

第三者割当増資後の 長期株価パフォーマンスと業績推移¹⁾

保 田 隆 明

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して、増資後の株価および業績のパフォーマンスに関する分析を行った。その結果、わが国では第三者割当増資後の株価は米国とは異なりアンダーパフォームするとは言えないことがわかった。カテゴリー別に見ると、引受投資家との間でシナジーの発生が見込まれる案件ではアンダーパフォーマンスは見られず、シナジーの薄い案件でアンダーパフォームしていた。これは、中途半端な第三者割当増資については市場から評価されていないということである。また、業績については、増資が行われた年とその翌々年まではアンダーパフォームするものの、3年目にはその状況はやや解消され、第三者割当増資は業績の下支え効果に一定の役割を果たしている可能性がある。

I. はじめに

わが国において新興市場を中心に既存株主の利益を棄損する悪質な第三者割当増資が横行したことをきっかけとして、わが国の主な証券取引所においては2009年に大規模な第三者割当増資に対する規制が導入された²⁾。また、引受価

-
- 1) 本研究は野村財団および科学研究費補助金（若手研究(B)課題番号：23730338）の助成を受けている。
 - 2) 増資前の発行済み株数に対して25%を超える規模の第三者割当増資を実施する場合、または支配株主が異動する場合には、独立した者による第三者割当増資の必要性に関する意見書の取得、または、株主総会の承認など株主の意思確認の実施を発行体に課すというもの。

格の算定根拠の開示に対してもより透明性が求められるようになっている。第三者割当増資に限らず、公募増資も含めて、エクイティ・ファイナンスにおいては、増資で獲得した資金が利益増加に結び付かないと一株当たり利益の希薄化を招くため、株主、市場はその資金用途や引受価格や規模の妥当性に関して厳しくチェックすることになる。

大企業であれば機関投資家の投資対象となるが、中堅以下の場合はその対象とならないため、公募増資はややハードルが高い。また、新興企業や中小企業は大企業に比べると有利子負債による資金調達環境が劣る。その分、リスク性の高いエクイティ・ファイナンスに頼らざるを得ないが、公募増資が容易ではないため、おのずと第三者割当増資は有効な資金調達手段となる。

本論文の目的は、このように一定割合の企業にとっては依然として有効であると思われる第三者割当増資に関して、その増資後のパフォーマンスを検証することで、第三者割当増資を客観的に評価することである。分析結果は主に以下の3点にまとめられる。一つ目は、第三者割当増資実施企業の増資後3年間の株価は未実施の類似企業をアンダーパフォームしない。二つ目は、中でも、引受投資家との間でシナジーが期待できる案件ではアンダーパフォーマンスは観察されず、それ以外の「中途半端な」案件においてアンダーパフォーマンスが発生している。そして最後は、第三者割当増資実施企業の業績は、増資実施年から翌々年までは類似の未実施企業と比べて劣るが、それ以降については顕著な差が見られず、第三者割当増資が業績の下支え効果のある一定程度有する可能性があると思われることである。

本研究は、わが国において初めて第三者割当増資の増資後のパフォーマンスに関して検証を行うものであり、わが国のエクイティ・ファイナンスの実態像の把握に少なからぬ貢献をするものである。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。

Ⅱ. 先行研究と本論文での仮説と分析モデル

第三者割当増資における株価反応に関しては、大きく分けると発表前後についての検証と増資後のパフォーマンスについての研究の二つが存在する。発表前後の短期超過株価収益率に関しては、米日の先行研究ともに概ね4～5%程度のプラスとなることが報告されている³⁾。一方、第三者割当増資実施企業の増資後のパフォーマンスを扱った先行研究には、Hertzel 他 (2002), Krishnamurthy 他 (2005), Barclay 他 (2007), Chou 他 (2009) がある。それぞれ、第三者割当増資実施後の中長期の株価アンダーパフォーマンスを報告し、その要因や仮説を検証している。Hertzel 他 (2002), Chou 他 (2009) では業績もアンダーパフォームしていることを確認している。

