

Graduate School of  
Business Administration

KOBE  
UNIVERSITY



ROKKO KOBE JAPAN

2013-30

日本の第三者割当増資に関する実証分析

鈴木 健嗣

Discussion Paper Series

## 日本の第三者割当増資に関する実証分析<sup>†</sup>

鈴木健嗣

神戸大学大学院経営学研究科

suzukatsu@b.kobe-u.ac.jp

### 要旨

近年、第三者割当増資が急増した背景には、さまざまなタイプの投資家の引受けや中小規模企業による発行の増加がある。本稿は、こうした背景に注目し、発表時の株式市場の反応、引受投資家の要求するディスカウント率、発行後の長期パフォーマンス、引受先の売却行動について検証した。本稿の主な結果から、①ディスカウント率は正であるが、経営者や関連企業、銀行が引受ける場合はより低く、ヘッジファンドが引受ける場合にはより高いこと。また、ヘッジファンドの割当比率と逆 U 字関係にあること。②発表時の株価リターンは正であるが、ヘッジファンド、株式持合い先が引受ける場合は低く、事業関連会社が引受ける場合はより高いこと。また、ヘッジファンドの割当比率と U 字関係にあること、③長期パフォーマンスについては、ヘッジファンドが引受先の場合には有意に負であるのに対し、経営者、既存株主、取引先、事業関連企業、株式持合い、銀行が引受ける場合には有意な株価下落はみられないこと、また、ヘッジファンドのパフォーマンスは役員派遣が行われ割当比率が高い時には負の長期パフォーマンスはみられなかった。④割当後の株式売却について、ヘッジファンドが最も多く売却していることがわかった。これらの結果から、ヘッジファンドは、過大評価された株価のときに第三者割当増資を引き受け、高いディスカウントを要求し、発表時の株価リターンの正の反応は弱く、過大な株価のうちに売却するというラストリゾート仮説及び、多くの割当を引受けたのち役員を派遣し企業価値を上げるモニタリング仮説が支持している。また、部分的にはあるが経営陣や事業関連企業、銀行における保証仮説や持合いによるエントレンチメント仮説が支持された。

---

<sup>†</sup> 本稿は、阿萬弘行先生、井上光太郎先生、内田交謹先生、岡田克彦先生、加藤英明先生、コリン・マッケンジー先生、白須洋子先生、保田隆明先生、安田行宏先生、柳瀬典由先生、山本達司先生及び慶応大学、東京経済大学、名古屋大学のセミナー参加者、日本経営財務研究会西日本部会の参加者よりコメントをいただいた。本稿は文部科学研究費補助金（若手研究（B）23730350）、および日本証券奨学財団研究助成金から研究助成をいただいている。感謝申し上げます。

はじめに

近年の第三者割当増資は、90年代以前と比べ大きな変化がみられる。90年代以前の第三者割当増資は関係の深い系列企業や銀行等が主な引受先であったのに対し、2000年代に入ると投資ファンドなど多様な投資家が引受先として参加し、中小規模企業を中心に利用するようになった。資金調達規模も80年代の7,400億円規模からであったのが2000年代には約6.5兆円と急増している<sup>1,2</sup>。こうした変化に伴い第三者割当増資に関連した様々な問題が顕在化し、社会的にも大きな関心が寄せられている<sup>3</sup>。2000年代特有にみられる第三者割当増資の実態とその影響を検証することは、学界、実務界において必要性が高いといえる。本稿の目的は、2000年代の第三者割当増資について、主に多様な引受先や日本の制度的側面に注目し、その影響を第三者割当増資のさまざまな面（発表時の株式市場の反応、引受投資家の要求するディスカウント率、発行後の長期株価・営業パフォーマンス、引受先の売却行動）から検証することにある。

引受先に着目した第三者割当増資の代表的な研究として、Hertzel and Smith(1993), Krishnamurthy et al., (2005) Wruck and Wu (2009), Barclay et al. (2007)等がある。Hertzel and Smith(1993)や Krishnamurthy et al., (2005)は、投資家と企業間に投資時点における情報格差の問題が第三者割当増資に及ぼす影響について説明している。彼らは、情報優位な投資家が引受けることで、市場は株価の過小評価のシグナルとして受け取り、情報生産コストが低いため要求するディスカウント率が低くなると説明している。Wruck and Wu (2009), Barclay et al. (2007)は、投資後の引受先の経営関与行動が第三者割当増資に及ぼす影響について着目している。積極関与する投資家はモニタリング費用が高いためディスカウント率が高く、市場ではこうした投資家の参加をモニタリングが改善するシグナルと受け取っていると説明している。

しかし、情報優位な投資家や投資後の積極的な経営関与を行う投資家であってもそのタイプによって企業価値に及ぼす影響は異なる可能性があるだろう。例えば、取引先が引受先の場合、情報優位者であっても割安だから引受けるというよりは自社の取引条件が有利になるメリットが大きいから引受けているかもしれない。また、積極的な経営関与においても、銀行は株主の利益を高めるというよりは債権者としての利益を高める経営関与を行う可能性が指摘されている。ヘッジファンドなどは、モニタリングの役割を果たすことが

---

<sup>1</sup> 銀行を除く企業の普通株式の第三者割当増資においては90年代と比べても倍増している。

<sup>2</sup> 90年代以前の第三者割当増資の特徴については鈴木(2013)を参照。

<sup>3</sup> 2000年代には特に新興市場を中心として、大規模な発行により支配関係を変動させ、既存株主の利益を毀損する取引が横行した（例えば2007年12月17日朝刊参照）。この問題に対応すべく、2009年7月30日東京証券取引所は『「2008年度上場制度整備の対応について」に基づく有価証券上場規程等の一部改正について』を発表した。主な内容は以下の3点である。①希釈率が300%を超えるとき、株主の利益を侵害するおそれが少ないと認められる場合を除き上場廃止、②支配株主が異動し、3年以内に支配株主との取引の健全性が著しく棄損された場合、株主の利益を侵害する恐れが大きいと認められる時は上場廃止、③希釈率が25%以上となる時、又は支配株主が異動することになるときは、原則として独立した第三者委員会等からの客観的な意見の入手、または株主総会の決議など株主の意思確認を求める。

言われている一方で、グリーンメーラーとして短期的に売り抜けることも言われている<sup>4</sup>。本稿は、引受先についてヘッジファンド、経営陣、既存株主、取引先、事業関連会社、持合い、銀行に分類し、引受ける株主独自の影響を検証していく<sup>5</sup>。第三者割当増資は、新たな株主としてもしくは既存株主の持ち株比率増加のイベントとして考えることもできる。引受先を株主のタイプごとに分類することで、株主タイプと企業価値の関係の研究にも示唆を与えることができるだろう。

日本独自の制度的な違いも、既存理論や日本の制度設計に対して示唆をもたらすだろう。米国の第三者割当増資 (Private equity placement) は、割当後一定期間保有する義務が生じる<sup>6</sup>。しかし、日本にはこうした保有義務は存在しない<sup>7</sup>。既存の理論研究においては、割当先が長期保有することで、第三者割当増資は割安というシグナルの効果やモラルハザード問題の緩和が生じる。短期売買規制が無い状況下で、既存研究で指摘されてきた理論仮説は同様に支持されるのか検証することができる。日本の第三者割当増資は、再販規制のないという点では米国の伝統的な PIPE (A traditional private investment in public equity) と近い性格といえる<sup>8</sup>。米国の PIPE は、適格投資家を対象に販売が可能で、20%以上の株式割当を行う際には株主総会決議が必要となる<sup>9</sup>。日本の第三者割当増資は適格投資家に関わらず販売可能で、25%を超える割当が数多くみられている<sup>10</sup>。こうした25%を超える割当が不特定の割当先に行われた場合にどのような影響を及ぼしていたのか、本稿の結果は米国の制度や日本の制度変更に対しても示唆を与えることができるだろう。

本稿の主な結果は以下の通りである。全体的にはディスカウント率や発表時の株価リターンは正であり、長期株価パフォーマンスは負であることがわかった。ディスカウント率や発表時の株価リターンの結果は、日本の Kato and Schallheim (1993) , 阿萬(2003), 福田

<sup>4</sup> ブルドックソースがスティールパートナーズからの TOB に対抗するために行った新株予約権発行の差し止め訴訟の際、濫用的買収者と認定を受け抗告を棄却されている。

<sup>5</sup> Kato and Schallheim (1993) は 70・80 年代の特徴といえる系列による引受け、阿萬(2003) はバブル崩壊後の 90 年代の銀行の引受けについて、その年代に特徴的な引受先の分類を行い検証している。しかし、2000 年代、日本で急増した急増した投資ファンドや持合い、経営陣、既存株主、取引先、事業関連企業の影響などは検証されていない。Kato and Schallheim (1993) が利用していた『系列総覧』(東洋経済社) は、2000 年以降利用できないため、系列での分類はできなかった。

<sup>6</sup> 米国の第三者割当増資は発行時に同時に登録がなされない。登録までの期間は再販することができない (Rule 144)。再販制限期間は 12 ヶ月であったが 2008 年 4 月 15 日以降 6 ヶ月に緩和された。

<sup>7</sup> 日本では 2009 年 12 月に内閣府令第 2 号様式 (23-3) の項目として長期保有方針の公表が項目に加えられた。しかし、この公表方針に対する罰則規定は無い。

<sup>8</sup> PIPE は通常、連邦証券法 (Securities Act) における 4.2 項 (Section 4(2)) における、公募増資からの適用除外規定の対象となる。公募増資ではないため、発行登録に必要な情報開示やロードショーといった情報公開をせずに発行できる。実際、連邦証券法には公募についての条項が定義されていないが、SEC の Rule 506 (Section 4(2) の除外対象 (Safe harbor)) をもとに適用されている。PIPE は Rule 506 に従っているならば、Section 4(2) の除外条件として考えることができる。割当先が適格投資家と 35 非適格投資家である場合に、4.2 項の除外対象となる。私募の場合、短期売買は通常できない。しかし、PIPE においては発行企業が PIPE 発行後、転売のための届出を SEC に行い、届出の効力発生 (2 週間ほど) を待って割当先が割当株の売買できるようになる。

<sup>9</sup> ニューヨーク証券取引所 Rule 312.03(c), ナスダック証券取引所 Rule 5635 を参照。

<sup>10</sup> 東京証券取引所は 2009 年 8 月 24 日に 25% 以上の割当には第三者の適正意見を加えること、もしくは株主総会決議が必要となる東京証券取引所ルールを設けた。

(2010), 保田(2011a), 欧米の Hertz and Smith (1993), Krishnamurthy et al. (2005), Wruck and Wu (2009), Barclay et al. (2007)らの結果と整合的な結果といえる。長期パフォーマンスに関しては、欧米の Krishnamurthy et al., (2005), Wruck and Wu (2009), Barclay et al. (2007)らと整合的であったが、長期株価パフォーマンスは非負と主張する日本の保田(2011b)とは異なる結果が得られた。保田(2011b)の結果との違いは、保田(2011b)が投資ファンドの引受や中小規模企業の増資をサンプルに加えていないことに起因すると考えられる。

次に、引受先別の結果について説明する。ヘッジファンドが引受を行う場合、他の第三者割当増資と比べ企業規模は小さく、収益性が低いことがわかった。ヘッジファンドが引き受けた企業の長期株価パフォーマンスは悪く、ディスカウントは高く、発表時の株価リターンの正の反応は弱く、引受後すぐに売却することがわかった。これは、ヘッジファンドは株が割高な状態時に高いディスカウント率で引受け、割高な時期に売り抜けるという投資手法を用いているというラストリゾート仮説と整合的な結果と言える。こうしたヘッジファンドの行動は、Brophy et al. (2009)が指摘する米国 PIPE 市場におけるヘッジファンド行動と同様である。しかしながら、割当比率が 25%を上回るにつれ、発表時の株価リターンやディスカウント率は高くなり、長期パフォーマンスは負にならないことがわかった。25%以上の割当時に長期パフォーマンスが上昇するのは役員を派遣した時であり、役員を派遣していない場合、長期パフォーマンスは負となることがわかった。こうした結果は、持ち株比率が高いほどモニタリング効果が高まるという Shleifer and Vishny(1986)や役員派遣等を通じてヘッジファンドが効果的なモニタリングを行うという Brav et al. (2006), Clifford (2008), Klein and Zur(2009)らのモニタリング仮説と整合的な結果と言える。

経営陣が引受ける場合、発表時の株価リターンは高く、ディスカウント率が低く、長期パフォーマンスは非負であることがわかった。この結果は Hertz and Smith(1993)らの主張している保証仮説と整合的である。米国の経営陣への割当ての影響を検証した Barclay et al. (2007)の平均 24.2%のディスカウント率と比べ、本稿のディスカウント率の結果は 3.44%と大きく下回る結果といえる。この結果は、日本の経営者は、米国の経営者より第三者割当増資時に有利な価格で発行しがちではないという考えと整合的である。事業関連企業が引受先の場合、ディスカウント率は低く、発表時の株価反応は高く、長期株価パフォーマンスは非負であった。こうした結果は、保証仮説や M&A を通じたシナジー仮説と整合的な結果といえる。株式持合いのための第三者割当増資は、発表時の株価リターンが他の引受先と比べ低い、長期パフォーマンスやディスカウント率は他と大きな違いはみられなかった。発表日リターンは他の引受先と比べ低く、互いに持合いを行うため有利な価格での発行を行わない可能性があるため、エンタレンチメント効果が反映した可能性がある。しかし、長期パフォーマンスが悪化していないことから、必ずしもエンタレンチメント効果が高いわけではないことが考えられる。

検証結果における制度的な示唆としては、長期保有が義務付けされていなくとも、企業との関係が長期間にわたる経営陣や事業関連会社などにおいて保証効果が存在しているこ

とがわかった。これは、短期売買を行うことによる名声の失墜の可能性が高い引受先ほど、引受時のコミットメントとなっている可能性がある。その一方、ヘッジファンドは割当後半年以内に売却する確率が高く、事前に中長期保有を表明していても売却確率が高いことがわかった。こうした結果は、2009年12月に内閣府令第2号様式(23-3)の項目として長期保有方針の公表が義務付けられても、罰則規定は無いため機能していない可能性が高いことが示唆されている。また、ヘッジファンドの割当において、25%以上の割当でも役員を派遣する割当であれば企業価値を高める効果があるが、派遣しない割当では投資後の企業価値が著しく低下することがわかった。こうした結果から、25%を規制は、著しく過大評価された価格での大量発行を未然に防ぐ効果がある一方で、モニタリング効果を伴った企業価値に有益な出資を妨げている可能性を示唆している。

