

経営学会学生論文

公募増資発表後の株価動向と 企業のファンダメンタルズの関係

2016年12月18日



大阪市立大学商学部

宮川研究室

衣笠有紀 小松愛実

西尾美幸 柳田恵里

吉村綾香

論文要旨

本研究のきっかけは、2012年に発覚した「増資インサイダー事件」である。この事件の前提となった「公募増資発表をすると企業の株価は下落する」ということは一般によく知られているが、明確な理論が証明されているわけではない。このことから我々は、増資発表後の株価下落を理論的に示すこと、また、下落後の株価変動が各企業によって異なる要因を解明することを本研究の目的とした。そして、「公募増資発表以前のファンダメンタルズの良い企業は、増資発表後株価が下落したとしても回復しやすい」という仮説を立て、重回帰分析を用いて検証した。

本研究から、公募増資発表後の株価変動は短期と長期で差異があり、短期的な変動は投資家が1株当たり利益の希薄化を懸念したものであるが、長期的な変動は発表前の企業のファンダメンタルズが要因であることが明らかとなった。

目 次

1. はじめに
2. 公募増資発表後の短期的な株価変動
 - 2.1 分析対象の選出と使用したデータ
 - 2.2 公募増資発表前後における株価変動の概観
 - 2.3 公募増資発表前後における株価変動の統計的検証
 - 2.4 公募増資発表後の株価下落の要因
3. 仮説
 - 3.1 公募増資発表後の長期的な株価変動
 - 3.2 仮説構築
4. 検証方法
 - 4.1 定式化
 - 4.2 SPC_i の算出
 - 4.3 分析結果の予測
5. 分析結果
 - 5.1 基本統計量と相関関係
 - 5.2 回帰モデルの検定
6. おわりに
 - 6.1 本研究の結論
 - 6.2 本研究における課題
7. 参考文献

1 はじめに

公募増資とは、企業が株式を発行し、それを不特定多数の投資家に購入してもらうことで資金調達を行う方法であり、多くの企業で用いられている。資金使途は企業によって様々であるが、大きく2つに分類できる。設備投資や企業買収などの成長投資と、社債や借入金などの負債の返済である。また公募増資のメリットとしては、不特定多数の投資家へ広く募集を行うため株主数や株式の流通量が増加することなどがあげられる。

本研究のきっかけは、2012年に発覚した「増資インサイダー事件」である。この事件の内容は、旧中央三井アセット信託銀行(現三井住友信託銀行)が野村証券から公募増資情報を増資発表前に入手し、みずほファイナンシャルグループ株を売却したというものであった。このように、増資インサイダー事件とは公募増資発表前に情報を入手し、株価が下がる前に先回りして株式を売却することで利益を得るというものである。

この事件の前提となった「公募増資発表をすると企業の株価は下落する」ということは一般によく知られている事実であるが、明確な理論が証明されているわけではない。このことから我々は、なぜ増資発表をすると株価が下落するのか、また、下落後の株価変動が各企業で異なる要因は何であるのかを本研究の目的とした。そこで、公募増資発表後の株価の変動とその要因を短期と長期に分けて検証した。

本研究から公募増資発表後の株価の変化は短期と長期で差異があり、その変動要因もそれぞれ異なっているということがわかった。短期的な変動は投資家が1株当たり利益の希薄化を懸念したものであるが、長期的な変動は発表前の企業のファンダメンタルズが要因であるということを明らかにした。

本研究の流れは以下の通りである。まず2章では、公募増資発表後の株価の下落をデータとイベントスタディを用いて検証し、それに対する理論を提示する。そして3章で、前章において理論上説明しきれなかった長期の株価変動に対する仮説を提示する。4章では、仮説をもとにしたモデル式を構築する。5章では、重回帰分析を用いて仮説に対する検証結果を提示する。最後に6章で、本研究の結論と今後の課題を述べる。なお7章には参考文献を記載している。

2 公募増資発表後の短期的な株価変動

2.1 分析対象の選出と使用したデータ

公募増資を行った企業の株価は、増資発表後実際に下落しているのか検証を行う。まず、分析を行う対象を確定する。対象は、2013年1月～2015年12月の3年間に公募増資を行うことを発表し、その時点で東証1部に上場していた金融機関を除く企業である。ただし、『日経テレコン』(日本経済社)に掲載されている各企業に関する新聞記事や、ホームページ

