

中国株式市場における増資の実証分析

同志社大学大学院経済学研究科
経済政策専攻 博士課程（後期課程）
44121104 番 俞 杰

目次

序章	はじめに	1
1.	研究の背景.....	1
2.	各章の概要.....	2
2.1	中国における新規公開増資の実証分析（第1章）	2
2.2	中国における第三者割当増資の実証分析（第2章）	3
2.3	中国第三者割当増資後の長期パフォーマンス（第3章）	4
第1章	中国における新規公開増資の実証分析	5
1.	はじめに	5
2.	中国におけるIPOの概況.....	7
2.1	IPO制度の変遷.....	7
2.2	審査・認可制移行後における株式発行制度の改革	10
2.3	IPO行列問題と登録制の改革.....	17
3.	IPOアンダープライシングの理論分析	19
3.1	主幹事証券会社が要因	20
3.2	新規公開企業が要因.....	22
3.3	投資家のセンチメントが要因	23
4.	データとIPO後の株価反応	25
4.1	データ.....	26
5.	アンダープライシングの実証分析	29
5.1	推計モデルの定式化.....	29
5.2	推定結果.....	32
6.	おわりに	34
第2章	中国における第三者割当増資の実証分析.....	36
1.	はじめに	36
2.	中国における有償増資.....	38
2.1	株主割当増資.....	38
2.2	公募増資	39
2.3	第三者割当増資	40
2.4	3つの増資の比較	42
3.	アナウンスメント効果の理論分析	45
3.1	ownership 仮説.....	45
3.2	information 仮説	46
4.	データと株価反応.....	48
4.1	データ	48

4.2 株価反応.....	54
5. アナウンスメント効果の実証分析.....	58
5.1 計量モデル.....	58
5.2 推定結果.....	60
5.3 プレミアムとアナウンスメント効果.....	64
6. おわりに.....	67
第3章 中国第三者割当増資後の長期パフォーマンス.....	69
1. はじめに.....	69
2. 先行研究.....	73
2.1 over optimism 仮説.....	73
2.2 under reaction 仮説.....	75
3. データと増資実施後の株価パフォーマンス.....	77
3.1 データ.....	77
3.2 増資実施後の株価パフォーマンス.....	79
4. 増資公表後実施までの株価パフォーマンス.....	85
5. 増資実施後の業績パフォーマンス.....	90
6. おわりに.....	96
終章 終わりに.....	99
謝辞.....	102
参考文献.....	103

序章 はじめに

1. 研究の背景

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生発に行われている。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。また、中国ではIPO制度改革が4度にわたって実施されているため、IPOアンダープライシングをもたらした要因について検討するに際しては、そうした制度改革がIPOアンダープライシングの形成要因や株式市場に及ぼした影響についても十分留意して分析を進める必要がある。

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。

それゆえ、本研究では、先に掲げた問題に対する解答を得るべく、次に掲げる中国株式市場に関する2つのアノマリーについて実証的に分析することにした。第1は、IPO アンダープライシングが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した。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した。

2. 各章の概要

各章の検証課題と得られた結果に関する要約は、以下のとおりである。

2.1 中国における新規公開増資の実証分析（第1章）

第1章では、多くの国で確認された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について、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つの角度からその形成要因について統計的に検証することにした。この問題に関する先行研究と比較した本章の特色としては、第1に証券取引所の設立時期を起点として上海証券取引所メインボード、深セン証券取引所メインボード、中小企業ボード、新興企業ボードに上場したすべての企業を研究対象として取り上げ、個々の市場ではなく中国 IPO 市場の全体像を把握しようとしたこと、第2に 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してそれぞれの期間ごとに IPO アンダープライシング形成にかかわる共通要因、個別要因を解明しようとしたこと、という2点を挙げるができる。

そして、実証分析の結果、次の3点が結論として得られた。すなわち、第1に、他国の株式市場で観察された IPO アンダープライシングの現象は、中国株式市場においても確認された。ただし、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、同国の発行制度改革にも左右されることがその特色として指摘できる。第2に、IPO アンダープライシングの要因に関して、IPO 制度の変更にかかわらず、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された。また、2014年以降個人投資家公募倍率が高いほど、初日株価リターンが大きくなることも確認された。第3に、2012年以前および2014年以降という2つの標本期間においては、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。また、2014年以降、株式市場では

IPO に対して成長性がより重視されるとともに高い評価を得ていることが実証的に確認された。

これらの分析結果は、中国における IPO アンダープライシングの要因に関し、規模の大きい企業ほど情報の非対称性の程度が小さくなるため、正の株価反応収益率も小さくなるという勝者の災い仮説が標本期間のすべてを通じて、あるいは IPO 制度の変更にかかわらず、支持されることを意味している。また、2014 年以降においては、投資家が新規公開株への投資を判断する際、他の投資家が購入しているか否かを参考にしながら投資判断を下すという情報カスケード仮説も支持された。このほか、2012 年以前の期間においてはシグナリング仮説が統計的に支持された一方、情報顕示仮説についてはすべての期間において支持されなかった。

2.2 中国における第三者割当増資の実証分析（第 2 章）

第 2 章は、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。本章の場合、約 9 割近くがディスカウント状態で実施される米国や日本の第三者割当増資とは異なって、標本期間中全体の約 6 割において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たという事情を踏まえ、そのアナウンスメント効果を実証的に検証するところに特色がある。

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。

2.3 中国第三者割当増資後の長期パフォーマンス (第3章)

第3章では、先に掲げた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は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。本章の特色としては次の2点が挙げられる、第1に、成長性の指標である Tobin's Q の中央値に基づきサンプル企業を Tobin's Q の高い企業群と Tobin's Q の低い企業群に分類し、増資実施後3年間におけるサンプル企業とコントロール企業群(増資を未実施の企業のうち規模と時価簿価比率でマッチングさせた対象企業)の株価パフォーマンスの差異について検証していること。第2に、増資実施3年前から実施3年後において、サンプル企業群の業績パフォーマンスをコントロール企業群と比較・検証していること。

実証分析の結果、以下のような興味深い事実を明らかにすることができた。すなわち、第1に、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統計的にみて有意に上回るという結果が得られた。第2に、中国における第三者割当増資制度の公表から実施までの期間が長いという特殊性を考慮し、増資公表1ヶ月後から実施1ヶ月前までの株価反応を実証的に分析した。その結果、Tobin's Q の高い企業群においては、統計的にみて有意に正の株価反応を示していたことが見出された。第3に、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。また、Tobin's Q の高い企業群の業績は低い企業群を統計的にみて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が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。

第1章 中国における新規公開増資の実証分析

1. はじめに

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新規公開増資が活発に行われている。事実、1990年から2017年までの間で、上海・深セン取引所では3234社の企業が上場を果たすなど、同期間において世界1位の米国の3290社をわずかながら下回った。また、調達金額の合計は5907億ドルにも上り、米国の7101億ドルに次ぎ世界2位となった。とりわけ、2004年以降政府による主幹事証券会社ごとの上場担当枠の撤廃および証券会社の保証推薦というかたちでの自由化を契機として中国IPO市場は大きく発展し、2005年から2017年の間2134社が上場したほか、資金調達額が2兆元を上回った¹。このように新規公開増資は、中国企業の最も重要な資金調達手段の一つとして機能的に用いられており、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。

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、多くの国で確認されている。IPOアンダープライシングが発生した場合、公募価格が決定されてから上場までは僅か数日間であり、公募価格で購入し上場直後に売却する投資家は短期間のうちに初値が公募価格を超過した分だけの投資リターンを得ることができる。このように投資リターンが高い反面リスクが低いといった現象については、伝統的なファイナンス理論で説明しきれない部分がある。また、市場が効率的であれば新規公開株式に関する全ての情報が公募価格に反映されており、初値が公募価格を大幅上回る傾向が常に発生することは、効率的な価格形成という観点から説明がつかないこともある。そのため、IPOアンダープライシングは、効率的な価格形成のアノマリーの一つとして注目を集めてきた。

中国株式市場においてもIPOアンダープライシングが観察されている。事実、1990年から2017年までの27年間を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。ただし、その間、中国においては4度にわたってIPO制度改革が実施されており、そうした制度改革がIPOアンダープライシングの形成要因や株式市場に及ぼした影響についても十分留意してIPOアンダープライシングをもたらしした要因について検討する必要があるといえることができる。

IPOアンダープライシングの発生原因を巡っては米国を中心として多くの研究が行われ、エージェンシー仮説、情報顕示仮説、勝者の災い仮説など、種々の仮説が提示されるとともに、その妥当性を判断するべく数多くの実証分析が精力的に行われている。しがしながら、現在までのところ、IPOアンダープライシングに関する決定的な要因が提示されるまでには至っておらず、そのこと自体、個々の株式銘柄や市場環境等を反映するかたちで様々なメカニズムが複合的に作用し合っていることを示唆している。

¹ 2004年以前は中国証券監督管理委員会が集中管理を行い、上場標的企業を選出し、発行株数や公募価格まで決めていた。

中国株式市場を対象とした研究では、IPO アンダープライシングの要因として、新規公開企業と投資家間の情報の非対称性、公募株数の希少性、公募発表から上場までの日数などが挙げられている。ただし、中国の IPO 制度の場合、審査制から認可制に変更されたほか、初日値幅制限が導入されるなど、時期によって制度が異なる。これに対し、中国を対象とした先行研究では標本期間を 5~10 年としたものが多く、IPO の制度変化が IPO アンダープライシングに及ぼす効果が十分に考慮されていないおそれがある。加えて、検証に際しては単一の仮説を検定するというのが大半を占め、IPO アンダープライシングに関連する数多くの要因を解析するに際しては不十分な側面がみられることも指摘できる。

それゆえ、本研究では、証券取引所の設立時期を起点として上海証券取引所メインボード、深セン証券取引所メインボード、中小企業ボード、新興企業ボードに上場したすべての企業を研究対象として取り上げて、個々の市場ではなく中国 IPO 市場の全体像を把握することにした。加えて、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、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した。その際、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、中国株式市場における新規公開増資のアンダープライシングについて主幹事証券会社、新規公開企業、投資家のセンチメントという 3 つの角度から最近のデータを用いて実証的に分析のうえ、IPO アンダープライシングの要因について検証する。分析に利用した標本は、1990 年 1 月から 2017 年 12 月までの期間に上海・深セン取引所メインボードにおいて実施された 2244 件の IPO である²。

本研究で実施した実証分析の結果をあらかじめ述べると、つぎのとおりである。すなわち、他国の株式市場で観察された IPO アンダープライシングの現象は、中国株式市場においても同様に確認された。また、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、発行制度の改革にも大きく左右されることがその特色として指摘できる。実際、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関して、IPO 制度の変更ににかかわらず、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的に確認された。この分析結果は、規模の大きい企業ほど情報の非対称性の程度が小さくなり、正の株価反応収益率も小さくなるという勝者の災い仮説と整合的である。

また、2014 年以降の期間において投資家が新規公開株への投資を判断する際、他の投資家が応募しているか否かを参考にしながら投資判断を下すという情報カスケード仮説も支持された。さらに、標本期間を制度改革の実施時期を基準として 2010 年以前、2010 年から 2012 年および 2014 年以降の 3 つに分割すると、2012 年以前と 2014 年以降の期間では、機関投資家の応募行動が IPO アンダープライシングに対して逆の方向で影響を及ぼしてい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。これは、2010 年以降公募価格のつり上げによる「三高問題」（高公募価格、高 PER、高募集金額）の解決策として、中国証券管理監督委員会が 2014 年以降 IPO 公募価格の PER を原則

² 上海・深セン証券取引所に上場した B 株は対象外。

22 倍以下に設定するように主幹事証券会社を指導したことや、上場初日の値幅制限導入などの制度変更によるものと考えられる。これらの分析結果は、2012 年以前の期間においてシグナリング仮説が統計的に支持された一方、情報顕示仮説についてはすべての期間において支持されなかったことを示唆している。

本章の構成は、以下のとおりである。第 2 節では、中国における IPO の概況を述べる。第 3 節では、先行研究を展望しつつ、IPO アンダープラインシングの要因について理論的な分析を行う。続く第 4 節では、本研究で使用するデータについて述べ、イベント・スタディの手法で推定した株価反応について説明する。そして、第 5 節では、アンダープラインシングについての回帰分析を行い、その実証結果を示す。最後に、本研究のまとめと今後の課題を提示する。

2. 中国における IPO の概況

2.1 IPO 制度の変遷

中国の IPO 制度は、第 1 表のように「ルールなし」、「政府主導」、そして「政府審査認可」という三つの段階に分けられる。

第一段階は、1980 年代半ばから中国証券監督管理委員会が設立された 1992 年 10 月までである。この時期、新規上場に関する全国統一の具体的なルールが設けられていなかったため、上場審査は上場を希望する企業の所在地における地方政府主導で行われていた。各地方政府による上場審査は統一の審査基準がなく、審査の一貫性に欠けるという問題が深刻になっていた。そこで、新規上場のルール作りが急務となり、中国証券監督管理委員会が誕生したのであった。

第二段階は、1993 年から 2000 年までの期間である。中国証券監督管理委員会の誕生によって、地方政府が主導していた新規上場にかかわる審査は、中央政府が集中管理することになった（審批制）。具体的には、政府は国有企業の中で新規上場する標的企業を選出するのみならず、発行株数や公募価格まで決めていた。この段階で約 900 社の国有企業が上場し、資金調達額は約 5000 億元となった。しかし、政府が選んだ企業しか上場は許されず、業績悪化による資金繰りが苦しい国有企業を救う手段として頻繁に使われていた。そのため、株式市場の効率性が低下し、中国株式市場の発展に大きなダメージを与えることになった。

第三段階は 2001 年以降である。とりわけ、大きな転換点が 2004 年にある。2001 年から 2004 年までに新規上場市場の効率性向上を図るため、それまで政府に決定権があった発行規模に関して、証券会社が決定できるようになった³。もう少し具体的にいうと、2004 年までの間、政府は証券会社の規模に応じて、各証券会社の上場担当枠を決めていたが、2004 年にこの枠が撤廃され、証券会社の保証推薦による上場に転換したことで株式の新規公開が自由化されたのである。保証推薦とは、公開企業が上場を申請する際は、資格のある証券会

³ 証券会社は発行株数や公募価格について、公開企業と協議で決定でき、主幹事の役割を果たしている。

社を招聘し、その証券会社の推薦を受けなければならないというものである。一方、保証推薦人は公開企業の申請書類を慎重に審査し、連帯責任を負わなければならないと規定されている。このように自由化されたことを契機に中国 IPO 市場は大きく発展し、2005 年から 2017 年の間 2134 社が上場し、その資金調達額は 2 兆元を超えた。

第 1 表 IPO 制度の変遷

期間	制度	中国証券監督管理委員会の役割	上場実績
1980 年代 半ば～1992 年末	ルールなし	企業の所在地の地方政府は株式市場の集中管理を行う。 1992 年 10 月国務院証券委員会、中国証券監督管理委員会が誕生する。	1991 年 12 月までに中国全国の株式会社は 3,220 社、そのうち株式公開発行の会社は 89 社。 1992 年 12 月までに上海・深セン取引所の上場会社は 53 社、発行済株式数は 73.21 億株。
1993 年～ 1995 年	審批制 「枠管理」	政府が毎年発行株数を計画・管理する。 1993 年は 50 億株、1995 年は 55 億株を発行できることを規定する。	政府は約 200 社の企業を指定し、上場枠を与える。 資金調達額は約 400 億元。
1996 年～ 2000 年	審批制 「指標管理」	1996 年は 150 億株、1997 年は 300 億株を発行できることを規定する。 1997 年 7 月 1 日「証券法」を実施する。	政府は 1,000 社の国有企業の上場枠を決定する。 業界大手企業の上場を優先させ、約 700 社が上場、資金調達額は 4,000 億元超。
2001 年～ 2004 年	認可制 「通道制」	総合型の証券会社に、規模に応じた「通道（主幹事として上場を担当できる会社数）」を与える。	上場会社は約 200 社、資金調達額は 2,000 億元超。
2005 年～	認可制 「保証推薦制」	新規上場の是非を個別に審査、認可する。	2017 年の間 2,134 社が上場し、その資金調達額は 2 兆元を超えた。

*中国証券監督管理委員会、上海証券取引所、深セン証券取引所のホームページより作成。

第 2 表 各市場の IPO 件数

年度	上海 メインボ ード	深セン メインボ ード	中小企業 ボード	新興企業 ボード	上海 B	深セン B	総計

1990	7	2					9
1991		3					3
1992	21	16			8	7	52
1993	64	44			14	10	132
1994	65	38			11	2	116
1995	10	12			2	10	34
1996	98	99			6	9	212
1997	84	120			9	8	221
1998	53	52			2	3	110
1999	42	51			2		95
2000	88	47			1	5	141
2001	73	1					74
2002	67	1					68
2003	65						65
2004	61	1	38				100
2005	2		12				14
2006	8		52				60
2007	13		100				113
2008	3		71				74
2009	8		54	36			98
2010	25		204	117			346
2011	36		114	128			278
2012	22		53	74			149
2014	43		31	51			125
2015	89		44	86			219
2016	102		46	78			226
2017	211		80	141			432
総計	1360	487	899	711	55	54	3566

*ブルームバーグのデータより作成.

第3表 各市場のIPO金額

年度	上海 メインボード	深セン メインボ ード	中小企業 ボード	新興企業 ボード	上海B	深センB	総計
1990							

1991							
1992							
1993	337.9						337.9
1994	920.0	7.0			119.4	7.7	1054.0
1995	29.5	193.6			73.8	200.1	496.9
1996	1304.9	1186.2			191.4	358.5	3041.0
1997	2898.0	4461.4			455.5	359.1	8173.9
1998	2550.5	1605.4			87.2	84.8	4328.0
1999	2705.2	2456.6			167.7		5329.5
2000	6183.2	2745.8			4.6	181.6	9115.2
2001	5088.7	121.8					5210.5
2002	5763.9						5763.9
2003	5315.0						5315.0
2004	2958.1	303.7	1105.3				4367.0
2005	112.0		351.4				463.4
2006	9577.6		2033.9				11611.5
2007	15316.2		5068.6				20384.9
2008	5243.0		4240.7				9483.7
2009	17957.7		6199.7	2989.2			27146.7
2010	27356.8		29820.6	14172.2			71349.7
2011	13939.9		15367.6	11985.8			41293.3
2012	4256.8		5344.4	5547.2			15148.4
2014	5457.0		3559.0	3500.4			12516.4
2015	17526.2		2961.9	5110.4			25598.5
2016	16114.9		3563.2	4117.5			23795.6
2017	20229.7		6255.3	8110.0			34595.0
総計	189142.5	13081.4	85871.7	55532.8	1099.5	1191.8	345919.7

*単位：百万ドル。ブルームバーグのデータより作成。1993年以前のデータは一部欠損。

2.2 審査・認可制移行後における株式発行制度の改革

2010年の上海総合株価指数は年間14.3%下落した。さらに、2011年末には前年比21.7%安となるなど、2010年から11年にかけてはさえない展開が続いていた。当時、中国株式市場の現状を風刺する「韭菜姑娘」（菘娘）という歌が、2011年4月に中国のインターネットで発表されるや、瞬く間に流行した。菘には「何度も収穫が可能であるが、収穫量はだんだん減少する」とのイメージがあり、「株式投資で損切りを繰り返すうちに投資元本が減って

いく」ことを揶揄している。菲娘は、投資家が市場のうわさを投資判断の主要な材料として
 いることを嘆き、2010 年以降、IPO 公募価格が発行会社や証券会社のつり上げにより高く
 なりすぎ、それに歩調を合わせるかたちで上場初日に株価が公募価格を割り込む銘柄が増
 えたことを、「公開企業や証券会社は善良じゃない」とこぼしているのである。

これに対し、2005 年以前の政府による審査・認可制移行前の時期においては、上海、深
 センメインボードで上場初日の株価が公募価格を割り込むケースはごくわずかだった。一
 方、2010 年以降、公募価格割れのケースが相次いでいる（第 4 表参照）。公募価格を下回っ
 た件数が全体に占める割合からすると、上海メインボードでは 2010 年は 2 割、11、12 年で
 は 4 割弱となり、中小企業ボード及び新興企業ボードでも上海メインボードと同様の現象
 が起きている。

第 4 表 各市場の IPO 公募価格割れの件数

年度	上海 メインボ ード	深セン メインボ ード	中小企業 ボード	新興企業 ボード	上海 B	深セン B	総計
1990	0	0					0
1991		0					0
1992	0	0			0	0	0
1993	0	0			0	0	0
1994	0	0			3	0	3
1995	1	1			1	2	5
1996	1	1			2	1	5
1997	0	0			2	1	3
1998	0	0			1	2	3
1999	1	0			1		2
2000	0	0			0	0	0
2001	0	0					0
2002	0	0					0
2003	0						0
2004	1	0	2				3
2005	0		0				0
2006	0		0				0
2007	0		0				0
2008	0		0				0
2009	0		0	0			0

2010	5		16	5			26
2011	14		32	30			76
2012	8		15	17			40
2014	0		0	0			0
2015	0		0	0			0
2016	0		0	0			0
2017	0		0	0			0
総計	31	2	65	52	10	6	166

*ブルームバーグのデータより作成.

第5表 各市場の IPO 公募価格割れの割合

年度	上海 メインボー ド	深セン メインボー ド	中小企業 ボード	新興企業 ボード	上海 B	深セン B	総計
1990	0.0%	0.0%					0.0%
1991		0.0%					0.0%
1992	0.0%	0.0%			0.0%	0.0%	0.0%
1993	0.0%	0.0%			0.0%	0.0%	0.0%
1994	0.0%	0.0%			27.3%	0.0%	2.6%
1995	10.0%	8.3%			50.0%	20.0%	14.7%
1996	1.0%	1.0%			33.3%	11.1%	2.4%
1997	0.0%	0.0%			22.2%	12.5%	1.4%
1998	0.0%	0.0%			50.0%	66.7%	2.7%
1999	2.4%	0.0%			50.0%		2.1%
2000	0.0%	0.0%			0.0%	0.0%	0.0%
2001	0.0%	0.0%					0.0%
2002	0.0%	0.0%					0.0%
2003	0.0%						0.0%
2004	1.6%	0.0%	5.3%				3.0%
2005	0.0%		0.0%				0.0%
2006	0.0%		0.0%				0.0%
2007	0.0%		0.0%				0.0%
2008	0.0%		0.0%				0.0%
2009	0.0%		0.0%	0.0%			0.0%
2010	20.0%		7.8%	4.3%			7.5%

2011	38.9%		28.1%	23.4%			27.3%
2012	36.4%		28.3%	23.0%			26.8%
2014	0.0%		0.0%	0.0%			0.0%
2015	0.0%		0.0%	0.0%			0.0%
2016	0.0%		0.0%	0.0%			0.0%
2017	0.0%		0.0%	0.0%			0.0%
総計	2.3%	0.4%	7.2%	7.3%	18.2%	11.1%	4.7%

*ブルームバーグのデータより作成.

新規上場の政府による審査・認可制への移行後、新株公募価格の決定は、機関投資家による公募価格仮諮問に基づき公募価格帯が設定されるとともに、機関投資家を対象としたブックビルディングを実施して公開企業と主幹事証券会社が公募価格を決定するというプロセスを踏むことになった。公募価格が高くなるほど、公開企業は資金調達額が増えるほか、主幹事証券会社は通常の引受手数料に加え、資金調達額が予定を上回った部分にかかる超過手数料を獲得することになる。さらに、主幹事証券会社やその他の証券会社は、子会社を通じて上場前に新株発行予定会社の株式を安価で取得し、上場後に売却することで大きなリターンを得ることが可能になる。このため、公開企業と主幹事証券会社は、新株発行会社の業績や成長性を誇張することで、公募価格をつり上げようとする傾向が強かった。こうした問題は、発行済み株式数が比較的少なく、高新技术型の企業が多い新興企業ボードに色濃く現れた。2010年以降のいわゆる「三高」（高公募価格、高PER、高募集金額）問題である。

第6表 1件当たりIPOの金額

年度	上海 メインボー ド	深セン メインボー ド	中小企 業 ボー ド	新興企業 ボー ド	上海 B	深セン B	平均
1990							
1991							
1992							
1993	5.3						2.6
1994	14.2	0.2			10.9	3.9	9.1
1995	2.9	16.1			36.9	20.0	14.6
1996	13.3	12.0			31.9	39.8	14.3
1997	34.5	37.2			50.6	44.9	37.0
1998	48.1	30.9			43.6	28.3	39.3
1999	64.4	48.2			83.9		56.1

2000	70.3	58.4			4.6	36.3	64.6
2001	69.7	121.8					70.4
2002	86.0						84.8
2003	81.8						81.8
2004	48.5	303.7	29.1				43.7
2005	56.0		29.3				33.1
2006	1197.2		39.1				193.5
2007	1178.2		50.7				180.4
2008	1747.7		59.7				128.2
2009	2244.7		114.8	83.0			277.0
2010	1094.3		146.2	121.1			206.2
2011	387.2		134.8	93.6			148.5
2012	193.5		100.8	75.0			101.7
2014	126.9		114.8	68.6			100.1
2015	196.9		67.3	59.4			116.9
2016	158.0		77.5	52.8			105.3
2017	95.9		78.2	57.5			80.1
平均	139.1	26.9	95.5	78.1	20.0	22.1	97.0

*単位：百万ドル。ブルームバーグのデータより作成。1993年以前のデータは一部欠損。

第7表 各市場の平均公募価格のPER

年度	上海 メインボ ード	上海総 合指数 PER	深セン メインボ ード	深セン 総合指 数 PER	中小企 業 ボード	中小板 指数 PER	新興企 業 ボード	創業板 指数 PER
2003	28.6	33.5						
2004	26.4	21.4	25.9	31.2	24.8	31.2		
2005	19.0	18.7			20.0	27.7		
2006	15.7	32.7			25.3	48.5		
2007	47.9	43.8			27.8	47.6		
2008	30.3	17.3			25.8	21.8		
2009	44.3	26.0			43.6	35.8	74.1	
2010	38.1	16.0			52.4	34.8	65.2	64.2
2011	36.2	11.3			40.5	20.6	48.5	37.4
2012	21.7	12.4			27.4	24.3	30.7	36.6
2014	19.7	15.4			21.8	29.8	24.9	50.2

2015	20.3	18.0			20.7	38.8	20.0	65.7
2016	19.1	17.3			20.2	27.9	20.7	41.3
2017	21.4	16.8			20.9	33.8	21.1	40.6

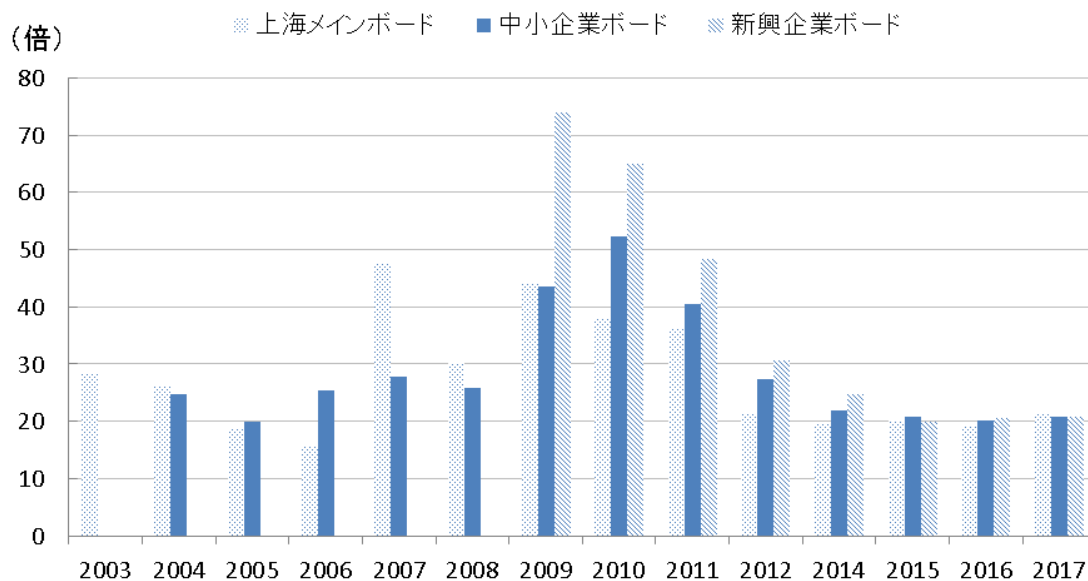
*ブルームバーグのデータより作成。中小板指数は2008年から、以前は深セン総合指数代用

