

増資による 株価下落効果

川北英隆

京都大学大学院
経営管理研究部 教授

増

資情報に基づくインサイダー取引が日本の株式市場に大きな影響を落としている。このインサイダー取引は、内々の公募増資の情報に基づき、事前にその企業の株式を売却して不正な利益を得ようとしたものだった。売却の手法には、株式を借りて空売りするものや、保有していた株式をいち速く売るものなどがあつたようだ。

今回のインサイダー取引が明るみになつた発端は、二〇一〇年頃の大規模公募増資にある。当時、公募増資が公表される直前から、株価が下落したのだから、市場はもちろんのこと、監督官庁の注目を浴びた。

このインサイダー取引に対して、「何故、公募増資の情報が株式売却に直結するのか」との疑問がわいてくる。「買い」と判断する投資家がいてもいいはずではないのか。この疑問について、少し考えてみたい。

単純かつ強引な株価の売り崩しであれば、すぐに株価は回復するはずだ。しかし、今回のインサイダー取引の標的となつた企業の株価は下がつたままのものが多く、回復した企業でも、かなり長い期間、株価の上値が抑えられていた。この事実から、公募増資に対する投資家の一般的評価が垣間見られる。公募増資は、やはり売り材料なのである。

では、何故、株式の売りなのか。一つの理由は、情報の非対称性を想定した投資家の判断である。結論を先に述べれば、公募増資は株価が高値圏にあるとのシグナルになる。これは、企業金融における定説でもある。以下、少しだけ説明しておくたい。

経営者は自社に関して豊富な情報を持つている。その経営者が新株を発行し、資金調達することは何を示唆するのか。新株での資金調達コストが安い、すなわち「今が、業績の実態と比較して高値圏で株式を発行できるチャンスだ」と、経営的に判断した可能性が十分にある。そうであるのなら、投資家も高値圏に



マーケット・アイ

M A R K E T E Y E

図1 ● 投下資本100当たりの株価

企業	A	B	C
ROIC (%)	3.0	10.0	5.0
WACC (%)	5.0	5.0	5.0
内部成長率 (%)	0.0	0.0	0.0
企業価値	60.0	200.0	100.0

注1：税引後の利益のすべてを配当するとして計算した。
注2：資本構成を株主資本だけと仮定したため、企業価値＝株価である。

図2 ● 投下資本100当たりの株価

企業	A	B	C
ROIC (%)	3.0	10.0	5.0
WACC (%)	5.0	5.0	5.0
内部成長率 (%)	1.2	4.0	2.0
企業価値	47.4	600.0	100.0

注1：税引後の利益の40%を内部留保し、新規投資に充当するとして計算した。
注2：事業資産の利益率は成長によって変化しないと仮定した。
注3：図1と同様、資本構成を株主資本だけと仮定したため、企業価値＝株価である。

ある株式を売却しなければならない。もう一つは、株式による資金調達コストが社債や借入による資金調達コストよりも高いことを前提とした推論である。この前提の上に、日本の特殊性として、「事業に投下した資産の効率性が悪い」との事実が加われば、「公募増資は売り」となる。

本誌第三八号のこのコラムに書いたように、平均的な日本企業が事業活動によつて得ている利益の率は、資本コストを下回っている。これが投資家に失望をもたらし、株価を低迷させる。この時、平均並みもしくはそれ以下の業績の企業が、株式という高コストの資金を新たに調達すれば、ますます投資家の失望を高め、株価を二層下げかねない。

図1が示すのは、事業活動の利益率（ROIC）すなわち税引後事業総資産営業利益率）が資本コスト（WACC）すなわち有利子負債と株式の加重平均資本コスト）を下回る企業Aの株価が、理論的に、PBR（株価純資産倍率）1倍を割ることである。さらに、図2が示すのは、この企業Aが新たに株主資本で資金調達すれば、PBR1倍割れの度合を高めることである。企業Aの場合、内部留保であれ公募増資であれ、株主資本で資金調達し、事業展開するのは株価にマイナスとなる。

事業の利益率を勘案し、さらに投資家の行動を推察しながら最適な資金調達手段を計画する、これがまさにCFOの役割である。