にある IR ニュースを 1 社 1 社確認し、増資発表と同時に第三者割当増資や配当修正、業績修正、優先株式の取得を発表しているなど公募増資以外の要因による株価の変動が考えられる企業は分析の対象外とした。その結果、分析対象は 69 社に絞られた。また、分析に必要なとされる財務データは、『NEEDS Financial QUEST』（日本経済社）から収集した。

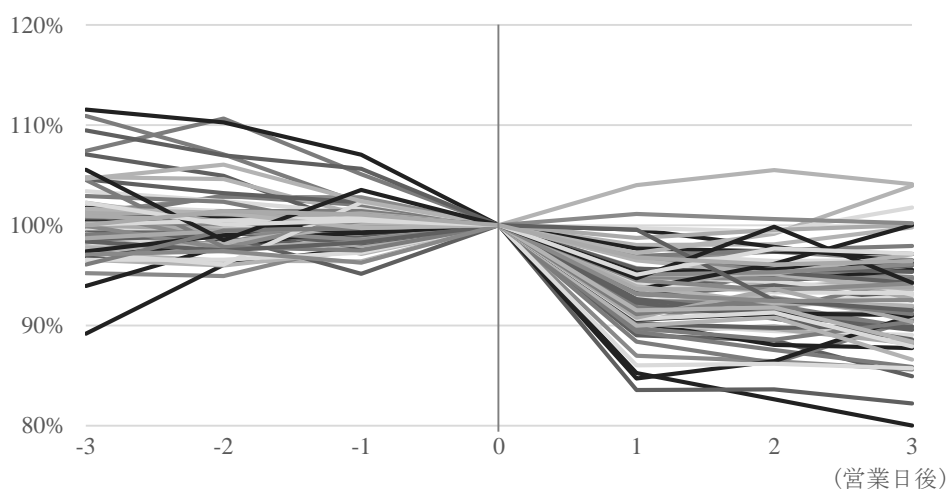
2.2 公募増資発表前後における株価変動の概観

公募増資を発表した企業の株価が、発表日前後にどのような動きをするのか概観する。各企業の増資発表日の終値を 100% として、対象企業の発表日と前後 3 営業日の終値を指数化する。ただし、公募増資の発表を取引時間内に行った企業は、発表日の前営業日の終値を基準とする。算出式は以下の通りである。

$$\text{算出式：} \frac{\text{各企業の各営業日の終値}}{\text{各企業の公募増資発表日の終値}}$$

この式によって算出された値をグラフで表したものが、図 1 である。

図 1 増資発表前後 3 営業日の株価変動



注) 対象企業は 2013 年 1 月～2015 年 12 月の 3 年間に公募増資を行うことを発表し、その時点で東証 1 部に上場していた金融機関を除く企業 69 社である。ただし、発表と同時に第三者割当増資や配当修正、業績修正、優先株式を発表している企業を除く。対象各企業の発表日と前後 3 営業日の終値を、発表日の終値を 100% として指数化したものを、増資発表日を 0 営業日後として折れ線グラフに示している。

出所) NEEDS Financial QUEST より筆者作成。

このグラフから、大半の企業の株価は公募増資発表後、明らかに下落していることが読み取れる。

2.3 公募増資発表前後における株価変動の統計的検証

イベントスタディという方法を用いて、市場の影響を排除した公募増資発表日前後の企業の株価変動が公募増資発表の影響を受けているということを実証的に検証する。まず、イベントスタディにおいて基準となるイベントデーを公募増資発表日とする。また、イベントウィンドウはイベントデーの 5 営業日前から 10 営業日後の 16 日間、推定ウィンドウはイベントウィンドウ以前の 240 営業日間と設定する。

