

# 優先株式発行に伴う株価反応と銀行の役割

福田 充 男

## 要 旨

この論文では、2003年から2012年の期間において、第三者割当て優先株式を発行するという企業の発表に対してその企業の株価がどのような反応をするか、そして優先株式引受を行う銀行がどのような役割を果たすかという問題を分析する。ここで得られた実証結果は、銀行が優先株式の引受主体に含まれている場合に発行企業の株価は上昇するというものである。この結果は、優先株式発行に際して、銀行が企業経営内容に関する情報生産、企業価値の保証、そして経営者に対する監視という役割を果たすという仮説と整合的である。さらに、クロスセクション分析は、こうした銀行の役割が財務内容の劣る企業に対して発揮されることを示唆している。

キーワード：優先株式、第三者割当て、情報の非対称性、情報生産、企業価値の保証

## 1. はじめに

2001年の商法改正以来、優先株式は企業の主要な資金調達手段の一つになっている<sup>1)</sup>。優先株式は配当などに関する権利内容が普通株式と異なる種類株式の一種である<sup>2)</sup>。優先株式は普通株式より優先的に配当が支払われる半面、議決権が制約されるという性質を持つ。これに加えて日本の優先株式の特徴として、ほとんどの場合において普通株式への転換可能で、かつ転換価額（価格）は下方にのみ修正されるという、投資家にとって一見すると有利な設計になっていることが挙げられる<sup>3)</sup>。また、公募ではなく第三者割当て（私募）形式で発行されるのが一般的である。そこで優先株式を引き受けるのは、事業・資本提携相手、投資ファンド、銀行などの少数特定の投資家である。こうした日本の優先株式の特徴は、資金調達の必要性に迫られる一方で普通株式（特に公募）や社債の発行が困難となっている企業が優先株式を発行する傾向が強いことを示唆している。

本稿の目的は、企業が優先株式発行によって資金調達を行う際にその優先株式を引き受ける銀行がどのような役割を果たすかという問題について分析することにある。具体的には、優先株式発行に伴

う普通株式の株価反応が銀行引受がある場合とない場合でどのように異なるか、またその役割は発行企業がどのような状況にあるときに発揮されるか、という問題に焦点を当てる。

一般的に、企業が証券発行によって資金調達するという発表をしたとき株式市場はネガティブな反応を示す、つまり株価が下落することがよく知られている (Mikkelson and Parch (1986)、Smith (1986) など)。この現象に関する有力な仮説は、企業 (経営者) と外部株主の間に情報の非対称性がある場合には、証券発行が発行企業の株価が割高であるというシグナルを市場に送ることとなるというものである (Myers and Majluf (1984))。優先株式の発行価格自体は普通株式の株価と独立に決定されるが、普通株式への転換価格は発行時点での普通株式の株価を基準に算定される<sup>4)</sup>。したがって、株価が過大評価されていると判断する経営者には優先株式を発行しようとするインセンティブが存在する。

こうした問題は、企業が自由に証券発行のタイミングを選べる場合に起こりやすい。逆に言えば、何らかの事情で証券発行による資金調達を迫られている企業には起こりにくいということの意味する。あるいは、情報の非対称性の程度が小さいと考えられる状況の下でもやはり問題は緩和されるであろう。証券が公募でなく第三者割当の形で行われる場合はこうしたケースに相当すると考えられる。

証券発行に伴う株価の下落を説明するもう一つの仮説として Jensen and Meckling (1976) が提唱したエイジェンシー理論がある。これによると、経営者が株主の利益を犠牲にして自らの利益追求のために調達した資金を純現在価値がマイナスの投資に使ってしまうというエイジェンシー問題のひとつの現れとして株価下落が起こるということになる。これは資金提供者の企業経営者に対する監視やコントロールが十分に機能していない場合に起こりやすいと考えられる。第三者割当による証券発行は大株主の出現ないしその影響力の増大を伴うことから、エイジェンシー問題は起こりにくい、あるいはそれを抑制することに繋がると予想される。

こうしたことから、普通株式の公募発行と異なり、優先株式発行に伴う株価反応はゼロまたはプラスとなると予想される。特に、銀行 (中でもメインバンクと呼ばれる主取引銀行) は長期・継続的な取引を通じて取引企業の健全性や将来性に関する情報を蓄積している。また大株主として企業を監視する役割も果たしている。もしそうであるならば、銀行が優先株式を引き受ける場合には株式市場はよりポジティブな反応を示すと予想される。

