

BVCJ Report Vol.31

2009年12月24日

東京市場の投資家は株価評価に公募増資の影響をどう織り込んだのか

一希薄化懸念と増益期待の着地状況一

2009年8月26日、TOPIXは年初来高値975.59を示現したが、その後は下落傾向を続け、11月27日には811.01の安値を示現した(図表1)。

図表1 2009年8月1日～12月21日までのTOPIXの推移(日足・終値)



(出所:Bloomberg に基づきビバルコ・ジャパン作成)

こうした9月から11月にかけての株価の下落の要因として、政策や円高、デフレなどのマクロ経済要因と並んで取り沙汰されているのが、増資による希薄化懸念である。リーマンショック後の需要の急激な落ち込みは、収益環境の悪化を通じて国内企業の資本を毀損し、財務体質回復のため資本調達需要が増えるという懸念

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) BVCJ All Rights Reserved.

と、実際に大型の資本調達が行われている事実が、投資家の株価評価を押し下げているという論調が報道等で散見される。そこで、今回のレポートでは、実際の希薄化の影響を東京市場の投資家がどのように株価評価に織り込んだのかを検証したい。

1. 実際の株価下落率は希薄化による理論上の株価下落率を超えることも多い

時価純資産法など、純資産に着目した株価評価の場合、時価発行増資であれば一株あたりの株式価値は増資の前後で変化しない。しかし、PER・EV/EBITDA 倍率等を用いたマルチプル法や DCF 法など、収益やキャッシュ・フローに着目した株価評価を行う場合、時価発行増資であったとしても、株式数の増加に見合うだけの将来収益・将来キャッシュ・フローの増加がなければ一株あたりの株式価値は低下することになる。この場合、理論的には、増資による株価の下落率は、増資の前後で発行体企業の株主価値が変わらないとすると、下記の算式の通りとなる。

$$\text{株価下落率} = \frac{1}{(\text{増加株式数} \div \text{増資前の発行済み株式総数}) + 1} - 1$$

なお、この算式の根拠は下記の通りである。

発行体企業の株主価値 = V	株価下落率 = $\frac{V}{A+B} \div \frac{V}{B} - 1$
増資前発行済み株式総数 = B	
増加株式数 = A	
増資前株価 = $\frac{V}{B}$	= $\frac{V}{A+B} \times \frac{B}{V} - 1$
増資後株価 = $\frac{V}{A+B}$	= $\frac{B}{A+B} - 1$
	= $\frac{1}{(A+B) \div B} - 1$
	= $\frac{1}{A \div B + 1} - 1$

これに対して、実際に増資を行った企業の株価の下落は、次頁の図表 2 の通りであった。

12月10日現在、東証1部上場企業が9月1日以降に発表した公募発行増資は22件あり、平均の希薄化率は23%、理論上の株価下落率は18%である。これに対して実際の株価下落率(増資発表日の翌営業日から30営業日(増資発表後の期間が30営業日に満たない場合は発表日の翌営業日から12月21日までの期間)の終値の平均を増資発表の前営業日の終値で除して1を引いて算定)は銘柄ごとに差が大きく、日機装(6376)のように理論上の下落率の3.64倍の下落を示すものから、マツダ(7261)のように逆行して値上がりしているものもある。それを踏まえたうえで全体の平均をとると、実際の株価下落率は理論上の株価下落率の0.66倍、逆行して値上がりした4銘柄(昭和電工(4004)、マツダ(7261)、ケネディクス(4321)、T&Dホールディ

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ピバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