次に、市場の影響を排除した株価変動を表す異常リターンを算出するため、各企業のマーケットモデル式を推定する。ここでは市場全体の株価を表す指標として、日経平均株価を使用した。推定ウィンドウ内において、各対象企業の分割調整済終値と日経平均株価の日次終値を用いて回帰分析を行い、以下の式における α_i の推計値 $\hat{\alpha}_i$ と、 β_i の推計値 $\hat{\beta}_i$ を算出した。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{ただし、} R_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad R_{mt} = \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}}$$

$P_{i,t}$: t 時点での企業 i の調整済終値 $P_{m,t}$: t 時点での日経平均株価の終値

推定した $\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$ を用いて、t 時点における各企業の異常リターン AR_{it} と、t 時点での分析対象の平均異常リターンである AAR_t を以下の式で算出した。n は対象企業数、つまり 69 社を表す。

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$$
$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

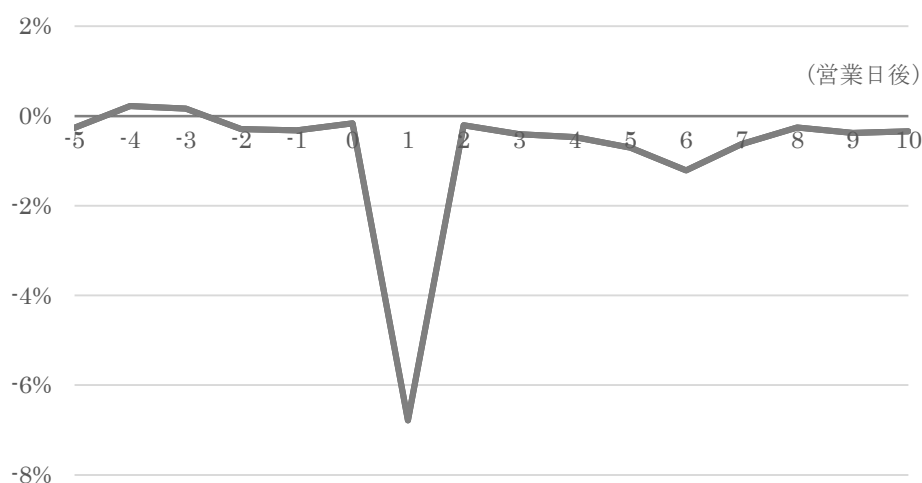
このモデルに基づいて「平均異常リターンは 0 である」という帰無仮説を設定し、片側検定による統計的な有意性を確認する。平均異常リターンが 0 であるとは、公募増資発表は株価への影響を与えないことを示している。平均異常リターン AAR_t は、以下の標準化検定統計量が標準正規分布に従うことから検定を行った。L は推定ウィンドウの長さ、つまり 240 営業日を表す。

$$\frac{AAR_t}{\sigma_t} \sim N(0,1)$$

$$\text{ただし、} \sigma_t = \left(\frac{1}{n^2} \sum_{i=1}^n \sigma_i^2 \right)^{\frac{1}{2}} \quad \sigma_i^2 = \frac{1}{L-2} \sum_{l=2}^{-6} (R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt})^2$$

以上によって求められた平均異常リターン AAR_t の推移を図 2 に示す。また、 AAR_t の値と検定結果を表 1 に示す。

図2 平均異常リターン AAR_t の推移



注) 対象企業は2013年1月～2015年12月の3年間に公募増資を行うことを発表し、その時点で東証1部に上場していた金融機関を除く企業69社である。ただし、発表と同時に第三者割当増資や配当修正、業績修正、優先株式を発表している企業を除く。各企業の増資発表5営業日前から10営業日後までの各時点での異常リターンである AR_{it} を平均した AAR_t を、発表日を0営業日後として、折れ線グラフに示している。
出所) NEEDS Financial QUEST より筆者作成。

表1 平均異常リターン AAR_t の値と検定結果

| 営業日後 | -5 | -4 | -3 | -2 | -1 | 0 | 1 | 2 |
|---------|--------|--------|----------|----------|---------|--------|----------|--------|
| AAR_t | -0.26% | 0.22% | 0.17% | -0.29% | -0.32% | -0.16% | -6.78%** | -0.21% |
| 営業日後 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| AAR_t | -0.40% | -0.47% | -0.70%** | -1.21%** | -0.63%* | -0.25% | -0.38% | -0.34% |

