



ID	JJF00283
----	----------

論文名	わが国の第三者割当増資に関する実証分析
	Empirical analysis on private placements of equity in Japan
著者名	保田隆明
	Takaaki Hoda
ページ	20-39

雑誌名	経営財務研究
	Japan Journal of Finance
発行巻号	第31巻第2号
	Vol.31 / No. 2
発行年月	2011年12月
	Dec. 2011
発行者	日本経営財務研究学会
	Japan Finance Association
ISSN	2186-3792

## わが国の第三者割当増資に関する実証分析\*

保田 隆明  
(小樽商科大学)

### 要 旨

本論文では 1990 年から 2008 年 3 月までの間に発表された東証 1 部上場企業による第三者割当増資に関する発表日前後の超過株価収益率 (CAR) をイベントスタディの手法にて検証し、市場から評価される案件の特性の洗い出しを行った。結果は、発表日前後で 4.6% のプラスの CAR があり、特に筆頭引受投資家の引受割合や持分の増分が高くモニタリング効果が期待できる企業や引受投資家との間でシナジーの期待できる案件でよりポジティブに反応することを見出した。一方、業績不振・財務危機企業では CAR が高いというレスキュー仮説と内部者が引き受けることによる情報の非対称性の解消によって株価が上昇するという保証仮説は成立しなかった。わが国では第三者割当増資悪玉論が趨勢を占めているが、今回の分析ではその中身について今後詳細に分析、検討する必要性が浮き彫りとなった。

キーワード：第三者割当増資、モニタリング効果、保証効果、大株主効果、エンブレチメント

## 1 はじめに

近年、公募増資、第三者割当増資に次ぐ第三の増資手法としてライツ・イシューが注目を集めているが、公募増資、第三者割当増資のどの側面が具体的に悪いのかに関して積極的に分析された先行研究はあまり多く存在しない。特に、第三者割当増資に対する規制の動きが盛り上がってきた背景は、第三者割当増資は経営陣と引受投資家との相対交渉ですむため、その実際の中身や目的が他の一般株主からは見えにくいこと、また、近年のわが国の新興市場を中心にそれを悪用する事例が相次いだことであるが、一方で、第三者割当増資が機動的な資金調達手段として企業に重宝されてきたこともまた事実として存在する。

\* 本稿の作成に当たり、第 34 回日本経営財務研究学会 (立教大学) での討論者の井上光太郎氏 (慶応大学)、第 73 回証券経済学会 (明治大学) での討論者の三谷英貴氏 (立命館大学)、早稲田大学企業法制と法創造研究所・ファイナンス総合研究所共催セミナーの出席者の方々、そして蟻川靖浩氏、宇野淳氏、首藤恵氏、宮島英昭氏 (すべて早稲田大学)、大崎貞和氏 (野村総研) から貴重な助言を賜った。また、匿名のレフェリーの方々、編集委員長の翟林瑜氏 (大阪市立大学) から本論文の改良につながる大変貴重なコメント、アドバイスを頂戴した。以上の方々ここに記して深く感謝申し上げる。なお、本稿における誤りはすべて筆者の責に帰するものである。本研究は学術振興野村基金からの研究助成金 (2010 年) および科学研究費補助金 (若手研究 (B) 課題番号: 23730338) を受けて行っている。

第三者割当増資の功罪を判断するにおいては増資発表時の株価反応の検証、および、増資後の業績や株価パフォーマンスの実証分析が役に立つ。まず、発表前後の株価反応に関する先行研究によると、日本においても米国においても第三者割当増資の発表日前後の超過株価収益率（Cumulative Abnormal Return, 以下 CAR）は概ねプラスになることが報告されている<sup>1</sup>。特に米国においては、公募増資発表時の株価効果はマイナスであることが多くの先行研究で報告されていることと対比すると、第三者割当増資のプラス効果は際立つ。

一方、第三者割当増資は既存株主にとって功罪両面を有するため、企業特性や投資家属性によるカテゴリー分けによる分析が重要となるが、近年の当分野の実証分析では、そのあたりを丁寧に分析している。Krishnamurthy et al. (2005) では、財務危機的状態（Financial Distressed）にある企業では、発表前後の短期 CAR はプラスになるが、それ以外の企業ではプラスの短期 CAR はあまり確認できないことを報告している。Barclay et al. (2007) ではシナジーが見込まれる投資家が引き受ける案件ではプラスの CAR が発生するものの、それ以外の案件ではプラスの株価効果は観察できないと報告している。

市場から評価される第三者割当増資を案件の属性や特性を意識して詳細に分析することは、わが国のエクイティ・ファイナンスの現状を理解する上でも非常に有益である。

そこで、本論文の目的は、プラス効果とマイナス効果の両方の仮説を抱える第三者割当増資について、日本における発表時前後の株価効果を確認し、どの仮説が当てはまり、どのような第三者割当増資が市場から評価されているかを明らかにすることである。分析の結果からは主に 3 つのことが言える。一つ目は、株主による保有の集約が進む案件や引受投資家との間でシナジーの見込める案件において CAR が高いこと、二つ目は、米国の先行研究とは異なり、わが国（東証 1 部上場企業）においては業績不振企業による第三者割当増資の方が市場より評価されるという状況は見られないこと、三つ目は、内部者の引き受けによる情報の非対称性解消による株価へのプラス効果は確認できなかったことである。

本論文は、わが国の第三者割当増資について、先行研究で手付かずとなっている企業の収益状況別や投資家別、そして第三者割当増資の目的などによるカテゴリー分けで案件を分類し、その上で引受投資家の持分増加割合や引受後の保有割合に基づいた分析を日本で初めて実施するものである。本論文の構成は以下の通りである。次節にて先行研究について説明し、3 節では、本研究で使用されるデータと分析手法の詳細を説明する。4 節では 3 節で行った分析結果とその解釈を、5 節で本稿の総括を行う。

## 2 第三者割当増資に関する先行研究と本論文での分析モデル

第三者割当増資が株価に与える影響には主に四つの仮説が考えられる。それらはプラスの効果を与えるとされるモニタリング仮説、シナジー仮説、保証（certification）仮説、およびマイナスの効果とされるエントレンチメント（managerial entrenchment）仮説である。以下、それらの仮説を先行研究

---

1 Wruck (1989), Hertz and Smith (1993), Kato and Schallheim (1993), 馬場 (1997), 阿萬 (2003), 鈴木 (2008)。

をもとに整理していく。

### (1) モニタリング仮説

モニタリング仮説は、株主による保有の集中が進み経営陣へのモニター機能が働くことで、より一層社内リソースの効率的な活用が促されるというものであり、その背景にある議論は大株主効果である (Jensen and Meckling[1976])。その観点で、Wruck (1989) は第三者割当増資による保有の集中度の増加と CAR の関係に関する実証分析を実施し、保有の集中によるモニタリング効果が企業価値の増大をもたらすと結論付けている。ただ、同時に、引受投資家が企業の支配権を獲得する場合、あるいは、引受投資家が取締役会に参画する場合は企業価値にマイナスの影響があることを報告し、経営陣が株主総会などを通じて既存株主の承認を得ることなく企業の支配権や取締役会への参画権を譲ってしまうことに、既存株主はネガティブに反応すると説明している。したがって、引受投資家の持分割合が増加することでモニタリング効果が発生するものの、支配権を獲得するほどの場合は逆にネガティブな影響が発生するというのが Wruck (1989) からの示唆である。

### (2) シナジー仮説

モニタリング仮説が株主による経営の規律化やガバナンスに対する期待である一方、株主との間での事業上のシナジーの創出による将来キャッシュフローの改善を期待するものがシナジー仮説である。Barclay et al. (2007) では、第三者割当増資を引き受けた投資家との間でシナジーが期待できそうな案件において、CAR および長期の株価リターンともに高いという報告がなされている。

### (3) 保証 (Certification) 仮説

保証仮説は、第三者割当増資に応じる投資家は一般投資家よりも会社に精通しており、市場に対して当該企業の株価は適正だとお墨付き (certification) を与えているに等しいというものである。Krishnamurthy et al. (2005) は、企業の関係者 (内部者や提携先企業など) は情報獲得コストも低く、企業に関してより正確な知識があるので、これらが引き受け手となる場合は企業価値に対しての保証となるという保証仮説を展開した。実際、彼らの実証分析では関係者へ割り当てる案件の方が、純粋な第三者へ割り当てる案件よりも CAR が高いことが報告され、保証仮説を確認している。