第三者割当増資実施後のアンダーパフォーマンスに関しては、いくつかの議論や仮説の提示が先行研究によってなされている。以下、先行研究をレビューしつつ順番に見ていく。

1 投資家による過度の楽観視

Hertzel 他 (2002) では、第三者割当増資後の株価アンダーパフォーマンスの要因として、投資家による過度の楽観性について検討している。投資家が増資時における企業の将来収益に対して過度に楽観的であるがゆえに、後でアンダーパフォーマンスを引き起こすというものであり、行動ファイナンス的視点に立脚する。Hertzel 他 (2002) も指摘するように Loughran and Ritter (1997) は公募増資に関する実証分析において、投資家は直近の業績をより重く評価する傾向にあるため、増資前の業績がいい企業ほど増資時の評価が高くなる傾向にあることを報告している。また公募増資企業の業績が増資時にピークアウトしていることも報告している。これは、経営陣と市場の間での情報の非対称性が存在し、経営陣がその情報優位性を活用し、自社の株価が最も高い時に増資

3) Wruck (1989), Hertzel and Smith (1993), Kato and Shallheim (1993), 馬場 (1997), 阿萬 (2003), 鈴木 (2008)

を行うという「機会の窓」仮説にも通じるものである。

ただ、Hertzel 他 (2002) によると、第三者割当増資実施企業では、増資前も増資後も業績が芳しくないため、公募増資と同じ理由での投資家の過度の楽観仮説を当てはめることはできないとしている。むしろ、今は業績が良くないが、増資後の業績の改善度合いに対する見通しが過度に楽観的すぎてアンダーパフォーマンスを引き起こすと結論付けている。その理由としては、第三者割当増資企業の増資前の状況について分析すると、業績がよくないのに、PBRは高く、株価も上昇傾向にあり、投資家が目先の業績の悪さを過小評価していることを報告している。また、その裏付けとして、資本的支出や研究開発費用が増資前後に多めに積み重なっていることを示し、これが投資家に将来業績の改善に過度の期待を持たせたとしている。また、増資後3年間の業績も業界中央値を下回るものであった。

また、Hertzel 他 (2002) では、サンプルを規模やBM比率、上場後日数の浅い新規上場銘柄でカテゴリー分けし、どの企業群がこのアンダーパフォーマンスの主な要因かについての分析も行っている。結果、規模や上場後日数では差はなく、BM比率の高いカテゴリーではややアンダーパフォーマンス度合い小さいことが観察された。

同じように投資家の過度の楽観視仮説を説いたものとして、Chou 他 (2009) の研究がある。Chou 他 (2009) によると、第三者割当増資後の企業のパフォーマンスは成長機会と密接に関係しているとのことであり、トービンQの高い企業においてのみ、著しいアンダーパフォーマンス（株価および業績共に）が発生している。その潜在的な理由として、1、経営者による過剰投資、2、投資家の選好度合いの偏り、3、投資家の将来収益に対する過度の楽観視の3つを挙げて検証した結果、3つ目の過度の楽観視がその要因だとしている。その中身は、増資前の株価上昇率とアナリスト予測の修正を過度の楽観視の代理変数とし、Qの高い企業においては、著しい事前の株価上昇とアナリスト予測の上方修正が存在したことが分かった。Qの低い企業と比べてもその差は顕著であった。

Hertzel 他 (2002) と Chou 他 (2009) は、前者では簿価時価比率で区分分けしたサンプル間では増資後のアンダーパフォーマンス度合いに有意な違いはなかったと報告している一方、後者では、アンダーパフォーマンスはQの高い企業においてのみ見られるとの結果であり、その内容に関しては必ずしも一致するものではない。ただし、引受投資家が第三者割当増資実施企業の先行きに過度に期待しすぎていることがアンダーパフォーマンスを引き起こしているという点では共通している。

2 投資家種別、企業属性による増資後パフォーマンスの違い

Krishnamurthy 他 (2005) でも同様に、株価反応について発表前後の短期のポジティブリターン、中長期のネガティブリターンを報告しているが、企業の特長や投資家の属性ごとにカテゴリー分けを行って中身を子細に分析した結果、長期株価のアンダーパフォーマンスは、業績不振ではない企業が外部者を引受投資家として実施した第三者割当増資のみで見られることを明らかにした。そして、業績不振企業による第三者割当増資の場合は、中長期でのアンダーパフォーマンスは見られないことを報告している。その要因の一つとして業績不振企業にとっては公募増資が有効な選択肢ではないことが示唆されている。また、公募増資企業や IPO 企業との比較でも⁴⁾、第三者割当増資企業の増資後のパフォーマンスは特にそれらより優れているわけではなく、第三者割当増資企業の株価アンダーパフォーマンスの頑健性を確認している。

