

日本の優先株式発行企業の業績

福田 充 男
曹 菲

要 旨

本稿の目的は、2003年から2010年の間に優先株式を発行した企業の財務状況、特に企業業績を調べることにある。ここで得られた結果は、優先株式発行前には売上高利益率や総資産利益率は同業他社に比べて劣るが、発行後は同業他社並みに改善するというものである。この結果は好機到来仮説やマーケットタイミング仮説を支持しない。日本では優先株式は第三者割当によって行われること、そしてその発行プロセスにおいて情報の非対称性問題が軽減されることがこうした結果をもたらした一因と考えられる。

キーワード：優先株式、企業業績、情報の非対称性、好機到来仮説、第三者割当

1. はじめに

米国では優先株式は主要な資本調達手段となっている。Kallberg et al. (2008)によると、1999年から2005年において、普通株式発行額の9640億ドル（この内3740億ドルは新規株式公開によるもの）に対し優先株式発行額は8680億ドルと、普通株式にほぼ匹敵する額が発行されている。

日本においても1990年代から優先株式による資金調達が活発化している。これには1990年と2001年の商法改正そして2005年における新会社法の制定を通じて優先株式の発行についての規制が大きく緩和されたことが寄与している¹⁾。表1は1998年から2011年までの東京証券取引所上場企業による株式発行額を表している²⁾。これによると、この間の優先株式発行額は16兆4千億円（年当たり1兆2千億円）で、普通株式（新規株式公開を含む）の64%となっていることが分かる³⁾。後述するように、日本では企業による優先株式は第三者割当の形式で行われるのが一般的である。そこで第三者割当について見てみると、優先株式発行額は普通株式の1.7倍（1999年分を除くとほぼ同額）となっていることが分かる。しかし、これまでのところ、日本では優先株式発行に関する研究はあまり進んで

いないように思われる。本稿はこうした間隙を埋める試みの一つである。

表1 東証における普通株式と優先株式の発行額の推移

年	普通株式公募	普通株式 第三者割当	普通株式合計	優先株式	優先株式/ 普通株式	優先株式/ 第三者割当
1998	278,181	688,016	966,197	471,000	0.487	0.685
1999	349,715	2,347,286	2,697,001	6,989,401	2.592	2.978
2000	494,149	922,756	1,416,905	107,303	0.076	0.116
2001	1,201,483	477,176	1,678,659	216,107	0.129	0.453
2002	153,312	484,350	637,662	996,802	1.563	2.058
2003	567,236	223,161	790,397	2,532,161	3.204	11.347
2004	750,232	572,627	1,322,859	1,362,584	1.030	2.380
2005	650,847	778,055	1,428,902	1,167,769	0.817	1.501
2006	1,447,724	416,476	1,864,200	559,655	0.300	1.344
2007	456,974	662,102	1,119,076	795,543	0.711	1.202
2008	341,697	395,840	737,537	593,700	0.805	1.500
2009	4,966,829	714,609	5,681,438	474,016	0.083	0.663
2010	3,308,906	535,606	3,844,512	73,555	0.019	0.137
2011	967,813	395,151	1,362,964	69,297	0.051	0.175

注：金額の単位は百万円

それでは優先株式とはどういうものか。普通株式とどう違うのか。優先株式は種類株式の一種である。種類株式とは、株式会社が配当やその他の権利が異なる2種類以上の株式を発行した場合、その各株式のことをいうが、実際には普通株式と権利内容が異なる株式のことを指すのが一般的である⁴⁾。優先株式には普通株式よりも配当が先に（優先的に）支払われるが、議決権が与えられていないか、あるいはその行使に制約が課せられているのが一般的である。普通株式に優先するとはいえ、実際に配当を支払うかどうかは取締役会の裁量に委ねられている⁵⁾。また支払い順序は負債に劣後する。

日本においてはほとんどの場合、優先株式は普通株式への転換可能で⁶⁾、かつ転換価額（価格）は下方にのみ修正されるという、投資家にとって有利な設計になっている⁷⁾。逆に言えば、優先株式発行によって既存の普通株主が不利益を被る可能性があることを意味する⁸⁾。このように、投資家に有利な条件でしか資金の調達ができないということは、優先株式発行企業がその発行時点において財務上何らかの問題を抱えていることを示唆している。

本稿の目的は主に二つである。まず、優先株式発行時における企業の財務的特徴を同業他社のそれらと比べることによって、優先株式発行の理由を探る。そして次に、発行後の企業業績が同業他社のそれと比べどう変化するかを調べる。

