

第三者割当増資に関する実証分析

福田 充 男

要 旨

第三者割当増資では発行価格が市場価格よりもかなり低い水準に、つまりディスカウントされて設定されるのが通常ある。一見すると、このことによって割当を受けない既存株主は不利益を被るように見える。この研究で得られた実証結果によると、発行価格のディスカウントは割当を受ける投資家が負担する情報生産コストやリスクを反映して決まる。そして、大幅なディスカウントにもかかわらず、第三者割当増資のアナウンスメントに対して株式市場はプラスの超過リターンを示す。そして超過リターンは企業価値に関する好ましい情報を反映している。つまり、第三者割当増資によって既存株主が不利益を被るという証拠はない。

キーワード：第三者割当増資、情報の非対称性、ディスカウント、超過リターン、企業価値

1. はじめに

上場企業が新株発行（増資）によって資金調達する場合、3つの方法がある。公募、株主割当そして第三者割当である。これらの違いは誰に対して新株発行を行うかによる。つまり、公募は不特定多数の投資家に対して、株主割当は既存の株主（その持株比率に応じて）に対して、そして第三者割当は特定の投資家（企業、ファンド、個人など）に対して行われる¹⁾。

東京証券取引所 (<http://www.tse.or.jp/market/data/financing/index.html>) によると、東証において1998年から2008年の間に行われた普通株式の新株発行は公募（ただし新規公開は除く）398件、株主割当12件、そして第三者割当990件となっている。これから株主割当はほとんど行われていないこと、そして第三者割当が主流となっていることが分かる。さらにこの11年間の前5年間と後5年間を見ると、公募が2.74倍の伸びであるのに対し第三者割当は3.64倍の伸びとなっている²⁾。ただし発行（資金調達）額においては、第三者割当は公募の83%であり、また件数の増加ほどには調達額は増加していないことから、第三者割当を行う企業は公募を行う企業より規模が小さいこと、そしておそらく新興企業の増加によって発行企業の規模自体も小さくなってきていることが窺える³⁾。

第三者割当増資には、発行企業（厳密には経営者）が株主を選ぶことができること、そして有価証券届出書が必要な公募増資に比べて情報開示ルールが緩いという特徴がある。こうした状況の下では第三者割当増資によって割当を受けない既存株主がなんらかの不利益を被るということが起こりうる。とりわけ新興企業、そのなかでもコーポレートガバナンスが十分に確立されていないような企業の場合にはこうした可能性はより大きいと考えられる⁴⁾。

第三者割当増資が既存株主に不利益を与える例として、直近の市場価格を大きく下回る価格で（大幅なディスカウントで）新株が発行されることがよく挙げられる。もしこの発行価格がその企業のファンダメンタル価値から大きく下方に乖離したものであるなら、その乖離分は既存株主から割当を受ける投資家への富の一方的移転になるというわけである。しかし、まとまった量の株式を引受ける投資家は同時にそれに伴うリスクを引受けることになる。とりわけ業績の悪化によって外部資金の調達が困難となっている企業の場合は引受け後に負担するリスクは高くなる。また、発行企業の財務内容や将来の収益性に関する情報を生産するためのコストも負担しなければならない。Herzel and Smith (1993) は発行価格の大幅なディスカウントは発行企業のリスクと情報生産費用を反映した適切なものであるという実証結果を報告している。Anderson (2006) は、発行価格や引受けた株式の転売に関して規制がないニュージーランドにおいても同様の結果を得ている。

第三者割当増資には既存株主（正確には割当を受けない株主、以下同じ）の利益を損なう可能性がある反面、発行企業と外部株主間に情報の非対称性ある場合に公募増資において生じるうる逆選択問題を解決ないし緩和するという利点もある。公募増資における逆選択とは Myers and Majluf (1984) が提示したもので、経営者の私的（内部）情報からすると自社株が割高であることを知っている企業ほど積極的に増資を行おうとすること、そしてそのような状況を予想する外部投資家は公募増資を行う企業の株価を下方に評価し直すことを指す。実際アメリカの実証研究では、公募増資のアナウンスメントに対して株価が約3%低下することがよく知られている (Smith (1986) など)⁵⁾。

それに対して第三者割当増資の場合には、新株を引受ける投資家は発行条件についての交渉を通じて企業の内部情報にアクセスすることができる。また通常かれらは大株主になる立場にあるため、情報生産にかかる費用を負担するインセンティブを持っている。こうしたことから第三者割当によって発行企業は増資に関する逆選択問題を緩和できると考えられる (Herzel and Smith (1993) など)。また、大株主が現われることによって発行企業のコーポレートガバナンスが強まることで既存投資家も利益を受けるという側面も考えられる (Wruck (1989, 2008) など)。実際多くの実証研究はプラスの株価効果を報告しており、これらの仮説と整合的である。

日本のデータを用いた研究として Kato and Schallheim (1993) がある。かれらもこれまでの先行研究と同様に、第三者割当増資に対して株価がプラスの反応をすることを見いだしている。しかしそこでの分析対象企業は東証一部上場企業に限られている（分析期間は1973年から1988年）。ま

た、発行価格のディスカウントに関する分析も行われていない。

本稿では、東証に加えて大証などの地方証券取引所およびジャスダックやマザーズなどの新興市場に上場している企業を対象とする。いくつかの新興市場の設立とそこでの新興企業による第三者割当増資が増加していること、そしてこうした企業の増資行動が問題視されることが多いことを考えると、分析対象をこうした市場に広げることは重要であろう。