なお、第三者割当増資の引受投資家に関しては、引受価格がディスカウント価格であるため、最終的には損はしていないことも彼らの分析で分かったことである。これは引受投資家は一般株主よりも多くの情報を有し、企業価値を事前に見抜いている可能性を示唆するものである。

引受投資家を経営陣や提携企業など企業と関係のある企業内部者と外部者に分けた場合、内部者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

4) とともに多くの先行研究により増資後の中長期アンダーパフォーマンスが報告されている。

あるので、これ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が考えられると Krishnamurthy 他 (2005) では議論されている。実際、彼らの実証分析では、内部者引受案件の方が、外部者引受案件よりも短期の株価反応、および長期の株価パフォーマンスともによかったことが報告されている。また、第三者割当増資実際前に株価が上昇していることも報告されている。

他方、Barclay 他 (2007) でも同様に投資家種別によるアンダーパフォーマンスが検証されているが、主張は Krishnamurthy 他 (2005) と異なる。Krishnamurthy 他 (2005) では内部者による保証仮説で展開されたが、Barclay 他 (2007) は、第三者割当増資はもっぱら経営陣によるエントレンチメントの側面が強いと主張している。引受投資家を第三者割当増資後に経営にほとんど関与しないパッシブ投資家、経営に関与するアクティブ投資家、および経営陣の3つに分けて上場後120日までのCARを分析している。それによると、パッシブ投資家によって引き受けられた企業群でCARがネガティブになっている(1%有意水準)。パッシブ投資家は、増資後に経営に口出しをしない代わりにディスカウントで株式を引き受けているという議論を彼らは展開している。一方、アクティブ投資家や経営陣による引き受けの場合は、120日間のCARはポジティブ(有意ではないが)となっている。アクティブ投資家の場合は発行体とのシナジー効果とその理由であり、経営陣による引き受けは情報優位な彼らが自社株価の最も安い時期を知っており、そのタイミングで自分たちが株式を引き受けている(しかも、ディスカウント価格で)というエントレンチメント仮説を展開している。この仮説をより強固にするために、第三者割当増資を株式のブロックトレードと比較し、ブロック案件の方が増資後の被買取確率が高いことなどを示して主張をサポートしている。

3 本論文での仮説

以上、米国の先行研究を見てきたが、今回我が国における第三者割当増資後のパフォーマンスの分析を行うにあたっては、上の米国の先行研究結果をもと

にいくつかのカテゴリーに分けた分析を実施し、我が国においてはどのような仮説が成立しうるかを検証することとする。まずは、わが国でもアンダーパフォーマンスが発生しているかどうかを分析し、もし発生している場合は、Hertzel 他 (2002) や Chou 他 (2009) の指摘する投資家の過度の楽観視なるものが存在するかを主に事前の株価評価や業績を見ることで簡単に検証してみる。

次に、Krishnamurthy 他 (2005) や Barclay 他 (2007) に基づいて、投資家種別や企業特性による分析を試みる。具体的に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 他 (2005) で財務危機・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後のパフォーマンスは高いという仮説を検証する。これを本研究ではレスキュー仮説と名付ける。

そして、内部者効果の検証である。これについては、Krishnamurthy 他 (2005) に立脚する保証効果と、Barclay 他 (2007) に基づくエントレンチメント仮説の両方があり得る。内部者による保証仮説が正しければ外部者が引き受けた案件でのアンダーパフォーマンスが観察されるであろう。一方、エントレンチメント効果の影響が大きい場合は引受タイミングや引受価格においてより自らに有利な状況が形成されているであろう。特に、わが国の第三者割当増資の特徴としては関係会社や親会社による引き受け案件が少なからず存在しており、これらグループ会社間において本来であれば TOB を用いるべき案件で第三者割当増資が実施されていることに対する批判も存在するため、この検証は重要である。本分析では、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⁵⁾。

