

株価は「結果」である

マイクロキャップの経営陣が、意思だけで株価を引き上げることはできません。しかし、長期的な一株当たり価値を支えるキャッシュフローを生み出し、その使い道を判断することはできます。

Robert Yu, CEO | Spirit Advisors LLC ・ 2026年10月

要旨

ー 株価を決めるのは三つの要素です。事業が生み出すキャッシュ、経営陣がそのキャッシュをどう使うか、そして両者を知り、信頼する投資家の数。このうち最初の二つは、経営陣が大きく働きかけられる領域です。

ー あらゆる資本配分の判断は、四つの問いを順番に通ります。余剰資本はあるか。資本コストを上回る再投資先はあるか。財務基盤の強化に充てる必要はあるか。その余剰は継続的か、一時的か。答えに応じて、本業への集中から定期配当まで、九つの選択肢のいずれかに行き着きます。

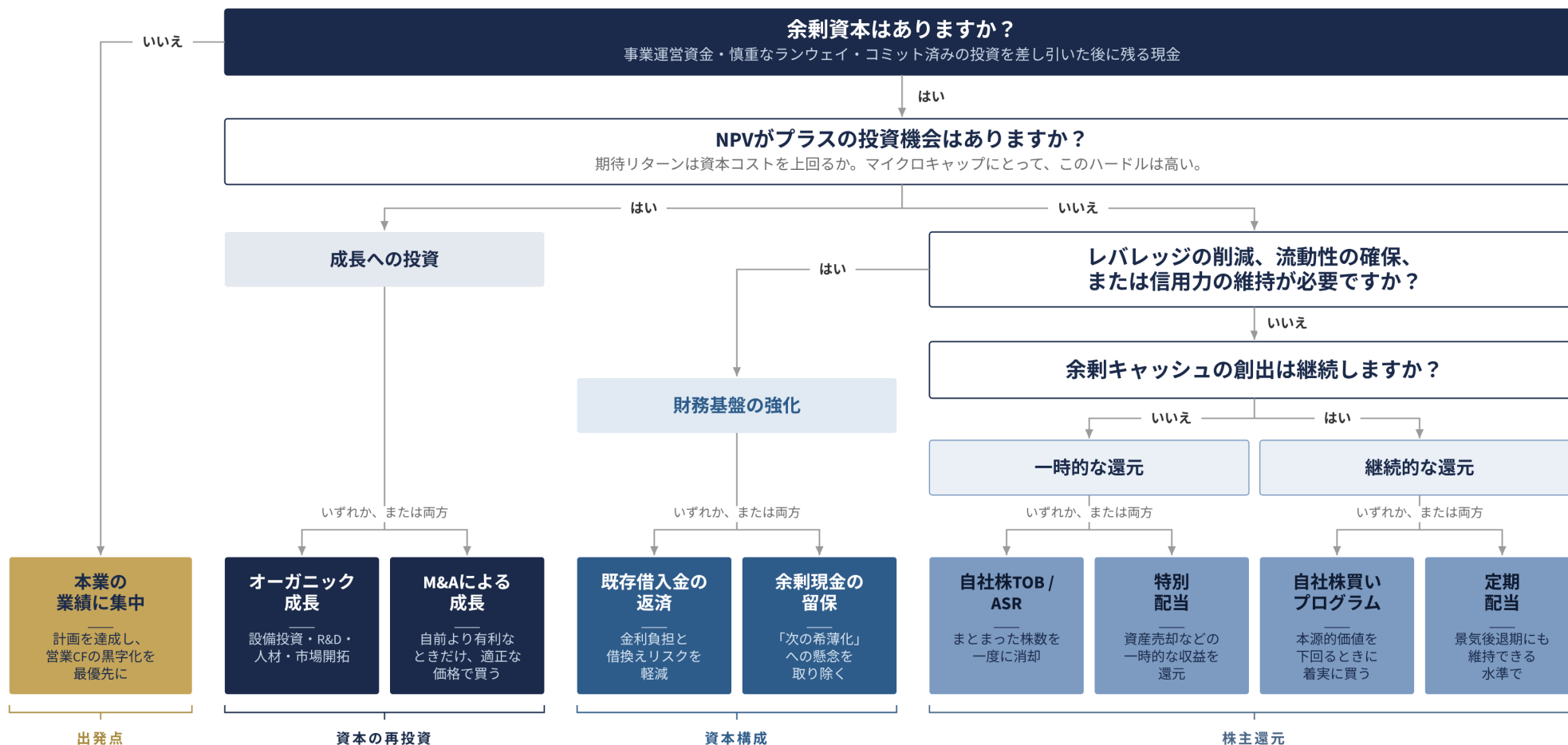
ー 本源的価値を下回る価格での自社株買いは、残る株式の一株当たり価値を高めます。配当は株主に現金を分配する手段であり、いずれも株価の上昇を保証するものではありません。IRは市場がそれに早く気づく確率を高めます。そして、そのどちらにも説得力を与えるのがファンダメンタルズです。