得られた実証分析結果は以下のようなものである。発行価格のディスカウントの大きさは、投資家が第三者割当増資を引受ける際に負担する様々なコストを反映して決まる。企業が第三者割当増資のアナウンスメントを行うと、株価はプラスの反応を示す。より詳しく言うと、アナウンスメント日とその前日の累積超過リターンは4.2%になる。割当を受けない既存株主が発行価格のディスカウントという形で負担するコストを調整した後の超過リターンは、発行済み株式数に対してより多くの株式を発行した企業ほど高くなる。

本稿の構成は次の通りである。次節では第三者割当増資に関するこれまでの先行研究を紹介する。第3節ではサンプル選択の手続とサンプル企業の特徴について説明する。第4節では発行価格のディスカウントの決定要因に関する仮説と実証結果を行った後、第三者割当増資アナウンスメントに対する株価反応とそれに関する回帰分析の結果を示す。第5節は全体のまとめと今後の課題を提示する。

2. 第三者割当増資に関する先行研究

Wruck (1989) は第三者割当増資が大幅な株式所有構成の変化とりわけ単一あるいは少数の大株主への議決権の集中化をもたらすことに注目して、第三者割当増資に伴うこうした変化が企業価値(株価)にどのような影響を与えるかを分析している。そこで得られた結果は以下のようなものである。まず第三者割当増資のアナウンスメントに対して株価は平均4.5%上昇する。しかしこの効果は第三者割当増資によって経営陣の支配権が強まるかどうかで異なる。さらに、割当が発行企業の経営陣の経営権を強めるような場合には、株価上昇率(超過リターン)は小さくなる。つまり、第三者割当増資は全体として企業価値を高める効果があるが、その程度は第三者割当増資による株式所有の集中化が経営陣と株主の利害対立から生じるエイジェンシーコストをどのくらい抑制するか(あるいは場合によっては増幅するか)にかかっているというわけである。

Wruck and Wu (2008) は詳細なデータを用いて以下のような事実を見いだしている。第三者割当増資によって発行企業と割当を受ける投資家間の関係が強化される。こうした関係強化はコーポレートガバナンスの向上とりわけ経営陣に対するモニタリングの強化をもたらす。そしてこのことがアナウンスメント時の株価上昇を生み出す。しかしこの効果は、新しい投資家と新たな関係が築かれたときにのみ見られるもので、そうでない場合には見られない。

Herzel and Smith (1993) は、発行価格のディスカウントと増資アナウンスメントに対する株価

反応について、第三者割当増資が前述した情報の非対称性を解決ないし緩和することの現われであるという仮説をテストしている。彼らによると、ディスカウントは発行済み株式数に対する発行株式数が多いほどまた財務的苦境（financial distress）にある企業の場合に大きく、成長機会や発行額が大きいほど小さい。そして情報の非対称性が大きいと思われる企業ほど超過リターンは大きい。これらの結果は上の仮説と整合的である。Goh et al. (1999) は、第三者割当増資のアナウンスメント時の超過リターンが大きいほど、その後アナリストは発行企業の業績予想を大きく上方に修正することを見いだして、情報仮説を補強している。

しかし、アナウンスメント時の株価反応は必ずしも長期の収益増加を保証するものではない。Herzel et al. (2002) は、アナウンスメント後の株価パフォーマンスが劣ることを明らかにしている。つまり、発行後3年間買い持ちした場合の超過リターンはわずか0.2%で、時価簿価比率でマッチングしたコントロール企業と比べると-23.8%と大きく劣る。収益で見ても同様の傾向がある。増資後のパフォーマンスが悪いことは公募ではよく知られた事実である（Spiess and Affleck-Graves (1995)、Loughran and Ritter (1997) など）から、この結果は増資の形態にかかわらず投資家が発行企業の将来性について過度に楽観的な評価をしがちであることを示唆している⁶⁾。ただし Wruck and Wu (2008) は、中央値で見ると産業調整後の収益率はマイナスであるが、その中でもパフォーマンスが劣るのは新たな関係が築かれなかったようなサンプルに限られることを示している。

企業と資金提供者間で情報の非対称性が大きい場合には、増資に限らず外部資金調達が困難になるか、あるいは調達コストが非常に高くなるということが起こりうる。こうした流動性制約の結果として高収益が期待できるような投資プロジェクトも実施されなくなる可能性がある。第三者割当増資によって情報の非対称性を解決ないし緩和することができれば、同時に流動性制約も緩和されることになる。Brooks and Graham (2005) はこうした側面に注目して、流動性制約が大きい企業ほど、そして成長機会が大きい企業ほど、第三者割当増資のアナウンスメント時超過リターンが大きいことを見いだしている。

Lee and Kocher (2001) は、公募増資と第三者割当増資を行う企業ではそれぞれどのような特徴の違いがあるかということ进行分析している。そこで得られた結果によると、公募増資を行う企業に比べて、第三者割当増資を行う企業は規模が小さく、成長機会が大きく、そして資金的余裕が少ない（流動性制約が強い）。また第三者割当増資は自社株の過大評価よりもむしろ外部資金調達の必要性によって動機付けられている。この結果は、将来収益の良好な見通しを持ちながら流動性制約に縛られている企業が第三者割当を選ぶという仮説と整合的である⁷⁾。

以上の研究はアメリカを対象としたものであるが、ニュージーランドを対象としたものに Anderson (2006) と Anderson et al. (2006) がある。彼らによるとニュージーランドでは発行価格や新株引受け直後の転売に関する規制はほとんど行われていない。Anderson (2006) は、こうし