なお、Barclay 他 (2007) では、シナジーを創出しうるアクティブ投資家に

5) Krishnamurthy 他 (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のみ限定した。

よる引き受けはプラスであるというシナジー効果が報告されており、これについても見ておく。

以上纏めると、投資家の過度の楽観視仮説、レスキュー仮説、内部者引受による保証効果あるいはエンブレチメント効果の検証、そしてシナジー効果の検証をすることになる。

Ⅲ. 本研究で使用されるデータと分析手法

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⁶⁾。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を分析の対象とすることとした⁷⁾。合計645案件が該当するが⁸⁾、この中から債権者による債務免除などの金融支援⁹⁾、公募増資、売出、転換社債や新株予約権の発行、決算発表や業績予想の修正と同時に発表された案件、銀行、証券、保険その他金融業種銘柄を除いた¹⁰⁾。また、発表日を特定できない案件、上場後間もなく第三者割当増資を実施した案件も除外し¹¹⁾、最終的に168件が分析対象となった¹²⁾。

6) その後上場廃止となった企業を含む。

7) Barclay 他 (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)。

8) 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。

9) 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 他 (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。

10) 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。

11) IPO企業は上場後株価がアンダーパフォームすることが報告されており、株価の動きがIPOに起因するものか、第三者割当増資に起因するものかの区別が難しいことから、上場日から第三者割当増資実施まで200営業日以上インターバルが存在しない企業を除外。

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。

具体的な分析モデルとしては、以下の2つを行う。1つは増資前後での株価パフォーマンスの検証であり、もうひとつは業績推移を分析である。ともに先行研究同様、第三者割当増資を実施していない類似企業を抽出し、それとの対比におけるパフォーマンスの検証を行っている。

まず、株価パフォーマンスの分析に関しては、第三者割当増資を実施した企業の実施直前年度末において、同じ業種の企業の中から最も規模（時価総額）の近い企業を類似未実施企業として抽出してコントロールサンプルを作成したものと、規模とPBRの二つの指標で最も近い企業を抽出したものの二つ用意した。その上で、第三者割当増資の発表日の前日を基準として、245営業日後（約1年後）、490営業日後（約2年後）、735営業日後（約3年後）¹³⁾の間の Buy and hold abnormal return (BHAR) を計測した。なお、増資前1年間の期間についてもBHARを測定したが、その期間は発表日の245営業日前から21営業日前までである。BHARについては、Barber and Lyon (1997) に基づいて以下で定義される。

$$BHAR_i = \prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{benchmark,t})$$

なお、対象サンプルまたは類似未実施企業が上場廃止となった場合は、その期間までを分析対象とし、それ以降は分析の対象外としている。また、類似実施企業として抽出された企業が発表日から735日以内に上場廃止となっている場合は、2番目に近い企業を抽出してそちらを用いている。

12) 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社で5回、他20社が2回実施している。

13) 対象サンプルのうち、一つだけ第三者割当実施から735日を経過していないものがある。

業績パフォーマンスの分析に関しては Chou 他 (2009) に倣い、各々の第三者割当増資実施企業について、増資の前年度ベースで同業種かつ前後3年間第三者割当増資を実施していない企業の中から、総資産営業利益率および ROA が最も近い企業を類似サンプルとし、それとの比較において実施した。計測したのは第三者割当増資の前後3カ年の間の ROA および総資産営業利益率である。それぞれ個別に類似未実施企業を抽出しているため、必ずしもこれら二つのカテゴリーでの未実施類似企業は同じにはならない。

IV. 分析結果

1 株価パフォーマンス

第三者割当増資実施前1年から実施後約3年までの期間の BHAR に関する結果は図表1の通りである。

まず、全サンプルについて見てみると、第三者割当増資実施前の1年間、および増資後の3年間での株価パフォーマンスともに、0%と異ならないという帰無仮説を棄却することはできない。Hertzel 他 (2002) では、増資後は有意にアンダーパフォームしていることが報告されているがそれとは異なる結果である。次にこれらを企業特性や引受投資家種別によってカテゴリー分けしてみると、第三者割当増資実施直前年度末の収益状況の違い（赤字か黒字か）では、Krishnamurthy 他 (2005) では、業績不振ではない企業群においてはアンダーパフォームし、業績不振企業群ではアンダーパフォームしないとのことであったが、業種と規模でマッチングサンプルを抽出したグループでは（図表1の上段）では同様の結果となっている。しかし、規模と PBR でマッチングしたグループでは、赤字企業群、黒字企業群ともに増資後のパフォーマンスは変わらない。したがって、レスキュー仮説は一部成立しているようである。