本稿では、2003年から2012年までの間に優先株式を第三者割当で発行した企業を対象として分析する。そこで得られた実証結果は以下のとおりである。優先株式を発行する企業は困難な財務状況に陥っており、資本増強を迫られている。優先株式発行のニュースに対して株式市場はポジティブな反応を示す。つまり全体として株価は上昇する。この傾向は優先株式の引受主体に銀行が含まれている場合により強く現れる。優先株式発行後3年間において株価が下落するという事実は観測されない。

以下、第2節では証券発行と銀行の役割に関する先行研究を概観する。第3節ではこの研究で用いるサンプルとデータについて説明する。また発行企業の財務状況と銀行引受の有無との関連を調べる。

第4節は実証方法とそれによって得られた結果を示す。最後の第5節では結論を述べる。

## 2. 先行研究

資金調達者と資金提供者の間に情報の非対称性が存在する場合、様々なインセンティブ問題が起こりうる。例えば株式発行による資金調達に際して、経営者が外部株主よりも多くの情報を持っている場合、Myers and Majluf (1984) が示したように経営者の情報から見て株価が相対的に割高となっており、企業には証券を発行しようとするインセンティブが生じる。そうすると、増資は株価が割高であるというシグナルを投資家に与えてしまうことになる。実際、企業の増資発表に対して株価が下落する（正確に言うと株式の超過収益率が負になる）という Mikkelson and Parch (1986)、Smith (1986) などの実証結果は Myers and Majluf (1984) の逆選択仮説と整合的である<sup>5)</sup>。

優先株式発行に対しても普通株式の超過収益率が負となることを示す研究は多い<sup>6)</sup>。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、負債発行の場合に見られる超過収益率の大きさに近い。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、超過収益率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。

情報の非対称性がそれほど問題とならないような状況においては、企業の資金調達は必ずしも株価に負の影響を与えとは限らない。こうした状況の一つとして、Diamond (1984) は、銀行が他の資金提供者から委託された監視者 (delegated monitor) とし情報の非対称性問題を緩和するという役割を果たすことを理論的に示している。つまり、銀行がある企業に対して貸出を承認するということは、その企業の返済能力が高いという情報がシグナルとして外部に伝わるということを意味する。

James (1987) は、企業が銀行からの借入を行うという発表に対して、その企業の株価が上昇するという結果を報告している。それに対して Lummer and McConnell (1989) は、新規貸出の場合は株価は有意な反応を示さず、借手にとって有利な条件で借り換えが行われた場合に株価は正の反応（不利な条件での借り換えには負の反応）を示すことを見出している。こうした実証結果は Diamond の仮説と整合的である。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収益率は負になること、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。

さらに Titman and Trueman (1986) のモデルが示すように、公認会計士のような外部機関が企業の質に関する保証をする役割を果たすということも考えられる。Slovin and Sushka (1988) は Titman and Trueman (1986) の理論を援用して、企業が融資枠契約などの銀行の保証付きコマーシャルペーパー

を発行するという発表をした場合に株価が上昇するという実証結果を得ている。また、日本では増資発表が正の株価反応をもたらすことの説明として Cooney, Kato and Schallheim (2003) は引受業者による発行企業の価値の証明・認定 (certification) 機能の存在を挙げている<sup>7)</sup>。

第三者割当増資 (private placement of equity) は少数特定の投資家に対して株式が割り当てられること、そして投資家は発行企業の情報を十分に精査したうえで引受に応じると考えられることから、やはり情報の非対称性の問題は存在しないかあるいは大幅に緩和されると予想できる。実際、Wruck (1989)、Wruck and Wu (2008)、Herzel and Smith (1993)、Kato and Schallheim (1993)、阿萬 (2003)、福田 (2010) は第三者割当増資発表に対して正の株価効果を確認している<sup>8)</sup>。

日本では、企業系列やその中心であるメインバンクが借手企業に関する情報生産と監視およびガバナンスという役割を果たしているという議論が多く見られる (例えば Sheard (1989) など)。実証的には、Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991) は銀行と緊密な関係にある企業の投資はそうでない企業に比べて流動性制約を受けにくいこと、また財務面で困難な状況にある場合にもより高い成長を達成することを実証した上で、銀行との関係が負債による資金調達に伴う過少投資問題を緩和することを示唆している。また Fukuda and Hirota (1996) は、メインバンクからの借入が多いほどその企業の負債能力 (その代理変数としての負債比率) が高まること、そして同時に負債比率が高い企業ほどそれに起因する資産代替問題 (企業がよりリスクの高い投資に資金を振り向けるという問題) を緩和するためにメインバンクからの借入が増えるということを明らかにしている<sup>9)</sup>。