本稿の構成は以下のとおりである。次節で既存研究について、第3節で本稿の仮説について説明する。第4節で、データについて説明し、第5節で実証分析を行う。そして、第6節で本稿の結論を述べる。

## 2. 既存研究

### 2.1. 保証効果

Myers and Majluf (1984)は、公募による株式発行と経営者・投資家間の情報格差との関係について説明している。経営者と投資家間に情報格差が存在する場合、既存株主の利益を最大化する経営者は、株価が過大評価されているときに公募増資を行い、過小評価されているときに公募増資を行わない。結果として、公募増資の発表は、経営者が自社の株価が過大評価と認識しているというシグナルを市場に送る(発表時の株価反応は負)。そのため、現在の株価が過小評価されている企業は、公募増資を行うことができず、有望な投資機会へ投資を行うことができない(過小投資問題)。

Hertzel and Smith(1993)は、Myers and Majluf(1984)の過小投資問題を緩和するメカニズムとして第三者割当増資が機能しており、第三者割当増資の発表時の株価反応、ディスカウント率の決定要因は公募増資とは異なっていると説明している。発表時の株価反応について、特定の投資家がコストをかけ情報生産・新株引受けを行うことで、市場に対し現在の株価は過小評価されているというポジティブなシグナルを送ると説明している。つまり、情報優位な投資家は過小評価されているときのみ購入するため、情報優位な投資家が株式を購入することで株価は割安であると保証する効果がある。また、彼らは引受先の投資家による情報生産コストを補償するためにディスカウント率が用いられていると指摘している。したがって、情報生産コストが高い企業(情報格差が深刻な企業)ほどディスカウント率が高いことが予想される。

保証効果に関して多くの実証研究が行われている。Hertzel and Smith (1993)は、発行企業と投資家間の情報格差が大きいほど、アナウンスメントリターン、ディスカウント率が高いことを明らかにした。Krishnamurthy et al. (2005)は、引受る投資家を発行企業と関連のあ

る投資家 (Affiliated investor) と関連の無い投資家に分類し、発表時の株価リターンと長期株価パフォーマンスについて検証した<sup>11</sup>。発表時の株価リターンは関連・無関連いずれも正で有意なインパクトがみられたが、関連投資家への割当の方がより強い正の反応がみられた。長期株価パフォーマンスにおいては、無関連な投資家が引受けた企業にのみ有意なアンダーパフォーマンスがみられた。さらに、関連のある投資家に割り当てた場合、ディスカウント率が低下することを報告している。この結果は、関連のある投資家は情報優位な投資家であり、情報生産コストが小さくなるためと説明している。Goh et al.(1999)は、第三者割当増資時の発表時株価リターンと発行後のアナリストの業績予想修正との間の関係において正の関係があることを検証した。これは、第三者割当増資によって市場に未知の情報生産されたという考えと整合的である。Maynes and Pandes (2011)は、カナダにおける再販規制が緩和されて以降、情報格差の深刻な企業の第三者割当増資が低下したことを報告し、この結果は再販規制の緩和が保証効果を低下させたためと指摘している。いずれの結果も、保証効果仮説を支持する結果といえる。

## 2.2. アラインメント

経営者は必ずしも株主の利益を最大化するような行動をとるわけではない。株主の利益を犠牲にして、自らの私的利益 (浪費, 私的利用, 努力不足等) を優先することがある (モラルハザード問題)。こうした問題は、株主の利益と経営者の利益が完全に一致していないために生じる。第三者割当増資では、経営者が株式を引き受ける場合がある。経営者が自社の株式保有を行うことは、投資家の利益 (利益, 株価の上昇) と経営者の利益を一致させ、企業価値最大化行動をとらせる効果がある (Jensen and Meckling, 1976)。したがって、経営陣へ割り当てを行う第三者割当増資は、経営陣への割当を通じた第三者割当増資の発表は、株価に正の影響を及ぼすことが予想される。

## 2.3. モニタリング

モラルハザード問題を緩和する手段として、大株主によるモニタリングが機能する可能性がある。効果的なモニタリングを行うためには、さまざまなコストが発生する。持ち株比率が小さい投資家は、モニタリングによって得られるメリット (株価上昇による収益) が少ない。そのため、こうしたコストに見合うメリットを享受することは難しい。その一方で、大株主はこうしたメリットが大きいいため、モニタリングを行うインセンティブが高い (Shleifer and Vishny (1986))。また、Kahn and Winton (1998)は、長期間の保有を促す再販制限は株主にモニタリングを行うインセンティブをもたらすと主張している。再販制限により大株主の所有が長期的に行われるのであれば、モニタリングによる企業価値向上が予想される。モニタリング仮説では、第三者割当増資発表時の株価リターンは割当規模と正

---

<sup>11</sup> Krishnamurthy et al. (2005)は Affiliated investor として、①経営陣、②経営陣関係者、③企業のコンサルタント、弁護士、④割当前の大株主、⑤企業と関係する機関投資家、⑥企業と取引関係者としている。

の関係が予想される。また、ディスカウント率はモニタリングを行う投資家に対する報酬として考えることができるため、モニタリング仮説ではモニタリングを行う投資家に割り当てた第三者割当増資のディスカウント率はより高いことが予想される。

Wruck and Wu (2009)は、新たな関係を結ぶ投資家が引受ける場合、よりガバナンス（取締役会、大株主）が強化される傾向にあると指摘し、モニタリング仮説の検証を行っている。新たな関係を結ぶ投資家が引受ける場合、ディスカウント率、発表時の株価リターンが高いことがわかった。また、増資後の長期株価パフォーマンスにおいては、新たな関係を構築する場合には有意なアンダーパフォーマンスはみられないが、新たな関係が構築されない場合には平均で-6%の株価下落が確認された。これらの結果から、モニタリング仮説が支持されていると主張している。Kato and Schallheim(1993)は、系列関係企業に割り当てを行っている企業の発表後の株価パフォーマンスが良いことを示している。この結果に対し、系列企業グループにおけるモニタリング効果が反映していると説明している。

#### 2.4. エントレンチメント

エントレンチメントとは、経営者が株主の利益を犠牲に自らの利益を最大化する行動をとっても、解雇等のペナルティを受けない安定した地位を作り出すことをいい、結果として経営者のモラルハザードを促す。第三者割当増資においては、新株を企業経営に積極的に関与しない投資家に割り当てることで、経営者は地位の安定を図ることができる。したがって、割当先が経営者の地位を安定するような株主であれば、発行企業に対する市場の評価は低下（発表時の株価リターンは低下）することが予想される。積極的に経営に関与しない投資家は、経営に関与しないことによって生じる企業価値低下分の報酬（ディスカウント率）が保証されない限り出資を行わないだろう。したがって、積極的に経営関与を行わない投資家への第三者割当増資ほどディスカウント率は高くなることが予想される。そして、積極的に経営関与しない投資家への割り当ては、長期的パフォーマンスに負の影響を及ぼすことが予想される。

Barclay et al. (2007)は、投資家を第三者割当増資後2年以内に経営関与に影響を及ぼした投資家をアクティブな投資家、及ぼしていない投資家をパッシブな投資家、そして経営陣の3タイプに分け、発表日の株価リターン、ディスカウント率、長期パフォーマンスを検証した。パッシブな投資家へ割り当てている企業の平均アナウンスメントリターンは1.4%とアクティブな投資家へ割り当てている企業の5.0%よりも低いことが明らかになった。また、増資前日から増資後120日間の長期パフォーマンスをみても、パッシブな投資家へ割り当てた企業はアンダーパフォーム（-13%、1%水準で有意）するのに対し、アクティブな投資家へ割り当てた企業はアンダーパフォームしていないことがわかった。さらに、ディスカウント率においてもパッシブな投資家へ割り当てた方がアクティブな投資家に割り当てるより約19%高いことを示した。こうした結果は、パッシブな投資家への割当に際しては、エントレンチメント効果が生じているという考えと整合的である。

## 2.5. シナジー

事業関連企業を割当先とする第三者割当増資の場合、事業が関連することで生じるシナジー効果が発生する可能性がある。もし、他の割当先よりも事業関連性のあるシナジー効果が企業価値を高めるのであれば、アナウンスメント時の株価リターンは正の影響が予想される。シナジー効果と株価リターンの関係については合併・買収（M&A）の論文で多くの研究が行われている。しかし、事業が関連することによるシナジー効果は、ほとんど検証されていない（特に被買収側）。Morck et al. (1990)は、事業の関連性が高い企業同士の M&A における短期的な株価リターン、3年間の長期的な営業・株価リターンに違いはないことを示している。日本における検証では、井上・加藤(2003)があるが、水平的関係と非水平関係の M&A 時のアナウンスメントリターンにおいて買収・被買収企業いずれも有意な違いはみられなかった。

## 2.6. ラストリゾート

公募増資市場にアクセスできず、情報優位な投資家の引受もできない企業が、追加的な資本増強のためのラストリゾート（最後の資金の出し手）として再販制限のない第三者割当増資を用いる可能性がある<sup>12</sup>。Brophy et al. (2009)は、将来的に財務的に困窮する企業は、再販制限のない PIPE (private investment in public equity)をヘッジファンドに割り当てていると指摘し、ヘッジファンドにとって PIPE は短期間に収益を稼ぐ魅力的なメカニズムであると述べている。そのメカニズムとは、まずヘッジファンドはファンダメンタルズが悪く、情報格差が大きい企業へ投資を行う。そして、多くのディスカウント率を要求し、ファンダメンタルズまで株が下落する前に株式を売り抜けることで収益を得る<sup>13,14</sup>。既存投資家にとって過大評価されている価格で株式を調達できることは、新規株主から既存株主への富の移転といえる。その一方で、ファンドが過大評価されている時点で株式を売却することは、ファンドへの富の移転も意味する。結果的に、ファンドの売却先からファンド・発行前の既存株主への富の移転をもたらすこととなる。Brophy et al. (2009)はまた、ヘッジファンドが出資した企業は長期的に株価パフォーマンスは低いことを示している。これはファンダメンタルズの悪い企業へヘッジファンドが出資を行うというラストリゾート仮説と整合的である。

---

<sup>12</sup> Chen et al.(2010)は、PIPE と公募増資の選択問題を検証し、営業パフォーマンスが悪く、情報の非対称性の問題が深刻な企業ほど、PIPE を選択していることを明らかにし、ラストリゾートとして PIPE が選択されていると解釈している。

<sup>13</sup> 引受が確定された段階で空売りを仕掛け、ディスカウントされた新株で貸株の返済を行う場合もある。こうしたヘッジファンドの行動は、特に価格修正条項付 PIPE によく見られる。

<sup>14</sup> Gerard and Nanda(1993)は、公募増資時において、投資家が割当を受けやすいと考える企業ほど、株価下落を目的とした思惑的な空売りが行われ、投資家間の情報の非対称性により生じる逆選択問題を悪化させるため、ディスカウント率を高めると主張している。Suzuki (2010)は日本の公募増資時において発効日に空売りの返済率が高いほど思惑的な空売りが生じていることを明らかにしている。

### 3. 引受先別に予想される影響

本稿は引受先に注目し、その影響を既存研究で指摘されてきた効果について検証していく。表 1 は、引受先別に予想される符号を、既存研究で指摘されている効果と交え示している。

#### 3.1. ヘッジファンド

ヘッジファンドは企業価値を高めるモニタリングを行う可能性がある。Brav et al. (2006), Clifford (2008), Klein and Zur(2009)らは、大株主としてヘッジファンドが積極的にモニタリングや経営関与を行うことで、営業業績や配当が増加することをあきらかにしている<sup>15</sup>。また、もしヘッジファンドが企業業績を高める積極的なモニタリングを担うのであれば、第三者割当増資発表時の正のシグナルは高いだろう。また、モニタリングコストを補償するディスカウント率も高くなることが予想される。長期パフォーマンスにおいては、アナウンス時に株価にモニタリング効果が織り込まれているのであれば、非負となることが予想される。

ラストリゾート仮説に従えば、ヘッジファンドは過大な価格がついた株式を購入する見返りに多くのディスカウントを要求し、過大評価されているうちに売出しを行う。もしヘッジファンドがこうした行動をとっているのであれば、ヘッジファンドが引受先の第三者割当増資のディスカウントは高く、長期株価パフォーマンスは低下するであろう。ヘッジファンドがこうした行動をとる可能性を、第三者割当増資の発表時に市場が予見しているのであれば、他の投資家の引受と比べ発表時の株価リターンは低いことが予想される。市場がヘッジファンドの行動を十分に理解し、発表時にファンダメンタルズまで株価が下落するのであれば、長期パフォーマンスは非負で、ヘッジファンドはこうした機会主義的行動をとるメリットは無い。こうした機会主義的行動をファンドがとるのは、発表時にヘッジファンドの行動を市場は十分に株価に織り込めないためであり、長期株価パフォーマンスは低いことが予想される<sup>16</sup>。

#### 3.2. 経営者陣（経営者・役員・親族・親族企業）

保証仮説に従えば、経営者は将来の利益について情報優位な立場にあるため、経営者の引受は市場に対し、正のシグナルを発することになる（発表時株価リターンが正）。経営者の情報生産コストが低いため、要求するディスカウント率は他の投資家と比べ低くなるだろう。情報優位者は株価が過大評価されていない株式を引き受けるため、増資後の長期株価リターンの下落はみられないことが予想される。

アラインメント仮説に従うと、経営者への割当は経営者のモラルハザードを解消する働

<sup>15</sup> 年金基金やミューチュアル・ファンドにおけるモニタリングが企業価値に及ぼす研究については Woidtke(2002), McConnel and Servaes(1990) Karpoff, et al (1996)を参照。

<sup>16</sup> 資本構成におけるタイミング仮説の前提としても、公募増資による資金調達時に直ちに過大評価を株価に織り込めないことを取り上げている。

きがある。Morck et al.(2000)は、日本における経営者の株式保有と企業価値間の関係は、正の線形関係にあることを明らかにしている。保証効果同様に第三者割当増資の発表時の株価リターンは正の影響を及ぼすことが予想される。