こうした実証分析によって得られた結果は以下のようなものである。優先株式を発行する企業は財務の健全性において同業他社に比べて劣っている。しかし、発行後の業績は同業他社並みに回復する。

以下ではまず優先株式発行に関する先行研究を概観する。第3節では実証分析に用いるサンプルとデータについて説明する。第4節では実証方法と実証結果を示す。最後に結論を述べる。

2. 優先株式発行に関する先行研究

企業の資金調達あるいは資本構成に税制が大きな影響を与えることはよく知られている。特に利子の税控除は負債を株式に比べて有利なものにしている。しかし負債発行余力 (debt capacity) が小さいか、あるいは業績不振のために負債の節税効果を期待できない企業にとっては優先株は一つの資金調達手段となりうる。しかし普通株式ではなく、なぜ配当支払いの柔軟性が乏しい優先株式を選ぶのかというのは必ずしも明らかでない。いずれにしても、この見方からすると優先株式を発行している企業は税負担率が低いことが予想できる。Ravid et al. (2007) は Miller (1977) の議論を援用して、投資家にとって優先株式の税率が普通株式のそれより低い場合、優先株式の発行によって企業価値を高められることを示している。

米国では1993年からMIPS (monthly income preferred stock) と呼ばれる新種の優先株式が多く発行されてきた。その仕組みは次のようなものである。企業はまず特別目的会社を設立して、そこにMIPSの発行と資金調達を行わせる。そしてその資金を借入という形では特別目的会社から調達する。財務諸表上ではMIPSは優先株式として、他方、税会計上では負債として扱われる。したがってMIPSを使えば、企業は負債と同様の節税効果を享受することが出来ることになる。Irvine and Rosenfeld (2000) によると1990年代末において優先株式発行額の70%がMIPSで占められている⁹⁾。

企業が他企業から配当を受け取った場合、日本ではその50%が、米国では70%が非課税となる¹⁰⁾。こうした税制上の優遇処置のため、優先株式の保有者はほとんどが企業となっている。とりわけ法人税率の負担が大きい企業ほど優先株式を保有する誘因が大きい。

こうした優先株式に関する税制上の特徴から、優先株式を発行する企業は実効税率が低いこと、逆に優先株式を購入・保有する企業は実効税率が高いことが予想される。実際 Houston and Houston (1990) はこの予想通りの実証結果を報告している。

Heinkel and Zechner (1990) は、優先株式が企業の負債発行余力を高めることを理論的に示している。彼らのモデルによると、負債に節税効果がある場合、経営者と投資家の間に情報の非対称性が存在する下では、それは過剰な負債発行とそれによる過少投資 (Myers (1977) の意味での) を引き起こす。配当支払いを先延ばしできるという特徴を持つ優先株式を発行することで、正味現在価値が正の投資機会が現れたときに企業は優先株式配当分をその投資に回すことができる。この議論に基づけば、優先株式発行は投資家に対して発行企業に投資機会が存在することのシグナルになるため、株価

は正の反応を示すことが予想される。

これまでの実証研究の多くは、証券発行は株価に負の影響を与えること、そして発行後の企業業績は悪化することを明らかにしている。とりわけ普通株式に関しては平均して約-3%の超過リターンが発生することがよく知られている (Mikkelsen and Parch (1986)、Smith (1986) など)。そしてさらに、発行企業の株式パフォーマンスが同業同規模でマッチングされた非発行企業と比べて大きく劣ることが Loughran and Ritter (1995) や Spiess and Affleck-Graves (1995) によって示されている。また、Loughran and Ritter (1997) によると、普通株式による増資を行った企業の業績は発行前に大幅に改善を示すが、発行時近傍で頭打ちとなり、そして発行後には悪化する。Lee and Loughran (1998) は転換社債発行企業についても同様の結果を見出している。

こうした結果を説明する仮説として、Myers and Majluf (1984) の逆選択仮説、あるいは Loughran and Ritter (1997) の「好機到来」仮説 (windows opportunity hypothesis) あるいは Baker and Wurgler (2002) のマーケットタイミング仮説がある¹¹⁾。この考え方によると、経営者が得ている私的情報から見て現在の株価が割高であるか、あるいは現在の好業績がすでにピークを打っているときに、企業は証券を発行するということになる。