上場マイクロキャップのお客様から最も多く伺うご相談は、「当社の株価は安すぎる」というものです。たいていは、IR会社の変更やプレスリリース、投資家カンファレンスへの登壇、株式併合、SNSでの発信といったご要望が続きます。いずれにも意味はあります。ただ、そこには共通する前提が隠れています。「メッセージさえ正しければ、株価は経営陣が設定できる入力値である」という前提です。そうではありません。株価は「結果」です。事業が生み出すキャッシュ、経営陣がそのキャッシュをどう使うか、そして両者を知り、信頼する投資家の数を映したものにすぎません。三つのうち二つは、経営陣が大きく働きかけられる領域です。三つ目の「注目」は、最初の二つがなければほとんど価値を持ちません。

だからこそ、以下の意思決定ツリーは、すべてのマイクロキャップ経営者の机に置いておく価値があります。原典はクレディ・スイス投資銀行部門が公表した資本配分のフレームワークで、その論理は一枚に収まるほど簡潔です。四つの問いを厳密な順序で問い、余剰資本のードルを九つの行き先のいずれかに振り分ける。当社で図を描き直し、各行き先に実務的な一言コメントを添えました。重要なのは個々の箱よりも「順序」です。小型上場企業で私たちが目にする価値毀損の多くは、問いに誤って答えたことではなく、問いを飛ばしたことから生じています。

資本配分の意思決定ツリー

事業が生み出すドールドルの使い道を決めるのは四つの問い。その答えの一つひとつが、株価を動かすレバーになる。



出所：Credit Suisse Investment Bank, Corporate Insights, "Capital Allocation: Paths to Value"（2021年）を基にSpirit Advisorsが再構成・作図。各項目のコメントは当社による。

SPIRIT ADVISORS

問い一：本当に余剰資本はあるか

余剰資本とは、手元の現金残高のことではありません。事業運営の資金を賄い、十分な資金余力を確保し、必要な元利払いを行い、すでに実行を約束した投資の資金を確保した後に残るものです。現金1,500万ドルを持ち、年間の営業キャッシュ流出が900万ドルの会社に余剰資本はありません。ほかの資金需要を考慮する前でも、その流出ペースで賄える期間は約20か月です。

上場して日の浅いマイクロキャップ、とりわけ直近2〜3年に上場した企業の多くにとって、この最初の問いへの正直な答えは「いいえ」です。IPOで調達した資金は目論見書の資金使途に記載されており、投資家は経営陣にその履行を求めます。この場合、図が示す行き先は一つだけ、左端の金色の箱、すなわち「本業の業績への集中」です。実務的には、達成できるガイダンスを示し、それを確実に達成すること。売上高と売上総利益率の四半期ごとの改善を示すこと。営業キャッシュフローの黒字化に向けて進むこと。そして、誰も推測しなくて済むよう、手元資金で事業を継続できる期間を明確に示すことです。市場は企業が小さいことは許します。しかし、サプライズは許しません。

ここで一つ注意が必要です。マイクロキャップで最もよく見られる資本配分の誤りは、この問いに「いいえ」と答えながら「はい」であるかのように行動することです。たとえば「株価を下支えする」ためにIPO資金で自社株買いを発表する。これは、調達したばかりの資本にそれ以上の使い道がないと投資家に伝えることになり、ただでさえ薄い浮動株をさらに減らし、株価を数日以上動かすことはまずありません。余剰資本がないのであれば、株主にとって最も望ましい行動は、まずそれを稼ぎ出すことです。

問い二：資本コストを上回る再投資先はあるか

余剰キャッシュが生まれたら、まず事業そのものに使うべきです。ただし、リターンが資本コストを上回る場合に限ります。マイクロキャップにとって、このハードルは高いものです。小型で流動性の低い株式を買う投資家は、そのリスクに見合う対価として10%台後半のリターンを求める場合があります。リターンが8%のプロジェクトは、そのリスクに応じた資本コストが8%を上回るなら、売上を伸ばしても価値を毀損します。「正味現在価値（NPV）がプラス」とは、同じリスクで投資家が他で得られる以上のリターンをそのプロジェクトが生むことを、正式に言い表したものにすぎません。