次に、各市場の平均公募価格のPERを比較すると、上海市場はIPO審査・認可制移行後、2005～06年の平均公募価格のPERがいずれも20倍以下であり、市場並みもしくは市場より割安の水準だったことが判明した（第7表参照）。一方、2007年は上海総合指数の前年比97%上昇という大相場をきっかけとして、同年のIPO平均公募価格のPERは48倍にもつり上げられ、市場平均よりも1割高くなった。その後、上海、中小企業、新興企業の3市場のIPO平均公募価格のPERは市場平均を遥かに超えている。また、1件当たりの調達金額も2005年以降急拡大した。結局のところ、資金調達額が増え、公募価格のPERも高くなったが、それらが業績拡大には結び付かず、最も重要な「成長性」に対する投資家の信頼が失われることになった（第6表参照）。

こういった状況の中、中国証券監督管理委員会は2012年4月28日に「新株発行体制改革をさらに深化させることに関する指導意見」を発表した（同日発効）。「指導意見」の最大の特徴は、IPO価格つり上げ回避のため、様々な措置が講じられたことにある。

具体的には、①事前に予想された公募価格のPERが上場済み同業他社の平均PERより高い場合は（適当な比較対象がない場合は、上場ボードの平均PER）、目論見書や発行公告に関連するリスク要因を補足説明し、募集資金額が合理的かどうか、自らの言動が価格つり上げに影響していないかを明らかにする、②目論見書正式公開後、価格諮問の結果確定した公募価格のPERが上場済み同業他社の平均PERを25%以上上回る場合（例えば、同業他社の平均PERが10倍である時に、12.5倍以上となる場合）、発行人は取締役会を開催してよりふさわしい価格決定方法を検討するとともに価格決定の合理性とリスク要因を分析し、募集資金の使用による会社主要業務への貢献と業績への影響、特に、業績変動へのリスク要因を分析のうえ、これらを補足開示しなければならない、③中国証券監督管理委員会は補足開示事項などを総合的に勘案し、公開企業と主幹事証券会社に対して再度、価格諮問を行うことを要求することができる、④公募価格のPERが上場済み同業他社のPERを25%以上上回った発行人の上場後の利益が利益予想を下回った場合（不可抗力を除く）、中国証券監督管理委員会は情状の軽重により当該公開企業と主幹事証券会社に対して問責を行う。

その結果、新規公募価格をつり上げる動きが沈静化し、つれて2012年の平均公募価格のPERは前年より大幅低下し、1件あたりの調達金額も急減した。



第1図 各市場の平均公募価格のPERの推移

中国証券監督管理委員会は2013年11月30日付けで「新株発行体制改革をさらに推進することに関する意見」を発表した。その骨子は以下の通りである。

(1) 新株発行プロセスの市場化推進

①株式新規公開の際、3年以上株式を保有する株主が一部の保有株式を投資家に譲渡し、上場会社の流通株比率を高めることを奨励する。ただし、親株譲渡後の実質的な支配株主の変更は認められない。新株発行による調達金額が計画調達金額を上回った場合、それに応じた親株譲渡が求められる（新規公開株式数は減少）。

②株式新規公開を申請している企業に対して、会社債を先行発行する申請を行うことを認めるなど、普通株発行以外の資金調達を奨励する。

③中国証券監督管理委員会の新株発行承認文書の有効期間が従来6ヵ月から12ヵ月に延長し、その期間内で公開企業は自主的に発行のタイミングを決定する。

(2) 公開企業とその支配株主などの誠実義務の強化

①公開企業の支配株主や取締役などの管理層が、ロックアップ期間終了後2年以内に保有する株式を売却する場合、その売却価格は公募価格を下回ってはならない。上場後6ヵ月以内の株価終値が、20取引日連続して公募価格を下回る場合、もしくは上場6ヵ月後当日の終値が公募価格を下回る場合、ロックアップ期間は6ヵ月以上延長される。

②公開企業の支配株主や取締役などの管理層は、上場後3年以内の株価が1株当たり純資産を下回る場合に実施される株価安定のための具体策を公募・上場書類に予め記載しなければならない。具体策とは、発行人による自社株買い戻しや取締役など管理層の自社株買い増しなどを含む。

(3) 新株公募価格決定プロセスのさらなる市場化

①価格諮問後、公開企業と主幹事証券会社は購入申請のうち価格の高い上位10%以上を除去したうえで、購入申請価格と購入申請状況に基づき公募価格を決定する。

②公募価格のPERが上場同業他社の平均PERを上回る場合（従来は平均PERを25%以上上回る場合とされていた）、一般投資家への売り出し前に公開企業と主幹事証券会社は投資リスクに関する特別公告を行い、価格設定が高いが故に投資家に損失をもたらすリスクが存在する可能性を明示し、投資家に注意喚起しなければならない。

今回の「新株発行体制改革をさらに推進することに関する意見」は、株式新規発行における「三高」問題への対応強化である。上記（1）の①では、実際の資金調達計画を上回る場合、相当する新規公開株数を減らし、親株の譲渡を行うとされた。親株の譲渡による資金は当該上場会社ではなく親株株主に帰属するため、当該上場会社の資金調達額は計画と見合いとなることが求められる。上場会社の超過資金調達を制度的に抑制するのである。（3）の①の公募価格決定の際の購入申請価格の上位10%以上の除去は、高い公募価格を抑制することを、（3）の②で公募価格PERが上場同業他社の平均PERを上回らないことを推奨しているのは、従来の「25%以上上回らない」という推奨よりもさらに一段、公募価格のPERを抑制することを意図している。

その結果、2014年1月以降IPO再開後、3市場の公募価格のPERは12年よりさらに低下し、2015年以降3市場の平均公募価格のPERはそろって20倍に定着している（第1図参照）。また、2014年以降上場初日終値がIPO公募価格を下回ったのはゼロである（第5表参照）。

2.3 IPO 行列問題と登録制の改革

現行のIPO審査・認可制度では証監会に設置された2つの発行審査委員会が新規上場の是非を個別に審査及び認可している。メインボードの発行審査委員会は25名、創業板発行審査委員会は35名にて構成されているが、個別案件においては発行審査委員会の7名により審査会議を開催し、5名以上の同意で認可される。また、発行の条件に関しては、証監会による「株式の新規公開発行と上場管理方法」において企業の独立性、財務状況及び収益性、募集資金の用途等が規定されている⁴。

しかしながら、こうした政府による認可制度は、投資家に対し政府が企業の収益性に対しお墨付きを与えているといった誤解を生じさせたり、監督部門がIPOの是非だけでなく価格や規模にまで介入したりするといった弊害を生み出した。証監会自身も現行の制度は市場のリスク判断力や選択能力の養成を妨げてきたとの認識を示している。

また、発行審査委員会の限られたメンバーで可能な審査数には限りがあり、現状では上場を希望する多くの企業が審査待ちの状態にある。こうした状況は「IPO行列問題」として指摘されてきた。2015年7月のIPO停止以降も審査会議は継続されていたが、証監会の発表によれば2015年7月2日時点で上場申請書類が受理された企業は607社あり、うち発行審査委員会

⁴ メインボード市場発行審査委員会は証監会の人員5名と外部人員20名で、創業板市場発行審査委員会が証監会の人員5名、外部人員30名で構成される。

の審査会議を経た企業はわずか38社であった。残り569社のうち563社は審査会議の待機状態にあり、6社は審査中止となっている。

加えて中国の政府系シンクタンクの研究者からは、現行制度における非効率性がより投資価値の高い企業の上場を妨げ、成長期待の低い企業や株主還元率の低い企業の上場継続を招く一因となっているとの指摘も聞かれる。事実、中国株式市場においては上場廃止となることが極めて少ない。上記のような投資価値の低い企業にも現状では投資資金が集まる状態にあるため、投資家保護の観点から廃止基準が厳格に適用されていない可能性がある。上場廃止の円滑化及び市場の新陳代謝促進のためにも現行制度の改善が必要とする声もある。

こういった環境の中、2015年6月に中国証券監督管理委員会は、登録制改革を検討することを発表した。登録制改革の実施には証券法の改正が必要となっている。その具体的な改正案は未だ公表されていないが、改革の基本的な指針は以下のとおりである。

- ①あらゆる発展段階の企業に法に則った株式による資金融通を可能にする、
- ②情報開示に基づく審査の実施、
- ③発行の是非を目的としない審査の実施、
- ④事中、事後の監督強化を基礎とする。

また、これに伴い、IPOに関与する機関の役割も変更となる。証監会は上場審査に対する関与を縮小するとともに、事中、事後審査の強化に努めるとしている。審査においてはこれまでの証監会の発行審査委員会を廃止し、取引所内に新たな審査機関を設立し情報開示の適切性に基づいた審査を行うとしている。また、開示内容の真偽や企業に対する実質的判断は下さないものとする。一方で情報開示内容の真偽については発行体と仲介機関の責任が強調され、特に虚偽の情報開示があった場合に発行体に科す行政罰則及び罰金を大幅に厳しくすることが示された。

このような登録制改革の実施により、上場における判断を市場に委ね、上場審査の効率化を実現することが図られることになった。改革は市場のリスク判断能力の育成に繋がるとともに、上場審査の効率化、上場企業間での資金獲得競争を促進し、適切な資金配分を促すことが期待できる。また、中国経済はこれまでの低付加価値製品の輸出を中心とした経済発展から、高付加価値の製品の生産及びサービス業を中心とする経済へと構造転換の最中。中国政府は構造転換による持続的な経済成長の達成にはイノベーションの促進が不可欠であるとしている。登録制改革の実施は中国経済にイノベーションをもたらすような成長性の高いベンチャー企業に上場機会を提供することで資金面から中国経済の構造転換を支援することや、投資家により幅広い投資機会を与えることが期待される。しかしながら、当該改革は中国証券監督管理委員会自身の権限の縮小に繋がるものであるため、同機関がどこまで自らの権限の縮小に踏み切るのか、上場制度改革の中身がどこまで実効性のあるものとなるかが注目される。

3. IPO アンダープライシングの理論分析

IPOアンダープライシングとは、新規上場銘柄の初値が公募価格を上回る現象であり、多くの国で確認されている（第8表参照）。アンダープライシングが発生した場合、公募価格で購入した投資家は上場後に公募価格より高い価格で株式を市場で売却することによって利益を得ることができる。多くの国において、公募価格が決定された時点あるいは募集が完了した時点から上場までの期間は僅か数日であるため、上場直後に株式を売却する投資家は短期間のうちにアンダープライシング分だけの投資リターンを得ることができる。このようにリターンが高い一方でリスクが低いという現象について、伝統的なファイナンス理論では説明しきれない部分があると考えられる。また、市場が効率的であれば、新規公開株式に関する全ての情報が公募価格に反映されているはずであり、初値が公募価格を大幅上回る傾向が常に発生することは、効率的な価格形成という観点からの説明がつかない。それゆえ、このIPOアンダープライシング現象は効率的な価格形成のアノマリーの一つとして注目を集めてきた。

第8表 各国のアンダープライシング

国名	件数	金額 (10 億ドル)	アンダープライシング
日本	1289	137.3	15.47%
韓国	1035	53.8	19.14%
中国	3234	590.7	26.67%
インドネシア	282	17.9	17.82%
インド	892	59.8	13.69%
サウジアラビア	114	33.3	89.08%
フランス	319	52.0	5.44%
ドイツ	270	60.9	4.57%
イタリア	226	46.5	3.79%
イギリス	1222	144.3	6.19%
カナダ	2738	96.1	2.54%
メキシコ	98	27.9	3.49%
米国	3290	710.1	11.95%
アルゼンチン	25	5.2	12.72%
ブラジル	167	87.4	7.08%
ロシア	88	56.4	1.77%
トルコ	164	13.7	5.51%
南アフリカ	145	9.8	7.40%

オーストラリア	1562	83.4	1.21%
シンガポール	409	43.6	5.39%
タイ	435	30.2	10.39%
フィリピン	62	7.5	2.32%
ベトナム	585	7.1	10.12%
マレーシア	429	32.4	10.46%

*ブルームバーグのデータより作成。期間：1990年～2017年。アンダープライシングの計算式は、(初日の終値－公募価格) / 公募価格。

実際、IPOアンダープライシングの発生原因を巡り、多くの研究が行われている。ゲーム理論、「情報の非対称性」、「エージェンシー問題」、「コーポレート・ガバナンス」、「制度要因」、「行動バイアス」といった視点から各種の理論モデルの構築と、それを検証する実証分析が進められてきたが、これまでのところ、アンダープライシングに関して決定的な要因は示されるまでには至っておらず、銘柄や市場環境等に応じて、様々なメカニズムが複合的に作用し合っていると考えられている。

以下では、アンダープライシングを引き起こしたと考えられる市場参加者に着目して、アンダープライシングを巡る先行研究を分類し紹介する。市場参加者として、主幹事証券会社、新規公開企業、一般投資家の3者に分類する。

3.1 主幹事証券会社が要因

エージェンシー仮説

エージェンシー仮説とは、主幹事証券会社がアンダープライシングから追加収益が見込めると考えた場合には、自ら公募価格を低く設定することでアンダープライシングを発生させるという仮説である。

主幹事証券会社が新規公開企業から受け取る引受手数料は一般に、調達金額に一定比率を乗じたものとなっている(グロス・スプレッド)。したがって、アンダープライシングを引き起こすと調達金額が減少するので、主幹事証券会社が受け取る引受手数料も減少する。しかし、割安な新規公開株式を特定の投資家に割当て、その対価としてブローカレッジ・ビジネスや投資銀行業務等を受託することが出来れば、これらの追加的な収益が引受手数料の減額分を超える場合がありうる。

Baron (1982) は、こうした主幹事証券会社と新規公開企業との間で発生するエージェンシー問題に着目し、主幹事証券会社が新規公開株に対して投資家の需要に関する情報優位に立つ際、IPO価格がアンダープライシングになることを説明している。主幹事証券会社が新規公開企業と比較してより多くの情報を持つ時、新規公開企業はIPO公募価格の決定権を主幹事証券会社に委託する。主幹事証券会社の立場からは、公募価格を低く設定することにより、公募・売出が失敗に終わる可能性が低下し、IPO発行に必要な労力も少なくて済むこ

とが期待される。一方、引受業務の報酬は公募・売総額の一定比率とされていることが多いため、大幅なアンダープライシングは報酬額を減少させることにつながる。また、新規公開企業と主幹事証券会社の間で企業価値に関する情報の非対称性が大きいほど、主幹事証券会社は新規公開株のマーケティング・販売等に多くの労力を要することになるため、公募価格がより低く設定されることになる。

Loughran, T., and J. Ritter. (2002) は主幹事証券会社が IPO の公募・売出に対する需要が高いにもかかわらず、公募価格を意図的に低く設定したアンダープライシングで IPO を行ったことに注目した。その解釈としては、IPO 公募価格のアンダープライシングは主幹事証券会社に対して間接的な報酬であることを実証的に示している。その際、次に掲げる 2つが理由として挙げられている。すなわち、第 1 に、新規公開企業は公募価格のアンダープライシングによる機会コストを主幹事証券会社にグロス・スプレッドに基づいた発行費用のような直接的なコストとして捉えていない。第 2 に、アンダープライシングを行うことにより公募価格が引き下げられるとともに発行金額も減少する。ただし、主幹事証券会社は公募価格の引き下げで取引が活発となって将来売買代金の手数料収入が増えて発行金額の減少に起因する分の発行収入の減少を上回った場合、アンダープライシングで IPO を行うとされている。また、Loughran, T., and J. Ritter. (2004) はアナリストによるカバレッジが提供されるか否かが新規公開企業にとって、主幹事証券会社を選ぶ際の重要な要素となる一方で、新規公開企業はアナリストのカバレッジに対して別途費用を支払っていないため、公募価格のアンダープライシングという間接的な形でアナリスト報酬を支払うという仮説を実証的に支持している。

情報顕示仮説

情報顕示仮説とは、主幹事証券会社が適正な公募価格を設定するのに際し情報優位な投資家から私的情報を聞き出すため、アンダープライシングを発生させているという仮説である。

ブックビルディング方式において主幹事証券会社は、プレ・ヒアリングやブックビルディング期間中に機関投資家から新規公開企業の企業価値や予想される市場価格水準等について意見を聞いたうえで公募価格を決めていく。そうしたなか、情報優位な投資家は無償で私的情報を提供するインセンティブを持たないため、主幹事証券会社は情報提供の代償として割安な株式を当該投資家に割り当てる。あるいは、当該投資家が私的情報を生産するために要した費用を補うべく、主幹事証券会社は割安な価格で割当を行うという解釈もできる。

Benveniste and Spindt (1989) のモデルでは、主幹事証券会社がブックビルディングで集約した情報に基づいて公募価格を設定する際、仮条件からの調整を部分的にとどめるといふかたちで一定のアンダープライシングを行うことを実証的に示している。新規公開市場には、常時参加している投資家と一時的に参加している投資家の 2 タイプの投資家が存在

する。常時参加の投資家は、新規公開株の価値に関する私的情報を保有しており、公募価格のレンジが公開企業の価値を大きく下回った場合、ブックビルディングで虚偽の価格申告をすれば、公募価格と初値の乖離で利益を得られると考えられる。それゆえ、主幹事証券会社は公募価格を設定する際、故意にアンダープライシングを行うことにより常時参加の投資家に対して私的情報を正直に申告させる誘因を与えるとされるのである。

Hanley, K. W. (1993)は、Benveniste and Spindt (1989)と同様な結果を得ている。1983年1月から1987年9月の間ナスダック市場に上場した1430社のIPOを検証した結果、アンダープライシングの程度は、公募価格が仮条件から上方修正の程度と正の相関があることを実証的に確認している。すなわち、最終の公募価格はブックビルディングにおいて得た新しい情報に対して部分的な調整しか行われていないとされるのである。

引受リスク回避仮説

引受リスク回避仮説とは、主幹事証券会社が引受業務に関して負うリスクを引き下げるため、公募価格を低水準に設定するという仮説である。

主幹事証券会社の引受契約は主に2つの方式で行われる。一つ目は、主幹事証券会社が新規公開株式の全てを購入し、その売却に責任を負うという買取引受である。二つ目は、新規公開株式の売却に最善を尽くすが、万が一他に引受先がない場合に残部を取得するという残額引受である。買取引受の場合、主幹事証券会社は売れ残りリスクを負うため、そういったリスクを回避するべく公募価格を割安な水準に設定し、超過需要を創り出そうとするインセンティブを持つと予想され、その結果としてアンダープライシングが発生する。また、残額引受の場合でも、新規公開を円滑に行うため、公募価格を低く設定する可能性がある。

3.2 新規公開企業が要因

勝者の災い仮説

勝者の災い仮説とは、新規公開企業の真の企業価値について、一部の投資家が情報優位な状態にあり、当該情報優位な投資家とその他の情報劣位の投資家が共に市場に参加するため、情報劣位の投資家にも正の期待収益を与える必要があるため、アンダープライシングが発生するという仮説である。

Rock (1986)は投資家の間で企業価値に関する情報の非対称性が存在するため、一種の逆選択問題が生じる可能性があるとして指摘した。市場には、新規公開株式の価格が妥当であるかを判断できる投資家（情報優位な投資家）と、公募価格が割高か割安かを判断できない投資家（情報劣位の投資家）が存在する。情報優位な投資家は、真の企業価値から過小に値付けされた新規公開株についてのみ公募・売込に参加する。従って、情報優位な投資家は常に正の収益率を獲得できる。一方、情報劣位の投資家は、真の企業価値よりも過大に値付けされた場合、すべての新規公開株を取得することになる。すなわち勝者となった場合には、結果的に割高な新規公開案件への投資に直面し、損失を負う可能性がある。それゆえ、情報

劣位の投資家が新規公開市場から退出してしまうことを避けるため、こういった投資家にもプラスの収益率を保証する必要があるため、新規公開株は平均的に過小値付けを行わなければならないとされるのである。

シグナリング仮説

シグナリング仮説とは、新規公開企業が自社の企業価値等について投資家よりも情報優位にあり、質の高い企業が、自らの経営財務面での質の高さを投資家に伝えるべく、公募価格を割安な水準に設定するというコスト支払いを媒介としてシグナルを送るという仮説である。

Allen and Faulhaber (1989) は、新規公開企業が企業の真の価値に関する情報を持つことを前提とし、企業価値の高い企業が公募価格を低くすることによって、将来の収益力が高いというシグナルを投資家に伝え、将来増資を行う際にはより有利な条件で市場から資金を調達できることを実証している。Welch (1989) も同様な結果を得ている。Welch (1989) はアンダープライシングの原因を企業と投資家の間の情報の非対称性によるものと考え、質の高い企業は上場の時にアンダープライシングというコストを支払ったとしても、上場後追加公募の時にファンダメンタルズに基づきより高い価格での資金調達ができると予想する。したがって、質の高い企業は、上場時および上場後の調達総額を最大化するべく、新規上場の際には敢えて低い公募価格を受け入れることになる。Welch (1989) は1977年から1982年までのIPO企業を対象に実施した分析結果に基づき、多くの企業はIPOの公募価格を低く設定したものの、その後は高い価格での公募増資を行っていたことを確認した。

また、シグナリング仮説を発展させたロックアップ契約を用いたシグナリング仮説もある。企業は公募価格を低めに設定するというコストを避けるため、ロックアップ契約を締結することにより、企業価値があることをシグナルとして発信している。Courteau, L. (1995) は経営者のロックアップ期間が企業価値を測るシグナルとして、この仮説の有用性を検証している。その結果、経営者は公募価格を引き上げるため、法定保有最短期間以上のロックアップ契約を行ったことが実証された。

3.3 投資家のセンチメントが要因

投資家センチメント仮説

投資家センチメント仮説とは、市場にセンチメント投資家（楽観的な投資家）と情報投資家（ファンダメンタル価値を把握している投資家）が存在する状況において、新規公開企業が公募価格をファンダメンタルズ価値よりも高く設定し、資金調達額をなるべく大きくするものの、センチメント投資家が超過収益を確保できるように価格水準を設定するという仮説である。その結果、公募価格はセンチメント投資家が想定する水準よりは低い一方で、情報投資家が抱く価値（ファンダメンタルズ価値）よりは高い水準に設定されるため、アンダープライシングが発生することになる。また、上場後に市場価格がファンダメンタルズ価値

に収束していくことから、中長期的にもアンダーパフォーマンスも発生すると考えられる。

Loughran, T., and J. Ritter (1995) は 1970 年から 1990 年までに NYSE、AMEX そして NASDAQ で実施された 4753 件の IPO、SEO (公募増資) に関して、増資実施 5 年後の平均株価パフォーマンスがそれぞれ 5%、7%であることを実証している。規模でマッチングさせたコントロール企業群との 5 年 BHAR (Buy and Hold Abnormal Return) の平均は IPO の場合が-36%、SEO の場合が-45%であることを観測している。株価の長期的なアンダーパフォーマンスの理由は、新規公開企業が機会の窓口を利用し、株価が市場に過大評価されているとき、公開増資を行ったとしている。また、成長企業に対して直近の業績重視による高いバリュエーションの発生も考えられる。

Ljungqvist, A., Nanda, V., and Singh, R. (2003) は市場にセンチメント投資家と空売り制限が存在することを前提に、公開企業がどう公募価格を決めるについてモデルを用いて説明している。上昇中のマーケットは急に調整する可能性があるため、主幹事証券会社にとって新規公開株式を在庫として持つことはリスクが大きい。そのため、アンダープライシングが発生する。ただ、公募価格はセンチメント投資家が存在するとき、企業ファンダメンタルズ価値より高く設定できる。

情報カスケード仮説

情報カスケード仮説とは、投資家が新規公開株への投資を判断する際、他の投資家が購入しているかどうかを参考にしながら投資判断を下すという仮説である。新規公開企業はこうした投資家特性を考慮して公募価格を割安な水準に設定する結果、アンダープライシングが発生するとされる。

Welch (1995) は理論モデルを用いて、投資家が IPO に応募する際、後の投資家が自分の情報を持っているにもかかわらず、先の投資家の行動を真似することを示している。すなわち、先の投資家が IPO に申し込んだ場合、後の投資家も同様に申し込む。また、新規公開企業は自らの企業価値によいインサイダー情報を持つため、公募価格を高く設定した場合、公開発行が失敗になる可能性があることも示されている。そのため、リスク中立の新規公開企業であっても、株式市場において IPO に対する需要に弾力性があることから、発行失敗を避けるべく公募価格については割安な水準に設定しているとされる。

以上のように、米国の先行研究では、投資家の間で企業価値に関する情報の非対称性による逆選択問題が生じる可能性があるという勝者の災い仮説や、公募価格の部分調整という情報顕示仮説が有力な仮説として実証分析から支持されている。

中国における IPO アンダープライシングにかかわる先行研究のうち 1993 年に中国証券管理監督委員会が設立される前の早期段階を分析対象としたものとしては、Henry M. K. Mok, and Y. V. Hui. (1998) が挙げられる。彼らは 1990 年から 1993 年にかけて上海、深セン証券取引所に上場した A、B 株を対象として分析し、A 株、B 株がそれぞれ 289%、26%アンダー

プライシングしていることを確認した。その要因としては、政府保有率が高いほど、公募から上場までの日数が長いほど、アンダープライシングの程度が大きくなることが提示されている。また、D. W. Su., and B. M. Fleisher. (1999) は 1986 年 12 月から 1996 年 1 月までの期間において IPO を実施した 308 社の A 株及び 57 社の B 株を対象に、アンダープライシングの要因として IPO 全体の供給株数が少ないこと、新規公開企業と投資家との間に情報の非対称性があるという仮説を立てて実証分析を行った。その結果、年度単位でみると、IPO 総供給の代理変数である株式市場の時価総額対 GDP 比率は、その年度のアンダープライシングの程度と有意に負の関係があることが示された。このほか、アンダープライシングの程度が大きい企業ほど、IPO 実施後に大型公募増資を行う傾向が強いことも確認された。これらの分析結果は、価値の高い企業が公募価格を低くすることによって将来増資を行う際により有利な条件で市場から資金を調達できるというシグナリンク仮説が支持されていることを意味している。

中国証券管理監督委員会設立後の時期を分析対象とする研究としては、K. Chan, J. Wang, and K. C. Wei. (1998) がある。彼らは 1993 年 1 月から 1998 年 12 月までに IPO を実施した 570 社の A 株 IPO を対象として分析した結果、公募価格が平均的に 178%アンダープライシングとなったことを示した。その要因としては、IPO の発表から実施までの日数が経つほど、アンダープライシングの程度が有意に大きくなるとしている。さらに、新規発行株数はアンダープライシングと有意に負の相関を有していることも統計的に確認された。これらの分析結果は、勝者の災い仮説と整合的である。

この間、中国証券管理監督委員会の設立以降、同委員会が地方政府に代わって上場主導の役割を担うことになった。その後、2001 年に IPO 制度は同委員会による審査制から認可制に移行した。また、同委員会は 2012 年に、IPO 公募価格つり上げ問題に対処するべく、新株発行体制を改革のうえ公募価格 PER の指導や新株上場初日の値幅制限を導入した。このように、中国の IPO 制度は時期によって異なる。これに対し、中国を対象とした先行研究では標本期間を 5~10 年としたものが多く、IPO の制度変化が IPO アンダープライシングに及ぼす効果が十分に考慮されていないおそれがある。加えて、検証に際しては単一の仮説を検定するというのが大半を占め、IPO アンダープライシングに関連する数多くの要因を解析するに際しては不十分な側面がみられることも指摘できる。

以上のような中国株式市場での IPO アンダープライシングにかかわる先行研究においてみられた様々な問題の克服を目指し本研究では、証券取引所設立から 2017 年までという長期にわたる標本期間を採用することにしたほか、IPO の制度改革による構造変化に対応するべく分析期間をいくつかに分割して、米国の分析結果から得られた有力仮説が中国株式市場にも妥当するか否かについて検証することを通じて各期間における IPO アンダープライシングの共通要因、個別要因を解明することにした。

4. データと IPO 後の株価反応

4.1 データ

本研究で用いる中国における IPO の標本企業は、1990 年 1 月から 2017 年 12 月までの期間で、上海・深セン証券取引所で公表されている適時開示情報から得られたものである。また、IPO の内容に関するデータ（発行額、株式発行数、公募価格、そして騰落率等）は、ブルームバーグから収集している。上海・深セン取引所の上場銘柄には基本的に値幅制限があるが（前日終値の±10%、注意銘柄は±5%）、新規上場銘柄の場合、初日に限り値幅制限はない。ただ、2014 年以降は新規上場銘柄でも値幅制限が設けられた（前日終値の±44%）。

第 9 表 IPO 初日及び 1 ヶ月後の株価パフォーマンス

	上海メインボード		中小企業ボード		新興企業ボード	
	初日	1 ヶ月後	初日	1 ヶ月後	初日	1 ヶ月後
1992	536.7					
1993	156.8	134.5				
1994	1168.0	1422.2				
1995	24.9	85.6				
1996	228.6	105.2				
1997	141.2	127.5				
1998	135.3	137.4				
1999	101.2	100.7				
2000	151.8	152.0				
2001	145.5	140.8				
2002	135.0	132.2				
2003	71.3	65.2				
2004	71.3	56.7	68.0	48.5		
2005	72.6	78.6	37.7	38.6		
2006	35.4	48.7	96.5	93.8		
2007	123.3	154.3	209.0	198.3		
2008	40.8	41.3	120.5	71.4		
2009	37.6	27.2	64.8	66.5	92.7	101.8
2010	28.1	21.8	45.1	34.9	37.8	30.4
2011	17.0	10.9	20.5	14.4	22.7	17.6
2012	31.5	23.7	17.5	14.5	21.1	13.7
2013	2013 年に IPO は行われていない					
2014	42.7	200.6	44.3	157.4	43.7	184.9
2015	43.9	307.9	44.0	334.3	44.0	486.0