これらに対して、銀行ないしメインバンクの役割に関して否定的な結果を示す実証研究も少なくない。Hayashi (1997) は、Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991) の実証結果に対して、それは主に資本形成 (投資) に関する推定の不正確さによるもので、より正確な推定の下ではメインバンク関係の有無は投資に影響しないという結果を報告している。

理論的な問題として Rajan (1992) が提示したように、銀行による借手企業の株式保有が銀行の支配力を強めることで結果的に企業の利益を搾取する可能性がある。Morck, Nakamura and Shivdasani (2000) は、銀行の持ち株比率が高まるにつれて企業の価値が下がること、そしてより収益性の低い投資が増加するという実証結果を見出している。

もう一つの問題として、銀行の経営者や資金運用担当者のインセンティブ問題がある。つまり、彼らが銀行株主の利益を犠牲にして自らの利益拡大を求めるというエイジェンシー問題が銀行の非効率的行動をもたらす可能性である。その一つの例示として Hiraki and Ito (2009) は、企業系列に属する資金担当マネージャーは業績の悪い企業に過剰に投資する傾向があることを実証している。さらに Peek and Rosengren (2003) は、銀行は財務内容が劣る企業に対して追加貸し出しを行う傾向があること、そしてこれらの企業の業績はその後においても依然として低迷するという見出ししている。

企業の株式発行に対応する株価反応に関して系列ないし銀行がどのような影響を与えるかという問

題に対する実証結果は一様でない。Kang and Stulz (1996) は、系列に属していない企業の超過収益率は小さくなることを示している。それに対して Cooney, Kato and Schallheim (2003) は系列に属しているかどうかは超過収益率に影響しないとしている。第三者割当増資（ただし普通株式）について阿萬 (2003) は、銀行が増資を引き受けた場合には超過収益率は低くなるという結果を得ている。

証券発行に対して株価が何らかの反応を示すとしても（あるいは示さなくても）、それが投資家の合理的な判断の結果であるとはかぎらない。もし株価上昇が証券発行という情報に対する過剰反応や過小反応であれば、いずれ株価は修正されることになる。Loughran and Ritter (1995) は、増資の場合も新規株式公開の場合も長期的な株式収益率は株式発行しなかった企業に比べて大きく劣ることを実証している<sup>10)</sup>。Hertzel, Lemmon, and Rees (2002) は、第三者割当増資についても同様のパターンを見出している。それに対して Chou, Gombola and Liu (2009) は、こうしたパターンはトービンの  $q$  が高い企業にだけ見られる現象であるという報告をしている<sup>11)</sup>。優先株式について分析したものに 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。

### 3. サンプルとデータ

本稿では2003年から2012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<sup>12)</sup>。このうち、以下の条件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など他の証券の発行を行っている。(2) 金融（主に銀行）業あるいは電力など公益業に属している<sup>13)</sup>。(3) 新聞報道日の前後3（営業）日間のいずれかにおいて株式売買が成立していない。(4) 新聞報道日以前の180日のうち半分以上において取引が成立していない。また、優先株式の引受企業にも焦点を当てるため、公募による発行（2007年の伊藤園）も除外する<sup>14)</sup>。サンプル期間中に上場廃止となった企業はサンプルに含める。こうした条件の下で残ったサンプルは46である<sup>15)</sup>。東証一部上場企業は23社で全体の半分を占めるが、これは東証全体における一部上場企業の割合とほぼ同じである。業績悪化による破綻や合併によって上場廃止となった企業は9社で、全体の2割弱という高い値を示す。

株価は東洋経済『株価 CD-ROM』から、財務データは eol から採取する。株価は株式分割・併合の影響を調整したものをを用いる。優先株式の発行額や割り当て先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。

優先株式発行規模と発行企業の財務状況に関する基礎統計量は表1で示されている。ここでは発行額の規模を株式時価総額によって標準化した比率（発行比率）で測っている。これを見ると平均的には株式時価総額の半分強の金額が発行されていることが分かる。優先株式発行時（発行年の年度末）



の財務状況は全体として悪いことも見てとれる<sup>16)</sup>。平均的には発行企業の利益はマイナスであり、長期的な財務の健全性を表す負債比率も約9割と非常に高い。短期的な資金繰りの程度を表す流動性比率も健全性の目安とされている1を割り込んでいる。つまり、日本の優先株式発行企業は負債発行余力が乏しい中で資金調達や資本増強に迫られていることを示唆している。