図には二つの道があります。オーガニック成長、すなわち生産能力の増強、製品開発、採用、米国市場への進出は、創業者主導の企業が最も高いリターンを得やすい領域であり、願望ではなく、回収期間とハードルレートを伴う「投資」として管理すべきです。M&Aは上場マイクロキャップにとって強力な手段になり得ます。非上場企業は上場企業より低い倍率で取引されることが多いためです。鍵は「対価」の規律にあります。自社株が割安なときに株式を発行して他社を買収すれば、それは最も高くつく資金調達になります。自社株が割安なら現金で、十分に評価されているなら株式で支払う。これを逆にすると、帳簿上は増益に見えた買収が、自社の株主から売り手側の株主へと価値を移転させることになります。

問い三：財務基盤の強化に充てる必要はあるか

余剰資本があり、ハードルを超える投資先がない場合、次の問いは守りの問いです。レバレッジを下げる、流動性を高める、あるいは信用力を維持する必要はあるか。ここから二つの選択肢が生まれます。

借入金の返済が報われるのは、その借入が高コストまたは危険な場合です。高クーポンの社債、転換価額修正条項付きの転換社債、あるいは継続企業の前提に疑義を生じさせかねない規模の借入などです。逆に、借入が低コストであれば効果は限られます。多くの日本企業は低い一桁台の金利で銀行借入を行っており、10%台の株主資本コストで調達したドルを使って、その何分の一かのコストで借りた円を返済するのは、最善の選択であることはまれです。

余剰キャッシュの留保は、マイクロキャップにとって図の中で最も過小評価されている選択肢です。小型上場企業が継続的に割安に評価される一因は、市場が「次の希薄化を伴う資金調達」を織り込んでいることにあります。黒字化までの計画を資金面で賄えることが明確に見える貸借対照表は、その重しを取り除きます。「追加の資金調達は必要ありません」という一言は、それが事実である限り、マイクロキャップの経営者が口にできる最も価値のある言葉の一つです。

問い四：その余剰は継続的か、一時的か

事業の資金が確保され、優良な投資案件に資金が充てられ、貸借対照表が健全であって初めて、図は株主還元にとどり着きます。それでも図はもう一つ問いを立てます。適切な手段は、余剰が繰り返し生まれるかどうかによって変わるからです。

余剰が資産売却、訴訟による回収、例外的に好調な一年といった一時的な事象によるものであれば、一度に還元します。特別配当は、継続を期待させることなく、一度に分配できます。株式公開買付け（自社株TOB）は、一定数の自社株式を一度に買い付けるもので、多くの場合、一定の価格帯の中で株主が売却価格を指定できるダッチ・オークション方式で行われます。加速型自社株買い（ASR）は同じことを銀行を通じて行う手法ですが、実務上は大型株の手段であり、マイクロキャップの規模では公開買付けが現実的な選択肢です。

余剰が継続的であれば、計画的な還元を約束します。自社株買いプログラムは、機動的に運用してこそ効果を発揮します。株価が本源的価値を下回っているときに多く買い、そうでないときは控える、あるいは買わない。適正な価格で買えば、消却される一株ごとに、残る株主一人ひとりの将来キャッシュフローに対する持分が高まります。定期配当は図の中で最も強いコミットメントです。市場は、配当開始を評価する以上に、減配を厳しく罰するからです。配当水準は好調な年ではなく、景気後退期にも維持できる水準に設定すべきです。

マイクロキャップ特有の注意点

このフレームワークは普遍的です。ただし、マイクロキャップの規模で適用する際には、大型株向けの教科書が触れない制約があります。

自社株買いは浮動株を減らします。一日の売買代金が5万ドル程度の銘柄は、会社が市場から株式を吸い上げても、投資しやすくはなりません。NASDAQの上場維持基準には、公開株式数、公開株式の時価総額、株主数の最低要件があり、積極的な自社株買いはその三つすべてを損ないかねません。また、SECのRule 10b-18は任意のセーフハーバーであり、原則として一日当たりの買付数量を直前4週間の一日平均売買高の25%以内とするなどの条件があります。ただし、所定の要件を満たす週1回のブロック買付けなどの例外があります。マイクロキャップの売買高では、意味のある規模の買付けに何か月もかかる場合があります。公開買付けは別の選択肢となります。Rule 10b5-1プランは取引の事前計画に役立ちますが、それ自体でRule 10b-18の条件が免除されるわけではありません。流動性への影響は、最初から判断に織り込むべきです。