優先株式発行に対しても普通株式の超過リターンが負となることを示す研究は多い¹²⁾。しかし、Kallberg et al. (2008) によると、その程度は普通株式発行の場合に比べて大幅に小さく、その程度は負債発行の場合に見られる超過リターンの大きさに近い。Masulis (1980) によると、企業が優先株式を自社普通株式と交換するために発行した場合、超過リターンは有意に正となる一方、負債と交換するために発行した場合は有意に負となる。これは前者の場合は優先株主から普通株主への価値移転が、そして後者の場合は普通株主から債権者への価値移転が起こるということを示唆していると述べている。Irvine and Rosenfeld (2000) は、優先株式による調達資金を負債返済に充てた場合には超過リターンは負になること、そしてこの負の効果は負債の格付けが低い企業ほど大きいことを報告した上で、このことは銀行が借手企業に対して有益なモニタリング機能を提供しているという仮説と整合的であると主張している。Linn and Pinegar (1988) は産業によって株価の反応が異なることを示している。彼らによると、公益業では有意ではない。商工業の場合は有意に負となる。金融業では有意に正となる。

優先株式発行後の長期リターンを分析したものに Howe and Lee (2006) がある。彼らの実証結果によると、優先株式発行企業の普通株式超過リターンが負になる期間は発行後1年目だけであり、2年目と3年目には負の超過リターンは見いだせなくなる。Kallberg et al. (2008) も発行後3年間の普通株式および業績のパフォーマンスはコントロール企業のそれらと比べて統計的に有意な差は見いだせないとしている。同様に、Lee and Johnson (2009) も、発行企業の業績は発行年まで悪化した後、発行年に底を打ち、その後徐々に回復するという結果を得ている。これらの結果は優先株式発行企業の

普通株式のアンダーパフォーマンスが一時的なものにとどまるという Howe and Lee (2006) の結果と整合的である。

以上の研究はいずれも公募で発行された場合を対象としている。しかし、日本においては優先株式のほとんどは第三者割当方式で発行されている¹³⁾。不特定多数の投資家を対象とする公募と異なり、第三者割当（私募）の場合には、投資家が発行企業の財務内容や将来性に関して情報を精査した上で引受けるために、企業（経営者）と投資家間の情報の非対称に起因する逆選択問題は大幅に軽減されると考えられる。また、増資を引き受けた投資家が大株主として発行企業のコーポレートガバナンスを強化することで外部投資家も利益を受けるという側面も考えられる¹⁴⁾。Wruck (1989, 2008) は、普通株式の第三者割当増資はプラスの超過リターンを伴うことを報告している¹⁵⁾。Hertzel et al. (2002) は、企業は相対的に業績が良くない時期の後に第三者割当で株式を発行すること、そして発行後はわずかながら業績が改善する（ただし産業平均に比べて有意に低いままにとどまる）ことを見出している。

3. サンプルとデータ

本稿では 2002 年から 2010 年を分析期間とし、その間に優先株式を発行した上場企業でなおかつそのことが日本経済新聞（主に財務短信欄）に掲載されたものを対象とする。この期間において日経テレコンで確認された件数は 62 件（59 社）である。この内以下のどれかに該当する企業はサンプルから除外する。(1) 同時に普通株式や転換社債を発行している¹⁶⁾、(2) 発行の前 1 年と後 2 年間（延べ 4 年）の間に複数回発行している、(3) 発行直前に他社の完全子会社になっている、(4) 発行前年の財務データが入手できない。こうした手続きの結果残ったサンプルは 39 件（社）となる。また、2011 年発行の企業がサンプルから除外されるために分析期間は 2003 年から 2010 年となる。

発行企業が属する産業は水産・農林からサービスまで 14 の業種に幅広く分布している¹⁷⁾。ただし大きな産業分類でいうと、これらはすべて商工業（industrials）で、金融業（financials）や公益事業（utilities）に属する企業はここでのサンプルには含まれていない¹⁸⁾。Houston and Houston (1990) によると、米国でも 1980 年代以降、発行主体が属する産業は公益事業や金融業から商工業にシフトしている。1999 年から 2005 年を分析期間とした Kallberg et al. (2008) では、公益事業と商工業の割合はそれぞれ 27% と 39% となっている（ただし日本で一般的な転換型優先株式の場合）¹⁹⁾。

優先株式の発行（調達）額、割り当て先²⁰⁾、発行条件などに関する情報は各企業が各証券取引所に提出した適時開示情報に基づく。このうち、アルデプロ（不動産業、マザーズ上場）の優先株式発行は、事業再生 ADR 手続の一環として無担保債権部分の一部を株式の出資目的とする債務の株式化（DES）として行われたものであり、実際にはアルデプロに現金による払い込みはなされていない²¹⁾。また、ダイキサウンド（卸売、発行当時 JASDAQ 上場、現在はフォント・ホールディングスの子会社）