### (4) エントレンチメント仮説

第三者割当増資は公募増資と異なり、経営陣と引受投資家との相対交渉で実行可能であるため、経営陣と当該投資家が結託しその他一般株主の利益を搾取することが構造上は可能である。特に第三者割当増資で発行される新株の価格は、市場での株価に比べるとディスカウントとなることが一般的であるため、それを対価として提供する形で自らの仲間内の投資家に株式を割り当てれば、経営陣は自らの地位の安泰化を図ることができる。そういう経営陣の私的便益の追求が第三者割当増資のモチベーションであるとするのがエントレンチメント仮説である。

Wu (2004) は、第三者割当増資に参加する投資家は公募増資を引き受ける投資家に比べて企業に対するモニタリングにより寄与しているわけではないことを示した。また、第三者割当増資をブロックトレードとの比較で分析した Barclay et al. (2007) では、大半の第三者割当増資の引受投資家がパッシブ投資家であること、およびそれらケースでプラスの株価効果は見られないことを報告している。そし

て、増資後に当該企業が買収される確率もブロックトレード案件の約半分であることを指摘し、引受投資家に対するディスカウントの提供は、経営陣の安泰化に協力してくれることの対価であると主張している。

### (5) 日本における先行研究

日本での当分野の先行研究は、Kato and Schallheim (1993)、馬場 (1997)、阿萬 (2003)、鈴木 (2008) において発表日前後の短期 CAR は平均してプラス 5% 程度となることが報告されており、米国の先行研究と同様の結果を得ている<sup>2</sup>。日本の先行研究では、米国の先行研究のようにどの仮説が成立しているかを直接立証しに行くよりも、企業グループにおける系列との関係や第三者割当増資の引き受け手に関する情報が与える影響について分析している。Kato and Schallheim (1993) は、系列内企業間での第三者割当増資の方が、系列外案件よりも発表後の株価パフォーマンスが良いことを示し、系列が系列グループ企業の株主にとってメリットがあることの裏付けであると議論している。

阿萬 (2003) では、株価反応のサンプル間の差異が、引受投資家数、および引受投資家に銀行が含まれるかによってどう変わるかを見ている。結果は引受投資家数が多いほど、また、銀行が引受投資家に含まれる場合に、CAR に負の影響があることを重回帰分析によって示した。これらの解釈としては、引受投資家数が多くなると個々の主体の支援インセンティブが低下する可能性を指摘し、また、銀行が引き受けるという事実が市場に対して発行企業の経営状況が極めて悪化している事実を露呈するという負の情報効果を主張している。

鈴木 (2008) は CAR を被説明変数とする重回帰分析を実施し、発行済株数に対する規模の係数が有意にプラスに効いている一方、TOB ダミー変数 (増資による新株割合が増資後の発行済株式数に対して 33.3% 超の発行となるもの) はマイナスに効いていることを示した。これは Wruck (1989)、Arena et al. (2007) 同様、株主総会の承認を経ずに実質的な支配権を譲り渡すことに対して市場がネガティブに反応することを示唆するものである<sup>3</sup>。

なお、阿萬 (2003) と鈴木 (2008) は、発行規模が大きいほどプラスの株価効果があることは共通している。しかし、規模のみではモニタリング仮説の立証は不十分であり、引受投資家の持分の増分で検証する必要がある。20 の引受投資家がそれぞれ発行済株数の 1% を引き受ける場合と、ひとつの引受投資家が単独で発行済株数の 20% を引き受ける場合、当然ながらモニタリングに与えるインパクトは異なるはずである。その点に関して、本研究では筆頭引受投資家の持分上昇割合や増資後の保有割合で詳細に分析している。また、議論の対象となりがちなディスカウント率や収益性などについては二つの先行研究の間に整合性が見られない。これは、一つには両社の対象期間が異なること、また、阿萬 (2003) のサンプルには東証 1 部企業のみならず東証 2 部や大証の企業、および銀行をはじめとする金融機関もサンプルに含まれていること、マーケットモデルによる CAR の計算において市場リターンとして日経平均を使っている<sup>4</sup> 影響があると考えられる。このような状況からも、企業の収益状況やタ

2 一方、広瀬・大木 (2009) では 0.9% のマイナスとなると報告しているが、他の先行研究がプラスとなっていることとの違いについては説明されていない。

3 ただし、鈴木 (2008) では発行済株数に対しての発行規模が 33.3% を超えているかどうかを検証しており、引受投資家の持分割合で確認したわけではない。

4 鈴木 (2008) は TOPIX を用いている。

イブ別で日本の第三者割当増資を分析することは、正確な現状理解のために重要である。

## (6) 本論文での仮説と分析モデル

以上、わが国の第三者割当増資に関する先行研究では、短期の株価収益率が有意にプラスであるという点では概ね共通認識はできているものの、その要因の解明という点ではまだコンセンサスが得られている状況ではない。本論文での分析においては、サンプル期間を 1990 年から 20 年弱をカバーし、かつ、サンプルを企業の収益状況や企業特性、引受投資家種別、あるいは第三者割当増資の目的に応じたカテゴリー別に分析することで、その要因を解明しようとするものである。仮説としては以下の 4 つを検証する。

まずは、日本で不景気時期と重なる 99 年以降第三者割当増資の件数が増加していること、および **Krishnamurthy et al. (2005)** では財務危機・業績不振 (**financial distressed**) 企業による第三者割当増資は市場から評価されていることを踏まえ、財務危機・業績不振企業ほど第三者割当増資の発表による株価へのポジティブ効果は高いという仮説である。これを本研究ではレスキュー仮説（財務体質改善効果）と名付ける<sup>5</sup>。二つ目の仮説は、内部者引き受けによる保証仮説（情報の非対称性解消効果）である。**Krishnamurthy et al. (2005)** によると、内部者による引き受けで一般株主との情報の非対称性が解消され、株価にプラスの効果が発生するというものであり、これのわが国での検証となる。ただし、**Kato and Schallheim (1993)** においては系列内での案件と系列外での案件では、短期の CAR に違いはないと報告しており、その結果からは日本では内部者引き受けによる情報の非対称性の解消による保証仮説は成立していないようにも見える<sup>6</sup>。内部者による保証仮説が正しければ株価にプラスの影響を与えるが、内部者が大幅に低い株価で第三者割当増資を引き受けているなどのエントレンチメント効果の影響が大きい場合は逆に株価にネガティブな影響が発生するはずである。分析において、内部者の定義としては親会社、関係会社、経営陣そして筆頭株主とする<sup>7</sup>。

三つ目は、**Wruck (1989)** で支持されたモニタリング仮説であり、第三者割当増資による株価へのプラス効果は、引受投資家の持分増加割合が高いほど大きいとする仮説である。ただし、**Wruck (1989)** では引受投資家の持分増分が 5%～25%の間ではマイナスの効果が見てとれ、かつ、支配権を獲得するほどの大規模な案件になるとマイナスの評価を受けていることから、引受投資家の持分割合と株価反応は単純な線形関係にはない可能性がある。また、日本の各証券取引所が大規模な第三者割当増資に対しての規制を導入したことは、大規模案件への懸念の表れであるが、経営の支配権の移動がコントロールプレミアムが支払われずに実施されること、あるいは株主総会の決議を経ずに実施されることは、潜

5 ただし、**Hertzel and Smith (1993)** では CAR を被説明変数とする重回帰分析において、業績不振企業に対して与えたダミー変数は符号はマイナスであったが有意ではなく、レスキュー仮説は成立しておらず、この仮説については米国の先行研究は統一した見解があるわけではない。

6 ただし、**Kato and Schallheim (1993)** では案件発表後の中期の株価推移において、系列内案件の方が系列外案件よりも高いパフォーマンスを残すことを報告しており、これは一種の内部者による保証効果である可能性はある。

7 **Krishnamurthy et al. (2005)** での内部者の定義は、他に弁護士、コンサルタント、取引先も含まれていたが、日本企業の対外発表資料からそれらを抽出するのは困難なため、データ入手が可能なものだけに限定した。