2016	44.0	324.1	44.0	393.8	44.0	504.7
2017	44.0	210.0	44.0	220.6	44.0	307.8

*ブルームバーグのデータより作成。年度ごとの平均値，単位：％

$$\text{初日の株価パフォーマンス} = \frac{\text{初日終値} - \text{公募価格}}{\text{公募価格}}$$

$$\text{1ヶ月後の株価パフォーマンス} = \frac{\text{1ヶ月後の終値} - \text{公募価格}}{\text{公募価格}}$$

第9表は、上海メインボード、中小企業ボード、新興企業ボードの新規上場企業上場初日、上場1ヶ月後の株価パフォーマンスを示したものである。1993年から2002年までの間、政府が毎年の発行株数、調達金額を計画・管理するなど政府がIPOを主導していたため、新規上場件数は少なかった。加えて、公募価格も割安の水準に設定されていたため、初日の株価パフォーマンスはほとんどが100%を上回った。次に、2005年の保証推薦制への移行から2012年までの期間では、証券会社がIPOを主導したため、公募価格が上げられるケースが多く、つれて初日の株価パフォーマンスは下落した。2014年のIPO再開後、公募価格のPERが抑えられたほか、上場初日の値幅制限も適用されたため、初日の株価パフォーマンスは大半ストップ高であり、上場1ヶ月後のパフォーマンスは200%以上となった。また、三つのボードの中で、新興企業ボードの上場企業はハイテクが中心となり、株価の上昇率が最も高かった。

第10表 増資規模，期間別の株価パフォーマンス①

増資規模	件数	初日	1週間後	1ヶ月後	6ヶ月後	1年後
1億ドル以下	1564	120.38	105.24	102.96	114.19	123.99
1～5億ドル	508	34.22	31.25	28.44	25.43	21.75
5～10億ドル	21	47.19	51.11	57.49	45.82	10.25
10～100億ドル	25	28.05	26.15	27.38	20.79	23.17
100億ドル以上	1	0.75	1.87	0.37	-1.87	0.75
合計/平均	2119	98.03	85.95	83.71	91.18	97.27

*ブルームバーグのデータより作成。年度ごとの平均値，単位：％，期間：1990年～2012年

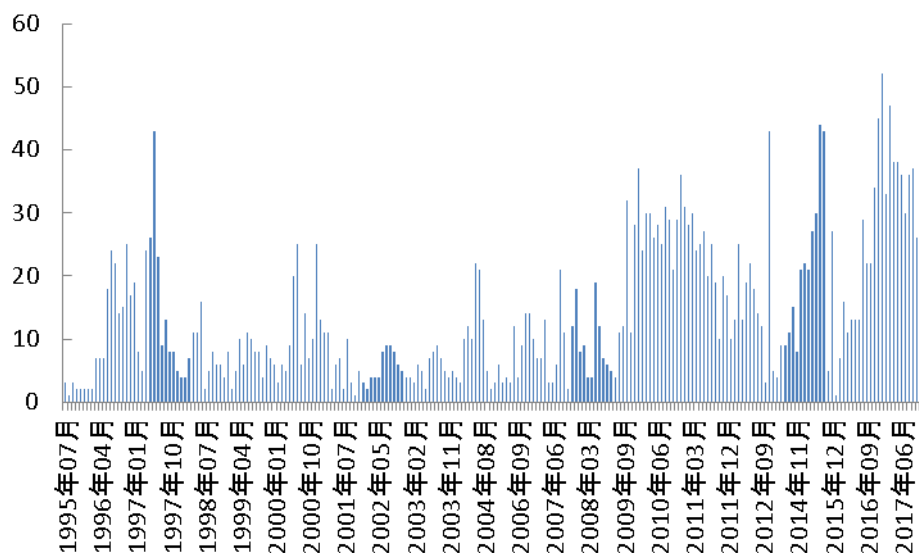
第11表 増資規模，期間別の株価パフォーマンス②

	件数	初日	1週間後	1ヶ月後	6ヶ月後	1年後
1億ドル以下	764	44.01	121.16	344.11	340.71	324.35

1～5 億ドル	220	43.85	110.62	167.74	154.32	134.22
5～10 億ドル	12	40.27	102.91	170.66	79.20	65.57
10～100 億ドル	6	44.00	91.45	147.53	114.95	83.62
総計	1002	43.93	118.45	302.13	296.49	277.30

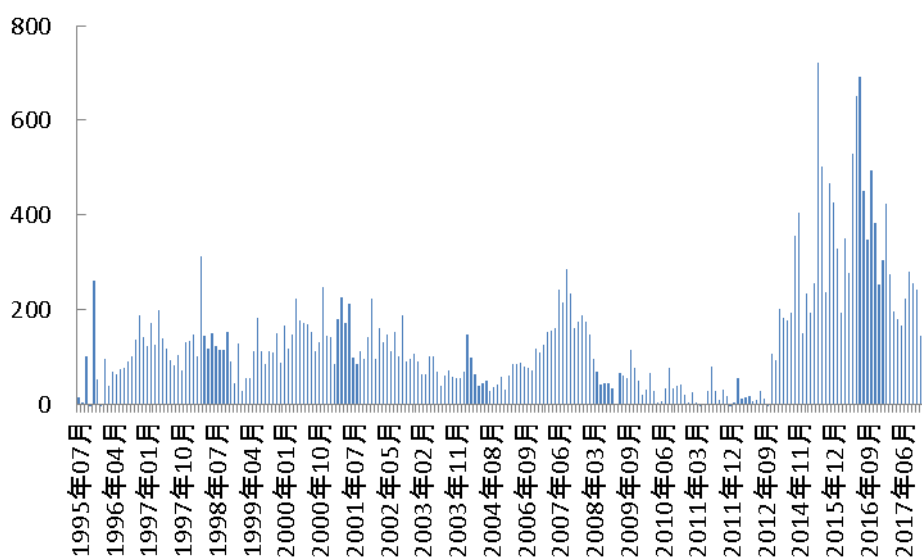
*ブルームバーグのデータより作成。年度ごとの平均値，単位：%，期間：2014 年～2017 年

IPO にかかわる初日値幅制限が導入される 2012 年以前においては、基本的に増資規模が大きいほど、初日の株価パフォーマンスが低くなることが確認された。また、初日は企業価値に関連する情報などほぼ織り込んでおり、その後の株価は横ばい、あるいは下げるが多かった。一方、2014 年以降の期間において上場初日は基本的にストップ高であり、1 ヶ月後にパフォーマンスがピークとなったことがわかった。



第2図 月間 IPO 件数

(出所) ブルームバーグのデータより作成。期間 1995 年 7 月～2017 年 12 月



第3図 月間 IPO 株価パフォーマンス（上場1ヶ月後平均値、%）

（出所）ブルームバーグのデータより作成。期間1995年7月～2017年12月

5. アンダープライシングの実証分析

5.1 推計モデルの定式化

米国における IPO アンダープライシングにかかわる実証分析では、先に指摘したとおり、勝者の災い仮説や情報顕示仮説が有力な仮説として支持されている。中国株式市場を分析対象とした先行研究においても、勝者の災い仮説は統計的に支持されているが、その他の仮説については分析の俎上にあがっていない。本研究においては、そうした先行研究の成果を踏まえ、中国株式市場の主な参加者である個人投資家の行動に加え、中国証券管理監督委員会による指導・介入のありようについても明示的に考慮して、IPO アンダープライシングの背景について分析することにした。

Rock (1986) は、投資家の間で企業価値に関する情報に非対称性が存在すると一種の逆選択問題が生じる可能性があると指摘した。すなわち、Rock は情報劣位な投資家の新規公開市場からの退出を避けるには、そういった投資家にプラスの収益率を保証する必要があるため、新規公開株は平均的には過小値付け（アンダープライシング）を行わなければならないとした。この考え方は、勝者の災い仮説と呼ばれる。そして、情報の非対称性の程度が大きいほど、情報生産コストも大きくなるため、情報提供の代償としての公募価格のアンダープライシングの程度も大きくなると考えられる。ここでは、そうした情報の非対称性の度合いの代理変数として発行金額（OS）と新株発行比率（IR）を用いることにした（各変数は、以下の式で求められる）。発行金額が大きい企業は、基本的に規模も大きく、情報の非対称性の程度は小さいため、アンダープライシングに伴う収益率も小さくなると予想される。そして、新株発行比率（IR）が高いほど、情報生産コストが多く発生するため、アンダープラ

インシングの程度が大きくなるとともに正の株価反応も大きくなると考えられる。

$$IR = \frac{\text{新規発行株式数}}{\text{新規公開前の発行済株式数} + \text{新規発行株式数}}$$

その一方で、機関投資家は個人投資家よりも情報生産面で優位性があるため、真の企業価値より過小値付けされた新規公開株に対しては積極的に応募すると考えられる。そうした機関投資家の投資行動を機関投資家の応募倍率（ISR）により捉えると、機関投資家の応募倍率が高ければ高いほど、株価反応が大きくなることが期待される。

また、情報カスケード仮説によると、投資家が新規公開株への投資を判断する際、他の投資家が購入しているか否かを参考にして投資判断を下すとされる。新規公開企業は、そうした投資家の特性を考慮して公募価格を割安な水準に設定するため、アンダープライシングが発生する。こうした個人投資家の投資行動を、個人投資家の応募倍率（RSR）という変数により代表させると、個人投資家の応募倍率が高ければ高いほど、株価反応が大きくなると予想される。

シグナリング仮説では、質の高い企業ほど、自らの経営財務面での質の高さを投資家に伝えるべく、公募価格を割安な水準で設定するというコスト支払いを媒介としてシグナルを送るとされる。もしそうであれば、質の高い企業においては公募価格の PER（株価収益率）が低下する傾向にあり、PER が低いほど、株価反応が大きくなると考えられる。ここで、公募価格の PER 変数を IPER（以下の式で求められる）、企業質の高さの代理変数として使用資本利益率（ROCE）を用いることにした。

$$IPER = \frac{\text{公募価格}}{\text{直近年度の 1 株当たり純利益}}$$

さらに、情報顕示仮説によると、主幹事証券会社が適正な公募価格を設定するに際し情報優位な投資家から私的情報を聞き出すため、アンダープライシングを発生させているとされる（Benveniste and Spindt（1989）参照）。ブックビルディング方式においては主幹事証券会社がプレ・ヒアリングやブックビルディング期間中に機関投資家から新規公開企業の企業価値や予想される市場価格水準等について意見を聞いたうえで、公募価格を決める。情報優位な投資家は、無償で私的情報を提供するインセンティブを持たないため、主幹事証券会社では情報提供の代償として割安な株式を当該投資家に割り当てる。また、引受実績の多い主幹事証券会社は、私的情報を聞き出す能力が高く、より企業価値に近い公募価格を設定できると考えられる。こうした事実を配慮して、1990 年から 2017 年の間、IPO の引受実績件数が上位 10 社の証券会社であれば 1、それ以外は 0 となるダミー変数（BRD）を設けることにした。

以上のような検討を踏まえ、IPO のアンダープライシングを検証するために使用する回帰モデルについては、勝者の災い仮説、情報カスケード仮説、シグナリング仮説および情報顕示仮説に関連する変数すべてを説明変数に加えて

$$AR = \alpha + \beta_1 OS_i + \beta_2 IR_i + \beta_3 ISR_i + \beta_4 RSR_i + \beta_5 ROCE_i + \beta_6 IPER_i + \beta_7 BRD_i + u_i$$

と定式化のうえ、いずれの仮説が中国株式市場における IPO アンダープライシングの要因を形成しているかについて統計的に検証することにした。ここで、説明変数の IPER は初日収益率を被説明変数とした回帰式において、内生性の問題を生じさせる可能性がある。そこで、本研究の推定は操作変数法を用いて行うことにする。操作変数には、IPER 以外の説明変数と新規発行株式数を用いている。分析に用いた各変数の記述統計量を示すと、以下の第 12 表のようになる。

第 12 表 回帰分析の記述統計量

	標本平均	最小値	最大値	標本標準偏差
全標本 (初日) 収益率	80.90	-84.39	4692.45	163.67
2012 年以前 (初日) 収益率	98.22	-84.39	4692.45	195.98
2014 年以降 (1 ヶ月) 収益率	301.29	4.50	1075.18	220.57
発行金額 (OS)	96.97	2.92	10039.40	312.33
新株発行比率 (IR)	13.84	2.51	44.44	12.35
機関投資家応募倍率 (ISR)	1674.99	0.25	38510.5	4847.89
個人投資家応募倍率 (RSR)	764.35	0.30	9280.53	1756.47
使用資本利益率 (ROCE)	9.23	-248.55	188.27	15.95
公募価格の株価収益率 (IPER)	31.93	5.26	609.13	22.69
新規発行株式数	77.13	8.67	22235.3	566.9

(注) ROCE, IR, そして収益率は, %表示になっている. 新規発行株式数の単位は百万株.

5.2 推定結果

第13表は、この新規公開増資のアンダープライシングの要因にかかわる回帰モデルに関する、クロスセクション・データを用いた推定結果を示したものである。なお、2014年にはIPOに対し初日値幅制限が導入されたため、2012年以前の標本は初日の収益率、2014年以降については上場後1ヶ月の収益率を対象にした推定結果を示している。また、2010年から12年までの標本期間に関しては、公募価格のPERが異常に高く、公募割れの件数が全体の2割から4割に達するなど過去に例のない事態が現出していたため、構造変化があったと判断して期間を区切って回帰分析を行うことにした。

第13表 収益率の回帰分析（推定結果）

説明変数	2010年以前	2010年～2012年	2014年以降
	(初日)	(初日)	(1ヶ月)
	推定係数 (t値)	推定係数 (t値)	推定係数 (t値)
定数項	184.718*** (6.707)	146.533** (2.413)	-49.637 (0.231)
増資規模 (OS)	-0.199*** (2.640)	-0.017** (2.056)	-0.165*** (4.264)
新株発行比率 (IR)	-0.918 (1.587)	1.155 (1.215)	2.175 (1.158)
機関投資家公募倍率 (ISR)	-1.966** (2.418)	-1.285*** (2.582)	0.003** (2.413)
個人投資家公募倍率 (RSR)	0.001 (0.002)	0.133 (0.913)	0.006* (1.757)
使用資本利益率 (ROCE)	0.175 (0.495)	0.383 (1.149)	-5.364*** (5.798)
公募価格の株価収益率 (IPER)	-1.775* (1.693)	-3.010** (2.098)	17.608* (1.830)
主幹事ダミー (BRD)	3.258 (0.340)	-6.369 (0.792)	-4.694 (0.225)
F値	17.400***	1.789*	14.768***
標本数	732	766	988

(注) 括弧内はt値の絶対値、***は1%水準、**は5%水準、そして*は10%水準で有意であることを示している。2010年以前(初日)は初日の収益率、2010～12年(初日)は初日収益率、そして2014年以降(1ヶ月)は新規公開増資上場後1ヶ月の収益率を各々、示している。BRDは主幹事が引受業務市場シェア上位10社の証券会社の場合に1、それ以外は0となるダミー変数。

まず最初に 2010 年以前の新規公開増資（初日）の推定結果をみると、増資規模を示す OS の係数の推計値は 1%水準で有意に負の値になっている。この結果は、規模の大きい企業ほど情報の非対称性の程度が小さくなるため、公募価格のアンダープライシングの程度も小さくなるという勝者の災い仮説と整合的である。また、新株発行比率を示す IR の係数は負の値になり、符号条件を満たしたが、統計的には有意にゼロと異ならなかった。

機関投資家の公募倍率を示す ISR の係数は、1%水準で有意に負の値になっている。これは、真の企業価値より過小値付けされた新規公開株の場合、機関投資家は積極的に応募するという予想とは反対の結果となった。しかしながら、実際に応募倍率が一定の水準を超えた場合、主幹事の証券会社は公募価格を引き上げたり、グリーンシュュー（公開予定株数を更に 15%増加）を行使したりすることによって、初日の株価パフォーマンスにマイナスの影響を与えていたことがわかった。一方、個人投資家公募倍率である RSR の係数は正の値になって符号条件を満たしたが、統計的には有意ではなかった。

使用資本利益率を示す ROCE の係数は正の値になったが、統計的にみて有意にゼロとは異ならなかった。この分析結果は、2010 年以前においては IPO 初日の収益率が上場前の業績にあまり関係ないことを示している。その背景としては、1990 年代から 2000 年代半ばまで、中国当局は国有企業の上場を優先させ、調達金額や上場件数もコントロールしたため、新規上場企業の業績が重視されなかったことが挙げられる。

公募価格の株価収益率 IPER の係数は、1%水準で有意に負の値になっている。これは、公募価格の PER が低いほど上場初日の株価反応が大きくなることを示し、質の高い企業ほど、自ら公募価格を割安な水準で設定するというコスト支払いを媒介としてシグナルを送るというシグナリング仮説を支持している。また、引受実績の多い主幹事証券会社を示すダミー BRD の係数は、正の値となったが、有意ではなかった。これは、引受実績の多い主幹事証券会社が、より企業価値に近い公募価格を設定できると限らないことを示唆している。

次に、2010 年から 2012 年間の新規公開増資の実証結果をみると、増資規模を示す OS の係数は 2010 年以前と同様の結果を得ており、勝者の災い仮説は引き続き実証的に支持されたことが確認できた。機関投資家公募倍率 ISR の係数、1%水準で有意に負の値になっている。これは予想と逆の結果である。機関投資家が公募価格をつり上げるため、意図的に IPO に対する需要を創出し積極的に応募した結果、公募価格の PER が市場全体を遥かに上回ることになり、上場後全体の約 3 割が公募価格割れの事態が発生したことはその理由として考えられる。また、公募価格の株価収益率 IPER の係数は、1%水準で有意に負の値になっている。これは、IPO 公募価格がつり上げられる環境の中において、公募価格の PER が合理的な、あるいは割安な水準に設定されたというシグナルを市場参加者に送れば、上場後市場に適切に評価されることを示唆しており、シグナリング仮説と整合的である。

最後に、2014 年以降の新規公開増資についての分析結果をみることにする。上場後 1 ヶ月の収益率、増資規模を示す OS の係数は、1%水準で有意に負の値になっている。これは、2012 年以前と同様な結果である。新株発行比率 IR の係数は、正の値となったが、有意では

なかった。また、機関投資家公募倍率 ISR の係数は、5%水準で有意な正の推定値になっている。これは、2012 年以前のケースと逆の結果である。中国証券監督委員会は、2010 年以降公募価格のつり上げによる「三高」（高公募価格、高 PER、高募集金額）問題の解決策として、2014 年以降 IPO 公募価格の PER を原則 22 倍以下に設定すると主幹事証券会社に指導した。そのため、公募価格を低く設定せざるをえないケースが多く、機関投資家が積極的に応募する銘柄ほど、上場後のパフォーマンスがよくなることを反映したものと考えられる。

個人投資家公募倍率 RSR の係数は、10%の水準で有意に正の値になっている。この結果は、情報カスケード仮説と整合的である。また、公募価格の株価収益率 IPER の係数は、1%水準で有意に正の値になっており、2012 年以前と反対の結果となった。そして、使用資本比率 ROCE の係数は、1%水準で有意に負の値になっている。これは、シグナリング仮説とは逆の結果であるほか、2014 年に始まる公募価格の PER 指導を契機として、株式市場が企業の収益性よりも成長性を重視するようになったことを示している。引受実績の多い主幹事証券会社を示すダミー変数である BRD の係数は、正の値となったが、有意ではなかった。

以上のように、IPO 制度の変更にもかかわらず、すべての標本期間においては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的に確認された。この結果は、米国での有力仮説である勝者の災い仮説が中国株式市場でも IPO アンダープライシングの要因として支持されたことを示している。また、当局による公募価格の PER 指導が 2014 年に始まったことを受け、同年以降においては投資家が新規公開株への投資を判断する際、他の投資家が購入しているか否かを参考にしながら投資判断を下すようになるという情報カスケード仮説も統計的に支持されることが確認できた。さらに、2012 年以前においては、新規公開企業自らが公募価格を割安な水準で設定するというシグナルを送った結果、株式市場がそうしたシグナルをプラスとして捉えて反応するというシグナリング仮説が確認された。一方、2014 年以降は当局による公募価格の PER への介入の影響を受け、新規公開企業は業種にかかわらず公募価格 PER の大半が同一水準の狭いレンジで抑えられている。そうした環境のなかでも、あえて公募価格の PER を市場、業界平均より高く設定した企業に対しては、今後の成長性がより重視され、高い評価を得ていることが実証的に確認された。

6. おわりに

新規公開増資のアンダープライシングは、多くの国で確認されている。本研究では、1990 年 1 月から 2017 年 12 月までに上海・深セン取引所メインボードにおいて実施された 2244 件の IPO を対象にそのアンダープライシングの要因を検証した。実証分析の結果は、以下のような興味深い事実を明らかにすることができた。

第 1 に、1993 年から 2002 年までの間、政府が毎年の発行株数、調達金額を計画・管理するという政府主導の IPO であったため、新規上場件数が少なく公募価格も割安の水準で設

定されたという事情から、初日の株価パフォーマンスがほとんど100%を上回った。2005年の保証推薦制への移行後から2012年までの間、証券会社がIPOを主導したため、公募価格が上げられるケースが多く、2011年から12年にかけては公募価格割れのケースが全体の三分の一を上回った。2013年にはIPOが一時的に停止となったが、2014年のIPO再開後、初日の値幅制限や公募価格PERの指導が新たに適用されたため、初日から連続ストップ高のケースが多く観察されたほか、上場1ヶ月後のパフォーマンスは200%も超えている。

第2に、IPOアンダープライシングの要因に関して、IPO制度の変更にかかわらず、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された。この結果は、規模の大きい企業ほど情報の非対称性の程度が小さくなるため、正の株価反応収益率も小さくなるという勝者の災い仮説と整合的である。また、2014年以降当局による公募価格のPERへの指導が行われているなか、投資家が新規公開株への投資を判断する際、他の投資家が購入しているか否かを参考にしながら投資判断を下すようになり、情報カスケード仮説が支持された。

第3に、2012年以前と2014年以降の標本は、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。また、2012年以前の期間において、シグナリング仮説が支持された一方、2014年以降、株式市場ではIPOに対して成長性がより重視されるとともに高い評価を得ていることが実証的に確認された。これは、2014年以降中国証券管理監督委員会によるIPO公募価格PERの指導や、上場初日の値幅制限導入などの制度変更によるものと考えられる。

以上のとおり、他国の株式市場で観察されたIPOアンダープライシングの現象は、中国株式市場においても確認された。ただし、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、同国の発行制度改革にも左右されることがその特色として指摘することができる。特に2014年のIPO再開後、初日の値幅制限や公募価格PERの指導が新たに適用されたため、上場初日から連続ストップ高となるケースが数多く観察された。この事実は、公募価格の決定段階において発行市場での情報生産がうまく行われなくなり、その結果として市場の効率性が低下したことを示唆している。そのため、中国株式発行市場の登録制の改革を推進し、発行市場が本来果たすべき機能を発揮させることが望ましいといえよう。

残された課題は、新規公開企業の長期的な株価パフォーマンスを詳しく検証するとともに、その要因についても、明示的に分析を行うことである。この問題については、稿を改めて分析することにした。

第2章 中国における第三者割当増資の実証分析

1. はじめに

近年の急速な中国経済の発展、それに伴う資金需要の大幅な伸びを背景に、中国株式市場において第三者割当増資が活発に行われている。中国株式市場で第三者割当増資が行われるようになったのは、2005年10月の「新証券法」によって、上場企業の第三者割当増資に関する規定が整備されてからだ。その後、2009年までに上海・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、資金調達額は8116億元にも上っている。これは、公募増資による資金調達額（1836億元）を大幅に上回っており、普通株式の新規発行総額の約8割を占める水準に達している。

このように第三者割当増資は、中国企業の増資手段として機能的に用いられており、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。しかしながら、これまで中国株式市場は完全にオープンにされていなかったことから、中国における第三者割当増資に関する研究は、あまり行われてこなかった。そこで、本研究では、第三者割当増資が中国株式市場に与える影響について、実証分析を行うことにする。

第三者割当増資は、増資を行う企業が割当先（株主）を選ぶことができ、割当を受けない既存株主は、その所有権が希薄化するという不利益を被る。さらに、発行額や発行価格等の増資に関する条件が企業経営者と特定の割当先の相対交渉で決定されるため、一般投資家には不透明な新株発行となる⁵。しかし、これまでの先行研究では、第三者割当増資実施の公表が株価を上昇させるという正のアナウンスメント効果が実証されている。

Wruck (1989) では、NYSE と AMEX における 1979 年から 1985 年までの 99 件の第三者割当増資に関して、その公表によって株価が平均 1.89% 上昇することを実証している。Wruck (1989) は、第三者割当増資による所有権の集中化が経営者に対するモニタリング機能を強化し、この情報が株式市場に好ましいシグナルを与えるとしている (ownership 仮説)。また、Hertzel and Smith (1993) は、1980 年から 1987 年までの NASDAQ における 106 件の第三者割当増資に関して、公表 3 日前からの累積で平均 1.72% 株価が上昇することを実証している。Hertzel and Smith (1993) は、発行企業と引受投資家間の交渉過程において、企業と投資家間の情報の非対称性が緩和されることから、第三者割当増資実施の情報は、株式市場に正のインパクトを与えるとしている (information 仮説)。

これら米国における先行研究と同様、日本においても正のアナウンスメント効果が実証されている。Kato and Schallheim (1993) は、東証 1 部における 1974 年から 1988 年までの 76 件の第三者割当増資に関して、公表日とその翌日の累積上昇率（累積超過収益率）が平均 4.98% であることを報告している。この正の株価反応は、発行企業が「系列」に属し

⁵日本においては、新興市場上場企業によって第三者割当増資が悪用される事例が相次いだことにより、2009年に上場規定が改定され、大規模な第三者割当増資が規制されている。

ているか否かによって異なり、「系列」に属している場合には、モニタリング効果によって株価が上昇することが実証されている。阿萬（2003）は、1990年から1999年までの東証と大証の245件の第三者割当増資に関して、平均5.63%の累積超過収益率を実証している。そして、引受企業数が多い場合や引受投資家に銀行が含まれる場合、この正のアナウンスメント効果が小さくなることを実証している⁶。

しかしながら、この他の国においては、米国や日本の先行研究とは異なる株価反応を示している。増資の割当先に規制がある一方、実施後の転売に関しては規制がないニュージーランドやシンガポールにおいては、必ずしも正の株価反応は実証されていない⁷。Anderson, Rose and Cahan（2006）は、1990年から2002年までのNZSEにおける70件の第三者割当増資のアナウンスメント効果を実証しているが、有意な正の超過収益率を得ていない（超過収益率は0.46%）。シンガポールにおいても、1988年から1996年までのSESにおける67件の第三者割当増資を対象としたTan, Chng and Tong（2002）において、公表時に有意な正の超過収益率は確認されていない。さらに、1988年から1993年までのSESにおける53件の第三者割当増資を対象にしたChen et al.（2002）では、有意な負のアナウンスメント効果（超過収益率は-0.84%）を実証している。

中国においては、ニュージーランドやシンガポールと異なり、転売に関する規制がある。また、米国や日本と同様、割当先に関する規制がない⁸。しかし、中国では、シンガポールと同様に発行価格に関する規制がある（市場価格の90%以上）。はたして、中国における第三者割当増資の公表は、株式市場にどのような影響を及ぼすのであろうか。

沈・田（1999）、施（2001）、そして陸・葉（2004）は、株主割当増資や公募増資に関する政策を説明し、上場企業が銀行からの借入、そして社債による資金調達よりも株式による資金調達を積極的に行うことの要因を分析している。また、黄（2008）は、1999年から2007年までの中国における公募増資について、負のアナウンスメント効果（超過収益率は-1.19%）を実証している。唯一の第三者割当増資に関する実証研究としては、章（2008）が挙げられる。ここでは、2005年5月から2007年12月までの中国株式市場で行われた133件の第三者割当増資を対象に、公表によって株価が平均的に2.1%上昇することを報告している。しかし、外国人機関投資家が本格的に取引を行うようになり、新興企業ボードに上場する企業も増加してきた近年の中国株式市場において、第三者割当増資に関する実証分析は行われていない。

そこで、本研究では、中国株式市場における第三者割当増資のアナウンスメント効果について、最近のデータを用いて実証するとともに、このアナウンスメント効果の要因についても検証する。用いるサンプルは、2008年1月1日から2010年9月30日までの間、上海・