は払込金額約 2 億円のうち DES による現物出資が約 1 億 6 千万円で、現金による払い込みは残り約 4 千 6 百万円となっている。

表 2 優先株式の発行額と発行比率

	平均値	中央値	最大値	最小値
発行額 (億円)	224	51	3,000	2
発行比率	0.4649	0.273	1.50046	0.02874

注：発行比率 = 発行額 / 株式時価総額

表 2 は発行額に関する基礎統計を示す。ただしアルデプロは除外している。また、ダイキサウンドに関しては現金による払い込みだけを計算に入れている。表の上段を見ると、発行額の平均値は 224 億円、中央値は 51 億円で、分布が右に重くなっていることが分かる。また、最大は 3 千億円なのに対し最小は 2 億円とかなりのばらつきが存在する。

表の下段は株式時価総額に占める発行額の割合を示したものである。平均値は 46.5%、中央値は 27.3%で、全体として時価総額に対して相当な金額の調達を行っていることが分かる²²⁾。最大はオーミケンシ（繊維製品、東証および大証二部上場）で時価総額の 1.5 倍に当たる発行を行っている。また 6 社が時価総額を超える調達を行っている。

4. 実証分析

これまでの分析から、優先株式が投資家（引き受け先）にとって有利な設計になっていること、そしてまた企業規模に対して相当な額の発行が行われていることが分かる。こうした結果は、発行前に多くの企業が財務的に困難な状況に陥っていたために大規模な資本増強に迫られていた可能性を示唆している。もしそうであるならば、仮に投資家が有利な条件で優先株式を購入できたとしても、その後発行企業の業績が回復しなければ結局は損失を被ることになってしまう。実際、第 2 節でみたように、多くの研究は普通株式を初めとする証券発行の後に発行企業の業績が悪化することを示している。

そこでまず、優先株式発行の前年度において企業の財務状況がどのようなものであったかを調べる。以下では財務指標として、短期的な支払い能力を示す流動比率（流動資産 / 流動負債）、債務超過に陥る可能性（あるいはすでに陥っている状況）を示す負債比率（負債 / 総資産）、企業業績を表す指標として総資産利益率（営業利益 / 総資産）と売上高利益率（営業利益 / 売上高）を用いる。

表3 優先株式発行企業の財務状況

(A) サンプル企業				
	平均値	中央値	最大値	最小値
流動比率	1.014	0.8895	3.0991	0.1221
負債比率	0.8829	0.9295	1.5993	0.3243
総資産利益率	-0.0364	0.0146	0.0613	-0.35
売上高利益率	-0.0639	0.0131	0.0586	-1.2409
(B) 同規模同業企業				
	平均値	中央値	最大値	最小値
流動比率	1.1779	1.1991	1.7823	0.8469
負債比率	0.6076	0.5609	0.817	0.3091
総資産利益率	0.0321	0.0286	0.789	-0.002
売上高利益率	0.0396	0.0317	0.1587	-0.0211

表3の各行の上段は発行企業の財務指標を、下段は同規模同一産業のそれを表す²³⁾。発行前年度の流動比率は平均値で見ると1.014と1をわずかながら上回っているが、中央値で見ると、0.890と1を割り込んでいる。また、同業他社の平均値1.18と中央値1.20と比べるとかなり低いことが分かる。負債比率に関しては、平均値が0.883、中央値が0.930と、自己資本が著しく乏しくなっている状況が見てとれる。実際に発行前年度において債務超過に陥っている企業は7社に上る²⁴⁾。また同業他社と比べると、平均値で0.28ポイント、中央値で0.37ポイントも上回っていることが分かる。

業績に関しては、総資産利益率と売上高利益率の平均値はそれぞれ-0.037と-0.063とマイナスになっている。また営業利益が赤字になっている企業は14社で全体の35.9%を占める²⁵⁾。赤字企業が4割以下しかないのに、平均値で利益率がマイナスになっているのは、極端に業績が悪い企業がいくつか存在するためである²⁶⁾。実際、中央値で見るとそれぞれ0.015と0.013となっている。ただし、中央値で見ても同業他社に比べるといずれも半分以下の業績しか上げていないことが分かる²⁷⁾。

こうした事実は、財務的苦境を脱するための手段として企業が優先株式を発行したことを示唆している。これは、現在好調な（しかし今後悪化が見込まれる）業績の下で行われる傾向がある普通株式による増資（Loughran and Ritter（1995）や転換社債の発行（Lee and Loughran（1998））と対照的であり、日本における優先株式発行に関しては好機到来仮説は妥当しないことを示している。