経営者への割当は、エンtrenチメント効果を高める可能性がある。Morck et al. (1988)や McConnell and Servaes (1995)は、米国において一定の持ち株比率以上であれば経営者の持ち株比率と企業価値には負の関係があることを報告し、こうした関係はエンtrenチメント効果によるものであると指摘している。エンtrenチメント仮説が支持されるのであれば、経営者への割当は発表時の株価リターンに負の符号が予想され、ディスカウント率に対しては正の符号が予想される。

### 3.4. 取引先・事業関連企業

既に取り引関係にある企業は情報優位な投資家と考えることができる。保証仮説に従えば、取引関係にある企業への割当は、発表時の株価リターンに正、ディスカウント率に負、増資後の長期パフォーマンスは下落しないことが予想できる。

取引先企業や発行企業と事業が関連している会社は、シナジー効果が生じる可能性が高い。そのため、シナジー仮説に従えば、取引先企業や事業関連会社への割当は、アナウンスメントリターンに正、増資後の長期パフォーマンスは下落しないことが予想できる。

### 3.5. 株式持ち合い

2社による株式持ち合いにおいて、単に相互に株式の引受けを行い合うのみであれば、保有資産を等価資産と交換することを意味するため企業価値に影響を及ぼさない。しかし、株式を持ち合うことは企業にとってメリット、デメリットが存在することが指摘されている。主なメリットとして、取引関係等における協調行動による外部効果の内部化（米澤(1995)）、企業価値を低下する敵対的買収の防止（橘木・長久保(1997)）などがあげられるのに対し、経営者の意図しない企業価値を高める買収を妨げるエンtrenチメント効果がデメリットとして考えられることができる<sup>17,18</sup>。株式持ち合いの企業価値に及ぼす影響に関する実証分析においては、株式持ち合いと企業価値間の関係は負の関係がみられることが報告されている（Hiraki et al. (2003), 西崎・倉澤(2003)）。

もし、持ち合いによるメリットが高いのであれば、市場が発表時に正の反応を示し、長期パフォーマンスの下落はみられないであろう。その一方で、株式持ち合いがエンtrenチメントの手段と市場が認識しているのであれば、発表時のリターンは負となり、ディスカウント率は正、長期パフォーマンスは負となるだろう。

<sup>17</sup> 宇野・神山(2009)は株式持ち合いに対し、流動性の悪化の面から企業価値に負の影響を指摘している。株式持ち合い目的の第三者割当増資においては、長期保有を行う投資家への割当が多いが、持ち合い以外の第三者割当増資も長期保有が多いため、本稿は持ち合いと流動性の関係についての仮説を考慮していない。

<sup>18</sup> 宮島・黒木(2003)は株式持ち合いの解消が行われているが、市場の圧力が有効に働いて持ち合い解消を進展させる企業群と、企業間関係を重視して持ち合いの維持を継続する企業群とが併存していることを明らかにしている。

### 3.6. 銀行

銀行は企業の日々の取引を監視することができ情報優位な立場にある(Admati and Pfleiderer (1994)). 保証効果仮説に従えば、銀行への割当は発表時の株価リターンに正の影響を、ディスカウント率に負の影響を及ぼすことが予想される。また、長期株価パフォーマンスの下落はみられないであろう。

銀行の株式保有は企業のモニタリングを高める可能性もある。Prowse (1990)は、銀行の株式保有を通じたモニタリングは債権者と株主の間のエージェンシーコストを低下させることを報告している。また、企業の業績悪化や財務危機に陥った場合、メインバンクは役員を派遣や企業のリストラへの関与を通じて企業価値を高める行動をとる (Kang and Shivdasani (1995), Morck and Nakamura (1999), Hoshi et al.(1990)). したがって、第三者割当増資を通じた銀行の株式保有はモニタリング効果を高めると考えられる。モニタリング仮説に従うのならば、発表時の株価リターンとディスカウント率に正の符号が、長期パフォーマンスは非負が予想されるであろう。

一方で、銀行が債権者の立場に立った経営を企業に強いる可能性もある。Morck et al. (2000)は、低レベルの銀行による株式所有は企業価値と負の関係にあることを明らかにし、低レベルの銀行の株式保有は債権者の利益を最大化させる行動を促している可能性があると解釈している。もし、債権者と株主の利害対立仮説に従えば、銀行への割当は発表時の株価リターンに対し負の影響を及ぼすことが予想される。

### 3.3. 既存株主

既存株主は情報優位な状況にある。保証仮説に従えば、既存株主の情報生産コストは低く、ディスカウント率は低いだろう。また、情報優位な投資家が引受を行う場合、正のシグナル効果は大きくなることが予想できる。株を保有し続けるのであれば情報優位な投資家は過大評価された株式を引受けないため、長期パフォーマンスは非負が予想される (Krishnamurthy et al. (2005)).

## 4. サンプル及び記述統計量

### 4.1. サンプル及びデータ

本稿は、はじめに2001年1月から2010年12月までに日本で行われた第三者割当増資を日経 Financial Quest を用いて特定を行った。2001年1月から2010年12月までに日本で行われた第三者割当増資 2,261 サンプルであった。引受先の特定も日経 Financial Quest をもちいた。日経 Financial Quest では上位3位までの引受先が記載されている。次に、引受先と発行企業間の関係について、eol Esper で公表しているプレスリリースを用いた。プレスリリースには、発行企業と引受先の関係について、資本関係、取引関係、人的関係が記載されている。

また、プレスリリースから、普通株による第三者割当増資を特定した。その中から公募増資、優先株、新株予約権付社債など同時に他の発行が生じたサンプル（987 サンプル）<sup>19</sup>、金融業（銀行、証券、保険、その他金融、投資法人）（244 サンプル）、eol Esper においてプレスリリースを利用できない、もしくは発行企業との関係が記載されていないサンプル（176 サンプル）、発表後中止となったサンプル（176 サンプル）を除いた。また、発表時の株価リターン、ディスカウント率、長期株価パフォーマンスにおける異常値を取り除くため、それぞれの値の上下 1%以上のサンプルを除いた。最終的なサンプルは 883 サンプルである。

#### 4.2. 引受先の分類

日経 Financial Quest では上位 3 位まで引受先が記載されている。全引受株数に対する上位 3 位までの引受け株数は平均値で 94.3%（上位 3 位引受株数／発行株数の平均値）を占めており、概ね上位 3 位までにおいて主要な引受先はカバーされていると考えられる。引受先の分類を行うため、引受先名、プレスリリースの資本関係、取引関係、人的関係の項目を利用した。

ヘッジファンドは、プレスリリースに記載されている人的関係の伴わない「ファンド」、「投資事業組合」、「リミテッドパートナー (L.P.)」、「インベストメント」、「キャピタル」の名前の付く引受先とした<sup>20</sup>。しかし、経営者自らが出資・運用しているファンドなどは、ヘッジファンドではなく、経営陣に分類した。また、(財)ベンチャー・エンタープライズ・センターの定義に従い、ベンチャーキャピタルを特定し（11 サンプル）、ヘッジファンドから除いた。経営陣の分類はプレスリリースの人的関係から特定を行った。企業の人的関係において経営者本人、経営者の親族、経営者が社長の企業、経営者が出資・運営しているファンドなどはすべて経営陣の分類とした。既存株主については、プレスリリースの資本関係の項目において、引受先による株式の保有があれば既存株主とした。取引関係について、プレスリリースにおいて営業取引関係が記載されていれば取引関係とした。営業取引関係には、出資や融資など金銭の取引関係は含まれていない。事業関連企業は日経 Financial Quest に収録されている日経中分類を用いて引受先の産業と発行企業が同じ産業に属しているものとした。引受先上位 3 社に未公開の事業関連企業が含まれている可能性があるが、特定が恣意的となるため事業関連企業は公開企業からのみ判別した。株式持合いについては、プレスリリースの資本関係において、発行企業が引受企業の株式を保有している場合に株式の持ち合いとした。発行企業が引受企業の株式を持っていない場合においても、プレスリリースの調達目的・資金使途に、引受先の株式を購入するためと明記されていれば株式持合いとしている。銀行の特定は、国内普通銀行を銀行に分類した。

表 2 は、分類した引受先の企業数と対象サンプルに占める割合が示されている。ヘッジ

<sup>19</sup> 特に、公募増資のオーバーアロットメントオプションの付与に伴った第三者割当増資が多い。

<sup>20</sup> 投資信託口、年金基金などは含まれていない。

ファンドを引受先とした企業は上位3位において237社（全体サンプルの26.84%）であった。2005年が最も多く48社（2005年サンプル中36.1%）であった。2005年以降徐々に減少し2010年では16社（2010年サンプル中23.2%）となっている。経営陣への割当は73社と全体のサンプルの8.68%を占めていた。既存株主や取引関係からの出資が最も多くそれぞれ328社（全体サンプルの37.2%）、323社（全体サンプルの36.6%）であった。銀行から出資を受けたサンプルは3.06%（27サンプル）であった。90年代の阿萬（2003）が全体の24%であるのに対し、大きく異なっていることがわかる<sup>21</sup>。持合いは78社（全体のサンプルの8.83%）あり、そのうち銀行との持合いは7社あった。上位3位と筆頭株主のみで分けたが、傾向に大きな違いはみられなかった。

#### 4.3. 記述統計量

表3は発行内容と発行企業の特徴を示した記述統計量である。発行内容の特徴として、割当比率（＝新規発行株式数／増資後発行総株数）、引受先別割当比率（＝引受先割当株数／増資後発行済み株式数）、発行総額（＝発行価格×新規発行株式数）、引受先数、発行日数（発表から発行日までの日数（営業日ベース））、株価乖離率（（発表直前1ヶ月間の平均株価－発表2日前の終値）／発表1か月間の平均株価）を用いた<sup>22</sup>。割当比率は19%であり、投資家別でみるとファンドや経営陣、既存株主、事業関連企業で平均18%を超えているのに対し、持合いや銀行などは15%であった。引受先別割当比率をみると、最も高いのはヘッジファンドで平均17%（中央値13%）であることがわかった。発行総額は平均24.8億円で事業関連、持合い、取引先、既存株主が引受先となる場合に高いことがわかる。引受先の数では、銀行が引受ける場合が最も多く平均で13.67人、全体の平均で4.72人（中央値1人）であることがわかった。1か月間の株価乖離率は-0.87%であった。最も高いのは銀行、最も低いのはVCであった。これは、VCは株価が上昇傾向にあるタイミングで第三者割当増資が発表され、銀行では株価が下落傾向にあるタイミングで第三者割当増資が発表されることを意味している。発行日数は平均で18.54日、銀行が引受ける場合は短く14.44日であることがわかる。

発行企業の特徴として、企業の時価資産規模（＝株式時価総額＋負債簿価）、負債比率（＝負債簿価／簿価総資産）、TobinQ（＝（株式時価総額＋簿価負債）／簿価総資産）、ROA（＝営業利益／簿価総資産）を用いた。時価資産規模は平均501億円（中央値140億円）であり、持合いを行う場合の時価資産規模が約1000億円と比較的規模が大きいことがわかる。その一方で、その他投資家が引受ける企業の規模は約234億円と最も小さいことがわかる。ヘッジファンドが引受ける企業は、ROAが低い平均値-0.06（中央値-0.02）が、比較的割高又は成長性が高いと評価されている企業（TobinQ、平均値2.61、中央値1.45）ということ

<sup>21</sup> 本稿では金融機関の第三者割当増資を除いた影響もあると考えられる。

<sup>22</sup> 3ヶ月、6ヶ月でも検証を行った。3ヶ月は1ヶ月同様の影響がみられたが、6ヶ月となるとディスカウント率に有意な影響がみられなかった。表4は最も有意な影響がみられた1ヶ月の株価乖離率のみ掲載している。

がわかる。ヘッジファンドの企業特徴は、収益性が低く割高な株価の企業というラストリゾート仮説と整合的な特徴といえる。

## 5. 実証分析

### 5.1. ディスカウント率

はじめにディスカウント率について検証する。ディスカウント率は、ディスカウント率の発表日（第三者割当に関する取締役会決議日）の前日の終値から発行価格を差し引いた値を発行日の前日終値で除した値である。

表 4 はディスカウント率の記述統計を示している。ディスカウント率は平均 7.23%と 70～80 年代の Kato and Schallheim (1993)の 11.7%，90 年代の阿萬 (2003) の 10.24%と比べ 3～4%ほど低いことがわかる。90 年代以前の方がディスカウント率は高く、ディスカウント率は低下傾向にあることが示唆される。90 年代から 00 年代を検証した保田 (2011) の平均 5.74%と比べては約 1.5%高いことがわかる。割当先のタイプ別でみると、最も多いのはファンド（平均値 11.83%，中央値 10%）であるのに対し、最も低いのは経営陣や銀行の平均 3.4%とその差は約 8%開いていた。また、ファンド以外の引受先は皆平均値を下回っていた。特に経営陣や銀行が引き受ける場合にディスカウント率が低いことがわかる。

次にディスカウント率の決定要因について回帰分析を行う。回帰式は以下のとおりである。

ディスカウント率<sub>*i*</sub>

$$\begin{aligned} &= \beta_0 + \beta_1 \text{引受先タイプ}_i + \beta_2 \text{直前株価乖離}_i + \beta_3 \text{割当日数}_i \\ &+ \beta_4 \text{割当ての特徴}_i + \beta_5 \text{企業の特徴}_i + \beta_6 \text{年次ダミー}_i + \beta_7 \text{東証 1 部ダミー}_i \\ &+ u \end{aligned}$$

被説明変数は、ディスカウント率<sub>*i*</sub>で *i* 企業のディスカウント率を示している。引受先のタイプは、本稿の仮説検証において最も重要な変数である。ヘッジファンド、経営陣、既存株主、取引先、事業関連企業、持合い、銀行で、上位 3 位以内にそれぞれの投資家が引き受けていたら 1、そうでなければ 0 のダミー変数である。ダミー変数に代わり、それぞれの引受け先の割当比率を用いる検証も行う。

コントロール変数として、株価乖離率、発行日数、割当比率、拒否権ダミー、引受投資家数、時価資産規模、負債比率、ROA、TobinQ、年次ダミーを用いた。株価乖離は、第三者割当増資のディスカウント率算定の根拠として広く用いられる直前期間の平均株価との取締役会直前株価との乖離を示し、予想される符号は負である<sup>23</sup>。表 4 ではファンドや関連