在的なエントレンチメント要因でもある。したがって本稿で検証するモニタリング仮説は、筆頭引受投資家の保有の集中度合いが高いほど株価へのプラス効果が大きい、経営の支配権獲得となる場合はその効果はネガティブに転じる、というものである。

最後の仮説は、Barclay et al.[2007]で確認されたシナジー仮説である。事業会社を引き受け手とする大株主の出現はモニタリング機能の強化に加えて発行体とのシナジー創出も可能である。特に、日本で第三者割当増資が増加した時期は M&A が定着した期間とも重なるため、企業が第三者割当増資をシナジーを目的とした M&A の手段として用いる傾向が強い場合は、シナジー効果が期待できよう。

具体的な分析モデルとしては、以下の 3 つを行う。まずは、発表日前後の CAR の測定を実施し、次に企業の収益状況や特性、引受投資家属性別に分けたカテゴリーごとでの違いを検証する。そして、最後に CAR の要因の割り出しを重回帰分析にて実施する。

### 3 本研究で使用されるデータとその属性

本論文の分析対象は、1990 年 1 月～2008 年 3 月末日までの間に取締役会決議がなされた東証 1 部上場企業による第三者割当増資である<sup>8</sup>。合計 600 案件が該当するが<sup>9</sup>、この中から以下の調整を行った。まず、ある程度の規模の第三者割当増資でないと市場でのインパクトが検証できないため、Barclay et al. (2007) を参考に増資後の発行済株数に対して 3% 以上の新株を発行する第三者割当増資のみを分析の対象とすることとした<sup>10</sup>。これにより、238 件の第三者割当増資が分析の対象外となるが、このうち 216 件に関しては第三者割当増資が公募増資と一緒に実施されたものであり、第三者割当増資の規模が小さいことから、これらは公募増資をメインとする資金調達であったと考えられる。また、米国の先行研究において、公募増資と第三者割当増資は異なる株価反応を示すことが報告されているため、その理由においても公募増資と同時に実施されたものは分析の対象外とすべきであろう。同様の理由で転換社債、新株予約権が同時に実施されたもの（それぞれ 2 案件ずつ）も分析対象から外した。その他、債権者による債務免除や債務株式化などの金融支援が同時に行われた 18 案件<sup>11</sup>、決算発表や業績予想の修正と同時に発表された 27 案件、銀行、証券、保険その他金融業種銘柄の 98 案件<sup>12</sup>、発表日を特定できない 8 案件、上場後間もなく第三者割当増資を実施したために、後述するイベントスタディに

8 その後上場廃止となった企業を含む。

9 オーバーアロットメントによる第三者割当増資案件は含んでいない。

10 Barclay et al. (2007) では、重要な持分割合として一般的に受け入れられている 5% を基準にして、増資後発行済株数に対して 5% 以上の案件を分析対象としている。ただ、日本においては 5% 未満の資本提携でも大々的に報道されることも多い(たとえば、2009 年 10 月に伊藤忠商事が小売り大手のユニーに 3% 出資して筆頭株主となり、日本経済新聞の 1 面トップ記事として扱われた)ため、3% 以上とした。

11 債務リストラと外部者による投資が同時に行われる案件では、CAR に大きなプラスが発生することが Inoue et al. (2008) によって報告されているため、債務リストラが同時発表された案件を除く必要がある。

12 阿萬 (2003) では銀行をはじめとする金融機関はサンプルに含まれていたが、金融機関における増資と事業会社における増資は意味合いが異なるため、本分析ではサンプルから除外。他の先行研究でも同様に除外されている。

て推定ウィンドウが不足する 4 案件も除外し、最終的に 168 件が分析対象となった<sup>13</sup>。第三者割当増資のデータや企業の収益、財務データ、および株価データは Quick Astra Manager を利用した。

(1) 第三者割当増資を実施した企業と投資家の関係、およびその目的

サンプルデータの案件発表時期を見てみると（表 1）、90 年代は案件数が少ない一方、99 年以降盛り上がりを見せているが、これは平成金融不況の本格化で資本注入を必要とする業績悪化企業の増加と、我が国において M&A が定着し始めたことの二つの要因が関係していると思われる。Krishnamurthy et al. (2005), Barclay et al. (2007) の分析によると、引受投資家の種別や企業との関係性が重要な要因となるので、筆頭引受投資家の内容を見てみたのが表 2 である。

表 1 サンプルの第三者割当増資発表年別内訳

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
3	6	4	1	0	2	1	0	9	16
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	計
12	14	17	14	11	14	17	24	3	168

(注) 2008年は3月まで

表 2 筆頭引受投資家の種別および発行体との関係

筆頭引受投資家の種別

金融機関 <sup>1</sup>	オーナー	事業会社	ファンド <sup>2</sup>
6	8	130	24

筆頭引受投資家と発行体の関係

関連会社	子会社	それ以外
34	12	122

案件前からの既存株主（上位10株主）による引き受け

上位 10 株主		
筆頭株主	2～10位	それ以外
58	15	95

筆頭引受投資家の増資後株主順位

筆頭株主	2位以下 <sup>3</sup>
116	52

割当先数

1社	2社	3～10社	11～50社 <sup>4</sup>	100社以上
111	18	21	15	3

- (注) (1) 銀行 4 件、生保 1 件、損保 1 件。  
 (2) ファンドには NIS (旧ニッシン) による 2 件の引受案件を含む。  
 (3) うち、筆頭引受投資家が案件後上位 10 株主に入らない案件は 4 件のみ。  
 (4) このカテゴリーでの最大割当先数は 42 社。

13 また、ほかにも M&A の一つのプロセスとして行われたものや、仕手筋やインサイダー取引の疑惑が新聞で確認できた案件も除外している。なお、本分析においてはリピート案件も含めている。最大リピート数は 1 社が 5 回、他 20 社が 2 回実施している。

これによると、大半の筆頭引受投資家は事業会社となっている。銀行が筆頭引受投資家の案件はほとんど存在しない。これは、Kato and Schallheim (1993) において、サンプルの 20% において筆頭引受投資家が銀行であったことと大きく異なる<sup>14</sup>。Kato and Schallheim (1993) の分析対象期間が 1974 年から 1988 年までであったことを考えるに、第三者割当増資の引き受け手が銀行から事業会社へと移行していることがうかがえ、この変化は持ち合い解消現象と整合的であり納得感がある。

次に筆頭引受投資家と企業の関係を見てみると、筆頭引受投資家にとって増資前にすでに発行体が関係会社であったケース<sup>15</sup>、およびすでに子会社であった件数は合計で 46 件であり、全体の 27% を占める。これらに経営者（オーナー）による引き受けの 8 件を加えた合計 54 件（32%）の第三者割当増資は内部者による引き受けとなるため<sup>16</sup>、保証仮説が正しければ株価はプラスに反応するが、エントレンチメント仮説の影響が大きい場合は逆に株価反応はネガティブ、あるいは発行価格のディスカウント率が高くなる。

一方、筆頭引受投資家が増資前から上位 10 株主であった件数は 73 件である。上述の通り、引受投資家にとって発行体が関係会社または子会社であった件数が 46 件存在したため、増資前から上位 10 株主であったもののうち、グループ関係ではないものは 27 件しか存在しないことが分かる。したがって、第三者割当増資は、すでに親子関係、または関連会社化したグループ内における持分割の増加として用いられるか、または、今まで上位 10 株主ではなかった企業が新たに資本提携や事業提携をする際に用いられる場合のどちらかが主流であることが確認できる。

なお、筆頭引受投資家が増資前も後も筆頭株主であった案件は 58 件であり、約 3 分の 1 に該当する。他方、増資前に上位 10 株主でなかった投資家が引き受けて、増資後に筆頭株主に躍り出たケースは 46 件存在する。このケースが最も市場にとってサプライズの大きい（情報効果の高い）案件であると想像される。

また、割当先数では、1 社への割り当てが最も多く、2 社への割り当てと合計すると、8 割弱を占める。少数の投資家にしか割り当てられないので、他の既存投資家は第三者割当増資の是非を判断しやすいはずである。Wruck and Wu (2009) によると、彼女らの分析対象としたアメリカの第三者割当増資サンプル 1,976 件においては 65% の案件で 1 つの投資家のみ割り当てられており、5 つ以上の投資家に割り当てられる案件は 15% でしかないと報告されている。本分析のサンプルも同じ傾向にあると言える。なお、阿萬 (2003) では引受投資家 2 社以下の案件が 245 サンプルの約半分強を占めている<sup>17</sup>。