ングス(8795)を除くと1.15倍となっている。値下りとなった18銘柄のうち7銘柄は理論上の株価下落率以上に下落している。

図表2 09年9月以降の東証1部上場企業の公募発行増資とその後の株価推移

公表日	コード	会社名	新規発行 株式数 (A) (千株)	発行済 株式総数 (B) (千株)	希薄化率 (C=A/B) (%)	理論上の 株価下落率 (D=1/(1+C)-1) (%)	公表日株価 (E) (終値)	公表後 30営業日の 平均株価 (F) (終値)	実際の 株価下落率 (G=F/E-1) (%)	実際/理論 下落率の比 (G/D) (倍)
09/9/1	6665	エルピーダメモリ	48,000	141,601	34%	-25%	1,537	1,222	-20%	0.81
09/9/24	8604	野村HD	695,700	2,800,841	25%	-20%	682	596	-13%	0.64
09/9/29	4004	昭和電工	200,000	1,248,237	16%	-14%	175	178	2%	-0.14
09/9/30	9619	イデオンHD	2,000	22,864	9%	-8%	424	358	-16%	1.93
09/10/1	8342	青森銀行	30,000	176,622	17%	-15%	363	278	-23%	1.62
09/10/5	7261	マツダ	303,198	1,418,509	21%	-18%	185	216	17%	-0.94
09/10/8	8346	東邦銀行	30,000	221,000	14%	-12%	367	325	-11%	0.96
09/10/9	4321	ケネディクス	430	637	68%	-40%	35,900	38,039	6%	-0.15
09/10/20	3607	クラウドディア	420	4,845	9%	-8%	1,500	1,276	-15%	1.87
09/11/6	6701	NEC	500,000	2,029,733	25%	-20%	273	228	-17%	0.84
09/11/9	7238	曙ブレーキ	25,000	110,992	23%	-18%	690	515	-25%	1.38
09/11/10	6376	日機装	5,500	72,612	8%	-7%	648	481	-26%	3.65
09/11/12	9101	日本郵船	400,000	1,230,188	33%	-25%	314	277	-12%	0.48
09/11/13	4183	三井化学	200,000	792,020	25%	-20%	280	225	-20%	0.98
09/11/16	3107	ダイワボウ	35,000	144,167	24%	-20%	273	197	-28%	1.42
09/11/16	6501	日立	1,000,000	3,368,126	30%	-23%	269	245	-9%	0.40
09/11/17	8804	東京建物	100,000	318,059	31%	-24%	387	314	-19%	0.79
09/11/20	6141	森精機	19,200	96,475	20%	-17%	893	814	-9%	0.53
09/11/27	8993	宮崎銀行	26,000	146,700	18%	-15%	385	283	-26%	1.76
09/11/27	8795	T&D HD	58,100	273,930	21%	-17%	1,983	1,989	0%	-0.02
09/11/30	8306	三菱UFJ FG	2,174,000	11,648,415	19%	-16%	482	476	-1%	0.08
09/11/30	1518	三井松島産業	30,000	105,179	29%	-22%	157	140	-11%	0.49
		平均			23%	-19%			-13%	0.66

出所: Bloombergに基づきビバルコ・ジャパン作成

注: 増資公表後1ヶ月を経っていない銘柄については、公表後09年12月21日までの平均株価によっている。

それでは、こうした乖離は何に起因するのか、その要因について分析を試みたい。

2. 株式評価モデルから乖離要因を考える

株式価値の評価方法には多数のアプローチが存在するが、機関投資家を中心とする株式市場での株価形成においては、DCF法、マルチプル法、配当割引モデル等の評価技法の影響力が強い模様である。これらの評価技法の共通点として、①投資家が入手した情報に基づいて発行体企業の業績予想(採用する評価方法により、将来キャッシュ・フロー、純利益やEBITDAなどの会計上の利益指標又は将来配当を予想)を行い、②当該業績予想に基づいてDCF法やPER・EV/EBITDAなどの指標によるマルチプル法等を適用して投資家の求めるリスクプレミアムを反映した株主価値を算定し、③株主価値を発行済み株式数で除して適正株価を算定する、というステップを経ることがあげられる。

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

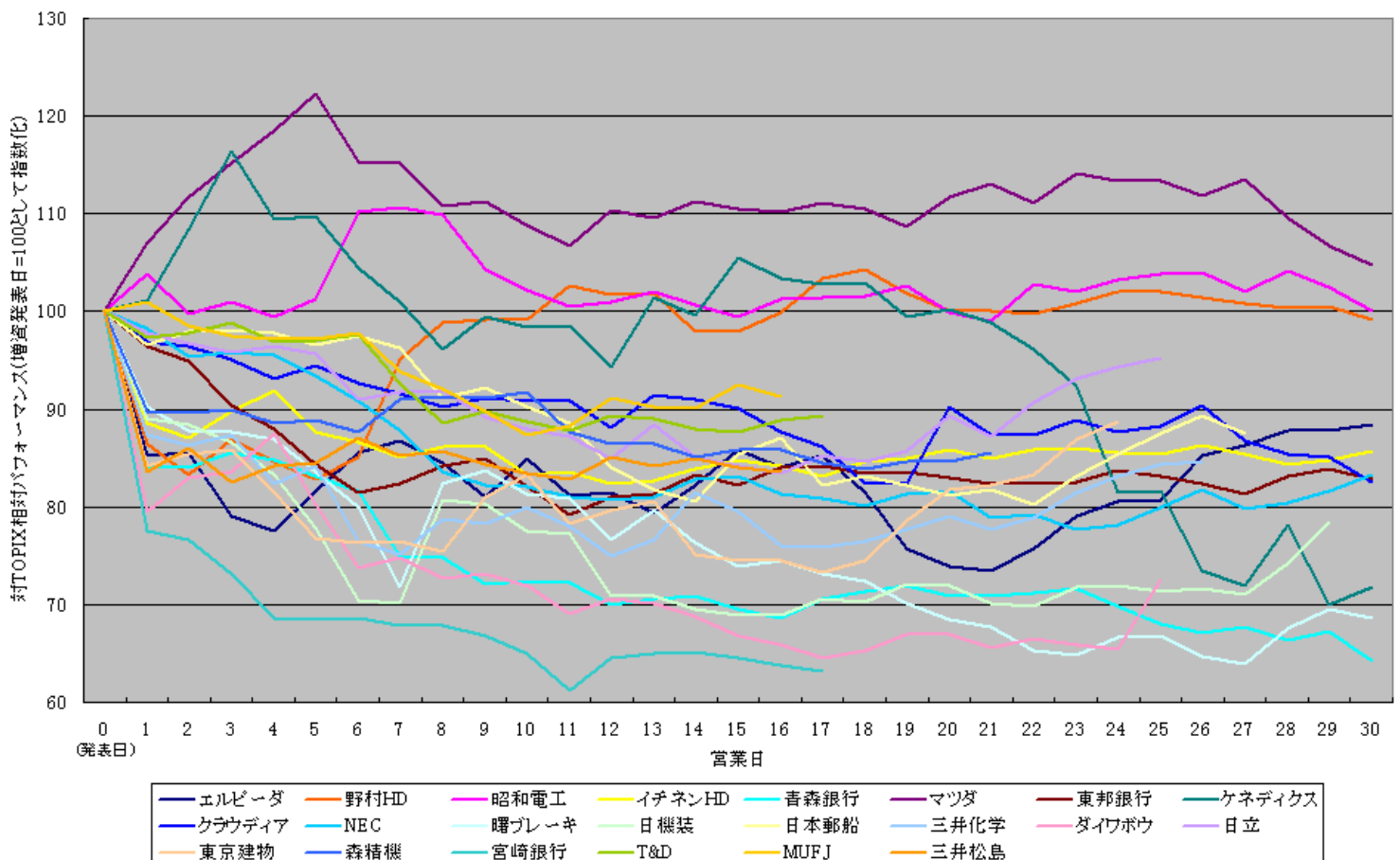
※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) BVOCJ All Rights Reserved.