注) アスタリスクは、**が片側検定1%水準、*が片側検定5%水準で有意であることを意味している。
出所) NEEDS Financial QUEST より筆者作成。

これらの図表より、公募増資を発表した企業の株価は、公募増資発表日の翌営業日に平均で-6.78%と大きな下落を見せ、また10営業日まで株価が下落し続けることが分かった。特に、翌営業日の株価は、1%水準で有意に下落していることが検証された。以上より、公募増資を発表した企業の株価は発表直後に下落するということが明らかとなった。

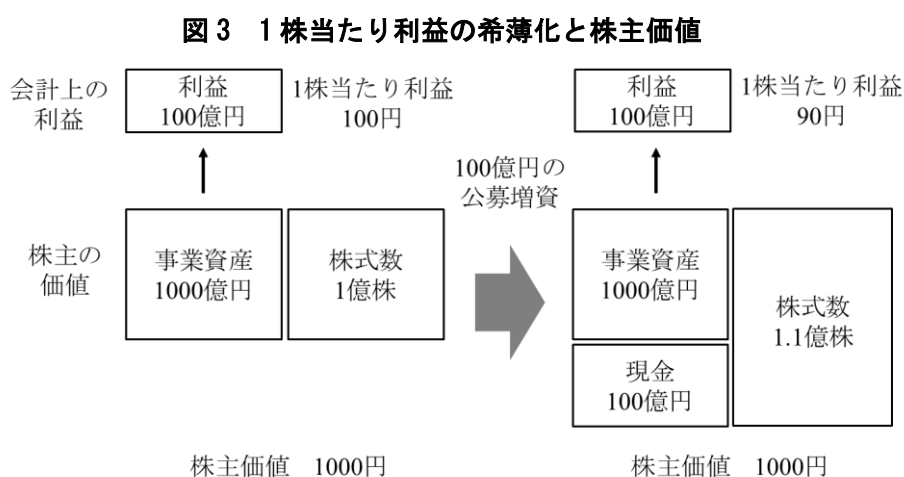
2.4 公募増資発表後の株価下落の要因

2.3より、公募増資を発表すると株価は下落することがわかった。これは、1株当たり利益の希薄化懸念を材料とし、投資家が株式を売却するためであると考えられる。1株当たり利益の希薄化とは、増資による株式発行で企業の発行済株式数が増加するにもかかわらず、全体の利益は変わらないため1株当たりの利益が相対的に薄まることを指す。

しかし、「その企業の資本コストに見合ったキャッシュを生む可能性がある事業のための

資金調達であれば、株価が下がることはありえない。」(宮川,2016)とあるように、1株当たり利益の希薄化によって株価が下がることは理論的には説明できない。

ここで、1株当たり利益の希薄化によって株価が下落することはないということを、宮川(2016)にならい、図3を用いて説明する。まず、事業資産1000億円、株式数1億株を保有する企業が存在すると仮定する。また、この企業は100億円の利益を生んでいるとする。この時、1株当たり利益は会計上の利益100億円を株式数1億株で除するので100円となる。また、株主価値は事業資産1000億円を株式数1億株で除するので1000円となる。次に、この企業が公募増資により100億円の資金調達を行ったとする。株式数は1.1億株に増加するが会計上の利益は100億円のままであるから、増資後の1株当たり利益は90円と希薄化する。一方で、100億円を調達しているため1100億円を1.1億株で除することとなり、株主価値は1000円のままである。このように、増資前後で株主価値というものは変わらないはずである。すなわち、1株当たり利益の希薄化で株価が下落することは理論上成立しない。



出所) 宮川(2016)より筆者作成。

しかし、現実において公募増資発表後に株価は下落している。前述のように、希薄化が原因で株価が下がることは理論上成立しないが、1株当たり利益の希薄化が投資家にとって懸念材料となり増資発表後の株価は下落すると考えられる。