た状況下でも発行価格のディスカウントは増資を引受ける投資家のリスク負担と監視などの情報生産コストを反映したものとなっていること示唆している。具体的には、回帰分析においてディスカウント率が利益率に対してマイナス、株価の変動率に対してプラスの効果を持つという結果を得ている。Anderson et al. (2006) によると、1990年から2002年の間に発行価格が市場価格以上（つまりディスカウントではなくプレミアム）となったケースが70件中21件（28%）にのぼる。そしてプレミアムで発行された増資は企業価値に対して永続的なプラスの効果を与えるのに対し、ディスカウントで発行された増資はアナウンスメント時の超過リターンがマイナスになるだけでなく増資後の長期パフォーマンスもマイナスになることを見いだしている。

シンガポールについては、Tan et al. (2002) が次のような結果を報告している。アナウンスメント時超過リターンは有意でなく（ただしその前の21日間についてはプラスで有意となる）、そして超過リターンは発行価格とプラスの関係（つまりディスカウントとマイナスの関係）にある。そして、外部資金調達の高必要性が高いほど発行価格のプレミアムが高くなる。それに対し、Chen et al. (2002) によると、アナウンスメント時の超過リターンは-0.89%という有意なマイナスの超過リターンになる。また、第三者割当増資によって株式保有の集中度は低下するが、経営陣の自社株保有比率が50%を以下になる場合には株式市場はあまり好意的な反応を示さない（超過リターンはより小さくなる）。しかし増資を引受ける投資家が単一である場合には市場は好意的な反応を示す。

日本に関する研究としてはKato and Schallheim (1993) がある。彼らは1973年から1988年にかけて東証一部において行われた76件の第三者割当増資を対象として、発行企業にはプラスの超過リターン（4.98%）が発生するが、投資家（通常は上場企業・金融機関）にはマイナスの超過リターン（-0.65%）が生じることを見いだしている。さらに、発行企業が系列に属しているかつ系列内で増資を行ったかどうかでサンプルを分割した上で、増資後の超過リターンが非系列サンプルではマイナスに転じるのに対し、系列サンプルではそうしたリターンの逆転は起こらないことを示して、系列がその構成企業の株主に利益を与えるという解釈をしている。

3. データ

この研究での第三者割当増資に関するサンプルは2005年と2006年において日本経済新聞（日経テレコン）の財務短信に掲載された記事から収集した。この記事は発行企業（ただし上場企業）がその前日に取締役会で決定した内容を伝えている。具体的には、株式発行数、発行価格、割当先、割当先への割当数などである。これらのサンプルから金融機関、発表後に発行を中止したものや発行条件を変更したもの（この情報は『会社情報』と企業のホームページにリンクされている適時開示情報から得た）、アナウンスメント日（ここでは日本経済新聞に掲載された日）あるいはその前営業日に株式売買（取引）が成立しなかったものは除いた⁸⁾。こうした手続の結果292のサンプルが得られた。

この2年間に複数回増資を行った企業が59社あるから企業数としては232社である。これらの企業が属する産業は（金融以外の）ほぼすべて業種に及んでいる。

サンプル企業のうち59社（20.2%）がこの2年間に複数回増資を行っており、そのうち6社は3回以上行っている（最大はマザーズ上場のアーティストハウスの5回）。市場別に見ると、サンプルの59.2%がジャスダック、マザーズ、ヘラクレスなどの新興市場において行われている。この事実はLee and Kocher（2001）と整合的である。

第三者割当増資（普通株式）によって資金調達を行う企業は同時に新株予約権（ストックオプション）や優先株式など他の証券を発行することを決議・発表することが少なくない⁹⁾。ここでのサンプルでは、新株発行予約権（転換社債型のものも含む）を発行した企業は延べ40社（13.7%）、優先株式を発行した企業は延べ13社（4.4%）である。このうち、両方を発行した企業は2件（2社）である。

割当を受ける投資家は事業・資本提携の相手先企業、投資ファンドなどである（ただしここではデータの制約上、投資家の詳細な分類およびそれが第三者割当増資に与える効果については分析しない）。第三者割当増資の場合は一般に投資家数はたいてい一桁の少数であるが、単一である場合も少なくない。ここでのサンプルでは単一の投資家がすべての株式を引受けたケースは91件（32.5%）である。

第三者割当増資の目的が財務的苦境にある企業を救済することにある場合もある。財務短信にはこうした情報は記されていないが、適時開示情報には調達資金を負債との交換に使うこと（Debt-Equity Swap）を明示しているケースが少なくとも5つある。その一つ（ジャスダック上場のプロコリー）はさらにこれによる債務超過解消が目的であると記載している。また、第三者割当増資と同時に金融支援を受けることを併記したケース（東証二部上場の大盛工業）もある。しかし、これだけのサンプルサイズでは量的な分析をするには不十分である。また、上述のようなことが真の増資目的や本来の資金使途であったとしてもその事実がそのまま開示されるとはかぎらない。そこでここでは第三者割当増資を行った年とその前年において連続して営業利益が赤字となったケースを調べてみる。これに当てはまるのは59件（20.2%）、企業数でいうと50社（17.5%）である。

表1は株式発行率、発行価格のディスカウント率、および発行額に関する基礎統計量を示している。株式発行率は発行株式数を増資後の株式数（発行株式数と発行済み株式数の合計）で割った値として定義する。ディスカウント率は市場価格と発行価格との差を市場価格で割った値として定義する。この値がプラスの場合はプレミアムということになるが、以下ではこれはマイナスのディスカウントとみなすことにする。市場価格はWruck（1989）に倣ってアナウンスメント日前日の終値を採用する¹⁰⁾。