分配可能額の所在を確認してください。日本の発行体の場合、配当と自社株買いは会社法上の分配可能額によって制限され、決議・承認の手続きは定款によって異なります。ケイマン諸島などの海外持株会社の場合、判定の基準となるのは、キャッシュを生み出す事業子会社ではなく、上場している親会社です。何かを公表する前に、そのキャッシュが法的に株主まで届くことを確認してください。

株式併合は資本配分の判断ではありません。変わるのは株式数であって、事業ではありません。Nasdaqは2025年の規則改正により、直前1年以内に株式併合を実施した企業が最低買呼値1ドルの上場維持基準に抵触した場合、是正期間を付与せず、上場廃止の決定通知を発出することとしました。単に一日の終値が1ドルを下回っただけで直ちに適用されるものではありません。株式併合を繰り返し使える処方箋として扱うことは、今や上場廃止リスクを伴います。株式併合で稼げるのは時間だけです。結果を変えるのは、ツリーの中の判断だけです。

希薄化を伴う資金調達、このツリーを逆回しにすることです。資金調達そのものが問題なのではありません。図の左側にいる企業はいずれも、それが必要になり得ます。問題は、得られるリターンの計画を示さないまま、ディスカウントでの調達を繰り返すことです。市場は、経営陣がそれを認めるずっと前に、そのパターンを株価に織り込みます。

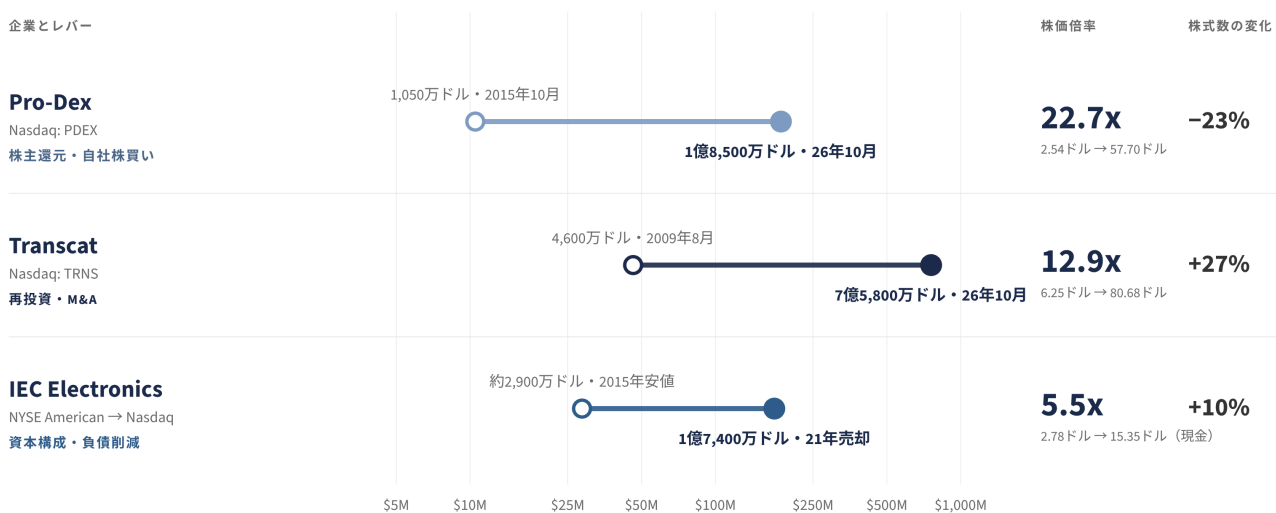
実際にはどう見えるか

このフレームワークに取締役会で同意するのは簡単です。重要なのは、流動性が薄く誰も注目していない時価総額の最下層でも、それが機能するかどうかです。時価総額5,000万ドル未満から出発した米国上場企業3社の事例は、機能することを示唆しています。3社はそれぞれ図の異なるレバーを引きました。そして、いずれも単純な成功物語ではありません。