⁶この他、福田（2009）や保田（2011）においても正のアナウンスメント効果を実証している。

⁷ニュージーランドやシンガポールにおいては、経営者や大株主が割当先になることができない。

⁸中国においては、転売に関する規制が米国や日本より厳しく、1年間はその譲渡が禁止されている（割当先が大株主や外国人投資家の場合は3年間）。これに対し、米国では、未登記株のみ3年間は転売できないという規制がある。そして、日本においては、引受投資家が2年以内に譲渡した場合、発行企業は証券取引所に報告する義務がある。

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とする。この 160 件のうち、63 件は発行価格が市場価格を下回るディスカウント状態で増資を行っている。そして、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を実施している⁹。これは、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る特徴である。

実証の結果、第三者割当増資の公表は、株式市場に正の影響を及ぼすことがわかった。具体的に、第三者割当増資の公表後、1%水準で有意な正の超過収益率（平均で 1.82%）が確認できた。これは、第三者割当増資のアナウンスメントが投資家に好ましい情報となり、株価を押し上げたことを示している。また、この正のアナウンスメント効果は、プレミアム状態で行われた増資ほど大きく、ディスカウント状態の増資とは異なり、企業価値に対して長期的に正の影響を及ぼすことがわかった。

さらに、アナウンスメント時の超過収益率は、発行株式数が多く、株式時価簿価比率が高いほど、また、割当先が大株主関連会社単独である場合に有意に大きくなることが実証された。これは、中国の第三者割当増資公表時に、Hertzel and Smith (1993) が指摘する情報の非対称性効果が働いていたことを示唆する。

本章の構成は、以下のようになっている。第 2 節では、中国における第三者割当増資、公募増資、そして株主割当増資の概況を述べる。第 3 節では、先行研究を用いたアナウンスメント効果の理論分析を行う。続く第 4 節では、本研究で使用するデータについて述べ、イベント・スタディの手法で推定した株価反応について説明する。そして、第 5 節では、アナウンスメント効果についての回帰分析を行い、その実証結果を示す。最後に、本研究のまとめと今後の課題を提示する。

2. 中国における有償増資

2.1 株主割当増資

1990 年代、中国において一早く有償増資の手段として用いられたのは、株主割当増資である。しかし、1990 年に上海・深セン証券取引所が創設されてから 1992 年に中国証券監督管理委員会が設立されるまで、株主割当増資に関する明確な規定はなかった。とりわけ、増資を行う企業の自己資本利益率や割当比率等に関する規定が明確に定められていなかったため、多くの上場企業が株主割当増資を乱用し、株式市場で資金調達を頻繁に行っていた。また、国家株や国家法人株の株主は、資金不足のために株主割当増資を引受ける権利を放棄せざるを得ない状況が相次ぎ、株主割当増資が国有資産流失をもたらしたという指摘も出てきた。

これを踏まえ、1994 年 9 月 28 日に中国証券監督管理委員会は、「上場企業株主割当増資規則整備についての通知」を発表し、以下のようなより具体的な規定を設けた。

(1) 直近 3 年の平均自己資本利益率は、10%以上であること（ただし、農業エネルギー、

⁹このうち 30 件は、発行価格が市場価格と等しくなっている。

原材料、公共施設産業に所属する企業を除く)。

(2) 株主割当増資の新規発行株式数は、発行済株式数の30%以下であること。

(3) 株主割当増資後の予測利益率は、同期の銀行預金率を上回らなければならないこと。

また、1995年7月の不動産過熱を背景に企業の資金需要は増加していったが、株主割当増資で調達した資金をゴルフ場や保養地等の娯楽プロジェクトに投資することは禁じられた。このような厳しい規制にもかかわらず、その効果が現れなかったことから、1996年1月に中国証券監督管理委員会は、「1996年上場企業株主割当増資についての通知」を発表し、株主割当増資を行う企業の経営業績の基準をさらに引き上げた。

しかし、その後も中国の強気な相場に後押しされ、株主割当増資を行う企業はさらに増加していった。結果、中国上場企業は、1997年からの2年間でむやみに株式市場から資金調達を行うこととなり、株主割当増資を行うために粉飾決算を行う企業までも現れた。そのため、中国において上場企業に対する不信感が高まり、株式流通市場は大きなダメージを被ることになった。

この状況を受け、中国証券監督管理委員会は、「1997年上場企業株主割当増資についての通知」を発表し、実現した収益が目論見書に盛り込まれた予測収益を20%下回った場合には、2年間株主割当増資を行うことはできないとした。また、すでに株主割当増資を行った企業は、前回の発行日より起算し12ヵ月経過しなければ、再び株主割当増資を行うことはできないとした。これらの規制によって、株主割当増資の乱用をある程度抑えることができたと見られている。

また、2000年以降、上場企業は公募増資を行うことができるようになったので、株主割当増資を行う企業は減少していった。さらに、2006年5月の「上場企業証券発行管理条例」によって、以下のような厳格な規定が設けられた。これを受け、中国上場企業の主な有償増資の手法は、株主割当増資から公募増資へと移っていった。

(1) 直近3年は黒字であること。

(2) 直近24ヵ月以内に公開方式で増資を行った企業については、当年の営業利益が前年を50%以上下回らないこと。

(3) 株主割当増資を行う際、大株主は自ら引受ける新規株式数を公表すること。

(4) 大株主が公表した引受新規株式数を全て引受けることができない場合、あるいはすべての株主の引受額が株主割当増資額の70%未満である場合、発行は失敗とみなされ、企業は出資した株主に出資額、および利息を返還しなければならない。

2.2 公募増資

1994年4月に上海石化は、A株の既存株主を対象に3.2億株を公開発行し、これが中国上場企業初の公募増資となった。その後、1997年6月に吉林化工が増資を行う許可を得たが、公募増資に関する法律が未整備であったために実施することはできなかった。1998年からの1年間、申達株式、竜頭株式、太極実業、上海三毛、巴士株式、および深恵中の6社

は、「旧会社法」の公募増資に関する条例に基づき、試験的に公募増資を行っている。

2000年4月、中国証券監督管理委員会は、「上場企業公開発行株式の暫定規定」を發布した。これによって、公募増資は、中国上場企業の資金調達の主な手段として活用されるようになった。この暫定規定には、公募増資を行う企業に対する具体的な条件（①先端技術を持ち、競争力のある企業であること、②流通株比率は25%以下であること）が定められていたが、経營業績に関する基準が設けられていなかった。そのため、多くの企業が公募増資を乱用し、株式市場で資金調達を頻繁に行っていた。その結果、発行直後に株価が暴落するという事態が相次ぎ、流通市場に大きなダメージを与えることになった¹⁰。

この状況を受け、2001年3月に中国証券監督管理委員会は、「上場企業新規株式発行管理規則」を發布し、公募増資を行う上場企業の経営についての基準を設けた。しかし、その後も公募増資は依然として乱用され、改善の傾向は見られなかった。そのため、2002年7月の「上場企業新規株式発行についての条件」において、企業の経營業績に対する基準が上げられるとともに、増資規模と資金用途に関する基準も新たに設けられた。以下がその主な内容である。

- (1) 直近3年の加重平均自己資本利益率は、10%以上であること。
- (2) 公募増資で調達した資金による投資プロジェクトの完成率は、70%以上であること。
- (3) 公募増資の新規株式数が発行済株式数の20%を超える場合、株主総会において議決されなければならないこと。

以上の基準によって乱用問題は是正され、2002年後半には公募増資を行った企業の業績が著しく上がっていった。また、第三者割当増資に関する法律が整ってきたこともあり、2006年5月には「上場企業新規株式発行管理規則」によって、公募増資に関する規制が緩和された。具体的な内容は、以下のとおりである。

- (1) 直近3年間の加重平均自己資本利益率は、6%以上であること。
- (2) 直近の24ヵ月以内に公募増資を行った場合、当年の営業利益は、前年の50%以上であること。
- (3) 公募増資を行う際、大株主は自ら引受ける新規株式数を公表すること。

2.3 第三者割当増資

1994年に江鈴自動車は、米国のフォードに新規B株を割当発行することによって、中国における第三者割当増資の幕を開けた。その後、1999年に大衆交通や東軟株式は第三者割当増資を行ったが、2005年までに第三者割当増資を実施したケースは、ごくわずかであった。なぜなら、2005年以前においては、第三者割当増資に関する法律が整備されておらず、「旧証券法」、「旧会社法」、「株式発行および取引管理暫定条例」、そして「上場企業新規株

¹⁰1999年末から2000年5月の間、公募増資を行った企業の株価は、全て発行価格を下回っている。また、2000年6月から2001年4月の間、約6割の企業の株価は、発行価格を下回っている。それに伴い、上海株式指数は2001年6月の2245ポイントから2002年1月の1339ポイントまで、大幅に下落した。深セン株式指数も2001年4月の5091ポイントから、2002年1月の2661ポイントまで下落している。この暴落が公募増資によってもたらされたものとは断言できないものの、公募増資が株式市場にマイナスの影響を与えたことは確かである。

式発行管理規則」に第三者割当増資実施についての具体的な規定が盛り込まれていなかったからだ。

2005年10月に「新証券法」が発布され、初めて第三者割当増資の定義が盛り込まれた。ここで、第三者割当増資は、「200人以下の特定の対象に新規株式を割当発行すること」と定義されている。そして、「新会社法」では、第三者割当増資の出資に相当する物は、現金のみならず実物、知的権益、および土地使用権等の価値評価が可能なものであれば出資できるとされた。また、2005年末に「外国人投資家に関する上場企業戦略投資管理規則」が修正され、外国人投資家が上海・深セン取引所における第三者割当増資を引受けることが可能となった。

「新証券法」や「新会社法」に基づき、2006年5月に中国証券監督管理委員会は、「上場企業証券発行管理条例」を発布し、第三者割当増資の発行価格、割当先、そして譲渡制限等について説明している。これによって、中国上場企業が第三者割当増資を行う環境が十分に整備された。具体的、かつ重要な内容をまとめると、第14表のようになる。

第14表 第三者割当増資の規定

第36条	第三者割当増資は、上場企業が非公開方式を通じて特定の対象に新規株式を割当発行する行為である。
第37条	割当先として、次の条件を満たさなければならない。 ①割当先は、株主総会で定められた条件を満たすこと。 ②割当先は、原則として10名以内であること。 ③割当先が外国人投資家である場合、あらかじめ国务院の許可を得なければならない。
第38条	第三者割当増資を行う際は、次の条件を満たさなければならない。 ①発行価格は定価基準日*より起算し、その前20取引日の平均価格の90%以上であること。 ②引受けた新規株式は、取得日より12ヵ月を経過しなければ譲渡できない。ただし、割当先が大株主である場合、36ヵ月を経過しなければ譲渡できない。 ③増資によって大株主が変更した場合、大株主に対する中国証券監督管理委員会の規定に違反してはならない。
第39条	以下のいずれかの項目に該当する場合、第三者割当増資を行うことは禁じられている。 ①目論見書に重大な虚偽の表示、あるいは誤認されやすい表示が含まれている場合。 ②上場企業の権益が大株主によって侵害される場合。 ③上場企業、およびその子会社が違法な担保を行い、まだ改正していない場合。

	<p>④現任の役員や重要な管理人員が直近の 36 ヶ月以内に中国証券監督管理委員会によって処分された場合、もしくは直近の 12 ヶ月以内に証券取引所によって処分された場合。</p> <p>⑤現任の役員や重要な管理人員が犯罪の疑いで検察機関、あるいは中国証券監督管理委員会によって調査されている場合。</p> <p>⑥直近の 1 年、または 1 期の財務諸表が会計監査人によって不適正意見、意見差控え、限定付意見のいずれかと表明された場合。</p>
--	---

* 定価基準日とは、第三者割当増資の発行価格を決定する際に基準とする日。

この「上場企業証券発行管理条例」の補完として、2007 年 7 月に中国証券監督管理委員会発行監督部は、「上場企業第三者割当増資のための取締役会、株主総会の議決についての注意事項」を発表した。また、同年 9 月に「上場企業第三者割当増資の実施規則」を發布し、第三者割当増資の実施に関する更なる具体的な規定が設けられた。主な内容は、以下のとおりである。

(1) 定価基準日は上場企業取締役会の議決公表日か、株主総会の議決公表日のいずれかである。

(2) 市場価格については定価基準日より起算し、その前 20 取引日の平均価格とする。

(3) 割当先が以下のいずれかの項目に該当する場合、取締役会で議決された上で株主総会を通過しなければならず、取得した株式は取得日より 36 ヶ月経過しなければ譲渡できない。

①割当先が大株主である場合。

②割当先が増資を引受けることによって、大株主になる場合。

③割当先が外国人投資家である場合。

上記以外の場合、取得日より 12 ヶ月経過しなければ譲渡できない。

(4) 取締役会での議決後、以下のいずれかのことが発生した場合は、取締役会で定価基準日を改めて定めなければならない。

①株主総会で行った第三者割当増資に対する議決の有効期限が切れた場合。

②第三者割当増資の計画（割当先、増資額、資金用途等）が変更された場合。

③発行価格の決定に重大な影響を及ぼす事件が起きた場合。

以上のように、2005 年 10 月に「新証券法」が發布されて以降、数多くの第三者割当増資に関する法律や条例が作成され、第三者割当増資を取り巻く環境が整備されてきた。

2.4 3つの増資の比較

株主割当増資、公募増資、そして第三者割当増資に関する主な規定を第 15 表でまとめた。割当先別で見ると、第三者割当増資は既存株主、一般投資家、そして機関投資家のいずれも引き受けることができる。また、出資の方式も他の増資が現金でなければならないのに対し、第三者割当増資は、現金のみならず資産、権益、および債権でも出資できる。さらに、第三

者割当増資には、経営業績、増資規模、および発行頻度に関する基準が設けられていない上、時価を下回る価格で発行することができる。広く一般投資家を対象に時価以上の価格で新株を発行する公募増資と比べ、特定のステークホルダーに時価より低い価格で割当を行うことができる第三者割当増資は、企業にとって確実に目標資金を調達できる有用な手段である。

先に述べたように、第三者割当増資が導入される以前から用いられていた株主割当増資や公募増資の乱用を受け、それらの規制は厳格なものになっていった。その一方で、後発の第三者割当増資の規制は、相対的に緩やかなものになっている。発展する中国経済に伴う企業の資金需要に対して、第三者割当増資は、今や中国上場企業にとって最も容易で、かつ円滑に資金調達を行うことができる増資手段となっている¹¹。

第 15 表 3つの増資規定の比較

	第三者割当増資	公募増資	株主割当増資
割当先	特定の対象*	一般投資家 機関投資家	既存株主
出資の方式	現金、資産、権益、債権	現金	現金
業績基準	特になし	直近 3 年の純資産利益率が 6%以上	直近 3 年は黒字
増資規模	特になし	増資額は前年の純資産額以内	発行済株式数の 30%以内
発行頻度	特になし	前回の増資から 1 年	前回の増資から 1 年
発行後の利益に対する基準	特になし	増資後の当期純資産利益率が 6%以上	銀行の預金率以上
発行価格	定価基準日前 20 取引日の平均株価の 90%以上	目論見書の公表日前 20 取引日の平均株価以上、または公表日前の平均株価以上	流通市場の株価を参考にし、上場企業の資金需要と実情によって決定

* 既存株主や新規株主を問わず、10 名以内とする。割当先が外国人投資家である場合、あらかじめ国務院の許可が必要である。

第 16 表は、2005 年から 2009 年にかけて、中国株式市場で行われた第三者割当増資、公募増資、そして株主割当増資の概況をまとめている¹²。2005 年に第三者割当増資に関する法

¹¹日本においても公募増資に比べ、第三者割当増資の情報開示ルールが緩やかであることから、その件数は公募増資や株主割当増資より多く、日本企業にとっても第三者割当増資は機動的な資金調達手段になっている。

¹²データは、データ情報会社 Wind から収集している。

律が整備されて以降、件数や調達資金額が著しく伸びていることが確認できる。2008年にリーマンショックの影響を受けてやや減少しているが、2009年には再び上昇傾向を示している。これに対し、株主割当増資や公募増資の件数等は、リーマンショック以降回復の様子が見られない。

2009年までに実施された第三者割当増資の件数は410件に上り、増資額は8116.46億元（約10兆5983億円）に達している。これらはいずれも全体の約8割を占めており、有償増資の多くが第三者割当増資で行われていることがわかる。日本においても2005年から2009年にかけて、第三者割当増資の件数は合計で620件と全体の約7割を占めているが、その調達額（合計で2兆9670億円）は有償増資全体の3割弱にすぎず、米国と同様、大規模な資金調達は公募増資（調達額の合計は7兆8640億円）によって実施されている¹³。中国における公募増資の調達額合計が1836.07億元（約2兆3975億円）であることから、増資規模において、公募増資と第三者割当増資が日本と対称的になっていることがわかる。

中国においてはその厳格な規制から、日本や米国で行われているような公募増資の案件を実施することができず、代替手段として第三者割当増資を用いた資金調達が行われていると思われる。つまり、公募増資のように広く一般投資家からの資金調達が十分可能な場合であっても、第三者割当増資で資金調達が行われていると考えられ、日本や米国における第三者割当増資と異なる意味合いを持つと思われる。これは、公募増資を取り巻く環境が未発達であることから、財務危機状態にある企業だけでなく、割高な価値を有する企業も第三者割当増資を用いて資金調達を行うシンガポールと同様の状況である（Chen et al. (2002) 参照）¹⁴。

第16表 3つの増資の概況

年度	株主割当増資		公募増資		第三者割当増資	
	件数	金額（億元）	件数	金額（億元）	件数	金額（億元）
2005年	2	2.62	4	269.80	0	0.00
2006年	2	4.32	7	111.32	50	936.60
2007年	7	232.55	30	675.03	133	2670.10
2008年	4	40.66	29	518.23	108	1759.87
2009年	4	59.27	14	261.69	119	2749.89
合計	19	339.42	84	1836.07	410	8116.46
比率（%）	3.7	3.3	16.4	17.8	79.9	78.9

¹³データは、東京証券取引所のホームページ（<http://www.tse.or.jp>）より収集している。

¹⁴シンガポールでは、さらに増資後の転売に関して規制がなく、経営者や大株主への割当を行えないことから、公募増資とほぼ同じ意味合いを持つと考えられている。

3. アナウンスメント効果の理論分析

第三者割当増資の公表が株式市場に与える効果について、これまで多くの先行研究で分析されてきている。第三者割当増資の公表に関する情報は、大きく分けて次の二つに分類することができる。第1に、第三者割当増資を引受ける投資家が誰であるか、増資によって企業の所有権構造が変化するという情報が及ぼす効果である（ownership 仮説）。第2に、所有権構造の変化とは関係なく、企業が特定の投資家との交渉過程を得てそれを実施する意味、その情報をもたらす効果である（information 仮説）。以下に、先行研究を用いながら両仮説について説明する。

3.1 ownership 仮説

第三者割当増資による新株発行は、企業の所有権構造（株主構成）が変化することを意味する。第三者割当増資の公表は、大株主や関連会社といった特定の投資家が新株を引受けることによる所有権の集中（持分比率の増加）という情報になり、株式市場になんらかのシグナルを与えると考えられる。企業価値と所有権構造の関係は、コーポレート・ガバナンスの観点から、これまで多く研究されてきている。Jensen and Meckling (1976) は、企業経営者の所有権が少ないほどエイジェンシーコストが高く、企業価値が低くなることを示している。つまり、株式所有の集中、大株主の存在がエイジェンシー問題の抑制効果となり、株価の上昇をもたらすことになる。また、単独、あるいは少数の投資家が大株主になった場合にはモニタリング機能が効果的に働き、企業価値に正の効果を及ぼすと考えられる（Shleifer and Vishny (1986) 等参照）。しかし、大株主が企業経営者のエンブレチメントを助長するような場合、あるいは経営者自身に所有権が集中することでエンブレチメントを誘発する場合、企業価値は低下すると考えられる（Fama and Jensen (1983) 等参照）。

Wruck (1989) は、第三者割当増資公表時の企業価値の変化が所有権の集中によってもたらされるとし、正のアナウンスメント効果を実証している（公表3日前からの累積超過収益率の平均は4.41%）。Wruck (1989) は、第三者割当増資によって積極的な大株主に所有権が集中すると、経営者へのモニタリング機能が働き、資源がより効率的に活用され、企業価値が増加するとしている。また、この正の株価反応は、増資による株式所有の集中化が経営者と株主の利害対立から生じるエイジェンシーコストをどのくらい抑制するかに依存するとし、経営者の権力が大きくなるような場合はエイジェンシーコストが高くなり、株価上昇率が小さくなるとしている。さらに、Wruck and Wu (2009) は、第三者割当増資を実施する企業と割当を受ける投資家との関係が強化される場合、経営者へのモニタリング機能が強化され、増資公表時に正の株価反応をもたらすことを示している。

Wruck (1989) は、また、第三者割当増資による所有権の集中化（大株主の持分比率の変化）と企業価値の変化の関係は、大株主の持分比率の水準に依存しており、より低水準な持分比率ほど持分の増加が企業価値の上昇につながるとしている。大株主の持分比率が高い企業においては、乗っ取りの危険性が小さい反面、市場からの経営者に対する規律付けが弱

くなる。逆に、低水準の企業においては、引受投資家による支配権獲得の可能性が高くなる半面、経営者のエンtrenchメントが生じる可能性は低くなる。Wruck (1989) の実証によると、大株主の持分比率の水準が低い場合 (5%未満) と高い場合 (25%以上) には持分の増加が超過収益率に正の影響を及ぼすが、それ以外の水準 (5%以上 25%未満) では因果性が得られていない。これは、この範囲 (5%以上 25%未満) でエンtrenchメント効果が働いていることを実証した Morck, Shleifer and Vishny (1988) と整合的である。しかし、米国より大株主の持分比率が高いシンガポールにおいては、第三者割当増資公表前の持分比率が高い場合 (75%以上)、その増加が公表時の株価を押し下げるという負の因果性が実証されている (Chen et al. (2002) 参照)。

日本の第三者割当増資を実証した Kato and Schallheim (1993) では、新株発行企業が「系列」に属している場合は正の株価反応を示すのに対し、「非系列」グループでは負の株価反応となり、「系列」が企業のモニタリング効果になっていることを示している。さらに、阿萬 (2003) は、メインバンクを中心とするモニタリング機能とアナウンスメント効果について検証し、銀行の新株引受や金融機関持分比率の増加が株価を押し下げるという結果を得ている¹⁵。

第三者割当増資は、資金調達のみならず企業間の業務提携や資本提携のために行われる。そして、割当先が関連会社である場合には、業務・資本提携によるシナジー効果によって、企業価値が増加することが期待される。また、同業他社が割当先になる場合には、利害対立にかかるコストが削減され、資源をより効率的に使うことで企業価値を押し上げる効果がある。Barclay, Holderness and Sheehan (2007) は、シナジー効果が見込まれる積極的な投資家が新株を引受けた場合、正のアナウンスメント効果が得られるが、それ以外の投資家が引受けた場合には、この効果が得られないことを示している。また、阿萬 (2003) では、引受投資家が多くなるほどシナジー効果が見込まれず、公表時の株価上昇率が小さくなることを実証している。同様に、保田 (2011) では、シナジーが見込まれる企業群の方が、そして引受投資家数が2社以下の方が公表時の株価上昇率は高くなることを実証している。

これらとは逆に、Hertzel and Smith (1993) では、第三者割当増資のアナウンスメント時に所有権構造の変化と企業価値の変化には因果性がないことを実証している¹⁶。そして、規模が小さい第三者割当増資の場合、所有権構造の変化より、次に示すような情報の非対称効果の方が強いことを示している。

3.2 information 仮説

Miller and Rock (1985) によると、そもそも負債や増資といった外部からの資金調達は、企業の現在キャッシュフローが少ないことを顕示し、企業価値に対する負のシグナルを与

¹⁵この負の因果関係について、銀行が引受けるという情報が企業の経営状態が極めて悪いことを顕示したためと説明している。

¹⁶同様に、シンガポールの Tan, Chan and Tong (2002) やニュージーランドの Anderson, Rose and Cahan (2006)、そして日本の福田 (2009) においても引受投資家と超過収益率との因果性は得られていない。

えることになる。さらに、Myers and Majluf (1984) によると、財務危機の状態になく将来収益が見込まれるプロジェクトに投資しようとする企業経営者は、割安に評価された株価では新株を発行しないことを示している。つまり、増資を行う企業（経営者や既存株主）とそれに応じる新規投資家間で情報の非対称性が存在し、より有利な内部情報から自社株が割高であることを知っている企業は、より多くの新株を発行しようとする。そして、この新株発行の決定は、株価が割高で投資収益性が低いことを示す負のシグナルとなり、株価は下落することになる。実際に米国の公募増資公表時においては、約3%の負の超過収益率が実証されている (Myers and Majluf (1984) や Smith (1986) 参照)。また、中国における公募増資においても負のアナウンスメント効果（超過収益率は-1.19%）が実証されている（黄 (2008) 参照）。さらに、中国と同様、公募増資の環境が未整備で、その一部が公募増資の役割を担っているシンガポールの第三者割当増資では、負のアナウンスメント効果（超過収益率は-0.84%）を実証している (Chen et al. (2002) 参照)。

広く一般投資家が増資に応じる公募増資とは異なり、第三者割当増資は、発行企業の取引関係者や既存大株主、あるいは経営者といった特定の投資家が割当先になる。これらの投資家は、企業の内部情報にアクセスしやすいというえ、増資引受に関する相互交渉過程において Myers and Majluf (1984) が指摘する情報の非対称性問題を緩和することができる。Hertzel and Smith (1993) によると、大株主や関連会社といった企業情報に精通している投資家は、その交渉過程において発行企業の潜在的投資機会を評価することができる。これらの投資家が積極的に増資に応じることは、当該企業の株価が過小評価されているというシグナルとなり、増資公表後に株価が上昇することになる。Hertzel and Smith (1993) の実証においては、正のアナウンスメント効果が得られており（公表3日前からの累積超過収益率の平均は1.72%）、潜在的な過小評価の割合が大きいほど超過収益率が大きくなることが示されている。また、この情報の非対称性効果は、企業規模が大きいほど大きくなることも実証されている。

Miller and Rock (1985) とは反対に、負債や増資といった外部からの資金調達、企業の投資機会を顕示することになり、市場に企業価値に対する正のシグナルを与えることになる。つまり、正の正味現在価値を有する新規プロジェクトが存在し、増資によって調達した資金がこれに使われると市場が予想した場合、その情報は、当該企業の株価を押し上げることになる。Ambarish, John and Williams (1987) は、Myers and Majluf (1984) が指摘する情報の非対称性問題が投資機会のある増資から生じている場合、その公表時に株価が上昇することを示している。また、Hertzel and Smith (1993) は、第三者割当増資の公表時に超過収益率と成長性のある投資機会との有意な正の関係を見出している。しかし、Tan, Chan and Tong (2002) のシンガポールのケースでは、新規プロジェクトと同時に公募増資を公表した場合には正のアナウンスメント効果があるが、第三者割当増資との同時公表では有意なアナウンスメント効果が得られていない。

そもそも、財務基盤が悪い企業にとっての第三者割当増資は、資本強化の意味を持ってい

る。このような企業の財務状況の好転は、市場において企業価値に対する正のシグナルとなる。また、財務状況が悪くても第三者割当増資を実施できるという情報は、株価が過小評価されているという情報の非対称性効果を強めることになる。Krishnamurthy et al. (2005) は、財務的に危機状態にある企業ほど第三者割当増資による正のアナウンスメント効果が大きいことを実証している。また、日本においても財務状況の悪い企業ほど増資公表後の超過収益率が高いことが実証されている（保田（2011）参照）。さらに、財務状況が悪かったり、新興企業ボードに上場している企業においては、外部からの資金調達コストが相対的に高くなり、資金の流動性制約を受けることになる。Brooks and Graham (2005) は、財務状況による資金の流動性制約は、情報の非対称性が緩和されると緩和されるとし、流動性制約が大きい企業ほど、第三者割当増資公表時の超過収益率が高いことを実証している。

一般的に、第三者割当増資で割当先にならない既存株主は、所有権の希薄化のみならずディスカウント状態での新株発行によって不利益を被ると言われている。この市場価格を下回る発行価格が企業のファンダメンタルズから乖離している場合、この乖離分は、既存株主から引受投資家への富の移転となる。しかし、引受投資家は、発行企業の財務健全性や将来キャッシュフローに関する情報を生産するコストを負担しなければならない。そして、既存株主を含めた一般投資家は、情報を有する特定の引受投資家にフリーライドする形でメリットを受けることになる。このディスカウントの度合い（ディスカウント率）は、発行企業のリスクと情報生産コストを反映したものと考えられ、ディスカウント率が大きいほど引受投資家が負うリスクは高く、企業価値に対する負のシグナルを市場に与えることになる（Hertzel and Smith (1993) 参照）。逆に、引受投資家がプレミアムを支払う場合（発行価格が直近の市場価格を上回る場合）、彼らの将来展望からすると、現在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になる。つまり、第三者割当増資におけるプレミアム率（負のディスカウント率）は、引受投資家による企業価値に対する保証を意味する（Heinkel and Schwartz (1986) 参照）。シンガポールにおける第三者割当増資を実証した Tan, Chan and Tong (2002) は、公表時の超過収益率とプレミアム率に正の関係があることを示している。また、ニュージーランドの第三者割当増資においても同様の保証効果を実証している（Anderson, Rose and Cahan (2006) 参照）。

