

わが国の第三者割当増資に関する実証分析

保田隆明（小樽商科大学大学院）

東京証券取引所は2009年8月に、そして大阪証券取引所およびジャスダック証券取引所は同年12月にそれぞれ大規模な第三者割当増資を規制するために、上場規定を一部改定した。その内容は、第三者割当増資によって希釈化率が300%を超える場合は原則上場廃止とすること、また希釈化率が25%以上の案件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である。

本論文では、1990年1月から2008年3月末までに東京証券取引所第1部上場企業によって実施された新株発行による第三者割当増資に関する実証分析を行った。本分析結果によると東証1部上場企業の第三者割当増資に関しては、発表時前後の超過株価収益率はプラス4.2%であった。中でも、収益状況が悪い企業、引受投資家による保有の集約が進む企業においてより市場はポジティブに反応することが分かった。

一方、超過株価収益率を割当価格の市場株価からのディスカウント幅を調整した場合は、経営の支配権を獲得するほどの規模のものはややネガティブな反応が見られる。株主総会の承認を経ずして、あるいは、既存株主が支配権プレミアム分の利益を享受することなくして、経営陣が大幅なディスカウントで株式を割り当てて経営の支配権を譲渡することに市場がネガティブな反応を示している可能性を示唆するものである。

東証1部をサンプルとする本分析結果からは、希釈化率25%以上の案件において、発表日前後の株価変動からは一般株主が不利益を被っているという構図を一般化することはできない。むしろ希釈化率25%~50%で株価は最もポジティブに反応している。ただし、ディスカウント幅の大きい割当価格での支配権獲得案件に対しては市場がマイナスに反応していることがやや見受けられることから、東証などが有する発行規模や発行価格に対する懸念を市場も共有していることが見受けられると言えよう。