<sup>23</sup> 取締役会で決定される第三者割当増資は、有利発行とならない根拠を発表する<sup>23</sup>。ディスカウント率の根拠の公表は、第三者割当増資発表時に行われ、その主な根拠は第三者割当増資発表前の株価動向である。こうした慣例は日本証券業協会が 1992 年 6 月「中間発行増資及び第三者割当増資の取り扱いに関する指針」の中で自主ルールとして定められた。日本証券業協会 (2010) の自主ルールにおいては、「払込金額は、株式の発行に係る取締役会決議の直前日の価額（直前日における売買がない場合は、当該直前日からさかの

企業が負となっており、比較的株価が上昇傾向にあるタイミングで第三者割当増資が発表されていることがわかる。

発行日数は取締役会決議日から発行日までの日数である。日本の第三者割当増資は、長期保有の方針が示されるものの、別途契約を結んでいない限り原則的に割当後売却することが可能である。取締役会決議日に購入価格は決定されているため発行日までの日数が長いほど流動性のリスクを負うことになる。流動性リスクが高いほどより高いディスカウントを要求するだろう。価格決定から発行日までの期間と公募増資のディスカウント率においては正で有意な関係がみられている (Corwin(2003), 加藤・鈴木(2012))。割当日数の予想される符号は正である。

割当ての特徴については、3つの変数を用いた。1つは割当比率である。福田(2011)は既存資産に比べ投資機会の方が一般的に価値評価は困難であるため、発行済み株式数に対する発行株数が多いほど投資家はよりコストを負担する必要があると指摘している。したがって、割当比率が高いほどディスカウント率も大きくなることが予想される。次に用いたのは割当先の数である。割当先が多いほどより小規模な投資家にも新株を引受けてもらうことを意味する。情報やモニタリングのメリットが小さい小規模投資家に新株を購入してもらうためには、ある程度ディスカウントする必要があるだろう。したがって、割当先の予想される正である。最後に用いたのは拒否権ダミーである。33.34%以上の持ち株比率の株主は株主総会において重要な決議に対し拒否権を持つことができる。拒否権のオプションがつく場合、そのプレミアムとしてより高い価格で株式の購入を行うだろう。本稿ではディスカウント率に対し拒否権は負の関係を予想している。

企業の特徴については、時価資産の自然対数、ROA、負債比率、TobinQを用いた。時価資産は除法の非対称性の代理変数といえる。規模が大きければ投資家と企業間における情報格差は小さくなるため予想されるディスカウント率は負となる。財務困窮企業においては引受リスクが高まるため、ROAが低いほど、負債比率が高いほど要求されるディスカウント率は高いであろう。TobinQは成長機会がある企業ほど投資機会に対する情報の非対称性が低くなる。結果としてディスカウント率は小さくなる可能性がある。そのほか、年ごとの年次ダミーも加えた。

表5パネルAは、引受先のダミー変数を用いた回帰分析の結果を示している。Model 2から8はそれぞれコントロール変数に引受投資家を別々に加えたモデルである。Model 8は引受投資家のタイプをすべて加えたモデルである。Model 2, 9においてファンドは有意に正で有意であることがわかる。係数は3.59, 3.12と分類されていない引受先と比べ3%ほど高いディスカウントを要求していることがわかる。情報優位な引受先として、経営者、事業

---

ぼった直近日の価額)に0.9を乗じた額以上の価額であること。ただし、直近日又は直前日までの価額又は売買高の状況等を勘案し、当該決議の日から払込金額を決定するために適当な期間(最長6か月)をさかのぼった日から当該決議の直前日までの間の平均の価額に0.9を乗じた額以上の価額とすることができる。(2)株式の発行が会社法に基づき株主総会の特別決議を経て行われる場合は、本指針の適用は受けない。」とある。6ヶ月以内とあるがこの期間の短縮については議論が行われている(日本証券業協会, 2010b)。

関連企業、銀行は有意に負の関係がみられた。特に、最も情報優位な投資家といえる経営陣は3.68%ディスカウント率が低いことがわかる。こうした結果は、情報生産コストの対価としてディスカウント率が用いられる保証仮説と整合的な結果といえる。取引先や持合い、事業関連会社は、特に他の投資家と同様のディスカウント率を要求していることがわかった。これらの投資家はいずれも情報優位な投資家と考えられているが、エントレンチメントや交渉力を通じて高いディスカウント率を要求した結果、その他の情報優位な投資家よりも高いディスカウント率を要求している可能性がある（情報効果による負の影響とエントレンチによる正の影響が相殺されている可能性）。

その他コントロール説明変数については、株価乖離率が最もディスカウント率に影響を及ぼしていることがわかる（Model 9 の t 値 10.44）。発行日数、割当比率、ROA は本稿の予想と同様の符号が得られた。拒否権ダミーは Model 3, 5~8 において負で有意であったが、その他の Model では有意な結果は得られなかった。また、調整済み R<sup>2</sup> は 39%と保田(2011)の検証時の 3.7%と比べて大きく上昇している。

表 5 パネル B は引受先ごとの割当比率を説明変数に加え分析を行っている。ファンドへの割当は、ファンド割当比率は正、(ファンド割当比率)<sup>2</sup> は負で有意な関係にありファンド割当比率に対しディスカウント率は逆 U 字関係にあることがわかる。最もディスカウント率が高くなる割当比率は 32%である。ファンド割当比率はディスカウント率に対し、遞減増加する関係に近いと言える。この結果は、割当比率が高くなると取引コストが高まるため多くのディスカウント率を要求するラストリゾート仮説やより多くのモニタリングコストを負担するためディスカウント率を要求するモニタリング仮説と整合的な結果といえるだろう。

経営陣や持合いへの割当は割当比率が高いほどディスカウント率が減少していることがわかる。経営陣・持合いについては保証仮説と整合的な結果と考えられる。経営陣の結果はダミー変数を用いた場合とほぼ同様の結果と言えるだろう。しかし、持合いに関しては、ダミー変数の結果とは異なっている。

### 5.1. 発表時の株価リターン

第三者割当増資発表時の株価リターンを検証するにあたり、発表時の市場状況等をコントロールするため異常株価リターンを検証する必要がある。はじめに、発行企業の株価リターンから加重平均市場リターンを差し引いた市場調整後の累積市場調整株価リターンを作成した。図 1 は、発表日前後 150 日間の累積市場調整株価リターンの推移を示したものである。発表日に向けて株価は下落し、発表日に株価が上昇、発表日後また下落するという傾向がみられる。標準的なイベントスタディは発表日前の期間、もしくは発表日後の一定期間を推定期間とする。しかしながら、推定期間が特定の傾向にある場合、イベント日前後の推定期間における Market model, 3 factor model 等を用いたイベントスタディには問題があることが指摘されている（Ahern, 2009）。そのため、本稿では Ahern (2009)の推奨して

いるイベント企業の株価リターンから同時期のマッチング企業の株価リターンを差し引いたマッチング法を用いて異常株価リターンを算出した<sup>24</sup>。マッチング企業の特定においては、年ごとに第三者割当増資を行った企業の傾向スコアをプロビット分析で算出し、その傾向が最も近い 5 社を用いた。プロビット分析における被説明変数はその年に第三者割当増資が行われていれば 1、行われていなければ 0 のダミー変数である。説明変数は直前決算期の ROA、負債比率、簿価時価比率、時価資産総額（負債簿価+株式時価総額）、日経中分類の産業ダミーである。

表 4 の CAR[AD-1 to AD+1]は、発表日前後 3 日間の累積異常株価リターンを示している。AD は発表日（Announcement day）を意味している。全サンプルでは、CAR[AD-1 to AD+1]の平均値は 5.58%（1%水準で有意）といずれも高い値であることがわかる。引受先のタイプ別にみると銀行・VC を除きすべての CAR において正で有意な値が得られた。銀行の結果は阿萬(2003)の結果と整合的な結果といえる。

次に、発表時の市場反応を検証するため本稿は以下のような回帰式を用いて検証していく。

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 \text{引受先タイプ}_i + \beta_2 \text{ディスカウント率}_i + \beta_3 \text{割当ての特徴}_i + \beta_4 \text{企業の特徴}_i + \beta_5 \text{年次ダミー}_i + \beta_6 \text{東証 1 部ダミー}_i + u$$

被説明変数は、 $CAR_i$ で  $i$  企業の累積超過リターンを示している<sup>25</sup>。説明変数として、逆選択仮説を検証するため企業規模と CAR の関係を検証する。説明変数の引受先のタイプは、本稿の仮説検証において最も重要な変数である。ヘッジファンド、経営陣、既存株主、取引先、事業関連企業、持合い、銀行で、上位 3 位以内にそれぞれの投資家が引き受けたら 1、そうでなければ 0 のダミー変数である。ダミー変数に代わり、それぞれの引受け先の割当比率を用いる検証も行う。

ディスカウント率は株式の希薄化の影響を及ぼすことが考えられる（阿萬，2003）<sup>26</sup>。ディスカウント率が高いほど、新株主に対しより割安な価格で新株を発行することを意味する。したがって、既存株主にとってディスカウント率が高いほど保有株式価値の希薄化が生じることを意味する。そのため、ディスカウント率は CAR に対し負のインパクトが予想される。

割当ての特徴については、割当比率と割当先の数、拒否権獲得ダミーを用いた。情報優位な投資家が、より多くの株式の引受を行うということは、現在の株価は割安であるとい

<sup>24</sup> 発表前-21日～-150日を推定期間とした Market model・3 factor model や市場調整株価リターンを用いて分析を行っても大きな違いはみられなかった。

<sup>25</sup> Wruck(1989)の方法により、ディスカウント率調整後の超過リターンを用いても結果に大きな違いはみられない。本稿は近年の研究 Krishnamurthy et al., (2005), Wruck and Wu (2009), Barclay Holderness, and Sheehan (2007)同様、ディスカウント率を調整しない超過リターンを用いて検証している。

<sup>26</sup> ディスカウント率が内生変数となっている場合が考えられる。ディスカウント率の検証において外生変数として株価乖離率、発行日数を用いて 2 段階最小二乗法を行ったが検証結果に違いはみられなかった。

う自信の裏返しと考えることができるだろう。また、割当比率が高いほどモニタリングのインセンティブが高いことが考えられる。割当比率を用いた日本の既存研究、阿萬(2003)、福田(2010)、保田(2011a)のいずれも正で有意な結果が得られている。本稿でも、割当比率が高いほど CAR に正の符号が予想している。引受企業数については阿萬(2003)が支援・提携のインセンティブの低下による負の影響と多様な引受を通じた取引関係の強化による正の影響を指摘している。阿萬(2003)は引受企業数の自然対数は負の影響がみられることを報告しているのに対し、福田は影響を及ぼしておらず、保田(2011a)は弱いながら正の影響を及ぼしていることを明らかにしている<sup>27</sup>。拒否権獲得する株主は、通常の株主より強い権利を有することを意味する。もし、ガバナンスに強い影響を及ぼすことが予想されるのであれば拒否権の獲得は正の影響を及ぼすだろう。これに対し、エントレンチメント効果が強いと市場が認識するのであれば負の影響を及ぼすことが予想される。

企業の特徴については、時価資産の自然対数、ROA、負債比率、TobinQ を用いた。時価資産は除法の非対称性の代理変数といえる。規模が大きければ投資家と企業間における情報格差は小さくなるため予想される CAR は負となる。財務困窮企業においては保田(2011a)が財務レスキュー仮説を立て、財務困窮企業が第三者割当増資を行うほど正のインパクトを予想している。したがって、ROA が低いほど、負債比率が高いほど CAR は高いであろう。TobinQ が高いほど調達資金を NPV が負の投資案にまわされる可能性が低くなる。その結果、成長機会の高い企業の株式発行ほど、市場の反応は正となる可能性がある。そのほか、年ごとの年次ダミーも加えた。

表 6 のパネル A は CAR を被説明変数とし、説明変数として引受先ダミーを用いた回帰分析の結果を示している。Model 1 から 7 はそれぞれコントロール変数に引受投資家を別々に加えたモデルである。Model 8 は引受投資家のタイプをすべて加えたモデルである。ヘッジファンドや株主持合いが行われるほど、市場は負の反応を示していることがわかる。ヘッジファンドに関しては、ファンドは過大評価された株式を引き受け、過大評価されているうちに売り抜ける行動をとると市場がある程度認識しているというラストリゾート仮説と整合的な結果といえる。持合いにおいては情報効果というよりはむしろエントレンチ仮説と整合的な結果といえる。一方で事業関連企業が引受を行う場合には、株価は正のインパクトを受けることがわかった。これは、情報効果もしくはシナジー効果と整合的な結果といえるだろう。経営陣、取引先、銀行においてはその他の投資家と CAR において有意な違いはみられなかった。

表 6 のパネル B は引受先ダミーの代わりに割当比率を用いた回帰分析の結果を示している。Model 1 のファンド割当比率は CAR に対し有意な影響を及ぼしていなかったが、Model 2, 9 においてファンド割当比率は負、(ファンド割当比率)<sup>2</sup> は正で有意であることがわかった。これはファンド割当比率 0.28 を最小とする U 字型の関係であることがわかる。これは、割当比率が 28% まではラストリゾート仮説と整合的であるが、28% 以上になると、モニタリ

<sup>27</sup> 福田(2010)と保田(2011)は、引受先が 1 社であるか否かのダミー変数を用いている。

ング効果の影響が強くなるという考えと整合的な結果と言える。事業関連企業・持合い企業は、ダミー変数を用いた検証時と同様の結果が得られた。

### 5.3. 長期パフォーマンス

保証効果、モニタリング、アラインメント、エントレンチメント、シナジー効果等において、発表時に株価リターン（短期的な株価リターン）にその影響が織り込まれているのであれば、第三者割当増資発行後の長期的な株価パフォーマンスに有意な変動はみられないだろう。その一方で、ラストリゾート仮説はアナウンスに十分に反映されず割高な状態で株を売り抜けることが前提となっている。ラストリゾート仮説に従えば、ヘッジファンドが第三者割当増資に出資を行うのであれば、長期株価パフォーマンスは低いことが予想される。一方で、アナウンスメントリターンの結果からは、ヘッジファンドの割当比率が25%以上になるとモニタリング仮説を支持するような結果が得られている。もし、割当比率が高まるほど、モニタリング仮説が支持されるのであれば、25%以上の割当時の長期パフォーマンスは非負、もしくは良くなることが予想される。

