

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 3 日現在

機関番号：10104

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2011～2013

課題番号：23730338

研究課題名(和文)わが国のエクイティファイナンスに関する実証分析：公募増資と第三者割当増資の比較

研究課題名(英文)Empirical analysis of equity financing in the Japanese market; comparison between private placement and secondary offering

研究代表者

保田 隆明(Hoda, Takaaki)

小樽商科大学・商学研究科・准教授

研究者番号：90581546

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,400,000円、(間接経費) 720,000円

研究成果の概要(和文)：わが国におけるエクイティファイナンスの現状を実証分析を通じて行った。第三者割当増資、公募増資に関してそれぞれ案件の発表時の株式市場の反応を分析し、市場から評価される案件の系類を明らかにした。また、第三者割当増資、公募増資実施後の中長期の収益分析、株価パフォーマンス分析をあわせて実施し、事後的にも評価されるエクイティファイナンスのタイプを明らかにした。分析結果を要約すると、資金使途が借入金の返済ではない案件、特に第三者割当増資の場合は増資の引き受けをする株主と発行体の関係性、シナジーの有無が重要であることが分かった。

研究成果の概要(英文)：I have done empirical analysis of equity financing in the Japanese market to understand the type of transactions that the stock market would welcome. First, I did event study of stock price movement of private placement and secondary offering around the announcement days. Second, I have done empirical analysis of long term stock price performance and operating performance after the equity financing. The major findings from these analysis are the followings. Stock market likes those transactions whose use of proceeds are other than debt repayment. Especially for private placement transactions, the relationship between the issuer and the underwriting shareholder is also very important. Both the short time stock price reaction and long term stock price performance are well off where there is a strategic synergy between those two stakeholders.

研究分野：経営学

科研費の分科・細目：商学

キーワード：コーポレートファイナンス エクイティファイナンス 実証分析 公募増資 第三者割当増資 資金調達

1. 研究開始当初の背景

2000年代を通じて、新興市場銘柄を中心に株主利益を既存するタイプの第三者割当増資が横行し、2009年以降、日本監査役協会、日本経済団体連合会、東京証券取引所、金融庁などが第三者割当増資の是非を議論しはじめ、実際に東証はじめ、各証券取引所が大規模な第三者割当増資の規制を導入した。また、第三者割当増資の代替手段としての株主割当も解禁なされた。第三者割当増資については、増資後の企業の業績および株価パフォーマンスが良くないことがそれら各機関の議論では挙げられていた一方、議論の課程では、わが国におけるエクイティ・ファイナンス案件の包括的な実証分析がなされた形跡はなかった。

先行研究については、米国の先行研究では増資発表前後の株価反応は公募増資に関してはマイナスであるとの先行研究が多く、一方、第三者割当増資ではプラスの報告が多かった。第三者割当増資がプラスになる要因としては、Wruck(1989)によれば、引受投資家によるモニタリング効果や引受先企業の経営状況にお墨付きを与える保証効果(以上はプラス効果)である。日本でも第三者割当増資については増資発表前後の株価反応がプラスになることは米国と同様であるが(Kato and Schallheim(1993), 馬場(1997), 阿萬(2003), 鈴木(2008))、その理由となる仮説に関しての統一見解は存在していなかった。ゆえに、わが国の案件をタイプ別に仔細に分析し、どの仮説が成立しているかを分析することは重要であった。

2. 研究の目的

そのような状況のもと、本研究では、わが国における増資発表前後の短期および長期の株価超過収益率、増資後の企業業績の分析を通じて、市場から評価される増資の洗い出しを行い、既存株主の利益を毀損する増資案件に共通する企業特性や引受投資家の属性を明らかにする。次に第三者割当増資と類似公募増資の比較分析を行い、企業のエクイティ・ファイナンス手法の選択における意思決定メカニズムの明確化を行う。特に、情報の非対称性と株式の流動性の観点を中心とする。これらを実施することで、エクイティ・ファイナンスに関する包括的な分析が完了し、どのような企業においてどのようなエクイティ・ファイナンス手段を選別すべきか(またはそもそもエクイティ・ファイナンスを実施すべきでないか)を判断できる材料を提供することとなる。