SPIRIT ADVISORS | RESEARCH & INSIGHTS

時価総額5,000万ドル未満の3社、3つの異なるレバー

起点と直近（または売却時）の時価総額、百万米ドル、対数目盛



出所：各社SEC提出書類・リリース、公開株価データ（配当調整なし）。時価総額＝株式数×株価。IECの終点は2021年の買収価格。

SPIRIT ADVISORS

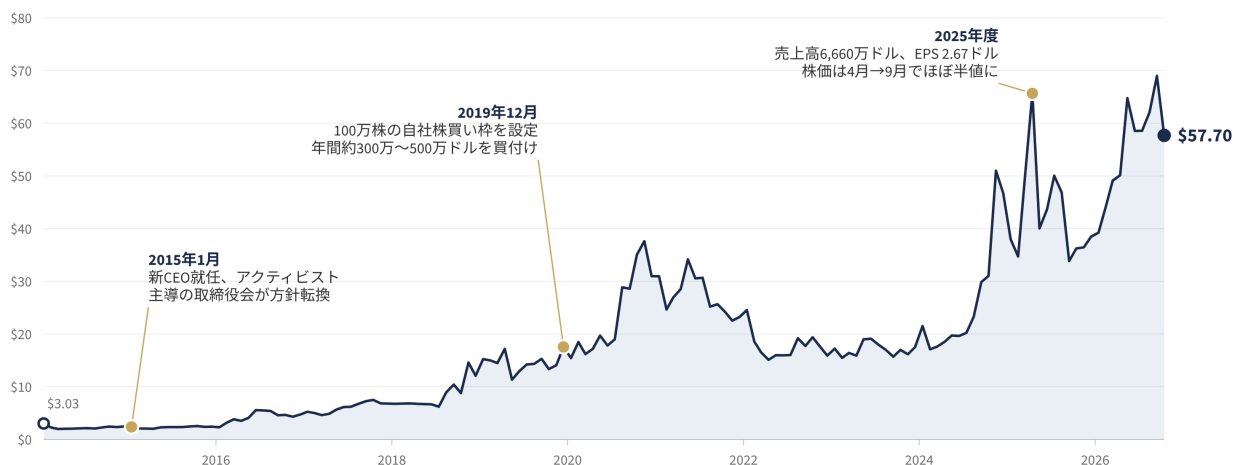
図2注：時価総額は異なる時点の株式数を用いた参考値です。株価倍率の比較期間は各社で異なり、配当は含みません。

Pro-Dex：自社株買いの「資格」を得るまで

2015年末、NASDAQ Capital Marketに上場するカリフォルニアの電動手術器具メーカーPro-Dexは、発行済株式数約410万株、株価約2.50ドル、時価総額約1,000万ドル、手元現金はわずか約100万ドルという状況でした。新CEOとアクティビスト主導の取締役会は、まず地味な仕事から着手しました。事業を立て直し、受託製造の基盤から売上を伸ばしたのです。事業が余剰キャッシュを生むようになると、取締役会はそれを着実な自社株買いに充てました。それまでの買付けに加え、2019年12月に100万株の自社株買い枠を設定し、以降もほとんどの年度で年間約300万～500万ドルを自社株買いに投じています。2026年初めまでに株式数は約23%減少して320万株となり、2025年度の売上高は6,660万ドル、希薄化後EPSは2.67ドルに達しました。2026年10月の株価は57.70ドルで、2015年の水準の約23倍、2026年1月27日時点の株式数を用いた参考時価総額は約1億8,500万ドルです。注意点もあります。上昇の多くは自社株買いそのものより利益成長によるものであり、同社は特定の大口顧客への依存度が高く、直近の買付けの一部は借入で賄われ、株価は2025年4月から9月にかけてほぼ半値になりました。それでも、その順序はまさに図のとおりです。まず事業、そしてキャッシュが真に余剰となってから自社株買い。

Pro-Dex：まず事業、それから株式数の削減

月末終値（米ドル）、2014年1月～2026年10月・発行済株式数 414万株（2015年）→ 321万株（2026年）、-23%



出所：Yahoo Finance 月末終値（配当調整なし）、Pro-Dex SEC提出書類（2015年DEF 14A、2024年度10-K、2025年12月期10-Q）、2025年度決算リリース。