4. データと株価反応

4.1 データ

本研究で用いる中国における第三者割当増資のサンプルは、2008年1月1日から2010年9月30日までの期間、上海・深セン証券取引所で公表されている適時開示情報から得られるものとする。また、第三者割当増資の内容に関するデータ（発行額、株式発行数、発行価格、そして割当先等）は、データ情報会社 Wind から収集している。分析対象は、上海・深セン証券取引所メインボードと新興企業ボードで行ったケースのみであり、B株の第三者割当増資のケース（2件）を除いている。また、増資発表後に新株の発行を中止したケース（2

件) や全てのデータを収集できなかったケース (10 件) は除外している。結果、160 件 (160 社) のサンプルを用いて実証分析を行うことにする¹⁷⁾。

第 17 表 第三者割当増資の記述統計量

	標本平均	最小値	最大値	標本標準偏差
ディスカウント率 (%)	-9.30	-148.09	61.95	28.91
株式発行率 (%)	21.08	1.70	77.95	15.09
発行額 (億元)	17.85	5.70	163.20	25.91

第 17 表は、主な変数の記述統計量を示している。また、各変数は以下のようになっている。

$$\text{ディスカウント率} = \frac{\text{市場価格} - \text{発行価格}}{\text{市場価格}}$$

$$\text{株式発行率} = \frac{\text{増資による新規発行株式数}}{\text{増資前の発行済株式数} + \text{増資による新規発行株式数}}$$

$$\text{発行額} = \text{発行価格} \times \text{発行株式数}$$

発行価格とは、第三者割当増資を行う際に割当先が払い込む一株あたりの金額のことであり、市場価格とは定価基準日より起算し、その前 20 取引日における平均価格である。なお、下式で求められる市場価格や発行済株式数に関するデータは、上海証券取引所のホームページ (<http://www.sse.com.cn>) や深セン証券取引所のホームページ (<http://www.szse.cn>) から収集している。

$$\text{市場価格} = \frac{\text{定価基準日より起算しその 20 取引日前の取引総額}}{\text{定価基準日より起算しその 20 取引日前までの出来高}}$$

第 17 表によると、全体の発行価格のディスカウント率の平均は-9.3%で、9.3%のプレミアム率となっていることがわかる。また、プレミアム率の最大値は 148.09%で、市場価格の約 2.5 倍もの価格で新株を引受けていることがわかる。なお、第 2 章で示したように、ディスカウント率は原則 10%以下という規制が設けられているが、ディスカウント率の最大値は 61.95%であり、この規制範囲を超えて発行されている案件がみられた (10%を大幅に

¹⁷⁾ 企業が 2 件以上の第三者割当増資を行ったケースが 2 企業でみられたが、最初の 1 件のみをサンプルとしている。

超えているケースは7件)。

中国とは異なり、一般的に第三者割当増資は、ディスカウント状態で実施されている。NYSE と AMEX における 1979 年から 1985 年までの 99 件の第三者割当増資を実証した Wruck (1989) では 13.5%、NASDAQ における 1980 年から 1987 年までの 106 件の第三者割当増資を実証した Hertznel and Smith (1993) では 20.14%のディスカウント率を得ている。また、ニュージーランドの実証をした Anderson, Rose and Cahan (2006) は、NZSE における 1990 年から 2002 年までの 70 件の第三者割当増資について、平均 10.2%のディスカウント率を報告している。さらに、阿萬 (2003) は、1990 年から 1999 年までの東証と大証の 245 件の第三者割当増資において、ディスカウント率の平均が 10.24%であることを示している。新興企業ボードを加えた福田 (2009) の実証においても、平均 16.7%のディスカウント率となっている (2005 年と 2006 年の 292 件の第三者割当増資)。

これらに対し、中国と同様、公募増資よりも第三者割当増資の方が資金調達手段として活用されているシンガポールにおいては、1988 年から 1996 年までの SES における 67 件の第三者割当増資で 13.7%のプレミアム率、1988 年から 1993 年までの SES における 53 件の第三者割当増資で 3.87%と小さなディスカウント率となっている (Tan, Chng and Tong (2002) や Chen et al. (2002) 参照)。先に指摘したように、中国においては、日本や米国の公募増資で実施されるような案件が第三者割当増資で行われており、公募増資で目標資金を十分調達できる割高な価値を有する企業であっても第三者割当増資を用いて資金調達を行っていると考えられる。なお、シンガポールも中国と同様、ディスカウント率は 10%以下という規制が設けられている。

さらに、株式発行率の平均は 21.08%であり、日本の第三者割当増資と同規模で実施されていることがわかる (阿萬 (2003) では 22.75%、福田 (2009) では 19%)。しかし、Hertznel and Smith (1993) の 15.98%や Chen et al. (2002) の 8.35%に比べてその水準は高く、中国においてはより大規模な第三者割当増資が行われていたことがわかる。

発行価格と市場価格の関係について、160 件の第三者割当増資を市場別に分類すると、第 18 表のようになる。ここで、ディスカウントは発行価格が市場価格を下回っている状態、プレミアムは発行価格が市場価格を上回っている状態、そして市場価格は発行価格と市場価格が一致している状態を示している。発行価格別でみると、ディスカウント状態で増資を行った件数 (63 件) とプレミアム状態で増資を行った件数 (67 件) はほぼ同じ割合であるが、若干、プレミアム状態で実施されている第三者割当増資が多いことがわかる。また、発行価格が市場価格と等しいケースを含めると、ディスカウント状態で実施されない第三者割当増資は、全体の約 6 割にもものぼることが確認できる。これは、第三者割当増資が公募増資の役割を担っているシンガポールと似た現象になっている¹⁸。

¹⁸Tan, Chng and Tong (2002) のシンガポールにおける第三者割当増資では、約 76%が市場価格以上で実施されている。しかし、同じくシンガポールの実証をした Chen, et al. (2002) では、平均 3.87%のディスカウント率となっている。

第 18 表 発行価格と市場価格の関係

	ディスカウント	市場価格	プレミアム	合計
上海証券取引所メインボード での件数	40	14	33	87
深セン証券取引所メインボー ドでの件数	13	12	10	35
新興企業ボードでの件数	10	4	24	38
合計件数	63	30	67	160
比率 (%)	39.38	18.75	41.87	100.00

(注) ディスカウントは発行価格が市場価格を下回るケース、プレミアムは発行価格が市場価格を上回るケース、そして市場価格は発行価格が市場価格と等しいケースを示す。

市場価格に約 10%程度のプレミアムが上乘せされた価格であっても新株を引受ける投資家は、当該企業のファンダメンタルズからすると、現在株価が割安になっていると判断したと考えられる。あるいは、引受投資家の将来展望からすると、株価が過小評価されていると判断したと思われる。実際、企業を取り巻く中国高度経済成長を考えると、このプレミアムの要因が第三者割当増資を行う企業に対しての成長性の期待、引受投資家による将来キャッシュフローの期待であることがわかる。中国国家统计局のデータによると¹⁹、2007年に上場企業の売上高総額は GDP の 23.46%を占め、2009年には 38.79%にも上っている。今後も上昇傾向にあり、GDP の 4割を超えると見込まれている。こういった背景の中で、中国上場企業の業績がさらに伸びることが期待され、それに伴う企業価値の上昇も期待されている。

そこで、第三者割当増資を行った企業の成長性指標をみると(第 19 表)、プレミアム状態で増資を行った企業の売上高成長率と自己資本利益率の平均値が、各々、70.32%と 17.29%になっているのに対し、ディスカウント状態の企業群では、各々、25.12%と 8.82%となっている。これは、プレミアム状態の企業群の成長性指標がディスカウント状態の企業群を大幅に上回っていることを示している²⁰。高度経済成長の中で利益を追求する中国投資家にとって、より多くの収益が期待できるのであれば、プレミアム状態でも増資を積極的に引受けていることがわかる。また、企業の市場価値(市場価格×増資前の発行済株式数)をみると、プレミアム率は規模の小さい企業の方がより高く、引受投資家にとっては大企業よりも成長性の高い中小企業の方が魅力的であることがわかる²¹。

成長性のある投資機会があるほど増資公表時の超過収益率が高くなる(Hertzel and

¹⁹中国国家统计局のホームページ (<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/>) における 2009 年度の「中国統計年鑑」から、データを収集している。

²⁰売上高成長率、自己資本利益率、ともに 10%水準で有意な差がある。

²¹市場価値の対数と自己資本利益率との相関係数は-0.25であり、売上高成長率との相関係数は-0.22となっている。

Smith (1993) 参照)、あるいは、第三者割当増資におけるプレミアム率が引受投資家による企業価値に対する保証効果となるとすると (Heinkel and Schwartz (1986) 参照)、この高いプレミアム率は、第三者割当増資の正のアナウンスメント効果を期待させる。

第 19 表 発行価格別の財務状況

	平均値	中央値	件数
全サンプル			
売上高成長率 (%)	44.17	23.61	151
自己資本利益率 (%)	11.94	9.44	151
自己資本比率 (%)	41.20	44.11	160
市場価値 (億円)	89.93	32.62	160
ディスカウントのサンプル			
売上高成長率 (%)	25.12	20.18	55
自己資本利益率 (%)	8.82	9.67	55
自己資本比率 (%)	37.49	43.26	63
市場価値 (億円)	100.90	35.90	63
ディスカウント率 (%)	10.98	10.00	63
株式発行率 (%)	22.06	19.03	63
プレミアムのサンプル			
売上高成長率 (%)	70.32	26.13	66
自己資本利益率 (%)	17.29	10.82	66
自己資本比率 (%)	43.61	44.29	67
市場価値 (億円)	82.80	32.08	67
プレミアム率 (%)	22.47	12.39	67
株式発行率 (%)	20.45	14.25	67

(注) 売上高成長率、自己資本利益率、そして自己資本比率は、増資実施前のデータを用いている。サンプル期間において、財務危機に陥った企業は 9 社あり、売上高成長率や自己資本利益率がマイナスの値となることから、サンプルから除外している。このうち、ディスカウント状態の企業は 8 社、プレミアム状態の企業は 1 社であった。さらに、発行価格が市場価格に等しい 30 社のサンプルは、プレミアムのサンプルに含んでいない。

さらに、第 19 表において、企業の財務健全性においてもプレミアム状態で増資を行った企業とディスカウント状態で増資を行った企業の差がみてとれる。ディスカウント状態の企業群と比較すると、プレミアム状態の企業群の自己資本比率は、約 6%高くなっている²²。

²²両者の差は、10%水準で有意である。

プレミアム状態の企業においては、自己資本比率が高く、倒産確率が低くなっていることから、その引受投資家が負うリスクは、比較的低いものになっている。Hertzel and Smith (1993) が指摘するように、ディスカウント率には引受投資家が負うリスクが反映されていることから、中国における第三者割当増資の高いプレミアム率は財務健全性に関するリスク（倒産リスク）の低さを示唆していると考えられる。

次に、サンプル期間において、中国の主な割当先（大株主、大株主関連会社、そして機関投資家）が引受けた第三者割当増資の件数を発行価格別に示すと、第 20 表のようになる。サンプル期間において、機関投資家をもっとも多く新株を引受けていることがわかる。とくに、プレミアム状態の第三者割当増資において、機関投資家が割当先に含まれているケースが多いことがわかる。

大株主関連会社は、いわゆる関連会社を意味するが、中国においては関連会社が大株主になっている企業が多いため、このような名称になっている²³。したがって、これを大株主とみなすと、大株主が割当先に含まれているケースは 91 件となり、機関投資家とほぼ同じレベルで第三者割当増資に応じていることがわかる。また、割当先が大株主関連会社のみであったケースは、160 件中 39 件で、その比率は 24.38% ともっとも高い。これは、増資を行う企業の取引状況等、内部情報に精通した投資家をもっとも積極的に増資に応じていることを示し、公表時の保証効果やシナジー効果が期待できる (Heinkel and Schwartz (1986) や Barclay, Holderness and Sheehan (2007) 参照)。なお、160 件のうち 67 件は、複数の種類の割当先が同時に新株を引受けている。

第 20 表 投資家別の引受件数

割当先	ディスカウント	市場価格	プレミアム	合計
大株主	24	17	25	66
大株主関連会社	12	5	8	25
機関投資家	43	8	66	117
大株主のみ	9	16	0	25
大株主関連会社のみ	18	20	1	39
機関投資家のみ	13	6	10	29

(注) ディスカウントは発行価格が市場価格を下回る案件、プレミアムは発行価格が市場価格を上回る案件、そして市場価格は発行価格が市場価格と等しい案件を示す。割当先が単独の種類の投資家であった場合：大株主のみ、大株主関連会社のみ、機関投資家のみも表示している。この他に、国内個人投資家が引受けた案件は、合計 71 件、外国人機関投資家が引受けた案件は、合計 8 件であった。

²³割当先は、大株主、大株主関連会社、機関投資家、国内個人投資家、そして外国人機関投資家に分類されており、各割当先においての投資家の内訳、人数、そして割当比率等は公表されていない。したがって、大株主関連会社の具体的な内訳はわからず、大株主ではない関連会社も含まれている可能性がある。

4.2 株価反応

本研究では、第三者割当増資のアナウンスメントに対する企業の株価反応をイベント・スタディの手法を用いて実証する。つまり、アナウンスメント日（イベント日）前後で有意な超過収益率が生じているか否か、実証分析を行う。なお、アナウンスメント日は、各証券取引所で適時開示情報が公表された日とする。

まず、サンプル企業の株価データを用いて、以下のマーケットモデルの推定を行う。ここで、推定期間は、イベント日の150取引日前から11取引日前までの140日間とし、 R_t^M はt期における日次市場収益率（上海総合指数、深セン成分指数、そして新興企業ボード指数の日次収益率）、 R_t^i はt期における第i銘柄の日次収益率、そして u_t^i は誤差項を示している。

$$R_t^i = \alpha^i + \beta^i R_t^M + u_t^i$$

次に、推定されたパラメータを用いて、各銘柄における日次超過収益率： AR_t^i を求める。また、イベント期間（ (t_1, t_2) ）における日次累積超過収益率： $CAR^i(t_1, t_2)$ も下式のように求める。

$$AR_t^i = R_t^i - \hat{\alpha}^i - \hat{\beta}^i R_t^M$$

$$CAR^i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t^i$$

株価反応を検証するにあたっては、以下で求められるような平均超過収益率： \overline{AR}_t と平均累積超過収益率： $\overline{CAR}(t_1, t_2)$ の有意性をt検定によって実証する（Nはサンプル数を示す）。

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_t^i$$

$$\overline{CAR}(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR^i(t_1, t_2)$$

イベント・スタディの結果を市場別に示すと、第21表のようになる。ここで、平均累積超過収益率（ $\overline{CAR}(-10, t-i)$ ）は、イベント日（t）の10日前からt-i日までの平均超過収益率（ \overline{AR}_t ）を累積している。平均超過収益率は、いずれの市場においても公表日（t）に1%、ないし5%の水準で有意に正の値となっている。これは、中国株式市場で第三者割当増資が公表されると、その日に株価が上昇することを示している。

さらに、アナウンスメント日の10日前から2日前まで平均累積超過収益率： $\overline{CAR}(-10, t-2)$ を見ると、上海証券取引所メインボードに上場する企業では2.676%であり、

1%水準で有意になっている。一方、深セン証券取引所メインボードと新興企業ボードに上場する企業の平均累積超過収益率は正であるが、有意ではない。このことは、上海証券取引所メインボードにおいて、第三者割当増資に関する情報が事前に漏れていた可能性を示唆している。また、アナウンスメント後の平均累積超過収益率は、いずれの市場においてもプラスの反応を示している。つまり、第三者割当増資の公表後も株価が継続的に上昇していることがわかる。

第 21 表 平均超過収益率 (\overline{AR}) と平均累積超過収益率 ($\overline{CAR}(-10, t-i)$)

上海証券取引所メインボード				
t-i	\overline{AR}	t 値の絶対値	$\overline{CAR}(-10, t-i)$	t 値の絶対値
t-10	0.414	1.208	0.339	1.207
t-9	0.136	0.181	0.447	1.139
t-8	0.732	0.772	1.038	2.108**
t-7	-0.252	0.679	0.834	1.371
t-6	0.573	1.392	1.276	1.723*
t-5	0.580	1.192	1.654	2.073**
t-4	0.754	1.460	2.117	2.537**
t-3	0.603	1.169	2.458	2.833***
t-2	0.403	0.925	2.676	2.866***
t-1	0.361	0.758	2.846	2.865***
t	1.351	2.017**	4.197	3.895***
t+1	1.764	3.096***	5.961	4.357***
t+2	-0.259	0.561	5.705	3.891***
t+3	0.405	0.884	6.101	3.796***
t+4	-0.579	0.873	5.522	3.104***
t+5	-0.243	0.603	5.279	2.834***
t+6	-0.261	0.644	5.022	2.568**
t+7	-0.324	1.076	4.698	2.367**
t+8	0.297	0.772	4.988	2.485**
t+9	-0.065	0.181	4.926	2.431**
t+10	-0.736	2.15**	4.314	2.143**
サンプル数	87			
深セン証券取引所メインボード				
t-i	\overline{AR}	t 値の絶対値	$\overline{CAR}(-10, t-i)$	t 値の絶対値
t-10	0.566	0.924	0.339	0.926
t-9	0.155	0.256	0.443	0.880

t-8	-0.401	1.042	0.189	0.349
t-7	-0.511	0.766	-0.135	0.167
t-6	1.583	1.819*	0.762	0.699
t-5	1.020	0.964	1.340	1.012
t-4	0.892	0.955	1.786	1.324
t-3	0.198	0.257	1.879	1.323
t-2	0.077	0.126	1.907	1.277
t-1	2.395	2.326**	2.705	1.832*
t	2.982	2.811***	5.687	3.630***
t+1	2.277	2.533**	7.964	4.426***
t+2	1.525	1.678*	9.438	4.474***
t+3	-1.019	2.312**	8.420	4.123***
t+4	-0.758	1.448	7.662	3.476***
t+5	-0.511	1.067	7.151	3.300***
t+6	0.212	0.390	7.362	3.183***
t+7	-0.094	0.170	7.269	3.016***
t+8	0.034	0.079	7.302	2.859***
t+9	0.501	0.977	7.770	3.036***
t+10	0.591	0.839	8.341	2.972***
サンプル数	35			

新興企業ボード

t-i	\overline{AR}	t 値の絶対値	$\overline{CAR}(-10, t-i)$	t 値の絶対値
t-10	0.188	0.456	0.183	0.456
t-9	0.005	0.013	0.188	0.331
t-8	-0.730	0.903	-0.524	0.546
t-7	1.361	2.464**	0.730	0.609
t-6	-0.251	0.605	0.499	0.406
t-5	-0.493	1.244	0.057	0.045
t-4	0.905	2.228**	0.891	0.664
t-3	0.415	0.854	1.263	0.930
t-2	0.256	0.485	1.485	1.016
t-1	1.006	2.016*	2.306	1.584
t	1.129	2.037**	3.435	2.275**
t+1	-0.533	1.122	2.902	1.879*
t+2	0.267	0.674	3.169	1.965*
t+3	0.027	0.067	3.196	1.994*

t+4	0.551	1.121	3.747	2.133**
t+5	0.325	0.736	4.072	2.228**
t+6	0.574	1.241	4.631	2.454**
t+7	-0.355	1.009	4.276	2.288**
t+8	-0.327	0.651	3.966	2.149**
t+9	0.797	1.649	4.741	2.353**
t+10	-0.417	0.903	4.357	2.280**
サンプル数	38			

(注) ***は1%水準、**は5%水準、そして*は10%水準で有意であることを示している。 \overline{AR} は平均超過収益率、 $\overline{CAR}(-10, t-i)$ は公表10日前から $t-i$ 日までの累積超過収益率の平均を示している。

また、平均累積超過収益率についてイベント期間を細かく区切って観察すると、第22表のようになる。アナウンスメント日前後2日間の平均累積超過収益率： $\overline{CAR}(-1,0)$ は、上海証券取引所メインボードに上場する企業で1.712%であり、5%水準で有意になっている。また、深セン証券取引所メインボードに上場する企業では5.377%であり、1%水準で有意になっている。そして、新興企業ボードに上場する企業では2.135%であり、5%水準で有意になっている。

第22表 平均累積超過収益率($\overline{CAR}(t_1, t_2)$)

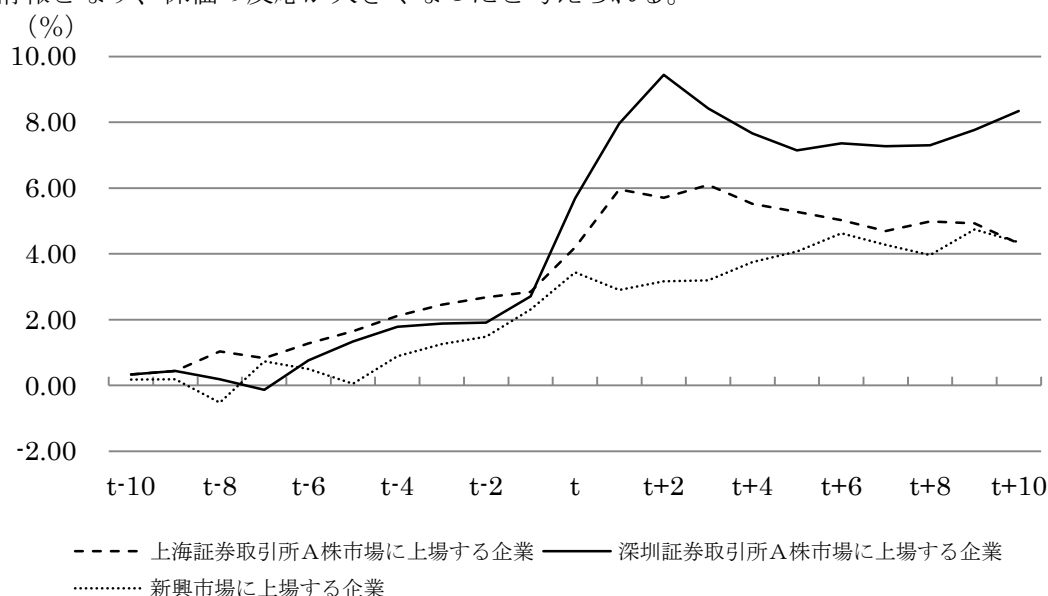
(t_1, t_2)	上海証券取引所メインボードに上場する企業		深セン証券取引所メインボードに上場する企業		新興企業ボードに上場する企業	
	\overline{CAR}	t値	\overline{CAR}	t値	\overline{CAR}	t値
$(-10, 2)$	2.676	2.866***	1.907	1.277	1.485	1.016
$(-1, 0)$	1.712	2.227**	5.377	3.536***	2.135	2.648**
$(-10, 10)$	4.314	2.143**	8.341	2.972***	4.357	2.280**
サンプル数	87		35		38	

(注) 単位は%で、***は1%水準、**は5%水準、そして*は10%水準で有意であることを示している。 \overline{CAR} は、期間： (t_1, t_2) の平均累積超過収益率を示している。

米国の第三者割当増資を実証した Wruck (1989) では、公表時の平均超過収益率： \overline{AR} が1.89%、 $\overline{CAR}(-3,0)$ は4.41%で有意な正の値になっている。また、Hertzel and Smith (1993) は、 $\overline{CAR}(-3,0)$ が4.2%と有意な正の株価反応を実証している。さらに、日本においては、Kato and Schallheim (1993) が4.98%の $\overline{CAR}(0,1)$ 、福田 (2009) が4.02%の $\overline{CAR}(-1,0)$ と、いずれも有意な正の値を報告している。これら米国や日本の実証結果と同様、中国にお

いても第三者割当増資に関して、正のアナウンスメント効果が確認できる。

次に、各証券取引所別に株価反応をみると、第4図のようになる。これは、アナウンスメント日前後20日の平均累積超過収益率： $\overline{CAR}(-10,10)$ の推移を示したものである。第21表の推定結果を加味すると、深セン証券取引所メインボードに上場する企業の平均累積超過収益率は、8.341%と最も高い水準を示している。これに対し、新興企業ボードに上場する企業の平均累積超過収益率は、低い水準で推移している。深セン証券取引所メインボードは、上海証券取引所メインボードと比べて情報開示において不透明であり、大株主、関連会社、そして機関投資家がどのような価格で何枚売買しているか等、公表されていない。したがって、第三者割当増資実施の情報は、これら投資家の保有株数が増加したことを示す貴重な情報となり、株価の反応が大きくなったと考えられる。



第4図 証券取引所別の平均累積超過収益率($\overline{CAR}(-10,10)$)

5. アナウンスメント効果の実証分析

5.1 計量モデル

中国における第三者割当増資は、発行価格が直近の市場価格を下回るディスカウント状態ではなく、市場価格以上で発行されるという特徴がある。また、企業の内部情報に精通した大株主関連会社が最も積極的に増資に応じている。これらの投資家が企業との相対交渉過程において、プレミアムを支払っても新株を引受けるという情報は、株価が割安であることのシグナルとなり、市場では正の株価反応を示すと考えられる (Hertzel and Smith (1993) 参照)。また、この高いプレミアム率は、引受投資家による企業価値に対する保証となり、株式市場に正のインパクトを与えることになると思われる (Heinkel and Schwartz (1986) 参照)。さらに、中国においてはプレミアム状態で第三者割当増資を行う企業は、その利益成長性が高いことから、第三者割当増資による資金調達の公表は、成長性のある投資機会を

顕示することとなり、企業価値に対する正のシグナルになると考えられる。

これら information 仮説による情報効果は、企業価値が過小評価されている潜在的な程度が大きいほど、そして、潜在的な投資機会や成長機会が大きいほど大きくなる (Hertzel and Smith (1993) 参照)。そこで、Hertzel and Smith (1993) と同様、情報効果の代理変数として株式発行率：FP と株式時価簿価比率の逆数（簿価市場価値比率）：BMR を用いることにする（各変数は、以下の式で求められる）。投資機会（FP）が大きいほど、そして、成長機会の可能性を示す無形固定資産が多いほど（BMR が小さいほど）正の株価反応が大きくなると予想される。

$$FP = \frac{\text{増資による新規発行株式数}}{\text{増資前の発行済株式数} + \text{増資による新規発行株式数}}$$

$$BMR = \frac{\text{簿価}}{\text{市場価値}} = \frac{\text{簿価}}{\text{市場価格} \times \text{増資前の発行済株式数}}$$

Hertzel and Smith (1993) は、情報の非対称性が規模の小さい企業ほど深刻であり、情報の非対称性が大きいほど上記のような情報効果が大きくなることを指摘している。もしそうであれば、企業規模が大きいほど情報効果が小さくなり、株価反応も小さくなると考えられる。ここで、企業規模を表す変数として、増資実施前の時価総額：LFZ（国家株・国家法人株を除いた株式の時価総額の対数値）を用いる。

また、財務状況が悪い企業や新興企業ボードに上場している企業の第三者割当増資の公表は、財務基盤強化の情報や流動性制約緩和の情報となり、株式市場に正の効果を及ぼすと考えられる (Krishnamurthy et al. (2005) や Brooks and Graham (2005) 参照)。さらに、リスクの高い新興企業ボードに上場している企業であっても、そして、財務危機に陥った企業であっても増資を行うことができるという情報は、企業価値が過小評価されていたことを示し、正のシグナルとなるだろう。一方で、増資による調達資金が財務状況の改善や資本強化に使われて新規プロジェクトに回らない、あるいは、将来キャッシュフローに関してリスクが高いという情報は、この正の効果を弱めることになるだろう。ここでは、企業の財務状況を示す指標として、2期連続当期純利益が赤字であった企業を財務危機企業とし、財務危機企業ダミー：FD を用いる。また、新興企業ボードに上場している企業か否か、新興企業ボード企業ダミー：VD を用いる。

ownership 仮説によると、大株主が第三者割当増資の割当先になるという情報は、企業経営者に対するモニタリング効果となり、企業価値に対する正のシグナルとなる (Wruck (1993) 参照)。一方で、大株主の持分比率が高い場合、市場からの利潤最大化のプレッシャーを弱めることになり、正のアナウンスメント効果が小さくなると考えられる。また、関連会社が第三者割当増資の割当先になるという情報は、シナジー効果を期待させ、正の株価反応とな