表によると発行株式率は平均値で19.9%（中央値で15.0%）であり、最小値は1.0%、最大値は75.0%となっている¹⁰⁾。これらの値はWruck（1989）のそれに近い（平均19.6%、中央値12.3%、

表1 第三者割当増資に関する記述統計

	平均値	中央値	最小値	最大値
ディスカウント率	0.167	0.112	-0.374	0.890
株式発行率	0.190	0.150	0.010	0.750
発行金額（億円）	37.734	14.270	2.999	1,056.064

最小値 1.3%、最大値 79.8%)。東証一部上場企業を対象としている Kato and Schallheim (1993) では発行企業の規模が大きいことを反映して平均値 19.6%、中央値 12.3%とやや小さい数値になっている。ただし、最大値は 68.48%（最小値は 1.5%）で、東証一部上場企業でもかなり大規模な増資が行われていることが分かる。

発行価格のディスカウント率は平均値 16.7%、中央値 11.2%、最小値 -37.4%（37.4%のプレミアム）、最大値 89.0%である^{12,13)}。これに対応する値は、Kato and Schallheim (1993) ではそれぞれ 11.7%、9.75%、0.4%、55.3%となっている。かれらのサンプルに比べて全体としてディスカウントは大きく、またそのバラツキも大きいことが分かる。

発行額（発行価格×発行株式数）は平均値が 37.7 億円、中央値が 14.3 億円、最小値が 3.0 億円、最大値が 1,056.1 億円となっている。これは同じ期間における東証での公募発行額の平均値 146.8 億円（前掲の東証 HP）と比べると約四分の一である。

4. 仮説と実証結果

(1) ディスカウント率の回帰分析

まず発行価格のディスカウント率がどのような要因によって決まるかを回帰分析によって見てみる。第三者割当増資の割当を受ける投資家は発行企業の企業価値に関する情報生産を行うと考えられる。その際、企業価値の評価が困難であれば、情報生産にはより多く資源が必要とされるであろう。既存資産に比べて投資機会のほうが一般的に価値評価は困難であるから、発行済み株式数（既存資産に対応）に対して株式発行数（投資機会に対応）が多ければ、つまり先に定義した発行株式率が大きい場合には、投資家はよりコストを負担することになり、したがってディスカウント率も大きくなると予想される。

また、投資家は引受けた株式に関して将来の売却時点での流動性リスクにも直面する。このリスクも株式発行率が大きいほど大きいと考えられるから、この理由からも株式発行率はディスカウント率にプラスの効果を与えると予想できる¹⁴⁾。

情報生産には固定費用の割合が高いために規模の経済が働くと考えられるから、発行額が大きいほどディスカウント率も小さいと予想される。以下の回帰分析では発行額の変数として発行額の自然対

数値を使う。

発行企業が財務的苦境にある場合には当然増資を引受けるリスクも大きくなる。またこうした企業に対する情報生産コストも大きくなるであろう。したがって財務的苦境にある企業の場合にはディスカウント率は大きくなる。ここでは Herzel and Smith (1993) にならって、財務的苦境にあるかどうかを表わす指標として、第三者割当増資のアナウンスメントの前に営業利益が2期(年)連続して赤字となった場合を1、それ以外をゼロとするダミー変数を用いる。

第三者割当増資を引受ける投資家は少数であるのが通常であるが、中には投資家が単一である場合もある(ここでのサンプルでは3割強)。投資家が単一である場合には複数である場合に比べて、経営者に対してより強い影響力を行使できると考えられる。そうであれば、これに伴う経営権プレミアムを反映してディスカウント率はその分小さくなるであろう。また、情報生産の重複が省かれることによって情報生産コストが低下するのであれば、ディスカウント率も低下すると予想される。以下では、割当先の投資家が単一である場合を1とし、それ以外をゼロとする。投資家が単一であるかどうかということに加えて、単一の投資家がどのくらいの発行株式数引受けるかということも重要であるかもしれない。つまり、投資家が単一であっても、上述のような便益が発生するのは既存の株式数に対する発行株式数である可能性がある。この効果を見るために、単一投資家ダミーと株式発行率の交差項をもう一つの変数として加えることにする。

第三者割当増資が行われるのが新興市場かどうかによってディスカウント率が異なるかもしれない。新興市場に上場している企業は一般的に規模が小さく創業後それほど年数が経っていないものが多い。こうした企業に対する情報生産コストは相対的に高くなるであろう。また、コーポレートガバナンスがまだ十分に確立されていない企業も多いと言われる。こうした状況の下では経営陣が自らの利害関係者などの投資家に対する利益供与の手段として不当に大きなディスカウント率で発行するかもしれない。もしこうしたことが行われやすいのであれば、新興市場での発行はディスカウント率が大きくなると予想される。ここでは新興市場での発行された場合を1とする。

前述のように、第三者割当増資を行う際に新株予約権や優先株式を同時に発行する(やはり第三者割当の形で)場合が少なくない(ここでのサンプルでは2つ合わせて約2割)。これらがディスカウント率にどのような効果を与えるかは必ずしも明らかでない。新株予約権が経営陣や支配的株主(あるいは潜在的大株主)に対して発行される場合には、経営陣と外部株主との利害対立の緩和や大株主による経営陣に対するモニタリング強化などを通じてエイジェンシーコストが低下することによって企業価値が高まるという効果が期待できる。この場合には新株予約権の発行はディスカウント率を低下させるように働くであろう。しかし、行使価格の評価ルールが確立されていない現状では、行使価格が恣意的に経営陣や支配的株主に一方的に有利な水準で決められる可能性がある。さらに、普通株式の割当を受ける投資家と新株予約権の割当を受ける投資家とがどのような関係にあるかによっても

