

博士学位論文審査要旨

2020年1月21日

論文題目： 中国株式市場における増資の実証分析

学位申請者： 俞 杰

審査委員：

主 査： 経済学研究科 教授 鹿野 嘉昭

副 査： 経済学研究科 教授 北川 雅章

副 査： 経済学研究科 教授 新関 三希代

要 旨：

中国では1980年代半ば以降、企業による資金調達の手続きの円滑化を目指して資本市場改革が矢継ぎ早に実施され、現在では新興企業による株式の新規公開（IPO）や上場企業による増資が活発に行われている。本論文は、そうした中国企業による資金調達の手続きとしての重要性を高めている中国資本市場の機能や効果などについて、中国固有の資本市場の特色や制度変更を明示的に考慮したうえで、実証的に分析するところに特色がある。

第1章では、新規上場銘柄の初値が公募価格を上回るというIPOアンダープライシングを分析対象に取り上げ、中国におけるIPOアンダープライシングの実態が統計的に分析される。そして、その度合いは欧米諸国のそれよりも大きいことや、IPOにかかわる制度改革の影響を強く受けているものの、欧米諸国と同様に情報劣位な投資家に市場参加を促すには正の期待収益を与える必要があるとする勝者の災い仮説により説明可能であることが実証的に明らかにされた。

第2章では、中国の上場企業が公募増資に代わる増資手段として利用している第三者割当増資を分析対象として、第三者割当増資の公表が株価に及ぼす効果（アナウンスメント効果）が実証的に検討される。その結果、上場企業の主たる資金調達手段となっている第三者割当増資では約6割以上が市場価格を上回るプレミアム価格で発行されるという米国や日本とは異なる特色がある、といった従来にない重要な知見が見出された。

第3章では、第三者割当増資を実施した企業を対象として、増資実施後の株価と企業業績との関係が分析される。その結果、第三者割当増資実施後3年間を通じて株価のアンダーパフォーマンスはみられないという米国や日本を対象とした研究とは異なる事象が生じていることなどが確認された。

また、第1章から第3章では、分析の対象となった研究分野における先行研究が丁寧に展望されるとともに、中国固有の制度が株価形成に及ぼす効果についても考慮のうえ、中国資本市場の実態を明らかにしようとする努力がなされている。本論文において見出された結論は、中国の資本市場の機能等を理解するうえでの重要な貢献といえることができる。

よって、本論文は、博士（経済学）（同志社大学）の学位を授与するにふさわしいものであると認められる。

総合試験結果の要旨

2020年1月21日

論文題目： 中国株式市場における増資の実証分析

学位申請者： 俞 杰

審査委員：

主 査： 経済学研究科 教授 鹿野 嘉昭

副 査： 経済学研究科 教授 北川 雅章

副 査： 経済学研究科 教授 新関 三希代

要 旨：

本論文提出者は、2020年1月11日午後4時半よりおよそ1時間30分にわたり行われた試問会において、提出された論文に関する研究の背景と本論文の意義、その学術的貢献について説得力のある説明を行い、また審査委員との質疑・討論を通じて当該分野に関する高い学識と幅広い研究能力を有していることを証明した。

また、外国語能力に関しても、数多くの英語文献をレビューして研究課題を絞り込むなど、十分な学力を有していることが認められた。よって、総合試験の結果は合格であると認める。

博士学位論文要旨

論文題目： 中国株式市場における増資の実証分析

氏名： 俞 杰

要旨：

本論文は、以下 2 つの問題について実証的に検討の上、新たな知見を与えることを狙いとする。第 1 は、新規上場銘柄の初値が公募価格を上回る現象、すなわち IPO アンダープライシングが中国株式市場においてなぜもたらされるのかである。この問題については、IPO の制度改革に伴う構造変化を明示的に考慮するべく標本期間をいくつかの期間に分割のうえ、それぞれの期間ごとに IPO アンダープライシングにかかわる共通要因、個別要因を解明することにする。第 2 は、中国株式市場における第三者割当増資の意義、役割と機能である。この問題についてはアナウンスメント効果の要因を実証的に検証するとともに、増資実施後の長期の株価パフォーマンスと企業業績との関係についても解明することにする。