次に内部者引受に関しては、Krishnamurthy 他 (2005) に立脚する保証効果と、Barclay 他 (2007) に基づくエントレンチメント仮説の両方があり得たが、本分析結果からは、あまり明確なことは見えない。

図表1：第三者割当増資実施前後の株価パフォーマンス

match 1 規模, 業種	prelyr				735days			
	median	帰	差	N	median	帰	差	N
全サンプル	-2.70%		-	167	-7.75%		-	146
直前期赤字	-2.70%			71	11.25%		***	60
直前期黒字	-3.40%			96	-21.65%			84
内部者引受 ¹	-2.60%			62	0.00%			50
それ以外	-4.90%			105	-8.15%			96
支配権 or 拒否権獲得	-7.5%			42	12.20%			33
それ以外	-2.20%			125	-11.60%			113
シナジー	-1.75%			74	-6.95%			70
それ以外	-2.70%			93	-9.40%			76
引受投資家 1 社	0.40%			110	-1.10%			95
引受投資家 2 社以上	-9.35%			56	-17.90%			51
High Q	-4.60%			83	-0.85%			76
Low Q	-2.60%			84	-14.75%			70

match 2 規模, PBR	prelyr				735days			
	median	帰	差	N	median	帰	差	N
全サンプル	-2.40%		-	167	-6.40%		-	146
直前期赤字	-6.00%			71	-6.50%			62
直前期黒字	0.45%			96	-6.40%			84
内部者引受 ¹	-9.05%			62	-6.65%			50
それ以外	0.00%			105	-6.40%			96
支配権 or 拒否権獲得	-12.3%	*		42	5.10%			33
それ以外	0.40%			125	-8.10%			113
シナジー	-8.90%			74	-2.15%			72
それ以外	0.30%			93	-9.00%			77
引受投資家 1 社	-5.20%			111	-1.90%			95
引受投資家 2 社以上	-0.30%			56	-15.70%	*	*	51
High Q	-7.60%			83	-9.95%	*		76
それ以外	0.45%			847	0.15%			70

(注) *** 1%有意水準, ** 5%有意水準, *10%有意水準。帰はイコールゼロとする帰無仮説に対する結果, 差は Wilcoxon/Mann-Whitney による差検定の結果。

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。

シナジーは、発表時点の新聞記事で何らかのシナジー創出の可能性が言及されているものをシナジー企業群としたが、シナジー有り、無し群ともに増資後の中長期株価パフォーマンスに関して0%と異ならないという帰無仮説を棄却することはできず、目立ったアンダーパフォーマンスはなかった。しかし、引受投資家の持分割合が3分の1を超えるケースとそれ以外でカテゴリー分けをしたケースでは、支配権または拒否権の獲得がないグループのほうがアンダーパフォーマンスが発生している（有意ではない）。引受投資家による支配権または拒否権の獲得にはモニタリング効果もあるが、M&A的にシナジーが強化されるケースも少なくないことが想像され、この結果はシナジー仮説のサポート材料となりえるであろう。また、引受投資家1社と2社以上で分けたカテゴリーについては、10%有意水準ではあるが、規模、PBRでのマッチングカテゴリーでは引受投資家2社以上のケースでアンダーパフォーマンスが見られ、シナジーの創出しうる引受投資家1社のグループでは有意なアンダーパフォーマンスが発生していないことも、シナジー仮説のサポートとなりえる。

Chou 他（2009）では、第三者割当増資を実施した企業群の中でも、トービンQが高い企業群においてのみアンダーパフォーマンスが発生しているとのことであったが、本分析結果ではマッチングサンプルのカテゴリーによって異なる結果となっており、一致した解釈は見られない。