長期株価パフォーマンスを検証するために本稿は、第三者割当増資後2年間の累積長期超過リターン（ABHR）を検証した。ABHRは第三者割当増資企業の長期バイアンドホールドリターンからCARを検証する際求めたマッチング企業5社の同時期のバイアンドホールドリターンの平均を差し引いた値である<sup>28</sup>。表7は6ヶ月、12ヶ月、18ヶ月、24ヶ月のABHRを示している。長期ABHR6、12、18、24ヶ月のいずれにおいても負で有意な影響がみられた。しかし、引受先のタイプ別でみるとヘッジファンドは12ヶ月で-16.50%、18ヶ月で-27.01%、24ヶ月で-39.90%と一貫して負の影響がみられることがわかる。この結果は、ファンドが過大評価されている時点で株を購入するというラストリゾート仮説と整合した結果といえる。その他の特定の引受先では同様の一貫した負の影響はみられることはなかった。しかし、その他の投資家においてはヘッジファンド同様に株価が下落していることがわかる。その他の投資家は、株式の短期売買を行っても名声の失墜につながらないために、ヘッジファンド同様に割高株を購入し売り抜けている可能性がある。また、発行企業との関係は比較的薄く、個人投資家も多くおり、比較的情報劣位にあり割高株をつかまされたとの解釈もできるかもしれない。

次に、カレンダータイムポートフォリオ法（CTP法）を用いた長期株価パフォーマンスを検証した。表8は、第三者割当増資後2年間の月次株価リターンを用いてCTP法で検証した結果である<sup>29</sup>。全サンプルでみると、第三者割当増資後2年間で統計的に有意な下落はみられなかった。次に、これをファンドに出資を受けたサンプルとファンド以外に出資を受けたサンプルに分けそれぞれCTP法を行った。検証結果は、ABHRを用いた結果同様にファンドに割り当てた企業の月当たりの株価リターンは単純平均加重平均で-1.32%と有意

<sup>28</sup> 上場廃止等により株価が得られない月の株価リターンは、マッチング企業の平均値を利用している。

<sup>29</sup> CTP法については山崎・山口(2011)を参照。

に下落していることがわかる。一方、ファンド以外に出資を仰いだ企業の株価の有意な下落は検証できなかった。こうした結果は、ラストリゾート仮説と整合的な結果といえる。

営業パフォーマンス (ROA) の推移比較を行ったのが表 9 と図 2, 図 3 である。t 期は第三者割当増資発行直前の決算期を示している。サンプル数が期によって異なるのは、未公開時点や上場廃止時点、データ入手困難期間は欠損として取り扱ったためである。図 2 をみてもわかるように、t 期以降 ROA が最も下落しているのはファンドであることがわかる。経営陣、銀行、既存株主は t 期以降増加傾向にある。しかしながら、ROA の水準は同時期の経済状況等にも影響を受ける。そのため、そうした影響をコントロールするためディファレンス・イン・ディファレンス (DID, Difference in difference) 法を用いて t 期以降の ROA の増加について検証していく。DID<sub>t+2</sub> とは、第三者割当増資企業 *i* の t+2 期後の ROA の増加率 ( $ROA_{i,t+2} - ROA_{i,t}$ ) からマッチング企業の t 期以降の ROA の平均増加率 ( $ROA_{M,t+2} - ROA_{M,t}$ ) を差し引いた値である<sup>30</sup>。表 10 は引受先別 DID を示している。DID が有意に負になったのはファンドのみである。こうした結果は、将来の見通しが悪い企業がファンドに出資を仰ぐというラストリゾート仮説と整合的な結果といえる。また DID が有意に正となったのは既存株主による追加出資の場合である。既存株主による追加出資が ROA の改善がみられたが、そのほかの引受先においては統計的に有意な ROA の増加はみられなかった。

アナウンスメントリターンの検証においてファンドの割当比率が 28% より高まるほどアナウンスメントリターンは正の反応を示すことがわかった。これは、割当比率が高まるほどモニタリング効果が高まるというモニタリング仮説を支持する結果と考えることができる。しかし、表 7, 8, 10 ではファンドの長期パフォーマンスはネガティブであることがわかった。しかし、それらの結果は、モニタリング効果の影響が検証できていない。モニタリング効果を検証するためにファンド引受後役員が派遣されているか否か調べた。役員が派遣されていれば、出資した上でモニタリングを行っていると考えられるだろう。ファンド割当比率と役員派遣についてみたのが表 11 である。パネル A は 24 カ月の ABHR である。役員派遣が行われていたのは 54 サンプル、行われていないサンプルは 180 サンプルである。役員派遣の ABHR<sub>24</sub> は -6.4% で t 値は -0.42 と、0 と統計的に有意に違いはなかった。一方で役員派遣が無かった場合、ABHR<sub>24</sub> は -49.89% (t 値 : 7.89) と統計的に有意に負であることがわかった。また、ヘッジファンドへの割当比率をみると 10% までの割当が -41.23%、割当比率 10~25% をみると -50.04%、25% 以上をみると -19.83% と 25% 以上の割当比率の場合に減少分が小さくなることがわかる。25% 以上の割当比率の場合を役員派遣の有無で分けると、派遣有りでは有意ではないものの +33.57% であることがわかった。派遣無しでは -60.34% と比べても有意な差がみられた。こうした結果は、モニタリング仮説と整合的な結果といえるだろう。パネル B の DID<sub>t+2</sub> でもほぼ同様の結果が得られた。

<sup>30</sup> 2010 年までの期間のデータを用いているため t+3 期は入手できないサンプルが多く含まれており t+2 期とした。

#### 5.4. 再販行動

ディスカウント率，株式市場における反応，長期パフォーマンスにおいて一貫してヘッジファンドのラストリゾート仮説が支持される結果が得られた。ラストリゾート仮説が支持されるのであれば，割高株を株価が下落す前に売却しているか否かについて検証する必要があるだろう。本稿は2003年以降の大量保有報告書のデータをもとに，第三者割当増資後のタイミングで売却を行ったか調査した。大量保有報告書を利用するため，売却タイミングは5%以上保有している株主が対象となる。したがって，本稿は割当株数が5%以上の引受先を対象に検証を行った。表12のパネルAは，全投資家，引受投資家別の売却行動について示したものである。5%以上割り当てを受けた投資家751者のうち，発行後2年以内に売却を行った投資家は216人で28.8%であった。最も売却数が多く，売却比率が高いのはヘッジファンドで，売却した割合は190人中114人，60.0%であることがわかった。これは他の投資家と比べても非常に高い値であることがわかる。特に，114人売却したうち半数以上の63人は半年以内に売却を行っていた。ヘッジファンドは，より早い段階で他の投資家よりも売却しやすいことがわかる。こうした結果は，ヘッジファンドのラストリゾート仮説と整合的な結果といえる。

長期保有方針の公表は，2009年12月11日に施行した「企業内容等の開示に関する内閣府令第2号様式(23-3)」の項目として加えられた。発行企業が，「割当先は長期保有の方針である」と公表しても，割当を受けた投資家には長期保有の義務は発生しない。こうした公表が機能しているのか否か検証する必要がある。表12パネルBは施行前から自主的に公表を行っている企業も含め，長期保有方針の公表と売却行動の関係を分析している。パネルBは，アナウンスメント時に公表された長期保有方針が実際の売却行動に影響を及ぼしているかをみている。長期保有，中長期保有と方針を行っている企業は331人，方針無しは420人であった。長期保有方針のうち1年以内に売却した投資家数は53人(16%)であり，長期保有方針無しで1年以内に売却した投資家は98人(23.3%)であった。ファンドに限ってみると半年以内に売却する割合は，長期保有方針があった場合29.7%，なかった場合35.3%と約5%の違いがみられたが，依然として短期売買が行われていることがわかる。これはファンドが長期保有方針を示していても，必ずしも長期保有を行っているわけではないことがわかる。これは，保有方針の公表では必ずしもアナウンス時には予測できないことがわかる<sup>31</sup>。

パネルCは，売却行動とディスカウント率，アナウンスメントリターン，ABHR，DIDの関係についてみている。1年以内に売却した場合，ディスカウント率，CAR，DIDに統計的に有意な違いはみられなかった。しかし，ABHRにおいては弱いながらも売却と非売却において違いがみられた。ABHR24において，売却をしていなくとも有意に負の影響がみられたが，売却せずにとり締役を派遣している場合は正の影響がみられた。こうした結果は，

<sup>31</sup> 第三者割当増資公表時の株式市場の反応も，長期保有方針の公表により有意な反応はみられていないことも確認している。

ヘッジファンドのラストリゾート仮説、モニタリング仮説を支持する結果といえる。

## 6. 結論

本稿は、近年急増した第三者割当増資の特徴といえる、さまざまなタイプの投資家の引受けや中小規模企業による発行の増加が、発表時の株式市場の反応、引受投資家の要求するディスカウント率、発行後の長期パフォーマンス、引受先の売却行動に及ぼす影響について検証した。本稿の主な結果は、第 1 に、ディスカウント率や発表時の株価リターンは正であるが、長期パフォーマンスは負であることがわかった。次に引受投資家別でみると、発表日の株価リターン、ディスカウント率、長期パフォーマンスに大きな影響を及ぼしているのはファンドへの割当ということがわかった。ファンドは高いディスカウント率を要求し、発表時の市場からの正の反応は小さく、長期パフォーマンスが悪く、引受後売却する傾向が強いことがわかった。また、ファンド割当比率と発表日リターンや長期パフォーマンスとは U 字型の関係にあり、概ね 20% 後半の割当比率以降パフォーマンス等が改善することがわかった。特に長期パフォーマンスが上昇するのは役員派遣を行い、ファンドが即時に売却しない銘柄であり、一方下落する銘柄は、ヘッジファンドが即座に株式を売却する銘柄であることがわかった。

事業関連会社へ割り当てを行う場合、ディスカウント率が低く、発表時の株価リターンが高く、割当後売却行動をとらず、長期パフォーマンスは負にならないことがわかった。こうした結果は、保証効果もしくはシナジー仮説と整合的な結果といえる。経営陣においては、ディスカウント率は低く、割当比率が高いほど発表時の株価リターンは負となることがわかった。この結果は、ディスカウント率に関しては保証効果と整合的であるが、発表日の株価リターンや長期パフォーマンス等においては一貫した結果は得られていない。株式持合いにおいては発表日の株価リターンにおいて負の影響がみられた。この結果から市場は持合いに対しエントレンチメントの評価を行っていると考えられる。しかし、ディスカウント率において持合いと有意な関係はみられなかった。この結果は、市場は持合いに対しエントレンチメントの評価をしているが、持ち合うことでエントレンチによる費用が発生するが、割当先引受先の両方に発生するため互いにディスカウントとしてエントレンチメント費用を要求しないとも考えることができるだろう。銀行はディスカウント率に対し負の関係がみられた。この結果は情報生産コストが低いためという保証仮説と整合的な結果といえる。しかし、市場はそのように認識しているわけではないことがわかった。これは、銀行は割安であるため株式を購入する、もしくは購入後株主価値を最大化する行動をとるというよりはむしろ債権者の利益を優先する行動をとるために投資を行っている可能性がある。そのため、株式市場からの反応は高くない可能性がある。

こうした結果は、欧米の研究や日本の制度設計に対しいくつかの示唆を与えている。第三者割当増資後長期間保有する規制が無くとも、事業関連会社など企業との関係が強い場合には長期保有のコミットメントが形成され、結果として保証効果がみられる。その一方で、

ヘッジファンドなどへの割当は、短期的な市場での売買を通じて取引に応じる投資家の利益を犠牲にする可能性がある。情報劣位な投資家を保護するためには、米国のような長期保有規制が必要かもしれない。日本では、長期保有の意思確認を行う必要があるが、罰則規定が無いせいか意思確認は長期保有行動には結びついていない。短期的な市場売買を行うヘッジファンドへの割当を認めることは、高いディスカウント率を払うことになるが収益性の低い発行企業（既存株主）の資金調達をスムーズに行わせる機能があることを理解する必要があるだろう。誰の利益を優先させるべきか考えて制度設計を行う必要があるだろう。

#### 【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, Vol.19, 56-71.
- 井上光太郎・加藤英明. (2003). 「M&A 発表日の株価効果に関する要因分析」現代ファイナンス, Vol. 13, 3-28.
- 宇野 淳・神山直樹 (2009) 「株主保有構造と流動性コスト：投資ホライズンの影響」早稲田大学ワーキングペーパーWIF-09-002： April 2009.
- 加藤英明・鈴木健嗣 (2011) 「再考公募増資のアナウンスメントリターン」神戸大学ディスカッションペーパー2011・42.
- 鈴木健嗣 (2013) 「日本のエクイティファイナンスのあゆみ」 国民経済雑誌, Vol.207(2), 39-63.
- 橋本俊詔・長久保僚太郎 (1997) 「株式持合いと企業行動」 フィナンシャル・レビュー November, 1-16.
- 西崎健司・倉澤資成 (2003) 「株式保有構成と企業価値」金融研究第 22 巻別冊第 1 号 161-200.
- 日本証券業協会 (2010a) 「第三者割当増資の取扱いに関する指針」 日本証券業協会資料.
- 日本証券業協会 (2010b) 「第三者割当増資のあり方について」 日本証券業協会資料.
- 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』Vol.27, 127-143.
- 保田隆明 (2011a) 「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, Vol.31, No.2, 20-39.
- 保田隆明 (2011b) 「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」 商学討究, Vol.62, 167-183.
- 宮島英昭・黒木文明 (2002) 「株式持合い解消の計量分析」 証券アナリストジャーナル, Vol.40(12), 30-46.
- 米沢康博 (1995) 『株式市場の経済学』 日本経済新聞社.
- 山崎尚志・山口聖(2011) 「わが国株式市場における株価の長期パフォーマンスの測定方法の評価—BHAR 法と CTP 法の検証—」 神戸大学ディスカッションペーパー2011-9.
- Admati, A.R., and P. Pfleiderer, (1994). “Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists.” *Journal of Finance*, Vol.49, 371-402.
- Baker, M., and J. Wurgler, (2002), “Market Timing and Capital Structure,” *Journal of Finance*, Vol.57, 1-32.
- Barclay, M.J., C.G. Holderness, and D.P. Sheehan (2007), “Private Placements and Managerial Entrenchment,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.13, 461-484.
- Brav, A., J. Jiang, W. Partnoy, and R. Thomas, (2008) “Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance,” *Journal of Finance*, Vol. 63, 1729-1775.
- Brophy, D. J., P.P. Ouimet, and C. Sialm, (2009). “Hedge Funds as Investors of Last Resort?” *Review of Financial Studies*, Vol.22, 541-574.
- Chaplinsky, S., and D. Haushalter, (2010) “Financing under Extreme Risk: Contract Terms and Returns to Private Investments in Public Equity,” *Review of Financial Studies*, Vol.23,

2789-2820.