それでは、財務的困難に陥っている企業が発行しようとする優先株式を投資家はなぜ購入するのか。一つには、第1節で説明したように優先株式が投資家にとって有利な設計になっていることが挙げられる。しかし、もし発行企業の業績低迷が続くか、あるいはさらに悪化する場合には、配当を得られなくなるかもしれない。また、最悪の場合には株価が転換価格の下限を割り込み、大きなキャピタル

ロスを被ることになる。こうした懸念は、企業と投資家の間の情報の非対称性が大きいと考えられる公募の場合にはより強くなるであろう。

それに対して第三者割当の場合には、投資家（引き受け側）は発行企業の経営内容や見通しについて詳細な情報を得る立場にあるため、情報の非対称性の問題は相当程度回避できるであろう。実際、日本ではほとんどの優先株式は第三者割当によって発行されている。そして詳細な情報分析の結果、発行企業の業績回復が見込めると判断できれば、投資家は資金提供を行おうとするであろう。あるいは、当面は議決権がなくても、普通株式転換後に大株主となることを背景に経営に関与できるかもしれない。これらが、投資家が業績不振企業の優先株式を購入するもう一つの（恐らくより重要な）動機と考えられる²⁸⁾。

そこで次に優先株式発行前後の流動比率、負債比率、利益率を見してみる。以下ではこうした研究の標準的な手法に従って中央値について報告する²⁹⁾。そして、発行企業の財務変数が同規模同業他社と比べて有意な差があるか（有意にゼロと異なるか）どうかはウィルコクソンの順位和検定（Wilcoxon signed rank test）を用いて調べる³⁰⁾。

表4 優先株式発行前後の企業業績

年度	流動比率	負債比率	総資産利益率	売上高利益率
-1	-0.233 (0.0132)	0.271 (0.0001)	-0.019 (0.0001)	-0.024 (0.0001)
0	-0.090 (0.9632)	0.214 (0.0002)	-0.021 (0.0001)	-0.027 (0.0001)
1	-0.164 (0.7258)	0.193 (0.0004)	-0.00003 (0.2777)	-0.010 (0.0208)
2	-0.115 (0.6486)	0.171 (0.0029)	-0.001 (0.9126)	-0.004 (0.2584)

注：括弧内は p 値を表す。

表4は各産業調整済み変数について、発行前年度から発行2年後までの4年間の推移を示す³¹⁾。これを見ると、流動比率は発行前年度(-1)において同業他社より0.23ポイント低く、その差は1%水準で有意となっている。しかし発行年度(0)では差は0.09にまで縮まり、有意ではなくなることが分かる。発行翌年度(+1)と翌々年度(+2)も依然として同業他社よりも低い水準で推移するが、それらの差はやはり有意ではない。つまり、優先株式発行の結果、少なくとも短期的に見た財務の健全性は同業他社並みにまで改善することが分かる。

発行前年度の負債比率は同業他社と比べて0.27ポイント低い((p値は0.001以下)。発行年度、翌年度、翌々年度にはそれぞれその差は0.214、0.193、0.171と年を追って縮小するが、いずれも1%水

準で有意である。この結果は、過大な債務を同業他社並みに削減するには相当な時間がかかることを示している。

発行前の業績は同業他社に比べて大きく劣ることが見てとれる。総資産利益率と売上高利益率は同業他社よりそれぞれ 0.019、0.024 だけ低い値にとどまっている（いずれも 1%水準で有意）。発行年度においてもそれぞれ差は -0.021、-0.027 であり、ほとんど改善されていない（いずれも 1%水準で有意）。しかし発行翌年度には利益率が改善していることが分かる。総資産利益率でみると同業他社との差はほぼゼロ（p 値は 0.278）となっている³²⁾。売上高利益率の差は -0.010（p 値は 0.208）で、やはり統計的に有意ではない。翌々年度においても、同業他社との差は依然として負であるものの、その差は有意ではない（総資産利益率と売上高利益率の p 値はそれぞれ 0.228 と 0.913）。このように、日本では優先株式を発行した企業の業績は発行後に同業他社並みに回復する傾向があることが分かる³³⁾。

この結果は、普通株式や転換社債の発行後に業績が悪化するという研究結果（Healy and Palepu (1990)、Loughran and Ritter (1997)、Lee and Loughran (1998) など）と対照的である。また、優先株式発行後に業績は緩やかに回復するものの、非発行のマッチング企業との差は解消されないことを見出した Lee and Johnson (2009) の結果とも異なる。