2 業績パフォーマンス

第三者割当増資実施前後3カ年ずつの実施企業とそのコントロールサンプルの総資産営業利益率、ROAの推移は図表2の通りである。これによると、第三者割当増資を実施した年、およびその翌年度において、第三者割当増資実施企業群の方がコントロールサンプル企業群よりも総資産営業利益率は低いことが分かる（ともに5%有意水準）。ROAでも、第三者割当増資を実施した年度は、実施企業群の方が低い（1%有意水準）。実施企業の増資後の業績パフォーマンスが悪いというのはHertzel 他（2002）と同様の結果ではある一方、わが国の場合は第三者割当増資実施の翌々年度以降は、実施企業群と未実施企業群

とでは業績パフォーマンスに差がなくなっており、この点は米国の先行研究と異なる。わが国の結果からは、企業が業績の落ち込みをカバーするために第三者割当増資を実施しており、それが一定の効果を持っているように見受けられることもできそうである。株価では規模、業種のマッチングカテゴリーにおいて、赤字グループのほうが黒字グループよりパフォーマンスが高かったことと合わせて考えると、一定のレスキュー効果はありそうである。

図表 2：第三者割当増資実施前後の業績パフォーマンス

	t-3	t-2	t-1	t0	t1	t2	t3
<u>営業利益率</u>							
中央値							
未実施	3.42%	2.60%	2.35%	2.62%	3.34%	3.40%	3.51%
実施	2.49%	2.58%	2.18%	2.26%	2.52%	2.79%	3.13%
差検定	*			**	**	*	
N							
未実施	165	168	168	168	161	154	131
実施	167	167	168	168	168	154	134
<u>ROA</u>							
中央値							
未実施	0.89%	0.85%	0.25%	1.16%	0.79%	0.98%	1.16%
実施	0.55%	0.57%	0.19%	0.37%	0.70%	0.75%	1.17%
差検定				***			
N							
未実施	168	168	168	168	161	154	131
実施	167	167	168	168	161	154	134

(注) t0が第三者割当増資実施年度，そこからそれぞれ前後3カ年度ずつの業績パフォーマンスを計測。第三者割当増資実施企業および未実施のコントロールサンプルの企業群における中央値ベース。差検定は Wilcoxon/Mann-Whitney による差検定の結果であり，*** 1%有意水準，** 5%有意水準，*10%有意水準。

なお，Hertzel 他 (2002) では，第三者割当増資実施企業の増資前の業績も悪いことを報告していたが，本分析結果ではそのような状況は見られない。こ

れは、Hertzel 他 (2002) のサンプルの79%が Nasdaq 上場企業である一方、本分析対象は東証1部上場企業のみを対象としている。Nasdaq をひとまとめに新興市場扱いするのは適切ではないが、わが国の第三者割当増資でも新興市場での案件の方が業績悪化企業によるものが多い印象であり、分析対象となった企業のもともとの収益状況の違いが米国と日本の結果の違いの原因かもしれない。また本分析の対象データのうち、約30%は関係会社や親会社を引受先とするグループ企業間での案件であることも影響しているかもしれない。

なお、Hertzel では、第三者割当増資実施企業の増資前の業績は悪いにも関わらず、株価は上昇基調、かつ、PBR も高かったことから投資家の過度の楽観視を増資後の長期株価アンダーパフォーマンスの要因としたが、本分析結果では、増資前の業績は特に良くも悪くなく、また、株価は上昇していなかった。PBR については、増資直前年度末時点で規模と PBR で未実施の類似企業を抽出して検証したものが図表3であるが¹⁴⁾、これを見ると第三者割当増資

図表3：第三者割当増資実施前後の PBR

	t-3	t-2	t-1	t0	t1	t2	t3
<u>PBR</u>							
中央値							
未実施	1.54	1.55	1.50	1.33	1.11	1.15	1.30
実施	1.33	1.21	1.49	1.42	1.35	1.30	1.55
差検定					*		**
N							
未実施	166	168	168	168	167	168	149
実施	166	166	168	168	159	152	134

(注) t0が第三者割当増資実施年度，そこからそれぞれ前後3カ年度ずつのPBRを計測。第三者割当増資実施企業および未実施のコントロールサンプルの企業群における中央値ベース。差検定はWilcoxon/Mann-Whitneyによる差検定の結果であり，***1%有意水準，**5%有意水準，*10%有意水準。