- Chen, H.C., N. Dai, and J.D. Schatzberg, (2010) "The Choice of Equity Selling Mechanisms: PIPES versus SEOs." *Journal of Corporate Finance*, Vol.16, 104-119.
- Clifford, C.P. (2008). "Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists." *Journal of Corporate Finance*, Vol.14 323-336.
- Gerard, B., and V. Nanda, (1993). "Trading and Manipulation around Seasoned Equity Offerings." *Journal of Finance*, Vol.48, 213-245.
- Goh, J., M. J. Gombola, H.W. Lee, and F.Y. Liu, (1999). "Private Placement of Common Equity and Earnings Expectations." *Financial Review*, Vol.34, 19-32.
- Hertzel, M., M. Lemmon, J.S. Linck, and L. Rees (2002), "Long-run Performance following Private Placements of Equity," *Journal of Finance*, Vol.57, 2595-2617.
- Hertzel, M. and R.L. Smith (1993), "Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately," *Journal of Finance*, Vol.48, 459-485.
- Hiraki, T., H. Inoue, A. Ito, F. Kuroki, and H. Masuda, (2003). "Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence from 1985 to 1998." *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.11, 239-265.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, (1990). "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan." *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 67-88.
- 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, 5-360.
- Kahn, C., and A. Winton, (1998). "Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention." *Journal of Finance*, Vol.53, 99-129.
- Kang, J.K., and A. Shivdasani, (1995). "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan." *Journal of Financial Economics*, Vol.38(1), 29-58.
- Kato, K and J. S. Shallheim (1993), "Private Equity Financings in Japan and Corporate Grouping (Keiretsu)," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.1, 287-307.
- Karpoff, J.M., P.H. Malatesta, and R.A. Walking, (1996), "Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol.42, 365-395.
- Klein, A., and E. Zur, (2009). "Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors." *Journal of Finance*, Vol.64, 187-229.
- Krishnamurthy, S., P. Spindst, V. Subramaniam, and T. Woidtke (2005), "Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements," *Journal of Financial Intermediation*, Vol.14, 210-238.
- Maynes, E., and J.A. Pandes, (2011). "The Wealth Effects of Reducing Private Placement Resale Restrictions." *European Financial Management*, Vol.17, 500-531.
- McConnell, J.J., and H. Servaes, (1990) "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 595-613.

- McConnell, J.J., and H. Servaes, (1995). "Equity Ownership and the Two Faces of Debt." *Journal of Financial Economics*, Vol.39, 131-157.
- Morck, R., and M. Nakamura, (1999). "Banks and Corporate Control in Japan." *Journal of Finance*, Vol.54, 319-339.
- Morck, R., M. Nakamura, and A. Shivdasani, (2000). "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan." *Journal of Business*, Vol.73, 539-567.
- Morck, R., A. Shleifer, and R.W. Vishny, (1988). "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 293-315.
- Morck, R., A. Shleifer, and R.W. Vishny, (1990). "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?" *Journal of Finance*, Vol.45, 31-48.
- Myers, S.C., and N.S. Majluf, (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have." *Journal of Financial Economics*, Vol.13, 187-221.
- Prowse, S.D., (1992). "The Structure of Corporate Ownership in Japan." *Journal of Finance*, Vol.47, 1121-1140.
- Suzuki, K., (2010) "Type of Short Selling and Issuer Costs in Seasoned Equity Offerings," *Kobe University Discussion Paper Series* 2010-35.
- Woidtke, T., (2002), "Agents watching agents? Evidence from pension fund ownership and firm value," *Journal of Financial Economics*, Vol.63, 99-131.
- Wruck, K.H. (1989), "Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Finance," *Journal of Financial Economics*, Vol.23, No.1, 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*, Vol.15, 30-47.

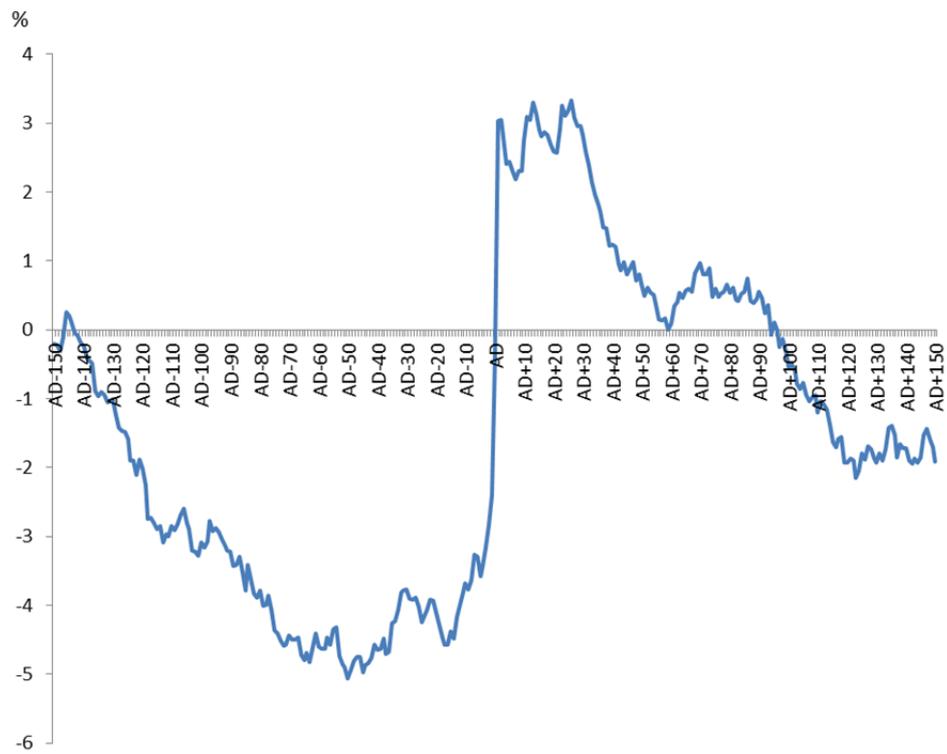


図1 第三者割当増資発表前後の株価リターン

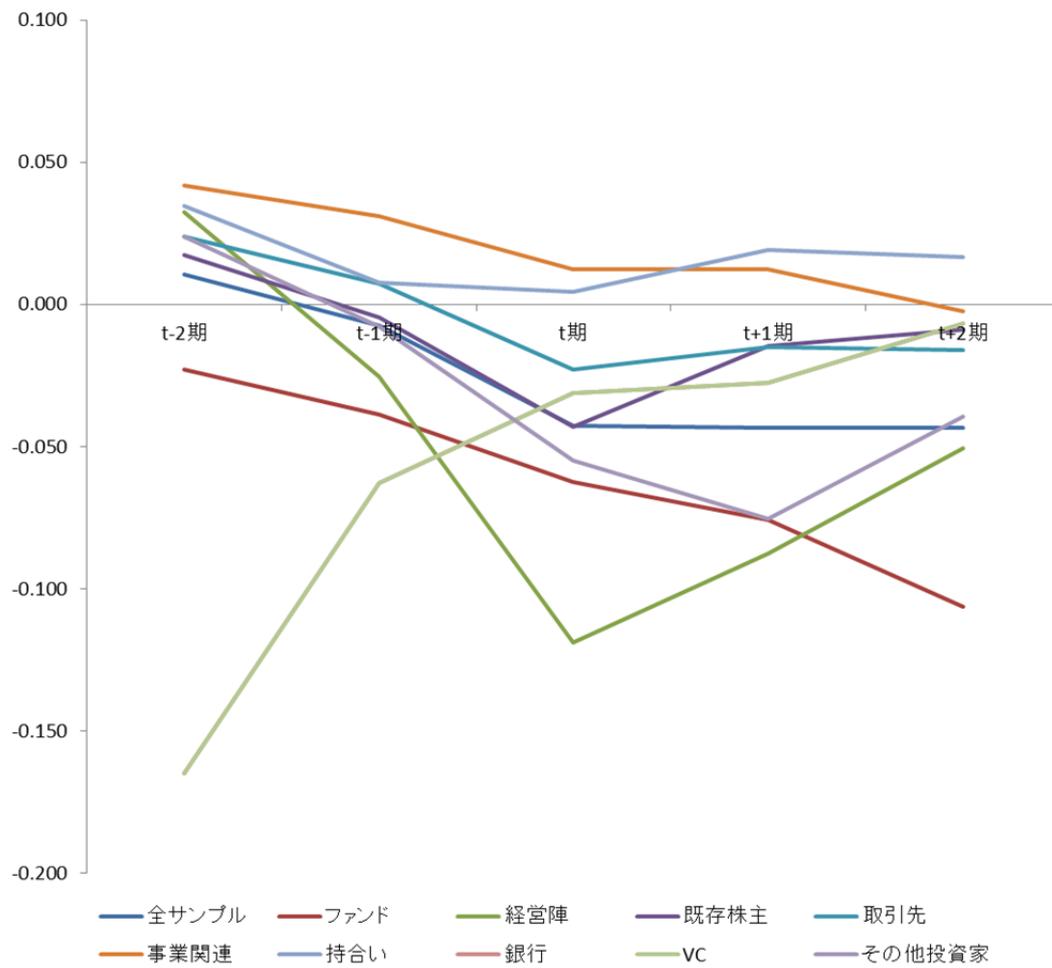


図2 引受先別 ROA の推移

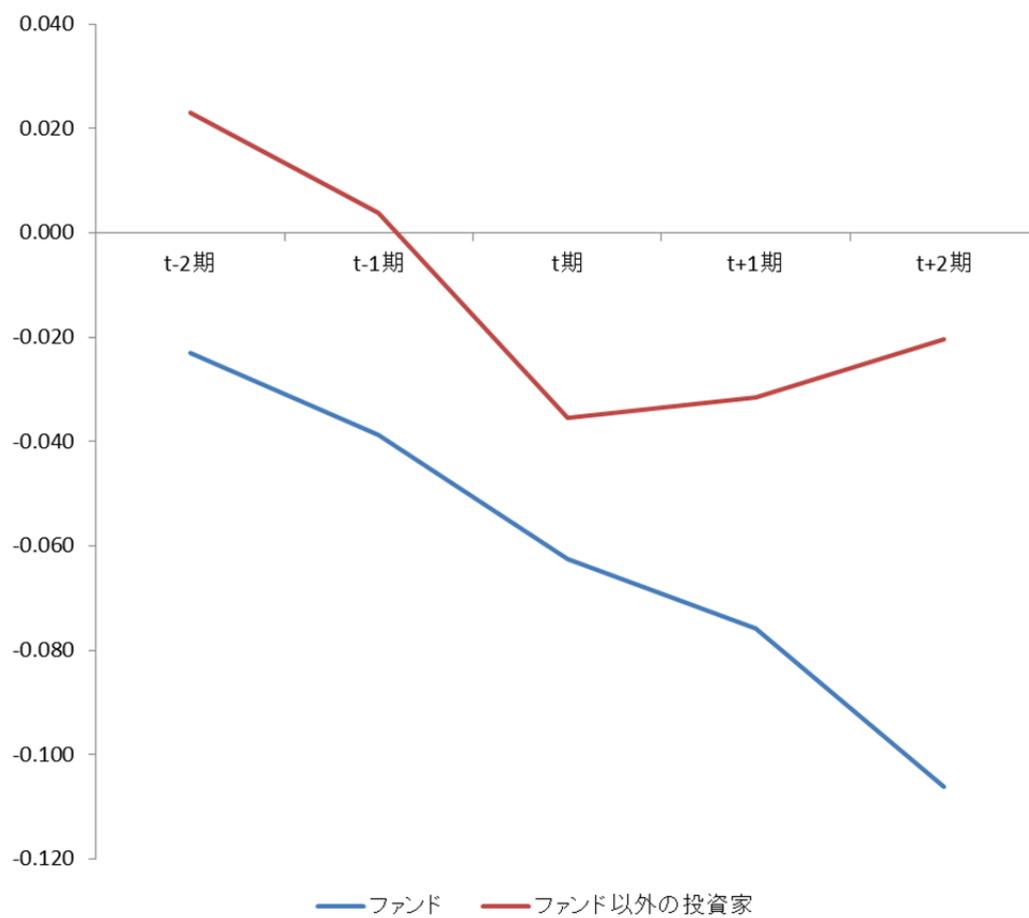


図3 ROAの推移(ファンドか否か)

表 1 引受先別の仮説

引受先	仮説	ディスカウント率	短期株価リターン	長期株価リターン	短期売却
投資ファンド	モニタリング	(+)	(+)	非負	売却せず
	ラストリゾート	(+)	(-)	負	売却
経営陣	保証効果	(-)	(+)	非負	
	アライメント		(+)	非負	
	エントレンチメント	(+)	(-)	非負	売却せず
取引先	保証効果	(-)	(+)	非負	
	モニタリング	(+)	(+)	非負	売却せず
関連事業企業	保証効果	(-)	(+)	非負	
	モニタリング	(+)	(+)	非負	売却せず
	シナジー		(+)	非負	売却せず
持合い	モニタリング	(+)	(+)	非負	売却せず
	エントレンチメント	(+)	(-)	非負	売却せず
銀行	保証効果	(-)	(+)	非負	
	モニタリング	(+)	(+)	非負	売却せず
既存株主	保証効果	(+)	(-)	負	売却せず
	モニタリング	(+)	(+)	非負	売却せず