るだろう (Barclay, Holderness and Sheehan (2007) 参照)。さらに、株式市場の情報により精通しているプロの機関投資による引受けは、information 仮説の保証効果を強めると考えられる。

ここで、第三者割当増資実施前の大株主持分比率を SH、大株主が引受投資家であれば 1、それ以外は 0 となるダミー変数を OWN、大株主関連会社が引受投資家であれば 1、それ以外は 0 となるダミー変数を PRI、そして機関投資家が引受投資家であれば 1、それ以外は 0 となるダミー変数を INS とする。また、所有権構造の集中化によるアナウンスメント効果は、大株主 (OWN) や大株主関連会社 (PRI) が単独で割当先になっている方が強く表れると思われる。そこで、OWN を割当先が大株主単独であれば 1、それ以外は 0 となるダミー変数、また、PRI を割当先が大株主関連会社単独であれば 1、それ以外は 0 となるダミー変数とし、同様の実証分析を行う。

以上、第三者割当増資のアナウンスメント効果を検証するために使用する回帰モデルは、

$$AR_{adi} = \alpha + \beta_1 FP_i + \beta_2 BMR_i + \beta_3 LFZ_i + \beta_4 FD_i + \beta_5 VD_i + \beta_6 SH_i + \beta_7 OWN_i + \beta_8 PRI_i + \beta_9 INS_i + u_i$$

とする。サンプルサイズは 160 件 (社) で、 u_i は第 i 企業の誤差項を示している。ここで、被説明変数： AR_{adi} は、第 i 企業の調整済超過収益率を示している。第三者割当増資の公表による株式市場の反応を捉えるには、引受投資家への富の移転を取り除く必要がある。つまり、公表前の既存株主がどれだけの超過収益率を得るのかを調べる必要があり、発行価格のディスカウント・プレミアムによる影響を取り除く必要がある。そこで、Wruck (1989) に従い、以下のようなディスカウント・プレミアム調整後の超過収益率： AR_{adi} を用いることにする。なお、 P_{After} はアナウンスメント日における株価の終値、 P_{Before} はアナウンスメント日前日の株価の終値、そして P_{Offer} は発行価格を示している。被説明変数や説明変数の記述統計量を示すと、以下の第 23 表のようになる²⁴。

$$AR_{ad} = \frac{1}{1 - FP} \cdot \frac{P_{After} - P_{Before}}{P_{Before}} - \frac{FP}{1 - FP} \cdot \frac{P_{Offer} - P_{Before}}{P_{Before}}$$

5.2 推定結果

第三者割当増資公表時の調整済超過収益率の要因について、クロスセクション・データを用いた回帰分析の推定結果を示すと、第 24 表のようになる。なお、FUL はサンプル期間における全ての第三者割当増資 (企業)、DIS は発行価格が市場価格を下回るディスカウント状態の第三者割当増資 (企業)、そして PRE は発行価格が市場価格以上のプレミアム状態の第三者割当増資 (企業) を対象にした推定結果を示している。また、Single における変数：

²⁴財務危機企業ダミー：FD、新興市場企業ダミー：VD、そして各投資家ダミー：OWN、PRI、INS については、第 19 表、第 20 表、そして第 21 表を参照。

OWN、PRI は、大株主や大株主関連会社が単独での割当先になっている場合に 1、それ以外は 0 となるダミー変数である²⁵。

第 23 表 回帰分析の記述統計量

	標本平均	最小値	最大値	標本標準偏差
調整済超過収益率 (AR _{ad})	5.95	-0.22	89.46	17.08
株式発行率 (FP)	21.08	4.31	77.95	15.09
簿価市場価値比率 (BMR)	32.74	30.11	119.19	23.40
時価総額の対数値 (LFZ)	5.29	6.66	6.89	0.49
既存大株主持分比率 (SH)	38.29	16.76	78.14	16.01

(注) FP、BMR、SH、そしてAR_{ad}は、%表示になっている。

第 24 表 調整済超過収益率の回帰分析 (推定結果)

	FUL	FUL	DIS	DIS	PRE	PRE
		(Single)		(Single)		(Single)
説明変数	推定係数 (t 値)	推定係数 (t 値)	推定係数 (t 値)	推定係数 (t 値)	推定係数 (t 値)	推定係数 (t 値)
定数項	-5.413 (0.331)	-12.734 (0.811)	2.190 (0.078)	-0.408 (0.016)	-16.742 (0.978)	-19.891 (1.160)
株式発行率 (FP)	0.611*** (6.702)	0.578*** (6.458)	0.885*** (5.143)	0.855*** (4.975)	0.515*** (5.541)	0.465*** (4.636)
簿価市場価 値比率 (BMR)	-0.093* (1.750)	-0.086* (1.680)	-0.209*** (2.347)	-0.196** (2.264)	-0.060 (1.046)	-0.064 (1.078)
時価総額の 対数値 (LFZ)	1.711 (0.645)	0.912 (0.348)	-0.293 (0.0607)	-0.955 (0.211)	3.142 (1.166)	2.329 (0.828)
財務危機企 業 (FD)	-0.250 (0.047)	-1.821 (0.337)	-0.957 (0.138)	-3.196 (0.464)	-45.846*** (3.708)	-46.189*** (3.711)
新興企業ボ ード企業 (VD)	0.027 (0.009)	0.938 (0.325)	-0.338 (0.056)	1.212 (0.203)	0.785 (0.284)	0.664 (0.230)

²⁵発行価格が市場価格と等しいケース：30社は、プレミアム企業：PREに含んでいる。第20表で示されているように、発行価格が市場価格を上回るケース：67社において、大株主が単独の割当先になっている企業はなく、また、大株主関連会社のみが割当先になっている案件は1社にすぎなかった。したがって、ディスカウント状態で第三者割当増資を実施しない企業：97社をPREの対象企業として推定を行っている。

大株主持分 比率 (SH)	0.033 (0.475)	0.055 (0.785)	0.058 (0.470)	0.046 (0.383)	0.057 (0.772)	0.042 (0.544)
大株主 (OWN)	-4.822** (2.011)	-9.355*** (2.037)	2.295 (0.607)	0.148 (0.018)	-5.600** (2.319)	0.420 (0.069)
大株主関連 会社 (PRI)	1.575 (0.463)	15.663*** (3.577)	-2.007 (0.324)	9.556 (1.316)	3.495 (1.004)	6.379 (1.2103)
機関投資家 (INS)	-9.680*** (3.325)	—	-6.795 (0.196)	—	-7.563** (2.513)	—
F 値	11.608***	13.056***	7.914***	9.204***	8.263***	7.628***
修正済決定 係数	0.377	0.379	0.505	0.518	0.405	0.356
サンプル数	160	160	63	63	97	97

(注) 括弧内は t 値の絶対値、***は 1%水準、**は 5%水準、そして*は 10%水準で有意であることを示している。FUL はサンプルにおける全ての第三者割当増資、DIS は発行価格が市場価格を下回る第三者割当増資、そして PRE は発行価格が市場価格以上となる第三者割当増資を各々、示している。FD は財務危機に陥っている企業の場合に 1、それ以外は 0 となるダミー変数、また、VD は新興企業ボードに上場している企業の場合に 1、それ以外は 0 となるダミー変数である。OWN、PRI、そして INS は、大株主、大株主関連会社、そして機関投資家が引受投資家になっていれば 1、それ以外は 0 となるダミー変数を示す。Single での OWN や PRI は、大株主や大株主関連会社が単独で引受けている場合に 1、それ以外は 0 となるダミー変数である。

まず、全ての第三者割当増資を対象にした場合：FUL と FUL (Single) の推定結果について説明する。株式発行率：FP の係数は、1%水準で有意に正の値になっている。また、簿価市場価値比率：BMR の係数は、10%水準で有意に負の値になっている。この結果は、企業価値が過小評価される潜在的な程度が大きいほど、また、潜在的な投資機会や成長機会が大きいほど正の株価反応が大きくなるという information 仮説と整合的である。

中国と同様、第三者割当増資が公募増資の意味合いを持ち、プレミアム状態で実施されているシンガポールにおいては、BMR の有意性が得られておらず、Hertzel and Smith (1993) が説明する情報の非対称性効果がないことを報告している (Tan, Chng and Tong (2002) や Chen et al. (2002) 参照)²⁶。これに対し、中国株式市場における第三者割当増資のアナウンスメント効果は、情報の非対称効果によってもたらされていることを示している。

しかし、財務危機に陥ったか否かのダミー変数：FD や新興企業ボードに上場している企業か否かのダミー変数：VD は、正のアナウンスメント効果に有意な影響を及ぼしていなかった。また、時価総額 (対数変換値)：LFZ の係数も有意ではなく、情報の非対称性効果が

²⁶ニュージーランドや日本の第三者割当増資に関する実証：Anderson, Rose and Cahan (2006), 阿萬 (2003), そして福田 (2009) においても BMR の有意性は得られていない。

規模が小さい企業ほど深刻であることは、確認できなかった。

第三者割当増資による所有権構造の変化が調整済超過収益率に及ぼす効果として、割当先に大株主が含まれていれば1、それ以外は0となるダミー変数：OWN (FUL) をみると、1%水準で有意に負の値になっている。これは、大株主によるモニタリング効果よりも市場からの企業経営者に対するプレッシャーを弱めたことによる効果が強く働いたことを示唆している。また、大株主が増資に伴い経営に影響力を持つに足るような株式を所有するという情報は、他の一般投資家がコントロールプレミアムを得る可能性がなくなったことを顕示し、株価を押し下げたと考えられる。さらに、割当先に機関投資家が含まれていれば1、それ以外は0となるダミー変数：INS (FUL) も1%水準で有意に負の値になっている。これは、株取引においてより上級者である機関投資家が新株を引受けるという情報が、株価の割安感を示す保証効果にはならなかったことを意味する。

しかし、大株主関連会社が単独で引受投資家になっている場合：PRI (Single) の係数は、1%水準で有意に正の値になっている。これは、企業の内部情報により精通している大株主関連会社による引受けが現在株価の過小評価を保証しているとともに、大株主関連会社によるシナジー効果やモニタリング効果による企業価値向上が期待されたことを示唆している。また、関連会社を含まない大株主のみが単独で引受投資家になっている場合：OWN (Single)、有意水準1%で負の推定値になっている。これを加味すると、関連会社による保証効果やシナジー効果がより強く正のアナウンスメント効果に寄与したと思われる。

次に、ディスカウント状態の第三者割当増資：DIS と DIS (Single) の推定結果をみると、株式発行率：FP の係数は、1%水準で有意に正の値になっている。また、簿価市場価値比率：BMR の係数は、1%、ないし5%の水準で有意に負の値になっている。一方で、ownership 仮説に関する係数の有意性は得られていない。この結果は、ディスカウント状態で第三者割当増資が実施される米国の Hertz el and Smith (1993) と同様、公表時の株価反応に所有権構造の変化は関係なく、情報の非対称性効果が強く働くことを示している。

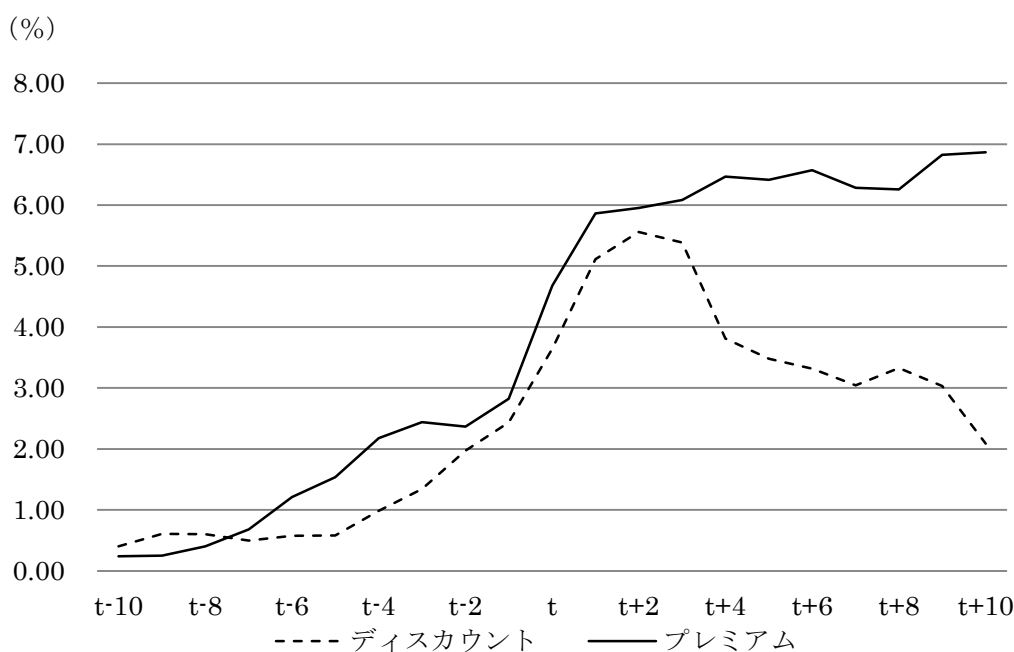
これに対し、中国特有のプレミアム状態で実施される第三者割当増資の場合：PRE と PRE (Single)、株式発行率：FP は1%水準で有意な正の推定値になっているが、簿価市場価値比率：BMR の係数には有意性が得られていない。また、財務危機に陥った企業を示すダミー変数：FD は1%水準で有意な負の推定値になっている。先に示したように、ディスカウントされなくても新株を引受けてもらえる企業は、利益成長性も高く、将来収益への期待が大きいと思われる。それにもかかわらず、増資によって調達した資金が財政状態の改善に使われ、将来収益が期待できるプロジェクトに回らないという情報は、企業価値に対して負の効果を及ぼしたと考えられる。また、増資による外部からの資金調達そのものが現在キャッシュフローの少なさを露呈し、負のシグナルになったと考えられる (Miller and Rock (1985) 参照)。これらは、プレミアム状態での第三者割当増資においては、Hertz el and Smith (1993) が指摘する情報の非対称性効果が効きにくいことを示唆している。

しかし、プレミアム状態で実施される増資という情報そのものが株式市場に正のシグナ

ルを与えていると考えられる。引受投資家がプレミアムを支払っても増資に応じるという情報は、ディスカウント状態の場合と比較し、株価が過小評価されているという強いシグナルになるだろう。また、そのプレミアムの大きさは、引受投資家による企業価値に対する保証を意味することになるだろう (Heinkel and Schwartz (1986) 参照)。そこで、次に、発行価格にプレミアムが付加されているという情報がアナウンスメント効果にどのような影響を及ぼすのか、検証を行うことにする²⁷。

5.3 プレミアムとアナウンスメント効果

第4節で推定した公表日前後20日間の平均累積超過収益率： $\overline{CAR}(-10,10)$ を発行価格別にみると、第5図のようになる。ここで、ディスカウントは発行価格が市場価格を下回る増資（企業）、そして、プレミアムは発行価格が市場価格以上となっている増資（企業）の平均累積超過収益率を示している。これをみると、公表7日前から公表後10日までの期間において、プレミアム状態の方が高い水準で平均累積超過収益率が推移していることがわかる。これは、プレミアム状態の第三者割当増資の方がディスカウント状態の増資に比べて、正のアナウンスメント効果が強いことを意味している。また、ディスカウント状態の場合には公表3日後の5.39%を最高値とし、その後は株価が下落しているが、プレミアム状態の場合には上昇傾向を維持し、10日後に6.87%の最高値を得ている。

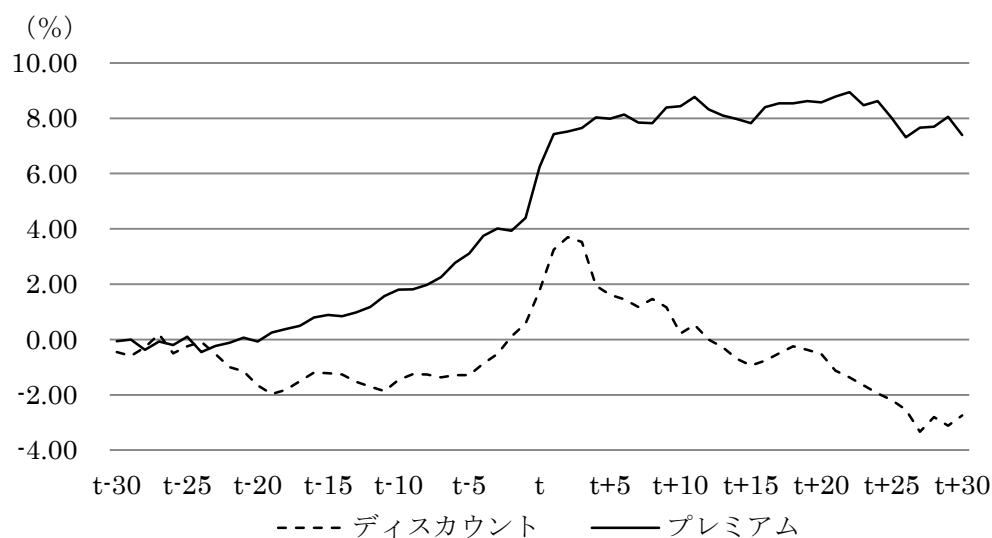


第5図 発行価格別の平均累積超過収益率 ($\overline{CAR}(-10,10)$)

さらに、より長期における株価の反応をみると、第5図のようになる。これは、増資

²⁷Anderson, Rose and Cahan (2006) のように、プレミアム率を回帰モデルの説明変数に加えて実証することも考えられるが、被説明変数の調整済超過収益率の算出過程でプレミアム率が用いられていることから、このような推定は行わない。

公表 30 日前から 30 日後までの平均累積超過収益率： $\overline{\text{CAR}}(-30,30)$ の推移を各発行価格別（ディスカウントとプレミアム）に示したものである²⁸。ディスカウント状態の第三者割当増資においては、公表後 12 日目に累積超過収益率の平均は 0 となり、その後は負の収益率になっている。これに対し、プレミアム状態の第三者割当増資においては、イベント期間の平均累積超過収益率は全て正值で、公表後 22 日の最高値：8.94%まで上昇傾向を維持している。これは、ニュージーランドの第三者割当増資のアナウンスメント効果を実証した Anderson, Rose and Cahan (2006) と同様の結果で²⁹、ディスカウントしなくても実施できる第三者割当増資の公表は、長期的に株式市場に正のシグナルを与えることが分かる。



第 6 図 発行価格別の平均累積超過収益率 ($\overline{\text{CAR}}(-30,30)$)

なお、平均超過収益率： $\overline{\text{AR}}$ や平均累積超過収益率： $\overline{\text{CAR}}(-10,10)$ とディスカウント率の相関係数を求めると、第 25 表のようになる。いずれにおいても公表時の株価上昇率は、ディスカウント率と正の相関関係にあることがわかるが、平均累積超過収益率： $\overline{\text{CAR}}(-10,10)$ は、発行価格の大きさによって異なっている。ディスカウント状態の場合、平均累積超過収益率とディスカウント率に正の相関があるが、プレミアム状態（発行価格が市場価格以上の状態）の場合、負の相関係数が得られている。これは、プレミアム率（負のディスカウント率）が大きいほど株価が上昇することを示し、シンガポールにおける第三者割当増資を実証した Tan, Chan and Tong (2002) と同様の結果になっている³⁰。

²⁸より長い期間の累積超過収益率を用いると、第三者割当増資以外の情報が株価の反応に含まれてくる。ここでは、アナウンスメント日前後の 60 日を長期としてとらえている。

²⁹Anderson, Rose and Cahan (2006) は、 $\overline{\text{CAR}}(-10,30)$ の推移をディスカウント (51 件)、プレミアム (19 件) 別にグラフで示している。また、Anderson, Rose and Cahan (2006) は、サンプル全体では有意なアナウンスメント効果を実証していないが、プレミアム状態の第三者割当増資のみを対象にすると、公表時に正の超過収益率となることを示している。

³⁰しかし、同じくシンガポールの第三者割当増資のアナウンスメント効果を実証した Chen, et.al. (2002) では、プレミアム率と累積超過収益率に正の相関関係は得られていない。

第 25 表 ディスカウント率と超過収益率の相関係数

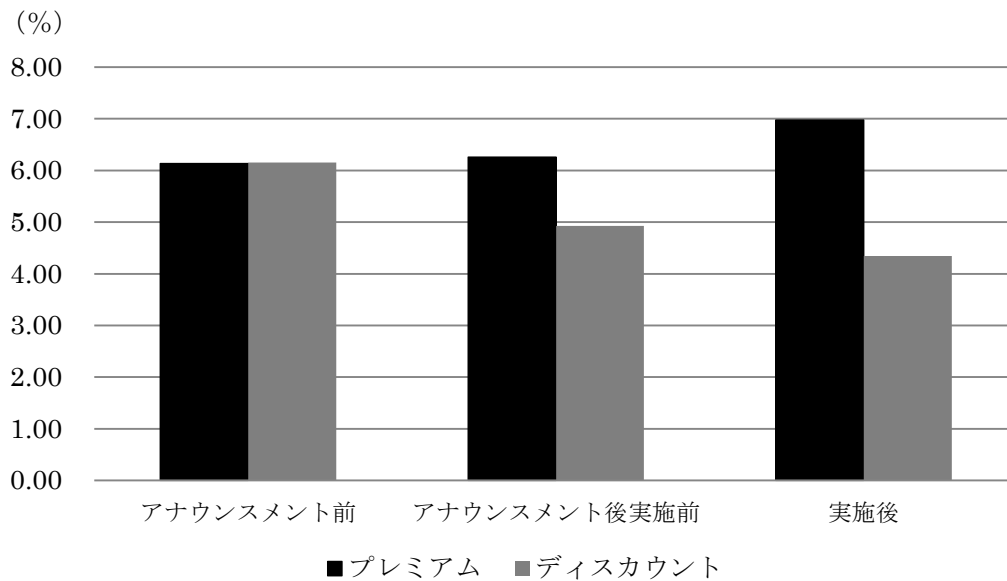
	\overline{AR}	$\overline{CAR}(-10,10)$
全サンプルの相関係数 (160 件)	0.024	-0.128
ディスカウントの相関係数 (63 件)	0.072	0.04
プレミアムの相関係数 (97 件)	0.076	-0.079

(注) 単位は%で、 \overline{AR} は平均超過収益率、 $\overline{CAR}(-10,10)$ は公表 10 日前から10日後までの平均累積超過収益率を示している。

以上、発行価格が市場価格以上となるプレミアム状態で実施される第三者割当増資は、公表後の正の株価反応が大きく、そのプレミアムが大きいほど株価が上昇することがわかる。これは、市場価格にプレミアムを付加した価格で新株を発行することができる企業の株価は、引受投資家が期待する企業価値や将来キャッシュフローからすると現在割安になっていることを保証している (Heinkel and Schwartz (1986) 参照)。

実際、プレミアム状態で第三者割当増資を行った企業の ROE をみると (第 7 図)、増資実施後に収益が伸びていることがわかる。ここで、発行価格が市場価格を下回るディスカウント状態の企業は 54 社、発行価格が市場価格以上になっているプレミアム状態の企業は 94 社であり (財務危機に陥った企業を除く)、ROE は四半期データの平均値を示している。

ディスカウント状態の企業においては、ROE がアナウンスメント前の 6.16%からアナウンスメント後実施前に 4.92%、実施後に 4.35%と約 2%低下している。これに対し、プレミアム状態の企業においては、ROE がアナウンスメント前の 6.14%からアナウンスメント後実施前に 6.26%、実施後に 6.98%と上昇している。この ROE の継続的な上昇は、公表時に期待された将来収益が実現していることを示し、プレミアム率の保証効果が正しかったことがわかる。



第7図 発行価格別のROEの推移

6. おわりに

第三者割当増資は、中国上場企業の資金調達手段として近年、急速なスピードで増加し、その公表が株式市場に与える効果は、無視できないものになっている。本研究は、2008年1月1日から2010年9月30日までに上海・深セン取引所メインボード、および新興企業ボードにおいて実施された160件の第三者割当増資を対象にそのアナウンスメント効果を検証している。実証分析の結果、以下のような興味深い事実を明らかにすることができた。

第1に、中国上場企業においては公募増資に関する規制が厳しいため、第三者割当増資による資金調達が主流であり、その新規発行総額は普通株式の約8割にも達している。そして、調達額や件数において米国や日本の公募増資に相当する規模となっており、中国株式市場における第三者割当増資が公募増資の役割の一部を果たしていることが推測できる。そして、米国や日本と異なり、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特徴があった。このプレミアム状態の第三者割当増資は、第三者割当増資が公募増資と同じ意味合いを持つシンガポールと同様の特徴である。

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、そして、時価簿価比率が大きいほど大きくなることがわかった。これは、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。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正の株価反応が大きくなることがわかった。これは、企業の内部情報により精

通している大株主関連会社による過小評価の保証を示すとともに、ownership 仮説の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方が公表後の株価上昇率は大きく、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わかった。これは、市場価格にプレミアムをつけても発行できるという情報が現在株価の過小評価を保証したものと考えられる。そして、長期的にみてもプレミアム状態の企業の方が累積超過収益率が高く、公表後30日を過ぎても正の株価反応が確認できた。さらに、公表後のROEもディスカウント状態の企業が減少傾向を示しているのに対し、プレミアム状態の企業は増加傾向を示しており、公表時に期待された収益が実現していることがわかる。

以上、第三者割当増資が中国株式市場に及ぼす影響を検証し、増資実施の公表が市場参加者に正のシグナルとなったことを確認した。これは、大株主関連会社といった特定の第三者に新株が割当てられることによって、株主権利の希薄化というデメリットが生じることになるが、公表後の株価上昇によって相殺される可能性があることを示唆している。しかし、割当先である大株主関連会社が内部情報を用いてより積極的に増資を引受けることで、発行企業の利益を独占する可能性は否定できない。また、公募増資を行わず第三者割当増資のみを行う企業は、一般投資家に対して自己の利益となる情報を積極的に公表しなくなるおそれがある。そのため、中国株式市場において公募増資の規制を緩和し、公募増資が本来果たすべき機能を発揮させることが望ましい。その場合、第三者割当増資のアナウンスメント効果も異なるものになるであろう。

残された課題は、プレミアム率と企業価値の長期的関係について、さらに詳しく検証するとともに、第三者割当増資の資金用途が企業価値に与える影響について、明示的に分析を行うことである。

第3章 中国第三者割当増資後の長期パフォーマンス

1. はじめに

中国株式市場では、2005年10月の「新証券法」によって上場企業の第三者割当増資に関する規定が整備されてから、2013年までに上海・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1168件に達し、資金調達額は2兆1301億元にも上っている。2005年から2013年までに上海・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公募増資の案件とその資金調達額が各々、111件と2645億元であることから、第三者割当増資による資金調達額は公募増資の約10倍になっていることがわかる（新関・兪（2012）参照）。また、リーマンショック後の中国株式市場の低迷を背景に新規公開増資（IPO）は規制され、2013年におけるIPOの件数は0件になっている。とりわけ、中国株式市場でのIPOの一時停止は第三者割当増資の件数を急増させることになり、第三者割当増資による新株発行額は普通株式の新規発行総額の約8割を占める水準に達している（新関・兪（2016）参照）。

米国や日本における第三者割当増資は、公募増資では目標とする資金調達額が上手く達成できないような場合、いわゆる中堅以下の企業や財政的に困窮している企業の資金調達手法として有用であり、大規模な有償増資の多くは公募増資によって行われている。これに対し、中国においては米国や日本のような公募増資による資金調達が実施可能な企業であっても第三者割当増資によって資金調達を行っており、米国や日本における第三者割当増資とは異なる有償増資の意味合いを持っている。また、米国や日本においては9割近くの案件がディスカウント状態、つまり発行価格が市場価格以下で実施されているのに対し、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。このように中国における第三者割当増資は米国や日本と異なる特殊性があり、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であると考えられる。

そこで、本研究では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に関して、実証分析によって解明することにする。そもそも、第三者割当増資は公募増資と同様に調達された資金が将来利益に結びつかない場合、一株あたり利益の希薄化を招くことになる。また、第三者割当増資は増資を行う企業が割当先（株主）を選ぶことができ、割当を受けない既存株主はその所有権が希薄化するという不利益を被る。さらに、発行額や発行価格等の増資に関する条件が企業経営者と特定の割当先の相対交渉で決定されるため、一般投資家には不透明な新株発行となる³¹。

このようなネガティブなシグナルとなり得る第三者割当増資であっても、米国や日本の先行研究においては増資実施時の短期的効果、アナウンスメント効果に関してポジティブ

³¹日本においては、新興市場上場企業によって第三者割当増資が悪用される事例が相次いだことにより、2009年に上場規定が改定され、大規模な第三者割当増資が規制されている。