SPIRIT ADVISORS

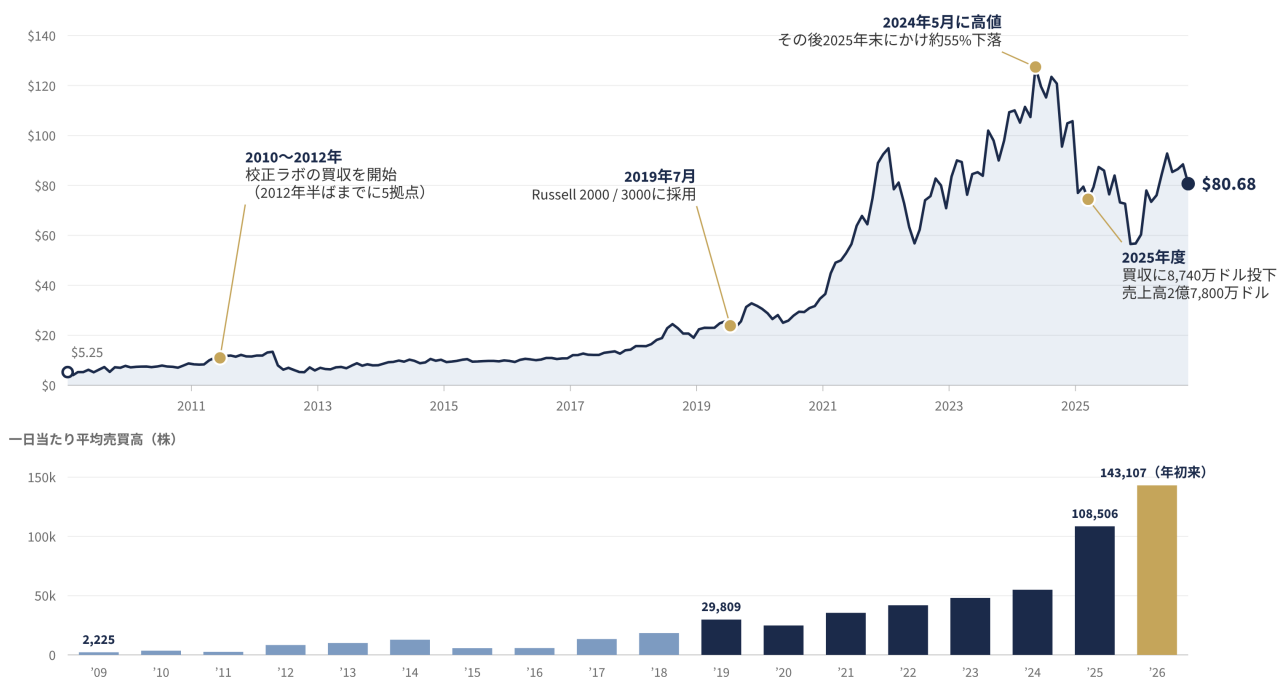
図3注：2026年10月の最終点は10月19日の終値で、確定した月末終値ではありません。株式数は2026年1月27日時点です。

Transcat：再投資、そして流動性

校正サービスと計測機器を手掛けるTranscatは、2009年8月時点で時価総額4,600万ドル、株価6.25ドル、一日の平均売買高はわずか833株の企業でした。同社の資本は図の左側、すなわち校正ラボの継続的な買収と、サービス事業のオーガニック成長に投じられました。売上高は2009年度の7,500万ドルから2025年度には2億7,800万ドルへ拡大しました。その過程で、同社は2019年7月にRussell 2000およびRussell 3000に採用され、現在ではアナリストのカバレッジがあり、株主の大半が機関投資家です。2026年10月19日の終値は80.68ドル、Excel記載の939万株を用いた参考時価総額は約7億5,800万ドルで、直近の一日当たり売買高はおおむね10万株前後です。これこそ、すべてのマイクロキャップが望む流動性の変化であり、それはファンダメンタルズに先行したのではなく、後からついてきました。Transcatは「対価」の論点も示しています。成長資金に株式を使ったことで株式数は約27%増えましたが、売上高と時価総額も大きく増加しました。ただし、株価の推移だけで、買収のリターンが発行株式の資本コストを上回ったとまでは判断できません。また、株価は2024年の高値を大きく下回っており、再評価が一直線には進まないことも示しています。

Transcat：流動性はファンダメンタルズの後からついてきた

上：月末終値（米ドル）、2009年～2026年10月 ・ 下：一日当たり平均売買高（株）



出所：Yahoo Finance（月末終値、日次データから算出した年間平均売買高。2026年は10月19日までの年初来）、Transcatファクトシート、2025年度決算、Russell採用リリース。