表1 優先株式発行規模と発行企業の財務状況

|        | 発行率    | 総資産利益率  | 負債比率     | 流動性比率   | 総資産(百万円) |
|--------|--------|---------|----------|---------|----------|
| 全体     | 0.544  | -0.046  | 0.911    | 0.956   | 344,539  |
| 銀行引受有り | 0.650  | -0.049  | 0.917    | 0.909   | 534,035  |
| 銀行引受無し | 0.438  | -0.044  | 0.825    | 1.004   | 154,073  |
| 差      | 0.213  | -0.005  | 0.092    | -0.095  | 379,962  |
| t 値    | (0.92) | (-0.05) | (2.65)** | (-0.64) | (1.64)   |

\*\* は1%水準で有意となることを示す。

表の2行目と3行目はそれぞれ優先株式の割り当て先に銀行が含まれている場合と含まれていない場合の発行規模と財務状況を示す。ここでのサンプルでは前者に対応する企業数と後者に属する企業数はともに23となる<sup>17)</sup>。この分類によると、引受先に銀行が含まれている場合の方がそうでない場合よりも、優先株式発行比率は高く、また財務内容が劣ることが見てとれるが、両者の差が統計的に有意となるのは負債比率だけであることが分かる。つまり、もともと財務的に困難に陥っている企業が優先株式を発行する傾向があるが、その中でも銀行が優先株式を引き受ける企業はよりいっそうその傾向が強いということになる<sup>18)</sup>。

#### 4. 実証結果

##### (1) 優先株式発行の発表に対する株式市場の反応

企業が優先株式発行を行うという発表をした場合、その発表や報道に対して発行の企業の株価がどのように反応するかということを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収益率で測る。市場平均株価としてTOPIXを用いる。優先株式発行は取締役会での決議を経て適時開示情報として公開される。そしてそれに関する内容が翌日の日本経済新聞の財務短信で報道されるのが一般的である。しかし、例えば有名大企業のように市場から注目度が高い場合には記者の取材に基づいて報道される場合もある。この研究では、最も早く記事が掲載された日を報道日(日付0)とする。土曜日に報道が行われた場合には対応する株価は翌営業日のものになる。

優先株式発行に関する取締役会決議の内容について報道日より先に一部あるいは多数の投資家が情報を得るということがありうる。そこで以下では株価反応を図る標準的な尺度である報道日とその前

日（日付 -1）の累積超過収益率（以下単に超過収益率と呼ぶ）に注目する。検定統計量は超過収益率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報道日の 20 日前から 180 日前までの 161 営業日とする。

サンプル全体に関するイベントスタディの結果は表 2 のパネル A に示されている。これによると、全体としての報道日周り 2 日間の超過収益率は 2.5% であり、5% 水準で有意になっている（t 値は 2.61）<sup>19)</sup>。また、46 社中 27 社（58.7%）がプラスとなっている。こうした結果は、優先株式発行前には同業種同規模企業に比べて有意に劣っていた利益率が発行後にそれらの企業とほぼ同じ水準にまで改善するという福田・曹（2013）の実証結果と整合的である。

表 2 優先株式発行に伴う累積超過収益率

| (A) 全体     |          |           |         |
|------------|----------|-----------|---------|
| N=46       | (-1,0)   | (-11, -2) | (1,10)  |
| 平均累積超過収益率  | 0.025    | 0.030     | -0.032  |
| t 値        | (2.61)*  | (1.40)    | (-1.56) |
| (B) 銀行引受有り |          |           |         |
| N=23       | (-1,0)   | (-11, -2) | (1,10)  |
| 平均累積超過収益率  | 0.047    | 0.068     | -0.014  |
| t 値        | (3.61)** | (2.14)*   | (-0.46) |
| (C) 銀行引受無し |          |           |         |
| N=23       | (-1,0)   | (-11, -2) | (1,10)  |
| 平均累積超過収益率  | -0.003   | 0.011     | -0.052  |
| t 値        | (-0.20)  | (-0.37)   | (-1.82) |

(-1,0) は超過収益率の累積期間が報道日の前日から報道にかけての 2 日間であることを示す。( -11, -2) と (1,10) はそれぞれ、累積期間が報道日前日からの 10 日前、報道日翌日からの 10 日間であることを示す。また、\*\* と \* は、それぞれ 1% 水準、5% 水準で有意となることを示す。