表2 引受先の分布

	引受先上位3位	
	企業数	割合
ヘッジファンド	237	26.84%
経営陣	84	9.51%
既存株主	328	37.15%
取引先	323	36.58%
事業関連企業	180	20.39%
持合い	78	8.83%
銀行	27	3.06%
ベンチャーキャピタル	11	1.25%
上位分類以外の引受先の企業	159	18.01%

表3 発行企業の記述統計量

		全サンプル	引受先								
			ファンド	経営陣	既存株主	取引関係	事業関連	持合い	銀行	VC	その他投資家
<b>発行内容の特徴</b>											
割当比率	平均値	0.19	0.21	0.21	0.18	0.17	0.18	0.15	0.15	0.24	0.23
	中央値	0.15	0.19	0.17	0.15	0.13	0.15	0.11	0.08	0.24	0.20
	標準偏差	0.14	0.16	0.15	0.14	0.13	0.13	0.12	0.15	0.14	0.17
引受先別割当比率	平均値		0.17	0.12	0.13	0.14	0.15	0.10	0.03	0.11	
	中央値		0.13	0.08	0.09	0.10	0.12	0.07	0.03	0.07	
	標準偏差		0.15	0.11	0.12	0.12	0.12	0.10	0.05	0.11	
発行総額 (百万円)	平均値	2,439	2,024	1,982	2,869	2,927	3,996	3,324	1,621	4,057	1,882
	中央値	855	820	542	1,008	1,002	1,358	1,204	940	1,500	621
	標準偏差	6,892	6,425	3,966	8,521	8,791	11,465	7,058	1,727	6,069	4,124
引受先数	平均値	4.72	3.25	6.46	4.81	7.40	2.68	7.27	13.67	13.45	2.46
	中央値	1.00	1.00	3.00	1.00	1.00	1.00	1.50	4.00	2.00	1.00
	標準偏差	39.19	5.35	16.17	14.83	63.82	5.48	24.26	38.82	27.61	7.68
株価乖離率	平均値	-0.87	-2.10	-0.52	-0.35	0.06	-2.05	-0.45	2.17	-6.73	-0.66
	中央値	0.24	-0.63	0.80	0.56	-0.03	-1.15	0.14	1.82	-0.80	0.80
	標準偏差	12.34	13.67	15.21	11.96	10.34	8.82	9.29	6.72	10.25	12.88
発行日数	平均値	18.54	19.37	16.57	17.53	18.84	20.82	19.91	14.44	20.91	17.97
	中央値	14.00	14.00	13.50	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00
	標準偏差	23.17	36.79	9.43	14.46	19.09	20.31	27.42	2.26	13.25	10.12
<b>発行企業の特徴</b>											
時価資産規模 (百万円)	平均値	50,116	47,235	35,881	66,925	65,895	76,840	99,299	52,512	51,865	23,995
	中央値	14,032	11,795	10,106	19,968	19,714	23,901	31,116	22,628	15,506	10,925
	標準偏差	147,027	183,364	79,975	172,908	167,303	203,996	233,927	72,881	110,250	50,145
負債比率	平均値	0.66	0.58	1.05	0.75	0.64	0.60	0.65	0.67	0.58	0.66
	中央値	0.63	0.61	0.72	0.68	0.65	0.64	0.68	0.61	0.61	0.63
	標準偏差	0.99	0.36	2.91	1.49	0.32	0.25	0.27	0.32	0.31	0.69
ROA	平均値	-0.04	-0.06	-0.12	-0.04	-0.02	0.01	0.00	0.01	-0.03	-0.06
	中央値	0.01	-0.02	0.00	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.02	0.01
	標準偏差	0.21	0.17	0.37	0.24	0.19	0.10	0.13	0.09	0.09	0.25
TobinQ	平均値	2.38	2.61	2.36	2.41	1.95	1.68	1.41	2.51	2.62	2.41
	中央値	1.28	1.45	1.24	1.17	1.14	1.18	1.07	1.21	1.54	1.43
	標準偏差	5.09	3.11	6.94	7.48	4.79	1.38	1.25	5.62	1.80	2.74
サンプル数		883	237	84	328	323	180	78	27	11	159

表4 ディスカウント率, 累積アブノーマルリターンの記述統計量

	サンプル数	ディスカウント率			CAR[AD-1 to AD+1]		
		平均値	t-stat	中央値	平均値	t-stat	中央値
全サンプル	883	7.23 ***	15.93	6.80	5.58 ***	13.08	2.79
<u>引受先別</u>							
ファンド	237	11.83 ***	12.83	10.00	4.05 ***	4.98	1.62
経営陣	84	3.44 *	1.93	2.25	5.06 ***	4.02	3.50
既存株主	328	4.88 ***	6.88	4.90	3.86 ***	6.50	2.21
取引先	323	5.62 ***	9.04	5.00	4.70 ***	7.49	2.03
事業関連	180	5.80 ***	6.30	4.90	7.00 ***	7.37	3.48
持合い	78	5.49 ***	4.29	4.25	1.60 *	1.74	0.55
銀行	27	3.43 *	1.73	5.00	3.14	1.32	-0.19
VC	11	14.86 ***	3.53	9.50	3.12	1.05	-0.26
その他投資家	159	7.90 ***	7.22	6.70	8.79 ***	7.27	4.04

表5 ディスカウント率の回帰分析

パネルA：引受先ダミー

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9
ファンド		3.59*** (4.30)							3.12*** (3.29)
経営陣			-4.03*** (-2.73)						-3.68** (-2.46)
既存株主				-2.14** (-2.48)					-1.31 (-1.50)
取引先					-0.67 (-0.90)				0.60 (0.69)
事業関連企業						-2.23*** (-2.75)			-1.68* (-1.95)
持合い							-1.29 (-1.20)		-0.76 (-0.65)
銀行								-2.71* (-1.67)	-2.45 (-1.51)
株価乖離率	-0.53*** (-10.63)	-0.52*** (-10.49)	-0.52*** (-10.56)	-0.52*** (-10.65)	-0.53*** (-10.58)	-0.53*** (-10.58)	-0.53*** (-10.60)	-0.52*** (-10.66)	-0.52*** (-10.44)
発行日数	0.07*** (3.83)	0.07*** (3.55)	0.07*** (3.80)	0.07*** (3.83)	0.07*** (3.81)	0.07*** (3.85)	0.07*** (3.79)	0.07*** (3.82)	0.07*** (3.55)
割当比率	12.04*** (3.92)	10.98*** (3.58)	11.78*** (3.86)	11.17*** (3.61)	11.74*** (3.80)	11.98*** (3.89)	11.85*** (3.84)	11.89*** (3.86)	10.32*** (3.33)
拒否権獲得ダミー	-3.44*** (-2.76)	-2.68** (-2.16)	-3.13** (-2.53)	-1.86 (-1.34)	-3.27*** (-2.58)	-3.08** (-2.48)	-3.44*** (-2.76)	-3.47*** (-2.78)	-1.42 (-1.05)
ln(引受投資家数)	0.93** (2.27)	0.88** (2.18)	1.17*** (2.69)	1.17*** (2.69)	0.96** (2.33)	0.87** (2.13)	0.98** (2.39)	1.04** (2.45)	1.30*** (2.80)
ln(時価資産総額)	-0.39 (-1.50)	-0.32 (-1.25)	-0.43 (-1.64)	-0.32 (-1.22)	-0.36 (-1.37)	-0.33 (-1.26)	-0.34 (-1.28)	-0.37 (-1.44)	-0.26 (-0.98)
ROA	-3.74** (-2.02)	-3.15* (-1.67)	-4.01** (-2.15)	-3.85** (-2.08)	-3.75** (-2.02)	-3.46* (-1.86)	-3.73** (-2.02)	-3.65** (-1.97)	-3.22* (-1.70)
負債比率	-1.10*** (-3.25)	-0.92*** (-2.79)	-0.96*** (-2.81)	-1.02*** (-2.99)	-1.08*** (-3.24)	-1.06*** (-3.13)	-1.08*** (-3.20)	-1.09*** (-3.24)	-0.74** (-2.18)
TobinQ	0.15 (1.31)	0.14 (1.23)	0.13 (1.16)	0.14 (1.21)	0.14 (1.28)	0.14 (1.19)	0.14 (1.26)	0.15 (1.34)	0.11 (0.96)
年次ダミー	Yes								
Constant	7.05*** (2.68)	5.53** (2.13)	7.60*** (2.89)	6.97*** (2.64)	7.01*** (2.66)	6.91*** (2.63)	6.71** (2.51)	6.95*** (2.64)	5.82** (2.21)
Observations	883	883	883	883	883	883	883	883	883
Adjusted R-squared	0.37	0.38	0.38	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.39

Robust t-statistics in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

パネル B : 引受先割当比率

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9
ファンド割当比率	13.26*** (2.88)							30.26*** (3.20)	34.56*** (3.74)
(ファンド割当比率) <sup>2</sup>								-47.71** (-2.23)	-39.79* (-1.94)
経営者割当比率		-25.77** (-2.32)						-25.69** (-2.20)	-21.48* (-1.90)
既存株主割当比率			-7.36 (-1.12)					0.03 (0.00)	-1.88 (-0.33)
取引先割当比率				-4.41 (-0.90)				-0.14 (-0.02)	3.61 (0.58)
事業関連企業割当比率					-5.86 (-1.22)			-2.21 (-0.43)	0.54 (0.11)
持合い割当比率						-15.31*** (-2.73)		-13.18** (-2.10)	-11.39* (-1.85)
銀行割当比率							-24.28 (-0.80)	-10.98 (-0.39)	-1.51 (-0.05)
株価乖離率	-0.52*** (-10.51)	-0.52*** (-10.53)	-0.53*** (-10.58)	-0.52*** (-10.61)	-0.53*** (-10.57)	-0.53*** (-10.61)	-0.53*** (-10.63)	-0.51*** (-10.23)	-0.51*** (-10.06)
発行日数	0.07*** (3.83)	0.07*** (3.85)	0.07*** (3.85)	0.07*** (3.85)	0.07*** (3.88)	0.07*** (3.82)	0.07*** (3.84)	0.07*** (3.89)	0.07*** (3.63)
割当比率	7.89** (2.36)	12.87*** (4.18)	13.21*** (4.17)	12.70*** (4.07)	12.69*** (3.98)	12.40*** (4.01)	12.16*** (3.94)	11.29*** (2.94)	
拒否権獲得ダミー	-2.79** (-2.23)	-2.91** (-2.40)	-2.20 (-1.30)	-3.11** (-2.34)	-3.19** (-2.49)	-3.44*** (-2.77)	-3.47*** (-2.78)	-2.10 (-1.26)	
ln(引受投資家数)	1.03** (2.54)	0.98** (2.37)	0.88** (2.14)	0.90** (2.17)	0.87** (2.11)	0.91** (2.22)	0.97** (2.35)	1.01** (2.39)	1.25*** (3.02)
ln(時価資産総額)	-0.34 (-1.30)	-0.39 (-1.51)	-0.37 (-1.42)	-0.36 (-1.40)	-0.37 (-1.42)	-0.35 (-1.32)	-0.38 (-1.45)	-0.27 (-1.06)	-0.44* (-1.72)
ROA	-3.64* (-1.93)	-3.90** (-2.07)	-3.95** (-2.12)	-3.90** (-2.11)	-3.63* (-1.95)	-3.89** (-2.13)	-3.69** (-1.99)	-3.52* (-1.83)	-4.26** (-2.17)
負債比率	-0.97*** (-2.92)	-1.02*** (-2.97)	-1.07*** (-3.17)	-1.10*** (-3.26)	-1.09*** (-3.20)	-1.09*** (-3.23)	-1.09*** (-3.24)	-0.89*** (-2.61)	-0.71** (-2.19)
TobinQ	0.14 (1.21)	0.14 (1.21)	0.14 (1.23)	0.14 (1.27)	0.14 (1.26)	0.14 (1.24)	0.15 (1.32)	0.13 (1.13)	0.08 (0.75)
年次ダミー	Yes								
Constant	6.55** (2.49)	7.10*** (2.70)	6.86*** (2.60)	6.85*** (2.62)	6.87*** (2.61)	6.69** (2.53)	6.92*** (2.62)	5.54** (2.12)	8.31*** (3.28)
Observations	883	883	883	883	883	883	883	883	883
Adjusted R-squared	0.38	0.38	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.39	0.38

Robust t-statistics in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

表 6 発表時の累積異常株価リターンの記述統計

パネル A : 引受先ダミー

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
ファンド	-2.75*** (-2.86)							-2.99*** (-2.77)
経営陣		-0.76 (-0.57)						-1.25 (-0.87)
既存株主			-1.24 (-1.39)					-0.86 (-0.91)
取引先				0.06 (0.08)				-0.94 (-1.01)
事業関連企業					2.38** (2.33)			2.10** (1.98)
持合い						-2.66*** (-2.64)		-3.01*** (-2.85)
銀行							-0.78 (-0.33)	-0.74 (-0.31)
ディスカウント率	-0.17*** (-4.69)	-0.19*** (-5.07)	-0.19*** (-5.18)	-0.19*** (-5.12)	-0.19*** (-5.12)	-0.19*** (-5.19)	-0.19*** (-5.11)	-0.18*** (-4.82)
割当比率	25.07*** (6.98)	24.41*** (6.83)	23.97*** (6.69)	24.46*** (6.83)	24.45*** (6.81)	24.07*** (6.72)	24.40*** (6.79)	23.94*** (6.65)
拒否権獲得ダミー	-5.67*** (-4.80)	-5.09*** (-4.41)	-4.23*** (-3.37)	-5.16*** (-4.43)	-5.51*** (-4.74)	-5.13*** (-4.44)	-5.15*** (-4.41)	-5.08*** (-3.96)
ln(引受投資家数)	-1.08*** (-2.73)	-1.06*** (-2.72)	-0.96** (-2.37)	-1.11*** (-2.80)	-1.04*** (-2.62)	-1.02*** (-2.55)	-1.08*** (-2.63)	-0.66 (-1.55)
ln(時価資産総額)	-0.52* (-1.72)	-0.48 (-1.58)	-0.43 (-1.42)	-0.47 (-1.56)	-0.54* (-1.75)	-0.37 (-1.21)	-0.47 (-1.54)	-0.40 (-1.29)
ROA	-1.22** (-2.22)	-1.08* (-1.92)	-1.06* (-1.89)	-1.10** (-1.98)	-1.15** (-2.01)	-1.07* (-1.91)	-1.10** (-1.97)	-1.15** (-2.04)
負債比率	0.50 (0.20)	0.85 (0.34)	0.84 (0.34)	0.91 (0.37)	0.61 (0.24)	0.93 (0.38)	0.94 (0.37)	0.08 (0.03)
TobinQ	0.26** (2.06)	0.25** (2.06)	0.25** (2.04)	0.26** (2.09)	0.27** (2.16)	0.25** (2.01)	0.26** (2.08)	0.25* (1.93)
年次ダミー	Yes							
Constant	9.34*** (3.03)	8.40*** (2.68)	8.26*** (2.65)	8.29*** (2.65)	8.39*** (2.68)	7.60** (2.42)	8.26*** (2.65)	8.86*** (2.87)
Observations	883	883	883	883	883	883	883	883
Adjusted R-squared	0.12	0.11	0.12	0.11	0.12	0.12	0.11	0.13