14 阿萬 (2003) では、引受投資家に銀行が含まれている案件の割合（筆頭引受投資家とは限らない）は 24% であった。

15 関係会社の基準としては、保有持分割が 15% 以上かつ役員派遣、または 20% 以上であるが、前者の区分に該当するものはサンプル中 1 つのみである。

16 これに加えて取引金融機関が筆頭引受投資家の案件も内部者による案件に該当しうが、今回は除外した。その理由は、阿萬 (2003) において、銀行による引き受けは、企業の経営状況の悪さを対外的に知らしめる負の情報効果があることが指摘されており、純粋な内部者効果を測る際にはこれら案件は含めるべきではないと判断したためである。また、金融機関が筆頭引受投資家の案件は、1 案件を除きすべて引受投資家が多数存在し、筆頭金融機関の引受割合があまり高くない（最大でも増資後発行済株数に対して 3% 弱）。

17 阿萬 (2003) によると、地方銀行の第三者割当増資では引受投資家数が多くなる傾向があるとのことであり、本論文のサンプルでの 1 案件当たりの引受投資家数が阿萬 (2003) に比べて少ないのは、阿萬 (2003) では銀行をサンプルに含んでいるためであると思われる。

次に、新聞報道をもとに第三者割当増資の目的別に整理すると、表 3 のとおりである<sup>18</sup>。これによると、第三者割当増資の目的は引受投資家との間でのシナジー創出、または、財務危機・業績不振状況の企業の二つに大別できる。シナジー目的かつ財務危機的状況に該当することが明確な案件は 16 件存在するが、新聞で明確に報じられなくとも財務危機・業績不振企業の多くはシナジーをも目的にしているであろうことも推察され、実際はもっと多くの案件がこの 2 つのカテゴリーの両方に属すると思われる。

表 3 第三者割当増資の目的別内訳

引受者との シナジー	財務危機 業績不振 <sup>1)</sup>	持ち合い <sup>2)</sup>	成長投資 <sup>3)</sup>	負債返済 <sup>4)</sup>	拒否権 <sup>5)</sup> 獲得	支配権 <sup>6)</sup> 獲得
74	61	8	16	11	35	18

- (注) 1) うち16件はシナジー案件にも該当。  
 2) 新聞記事で持ち合いが確認できたもののみ。すべてシナジー案件にも該当。  
 3) うち7件はシナジー案件にも該当。9件のみが引受投資家の関与しない成長投資(工場建設など)。  
 4) このカテゴリーでの最大割当先数は42社。  
 5) うち5件は業績不振にも該当。6件のみが財務危機的状況の報道がなく、借入金の返済目的。  
 6) 株式を50%以上保有することになった案件、および40%台でも新聞報道により子会社化と報道されたものも含む  
 (5)、6)ともに増資後最初の事業年度末の保有割合。増資～年度末の間に追加で株式を取得した場合はそれを含む数値。)

鈴木(2008)でも指摘されているとおり、第三者割当増資を M&A の手段として活用するケースも見受けられるが、新聞報道ベースで M&A 要素の強い案件を判断すると主観的な見解が入ってしまうため、持分割合の変化でも確認することとする。一つは引受投資家が拒否権を獲得する 3 分の 1 を超える点、もう一つは支配権獲得の 50% を超える点である。ただし、支配権に関しては、新聞記事により 40% 超でも子会社化と報道されている場合は支配権の獲得と認定することとする。

35 の案件で筆頭引受投資家の持分割合が増資前に 3 分の 1 以下だったものが、増資後に 3 分の 1 超となっている<sup>19</sup>。これは実質的に友好的 TOB の代替として第三者割当増資が用いられたケースとも言え、引受投資家は TOB プレミアムを支払うことなく拒否権を取得したこととなる。ただし、TOB と第三者割当増資で大きく異なるのは、TOB では既存株式を買い取るが、第三者割当増資の場合は引受投資家の払い込む現金は会社の資産となる。この現金によって会社の将来性や事業性が向上する場合、すなわち、企業価値向上の可能性がある場合は既存株主もその恩恵を受ける。したがって、筆頭引受投資家の持分が 3 分の 1 を超える第三者割当増資のすべてにおいて、既存株主が TOB プレミアム分を取り損ねるとの議論はできず、むしろ払い込まれた現金が企業経営にどのようなプラスをもたらすかとの比較において評価されるであろう。

また、18 の案件で、筆頭引受投資家が増資後に 50% 以上を保有する支配株主となっており、このケースにおいても引受投資家は本来であればコントロールプレミアムを支払って株式を取得するところを、プレミアムを支払うことなく経営権を取得できた構図とも言える。他の一般投資家はコントロールプレミアムを得る機会を逸したこともなるが、TOB と第三者割当増資の違いと同様、その解釈には注意を要する。

18 日経新聞報道にてそのような内容が確認できるものをすべて抽出。互いに排他的ではない。

19 うち 10 件は支配権をも獲得。

## (2) サンプルの記述統計

サンプル企業の自己資本比率は平均値、中央値ともに 25% 程度であり、必ずしも低いわけではない。第三者割当増資は、自己資本ベースの脆弱な企業が自己資本の増強のために行うとは限らないことを示唆する。これは、上述の通り、第三者割当増資案件の約 3 割がグループ企業間の持分上昇のために用いられていることと併せて考えると納得がいく。実際、サンプルを直前期の当期利益が黒字か赤字かでグループ分けすると、黒字サンプル（95 件）の自己資本比率は中央値で 29.0% のところが、赤字サンプル（72 件）に限定すると同じく中央値で 16.6% となる。財務基盤強化を目的とする第三者割当増資は主に赤字サンプルにおいてのみ当てはまるであろうことが推測される。

表 4 サンプルの記述統計

	自己資本比率	総資産 営業 利益率	当期 利益率	総資産 (百万円)	時価総額 (百万円)	発行金額 (百万円)	トービンQ	PBR
平均値	26.3%	2.0%	-2.9%	336,058	99,969	17,416	0.84	3.2
中央値	25.4%	2.4%	0.2%	96,014	35,603	4,838	0.66	1.2
最大値	86.2%	18.6%	8.8%	7,883,786	2,062,393	586,000	3.88	134.2
最小値	-15.8%	-33.5%	-63.3%	1,528	1,160	280	-0.19	-77.3
標準偏差	19.7%	5.6%	10.6%	802,430	206,928	52,697	0.63	12.9
観測数	168	168	168	168	168	168	168	168

	希釈率 <sup>1)</sup>	増資後発行済 株数に対する 発行割合 <sup>2)</sup>	筆頭引受 投資家の 案件後 持分割合 <sup>3)</sup>	筆頭引受 投資家の持分 増加割合 <sup>4)</sup>
平均値	22.7%	16.5%	25.6%	13.4%
中央値	16.6%	14.3%	20.1%	10.0%
最大値	176.9%	63.9%	81.7%	80.0%
最小値	3.2%	3.1%	1.4%	-12.3%
標準偏差	22.8%	11.3%	19.8%	12.3%
観測数	168	168	168	168

## 発行価格の対市場株価ディスカウント幅

	対前日	対前20営 業日平均	対前60営 業日平均	対前120営 業日平均	CAR [-1.1]
平均値	5.4%	5.6%	6.2%	7.2%	4.6%
中央値	5.5%	5.1%	5.7%	8.2%	2.8%
最大値	55.0%	58.3%	55.2%	57.6%	41.2%
最小値	-61.7%	-34.1%	-25.0%	-52.0%	-17.2%
標準偏差	13.1%	10.8%	10.7%	13.9%	9.1%
観測数	168	168	168	168	168