表 2 のパネル B は優先株式の引受先に銀行が含まれている場合の結果、パネル C は銀行が含まれていない場合の結果を示す。両者を比較すると、優先株式発行に伴って超過収益率が発生しているのはもっぱら銀行が引き受けた場合であることが分かる<sup>20)</sup>。銀行引受有りの場合には、超過収益率は 4.7% で 1% 水準で有意になっている（t 値は 3.61）。また、23 社中 18 社（78.3%）がプラスとなっている。それに対して、銀行引受無しの場合の超過収益率は -0.3% で有意ではない。銀行引受けの有無の差は 5.0% で 10% で有意である（t 値は 1.92、p 値は 0.06）<sup>21)</sup>。

この結果は、優先株式発行に際して銀行が発行企業に対する監視者あるいは発行企業の価値の保証者としての役割を果たしている（ということ市場は解釈している）という仮説と整合的である。同時に、Hiraki and Ito（2009）や Peek and Rosengren（2003）が示唆するように、銀行の経営者や資金

運用担当者が銀行株主の利益を犠牲にして経営困難に陥った企業を救済することによる銀行から企業への価値移転の効果と見ることもできる<sup>22)</sup>。しかしこうした仮説では、発行後に企業業績が改善するという福田・曹(2013)の実証結果を説明するのは困難である。また、Morck, Nakamura and Shivdasani(2000)の銀行による搾取仮説と銀行が引き受けた企業の株価が上昇するという結果とも矛盾する。

優先株式発行に伴う超過収益率には引受主体以外にも様々な要因が影響すると考えられる。以下では、優先株式発行率(優先株式発行額/株式時価総額)、財務状況を表す変数、総資産規模(その自然対数値)、救済を目的とする場合を1(それ以外を0)とするダミー変数などをコントロール変数とする<sup>23)</sup>。銀行の直接的な役割を測る変数として、銀行が引き受けた場合を1(それ以外を0)とするダミー変数(銀行引受ダミー)を用いる。銀行引受による影響の度合いは発行企業が置かれている財務状況によって異なる可能性がある。情報生産、企業価値の保証、そして経営者に対する監視という銀行の役割は企業の財務内容が悪い場合により強く発揮されると考えられる。そこでこうした効果を測る変数として、総資産利益率、負債比率および流動性比率と銀行引受ダミーとのそれぞれの交差項を説明変数として加える。

表3 超過収益率に関する回帰分析結果

| 説明変数           | 推定係数   | t 値    |
|----------------|--------|--------|
| 定数項            | -0.130 | -0.92  |
| 発行比率           | 0.037  | 4.31** |
| 総資産利益率         | 0.299  | 1.98*  |
| 負債比率           | 0.066  | 0.59   |
| 流動性比率          | 0.091  | 2.21*  |
| 総資産            | -0.018 | -0.31  |
| 救済ダミー          | -0.003 | -0.11  |
| 銀行引受ダミー        | 0.165  | 1.12   |
| 総資産利益率×銀行引受ダミー | -0.651 | -2.49* |
| 負債比率×銀行引受ダミー   | -0.052 | -0.44  |
| 流動性比率×銀行引受ダミー  | -0.113 | -2.52* |
| F 値            | 3.95   |        |
| 調整後 R2         | 0.396  |        |

\*\*と\*は、それぞれ1%水準、5%水準で有意となることを示す。

表3は報道日周り2日間の超過収益率に関する回帰分析結果を示す。発行比率の係数はプラスで有意となっている。普通株式についてであるが、阿萬(2003)も同様の結果を得ている<sup>24)</sup>。財務状況に関しては、負債比率を除いて健全性が高いほど超過収益率は高くなること、また企業規模の違いや救済目的かどうかということは超過収益率に影響しないことが分かる。



銀行引受の係数はプラスであるが、 $t$  値は 1.33 で有意ではない<sup>25)</sup>。つまり、優先株式を銀行が引き受けたという情報それ自体に対して株式市場は反応を示さない<sup>26)</sup>。それに対して、総資産利益率と銀行引受ダミーの交差項の係数は有意にマイナスとなっている。つまり、業績が悪い企業ほど銀行が優先株式を引き受けるという情報に対しては株式市場は好意的な反応を示す。流動性比率と銀行引受ダミーの交差項についても同じようなことが言える。これらの結果は、優先株式発行に際して、企業経営に対する監視や企業価値の保証という銀行の役割が主として業績が低迷している企業や短期的な資金繰りに問題を抱えている企業に対してより有効となることを示している。