影響は異なるであろう。

優先株式が発行されると、配当の支払は優先株の株主が優先されて普通株式の株主への支払は劣後することになる。しかし、当然このこと自体が普通株式の株主に不利益を与えるわけではない。優先株式は議決権が制約されているのが通常であるから（少なくとも配当が支払われている限り）、優先株式発行によってコーポレートガバナンスに与える効果はそれほど大きくないと考えられる。いずれにしても優先株式が企業の資本構成や投資行動に与える影響は不明な点が多い。したがってディスカウント率への効果もはっきりしない。ここでは新株予約権発行と優先株式発行が行われた場合をそれぞれ1とする。

表2はディスカウント率の決定要因に関するOLSによる回帰分析の結果を示す。サンプル数は292である¹⁵⁾。株式発行率の係数は1%水準で有意にプラスとなっている（t値は6.14）。また、発行額（対数変換値）の係数は1%水準で有意にマイナスになっている（t値は-3.76）。これらの結果は、ディスカウント率が増資を引受ける投資家が負担する情報生産コストを反映するという仮説と整合的である。つまり、既存資産に比べて相対的に大きな資金支出を伴うような場合には情報生産コストが大きくなること、そして発行額が大きい企業ほど規模の経済が働いて情報生産コストが小さくなるということ、これらの要因がディスカウント率に影響すること示している。

財務的苦境の係数は有意にプラスである（t値は2.57）。発行企業が財務的苦境にある場合には、投資家は追加的なリスク負担の見返りとしてより大きなディスカウント率を要求することが分かる¹⁶⁾。

単一投資家ダミーの係数は予想通りマイナスであるが有意ではない（t値は-1.27¹⁷⁾）。それに対してそれと株式発行率の交差項の係数はマイナスで有意になっている（t値は-2.72）。この結果は、増資を引受ける投資家が単一かどうかということよりも、単一投資家がどの程度支配的株主になるか、

表2 発行価格のディスカウント率に関する回帰分析結果

説明変数	予想される符号	係数	t 値
定数項		0.369	3.76
株式発行率	(+)	0.492	6.14
発行金額対数値	(-)	-0.027	-3.76
財務的苦境	(+)	0.063	2.57
単一投資家	(-)	-0.040	-1.27
単一投資家×株式発行率	(-)	-0.361	-2.72
新興市場	(+)	-0.008	-0.40
新株予約権発行	(+/-)	0.018	0.65
優先株式発行	(+/-)	0.199	4.14
F 値		18.92	
調整後 R ²		0.330	

ということが重要であることを示唆している。

新興市場ダミーの係数はマイナスであるが有意ではない (t 値は -0.40)。つまり、全体として見る限り、第三者割当増資が新興市場で行われる場合には東証およびその他の地方証券取引所で行われる場合に比べてディスカウントが大きくなるという事実は確認できない。したがって、他の条件をコントロールした上で、新興企業が割当先投資家を優遇しているという主張を積極的には支持することはできない。

新株予約権ダミーの係数はプラスであるが、有意ではない (t 値は 0.65)。優先株式ダミーの係数はプラスで有意である (t 値は 4.14)。つまり、第三者割当増資に際して普通株式と優先株式が同時に発行される場合には、普通株式を引受ける投資家はより大きなディスカウント率を求めるということを表わしている。ただしここではそれがどのような理由でそうなるのかは明らかでない。

以上の結果から、第三者割当増資における発行価格はおおむね経済合理的の理由に基づいて決定されていると言える。

(2) 第三者割当増資アナウンスメントに対する市場の反応

ここでは、企業が第三者割当増資を行うというアナウンスメントをした場合、その企業の株価がどのように反応するかということイベントスタディの手法を用いて調べる。以下では株価の反応の大きさを日次株価 (終値) 変動率から市場平均株価 (終値) 変動率を引いた市場調整後超過リターンで測る。サンプル企業は上場企業の中では中小規模のものが大半であることを考慮して、市場平均株価として東証小型株指数を用いる。アナウンスメント日 (日付 0) は日本経済新聞の財務短信に報道された日とする (もしそれが土曜日などの非営業日であれば株価は翌営業日のものを使う)。以下では標準的な尺度である、アナウンスメント日とその前日 (日付 -1) の累積超過リターン (以下単に超過リターンと呼ぶ) に注目する。検定統計量は超過リターンをその推定標準偏差で割った比率として求められる。標準偏差の推定期間はアナウンスメント日の 61 日前から 180 日前までの 120 日営業日とする¹⁸⁾。

第三者割当増資と同時に他の重要な決議のアナウンスメントがなされると、当然株価はこれらの要因にも反応する。ここでは、新株予約権や優先株式の発行、あるいは株式分割のアナウンスメントを同時に行ったケースをサンプルから除外する。新興企業の中には、上場してからの日数が浅いために上の推定期間を満たさない企業や、推定期間において株式売買取引が成立しなかった日が三分の一以上占めるような企業もある。これらのケースも除外する。こうした手続を経て残ったサンプルは 207 である。

イベントスタディの結果は表 3 に示されている。これによるとアナウンスメント日周り 2 日間の超過リターンは 4.20% であり、 1% 水準で有意になっている (t 値は 10.60)。この値は Kato

表3 第三者割当増資アナウンスメント日周りの累積超過リターン

	(-1,0)	(-11,-2)	(1,5)
平均累積超過リターン	0.042	0.027	-0.005
(t 値)	(10.60)	(3.04)	(-0.76)