こうした違いが生じる要因の一つとして、前述のように日本においては優先株式の発行が第三者割当によって行われてきたということがある。第三者割当の下では、詳細な企業情報にアクセスできる投資家は将来の業績回復が見込めるか、あるいは潜在的な大株主としてそのための道筋をつけられると判断した場合に優先株式を引き受けると考えられる。ここでの実証結果はこうした解釈と整合的である。

最後に、優先株式の相対的発行規模（以下、発行比率 = 発行額 / 時価総額）と財務状況との関係について回帰分析を行う³⁴⁾。短期的あるいは長期的に支払い能力に不安を抱える企業ほど、そしてまた業績が悪化している企業ほどより多くの資金を必要とするであろう。また、財務内容が同じでも、規模が大きい企業ほど倒産リスクが小さく、そして優先株式発行以外で資金調達できる可能性が高いと考えられる。ここでは Hovakimian et al. (2007)、Ravid et al. (2007) にならって企業業績の代理変数として総資産利益率を、企業規模の代理変数として株式時価総額（ただしその自然対数を取ったもの）を用いる。そうすると、発行比率を被説明変数、流動比率、負債比率、総資産利益率、株式時価総額（いずれも前年度）を説明変数とした場合、それぞれの係数は負、正、負、負となることが予想される。

表5 優先株式発行比率の決定要因

説明変数	予想される符号	係数	t 値
定数項		0.6789	1.41
流動比率	(-)	0.1594	1.21
負債比率	(+)	0.3362	1.15
総資産利益率	(-)	-1.4884	-2.31
株式時価総額	(-)	-0.0723	-2.27
F 値		4.68	
調整後 R ²		0.2848	

表5は優先株式発行率に関する回帰分析結果を示す。これによると、流動比率の符号は予想に反して正であるが、有意ではない。負債比率の符号は予想通り正であるが、有意でない。利益率と株式時価総額の符号はともに予想通り負であり、5%水準で有意となっている（t値はそれぞれ-2.20と-2.13）³⁵⁾。

この結果は、業績が悪い企業ほど株式時価総額に対して規模の大きい優先株式を発行しようとすることを示している。それに対して、流動比率や負債比率と発行規模の間には明確な関係は見られない³⁶⁾。现阶段ではこれに関して明確な説明を与えることはできない。

5. 結論

日本では1990年代後半から優先株式による資金調達が発達しており、増資の主要手段の一つとなっている。それにもかかわらず、現在のところ、日本では優先株式発行に関する研究はあまり行われていない。そこで本稿では、2003年から2010年をサンプル期間として、どのような企業が優先株式を発行するのか、発行後の企業業績はどのように変化するのか、ということについて実証分析を行った。

本稿で得られた結果は以下のようなものである。まず、流動比率、負債比率、利益率で見た財務内容は同業他社に比べて大きく劣る。また、株式時価総額に対して中央値で27%の金額を調達している。つまり、財務的困難に陥っている（あるいは陥りつつある）企業が自己資本増強の手段として相当な規模の優先株式を発行する傾向がある。次に、発行後の財務内容の変化に関しては、利益率は同業他社並みに回復する。それに対して米国では、業績が好調な間に証券を発行するという、好機到来仮説（windows opportunity hypothesis）を支持するような研究が多いが、本稿での結果はこの仮説を支持しない。日本では優先株式の発行が、情報の非対称性の問題を除去ないし緩和すると考えられる第三者割当によって行われるという事情がこうした違いを生む一因となっていると考えられる。

しかし、第三者割当による増資は普通株式でも可能である。なぜ企業は普通株式ではなく優先株式

による増資を選んだのか、あるいはここで得られた結果が普通株式の第三者割当増資にも当てはまるのかどうか、といった問題について本研究は明示的な分析を行っていない。これらは今後に残された課題である。