(注) 1) 増資前の発行済株数に対しての新株発行割合。東証の定義。

2) 増資後発行済株式数割合。3%以上のもののみが分析対象ゆえに最小値は3%。事後の希釈率。

3) 増資後最初の事業年度終了時の四季報ベース。増資後、決算年度末までの間にTOBや既存株式を追加取得した場合は、それを含む数値。

4) 増資前に上位10株主に入っていなかった投資家は、増資前の持分をゼロと仮定して計算。

中央値ベースで第三者割当増資を行う企業の規模感を捉えると、総資産ベースで 1,000 億円程度、時価総額で約 350 億円、増資金額が約 50 億円という状況である。規模のばらつきが非常に大きい、時

価総額で 500 億円未満のケースが 103 件を占めており、第三者割当増資を実施する 6 割強の企業は機関投資家の投資対象とはならない中堅、小型銘柄であることが分かる。

増資前発行済株数に対する発行割合の数値である希釈化率は中央値ベースで 16.6% となっており、東証、大証、ジャスダックが 2009 年より新たに導入した希釈化率の基準値である 25% を超えている案件は 168 サンプル中 56 サンプルと約 3 分の 1 である。これらがもし 2009 年の取引所の上場規則の改定以降に実施されていたならば、株主総会による承認や第三者による意見書などを取得する必要があるということになる。筆頭引受投資家の案件後の持分割合は中央値で 20.1% であり、第三者割当増資後はおよそ半分の発行企業は筆頭引受投資家にとっての関連会社となることが分かる<sup>20</sup>。また筆頭引受投資家の持分の増加割合は中央値で 10.0% であり、約 1 割持分割合が増加している<sup>21</sup>。

第三者割当増資における発行価格に関しては有利発行に該当しない範囲であれば市場株価に対して一定のディスカウント（10%）を適用できるが<sup>22</sup>、ディスカウント幅は案件発表前 60 営業日前までであれば平均値ベースで 5%～6% 程度で収まっている。もしこのディスカウント幅が、引受投資家と企業の関係において、引受投資家に対する何らかの対価（保証仮説の場合は保証料的意味合いであり、エントレンチメント仮説の場合は協力費の意味合いになろう）として使われている場合は、この中身を検証すると違いが浮かび上がってくると思われる。全体としては、対前日株価に対してプレミアムで発行されている案件は 37 件、121 件がディスカウント、10 件が発表前日の株価と同じ価格での発行となっている。

CAR に関しては、発表日を 0 日（日経新聞による報道が先じた場合は報道の前日を発表日とする）と設定し、主に日本の第三者割当増資に関する先行研究を参考にマイナス 200 日からマイナス 40 日の 160 日間を推定ウィンドウとする<sup>23</sup> マーケットモデルのもと、計算された  $\beta$  値をもとに、イベント日前後 1 営業日の累積での Abnormal Return (AR) を測定した。マーケットリターンには TOPIX を使用した。CAR[-1,1] の分析結果は、平均で 4.6% 上昇（1%水準で有意）となり、米国、日本の先行研究同様、有意にプラスの結果を得た。168 サンプルのうち、CAR がプラスとなったものが 112 件、マイナス値は 56 件であった。

20 ただし上述の通り、サンプルの 3 割はもともと関係会社か親会社が引き受ける案件である。

21 持分増加割合がマイナスとなっているものが存在するが、これは保有割合を増資後の直近の事業年度末の株主構成のデータから取っているため、増資時から事業年度末までの間に他の株主が増資に応じ、相対的に持分が低下したなどが含まれる。

22 日本証券業協会は、払込金額（発行価格）に関しては、取締役会決議の直前日の株価に 0.9 を乗じた額以上であることと定めているが、直近日または直近前日までの価額又は売買高の状況等を勘案し、必要に応じて最長 6 カ月を遡った期間の平均株価に対して 0.9 を乗じた額以上を許容している（「第三者割当増資の取り扱いに関する指針」（平成 18 年 5 月 1 日））。

23 先行研究での推定ウィンドウは Wruck (1993) で [-200,-60], Kato and Schallheim (1993) で [-200,-61], 阿萬 (2003) で [-279,-30], Krishnamurthy et al. (2005) で [-250,-61], Arena and Ferris (2007) で [-298,-46], 鈴木 (2008) で [-200,-40] となっている。

## 4 CAR のカテゴリー別の分析

### (1) ディスカウント率を調整した CAR：情報効果を測定

本節では CAR のタイプ別分析を行うが、CAR を補足するものとして調整 CAR の紹介をしておきたい。Wruck (1989) は、第三者割当増資の場合は引受投資家が市場株価に対してディスカウント価格で引き受けることが多いため、一般株主にとっての CAR は 2 つのコンポーネントの複合物だとしている。一つは、市場で新たに公表された情報（第三者割当増資の発表）による企業に対する評価が変化すること（情報効果）、もう一方は第三者割当増資を引き受ける投資家に対する報酬（既存株主が支払うコスト）である。市場で観測される AR は前者から後者を案件コストとしてネットアウトしたものと理解することができる。したがって、そのコスト分（ディスカウント分）を AR に足し戻すことで第三者割当増資の発表がもたらす情報効果による CAR を測定することが可能である（Discount Adjusted AR：割引調整 AR）。そこで本稿でも Wruck (1989) に倣って  $AR_{adj}$  を算出することにする。増資後の発行済株式数に対して増資時に発行される株数割合を  $\alpha$ 、増資発表前の株価を  $P_{before}$ 、発行価格を  $P_{offer}$  とすると、 $AR_{adj}$  は以下の数式 (1) で表せる。

$$AR_{adj} = (1/(1-\alpha))(AR) + (\alpha/(1-\alpha))((P_{before} - P_{offer})/P_{before}) \quad (1) \text{ 式}$$

このように計算した  $AR_{adj}$  をベースとした  $CAR_{adj}$  は平均で 7.47%、中央値で 4.35%であった（ともに 1%水準で有意）。

### (2) カテゴリー別の分析

次にサンプルを様々なカテゴリーに分別し、それらの CAR、発行価格の市場株価に対するディスカウント率、および  $CAR_{adj}$  について見てみる。その後、それらの決定要因を第 3 節の仮説に基づいて重回帰分析によって検証し、市場から評価される第三者割当増資の種類の判別を行う。仮説に基づいて予測される分析結果は表 5 の通りである。主に業績不振企業群、発行規模、持分増加割合、内部者による引き受け効果、シナジーの有無を検証することになる。

表 5 仮説と予測される分析結果での説明変数の反応

仮説	株価に与える影響（回帰分析で検出されると思われる説明変数符号）
・レスキュー仮説（財務体質改善効果）	財務危機・業績不振企業の方が CAR が高い、あるいは収益率係数がマイナス
・保証仮説（内部者引受による情報の非対称性解消効果）	内部者による引受の方が CAR が高い、または内部者引受ダミー変数がプラス
・モニタリング仮説	引受投資家の持分増加割合が高いほど CAR が高い
・シナジー仮説	シナジーダミー変数がプラス

案件のタイプ別による CAR、対前日株価に対しての引受価格でのディスカウント率、およびディス

表 6 案件のタイプ別CAR, 引受価格プレミアム率, CAR<sub>adj</sub>の平均値

	観測数	CAR		Discount		CAR <sub>Adj</sub>	
		平均値	差の有意水準	平均値	差の有意水準	平均値	差の有意水準
全サンプル	168	4.58%	N/A	5.74%	N/A	7.29%	N/A
直前期赤字	72	4.39%	0.82	7.15%	0.13	8.56%	0.40
直前期黒字	96	4.72%		4.09%		6.65%	
内部者引受 <sup>1)</sup>	63	3.98%	0.50	3.71%	0.20	6.22%	0.39
それ以外	105	4.95%		6.41%		8.21%	
支配権or拒否権獲得	43	7.72%	0.01 ***	4.34%	0.54	14.15%	0.00 ***
それ以外	125	3.50%		5.76%		5.17%	
株主以外が拒否権or支配権獲得	14	12.58%	0.05 **	9.60%	0.09 *	26.96%	0.01 ***
既存株主が拒否権or支配権獲得	29	5.37%		1.80%		7.97%	
シナジー	74	6.29%	0.03 **	4.15%	0.28	8.50%	0.41
それ以外	94	3.23%		6.38%		6.66%	
引受投資家 1 社	111	5.69%	0.03 **	3.55%	0.01 **	7.75%	0.72
引受投資家 2 社以上	57	2.42%		9.01%		6.91%	
増資後筆頭株主	116	5.51%	0.05 **	4.42%	0.15	9.18%	0.02 **
それ以外	52	2.51%		7.58%		3.64%	
外部から増資後筆頭株主 <sup>2)</sup>	43	8.36%	0.00 ***	5.45%	0.98	14.41%	0.00 ***
それ以外	125	3.28%		5.38%		5.08%	