14) 未実施企業のうち、第三者割当増資実施企業と時価総額が70%～130%の企業の中から、もっともPBRが近い企業を類似未実施企業とした。

実施企業の事前の株価評価が高かったとも言えない。よって、わが国においては投資家の過度の楽観視仮説を単純に当てはめることはできなさそうである。

V. 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ついての増資後の株価および業績パフォーマンスに関して分析を行った。結果、わが国では米国で見られるような増資後の株価のアンダーパフォーマンスは発生していないことが分かった。

米国の先行研究では、第三者割当増資を実施する企業に対する投資家の過度の楽観視が長期株価アンダーパフォーマンスにつながっているとのことであったが、今回のわが国に関する分析では、第三者割当増資実施企業の事前の株価上昇や高いPBRという状況は見られず、それは当てはまらなかった。

また、カテゴリーに分けて見てみた結果は、シナジーの発生しうるカテゴリー（引受投資家の増資後持分割合が3分の1を超える、あるいは、引受投資家が1社）では株価アンダーパフォーマンスは発生しておらず、シナジーが期待できないグループでは株価アンダーパフォーマンスが発生している。

今回の分析結果からは、明確なシナジーやストーリーが見えない中途半端な第三者割当増資は市場から評価されていないことが分かった。

なお、第三者割当増資実施企業の増資後の業績については、増資後2年間は類似の未実施企業と比べて劣るが、3年目については差が見られない。増資直前年度末に赤字だった企業群のほうが黒字だった企業群より株価のパフォーマンスがいいことと合わせて考えると、第三者割当増資が業績の下支え効果を有する可能性があると思われる。

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』第19号, 56-71頁
- 井上光太郎, 加藤英明 [2006] 『M&Aと株価』, 東洋経済新報社
- 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 (2008年3月)
- 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』第1874号, 23-34頁
- 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』第32号, 62-70頁
- 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*, 13, pp. 485-510.
- Barclay, M.J, C. G. Holderness, and D. P. Sheehan [2007] “Private Placements and Managerial Entrenchment,” *Journal of Corporate Finance*, 13, pp. 461-484.
- 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*, 49, pp. 1113-1128.
- 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*, 20, pp. 87-127.
- Hertzel, M., M. Lemmon, J. S. Linck, and L. Rees [2002] “Long-run Performance following Private Placements of Equity,” *Journal of Finance*, 57, pp. 2595-2617.
- Hertzel, M. and R. L. Smith [1993] “Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately,” *Journal of Finance*, 48, 2, pp. 459-485.
- Inoue, K., H. K. Kato and M. Bremer [2008] “Corporate Restructuring in Japan: Who Monitors the Monitor?,” *Journal of Banking and Finance*, 32, pp. 2628-2635.
- Jensen, M.C. and W. H. Meckling [1976] “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 5-360.
- 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*, 9, 1, pp. 109-139.
- Kato, K and J. S. Shallheim [1993] “Private Equity Financings in Japan and Corporate Grouping (Keiretsu),” *Pacific-Basin Finance Journal*, 1, pp. 287-307.
- Krishnamurthy, S., P. Spindt, V. Subramaniam, and T. Woitdtk [2005] “Does Inves-

- tor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements,” *Journal of Intermediation*, 14, pp. 210-238.
- Leland, H.E., and D. H. Pyle [1977] “Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation,” *Journal of Finance*, 32, pp. 371-387.
- McConnell, J. J. and H. Servaes [1990] “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value,” *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny [1988] “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315.
- 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*, 13, pp. 187-221.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny [1986] “Large Shareholders and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, 94, pp. 461-488.
- Wruck, K. H. [1989] “Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Finance,” *Journal of Financial Economics*, 23, 1, pp. 3-28.
- Wruck, K. H. and Y. Wu [2009] “Relationships, Corporate Governance, and Performance: Evidence from Private Placements of Common Stock,” *Journal of Corporate Finance*, 15, pp. 30-47.
- Wu, Y. [2004] “The Choice of Equity Selling Mechanisms,” *Journal of Financial Economics*, 74, pp. 93-119.