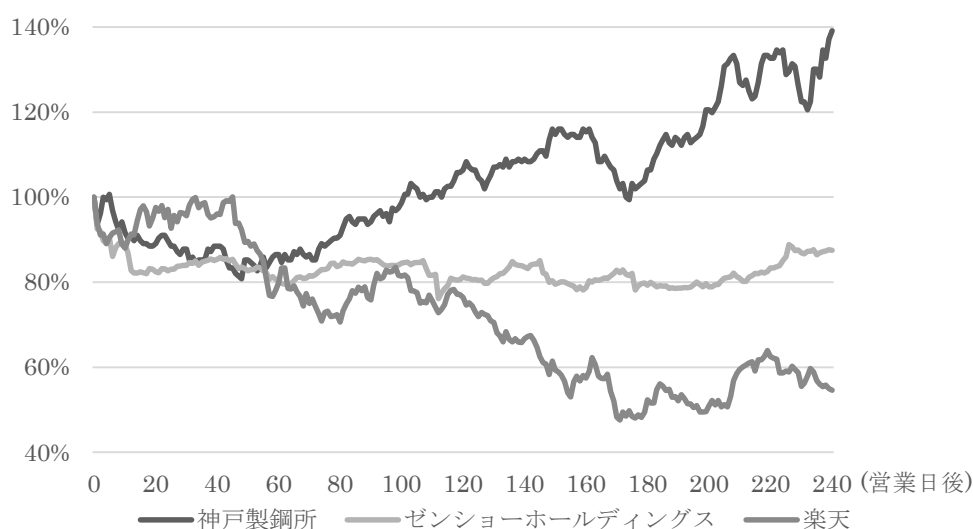
3 仮説

3.1 公募増資発表後の長期的な株価変動

2.4で示したように、理論上増資によって株価は下がらないが、短期的には増資発表直後の株価は下落している。しかし、長期的にみると株価変動は様々である。2.2と同様に

対象企業の公募増資発表日の終値を 100%とし、約 1 年後を示す 240 営業日後までの終値を指数化した。すると図 4 のように、株価が回復する企業もあればそうでない企業もあることがわかる。

図 4 3 社の長期的な株価変動



注) 対象企業は 2013 年 1 月～2015 年 12 月の 3 年間に公募増資を行うことを発表し、その時点で東証 1 部に上場していた金融機関を除く企業 69 社の内の 3 社である。対象各企業の発表日から 240 営業日後までの分割調整済終値を、発表日の分割調整済終値を 100%として指数化したものを、増資発表日を 0 営業日後として折れ線グラフに示している。

出所) NEEDS Financial QUEST より筆者作成。

では、なぜ株価下落後の企業の株価変動に異なった傾向が生じるのか、またその変動要因は何かということに対して仮説を構築する。

3.2 仮説構築

2.4 で示したように、増資発表直後株価が短期的に下落するのは、投資家による 1 株当たり利益の希薄化懸念が一因となっている。しかし、下落後の長期的な株価変動は企業によって異なっている。宮川(2016)よれば、公募増資によって調達した資金を活用し、企業が資本コストに見合ったキャッシュを生むと株主が評価すれば、株価は下がらないはずである。そこで長期的な株価変動においては、希薄化懸念は影響していないのではないかと推測した。投資家は、企業のファンダメンタルズを株式売買の判断材料としているはずである。ここから、長期的な株価の変動の違いは増資前の企業のファンダメンタルズにあると考えた。

よって我々は、「公募増資発表以前のファンダメンタルズの良い企業は、増資発表後株価が下落したとしても回復しやすい」という仮説を立てる。企業のファンダメンタルズとは、調達した資金を使って資本コストを上回る事業を行うことができる企業かどうかを判断する基礎的な条件を指す。この条件を表すためには、指標となるものが必要である。そこで本

研究では、その指標を以下とする。

企業が事業でどれほど収益を生むかを判断する指標として営業利益率を用いる。また、効率よく資本を活用し、売上をあげているかを判断する指標として総資本回転率を用いる。そして、企業が行う事業の市場規模がどれほど拡大しているかを判断する指標として売上高成長率を用いる。

4 検証方法

4.1 定式化

「公募増資発表以前のファンダメンタルズの良い企業は、増資発表後株価が下落したとその後回復しやすい」という仮説を証明する。2.1 で選出した 69 社について、3.2 で示した企業のファンダメンタルズを表す指標である営業利益率、総資本回転率、売上高成長率を使用し、以下の回帰式を用いて検証を行う。

$$SPC_i = \alpha_i + \beta_1 OIR_i + \beta_2 TOV_i + \beta_3 SLG_i + \beta_4 DIL_i + \beta_5 MV_i + \varepsilon_i$$