(注) 差の有意水準はカテゴリー内での差検定(t検定)の結果で数値はp値。\*\*\*1%有意水準, \*\*5%有意水準, \*10%有意水準。

1) 内部者引受は、筆頭株主、経営者、親会社、関係会社による引受。

2) 外部から増資後筆頭株主は、上位10株主でなかった企業が引き受けて、増資後に筆頭株主となったケース。

カウント率調整後の CAR<sub>adj</sub> の平均値の結果は表 6 のとおりである。

まず、財務危機・業績不振の代理変数である純利益で見ると、CAR、ディスカウント率、CAR<sub>adj</sub>のいずれにおいても直前期赤字企業と直前期黒字企業の間で有意な差は見られない<sup>24</sup>。これだけから判断するならばレスキュー仮説は成立していないように見える。ディスカウント率は有意ではないが赤字企業の方が高くなっており、引受投資家は赤字企業に対しては、それなりの対価を求めているものと推察される。

内部者の引き受けについては、外部者が引き受けたケースと比べて特に株価反応が高いわけではない。むしろ有意差は確認できないものの、外部者が引き受けた方がCARは高くなっており、内部者が引き受けることによる情報の非対称性の解消効果は認められない。すなわち、保証仮説は成立していないようである。ディスカウント率は、有意ではないものの、内部者引受よりも外部者引受の方が高くなっており、外部者は情報面においてハンディがある分、内部者よりも高いディスカウント幅を要求する可能性が考えられる。内部者が引き受ける案件の方がディスカウント率が高い場合は、エンタレンチメントの可能性も考えられたが、今回の分析結果はそれには該当しない。

筆頭引受投資家が拒否権や支配権まで獲得するケースと、それら以外で比較してみたケースでは、前者の方が高いCAR、CAR<sub>adj</sub>が発生している。本分析結果からは第三者割当増資においては、大規模な

24 この一連の状況は、増資直後の当期利益での赤字、黒字、あるいは直前期と当期の2期連続での赤字、黒字でのカテゴリー分けで分析しても同様の結果であった。

第三者割当増資は高い情報効果を持ち、既存株主が TOB プレミアムやコントロールプレミアムを取り逃がすことよりも、モニタリングやシナジー創出による経営改善効果および新たな現金注入による企業価値増大の恩恵を共有できることをより評価していると理解するのが正しいであろう。

なお、中身を詳しく見てみると、サンプル数が少ない分析ではあるが、上位 10 株主に入っていなかった外部企業や投資家が第三者割当増資を引き受けて拒否権や支配権を獲得するケース（株主以外が拒否権 or 支配権獲得）の方が、既存株主の引き受けによって拒否権や支配権を獲得するケースより高い  $CAR_{adj}$ （5%有意水準）、 $CAR$ （10%有意水準）が発生している。外部者による拒否権や支配権の獲得は市場にとってはサプライズ M&A 的な要素が強く、その分情報効果が大きく  $CAR_{adj}$  が高くなっているものと想像できる。このケースでは、外部者は情報劣位にあるために、引き受けに際してはより高いディスカウント率を要求しているが（差検定では有意ではないが）、それを差し引いた  $CAR$  ベースでも依然として、外部者が拒否権や支配権を獲得するケースの方が既存株主が拒否権や支配権を獲得するケースよりも高いことが分かる（10%有意水準）。

シナジーの有無でのカテゴリー分けを見てみると、シナジーがあると報道された案件の方がシナジーに関する言及のなかった案件よりも  $CAR$  が高くなっている（5%有意水準）。市場が第三者割当増資を単なる資金調達手段としてではなく、事業戦略的手段としても評価していることを表している。なお、シナジーの有無に関しては、あくまでも新聞記事ベースで割り出したものゆえに、断定的な解釈はできない。そこで、引受投資家の数で区分けしたところ、引受投資家が 1 社の方が 2 社以上の場合よりも高い  $CAR$  となっている（5%有意水準）。引受投資家が 1 社の場合は発行体とのシナジー創出が見込みやすいため、市場からの評価が高いということだと思われる。この引受投資家数に関する結果は、阿萬（2003）の結果とも整合的である。なお、引受投資家が 1 社のカテゴリーはディスカウント率が 2 社以上のカテゴリーよりも有意に低く（5%水準）半分以下であるが、これはシナジーを享受しうる分だけ引受対価として受け取るディスカウント率が小さくてよいということであろう。加えて、引受投資家が増資後に筆頭株主になるかどうかで区分けしてみたケースでは、 $CAR_{adj}$ 、 $CAR$  ともに増資後に筆頭株主になるケースの方が有意に高く（それぞれ 5%水準）、情報効果の高さとモニタリング強化、シナジー創出に対する既存株主の期待の高さの表れであると言えよう。一つ興味深いのは、増資前は上位 10 株主に入っていなかった投資家が、増資後に筆頭株主になるケース（外部から筆頭株主）において高いポジティブな反応を得ていることである。このケースではより高い情報効果が発生していると思われる。

なお、発行規模や保有の集中度合いのレベルによって  $CAR$ 、プレミアム、 $CAR_{adj}$  がどの程度影響を受けるかをまとめたものは表 7 である。これを見ても、おおむね引受投資家の増資後の持分割合や増分が大きいほど市場は高い評価をしている様子が分かる。

表 7 発行規模、保有の集中度合いとCAR, 引受価格プレミアム率, CAR<sub>adj</sub>の関係

	観測数	CAR	Discount	CAR <sub>Adj</sub>
増資後の筆頭引受投資家保有割合				
5%未満	23	1.54%	7.98% ***	2.08% *
5%以上25%未満	76	4.26% ***	5.31% ***	5.95% ***
25%以上50%未満	41	5.67% ***	3.19%	9.35% ***
50%以上	28	6.34% ***	6.76% **	13.24% ***
参考：33.3%以上	63	6.40% ***	5.66% ***	11.62% ***
筆頭引受投資家の持分増加割合				
5%未満	44	2.83% **	7.12% ***	4.28% ***
5%以上25%未満	106	4.01% ***	4.21% ***	5.82% ***
25%以上	18	12.25% ***	8.22% *	24.96% ***
発行割合（対増資後株数）				
5%未満	17	1.03%	7.03% **	1.41%
5%以上25%未満	117	4.88% ***	4.92% ***	6.44% ***
25%以上	34	5.33% ***	6.22% **	14.04% ***
参考：33.3%以上	16	5.68% *	10.48% **	20.69% **

(注) \*\*\*1%有意水準, \*\*5%有意水準, \*10%有意水準。

### (3) クロスセクションによる回帰分析

次に、クロスセクションによる回帰分析の結果は表 8 の通りである。

既存株主による案件の評価という観点で被説明変数を CAR とした回帰式を中心に見ていく。まず、レスキュー仮説については、純利益率の変数がどの回帰式でも有意な結果は得られなかった。表 5 において赤字企業、黒字企業の間で有意な差も見られなかったことと合わせると、わが国においてはレスキュー仮説は成立していないと考えられる。米国先行研究でもこのレスキュー仮説に関しては統一した見解がない状況であるが、わが国では阿萬（2003）、鈴木（2008）ともに純利益率については有意な結果ではなかったため、この点に関しては 1 つの結論を見たとも言えよう。次に内部者引き受けによる保証仮説については、保証仮説が成立している場合は内部者引受ダミー変数が正符号で有意になるはずである。しかし、回帰式 1, 3, 4 において同変数は有意な結果ではなく、むしろ、回帰式 2 においてはマイナスに有意な結果となっており、保証仮説は成立していない。この回帰式 2 の他の説明変数の状況からは、筆頭引受投資家の増資後の持分割合が大きいほど CAR が高くなることが見られる（5%有意水準）。ここで、内部者ダミーがマイナスであるということは、内部者による引き受けの場合は筆頭引受投資家の増資後持分が大きすぎることが歓迎されないことが分かる。もともと企業への関与度合いが比較的高かった内部者が追加で株式を取得しても、その影響は限定的であり、企業業績にはあまりプラスの影響が発生しないだろうという見方や、内部者が持分を増加させる場合は、むしろよりフェアな取引（例えば TOB や市場買付け）を市場が期待している可能性もありえる。いずれにせよ、この結果は、保証仮説が成立していないことを意味する。