## (2) 優先株式発行後の長期株式収益率

前節では、優先株式発行直後に株式の超過収益率が発生することを確認したが、ここでは長期的な超過収益率について分析する。サンプル期間は Hertz, Lemmon, and Rees (2002)、Chou, Gombola and Liu (2009)、Howe and Lee (2006) にならって 3 年間とする<sup>27)</sup>。ただし超過収益率を計算する際にこれらの研究が行っているような厳密な方法によらずに、単純に TOPIX を用いる。長期超過収益率としては買い持ち収益率を用いる<sup>28)</sup>。買い持ち収益率は  $\Pi(1+R_{it}) - \Pi(1+R_{mt})$  で定義される。ここで  $R_{it}$  は時点  $t$  での発行企業  $i$  の日次収益率、 $R_{mt}$  は同時点での TOPIX の日次収益率である<sup>29)</sup>。全期間の株価が利用できるのは 2000 年 8 月までに発行した企業で 45 社である。2 年後と 3 年後までのデータが採れるのはそれぞれ 39 社、25 社になる。

表 4 発行後の長期買い持ち超過収益率

|        | 1 年後   | 2 年後   | 3 年後    |
|--------|--------|--------|---------|
| 全体     | 0.211  | 0.196  | -0.012  |
| $t$ 値  | (1.88) | (1.26) | (-0.10) |
| 銀行引受有り | 0.257  | 0.271  | 0.057   |
| $t$ 値  | (1.83) | (1.26) | (0.29)  |
| 銀行引受無し | 0.164  | 0.116  | -0.076  |
| $t$ 値  | (0.91) | (0.51) | (-0.44) |
| 差      | 0.094  | 0.155  | -0.133  |
| $t$ 値  | (1.88) | (1.26) | (-0.10) |

表 4 は優先株式発行 3 年後までの平均長期株式超過収益率を示す<sup>30)</sup>。これによると、発行後 1 年目の収益率は全体で 21.1%、2 年目もプラスで 19.6%となっているが、いずれも 5%水準で有意ではない。3 年目はマイナスであるが、やはり有意ではない。したがって、いずれの期間においても超過収益率の平均値がゼロであるという帰無仮説を棄却できない。銀行が優先株式を引き受けた場合も同様には 1 年目においてプラスとなるが、やはり 5%水準で有意ではない<sup>31)</sup>。

いずれにしても、普通株式発行に関して Loughran and Ritter (1995) や Hertz, Lemmon and Rees (2002) が報告するような長期の超過収益率がマイナスになるということは、日本の優先株式発行に関しては観察されない。つまり、優先株式発行に対する株価反応が過小あるいは過剰である、あるいは発行時点において投資家が過度に悲観的あるいは楽観的な予想を行っていたことを示唆する証拠は見いだせないということになる。この結果は、超過収益率が負になる期間は発行後1年目だけであり、2年目と3年目には負の超過収益率は見いだせなくなるという Howe and Lee (2006) が得た結果と近い<sup>32)</sup>。

## 5. 結論

近年、優先株式が企業の資金調達手段の一つの重要な手段となっている。とりわけ、業績悪化や自己資本比率の大幅な低下に陥っているために公募による普通株式や社債の発行が困難な企業にとっては数少ない資本増強手段となっている。優先株式のほとんどが第三者割当て発行されるのもこうした事情を反映していると考えられる。

本稿では、こうした状況下での優先株式発行に対して株式市場はどのような反応を示すのか、また優先株式の引受主体に銀行が含まれている場合の反応の仕方は異なるのかという問題について分析した。もし銀行が企業経営内容に関する情報生産、企業価値の保証、そして経営者に対する監視という役割を果たすのであれば、そしてその役割が優先株式発行に際しても機能するのであれば、優先株式の引受主体に銀行が含まれている場合には株式市場はポジティブな反応をすると予想される。

本稿で得られた実証結果はこの仮説を支持するものである。さらに、こうした銀行の役割は、発行企業の業績が悪い場合や流動性比率が低く資金繰りに問題を抱えている場合ほどより強く発揮されることが示された。

### 注

- 1) この改正によって、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るようになった。
- 2) 日本では種類株式のほとんどは優先株式となっているのが現状である。
- 3) ただし下限転換価格も設定されている。
- 4) 転換価格の下方修正条項がある場合でも、株価下落に伴って自動的に適用されるわけではない。また、転換価格の下限も設定されている。
- 5) 投資機会が豊富な成長企業の場合は逆選択問題は起こりにくいと考えられる。Pilotte (1992) はこの仮説と整合的な実証結果を得ている。
- 6) Mikkelsen and Parch (1986) では、超過収益率は正となっているが統計的に有意ではない。またサンプルサイズは12と少ない。
- 7) 企業が外的要因によって証券を発行する場合にも逆選択問題は起こりにくいと考えられる。例えば自己