この回帰式における各変数の具体的な定義は以下の通りである。株価変化率 (SPC_i) とは各企業独自の影響による 240 営業日後の株価の変化率を指しており、これを被説明変数として用いる。

営業利益率 (OIR_i) は、各企業の公募増資発表直前の決算期における営業利益を売上高で除したものである。また、総資本回転率 (TOV_i) は、同時期の売上高を総資産で除したものである。なお、総資産は前年との期中平均を用いて算出した数値を使用している。売上高成長率 (SLG_i) は、各企業の増資発表直前の 1 年間の成長を表したものである。公募増資直前の決算期の売上高とその 1 年前の売上高の差を、1 年前の売上高で除して計算している。希薄化率 (DIL_i) は、公募増資によって発行される株式数を増資発表時の発行済株式数で除したものである。時価総額 (MV_i) は、公募増資発表日の終値と発行済株式数を掛けた値を対数で示したものであり、企業の規模を考慮するためのコントロール変数として用いる。また、 ε_i は誤差項としている。

4.2 SPC_i の算出

企業の株価変動には、企業独自の影響と市場の影響が含まれている。本研究では、企業独自の影響での変動を抽出するために、市場の動きを排除した企業の純粋な株価変動を算出する。そして、企業の株価収益率から β 値を加味した市場の影響を差し引く。よって、以下の式で株価変化率 (SPC_i) を求める。

$$SPC_i = R_{i240} - \beta_i R_{m240}$$

ただし、 β_i には 2.3 のイベントスタディで算出した各企業の $\hat{\beta}_i$ を使用する。 R_{i240} 、 R_{m240} は以下のように定義する。

$$R_{i240} = \frac{240 \text{ 営業日後の各企業株価} - \text{公募増資発表日の各企業株価}}{\text{公募増資発表日の各企業株価}}$$

$$R_{m240} = \frac{240 \text{ 営業日後の日経平均株価} - \text{公募増資発表日の日経平均株価}}{\text{公募増資発表日の日経平均株価}}$$

R_{i240} には 240 営業日後の各企業の株価から発表日の株価を除いた値を発表日の株価で除した値を代入する。また、 R_{m240} には日経平均株価で同様の計算を行った値を代入する。

4.3 分析結果の予測

検証するにあたって、各変数の係数を予測する。本研究の仮説が整合的であれば、ファンダメンタルズの良い企業は公募増資発表後下落した株価が、240 営業日後には上昇しているはずである。したがって、営業利益率、総資本回転率、売上高成長率の係数は正であると予測する。また、公募増資の規模が株価に与えるインパクトの大きさを考慮し、希薄化率の係数は負であると予測する。

表 2 分析結果で予測される説明変数の反応

| 変数 | 係数 |
|-------------|----|
| 営業利益率(OIR) | + |
| 総資本回転率(TOV) | + |
| 売上高成長率(SLG) | + |
| 希薄化率(DIL) | - |
| 時価総額(MV) | + |

5 分析結果

5.1 基本統計量と相関関係

まず、分析に用いる各変数の基本統計量を表 3 に示す。株価変化率を見ると、最大値が 72.47%、最小値が-57.22%をとっている。これは、増資発表日の株価を 1 としたとき、240 営業日後の株価が約 1.7 倍まで回復している企業がある一方で、0.5 倍に満たない企業もあることを示している。また、株価変化率の平均値は-7.83%であるため、企業の株価は全体的には回復していないことがわかる。なお、平均値と中央値に注目すると、すべての変数において近似している。このことから、各変数の分布に大きなゆがみがないことは明らかである。よって、これらのデータを使用して回帰分析を行うことに問題がないと判断できる。