Robust t-statistics in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

パネル B：引受先割当比率

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10
ファンド割当比率	-9.83 (-1.63)	-33.11*** (-2.80)							-33.40*** (-2.71)	-24.37** (-2.04)
(ファンド割当比率) <sup>2</sup>		57.67* (1.90)							56.48* (1.83)	77.63*** (2.66)
経営者割当比率			-15.33** (-2.02)						-14.20 (-1.64)	-3.07 (-0.37)
既存株主割当比率				-10.61 (-1.58)					-8.25 (-1.07)	-11.63* (-1.82)
取引先割当比率					0.87 (0.16)				-3.05 (-0.51)	6.15 (0.96)
事業関連企業割当比率						14.00** (2.02)			12.90* (1.82)	19.52*** (2.81)
持合い割当比率							-16.31* (-1.66)		-17.29** (-1.97)	-13.01 (-1.56)
銀行割当比率								-33.33 (-1.37)	-31.32 (-1.30)	-8.13 (-0.34)
ディスカウント率	-0.18*** (-4.84)	-0.17*** (-4.62)	-0.19*** (-5.27)	-0.19*** (-5.16)	-0.19*** (-5.13)	-0.19*** (-5.20)	-0.19*** (-5.21)	-0.19*** (-5.14)	-0.19*** (-4.97)	-0.16*** (-4.03)
割当比率	27.39*** (7.11)	25.82*** (6.63)	25.02*** (6.89)	26.17*** (6.78)	24.30*** (6.43)	22.86*** (6.23)	24.87*** (6.92)	24.63*** (6.86)	27.64*** (5.85)	
拒否権獲得ダミー	-5.59*** (-4.62)	-5.78*** (-4.91)	-4.85*** (-4.23)	-3.35** (-2.45)	-5.21*** (-4.48)	-5.75*** (-4.89)	-5.15*** (-4.45)	-5.18*** (-4.43)	-4.53*** (-3.23)	
ln(引受投資家数)	-1.19*** (-2.99)	-1.16*** (-2.91)	-1.07*** (-2.75)	-1.18*** (-2.98)	-1.10*** (-2.76)	-0.96** (-2.42)	-1.13*** (-2.84)	-1.05*** (-2.64)	-1.05** (-2.57)	-0.51 (-1.23)
ln(時価資産総額)	-0.51* (-1.70)	-0.53* (-1.78)	-0.48 (-1.57)	-0.44 (-1.47)	-0.48 (-1.56)	-0.53* (-1.74)	-0.42 (-1.39)	-0.46 (-1.50)	-0.49 (-1.60)	-0.87*** (-2.84)
ROA	-1.19** (-2.19)	-1.20** (-2.17)	-1.07* (-1.93)	-1.07* (-1.93)	-1.10** (-1.97)	-1.13** (-1.97)	-1.09** (-1.96)	-1.10* (-1.96)	-1.16** (-2.11)	-0.73 (-0.93)
負債比率	0.88 (0.35)	0.46 (0.18)	0.79 (0.32)	0.60 (0.24)	0.94 (0.38)	0.65 (0.26)	0.75 (0.30)	0.98 (0.39)	-0.36 (-0.14)	-2.01 (-0.73)
TobinQ	0.27** (2.11)	0.25** (2.00)	0.25** (2.04)	0.25** (1.97)	0.26** (2.10)	0.27** (2.17)	0.25** (2.03)	0.26** (2.10)	0.24* (1.89)	0.13 (1.04)
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	8.58*** (2.77)	9.38*** (3.04)	8.36*** (2.68)	8.04** (2.58)	8.32*** (2.65)	8.69*** (2.78)	7.93** (2.53)	8.11*** (2.59)	8.97*** (2.89)	15.36*** (5.11)
Observations	883	883	883	883	883	883	883	883	883	883
Adjusted R-squared	0.12	0.13	0.12	0.12	0.11	0.12	0.12	0.11	0.14	0.07

Robust t-statistics in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

表 7 異常バイアードホルドリターンを用いた長期株価パフォーマンス

		全サンプル	引受先								
			ファンド	経営陣	既存株主	取引関係	事業関連	持合い	銀行	VC	その他投資家
ABHR6	Mean	-5.09 ***	-6.84	3.67	-1.25	-3.57	-2.53	0.44	5.09	28.30	-5.37
	t-stat	-2.74	-1.48	0.43	-0.48	-1.63	-0.88	0.08	0.52	0.91	-1.02
ABHR12	Mean	-11.35 ***	-16.50 ***	-5.75	0.78	-3.01	-7.30	-0.74	0.45	45.75	-18.10 **
	t-stat	-4.87	-3.34	-0.70	0.20	-0.91	-1.88	-0.11	0.05	1.06	-2.53
ABHR18	Mean	-15.45 ***	-27.01 ***	-12.06	1.40	-4.12	-5.98	-6.34	-5.19	40.99	-27.47 ***
	t-stat	-4.94	-4.43	-1.17	0.25	-0.79	-1.08	-0.81	-0.39	0.80	-3.40
ABHR24	Mean	-17.93 ***	-39.90 ***	-0.53	0.01	-5.49	-5.65	-3.44	-11.57	0.86	-30.18 ***
	t-stat	-4.56	-6.64	-0.03	0.00	-0.87	-0.80	-0.29	-0.81	0.03	-3.24
N		883	237	84	328	323	180	78	27	11	159

表 8 カレンダータイムポートフォリオを用いた長期株価パフォーマンス

	全サンプル		ファンド		非ファンド	
	単純平均	加重平均	単純平均	加重平均	単純平均	加重平均
$\alpha$	-0.30 (-0.73)	-0.27 (-0.73)	-1.32** (-2.17)	-1.50*** (-2.15)	-0.41 (-0.10)	-0.25 (-0.77)
Rm-Rf	1.21***	1.29***	1.73***	1.39***	1.20***	1.09***
SMB	-14.36 (8.89)	(17.67) (7.48)	(9.12) (6.03)	(10.53) (6.09)	(15.33) (9.05)	(16.21) (5.31)
HML	0.03 (0.14)	0.04 (0.17)	-0.16 (-0.47)	0.76 (0.16)	0.05 (0.22)	0.13 (0.71)
Adjusted R-squared	0.68	0.70	0.57	0.51	0.69	0.69

表9 営業パフォーマンスの推移

		T-2期	T-1期	T期	T+1期	T+2期
全サンプル	平均値	0.011	-0.008	-0.043	-0.043	-0.043
	中央値	0.024	0.019	0.009	0.010	0.012
	サンプル数	865	869	883	876	853
ファンド	平均値	-0.023	-0.039	-0.063	-0.076	-0.106
	中央値	0.015	0.003	-0.017	-0.028	-0.010
	サンプル数	234	234	237	234	230
経営陣	平均値	0.033	-0.025	-0.119	-0.088	-0.050
	中央値	0.024	0.006	0.005	0.008	0.021
	サンプル数	82	82	84	84	82
既存株主	平均値	0.017	-0.005	-0.043	-0.015	-0.009
	中央値	0.024	0.017	0.015	0.017	0.023
	サンプル数	323	325	328	325	316
取引先	平均値	0.024	0.007	-0.023	-0.015	-0.016
	中央値	0.029	0.023	0.016	0.019	0.021
	サンプル数	316	318	323	321	317
事業関連	平均値	0.042	0.031	0.012	0.012	-0.003
	中央値	0.034	0.031	0.025	0.022	0.020
	サンプル数	178	179	180	180	176
持合い	平均値	0.035	0.008	0.005	0.019	0.017
	中央値	0.028	0.026	0.025	0.025	0.028
	サンプル数	78	78	78	78	78
銀行	平均値	0.021	-0.002	0.006	0.021	0.019
	中央値	0.033	0.033	0.025	0.029	0.027
	サンプル数	26	26	27	27	27
VC	平均値	-0.165	-0.063	-0.031	-0.028	-0.007
	中央値	0.025	0.021	0.015	0.014	0.000
	サンプル数	10	10	11	11	10
その他投資家	平均値	0.024	-0.008	-0.055	-0.075	-0.040
	中央値	0.027	0.026	0.006	0.008	0.005
	サンプル数	154	155	159	157	150

表 10 引受先別 ROA の DID

	DID <sub>t+1</sub>	t-stat	DID <sub>t+2</sub>	t-stat
全サンプル	0.01	0.86	0.01	0.42
ファンド	-0.02 *	-1.79	-0.05 *	-1.89
経営陣	0.01	0.38	0.04	1.08
既存株主	0.03 **	2.36	0.04 **	2.07
取引関係	0.02	1.52	0.03	1.21
事業関連	0.01	0.51	-0.02	-1.28
持合い	0.02	1.23	0.01	0.65
銀行	0.01	1.15	0.01	0.35
VC	0.00	0.02	0.03 *	1.79
その他投資家	0.01	0.41	0.03	0.76

表 11 ファンド割当比率と役員派遣

パネル A : ABHR (24 ヶ月)

ABHR24 ファンド	ファンド合計			役員派遣有り			役員派遣無し			(a) - (b)	t-stat
	平均値	t-stat	N	平均値	t-stat	N	平均値	t-stat	N		
ファンド	-39.90 ***	-6.64	237	-6.04	-0.42	54	-49.89 ***	-7.89	183	43.84 ***	3.12
ファンド割当比率											
～0.1	-41.23	-0.74	96	-28.32	-1.07	8	-42.38 ***	-4.21	90	14.06	0.40
0.1～0.25	-50.04	-1.46	88	-34.93 **	-2.01	24	-55.70 ***	-5.45	64	20.78	1.05
0.25～	-19.83	-1.20	50	33.57	1.23	22	-60.34 ***	-5.79	29	93.91 ***	3.55

パネル B : DID<sub>t+2</sub>

DID <sub>t+2</sub> ファンド	ファンド合計			役員派遣有り			役員派遣無し			(a) - (b)	t-stat
	平均値	t-stat	N	平均値	t-stat	N	平均値	t-stat	N		
ファンド	-0.053 *	-1.89	234	-0.032	-0.59	54	-0.059 *	-1.81	180	0.027	0.40
ファンド割当比率											
～0.1	-0.034	-0.74	96	-0.320	-1.02	7	-0.008	-0.20	88	-0.311	-1.88
0.1～0.25	-0.054	-1.46	88	-0.030	-0.66	24	-0.063	-1.31	64	0.033	0.40
0.25～	-0.086	-1.20	50	0.070	1.49	22	-0.209 *	-1.76	28	0.279	1.98

表 11 ファンド割当比率と売出行動

パネル A：売却行動

	全企業数	2年以内に売却		半年までに売却		半年～1年		1年～2年	
		企業数	割合	企業数	割合	企業数	割合	企業数	割合
全投資家	751	216	28.8%	99	13.2%	52	6.9%	65	8.7%
ファンド	190	114	60.0%	63	33.2%	28	14.7%	23	12.1%
経営陣	55	11	20.0%	3	5.5%	4	7.3%	4	7.3%
既存株主	234	32	13.7%	12	5.1%	8	3.4%	12	5.1%
取引先	227	23	10.1%	8	3.5%	8	3.5%	7	3.1%
事業関連企業	135	8	5.9%	0	0.0%	0	0.0%	8	5.9%
持合い	42	3	7.1%	0	0.0%	2	4.8%	1	2.4%
VC	6	2	33.3%	0	0.0%	2	33.3%	0	0.0%

パネル B：長期保有方針と売却行動

	長期保有 (企業数)		長期保有方針有				長期保有方針無し			
	方針有	方針無し	半年以内売却		1年以内売却		半年以内売却		1年以内売却	
			企業数	割合	企業数	割合	企業数	割合	企業数	割合
全投資家	331	420	37	11.2%	53	16.0%	62	14.8%	98	23.3%
ファンド	74	116	22	29.7%	29	39.2%	41	35.3%	62	53.4%
経営陣	35	20	2	5.7%	2	5.7%	1	5.0%	5	25.0%
既存株主	111	123	6	5.4%	7	6.3%	6	4.9%	13	10.6%
取引先	128	99	1	1.0%	6	5.1%	5	5.5%	9	8.6%
事業関連企業	41	94	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
持合い	17	25	0	0.0%	1	5.9%	0	0.0%	1	4.0%
VC	1	5	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	2	40.0%

パネル C : 売却行動とパフォーマンス

		1年以内に売却 (a)	1年以内に売却せず (b)	(a) - (b)	t-stat
ディスカウント	Mean	14.24 ***	11.00 ***	3.233	1.43
	t-stat	7.59	8.11		
	N	73	92		
CAR[AD-1 to AD+1]	Mean	4.53 ***	4.13 ***	0.394	-0.19
		2.48	3.41		
	N	73	92		
ABHR12	Mean	-28.5% ***	-10.4%	-18.0%	-1.71 *
		-4.47	-1.35		
	N	73	92		
ABHR18	Mean	-43.4% ***	-18.0% *	-25.4%	-1.83 *
		-4.82	-1.79		
	N	73	92		
ABHR24	Mean	-58.1% ***	-33.6% ***	-24.5%	-1.71 *
		-5.96	-3.29		
	N	73	92		
DID <sub>t+1</sub>	Mean	-0.037	-0.003	-0.034	-1.20
		-1.62	-0.17		
	N	72	91		
DID <sub>t+2</sub>	Mean	-0.069	-0.054	-0.015	-0.20
		-0.98	-1.32		
	N	72	91		

[2013.7.31 1139]