資本規制をクリアするために銀行が株式を発行するようなケースがこれに当たる。Polonchek, Slovin and Sushka (1991) は銀行による増資による株価への負の効果は一般事業会社に比べて有意に小さいことを明らかにしている。また、Linn and Pinegar (1988) によると、様々な規制下にある公益事業会社による優先株式発行は株価に有意な影響を与えない。

- 8) ただし Wruck は情報の非対称性問題の緩和効果よりも大株主出現によるガバナンス強化効果を強調している。
- 9) 米国の場合、財務的苦境に陥った場合に、銀行借入が多い企業ほど企業再編が成功しやすいことを Gilson and Lang (1990) が示している。
- 10) 増資発表に対して株価は下落するという事実と照らし合わせると、株式市場の反応は過少である、ということになる。
- 11) 彼らの解釈は、投資家は高成長企業の将来に関して過度に楽観的な見通しを持つことによる、というものである。
- 12) ただしその後発行取り消しを行った企業は含めない。
- 13) 様々な規制下にある銀行や電力会社は優先株式の発行の動機において他の産業に属する企業と異なると考えられるためである。先行研究も同様の理由からこれらの業種を除外している。
- 14) 伊藤園をサンプルに入れても主な分析結果は変わらない。
- 15) これらの条件の下でこの期間中に複数回発行を行った企業はないため、発行件数と発行企業数は等しい。
- 16) 優先株式発行企業の財務状況に関する分析については福田・曹 (2013) 参照。
- 17) 銀行以外の引受主体として事業あるいは資本提携の相手先企業、投資組合、経営者などがある。
- 18) この結果は Wilcoxon の順位和検定を行っても変わらない。
- 19) 報道前 10 日間の超過収益率はプラスであるが有意でなく、事前の情報漏れの可能性は窺えない。また、報道後 10 日間の超過収益率はマイナスであるがやはり有意でない。つまり報道後の株価は下振れや上振れを示さない。これは、報道日周りの株価の反応が過小あるいは過大なものではないことを示している。
- 20) この結果は、普通株式発行に対して、系列に属していない企業の超過収益率は小さくなるという Kang and Stulz (1996) の結果と一部重なる。
- 21) Wilcoxon の順位和検定によっても差は有意となる。
- 22) 普通株式の第三者割当増資について、Kato, and Schallheim (1993) は増資を引き受けた銀行の株価は下がる (超過収益率はマイナスになる) ことを見出している。
- 23) これに相当するとみなすのはデット・エクイティ・スワップや事業再生 ADR (裁判外紛争手続き) に基づく施策として発行された場合で、5 件が該当する。
- 24) ただし阿萬 (2003) では、相対的発行規模の大きさは割当比率 (発行株式数を発行後の株式で除したものの) によって測られている。
- 25) 分散不均一の可能性を考慮して、t 値は White 修正済み標準誤差に基づいて計算したものをを用いる。
- 26) 普通株式の第三者割当増資について、阿萬 (2003) は銀行引受ダミーの係数がマイナスで有意となるという結果を得ている。ただし推定モデルによっては有意ではなくなるため、頑健な結果とは言えない。
- 27) ヒューネット (現 RISE) は発行 1 年半後に株価が一桁に、そしてその 3 カ月後に 1 円になるという極端な値動きをしたためサンプルから除外する。ただしこれを入れても主な結果は変わらない。
- 28) 累積超過収益率を用いても結果はそれほど変わらない。

- 29) 2013年初から2013年8月までの株価はeolから採取したものである。
- 30) 1年後、2年後、3年後のサンプルサイズはそれぞれ45、39、25である。銀行引受有りのサンプルサイズはそれぞれ23、19、13となる。
- 31) Wilcoxonの符号順位検定によっても、超過収益率の中央値がゼロであるという帰無仮説を棄却できない。
- 32) ただし超過収益率の計算方法が異なるために厳密な比較はできない。