表 3 主要変数の基本統計量

| | 株価変化率 (SPC) | 営業利益率 (OIR) | 総資本回転率 (TOV) | 売上高成長率 (SLG) | 希薄化率 (DIL) | 時価総額 (MV) |
|------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|---------------|--------------|
| 平均値 | -7.83% | 7.36% | 1.16回 | 10.05% | 11.61% | 10.86 |
| 中央値 | -9.08% | 5.38% | 1.09回 | 7.13% | 10.86% | 10.77 |
| 最大値 | 72.47% | 47.66% | 2.97回 | 96.22% | 21.73% | 12.64 |
| 最小値 | -57.22% | -7.52% | 0.09回 | -16.65% | 0.83% | 9.83 |
| 標準偏差 | 25.97% | 7.88% | 0.59回 | 15.22% | 5.08% | 0.71 |
| 標本数 | 69 | 69 | 69 | 69 | 69 | 69 |

注) 分析対象企業は 2013 年 1 月～2015 年 12 月の 3 年間に公募増資を行うことを発表し、その時点で東証 1 部に上場していた金融機関を除く企業 69 社である。ただし、発表と同時に第三者割当増資や配当修正、業績修正、優先株式の取得を発表している企業を除く。SPC は株価変化率を示している。営業利益率 (OIR) は営業利益を売上高で除したものの、総資本回転率 (TOV) は売上高を総資産で除したものの、売上高成長率 (SLG) は 1 年前からの売上高の成長を示している。なお、総資産は前年との期中平均をとっている。希薄化率 (DIL) は増資によって発行される株式数を発行済株式数で除したものの、時価総額は公募増資発表日の終値から算出したものを対数表示したものである。

次に、分析に使用する変数間の相関係数を表 4 に示す。ここで、被説明変数である株価変化率の列を見ると、株価変化率に対して、営業利益率、総資本回転率、売上高成長率は正の相関をとる。これらの数値が高ければ、株価変化率は高い値を示すことが期待できる。また、希薄化率は負の相関となっていることから、増資規模が大きければ株価が回復しにくいという結果が期待できる。なお、説明変数間の相関係数を確認すると、それらの係数はいずれも高い値を示していないことから、分析において問題のない範囲であると判断できる。

表 4 主要変数間の相関係数

| | 株価変化率 (SPC) | 営業利益率 (OIR) | 総資本回転率 (TOV) | 売上高成長率 (SLG) | 希薄化率 (DIL) | 時価総額 (MV) |
|-------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|---------------|--------------|
| 株価変化率(SPC) | 1.000 | | | | | |
| 営業利益率(OIR) | 0.319 | 1.000 | | | | |
| 総資本回転率(TOV) | 0.039 | -0.450 | 1.000 | | | |
| 売上高成長率(SLG) | 0.106 | 0.489 | -0.314 | 1.000 | | |
| 希薄化率(DIL) | -0.171 | -0.141 | 0.194 | 0.037 | 1.000 | |
| 時価総額(MV) | 0.098 | 0.127 | -0.422 | 0.008 | -0.223 | 1.000 |

注) 分析対象企業は 2013 年 1 月～2015 年 12 月の 3 年間に公募増資を行うことを発表し、その時点で東証 1 部に上場していた金融機関を除く企業 69 社である。ただし、発表と同時に第三者割当増資や配当修正、業績修正、優先株式の取得を発表している企業を除く。SPC は株価変化率を示している。営業利益率 (OIR) は営業利益を売上高で除したものの、総資本回転率 (TOV) は売上高を総資産で除したものの、売上高成長率 (SLG) は 1 年前からの売上高の成長を示している。なお、総資産は前年との期中平均をとっている。希薄化率 (DIL) は増資によって発行される株式数を発行済株式数で除したものの、時価総額は公募増資発表日の終値から算出したものを対数表示したものである。

5.2 回帰モデルの検定

本研究における回帰式の検定結果を表 5 に示す。それぞれ各説明変数に関する係数の推定値とともに、その係数が統計的に有意であるかどうかを示す t 値が記載されている。 t 値に付されているアスタリスクは、「**」が片側検定 1%水準で有意であることを、「*」が片側検定 5%水準で有意であることをそれぞれ意味している。