次にモニタリング仮説とシナジー仮説であるが、回帰式 1 と 2～4 の大きな違いは、規模の変数に単なる発行規模を用いているか（回帰式 1）、筆頭引受投資家の保有割合に関する変数を用いているか（回帰式 2～4）である。回帰式 1 において発行規模の係数そのものは有意ではなく、既存株主は表面上の規

表8 クロスセクションによる重回帰分析結果

回帰式	被説明変数：CAR			被説明変数：発行価格 対前日株価ディスカウント			被説明変数：CAR <sub>Adj</sub>					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
純利益率 (直前期)	-0.02	0.00	0.01	-0.02	-0.07	-0.09	-0.09	-0.13	-0.05	-0.11	-0.07	-0.18
	-0.19	-0.01	0.12	-0.17	-0.44	-0.56	-0.56	-0.77	-0.27	-0.65	-0.43	-1.11
発行価格対前日株価 ディスカウント	-0.07	-0.09	-0.08	-0.10								
	-1.34	-1.63	-1.56	-1.83*								
発行済株数に対する 発行割合	0.02				0.12				0.38			
	0.29				1.19				3.62***			
筆頭引受投資家の 増資後持分割合	0.14					0.12				0.33		
	2.54**					1.44				4.02***		
筆頭引受投資家の 持増分割合	0.21						0.11				0.53	
	2.79***						0.94				4.59***	
△Ownership1				0.14				0.57				-0.53
				0.32				0.88				-0.84
△Ownership2				0.05				-0.24				0.21
				0.43				-1.28				1.13
△Ownership3				0.41				0.48				1.02
				2.99***				2.35**				5.09***
内部引受ダミー	-0.02	-0.05	0.00	0.00	-0.03	-0.05	-0.02	-0.01	-0.05	-0.12	0.00	0.00
	-1.23	-2.41**	0.09	0.20	-1.11	-1.76*	-0.64	-0.38	-1.89*	-3.90***	0.12	0.18
引受投資家数	0.02	0.01	0.01	0.01	-0.04	-0.05	-0.05	-0.04	0.02	-0.02	-0.02	-0.01
	1.44	0.69	0.64	0.85	-1.62	-2.12**	-1.98**	-1.81*	0.71	-0.85	-0.99	-0.22
シナジーダミー	0.02	0.03	0.02	0.03	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	0.01	0.02	0.02	0.04
	1.33	1.67*	1.53	1.89*	-0.98	-0.74	-0.87	-0.47	0.35	1.00	0.77	1.70*
拒否獲得ダミー	0.06	0.04	0.02	0.01	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03	0.06	0.06	0.00	-0.01
	2.62***	1.84*	0.68	0.52	-0.64	-0.72	-0.73	-0.90	1.90*	1.85*	0.08	-0.17
支配権獲得ダミー	0.03	0.01	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.07	0.06	0.02	0.04
	1.21	0.39	-0.14	0.01	-0.04	-0.16	-0.11	0.00	1.71*	1.50	0.56	0.92
定数項	0.02	0.01	0.00	0.01	0.08	0.09	0.09	0.08	0.00	0.02	0.01	0.04
	0.97	0.48	0.13	0.38	3.11	3.87***	3.82***	2.68***	-0.11	0.86	0.26	1.44
サンプル数	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167
調整後R <sup>2</sup>	7.0%	10.6%	11.3%	11.9%	2.0%	2.4%	1.7%	3.7%	14.5%	16.0%	18.3%	23.0%

(注) 有意水準\*\*\*1%、\*\*5%、\*10%。各説明変数の下段はt値。△Ownership1は引受投資家の持分上昇5%未満、△Ownership2は持分上昇5%~25%、△Ownership3は持分上昇25%以上。

模で第三者割当増資を評価しているわけではないことが分かる。この点、鈴木（2008）とは異なる結果であるが、本分析のサンプル数は 3 倍弱であり、期間も長く捉えているので、その影響があるかもしれない。また、本分析では規模に関しては絶対規模よりもモニタリング仮説の観点から、筆頭引受投資家の持分の変化（回帰式 2~4）をより重視している。その結果は以下である。

回帰式 2 では、筆頭引受投資家の増資後持分が増資後発行済株数の 3 分の 1 を超えるものに対して与える拒否権獲得ダミー変数もプラスで有意であるため、既存株主は TOB プレミアムを取り損なうことよりも、筆頭引受投資家によるモニタリングやシナジー効果の方により期待していることが見て取れる。

回帰式 3 では、筆頭引受投資家の持分増分割合を説明変数としており、1%水準で有意である。持分増分割合が高ければ高いほど、筆頭引受投資家によるコミットメントが高く、発行体に注入される現金の規模も大きくなるため、市場はそれによるプラス効果を評価しているものと思われる。回帰式 2 ではマイナスに有意であった内部引受ダミーは有意でなくなっており、持分増分割合が大きい場合には市場はその引き受け手が内部者であっても、コミットメントの顕著な増加、あるいは、注入される現金量が多いことによる経営の安定化などを評価するということだと想像される。

なお、Wruck（1989）は CAR と筆頭引受投資家の持分増分割合が非線形関係にあるかもしれないことを検証するために、増分割合の説明変数を 5%まで、5%～25%、25%以上の 3 つのカテゴリーに分けて分析した<sup>25</sup>。本論文でも同様の区分線形回帰式で分析を実施した結果が回帰式 4 である。回帰式 4 は回帰式 3 での持分増分割合の変数を分解したものとも言える。結果は筆頭引受投資家の持分増分割合が 25%を超える  $\Delta$  Ownership3 が 1%水準で有意、シナジー目的であると報道された案件に対して付与しているシナジーダミー変数が 10%水準でプラスに有意であり、規模の大きい、シナジー創出効果が高いと見込まれる案件を、市場は評価しており、モニタリング仮説とシナジー仮説と整合的な結果となっている。ただ、Wruck（1989）でも  $\Delta$  Ownership3 はプラスに有意であったが、同時に  $\Delta$  Ownership2 がマイナスで有意であったため、その点では本分析結果は異なる。また、Wruck（1989）では支配権獲得ダミーがマイナスで有意であったが、本分析結果では支配権獲得ダミー変数は有意ではない。このように、非線形性の検証においては米国とは必ずしも同一の結果を得たわけではないが、総じては持分上昇割合が大きいほど CAR は大きいというモニタリング仮説を支持するという主張は、Wruck（1989）と本稿は認識を同一にするものである。

なお、回帰式 2～4 においては、発行価格の株価に対するディスカウント率の変数が有意水準は高くはないものの、マイナスとなっている。ディスカウント率が大きいほど、すなわち、引受投資家に対して支払う経済対価が大きいほど、既存株主にとってのプラス効果は小さいという結果となっており、直感的理解とも合う結果となっている。阿萬（2003）でも、ディスカウント率と CAR の相関関係は負であることが報告されており、本分析結果と整合的である。また、シナジーダミーは総じてプラスとなっており、シナジーの見込まれる案件ほど市場からの評価が高いことをうかがわせるものである。これは、

25 これは、Morch, Shleifer and Vishny（1988）が 1980 年の Fortune500 企業を対象として、経営陣の保有割合の増加と企業価値の変化を分析したことを参考したものである。なお、Morch, Shleifer and Vishny（1988）では、保有の変化割合ではなく保有割合で行われたが、Wruck（1989）は、理論的にはどちらも同じであると説明している。

