PwC Japanグループでは、監査およびブローダーアシュアランスサービス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、そして法務における卓越した専門性を結集し、それらを有機的に協働させる体制を整えています。また、公認会計士、税理士、弁護士、その他専門スタッフ約13,500人を擁するプロフェッショナル・サービス・ネットワークとして、クライアントニーズにより的確に対応したサービスの提供に努めています。

PwCは、クライアントが複雑性を競争優位性へと転換できるよう、信頼の構築と変革を支援します。私たちは、テクノロジーを駆使し、人材を重視したネットワークとして、世界136カ国に364,000人以上のスタッフを擁しています。監査・保証、税務・法務、アドバイザリーサービスなど、多岐にわたる分野で、クライアントが変革の推進力を生み出し、加速し、維持できるよう支援します。

発刊年月：2025年12月

管理番号：I202509-08

© 2025 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.