中国経済の高成長に伴う資金需要の大幅な伸びを背景に近年、中国株式市場においては資金調達が行われている。事実、1990 年から 2017 年までの 27 年間で上海・深セン取引所では 3234 社にのぼる企業が上場を果たした。この上場企業数は、同期間において世界 1 位を誇る米国の 3290 社に比肩するものといえる。また、上場による資金調達金額の合計も 5907 億ドルと、米国の 7101 億ドルに次ぎ世界 2 位の地位を占める。そうしたなか、新規上場銘柄の初値が公募価格を上回る現象、すなわち IPO アンダープライシングは中国株式市場においても観察されており、同期間の 27 年間で対象として計算すると平均 26.67% という世界でも 2 番目の大きさの IPO アンダープライシングが確認された。

こうした新規上場による資金調達に加え、2005 年 12 月の「新証券法」の施行により上場企業の第三者割当増資に関する規定が整備されたことを契機として、第三者割当増資による資金調達も盛んとなった。実際、「新証券法」実施後から 2009 年までの間で上海・深セン証券取引所メインボードおよび新興企業ボードで行われた第三者割当増資は 410 件に達したほか、資金調達額も 8116 億元にもなった。この資金調達額は同時期における公募増資による資金調達額（1836 億元）を大幅に上回るとともに、普通株式の新規発行総額の約 8 割を占めていた。また、2008 年 1 月から 2010 年 9 月までの間、上海・深セン取引所メインボードおよび新興企業ボードで公表された 160 件の第三者割当増資を調査したところ、全体の約 6 割にあたる 97 件は発行価格が市場価格以上となるプレミアム状態で増資が実施されていたことが判明した。この事実は、約 9 割近くがディスカウント状態で行われる米国や日本の第三者割当増資と大きく異なっており、その意味で中国における第三者割当増資の特徴といえる。

このように、新規公開増資および第三者割当増資は、中国企業にとって非常に重要な資金調達手段として活発に利用されており、その動向が株式市場に与える影響は無視できないものになっている。その一方で、これまでの中国株式市場を分析対象とした研究においては、中国において世界で第 2 番目に大きい IPO アンダープライシングがなぜ観察されるのかをめぐっての実証分析が十分行われておらず、その結果として、この問題について説得力に富む仮説ないし考え方が提示されるまでには至っていない。

さらに、中国における第三者割当増資の位置づけや機能は米国や日本のそれとは大きく異なっているため、その実施が株式市場に与えるインパクトも米国や日本とは異なると考えられる。しかし、この問題について真正面から分析しようとする研究は、現在までのところ、ほとんどみら

れない。そうした状況下、米国や日本との制度的な相違を踏まえ、中国における第三者割当増資が企業の資金調達や株式市場においてどのような役割を果たしているのかについて、実証的に分析することが重要となる。

以上の問題意識にたつて、本論文では、第1章から第3章を通じて、第1に中国株式市場におけるIPOアンダープライシングにかかわる期間ごとの共通要因、個別要因としてどのようなものがありうるのか、第2に第三者割当増資のアナウンスメント効果及び増資実施後の長期の株価パフォーマンスはどうなっているのか、という2つの問題について検証した。

本論文の構成は以下のとおりである。まず、序章では本論文全体を通しての問題意識および検証課題、各章の概要について述べる。

第1章では、米国株式市場を対象として見出された有力な仮説に依拠しつつ、主幹事証券会社、新規公開企業、投資家のセンチメントという3つの角度から中国株式市場におけるIPOアンダープライシングの要因について実証的に検証した。その結果、中国株式市場におけるアンダープライシングの程度は他の市場より大きいほか、同国の発行制度の改革にも左右されることがその特色として指摘できる。また、IPO制度の変更にもかかわらず、増資金額が小さいほど、IPOアンダープライシングの程度が大きくなることが実証分析により確認された。2012年以前および2014年以降という2つの標本期間では、機関投資家の応募行動がIPOアンダープライシングに逆の影響を及ぼしたことが確認されたほか、公募価格のPERも初日の株価リターンに反対の効果をもたらした。これらの検証結果は、勝者の災い仮説と整合的であるほか、2014年以降の期間において情報カスケード仮説も統計的に支持された。なお、2012年以前では、シグナリング仮説が支持された一方で、情報顕示仮説についてすべての期間において支持されなかった。