Barclay et al. (2007) とも整合的である。

次にディスカウント率についても簡単に見ておくと、回帰式 8 からは筆頭引受投資家の持分上昇度合いが 25% を上回る場合に、発行価格のディスカウント幅が大きくなるが見取れる。通常 M&A においては、より多くの持分を獲得しようと思えば、プレミアムを高くするが、第三者割当増資ではその逆の現象が起こっているといえる。これについては、第三者割当増資がいくら M&A 的に用いられようが、最終的には資金調達手段であることを示唆している。M&A の場合はプレミアム価格での株式の買い取りが主流であるが、公募増資時には株価がディスカウントされて割り当てられることが一般的である。特に規模の大きい公募増資ほど、ディスカウントを大きくすることで、よりスムーズに資金調達をする。引受投資家がディスカウント価格で株式を引き受けられることができるのは、今後の企業の体力を強化するためのキャッシュを注入することに対しての対価であり、第三者割当増資の場合はそれに加えて引受投資家が発行体にもたらすシナジーやモニタリング効果に対する報酬だと言える。それゆえに持分上昇割合の大きい第三者割当増資では、ディスカウント幅が大きくなるのであろう。ただし、有意ではないものの拒否権獲得ダミー変数、支配権獲得ダミー変数がほとんどの回帰式でマイナスであり、拒否権や支配権という「お土産」を引受投資家が得る場合は、ディスカウントによる対価は正当化しにくくなるという姿が垣間見える。

同様に、回帰式 6～8 では引受投資家が 1 社のダミー変数においてマイナスで有意となっている。1 社で引き受ける場合は、引受投資家と発行体の間でシナジーが発揮しやすいため、引受投資家は引受価格をディスカウントすることで対価を受け取る必要性が低いということであろう。なお、回帰式 5～8 において、内部引受ダミー変数がどの回帰式でもプラスに有意となる状況ではないため、内部者が不当に低い株価で第三者割当増資を引き受けているかもしれないというエントレンチメントの懸念はここでは払拭できている。

以上の分析結果を要約すると、わが国の第三者割当増資ではレスキュー仮説（財務体質改善効果）と保証仮説（内部者引受による情報の非対称性解消効果）は成立していないが、筆頭引受投資家の持分が高まれば高まるほど CAR が高くなること、またシナジーの見込まれる案件ほど CAR が高く、モニタリング効果、シナジー効果を見ることができた。

## 5 結 語

本論文では 1990 年から 2008 年 3 月までの間に発表された東証 1 部上場企業による第三者割当増資に関する発表明前後の CAR をイベントスタディの手法にて検証した。結果は、発表明前後で 4.6% のプラスの CAR があり、筆頭引受投資家の引受割合や持分増分割合が高くモニタリング効果が期待できる企業や引受投資家との間でシナジーの存在する案件でよりポジティブに反応することを見出した。実質的に M&A の様相を呈する第三者割当増資案件では、既存株主は TOB プレミアム、または支配権プレミアムを取り損なうが、本分析結果からは、収益状況の悪い企業の場合、そのマイナスよりも、第三者割当増資を引き受けた投資家が発行体にもたらすであろう付加価値への期待値の方が大きいことが見て取れる。

なお、業績不振企業では株価収益率が高いというレスキュー仮説と内部者が引き受けることによる情報の非対称性の解消による保証仮説は成立しなかったが、一方で内部者が不当に低い株価で第三者割当増資を引き受けているというエントレンチメントが発生している状況でもないことを確認した。

第三者割当増資は、今回のサンプルでも見られたように、多くは中堅、中小企業によって用いられており、その性格上、企業にとって最後の資金調達手段と認識される傾向にあること、また、案件数の伸びた時期が不景気時と重なることもあり、財務体質改善を目的とするものがより評価されているような印象を受けがちであるが、実態としては、より M&A 的な案件を市場は評価していることが分かった。特に引受投資家種別で案件を分類してみると、これまで株主でなかった企業が筆頭投資家に躍り出る案件でより高い短期株価収益率を計測しており、新たな大株主出現というニュースに対しての情報効果が高いことも確認できた。

第三者割当増資に関しては規制の対象となったことから悪玉的に語られることも多いが、今回の分析では明確に市場に歓迎されない第三者割当増資のカテゴリーを見つけることはなく、第三者割当増資悪玉論をサポートする材料はほとんどない。ただ、今回はあくまでも東証 1 部の案件での発表日前後の株価反応を見たにすぎない。日本で第三者割当増資については批判が多いのは、特に新興市場に対するものである。また、事後の企業パフォーマンスが低下し、中には上場廃止となる企業が存在するためである。したがって、第三者割当増資に関する包括的な分析を行うためには、東証 1 部以外の市場についても検証する必要があること、また、第三者割当増資実施後の業績推移および中長期の株価パフォーマンスを検証し、第三者割当増資が実際にどのような功罪をもたらしているかを確認する必要がある。そして、Wu (2004) によれば、より情報の非対称性の高い企業において公募増資よりも第三者割当増資が選択される傾向にあるとのことであるが、同様の分析を日本でも実施すれば日本企業におけるエクイティ・ファイナンスの選択の意思決定やそれが既存株主にもたらす功罪についてより深い理解ができると思われる。分析対象の新興市場への拡大、および事後のパフォーマンスの分析については今後の研究課題としたい。

#### 【参考文献】

- [1] 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』, No. 19, 56-71 頁。
- [2] 井上光太郎, 加藤英明 (2006), 『M&A と株価』, 東洋経済新報社。
- [3] 鈴木一功 (2008), 「M&A 取引としての第三者割当増資」, 日本経済研究センター 『M&A と資本市場研究会報告書』 第 7 章。
- [4] 広瀬純夫, 大木良子 (2009), 「日本におけるエクイティ・ファイナンスの実情」, 『商事法務』, No. 1874, 23-34 頁。
- [5] 馬場大治 (1997), 「公募増資の情報に対する我が国の資本市場の反応」, 『証券経済学会年報』, No. 32, 62-70 頁。
- [6] Arena, M.P. and S. P. Ferris (2007), “When Managers bypass Shareholder Approval of Board Appointments: Evidence from the Private Security Market,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.13, pp.485-510.
- [7] Barclay, M.J, C. G. Holderness, and D.P. Sheehan (2007), “Private Placements and Managerial Entrenchment,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.13, pp.461-484.
- [8] Chou, D., M. Gombola, and F. Liu (2009), “Long-run Underperformance following Private Equity Placements: The Role of Growth Opportunities,” *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.49, pp.1113-1128.

- [9] Dann, L.Y., and H. DeAngelo (1988), "Corporate Finance Policy and Corporate Control: a Study of Defensive Adjustment in Asset and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.87-127.
- [10] Hertzfel, M., M. Lemmon, J.S. Linck, and L. Rees (2002), "Long-run Performance following Private Placements of Equity," *Journal of Finance*, Vol.57, pp.2595-2617.
- [11] Hertzfel, M. and R. L. Smith (1993), "Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately," *Journal of Finance*, Vol.48, No.2, pp.459-485.
- [12] Inoue, K., H. K. Kato and M. Bremer (2008), "Corporate Restructuring in Japan: Who Monitors the Monitor?," *Journal of Banking and Finance*, Vol.32, pp.2628-2635.
- [13] Jensen, M.C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.5-360.
- [14] Kang, J and R. M. Stulz (1996), "How Different is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Securities Issues," *The Review of Financial Studies*, Vol.9, No.1, pp.109-139.
- [15] Kato, K and J. S. Shallheim (1993), "Private Equity Financings in Japan and Corporate Grouping (*Keiretsu*)," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.1, pp.287-307.
- [16] Krishnamurthy, S., P. Spindst, V. Subramaniam, and T. Woitke (2005), "Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements," *Journal of Intermediation*, Vol.14, pp.210-238.
- [17] Leland, H.E., and D.H. Pyle (1977), "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol.32, pp.371-387.
- [18] McConnell, J.J. and H. Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp.595-612.
- [19] Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.293-315.
- [20] Myers, S.C. and N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp.187-221.
- [21] Shleifer, A. and R.W. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, Vol.94, pp.461-488.
- [22] Wruck, K.H. (1989), "Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Finance," *Journal of Financial Economics*, Vol.23, No.1, pp.3-28.
- [23] Wruck, K.H. and Y. Wu (2009), "Relationships, Corporate Governance, and Performance: Evidence from Private Placements of Common Stock," *Journal of Corporate Finance*, Vol.15, pp.30-47.
- [24] Wu, Y. (2004), "The Choice of Equity Selling Mechanisms," *Journal of Financial Economics*, Vol.74, pp.93-119.