なインパクトを株式市場に与えることが実証されている。例えば、Hertzel and Smith (1993) では、NASDAQ における 106 件の第三者割当増資実施に関して、公表の 3 日前から累積で平均 1.72% 株価が上昇することが実証されている。また、Kato and Schallheim (1993) における東証 1 部で実施された 76 件の第三者割当増資では、公表日とその翌日の累積超過収益率が平均 4.98% であることが報告されている。中国の第三者割当増資においても、その公表時に正のアナウンスメント効果が実証されている。新関・兪 (2012) では 160 件の第三者割当増資に関して、公表前後の平均累積超過収益率が上海証券取引所で 1.71%、深セン証券取引所で 5.38%、そして新興企業ボードで 2.14% であることが実証されている。これらは、公表時にネガティブなインパクトを市場に与える公募増資と相反する結果になっている (Smith (1986) 等参照)。

これに対し、第三者割当増資実施後のより長期な株価パフォーマンスは、ネガティブなものになっている。例えば、Hertzel et al. (2002) は 1980 年から 1996 年までに NYSE、AMEX そして NASDAQ で実施された 619 件の第三者割当増資に関して、実施後 3 年間の Buy and Hold Return (BHR) の平均がわずかに 0.21% であり、規模と時価簿価比率でマッチングさせたコントロール企業群の BHR との差 : Buy and Hold Abnormal Return (BHAR) の平均が -23.78% であることを実証している。また、Chou, Gombola and Liu (2009) における 1980 年から 2000 年までに NYSE、AMEX そして NASDAQ で実施された 371 件の第三者割当増資では、実施後 3 年間の規模と時価簿価比率でマッチングさせたコントロール企業群で推定した BHAR の平均が Tobin's Q の高い企業群で -20.75%、低い企業群で -12.27% であることが報告されている。この株価アンダーパフォーマンスは公募増資でも観測されており (Loughran and Ritter (1995) 等参照)、短期の効果と相反するものになっている。さらに、Kang, Kim and Stulz (1999) は 1980 年から 1988 年に東京証券取引所に行われた第三者割当増資と公募増資に関して、実施後 3 年間の自己資本でマッチングさせたコントロール企業群で推定した BHAR の平均が各々、-19.99% と -22.10% と有意に負であることを実証している。一方、米国や日本の第三者割当増資と異なり、中国においては実施後に株価アウトパフォーマンスが実証されている。Deng (2011) は、2006 年から 2007 年までの期間に上海・深セン証券取引所で実施された第三者割当増資 135 件を分析し、増資実施後 2 年間でサンプル企業群の BHR の平均が 89.55%、同業種同規模でマッチングさせたコントロール企業群で推定した BHAR の平均が 12.42% と正の有意な超過収益率を実証している。

これら第三者割当増資実施後の株価アンダーパフォーマンス (アウトパフォーマンス) は、主に投資家の過度な楽観主義によるもの (over optimism 仮説) と短期のアナウンスメント効果を過小評価していること (under reaction 仮説) で説明される。Loughran and Ritter (1997) では、公募増資実施後の長期株価アンダーパフォーマンスの要因は投資家が短期の負のアナウンスメント効果を過小評価したことにあるとしている。これに対し、第三者割当増資の実証分析を行った Hertzel et al. (2002) では under reaction 仮説が支持されず、投資家が増資を実施する企業の将来収益に関して過度に楽観的な見通しを持つことから、

増資後に株価がアンダーパフォームすることを説明している (over optimism 仮説)。また、Chou, Gombola and Liu (2009) は成長の機会が多い企業ほど投資家がより楽観的になり、第三者割当増資実施後の株価、業績ともによりアンダーパフォームすることを実証し、over optimism 仮説を支持している。

米国や日本の先行研究と異なり、中国の第三者割当増資の多くがプレミアム状態で実施されていることから、新株に付与されるプレミアムと長期株価パフォーマンスの要因に関して分析する必要がある。中国の第三者割当増資について短期の株価反応を実証した新聞・兪 (2012) によると、プレミアム状態の増資の方がディスカウント状態の増資に比べてより強い正のアナウンスメント効果が見られる。また、市場価格にプレミアムを付けても新株を引き受けてもらえる企業は増資公表前の利益成長率も高く、このプレミアムは引受投資家が期待する将来キャッシュフローからすると株価が割安になっていることを保証している (Heinkel and Schwartz (1986) 参照)。この保証効果が過小に評価されている場合 (under reaction 仮説)、長期の株価反応はアウトパフォーマンスになる。逆に、この保証効果が過大に評価される、あるいはプレミアム状態で増資が実施できる企業に対する投資家の過度な期待がある場合 (over optimism 仮説)、株価のアンダーパフォーマンスが実証されることになる。

本研究では、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が米国や日本の先行研究と同様にアンダーパフォームするか否か、実証分析を行って検証する。また、その要因が投資家の過度な楽観主義によるものなのか (over optimism 仮説)、短期のアナウンスメント効果に対する株価の過小反応によって説明されるものか (under reaction 仮説)、明らかにする。さらに、第三者割当増資実施後の企業業績についても実証的に明らかにする。

使用するデータは 2009 年 1 月 1 日から 2010 年 12 月 31 日までの間、上海・深セン取引所で行われた 138 件 (138 企業) の第三者割当増資とする³²。そして、Chou, Gombola and Liu (2009) と同様、各案件 (サンプル企業) に対して時価総額や時価簿価比率を用いて対象案件 (コントロール企業) を選出する。

分析方法は、第 1 に、増資実施後 3 年間に於いて、サンプル企業群の株価パフォーマンスをコントロール企業群と比較、検証する。第 2 に、中国における第三者割当増資の制度が米国や日本の届出制とは異なり増資公表から実施まで長期に及ぶことから、この期間におけるサンプル企業群の株価パフォーマンスをコントロール企業群と比較、検証する。第 3 に、増資実施 3 年前から実施 3 年後に於いて、サンプル企業群の業績パフォーマンスをコントロール企業群と比較、検証する。

株価パフォーマンスの分析に関しては、いずれも企業業績の成長機会、資金用途、および発行価格と市場価格との関係から実証分析を行うことにする。具体的に、成長性の指標である Tobin's Q の中央値を基準としてサンプル企業を Tobin's Q の高い企業群と Tobin's Q の

³²ここでは、短期の実証分析を行った新聞・兪 (2012) の対象企業を元に長期の効果を実証するため、データ期間を設定している。なお、実施公表時点のラグや短期の日次データと長期の月次データとの差異によって、サンプル期間が新聞・兪 (2012) とは若干異なっている。また、第三者割当増資実施 3 年前から実施 3 年後までのデータが収集できる企業のみを対象にしている。

低い企業群に分類し、その差異について検証する。また、投資家が期待する企業の将来収益は潜在的な成長機会のみならず投資機会にも関係していることから、新たに調達された資金がどのような目的で使用されるのか、資金用途別の比較分析を行う。さらに、発行価格と市場価格との関係から、プレミアム企業群（発行価格が市場価格を上回っている状態の企業群）とディスカウント企業群（発行価格が市場価格を下回っている、あるいは一致している状態の企業群）に分類し、その差異について実証分析を行う。

実証の結果、第 1 に、第三者割当増資実施後 3 年間の株価反応はネガティブなものではなく、むしろアウトパフォーマンスが確認された。また、Tobin's Q の高い企業群は低い企業群に比べ、その株価パフォーマンスが有意に上回っていることが検証された。そして、資金用途別の分析においては有意性が得られなかったが、プロジェクト投資や M&A で正の超過収益率が観測された。さらに、プレミアム企業群の株価反応においては、有意なアンダーパフォーマンスは実証されなかった。これらは、中国の第三者割当増資に関して over optimism 仮説が成立しないことを示している。

第2に、増資公表後から実施前までの期間において、Tobin's Q の高い企業群では有意な正の超過収益率が実証された。また、資金用途がプロジェクト投資である場合、有意な正の超過収益率が実証された。さらに、発行価格と市場価格の関係で分類した実証分析において、プレミアム企業群では有意に正の超過収益率が得られ、ディスカウント企業群よりその株価パフォーマンスが有意に上回っていることが検証された。これら増資発表後の株価アウトパフォーマンスは、短期の正のアナウンスメント効果が過小に評価されていたことを示す。

第 3 に、第三者割当増資実施後の業績パフォーマンスに関してはサンプル企業群がコントロール企業群を有意に上回り、業績面におけるアウトパフォーマンスが確認された。そして、Tobin's Q の高い企業群の業績は低い企業群の業績を有意に上回り、業績面においても成長の機会が多い企業の株価がよりアウトパフォームすることが実証された。さらに、プレミアム企業群とディスカウント企業群の比較において、プレミアム企業群が業績面においてもアウトパフォームすることが確認された。これらは、Tobin's Q の高い企業群やプレミアム企業群の株価パフォーマンスが長期的に良いことをファンダメンタルズ面から支持することを示す。

本章の構成は、以下のようになっている。第 2 節では、先行研究を用いた第三者割当増資実施後の株価パフォーマンスに関する理論分析を行う。そして、第 3 節では本研究で使用するデータに関して述べ、第三者割当増資実施後 3 年間の株価パフォーマンスについて実証分析を行う。続く第 4 節では、第三者割当増資公表後実施前までの株価パフォーマンスについて実証分析を行う。さらに、第 5 節では第三者割当増資実施 3 年前から実施 3 年後の期間における業績パフォーマンスを検証し、実証結果を示す。最後に、本研究のまとめと今後の課題を提示する。

2. 先行研究

第三者割当増資実施後の株価パフォーマンスについて、これまで多くの先行研究で分析されてきている。とりわけ、増資実施後の株価アンダーパフォーマンスの要因については、主に二つの仮説でまとめられている。第1に、増資のアナウンスメントに対して、投資家による過度の楽観視が存在することである（over optimism 仮説）。第2に、短期のアナウンスメント効果において、株価が過小反応することである（under reaction 仮説）。以下に、先行研究を用いながら両仮説について説明する。

2.1 over optimism 仮説

第三者割当増資は公募増資と同様に調達された資金が将来利益に結びつかない場合、一株あたり利益の希薄化を招くことになる。ここで、投資家が将来収益に関して合理的な期待をしない場合、短期のアナウンスメント効果や実施後の長期株価パフォーマンスが過剰反応を示すことになる。

行動ファイナンス理論におけるヒューリスティックス（heuristics）では、投資家が企業の将来収益を予測する局面において必ずしも合理的な期待を持ちえないことを示している（限定的合理性）。Barberis, Shleifer and Vishny (1998) によると、投資家はある企業の将来業績やその後の株価を予測する際に直近の実績や株価トレンドを当該企業のファンダメンタルズを代表するものと判断し、結果としてこのトレンドを加味した形で将来予測を行う可能性がある。この代表性のヒューリスティックスによると、直近のパフォーマンスが良い企業においては、投資家が当該企業の将来収益や株価を過大に見積もる可能性がある。投資家によるこの過剰反応の結果として短期の株価が上げられ、その後の長期リターンが低迷することになる。逆に、直近のパフォーマンスが悪い企業においては、投資家の過剰反応の結果として短期の株価が引き下げられ、その後のリターンが上昇することになる。これらヒューリスティックスは心理学の分析から、投資家の自分自身の能力を過大に評価するという自信過剰（overconfidence）の習慣や自分自身の判断を必要以上に小さく見積もるという自信過小（underconfidence）の観点から説明されている

（Griffin and Tvesly (1992) 参照）。

このような行動ファイナンスの理論を用いると、投資家が第三者割当増資を行った企業の将来収益に対して過度に楽観的であるために短期では正の株価反応となるが、投資家が増資後の業績不振に失望すると長期株価のアンダーパフォーマンスがもたらされることになる。

一般的に増資を行う企業の経営者と投資家（市場）の間には、当該企業の内部情報に関する非対称性が存在する。機会の窓仮説（windows opportunity）によると、企業経営者は自己の情報優位性を利用して当該企業の業績が良い時や株価が割高に評価されている時に増資を行うことになる。この場合、増資を行う企業の直近の良いパフォーマンスによって、投

投資家は将来収益の見通しに対して楽観的になる。Loughran and Ritter (1997) は公募増資に関する実証分析において、投資家が直近の業績をより重視することから増資前の業績が良い企業ほど増資公表時の評価が高くなり、そのトレンドが続かないことに投資家が失望すると負の株価反応が生じると説明している。一方、Myers and Majluf (1984) は第三者割当増資公表時の正のアナウンスメント効果について、直近の業績が悪いにも関わらず企業経営者が将来の利益成長の見通しに対して楽観的であり、市場がこれを見抜けなかったことによるものと説明している。

第三者割当増資の実証分析を行ったHertzel et al. (2002) では、正のアナウンスメント効果が公募増資のような投資家による直近の業績の良さに対する楽観視では説明できないとしている。そして、第三者割当増資を実施する企業は、増資実施前の業績が良くないにも関わらず時価簿価比率は高く、株価も上昇傾向にあったために投資家が直近の業績の悪さを過小評価していたことを示している。また、第三者割当増資実施前も実施後も当該企業の業績は良くないが、投資家が増資実施後の企業業績改善の見通しに対して楽観的であったため、長期株価のアンダーパフォーマンスが見られたとしている。その根拠として、企業の資本的支出や研究開発費用が増資実施前に大幅に増加したことを示し、これらが投資家に将来業績の改善に対して過度の期待を持たせたとしている。

Hertzel et al. (2002) は1980年から1996年までにNYSE、AMEXそしてNASDAQで実施された619件の第三者割当増資に関して、規模と時価簿価比率でマッチングさせたコントロール企業群とのBHARの平均が-23%から-45%であることを実証している。また、時価簿価比率の高い企業群は、増資実施後3年間において株価アンダーパフォーマンスの度合いが小さいことを観測している（時価簿価比率の低い企業群との有意な差は得られていない）。さらに、第三者割当増資を実施した企業の業績に関する実証分析では、増資実施後3年間で総資産営業利益率(OPM)や総資産利益率(ROA)の中央値が8%から11%ほど対象企業群の中央値を有意に下回っており、ファンダメンタルズ面からも投資家の過度な楽観視があったことを示している。

Chou, Gombola and Liu (2009) は、第三者割当増資を行う企業は増資前の業績が良くないにも関わらず成長の機会が存在し、増資公表時の株価も上昇傾向にあるために投資家が企業の将来収益に対して過度に楽観的な期待を持つとしている。そして、成長の機会が多い企業ほど投資家がより楽観的になるとし、第三者割当増資実施後3年間の株価パフォーマンスと当該企業の成長の機会との関係を検証している。成長の機会を示す指標としてTobin's Qを用いて1980年から2000年までにNYSE、AMEXそしてNASDAQで実施された371件の第三者割当増資を実証し、Tobin's Qの高い企業群では増資実施後の株価がアンダーパフォーマンスを確認した。しかし、Tobin's Qの低い企業群では株価アンダーパフォーマンスが確認されず、Tobin's Qの高い企業群と低い企業群間で有意な差があることが実証された。また、業績パフォーマンスに関する実証分析では、増資実施後2年間でTobin's Qの高い企業群のOPMやROAの中央値が-31%から-51%ほどで対象企業群の中央値を有意に

下回っていた。一方で株価パフォーマンスと同様、Tobin's Q の低い企業群では有意なアンダーパフォーマンスが見られなかった。これは、増資実施前の株価上昇やアナリストによる業績の上方修正によって、Tobin's Q の高い企業群に対する投資家の期待が楽観的なものになっていたことによると説明している。

Lin (2013) は第三者割当増資を行った企業に対して、アナリストによる業績への楽観的な見通しと増資実施後の株価パフォーマンスの関係を検証している。1981年から2003年までにNYSE、AMEX、そしてNASDAQで実施された550件の第三者割当増資において、増資後3年間の同業種同規模の対象企業群と比べて株価がアンダーパフォームすることを確認している。そして、第三者割当増資に対してアナリストによる業績への過度の楽観的な見通しが企業価値の過大評価をもたらしており、増資実施後の長期的な株価パフォーマンスと負の相関関係があることを検証している。

Kang, Kim and Stulz (1999) は1980年から1988年に東京証券取引所に行われた第三者割当増資に関して、自己資本でマッチングさせたコントロール企業群で推定したBHARの平均が実施後3年間で各々、-20%と-51%と有意に負であることを実証している。その根拠として、投資家が企業の投資機会に対して過度に楽観的な見方をしていたと推測している。

同じく日本の第三者割当増資を実証した保田(2011)では、第三者割当増資実施後の株価アンダーパフォーマンスは見られなかった。しかし、シナジー効果の小さい案件では、増資実施後の株価がアンダーパフォームしていたことを実証している。また、業績に関しても増資が行われた年とその2年後まではアンダーパフォームしているが、3年目にはその状況が解消されることを報告している。

2.2 under reaction 仮説

行動ファイナンスの理論においては投資家が限定的にしか合理的ではなく、全ての情報を瞬時に価格に織り込むことは不可能とされている。Cutler, Poterba and Summers (1991) は短期的な株価上昇(下落)傾向とその後の負(正)のリターンに関して、投資家が短期的には情報の価値を過小評価して十分に株価に織り込めないが、中長期的には情報の価値を過大評価して特定の情報に基づいて必要以上に売買する傾向を示している。また、Daniel, Hirshlerfer and Subrahmanyam (1998)はこの現象を情報の選別的認識(self-attribution)と自信過剰(overconfidence)で説明し、投資家が自分の分析能力を過信する、あるいはその有効性を過大評価することによって生じるとしている(overconfidence)。そして、投資家が利用する情報を自己の努力によって得られる私的情報と大きな努力をしないで得られる公的情報に分類し、公的情報の価値を過小評価する傾向を示している。これは、投資家が私的情報に基づいて投資行動を行った後に公的情報が公表されても自分の都合の悪い情報を軽視するといった非合理的な行動によって、投資家が自分の意志決定と整合的な情報にのみ注目することを意味する(self-attribution)。この場合、公的情報に対する投資家の反

応は私的情報に基づく意志決定と同一方向になる。

Daniel, Hirshlerfer and Subrahmanyam (1998) は、投資家が企業のコーポレートアクションのアナウンスメントに対して完全に反応しないため、コーポレートアクション実施後の株価パフォーマンスがアナウンスメント時と一致することを示している。つまり、企業が増資を行うといったコーポレートアクションを公表する際に投資家(市場)はその情報に対して部分的にしか反応せず、公表後に徐々に当該企業の株価にその情報を織り込んでいくことになる。この場合、増資公表時の負(正)の株価反応が過小反応となり、増資実施後の長期株価パフォーマンスがよりネガティブ(ポジティブ)なものになる(under reaction 仮説)。

Spieß and Graves (1995) や Loughran and Ritter (1995) では公募増資のアナウンスメントに対する短期の株価反応はネガティブなものであり、増資実施後 3 年から 5 年においても -40% から -60% といった著しい株価アンダーパフォーマンスを実証している。

この現象は、under reaction 仮説で説明することができる。Loughran and Ritter (1997) は投資家が直近の業績をより重視することから、増資前の良い業績によって増資実施後も好業績が続くと期待していた投資家を失望させ、増資後の株価アンダーパフォーマンスが生じると説明している。そして、短期の負のアナウンスメント効果は投資家が公表時に織り込まれていた情報に過小反応を示したものであり、増資実施後により大きな長期株価アンダーパフォーマンスが実現したとしている。

Loughran and Ritter (1997) は 1979 年から 1989 年に NYSE、AMEX、そして NASDAQ で実施された公募増資に関して、実施 4 年前から実施 4 年後の 9 年間における業績パフォーマンスを実証している。そして、実施前の期間においてのみ、増資を行う企業群の業績が未実施の対象企業群に対して有意に上回っていることを確認した。とりわけ、増資実施 1 年前の業績がピークになっており、OPM や ROA の中央値が各々、17.0% や 6.4% と対象企業群の中央値を有意に上回っていた。

第三者割当増資を対象に検証した Hertz et al. (2002) や Chou, Gombola and Liu (2009) では、短期のアナウンスメント効果がポジティブなものであったにも関わらず、増資実施後 3 年間の株価パフォーマンスが増資を実施していない対象企業群と比べてアンダーパフォーマンスしており、under reaction 仮説が成立していないことを実証している。また、日本の第三者割当増資を実証した Kang, Kim and Stulz (1999) では、アナウンスメント日の超過収益率と増資実施後 3 年間、および 5 年間の超過収益率との相関関係を検証し、増資を実施していない対象企業群に比べて株価がアンダーパフォーマンスすることを実証している。また、短期のアナウンスメント効果と増資実施後の株価パフォーマンスの相関についても正の相関関係は見られず、under reaction 仮説は支持されなかった。

一方、中国における第三者割当増資を実証した Deng (2011) では、異なる結果を得ている。Deng (2011) は 2006 年から 2007 年までに上海・深セン証券取引所で第三者割当増資を行った 135 社を対象とし、増資実施後の株価、および業績パフォーマンスを検証している。

増資実施後2年間でサンプル企業群のBHRの平均が89.55%、同業種同規模でマッチングさせたコントロール企業群で推定したBHARの平均が12.42%と正の有意な超過収益率を確認した。これは、第三者割当増資のアナウンスメントに対して投資家が過小評価していたことを示しており、under reaction 仮説と整合的である。しかし、割当先に大株主を含まない場合には、有意な正の株価アウトパフォーマンスが検証されていない。なお、増資実施前後5年間の業績に関する実証分析では、対象企業に対してROAや自己資本利益率(ROE)の中央値(平均値)が有意に大きいことが検証されている。

以上のover optimism仮説やunder reaction仮説に加え、中国の第三者割当増資においては発行価格と市場価格との関係で長期の株価反応を検証する必要がある。米国や日本の第三者割当増資の多くは発行価格が市場価格以下となるディスカウント状態で実施されるのに対し、中国において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。プレミアムが付与された高い価格であっても新株を引き受ける投資家は、企業のファンダメンタルズからすると株価が割安であることを保証し(保証効果)、この保証効果が市場に対するポジティブなシグナルとなって正のアナウンスメント効果が生じると考えられる(Hertzel and Smith (1993) 参照)。このプレミアムが示す保証効果が増資公表時に過小評価された場合(under reaction仮説)、長期の株価反応はアウトパフォーマンスになる。逆に、この保証効果が過大に評価される、あるいはプレミアム状態で増資が実施できる企業に対する投資家の過度な期待がある場合(over optimism仮説)、株価のアンダーパフォーマンスが実証されることになる。

3. データと増資実施後の株価パフォーマンス

3.1 データ

本研究で用いる中国における第三者割当増資のサンプルは、2009年1月1日から2010年12月31日までの期間、上海・深セン証券取引所で公表されている適時開示情報から得られるものとする³³。また、企業の株価データや業績データは、データ情報会社Windから収集している。分析対象は上海・深セン証券取引所メインボードと新興企業ボードで行ったケースのみであり、B株(2件)や発行を中止したもの(2件)、そして売買停止によりデータが収集できなかったケース(24件)、およびST銘柄(5件)はサンプルから除外している。また、増資発表後に発行を中止したものやST銘柄、そして増資公表時から実施後3年間までの期間で全てのデータが収集できなかったものは、サンプルから除外している。結果、136件(136社)のサンプルを用いて実証分析を行うことにする。

第26表は、用いたサンプルの記述統計量を示している。

³³基本的に、短期のアナウンスメント効果の実証分析を行った新聞・兪(2012)の対象企業を分析対象としている。ただし、実施公表時点のラグや短期の日次データと長期の月次データとの差異によって、サンプル期間が新聞・兪(2012)とは若干異なっている。

第 26 表 サンプルに関する記述統計

	標本平均	標本中央値	標本標準偏差
ディスカウント率 (%)	-11.70	0.00	28.49
株式発行率 (%)	24.66	16.83	34.16
発行額 (億元)	13.70	6.54	17.30
Tobin's Q	1.51	1.36	0.54
ROA (%)	5.58	3.52	16.76

(注) 第三者割当増資実施年の前年度末におけるデータを使用している。

ここで、各変数は以下のように求められている。また、いずれの変数も各第三者割当増資（各案件）の実施年の前年度末データを使用している。

$$\text{ディスカウント率} = \frac{\text{市場価格} - \text{発行価格}}{\text{市場価格}}$$

$$\text{株式発行率} = \frac{\text{増資による新規発行株式数}}{\text{増資前の発行済株式数} + \text{増資による新規発行株式数}}$$

$$\text{発行額} = \text{発行価格} \times \text{発行株式数}$$

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{企業株式の市場価値} + \text{企業負債の簿価}}{\text{企業株式の簿価} + \text{企業負債の簿価}}$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{純利益}}{\text{総資産}}$$

具体的な分析方法は、以下の通りである。まず、各サンプル企業に対して、対象企業（コントロール企業）である第三者割当増資未実施企業を選出する。その選出基準は、サンプル企業が第三者割当増資を実施する直前年度末において同企業の時価総額の70%から130%までの範囲であり、同業種（情報会社Windのセクター分類）の中で時価簿価比率がサンプル企業に最も近い企業とする（Lyon et al. (1999) 参照）。これらコントロール企業は、サンプル企業の第三者割当増資公表時から実施後3年間で株価、および業績に関するデータが全て収集できるもののみとする。

次に、各案件の増資実施後3年間を期間とし、サンプル企業群とコントロール企業群との株価パフォーマンスの比較を行う。なお、over optimism仮説とunder reaction仮説の検証

の観点から、次の3つの指標を用いた分類を行うことにする。第1に、Tobin's Qの中央値である1.36を基準とし、サンプル企業をTobin's Qの高い企業群と低い企業群に分類して実証分析を行う。第2に、資金用途別の指標（プロジェクトに投資、ローン返済・流動資金に充当、そしてM&A）を用いて企業群を分類し、実証分析を行う。第3に、発行価格と市場価格の関係から、プレミアム企業群（発行価格が市場価格を上回っている状態の企業群）とディスカウント企業群（発行価格が市場価格を下回っている、あるいは一致している状態の企業群）に分類し、実証分析を行う。

3.2 増資実施後の株価パフォーマンス

株価パフォーマンスの比較に関しては、サンプル企業が第三者割当増資を実施した月の翌月を基準月とし、基準月より36ヶ月間の累積超過収益率:CAR(Cumulative Abnormal Return)、および Buy and Hold 超過収益率:BHAR(Buy and Hold Abnormal Return)を推定する³⁴。

ここで、CARは以下の式のように求める。 R_t^i はt月における第i銘柄（サンプル企業）の月次収益率、 $R_t^{benchmark}$ はその対象銘柄（コントロール企業）の月次収益率、そしてその差である AR_t^i は月次超過収益率を示している。ここで、推定期間:m期における AR_t^i の合計を累積超過収益率: CAR_m^i とする。

$$AR_t^i = R_t^i - R_t^{benchmark}$$

$$CAR_m^i = \sum_{t=1}^m AR_t^i$$

株価反応を検証するにあたっては、下式で求められるような平均累積超過収益率: \overline{CAR}_m の有意性をt検定によって実証する(Nはサンプル数を示す)。

$$\overline{CAR}_m = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_m^i$$

次に、BHARは以下の式のように求める。 R_t^i はt月における第i銘柄（サンプル企業）の月次収益率、 $R_t^{benchmark}$ はその対象銘柄（コントロール企業）の月次収益率、そして各月次収益率に1を足して推定期間:m期で積をとったものの差をBuy and Hold 超過収益率: $BHAR_m^i$ として推定する。

³⁴長期の株価パフォーマンスを推定するにあたっては、この他にFama and French(1993)の3ファクター・モデルが用いられることもあるが、本稿ではクロスセクション・データを用いた推定のみとする。これは、リーマンショック後の時系列インパクトや中国におけるIPO停止の時系列インパクトを回避するためである(新聞・兪(2016)参照)。また、本稿では第三者割当増資公表後から実施までの約1年間といったより短い期間の推定も行っており、時系列分析が不適切であると判断した。

$$BHAR_m^i = \prod_{t=1}^m (1 + R_t^i) - \prod_{t=1}^m (1 + R_t^{benchmark})$$

株価反応を検証するにあたっては、下式で求められるような平均 Buy and Hold 超過収益率： \overline{BHAR}_m の有意性を t 検定によって実証する（N はサンプル数を示す）。

$$\overline{BHAR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N BHAR^i$$

各超過収益率をTobin's Q別に示すと、第27表のようになる。Tobin's Qの高い企業群は増資実施後3年間の平均累積超過収益率： \overline{CAR}_m が9.90%と正の値になったのに対し、Tobin's Qの低い企業群の \overline{CAR}_m は-7.71%と負の値を示した。そして、増資実施後3年間の平均Buy and Hold 超過収益率： \overline{BHAR}_m についても同様に、Tobin's Qの高い企業群と低い企業群は各々、正と負のリターンになっている。これは、中国において第三者割当増資を実施する企業の株価が増資実施後にアンダーパフォームしないことを示している。