Schallheim (1993) の 4.98% やアメリカに関する Wruck (1989) の 4.5% に近い。また、全体の内超過リターンがプラスとなって件数の割合は 61.8% であり、1%水準で 50% と有意に異なる。

この結果は以下のような仮説と整合的である。つまり、第三者割当増資においては、引受先となる特定少数の投資家は（潜在的）大株主として発行企業の価値についてより積極的に情報生産を行う立場にあると同時にそうするインセンティブを持っている。もしそうであれば、彼らが市場において過大評価されている株式を引受ける可能性は低くなる。言い換えると、彼らが引受ける株式はむしろ市場において過小評価されていると考えられる。もう一つは、大株主による経営陣に対する監視、一般的にはコーポレートガバナンスがより適切に機能するようになることで、将来の企業価値は高まると予想される。市場は第三者割当増資のアナウンスメントをこうしたことのシグナルとして捉えているということになる。

アナウンスメントの 11 日前から 2 日前までの超過リターンは 2.69% であり、1%水準で有意である。このことは第三者割当増資に関する情報が事前に漏れていた可能性が大きいことを示唆している。増資の条件を巡って事前に発行企業と割当先投資家とが交渉を行う（場合によっては証券会社や会計事務所も介在して）ことが通常であると考えられるから、その過程である程度情報が漏洩することは大いにありうる。もしそうであるなら、第三者割当増資が企業価値に与える効果はアナウンスメント日周りの超過リターンよりも大きいということになる¹⁹⁾。

アナウンスメント後の 5 日間の超過リターンは -0.5% で有意ではない (t 値は -0.76)。つまり、アナウンスメント後において株価の反転や継続的上昇は見られない。したがってアナウンスメント時の株価反応が一時的なもの（過剰あるいは過小反応）と考えるべき証拠はない。

(3) ディスカウント率調整後超過リターンの回帰分析

イベントスタディでは第三者割当増資のアナウンスメント時の超過リターンが平均してプラスとなることが分かったが、当然個別のケース（発行企業）でその大きさは異なるであろう。そこで回帰分析によってこの違いがどのような要因によって決まるかを調べることにする。

以下の回帰分析では、Wruck (1989)、Herzel and Smith (1993)、Kato and Schallheim (1993) などに倣って、被説明変数としてディスカウント率調整後の超過リターンを用いる。その理由は、調整前のリターンには既存株主が割当を受ける投資家に対して発行価格のディスカウントという形で支

払う報酬分が含まれており、既存株主がどれだけの超過リターンを得るか（そしてそのバラツキは何によって決まるか）ということを見るにはこの報酬部分を調整する必要があるからである。調整後超過リターン AR_{Adj} は以下のように表わされる²⁰⁾。

$$AR_{Adj} = [1/(1-\alpha)][(P_{After} - P_{Before})/P_{Before}] - [\alpha/(1-\alpha)][(P_{Offer} - P_{Before})/P_{Before}]$$

ここで、 α は発行率（発行株式数／増資後株式数）、 P_{After} はアウンスメント後株価、 P_{Before} はアウンスメント前株価、 P_{Offer} は発行価格である。

この式の第1項は第三者割当増資によってもたらされる企業価値の変化を反映する超過リターンのうち既存株主に帰属する分を表わす。そして第2項は既存株主が第三者割当増資を引受ける投資家に対して支払う報酬部分を表わす²¹⁾。

調整後超過リターンに影響する要因として以下のようなものが考えられる。株式が過小評価されている潜在的程度が大きいほど、第三者割当増資のアウンスメント時の情報効果は大きいであろう。そして、この効果は株式発行率が大きいほど大きくなるであろう。もしそうであるなら、この変数は調整後超過リターンにプラスの効果をもたらす。

多くの先行研究が示唆するように、情報の非対称性は規模が小さい企業ほど深刻であるとするならば、情報効果と企業規模はマイナスの関係にあると考えられる。ここでは企業規模の変数として総資産の対数値を使う。

かりに企業規模が同じでも、歴史の浅い新興市場に上場している企業は古くから東証や地方証券取引所に上場している企業に比べて情報の非対称性が大きいかもしれない。またこうした事情のために、外部資金調達において不利な立場にあると考えられる。こうした場合には、新興市場ダミーはプラスの効果を持つであろう。

発行企業が財務的苦境にある場合には、第三者による増資によって財務基盤が強化されることは既存株主にとっては好ましいことであろう。また、財務的苦境にあるにもかかわらず投資家が増資に応じたということ自体が、発行企業の企業価値が過小評価されているということのシグナルになると考えられる。したがって財務的苦境ダミー変数に関して予想される係数はプラスになる。

前述のように、投資家が単一である場合にはコーポレートガバナンスがより促進されると期待できる。あるいは（または同時に）単一投資家が引受ける株式数が発行済み株式数に比べて大きいほどこの効果は大きいかもしれない。このことから単一投資家ダミーあるいは（そして）これと株式発行率との交差項はプラスの係数となることが予想される。

イベントスタディで用いたサンプルの中にはサンプル期間中に複数回の増資をアウンスした企業が含まれている。こうした企業もサンプルに含めると、年次データである財務変数や上場市場ダミー

表4 調整後超過リターンに関する回帰分析結果

説明変数	予想される符号	係数	t 値
定数項		-0.130	-1.37
株式発行率	(+)	1.362	8.91
総資産対数値	(-)	-0.010	-0.64
新興市場	(+)	0.073	1.71
財務的苦境	(+)	0.048	1.11
単一投資家	(+)	0.031	0.49
単一投資家×株式発行率	(+)	0.148	0.53
F 値		23.19	
調整後 R ²		0.046	