## 参考文献

- 阿萬弘行 (2003),「第三者割当増資と株式市場の反応について」『金融経済研究』19, 56-71.
- 福田充男 (2010),「第三者割当増資に関する実証分析」『京都産業大学論集』27, 35-49.
- 福田充男・曹菲 (2013),「日本の優先株式発行企業の業績」『京都産業大学論集』30, 35-49.
- Chou, D-W., Gombola, M. and Liu, F. (2009), Long-run underperformance following private equity placement; The role of growth opportunities, *Quarterly Review of Economics and Finance* 49, 1113-1128.
- Cooney, J., Kato, H. and Schallheim, J. (2003), Underwriter Certification and Japanese Seasoned Equity Issues, *Review of Financial Studies* 16, 949-982.
- Diamond, D. (1984), Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies* 51, 393-414.
- Fukuda, A. and Hirota, S. (1996), Main bank relationships and capital structure in Japan, *Journal of The Japanese and International Economies* 10, 250-261.
- Gilson, C., John, K. and Lang, L. (1990), Troubled debt restructuring: An empirical study of private reorganization of firms in default, *Journal of Financial Economics* 27, 315-353.
- Hayashi, F. (1997), The Main Bank System and Corporate Investment: An Empirical Reassessment, NBER Working Paper No. 6172.
- Hertzel, M., Lemmon, M., Link, J. S. and Rees, L. (2002), Long-run performance following private placements of equity, *Journal of Finance* 57, 2595-617.
- Hiraki, T. and Ito, A. (2009), Investor biases in Japan: Another pathology of Keiretsu, *Pacific-Basin Finance Journal* 17, 100-124.
- Hoshi, T., Kashyap, A., and Scharfstein, D. (1991), Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups, *Quarterly Journal of Economics* 106, 33-60.
- Hovakimian, A., Opler, T. and Titman, S. (2001), The debt-equity choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36, 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.
- James, C. (1987), Some evidence of the uniqueness of bank loans, *Journal of Financial Economics* 19, 217-235.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 4, 305-360.

- Kang, J.-K. and Stulz, R. (1996), How different is Japanese corporate finance? An investigation of information content of new security issues, *Review of Financial Studies* 9, 109-139.
- 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.
- Kato, K. and Schallheim, J. (1993), Private equity financings in Japan and corporate grouping (keiretsu), *Pacific-Basin Finance Journal* 1, 287-307.
- Linn, S. and Pinegar, J. M. (1988), The effects of 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.
- Lummer, S. and McConnell, J. (1989), Further evidence of bank lending process and capital market response, *Journal of Financial Economics* 25, 99-122.
- Masulis, R. (1980), The impact of capital structure change on security prices, *Journal of Financial Economics* 8, 139-78.
- Mikkelsen, W. and Parch, M. M. (1986), Valuation effects of security offerings and the issuing process, *Journal of Financial Economics* 15, 31-60.
- Morck, R., Nakamura, M. and Shivdasani, A. (2000), Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan, *Journal of Business* 73, 539-567.
- 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.
- Peek, J. and Rosengren, E. (2003), Unnatural selection: Perverse incentives and the misallocation of credit in Japan, *American Economic Review* 95, 1144-1166.
- Pilotte, E. (1992), Growth opportunity and stock price reaction to new finance, *Journal of Business* 65, 371-394.
- Rajan, R. (1992), Insiders and outsiders: The choice between relationship and arm's length debt, *Journal of Finance* 47, 1367-1400.
- Polonchek, J., Slovin, M. and Sushka. (1991), Valuation effects of commercial bank securities offerings: A test of the information hypothesis, *Journal of Banking and Finance* 13, 443-461.
- Sheard, P. (1989), The main bank system and corporate monitoring and control in Japan, *Journal of Economic Behavior and Organization* 5, 399-422.
- Slovin, M., Sushka, M. and Hudson, C. (1988), Corporate commercial paper, note issuance facilities and shareholder wealth, *Journal of International Money and Finance* 7, 289-302.
- Smith, C. (1986), Investment banking and the capital acquisition process, *Journal of Financial Economics* 15, 3-29.
- Titman, S. and Trueman, B. (1986), Information quality and the valuation of new issues *Journal of Accounting and Economics* 8, 159-172.
- 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.



# Stock Price Reaction associated with Preferred Stock Offerings and the Role of Bank

Atsuo FUKUDA

## **Abstract**

This paper examines the stock price reaction associated with the announcement of private placements of preferred stock and the role of bank participating in the placement. I find a positive stock price reaction to the placements where banks are involved. This result is consistent with the notion that bank has a special roles on information production, certification of firm value and monitoring managers. Further, a cross-section analysis suggests that such roles of bank are exhibited for the firms with bad financial conditions.

**Keywords :** Preferred stock, Private Placement, Asymmetric information, Information production, Certification of firm value