3. 研究の方法

我が国で実施された第三者割当増資、および公募増資について以下の実証分析を実施した。案件発表時前後の短期の株価反応に関してのイベントスタディ、増資後の中長期の業績および株価パフォーマンスの分析(増資をしていない類似企業との比較分析)。ともに、企業の案件のタイプ(規模、資金使途の目的、引受株主の種類など)で細かく分析し、市場から評価される案件の系類の把握を行った。の実施後に企業がエクイティ・ファイナンスを実施する際の選択問題を分析する(ただし、については研究期間内に分析を終えることができず、今後の継続研究課題である)。

分析においては、案件実施企業の財務、株価データを用いる必要があったため、それらデータを、それぞれ科研費を活用して購入した。

4. 研究成果

まず、第三者割当増資に関しては、1990年から2008年3月までの間に発表された東証1部上場企業による案件での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たが、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詳細に分析、検討する必要性を浮き彫りとなった。

次に、上の同じ案件に関して、増資後の株価および業績のパフォーマンスに関しての分析を行った。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。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。

そして、公募増資に関しても同様の分析を実施した。分析結果からは、わが国の公募増資では、発表前後の超過株価収益率は有意にマイナスとなるが、事前のPBRが高い企業では比較的マイナス幅は小さく、バリュエーションが高い企業に対して投資家がやや楽観視している可能性が示唆された。増資後の中長期株価パフォーマンスはマッチングサンプルの抽出基準によって異なり、米国のように必ずしもアンダーパフォームする、とは言い切れない。また増資後の業績においても公募増資企業の業績が類似企業よりも特段悪いという事実は見られなかった。むしろ増資直後の事業年度末の営業利益率は相対的によく、短期的な将来業績に対して自信のある局面で経営陣が公募増資を実施している可能性が考えられる。近年、日本では公募増資の規制に対する議論が盛んであるが、新株発行以降の長期株価および業績は必ずしもアンダーパフォームしないという結果からは、公募増資実施企業の質の担保、および、増資の発表から値決め日および払込日までの制度設計をよりフェアなものにすれば、公募増資が企業にとって引き続き有益な1つの資金調達手段としてあり続けられる可能性があると思われる。

以上の分析結果を要約すると、第三者割当増資、公募増資ともに、一概に希薄化を起こすがゆえに株主利益を毀損するとは一般化することはできない。むしろ、案件のタイプを丁寧に見て行くと株主価値の維持や向上に役立つ案件も存在することが分かった。したがって、エクイティ・ファイナンスへの規制は株主利益を毀損する案件を防止するという意味では一定の機能を果たすが、その裏では本来であれば株主利益に資していた可能性のある案件の実施を阻む可能性もあり、可能な限り主幹事を務める証券会社に対しての案件見極めの指導という形を取る方が全体としての効用は高い可能性があるとも言えよう。特に第三者割当増資の場合は増資の引き受けをする株主と発行体の関係性、シナジーの有無が重要であることが分かったので、より個別の対応が重要となると考えられる。

なお、当初研究の範囲として考えていた、各案件における株式ベータと株式流動性がエクイティ・ファイナンスの選択に与える影響に関する分析に関しては研究期間内には分析を実施することができなかったため、引き続き研究者の継続研究課題としている。また、同様に、エクイティ・ファイナンスを実施した企業と機関投資家に対するヒアリングによるサーベイ調査も本研究期間内には終わることができなかった。こちらも継続研究課題として今後明らかにして行く

予定である。

5. 主な発表論文等
(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 2 件)

1. 保田隆明(2011)「わが国の第三者割当増資に関する実証分析」単著 経営財務研究 31-2, pp.20-39
2. 保田隆明(2011)「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」単著 商学討究(小樽商科大学) 62-2,3 pp.167-184

[学会発表](計 3 件)

1. 保田隆明(2011)「第三者割当増資が株価と業績に与える影響」日本ファイナンス学会 第19回全国大会
2. 保田隆明(2011)「わが国の公募増資に関する実証分析」経営財務研究学会第35回全国大会
3. 保田隆明(2010)「我が国の第三者割当増資に関する実証分析」経営財務研究学会第34回全国大会

[図書](計 0 件)

[産業財産権]

出願状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

[その他]

ホームページ等

6. 研究組織

(1)研究代表者

保田 隆明(Hoda, Takaaki)

小樽商科大学大学院商学研究科准教授

研究者番号：90581546

(2)研究分担者
なし ()

研究者番号：

(3)連携研究者
なし ()

研究者番号：