SPIRIT ADVISORS

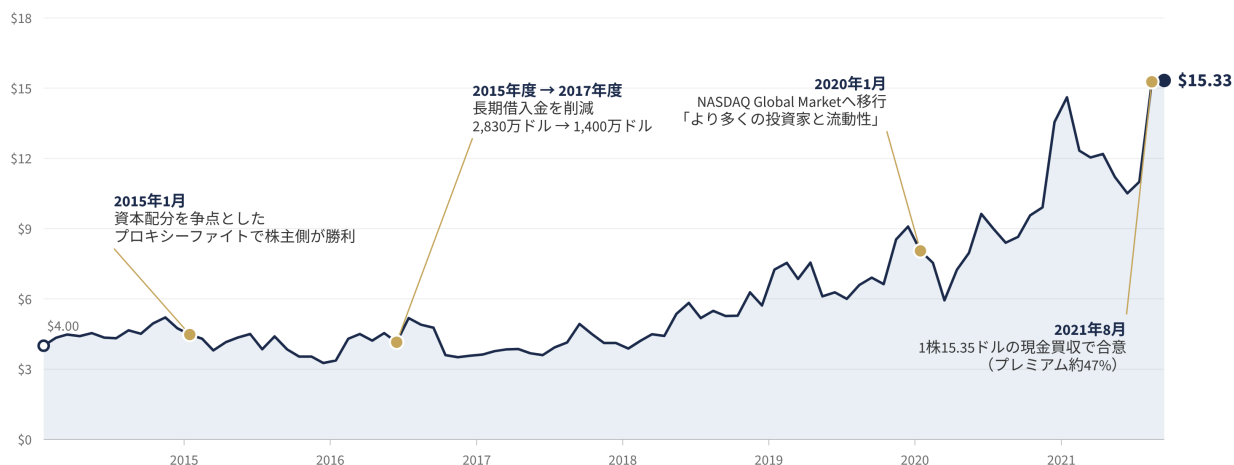
図4注：2026年10月の最終点は10月19日の終値、2026年の売買高は年初来です。本文の833株は3か月平均であり、図の2009年の年間平均2,225株とは集計期間が異なります。

IEC Electronics：立て直し、財務改善、上場市場の移行、売却

航空宇宙・防衛・医療向けの電子機器受託製造を手掛けるIEC Electronicsでは、2015年初め、資本配分の失敗を争点としたアクティビスト株主とのプロキシファイトで経営側が敗れました。新しい取締役会と経営陣は、図の中央が示すとおりのことを行いました。事業を立て直し、長期借入金を2015年度の2,830万ドルから2017年度には1,400万ドルまで削減したのです。2015年の安値時点で、市場は同社を約2,900万ドルと評価していました。財務基盤を立て直した後、IECは再投資に転じ、売上高を2017年度の9,650万ドルから2019年度の1億5,700万ドルへ伸ばし、2020年1月にはNYSE AmericanからNASDAQ Global Marketへ上場市場を移しました。移行の発表に際し、経営陣は、より多くの機関投資家の目に触れることと流動性の向上を狙いとして明言しています。2021年8月、Creation TechnologiesがIECを1株15.35ドルの現金で買収することで合意しました。株式価値は約1億7,400万ドル、買収価格は2015年の安値の約5.5倍でした。ただし、長期借入金は2019年度に2,890万ドルへ再び増加しています。2017年度までの削減にはセール・アンド・リースバックも関係しており、金融債務全体が一貫して減少した事例ではありません。

IEC Electronics：立て直し、負債削減、市場移行、売却

月末終値（米ドル）、2014年1月～2021年9月（2021年10月に買収完了）



出所：Digirin 月次株価、IEC 2017・2019年度10-K、GlobeNewswire（2019年12月）、Circuits Assembly（2021年8月）。2015年の日中安値は2.78ドル。

SPIRIT ADVISORS

図5注：長期借入金は一年内返済予定額とキャピタルリース債務を含みません。買収合意は2021年8月、完了は10月です。最終株価15.33ドルと買収対価15.35ドルは異なります。

日本でも同じことが起きている

同じ論理は東京でも市場を変えつつあります。東京証券取引所が2023年3月、上場企業に対して資本コストや株価を意識した経営の実現を要請して以来、PBR1倍割れの企業の取締役会は、同じ四つの問いに公の場で向き合うことを求められています。西川ゴム工業はその分かりやすい例です。同社は2025年2月、推計株主資本コストを約9%と開示し、PBR1倍以上、ROE9%以上を目標に掲げ、60%超の自己資本比率を株主還元を通じて55%程度まで引き下げる方針を示し、連結DOE（株主資本配当率）約8%の配当方針を採用しました。当期の年間配当予想は1株52円から204円へ引き上げられ、前期実績は44円でした（これらの配当額はいずれも株式分割前の基準です）。株価はストップ高となり、発表週のうちに2倍超に上昇し、その後も上昇を続けました。この発表によって、四つ目の問いに対する経営陣の方針が明確になりました。ただし、株価の反応だけで、配当方針と同時期のほかの発表や市場要因の影響を切り分けることはできません。

