

買収手法としての第三者割当増資の機能 —その劣位性と解消策—

文堂弘之（常磐大学）

本報告は、企業買収の手法としての第三者割当増資（による新株引受）のメカニズムを考察する。

企業買収の手法には主に、①合併のように、買収企業と被買収企業が新たに株式を発行し、それを互いに交換するもの、②TOB や市場内買付のように、被買収企業の既に発行した株式を買収側が現金で取得するもの、③新株引受のように、被買収企業が新たに発行した株式を買収側が現金で取得するもの、がある。第三者割当増資は③の典型例であり、実際に多くの事例をみることができる。

従来、企業買収の関連で第三者割当増資を取り上げる研究は、法学の分野で数多く行われてきた。そこでは、支配権の争いのある場合における第三者割当増資の実施の適法性とその条件や、発行価格の適法性などが主な論点であった。一方、財務論の分野では、第三者割当増資の公表時における株価の反応（または公表後の株価動向）とその理由、発行価格の割引の要因についての分析や、財務危機企業の再建可能性の判断における分岐過程としての第三者割当増資の機能の分析などが行われてきた。しかし、これらの研究では、第三者割当増資は多くの場合、あくまで（本質的には）資金調達手段として認識されている。

本報告は、第三者割当増資の買収手段としての特徴と機能を分析する。その際、他の買収手法—とくに既発行株式取得—との比較を行う。これによって、第三者割当増資による買収が既発行株式取得によるそれより劣ることを示す。すなわち、現在の制度の下で、第三者割当増資による買収の資金負担は、既発行株式取得による買収のそれを常に上回る。これは、第三者割当増資においては（既発行株式取得の場合と異なり）既存株主が買収後も継続して存するため、これらの株主に買収前と同等の価値を保証しなくてはならないからである。すなわち、大量の新株発行に伴う価値の希薄化を買収者の出資によって埋め合わせなければならないからである。ところが、このような第三者割当増資の劣位性にもかかわらず、実際には多くの第三者割当増資による買収が行われている。この理由は、事前調整の実施、既存株主の想定価値の高さ、買収者の買収確実性の選好によると考えられる。また、有利発行規制の影響についても論じる。