注

- 1) 1990年の商法改正によって、優先株の配当額は優先配当額の決定は取締役会決議で行えるようになった。また、ある種類株式に別の種類株式への転換権をつけて発行する場合も、転換の条件や期間は取締役会で決定できることとなった。2001年の商法改正では、種類株式の内容の要綱だけを定款で定め、具体的な内容は取締役会で決定できるような簡素化が認められた。
- 2) したがって JASDAQ などの東証以外で発行されたものは含まれていない。
- 3) ただし、1999年には銀行に対する公的資金注入の手段として政府に対して優先株式が発行されている。仮に1999年の分をすべて除いて計算すると37%となる。この年に限らず1990年代の発行主体は自己資本比率規制を満たす必要に迫られた銀行であり、銀行以外の企業による発行が活発になるのは2000年代に入ってからである。
- 4) 優先株式以外に劣後株式、子会社連動株式などがあるが、日本では優先株式以外の種類株式はほとんど発行されていない。
- 5) ただし、累積型では支払われなかった配当は翌年度以降に持ち越される。
- 6) 米国では転換権（と満期）のない straight preferred stock と呼ばれるタイプのものもある。Kallberg et al. (2008) によると、これを発行するのはもっぱら金融業（銀行、保険、REIT、投資銀行など）と公益事業に属する企業である。
- 7) しかし同時に下限転換価格も設定されているのが通常である（例えば、日本航空の場合は当初転換価額の50%、丸紅の場合70%に設定されている）。株価がこの下限を下回ると、投資家はキャピタルロスを経験することになる。
- 8) この点に関して日本航空は、「第三者割当による株式発行のお知らせ」（2008年2月29日）の中で、転換に伴う普通株式の希薄化の可能性に触れながらも、優先株式発行が結果的には普通株主を初めとするステークホルダーの利益に資するとして、依存株主に理解を求めている。
- 9) ただし、現在ではMIPSをこうした税金逃れの手段（tax shelter）として使うことは認められていない。
- 10) 日本では法人税法第23条で受取配当等の益金不算入と呼ばれているものである。
- 11) windows opportunity という言葉には、この機会を逃せばこうした好機は二度と訪れないという意味も含まれるといわれる。
- 12) Mikkelson and Parch (1986) では、超過リターンは正となっているが統計的に有意ではない。またサンプル数は12と少ない。
- 13) 1990年代は銀行が自己資本増強のために公募で発行したが、2000年代以降現在まで公募発行したのは伊藤園だけである。
- 14) 優先株式は議決権がないかあるいは制約されているが、普通株式への転換後は当然議決権が発生する。
- 15) ただし Kang et al. (1999) は日本企業のデータを用いて、普通株式の第三者割当増資を行った企業の長期株式パフォーマンスはコントロール企業よりも劣ることを示している。

- 16) これに該当するのは 17 件 (15 社) であり、全体の 1/4 強に当たる。
- 17) 最多は小売の 8 社である。普通株式同時発行企業などを含めると 17 業種に及ぶ (最多は電気機械の 10 社)。
- 18) この期間に限らず、日本では公益事業会社で優先株式を発行している企業は存在しない。また、銀行による発行は 1990 年代後半に集中している。
- 19) 米国では、政府の規制下にある公益事業会社はたとえ優先株式が税制上不利であっても、その分を料金に加算できることが公益事業会社が優先株式を発行する理由のひとつとして挙げられる (Ross et al. (1990) など)。
- 20) ただし公募発行の伊藤園の場合は当然これに関する記載はない。また、割り当て (引き受け) 先に銀行が含まれるケースは 38 件中 22 件 (58.9%) である。銀行が単独で引き受けたケースは 8 件 (36.4%) である。
- 21) 引き受け先は、金融機関 18 社及びジーエス・ティーケー・ホールディングス・フォー合同会社、ミネルヴァ債権回収株式会社とされている。
- 22) Ravid et al. (2007) によると、米国での 1997 年から 2001 年の平均 (ただし残高ベース) は 7.9% である。
- 23) 産業平均に関するデータは法人統計季報に基づく。そこでは規模は資本金で区分されている。
- 24) また、発行年度に債務超過となった企業が 1 社ある。いずれも翌年度には債務超過を脱している。
- 25) これは、結果的に優先株式発行企業の実効負担税率を低くすることになる。
- 26) 例えばアルデプロは最小で -1.241 (-124%) である。
- 27) 米国に関しても Hovakimian et al. (2007) は同様の傾向があることを報告している。彼らによると、優先株式発行企業は負債比率が高く、また普通株式や転換社債の発行企業と異なり発行前の 2 年間の利益率は低いかあるいは負となっており、32% の企業が発行前年に赤字となっている。
- 28) 公募発行の伊藤園をサンプルから除外しても分析結果は変わらない。
- 29) Healy and Palepu (1990)、Herzel et al. (1992)、Lee and Johnson (2009) など。
- 30) 平均の検定を行っても結果は変わらない。
- 31) 法人統計季報のデータが 2009 年度 (2010 年 3 月期) までしか入手できないため、発行翌年度と翌々年度のサンプル数はそれぞれ 27 と 22 となる。
- 32) 平均で見た場合の差は -0.052 であるが、t 値は -1.65 と 10% 水準で有意ではない。
- 33) 同様の分析を差の差の検定方法を用いて行ったが、有意な結果は得られなかった。
- 34) 全額 DES のアルデプロはサンプルから除外する。ダイキサウンドについては現金払い込み分を分子とする。ただしダイキサウンドをサンプルから除外しても結果は変わらない。また分析には公募の伊藤園が含まれるが、これを除外しても結果は変わらない。
- 35) 産業調整済みの変数を使った場合もほぼ同様の結果が得られる。
- 36) 負債比率と発行率の関係が非線形となっている可能性を考慮して、負債比率の代わりに債務超過企業あるいは中央値以上の企業を 1、それ以外をゼロとするダミー変数を用いても結果は変わらない。

参考文献

Baker, M. and Wurgler, J., 2002, Market timing and capital structure, *Journal of Finance* 57, 1-32.