第2章では、中国株式市場において行われた第三者割当増資のアナウンスメント効果について実証的に分析することを目的とする。具体的には、2008年1月から2010年9月までの期間を対象として、第三者割当増資のアナウンスメントに対する企業株価の反応をイベント・スタディの手法を用いて実証的に分析した。実証分析により得られた結論は次の3点である。すなわち、第1に、標本全体160件にかかわる発行価格のプレミアム率は平均9.3%であり、約6割が市場価格以上で新株が発行されるというように、米国や日本と異なる特徴を改めて見出した。第2に、第三者割当増資のアナウンスメントに対して、各市場において正の超過収益率と累積超過収益率が発生したことが確認できた。そして、この正のアナウンスメント効果は、発行株式数が多いほど、時価簿価比率が大きいほど、大きくなることが判明した。また、第三者割当増資を行う企業の所有権構造の変化とアナウンスメント効果に関して、大株主関連会社が単独で割当先になっている場合には正の株価反応がより大きくなることがわかった。第3に、ディスカウント状態で増資を実施する企業に比べ、プレミアム状態で増資を実施する企業のほうが公表後の株価上昇率は高く、また、プレミアム状態の正の株価反応は財務危機に陥った企業ほど小さくなることが確認できた。そして、長期的にみてもプレミアム状態にあった企業の累積超過収益率のほうが高く、公表後30日を過ぎてもなお正の株価反応が確認できた。さらに、増資公表後のROEもディスカウント状態の企業が低下傾向を示しているのに対し、プレミアム状態の企業は上昇傾向を示しており、公表時に期待された収益が実現していたことが確認された。これらの検証結果は、株価が潜在的に過小評価される程度が大きいほど、情報の非対称性が大きいほど株価が上昇するというinformation仮説と整合的である。このほか、企業の内部情報により精通している大株主関連会社が単独で引き受けた場合、正の株価反応がより大きくなることは、大株主関連会社が将来における企業価値の上昇を事実上保証することを意味するとともに、現在の株価が過小評価されているという正のシグナルを市場に与えることを示していると解釈できる。この解釈はまた、中国株式市場においてもownership仮説が説くモニタリング効果やシナジー効果が働いていたことを示唆している。

第3章では、中国の第三者割当増資の6割は発行価格が市場価格を上回るプレミアム状態で実

施されているという米国や日本と異なる特徴を踏まえ、その実施が株式市場に与えるインパクトも米国や日本とは異なるものとみなして、中国における第三者割当増資実施後の株価パフォーマンスと企業業績との関係について、実証分析によって解明することにした。その結果、第三者割当増資実施後3年間を通じて株価のアンダーパフォーマンスは発生していないという、米国や日本の先行研究と異なる結果を確認することができた。加えて、Tobin's Qの高い企業群の株価パフォーマンスのほうが低い企業群の株価パフォーマンスを有意に上回るという結果が得られた。また、第三者割当増資実施後3年間の業績パフォーマンスについては、増資を実施したサンプル企業全体のほうが未実施の対象企業を上回っていた。このほか、Tobin's Qの高い企業群の業績は低い企業群を有意にアウトパフォームしており、この点、米国や日本の先行研究とは大きく異なる結果となった。これらの分析結果は、成長の機会が多い企業に対して投資家がより楽観視するという over optimism 仮説は支持されず、むしろ短期のアナウンスメント効果において過小反応があったとする under reaction 仮説と整合的である。また、Tobin's Qの高い企業群の業績は低い企業群より統計的にみて有意にアウトパフォームしており、これは増資実施後に Tobin's Qの高い企業群の株価パフォーマンスのほうが低い企業群の株価パフォーマンスを上回ることのファンダメンタルズ面からも支持されたことを示している。

最後に終章では、論文の各章で得られた結論をまとめ、今後検討すべき課題について述べる。