したがって、上記のアプローチに基づく場合、①投資家による発行体企業の業績予想②投資家が求めるリスクプレミアム③発行済み株式総数の3つの要因によって株価が決定されることとなる。

このとき、前述の理論上の株価下落率は③の要因にのみフォーカスしていることから、前セクションで見た各銘柄の下落状況の差は①及び②の要因と考えられる。そこでまず、②の要因、すなわち投資家が求めるリスクプレミアムの変動の影響について概観するため、各銘柄の参照期間における対 TOPIX 相対パフォーマンスを参照する(図表 3)。

図表3 各銘柄の増資発表後 30 営業日の対 TOPIX 相対パフォーマンスの推移



(注:増資発表後 30 営業日を経過しない銘柄については、増資発表後 12 月 21 日までの期間を表示)

出所:Bloomberg に基づきビバルコ・ジャパン作成

CAPM モデルを前提とすると、個別銘柄の利回りはマーケット・リスク・プレミアムに β 値を乗じたものである。このとき、TOPIX の変動をマーケットリスクプレミアムの変動、各銘柄の β 値の変動を各銘柄に固有の要因(アンシステムティック・リスク)のとすれば、各銘柄の対 TOPIX 相対パフォーマンス(基準日の個別銘柄の株価及び TOPIX の値をそれぞれ 100 として指数化し、個別銘柄の変動を TOPIX の変動で除して 100 を乗じた値)

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

が 100 に近いほど、株価変動におけるマーケット・リスク・プレミアムの変動の影響が強く、100 から乖離するほど、投資家の業績予想の修正等、銘柄に固有の要因が強いと考えられる。

図表 3 を見ると、公募増資銘柄で対 TOPIX 相対パフォーマンスが 100 に近い水準で推移しているのは野村HD(8604)、昭和電工(4004)の 2 銘柄くらいで、それ以外の銘柄は個別要因の影響が大きいということがいえるだろう。

3. 投資家の業績予想の上方修正をどれだけ引き出すことができるかが決め手

以上で見たとおり、大多数の増資銘柄ではマーケット・リスク・プレミアムの変動よりも各銘柄に固有の要因のほうが強いと考えられる。このとき、今まで述べてきたような市場で影響力の強い株価評価モデルを前提に考えると、そうした固有要因は最終的には投資家の業績予想に織り込まれることになる。

であるとすれば、投資家が希薄化率を超える業績予想の上方修正を行えば、株価は最終的に上昇することになる。

結局のところ、平凡な結論ではあるが、増資による株価下落のインパクトを弱めるためには、調達した資本をどう運用し、どれだけの利益の成長(あるいは回復)を見込むことができるか、希薄率に対して妥当な効果を得ることが見込めるかについて明確にアナウンスし、どれだけ投資家の合理的な増益期待を高め、業績予想の上方修正を引き出すことができるかが決め手であると言えるだろう。

以上

(文責 公認会計士/日本証券アナリスト協会検定会員 安室 保宏)

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) BVCJ All Rights Reserved.