西川ゴム工業：株主還元方針を明確に示す

週次終値（円）・株式分割調整後（2025年4月1日 1株→2株）・2023年1月～2026年10月20日



出所：提供Excel Fig6_Nishikawa_Px (Yahoo Finance) 、2025年2月10日付PX開示、西川ゴム工業の株式分割開示。
 最終点は途中の値です。株価は分割調整後、上記の配当予想は分割前です。株価データの再取得は行っていません。

SPIRIT ADVISORS

図6注：株式分割の効力発生日は2025年4月1日です。株価は分割調整後、配当予想は分割前の基準です。最終点は2026年10月20日で、週途中の値です。

エンジンとトランスミッション

これらはいずれも、IRに取って代わるものではありません。変わるのは、IRの役割です。

ファンダメンタルズをエンジン、IRをトランスミッション（変速機）と考えてください。最終的に株価を支えるのは、事業が生み出すキャッシュフローだけです。資本配分は、そのキャッシュがどのように株主に届くかを決めます。IRは、それが起きたときに何人の投資家が見ているかを決めます。キャッシュフローの裏付けのない力強いストーリーは単なるプロモーションであり、市場はいずれそれを見抜きます。ストーリーのない力強いキャッシュフローは「まだ発見されていない企業」であり、その状態は長く続き得ます。

本源的価値を下回る自社株買いによる持分の増加は、市場がすぐに再評価するかどうかには左右されません。本源的価値を下回る価格で自社株買いを続ける企業を市場が再評価しなくても、残る株主一人ひとりの事業に対する持分は四半期ごとに増えていきます。持続可能な定期配当は、配当収入を重視する投資家の関心を引く可能性があります。ただし、配当そのものが新たな価値を生むわけではなく、株価の下限を保証するものでもありません。これこそ、マイクロキャップの規模でこうした仕組みが強力である理由です。市場が気づいていようがまいが、効果は積み上がっていきます。優れたIRは、その待ち時間を短くします。一貫したガイダンス、米国時間帯での決算説明会、日本語と同時の英文開示、原則としてForm 10-Qの提出義務がないNasdaq上場の外国民間発行体（FPI）による任意の四半期アップデート（年次報告、半期財務情報および該当するForm 6-Kの開示義務は別途あります）、小型株投資家が実際に投資先を探しているマイクロキャップ向けカンファレンスへの参加、そして、いずれはアナリストのカバレッジ。そのそれぞれが、ストーリーに関心を持つ投資家の数を増やし、価値が株価に表れるまでの速度を上げます。

肝心なのは順序です。ファンダメンタルズが一番、資本配分が二番、発信の増幅が三番。これを逆にし、実力で得る前に注目を買おうとする企業は、たいてい注目が薄れるとともに株価も下がっていくことになります。

確率を決めるのは企業自身

よく経営されたマイクロキャップが、どの四半期においても適正な価値で取引される保証はありません。しかし、十分に長い時間軸で見れば、確率を決めるのは市場ではありません。企業自身です。築き上げるキャッシュフロー、それを四つの問いに通す規律、そして適切な投資家に見てもらうための努力によって決まります。経営陣が株価を投票で引き上げることはできません。しかし、市場が株価を低く抑え続けることを、非常に難しくすることはできます。

Spirit Advisorsは、米国上場の前後を通じて、日本およびアジアの企業をご支援しております。上場準備やSEC登録から、上場後の資本政策、投資家コミュニケーションまでを手掛けております。「これまで築いてきた価値が、なぜ市場で十分に評価されないのか」とお考えでしたら、まずはこの意思決定ツリーからお話を始めさせていただければ幸いです。

図1は、Credit Suisse Investment Bank, Corporate Insights, “Capital Allocation: Paths to Value”（2021年）を基にSpirit Advisorsが再構成・作図したもので、各項目のコメントは当社によるものです。事例の数値は各社のSEC提出書類および開示資料に基づき、株価推移はYahoo FinanceおよびDigirinのデータ（配当調整なし、西川ゴム工業は株式分割調整後）によります。出所の詳細は添付の資料をご参照ください。過去の株価実績は将来の結果を示唆するものではありません。

Spirit Advisors LLCは、米国市場への上場を目指す日本およびアジアの企業に対し、クロスボーダーIPOアドバイザリーサービスを提供しています。
spiritadvisors.jp

本資料は情報提供のみを目的としたものであり、いかなる有価証券の売買の申込み、勧誘、推奨を構成するものではなく、法務、税務、投資に関する助言でもありません。言及した企業は公開情報に基づく事例であり、Spirit Advisorsの顧客ではありません。© 2026 Spirit Advisors LLC. All rights reserved.