変数が重複して使われることになってしまう。そこで以下の回帰分析ではサンプル期間中初めて第三者割当増資を実施した場合だけをサンプルに含める（2回目以降は除外する）。この結果残ったサンプルは171件（社）である。

調整後超過リターンに関する回帰分析結果は表4に示されている。株式発行率の係数は1%水準で有意にプラスとなっている（t値は8.91）。この結果は、株式発行率が大きいほど情報効果も大きいという仮説と整合的である。そして株式発行率が大きい発行企業の既存株主は大きなディスカウントというコストを払っても、株式発行率の小さい企業に比べてより大きな見返りを得ているということを示している。

新興市場ダミーの係数は10%水準で有意とプラスとなっている（t値は1.71）。情報の非対称性が大きくまた外部資金調達面で不利な立場にあると考えられる新興企業の既存株主は第三者割当増資によって恩恵を被っていることが分かる。

企業規模その他の変数は期待される符号条件を満たしているが、すべて有意ではない。これらの要因はディスカウント率にすでに反映されていると解釈できる²²⁾。

5. 結 論

近年、企業の資金調達手段として第三者割当増資が増加している。こうした動き、とりわけ新興市場における新興企業による第三者割当増資が割当を受けない既存投資家の利益を損ねているのではないかという危惧の念が表明されることが少なくない。具体的には、新株の発行価格が不当に低い水準に決められているのではないかという疑念や大規模な増資が株価の下落を招かないかという懸念である。

この研究で得られた実証結果によると、発行価格のディスカウントは割当を受ける投資家が負担す

る情報生産コストやリスクを反映して決まっているとみなすことができる。つまり、これらのコストやリスクが大きいほどディスカウント率も大きいという傾向がある。また、他の条件を一定として、新興市場において発行価格が大きくディスカウントされているという証拠は見あたらない。第三者割当増資のアナウンスメント時に株価はプラスの反応をしめす。つまり、株式市場は第三者割当増資を好意的に捉えていると言える。さらにディスカウント率調整後超過リターンは、相対的な発行規模が大きいほど大きいという結果が得られた。このことは市場価格を大幅に下回る価格で第三者に株式が発行されたとしても、既存株主は第三者割当増資によって利益を受けるということを示している。また、他の条件を一定として新興市場での第三者割当増資はより高い調整後超過リターンを生む。つまり、この節の冒頭で紹介したような主張を裏付けるような証拠は見あたらない。

ただし、株価がアナウンスメント時にプラスの反応を示したとしても、長期的にも第三者割当増資が企業価値を高める効果を持つかどうかは必ずしも明らかでない。またここでは、第三者割当増資による株主構成の変化が企業価値にどのような影響を与えるかということも明示的には分析していない。これらは今後に残された課題である。

注

- 1) 優先株式も第三者割当増資によって発行される場合が多い。以下ではとくに断らない限り、第三者割当増資といえば普通株式によるものとする。
- 2) Wruck (2008) によるとアメリカでは 1995 年から 2006 年の 12 間に第三者割当増資 (private placements of common equity) は件数で 21.4 倍、金額で 47 倍というように大幅な増加を示している。
- 3) Kato and Schallheim (1993) によると、調達 (発行) 額で見ても 1970 年においては株主割当増資が 8 割弱と全体のほとんどを占めていた (公募は 20%、第三者割当は 1%)。1988 年においては株主割当と公募の比率が逆転するが、第三者割当は依然として低く 3% に留まっている。
- 4) 具体的な事例については日本経済新聞 (2007/08/11 および 2009/04/23)、こうした事態を受けて東証が導入する第三者割当に関する新ルールについては脚注 11 を参照。
- 5) それに対して Kang and Stulz (1996)、Cooney et al. (2003) は日本では株価はプラスの反応を示すことを見いだしている。
- 6) 公募の場合はアナウンスメント時の超過リターンもマイナスであるから、公募では過小反応 (投資家は割高であることを認識するが、その評価は過小) ということになる。
- 7) 株主割当と第三者割当の選択に関しては、Cronqvist, and Nilson (2005) は創業者一族の持株比率の希薄化が重要な要因になることを示している。
- 8) Kato and Schallheim (1993) は増資後上場廃止となった企業は除外しているが、ここではそうした企業もサンプルに含める。ここでのサンプルでは債務超過などの各市場の上場基準抵触や合併によって上場廃止になった企業は 8 社ある。
- 9) ほとんどの場合優先株式も第三者割当によって行われる (ここでのサンプルではすべてがそうである)。ただし投資家が普通株の割当先と同じとは限らない。