表 5 株価変化率を被説明変数とする回帰分析

| | 係数 | 標準誤差 | t 値 | p 値 |
|--------------------|--------|-------|----------|-------|
| 定数項(C) | -0.854 | 0.565 | -1.511 | 0.136 |
| 営業利益率(OIR) | 1.392 | 0.463 | 3.004 ** | 0.004 |
| 総資本回転率(TOV) | 0.140 | 0.062 | 2.254 * | 0.028 |
| 売上高成長率(SLG) | 0.007 | 0.227 | 0.032 | 0.975 |
| 希薄化率(DIL) | -0.717 | 0.606 | -1.183 | 0.241 |
| 時価総額(MV) | 0.055 | 0.047 | 1.160 | 0.250 |
| 重決定 R ² | 0.122 | | | |
| サンプル数 | 69 | | | |

注) t 値に付されているアスタリスクは、**が片側検定 1%水準で有意であることを意味しており、*は片側検定 5%水準で有意であることを意味している。また、サンプル数の上にある重決定 R²は自由度調整済み決定係数を表す。

表 5 において各説明変数の t 値を見ると、営業利益率の係数は 1%水準で有意となり、正の関係があることが確認できる。これは、公募増資発表後株価が下落したとしても、営業利益率の高い企業ほど株価は上昇しやすいということを意味する。また、総資本回転率においても、5%水準で有意となり、正の関係であることがわかる。つまり、公募増資後の株価の下落に対して、総資本回転率の高い企業ほど株価は上昇しやすいといえる。一方で、売上高成長率の係数は正、希薄化率の係数は負と我々の予測と同様の結果

ではあるが、有意な数値は得られなかった。このことから、売上高成長率と希薄化率は長期的な株価の変動に与える影響が少ないといえる。

6 おわりに

6.1 本研究の結論

本研究で検証した仮説は、「公募増資発表以前のファンダメンタルズの良い企業は、増資発表後株価が下落したとしても回復しやすい」というものであった。本研究においてファンダメンタルズの良い企業とは、収益性が高く、資本効率が良く、成長性が高い企業であるとした。検証結果は、公募増資発表から 240 営業日後の株価変化率は利益率、回転率と正に有意な関係であった。つまり収益性が高く、資本効率が良い企業は、長期的な視点で見ると公募増資後株価が下落したとしても、回復しやすいということがいえる。

一方で、成長率と希薄化率においては有意な結果が得られなかった。このことから、企業の成長性と増資の規模の大きさは、長期的に見ると株価の変動に与える影響が少ないということが考えられる。

本研究では、売上高成長率において期待通りの有意な結果が得られなかったため、仮説が完全に支持されるわけではない。しかし、営業利益率と総資本回転率においては有意な数値が得られたため、公募増資発表後の企業の長期的な株価変動はファンダメンタルズに関係があるといえる。

6.2 本研究における課題

最後に、今後の課題として 2 点あげる。1 点目に、対象企業のサンプル数に限りがあったことである。本研究の対象は、増資インサイダー事件の影響を排除するため 2013 年以降の公募増資企業とした。そこから増資発表以外での株価変動要因を持つ企業を除いたため、サンプル数が 69 社と少なくなった。今後公募増資を行う企業が増加し、それをサンプルとして追加することで、より精度の高い研究を行うことができると考えられる。

2 点目に、公募増資を発表した企業それぞれの資金用途について調査自体は行っていたが、本研究では分析に反映できなかったことである。1 章で述べたように、資金用途は主に成長投資と負債返済である。公募増資で調達した資金を用途別に分類した上で、本研究と同様の検証を行うことを今後の課題とする。

7 参考文献

鈴木公明(2008)「新薬関連のイベントに対する株価反応に関する実証研究」『第六回年次学術研究発表会要旨集』日本知財学会, 334-337 頁

廣松毅(2011)「情報セキュリティ総合化学第3号」『情報セキュリティ事故が企業価値に与える影響の分析—イベント・スタディ法を用いたリスク評価の試み—』情報セキュリティ総合化学,91-106 頁

宮川壽夫(2016)『企業価値の神秘』中央経済社

リチャード・ブリーリー、スチュワート・マイヤーズ、フランクリン・アレン(2007)『コーポレートファイナンス(第9版)』(藤井真理子、国枝繁樹訳)日経 BP 社