- Healy, P. and Palepu, K., 1990, Earnings and risk changes surrounding primary stock offers, *Journal of Accounting Research* 28, 25-48.
- Heinkel, R. and Zechner, J., 1990, The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25, 1-24.
- Hertzzel, M., Lemmon, M., Link, J. S. and Rees, L., 2002, Long-run performance following private placements of equity, *Journal of Finance* 57, 2595-617.
- Houston, Jr. A. and Houston, C., 1990, Financing with preferred stock, *Financial Management* 19, 42-54.
- Hovakimian, A., Opler, T. and Titman, S., 2001, The debt-equity choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36, pp. 1- 24.
- Howe, J. and Lee, H., 2006, The long-run performance of preferred stock issuers, *Review of Financial Economics* 15, 237-50.
- Irvine, P. and Rosenfeld, J., 2000, Raising capital using monthly income preferred stock: Market reaction and implications for capital structure theory, *Financial Management* 29, 5-20.
- Kallberg, J., Liu, C. and Villupuram, S., 2008, Preferred stock: Some insights into capital structure, Working paper.
- Kang, J.-K., Kim, Y.-C. and Stulz, R., 1999, The underreaction hypothesis and the new issue puzzle: Evidence from Japan, *Review of Financial Studies* 12, 519-534.
- Lee, H. and Johnson, D., 2009, The operating performance of preferred stock issuers, *Applied Financial Economics* 19, 397-407.
- Lee, I. and Loughran, T., 1998, Performance following convertible bond issuance, *Journal of Corporate Finance* 4, 185-207.
- Linn, S. and Pinegar, J. M., 1988, The effects if issuing preferred stock on common and preferred stockholder wealth, *Journal of Financial Economics* 22, 155-84.
- Loughran, T. and Ritter, J., 1995, The new issues puzzle, *Journal of Finance* 50, 23-51.
- Loughran, T. and Ritter, J., 1997, The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings, *Journal of Finance*, 52, 1823-50.
- Masulis, R., 1980, The impact of capital structure change on security prices, *Journal of Financial Economics* 8, 139-78.
- Mikkelson, W. and Parch, M. M., 1986, Valuation effects of security offerings and the issuing process, *Journal of Financial Economics* 15, 31-60.
- Miller, M., 1977, Debt and Taxes, *Journal of Finance* 32, 261-75.
- Myers, S., 1977, Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics* 9, 147-76.
- Myers, S. and Majluf, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Ravid, S. A., Venezia, I., Ofer, A., Pons, V. and Zuta, S., 2007, When are preferred shares preferred? Theory and empirical evidence, *Journal of Financial Stability* 3, 198-237.
- Ross, S., Westerfield, R. and Jaffe, J., 1990, *Corporate Finance*, Irwin.
- Smith, C., 1986, Investment banking and the capital acquisition process, *Journal of Financial Economics* 15,

3-29.

Spiess, K. and Affleck-Graves, J., 1995, Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics* 38, 243-67.

Wruck, K., 1989, Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings, *Journal of Financial Economics* 23, 3-28.

Wruck, K. and Wu, Y., 2008, Relationship, corporate governance, and performance: Evidence from private placements of common stock, Fisher College of Business Working Paper Series.

The Operating Performance of Firms Conducting Preferred Stock Offers in Japan

Atsuo FUKUDA

Fei CAO

Abstract

The purpose of this paper is to examine the financial conditions, especially, the operating performance of preferred stock issuers using the sample of preferred stock issues during 2003–2010. We find the return on assets and profit margin of the preferred stock issuers are substantially behind their peer firms before and in the year of preferred stock issuance, but almost catch up with them after the issuance. Thus, our finding does not support the windows opportunity (market timing) hypothesis. The result may be explained by the fact that preferred stocks are issued in private placement and in the issuing process the asymmetric information problems are ameliorated.

Keywords : preferred stock, earnings performance, asymmetric information, 'windows opportunity' hypothesis, private placement