- 10) 研究によってどの日を市場価格とするかは多少異なるが、数日間での株価変動は平均すると非常に小さいためこの選択の違いが分析結果に影響することはほとんどないと考えられる。
- 11) 希薄化率（発行数を発行済み株式数で割った値）でいうと、最大は300%（3倍）である。会社法では、発行可能株式総数は発行済み株式総数の4倍が上限と定められている。そして定款で定めた範囲内であれば取締役会の決議で第三者割当増資を実施できる。この点について東証は、1) 希薄化率が300%を超える場合、株主の利益を侵害するおそれが少ない場合を除いて上場廃止にする、2) 発行済み株式数の25%以上の株式を発行する場合経営陣から一定程度独立した者から第三者割当増資の必要性や相当性に関する意見を入手するか、株主総会決議など株主の意思確認を求める、などを内容とする新ルールを平成21年8月24日施行した。この背景については脚注の3を参照。ちなみにアメリカでは、総議決件数の20%を超える株式を発行する場合には原則として株主総会での決議が求められる。
- 12) 商法（第280条第2項）は、発行価格が市場価格を大幅に下回る場合には株主総会での特別決議が必要と定めている。日本証券業協会が定めた自主ルールでは、取締役会直前日の価格の90%以上を原則とするとなっている。こうしたケースに該当する場合には、取締役会決議は後日開催の臨時株主総会で承認・可決されることを条件にしている。
- 13) ここでのサンプルではプレミアムになったケースは35件（12.0%）である。後で報告するように、増資のアナウンスメントのかなり前から平均して発行企業の株価は上昇する傾向がある。したがって直前の市場価格としてもっと前のものを基準とすればプレミアムのケースは減少するかもしれない。
- 14) 一般的に流動性がそれほど高くない新興市場での発行が過半を占めることを考えると、この点は無視できないと思われる。
- 15) このうち36件は1年間に複数回の増資を行っているが、最初の1回目以外をサンプルから除外しても結果はほとんど変わらない。
- 16) これらの結果はHerzel and Smith（1993）とほぼ同様である。Anderson（2006）はリスクの指標として増資前の株式リターンの分散を変数として使い、プラスで有意な結果を得ている。しかし投資家が株式を分散保有している場合には、個別株式のリターンの変動よりも市場リターンとの連動性がより重要と考えられる。
- 17) Herzel and Smith（1993）ではこの係数はマイナスで限界的に有意（p値は0.06）になっている。
- 18) データは『株価CD-ROM』から得た。この間に株式分割あるいは株式併合があった場合は、調整係数を用いて株価を修正した。
- 19) アナウンスメント前の超過リターンがプラスになることは多くの研究でも示されている。ニュージーランドに関してアナウンスメント日周りでは有意でないという結果を報告しているAnderson et al.（2006）においても、その前の5日間では超過リターンは3.94%（5%水準で有意）となっている。
- 20) 式の導出方法についてはWruck（1989）の付録参照。
- 21) 調整後超過リターンの平均値、中央値はそれぞれ、13.82%、4.32%である。
- 22) 増資目的が業務提携に伴う資本提携である場合にはそうでない場合と比べて市場は異なった反応を示すかもしれない。そこで業務提携目的の増資をダミー変数として加えて再推計を行ったが、有意な結果は得られなかった。

参考文献

- Anderson, H., 2006, Discounted private placements in New Zealand: Exploitation of fair compensation? *Review of Pacific Basin Financial Market and Policies* 9, 533-548.
- Anderson, H., Rose, L., Cahan, S., 2006, Differential shareholder wealth and volume effects surrounding private equity placements in New Zealand, *Pacific Basin Finance Journal* 14, 367-394.
- Brooks, L., Graham, J., 2005, Equity private placements, liquid assets, and firm value, *Journal of Economics and Finance* 29, 321-336.
- Chen, S., Ho, K., Yeo, G., 2002, Wealth effects of private placements: Evidence from Singapore, *The Financial Review* 37, 165-184.
- Cooney, J., Kato, K., Schallheim, J., 2003, Underwriter certification and Japanese seasoned equity issues, *Review of Financial Studies* 16, 319-352.
- Cronqvist, H., Nilsson, M., 2005, The choice between rights offerings and private equity placements, *Journal of Financial Economics* 78, 375-407.
- Goh, J., Lee, H., Liu, F., 1999, Private placements of common equity and earnings expectations, *The Financial Review* 34, 19-32.
- Herzels, M., Smith, R., 1993, Market discounts and shareholder gains for placing equity privately, *Journal of Finance* 48, 458-485.
- Herzels, M., Lemmon, M., Linck, J., Rees, L., 2002, Long-run performance following private placements of equity, *Journal of Finance* 57, 2595-2617.
- Kang, J., Stulz, R., 1996, How different is Japanese corporate finance? An investigation of the information content of new security issues, *Review of Financial Studies* 9, 109-139.
- Kato, K., Schallheim, J., 1993, Private equity financings in Japan and corporate grouping (keiretsu), *Pacific Basin Finance Journal* 1, 287-307.
- Lee, H., Kocher, C., 2001, Firm characteristics and seasoned equity issuance method: Private placements versus public offerings, *Journal of Applied Business Research* 17, 23-36.
- Loughran, T., Ritter, J., 1997, The new issue puzzle, *Journal of Finance* 52, 1823-1850.
- Myers, S., Majluf, N., 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Smith, C., 1986, Investment banking and the capital acquisition process, *Journal of Financial Economics* 15, 3-29.
- Spiess, K., Affleck-Graves, J., 1995, Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics* 38, 243-267.
- Tan, S., Chng, P., Tong, Y., 2002, Private placements and rights issues in Singapore, *Pacific Basin Finance Journal* 10, 29-54.
- Wruck, K., 1989, Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings, *Journal of Financial Economics* 23, 3-28.
- Wruck, K., Wu, Y., 2008, Relationship, corporate governance, and performance: Evidence from private placements of common stock, Fisher College of Business Working Paper Series.

An Empirical Analysis on Private Placements of Common Equity in Japan

Atsuo FUKUDA

Abstract

In private placements, shares are sold at substantial discounts. But this does not necessarily entail adverse effects to non-participating shareholders. I find evidence that discounts reflect information costs and risk born by private investors, and private placements are associated with positive abnormal returns, which reflect favorable information about firm value.

Keywords : Private Placements of Equity, Information Asymmetry, Discount, Abnormal Return, Firm Value