第 27 表 増資後 3 年間の Tobin's Q 別超過収益率

	Tobin's Q の 高い企業群 (N=68)	Tobin's Q の 低い企業群 (N=68)	二つの企業群の差
パネル A:			
増資実施後3年間の累積超過収益率 (CAR)			
CARの平均値	9.90%	-7.71%	17.61%
CARの中央値	3.86%	-6.50%	10.36%
t-statistic	(1.417)	(1.231)	(1.877*)
パネル B:			
増資実施後3年間の Buy and Hold 超過収益率 (BHAR)			
BHARの平均値	12.96%	-7.58%	20.54%
BHARの中央値	1.72%	-4.69%	6.41%
t-statistic	(1.461)	(1.610)	(2.046**)

(注) Nはサンプル数、括弧内はt値の絶対値、**は5%水準、そして*は10%水準で有意であることを示している。

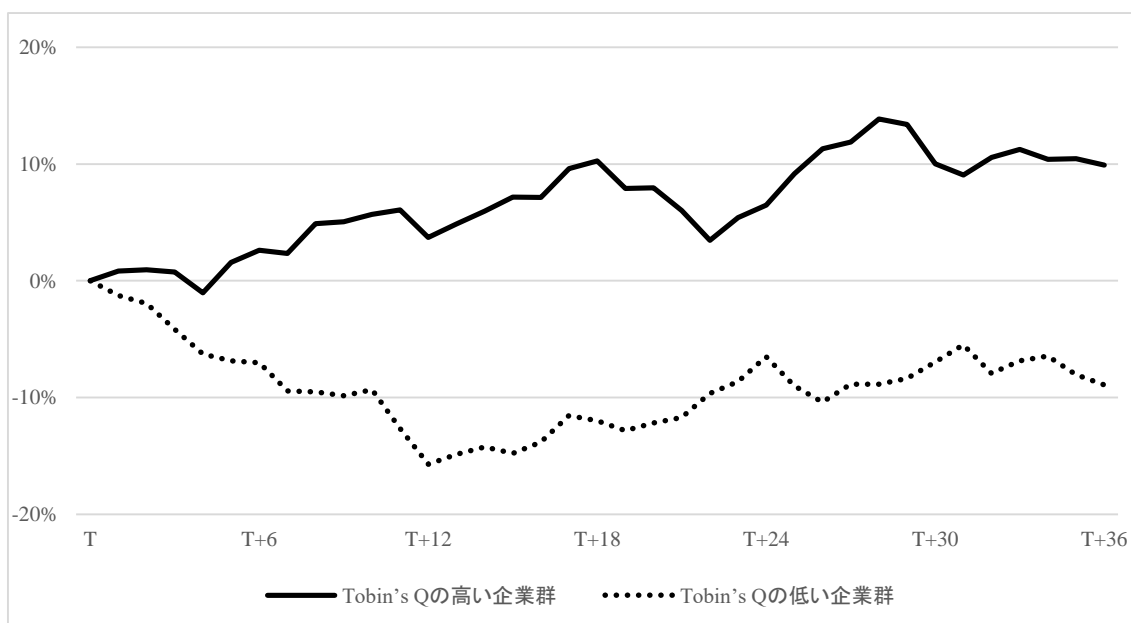
また、増資実施後3年間において、Tobin's Qの高い企業群と低い企業群の平均累積超過収益率： \overline{CAR}_m の差は17.61%であり、10%水準で有意になっている。同様に、二つの企業群の

平均Buy and Hold超過収益率： $\overline{\text{BHAR}}_m$ の差は20.54%であり、5%水準で有意になっている。これは、Tobin's Qの高い企業群の株価が低い企業群の株価より有意にアウトパフォームすることを示している。

第三者割当増資実施後3年間の超過収益率の推移をTobin's Q別に推定すると、第8図のようになる。増資実施後3年間でTobin's Qの高い企業群の超過収益率は基本的にプラス圏で推移し、右肩上がりになっている。それに対して、Tobin's Qの低い企業群の超過収益率は終始マイナス圏で推移している。第26表の推定結果を加味すると、Tobin's Qの高い企業群の株式を増資後3年間保有すれば、Tobin's Qの低い企業群の株式を保有するより平均で20%もアウトパフォームすることを示している。

米国や日本における第三者割当増資の短期株価反応は中国と同様にポジティブなものであったが、長期の株価反応はネガティブなものになっていた。米国の第三者割当増資を実証したChou, Gombola and Liu (2009)では、増資実施後3年間の平均Buy and Hold超過収益率： $\overline{\text{BHAR}}_m$ がTobin's Qの高い企業群で-20.75%、低い企業群で-12.27%であることが報告され、株価のアンダーパフォーマンスが実証されている。また、Hertzel et al. (2002)は $\overline{\text{BHAR}}_m$ が-23.78%であることを実証し、日本における実証結果を示したKang, Kim and Stulz (1999)でも $\overline{\text{BHAR}}_m$ が-19.99%と有意な負の値になっている。

Deng (2011)と同様、中国では第三者割当増資実施後の株価のアンダーパフォーマンスが実証されず、また、成長性の機会が多い企業の株価がよりアウトパフォームするという米国や日本の先行研究と異なる結果となった。



第8図 増資後3年間のTobin's Q別平均累積超過収益率： $\overline{\text{CAR}}_m$ の推移

これは、増資前の業績が良くないにもかかわらず成長の機会が存在し、増資公表時の株価も上昇傾向にあるために投資家が企業の将来収益に対して過度に楽観的な期待を持つとする over optimism 仮説が成立しないことを示している。さらに、中国における短期のアナウンスメント効果でも成長の機会を示す時価簿価比率の高い企業ほど株価成長率が高いことが実証されており（新関・兪（2012）参照）、増資実施後に同様の株価反応が生じるということは under reaction 仮説が成立していたことを示している。つまり、潜在的な成長性がより見込まれる第三者割当増資実施企業は公表時の株価反応が過小であり、実施後により強い株価アウトパフォーマンスが観測されたと考えられる。

次に、第三者割当増資実施後3年間の超過収益率を資金用途別に示すと、第28表のようになる³⁵。第三者割当増資によって調達された資金が新たなプロジェクトに充当される場合、平均累積超過収益率： \overline{CAR}_m は1.19%と正の値になった。これに対し、ローン返済や流動資金への充当といった財務基盤の強化に使用された場合、 \overline{CAR}_m は-11.02%と負の値を示した。そして、増資実施後3年間の平均 Buy and Hold 超過収益率： \overline{BHAR}_m についても同様に、新たなプロジェクトに資金が充当される場合は正のリターン、ローン返済や流動資金への充当といった財務基盤の強化の場合は負のリターンになっている。

さらに、資金用途別の増資実施後3年間の超過収益率の推移は、第9図のように示される。増資実施の約8ヶ月後から、新たに調達された資金がプロジェクトに充当される場合やM&Aに使用される場合はローン返済・流動資金に充当される場合と比較して、その超過収益率は大きく上回って推移している。また、終始マイナス圏で推移しているローン返済・流動資金に充当される案件と異なり、プロジェクトに資金が充当される場合は増資実施の約2年後から超過収益率がプラス圏で推移している。

第28表 増資後3年間の資金用途別超過収益率

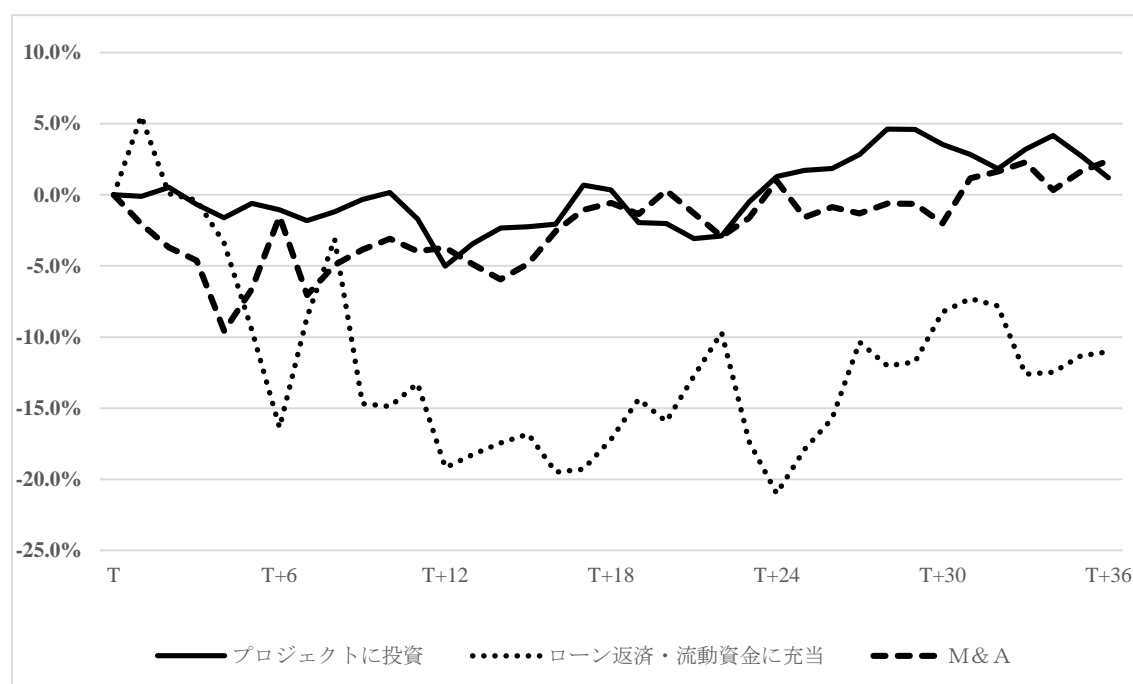
	プロジェクトに投資 (N=94)	ローン返済・ 流動資金に充当 (N=10)	M&A (N=75)
パネル A:			
増資実施後3年間の累積超過収益率 (CAR)			
CARの平均値	1.19%	-11.02%	2.40%
CARの中央値	3.21%	-22.46%	-0.96%
t-statistic	(0.197)	(0.549)	(0.323)
パネル B:			
増資実施後3年間の Buy and Hold 超過収益率 (BHAR)			
BHARの平均値	2.17%	-0.08%	3.52%

³⁵本研究のサンプルで使用されている増資案件の多くが複数の資金用途を公表している。

BHARの中央値	0.23%	-15.84%	1.17%
t-statistic	(0.332)	(0.004)	(0.477)

(注) Nはサンプル数，括弧内はt値の絶対値を示している。

短期のアナウンスメント効果の実証分析において、第三者割当増資公表時の正の超過収益率と成長性のある投資機会との有意な正の関係が見出されている (Hertzel and Smith (1993) 参照)。そもそも負債や増資といった外部からの資金調達には企業の投資機会を顕示することになり、とりわけ正の正味現在価値を有するような新規プロジェクトが存在し、増資によって調達した資金がこれに使われると投資家が予想した場合、短期の株価反応はポジティブなものになる。そして、資金用途が新規プロジェクトへの投資であり、短期の正のアナウンスメント効果が過小に評価された場合、長期株価のアウトパフォーマンスが実現することになる。一方、財務基盤が悪い企業にとっての第三者割当増資は資本強化の意味を持ち、このような企業の財務状況の好転は企業価値に対するポジティブなシグナルとなる。また、財務状況が悪くても第三者割当増資を実施できるという情報は株価が割安であることを意味し、財務的危機に陥っている企業ほど正のアナウンスメント効果が大きいことが実証されている (Krishnamurthy et al. (2005) 参照)。しかし、中国における第三者割当増資の実証分析においては、潜在的成長性が高いプレミアム企業群の正のアナウンスメント効果が財務危機に陥った企業ほど小さくなっている (新関・兪 (2012) 参照)。将来収益の成長がより強く期待される企業において、新たに調達された資金がローン返済や流動資金の充当といった財務基盤の強化に使用される場合、そしてこのネガティブなシグナルが過小評価された場合、長期株価反応がアンダーパフォーマンスになる。



第9図 増資後3年間の資金用途別平均累積超過収益率： \overline{CAR}_m の推移

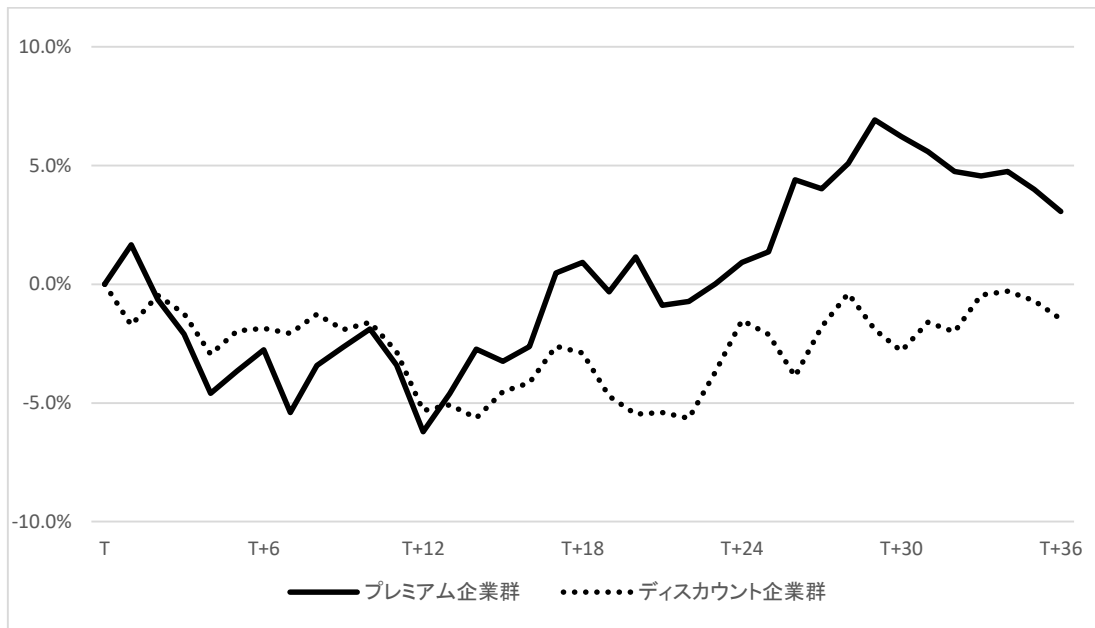
最後に、各超過収益率をプレミアム企業群とディスカウント企業群に分類して示すと、第29表のようになる。

第29表 増資後3年間のプレミアム・ディスカウント別超過収益率

	プレミアム企業群 (N=63)	ディスカウント企業群 (N=75)	二つの企業群の差
パネル A:			
増資実施後3年間の累積超過収益率 (CAR)			
CARの平均値	3.07%	-1.47%	4.54%
CARの中央値	-2.08%	1.93%	-4.01%
t-statistic	(0.466)	(0.220)	(0.479)
パネル B:			
増資実施後3年間の Buy and Hold 超過収益率 (BHAR)			
BHARの平均値	7.54%	-2.02%	9.56%
BHARの中央値	0.14%	0.94%	-0.8%
t-statistic	(1.047)	(0.290)	(0.949)

(注) Nはサンプル数、括弧内はt値の絶対値を示している。

発行価格が市場価格を上回って増資が実施されるプレミアム状態の企業群は、増資実施後3年間の平均累積超過収益率： \overline{CAR}_m が3.07%と正の値になった。これに対して、発行価格が市場価格と同じかまたは下回って増資が実施されるディスカウント状態の企業群は、 \overline{CAR}_m が-1.47%と負の値を示した。そして、増資実施後3年間の平均Buy and Hold 超過収益率： \overline{BHAR}_m についても同様に、プレミアム状態の企業群とディスカウント状態の企業群は各々、正と負のリターンになっている（いずれも有意ではない）。また、増資実施後3年間において、プレミアム企業群とディスカウント企業群の平均累積超過収益率： \overline{CAR}_m の差や平均Buy and Hold超過収益率： \overline{BHAR}_m の差は有意なものではなかった。しかし、第10図が示すように増資実施の約1年後から、プレミアム企業群の超過収益率はプラス圏で右肩上がりに推移し、ディスカウント企業群の株価よりアウトパフォームしていることを示唆している。



第 10 図 増資後 3 年間のプレミアム・ディスカウント別平均累積超過収益率： \overline{CAR}_m の推移

中国の第三者割当増資においては、プレミアム企業群はディスカウント企業群に比べて公表時の利益成長性が高く、より大きな正のアナウンスメント効果が得られている（新関・兪（2012）参照）。この正の短期の株価反応は企業経営者が将来の利益成長の見通しに対して楽観的であり、市場がこれを見抜けなかったことによるものと考えられる（Myers and Majluf（1984）参照）。あるいは、市場価格にプレミアムが付与された価格であっても新株を引き受ける投資家は、企業のファンダメンタルズからすると株価が割安であることを保証し（保証効果）、この保証効果が市場に対するポジティブなシグナルとなって正のアナウンスメント効果が生じることになる（Hertzel and Smith（1993）参照）。

プレミアム企業群における公表時の正の株価反応と実施後の株価アウトパフォーマンスは、企業経営者や投資家の将来収益に対する見通しが過度に楽観的であったわけではなく、プレミアムが示す保証効果が過小に評価されていたことを示唆している（under reaction 仮説）。また、ディスカウントされて新株が発行される増資案件に比べ、プレミアムが付いた高い価格でも実施できる案件の方が株価のアウトパフォーマンスをもたらすということは、より高く期待された将来収益の実現に増資による資金調達結びついていた可能性を示唆している。

4. 増資公表後実施までの株価パフォーマンス

前章では、先行研究と同様に第三者割当増資実施後の株価パフォーマンスについて実証分析を行ったが（Hertzel et al.（2002）や Chou, Gombola and Liu（2009）参照）、中国の第三者割当増資に関する制度の特殊性から、本章では増資実施前の期間においても検証を行うことにする。

米国や日本における第三者割当増資は届出制になっており、増資の公表から実施までの期間が短くほとんどの案件が公表後1ヶ月以内で新株発行（増資実施）を完了する。一方、中国の第三者割当増資は審査・認可制であり、実施までの期間が比較的長く多くの案件で1年以上を要している³⁶。中国における第三者割当増資の発行の流れをまとめると、第30表のようになる。

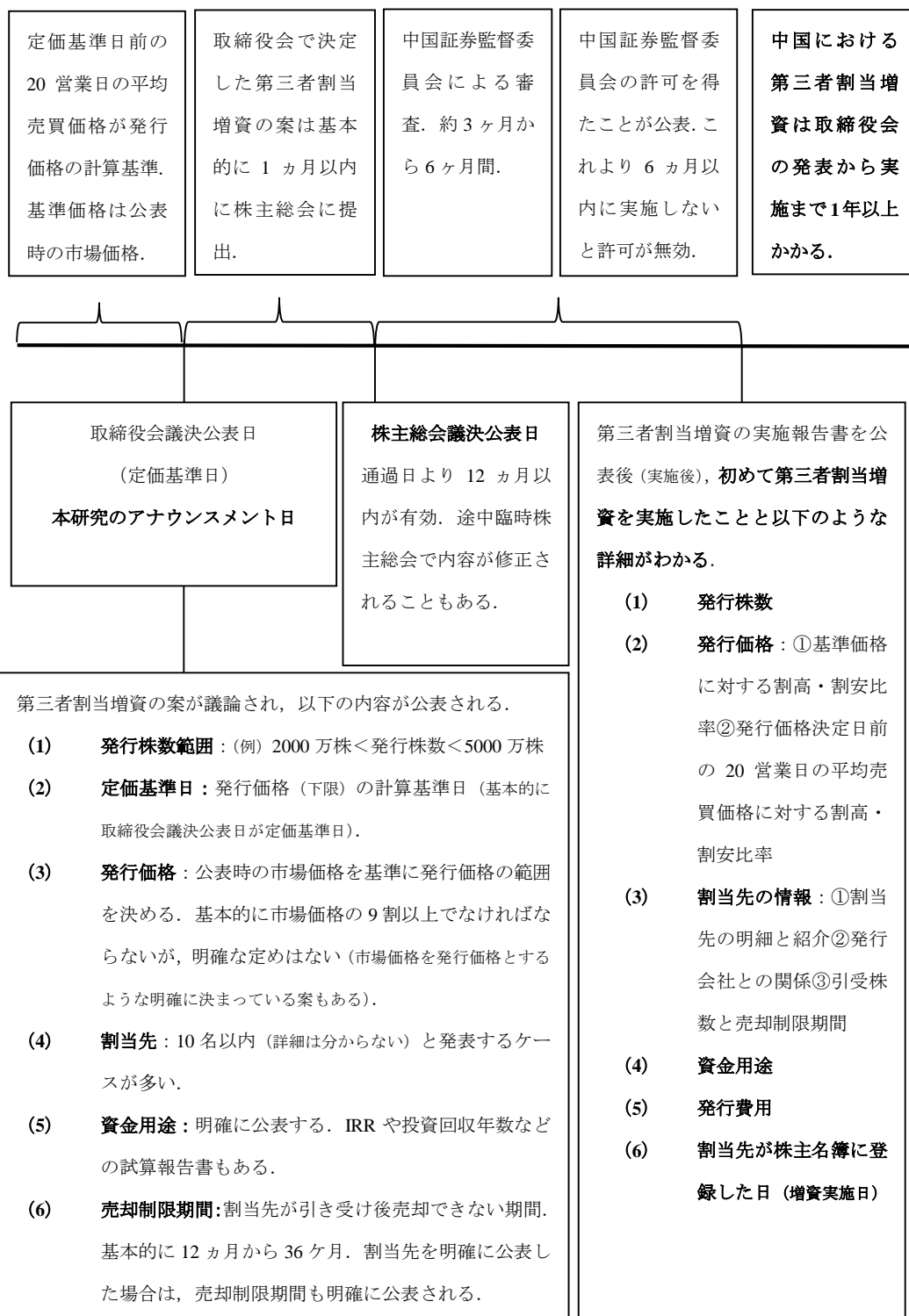
上場会社は第三者割当増資を取締役会にて議決し、第三者割当増資の草案を公表する。草案の内容は発行株数の範囲、発行価格の定価基準日、発行価格の範囲、割当先、資金用途、そして売却制限期間が含まれる。次に、取締役会の議決公表後に発行株数や割当先に関わらず、第三者割当増資の草案を株主総会で通過させなければならない。株主総会では取締役会の議決が基本的にそのまま通るが、実施までに臨時株主総会で内容を修正されることもある。なお、草案は、基本的に議決日より12ヶ月以内で有効である。この株主総会通過後、上場会社は第三者割当増資の草案を中国証券監督委員会に提出し、審査を受けなければならない。審査期間は企業によって異なるが、多くが3ヶ月から6ヶ月を要する。そして、増資案が中国証券監督委員会に認可されると、上場企業は許可日より6ヶ月以内に増資を実施することになる。なお、6ヶ月を過ぎると認可が無効になり、再審査を受けなければならない。最後に、上場企業が第三者割当増資を行った後に実施報告書を公表し、増資の詳細が明らかになる。

以上のように、中国における第三者割当増資は取締役会の議決公表から実施まで約1年を要することになる。実際、本研究で用いたサンプルの中で最短の案件で6ヶ月、最長の案件では31ヶ月もかかっている。そこで、中国における第三者割当増資の長期株価パフォーマンスに関して、増資公表の翌月から実施の前月までの株価パフォーマンスを分析し、結果を検証することにする。

公表の翌月から実施の前月までの各超過収益率をTobin's Q別に示すと、第31表のようになる。この期間、Tobin's Qの高い企業群の平均累積超過収益率： \overline{CAR}_m は11.63%であり、5%水準で有意な正の値になっている。また、平均Buy and Hold 超過収益率： \overline{BHAR}_m も16.73%と水準5%で有意な正の値になっている。これは、成長の機会が多い企業ほど増資公表後実施前までの株価がアウトパフォームすることを示している。なお、Tobin's Qの低い企業群の平均超過収益率やTobin's Qの高い企業群と低い企業群との差の検定に関しては、有意性が得られていない。

³⁶さらに、中国においては転売に関する規制が米国や日本より長く、1年間はその譲渡が禁止されている（割当先が大株主や外国人投資家の場合は3年間禁止されている）。

第 30 表 中国における第三者割当増資の流れ



第三者割当増資実施後3年間の分析結果と同様、増資公表後から実施前までの期間においても株価のアンダーパフォーマンスは実証されず、over optimism仮説で説明される成長の機会と株価アンダーパフォーマンスの関係は実証されなかった。逆に、新関・兪（2012）で実証された短期のアナウンスメント効果と同様、潜在的な成長が期待される企業ほど増資発表後の株価反応がポジティブなものになっており、短期の正のアナウンスメント効果が過小評価されていることが確認された。これは、増資実施後のunder reaction仮説と整合的である。

第 31 表 公表後から実施前までの Tobin's Q 別超過収益率

	Tobin's Q の 高い企業群 (N=68)	Tobin's Q の 低い企業群 (N=68)	二つの企業群の差
パネル A:			
増資を公表した翌月から実施の前月までの累積超過収益率 (CAR)			
CARの平均値	11.63%	4.57%	7.06%
CARの中央値	11.42%	6.20%	5.22%
t-statistic	(2.208**)	(0.690)	(0.834)
パネル B:			
増資を公表した翌月から実施の前月までの Buy and Hold 超過収益率 (BHAR)			
BHARの平均値	16.73%	-7.28%	24.01%
BHARの中央値	16.91%	4.47%	12.44%
t-statistic	(2.080**)	(0.326)	(1.012)

(注) Nはサンプル数、括弧内はt値の絶対値、**は5%水準で有意であることを示している。

次に、第三者割当増資公表後実施前までの超過収益率を資金用途別に示すと、第 32 表のようになる。第三者割当増資によって調達された資金が新たなプロジェクトに充当される場合、平均累積超過収益率： \overline{CAR}_m は 10.20%と 10%水準で有意な正の値になった。また、ローン返済や流動資金への充当といった財務基盤の強化に使用された場合、 \overline{CAR}_m が 15.91%と正の値を示した。そして、公表後増資実施前までの平均 Buy and Hold 超過収益率： \overline{BHAR}_m についても同様に各々、正の超過収益率が実証された。

第三者割当増資実施後 3 年間の実証分析と同様、新規プロジェクトへの投資に関しては短期の正のアナウンスメント効果が過小評価されていたことがわかる。しかし、ローン返済や流動資金への充当といった財務基盤の強化に関する用途においては、増資実施後 3 年間の実証分析と異なる結果となった。短期のアナウンスメント効果では、プレミアム企業ほど財務基盤強化のシグナルはネガティブな株価反応になっているが（新関・兪（2012）参照）、増資公表後の株価反応はこれを過小評価したものではなかった。

第 32 表 公表後から実施前までの資金用途別超過収益率

	プロジェクトに投資 (N=94)	ローン返済・ 流動資金に充当 (N=10)	M&A (N=75)
パネル A:			
増資を公表した翌月から実施の前月までの累積超過収益率 (CAR)			
CARの平均値	10. 20%	15. 91%	-0. 001%
CARの中央値	9. 60%	10. 84%	4. 91%
t-statistic	(1. 926*)	(1. 355)	(0. 015)
パネル B:			
増資を公表した翌月から実施の前月までの Buy and Hold 超過収益率 (BHAR)			
BHARの平均値	3. 97%	23. 12%	1. 48%
BHARの中央値	13. 23%	22. 42%	-10. 94%
t-statistic	(0. 247)	(1. 334)	(0. 088)

(注) Nはサンプル数、括弧内はt値の絶対値を示し、そして*は10%水準で有意であることを示している。

最後に、プレミアム企業群とディスカウント企業群に分類した実証結果は、第33表のようになる。

第 33 表 公表後から実施前までのプレミアム別超過収益率

	プレミアム企業群 (N=63)	ディスカウント企業群 (N=75)	二つの企業群の差
パネル A:			
増資を公表した翌月から実施の前月までの累積超過収益率 (CAR)			
CARの平均値	16. 36%	1. 11%	15. 25%
CARの中央値	13. 53%	4. 48%	9. 05%
t-statistic	(3. 444***)	(0. 169)	(1. 823*)
パネル B:			
増資を公表した翌月から実施の前月までの Buy and Hold 超過収益率 (BHAR)			
BHARの平均値	22. 17%	-9. 90%	32. 07%
BHARの中央値	21. 23%	3. 81%	17. 42%
t-statistic	(3. 083***)	(0. 480)	(1. 919*)

(注) Nはサンプル数、括弧内はt値の絶対値、***は1%水準、そして*は10%水準で有意であることを示している。

増資公表の翌月から実施の前月までの期間において、プレミアム企業群の平均累積超過収益率： \overline{CAR}_m と平均Buy and Hold 超過収益率： \overline{BHAR}_m は各々、16.36%と22.17%であり、1%水準で有意な正の値になっている。また、プレミアム企業群とディスカウント企業群との差は平均累積超過収益率： \overline{CAR}_m で15.25%、平均Buy and Hold 超過収益率： \overline{BHAR}_m で32.07%であり、10%水準で有意な正の値になっている。これは、プレミアム企業群の株価がディスカウント企業群の株価より有意にアウトパフォームすることを示している。

プレミアム企業群はディスカウント企業群に比べて公表時の正のアナウンスメント効果がより大きいことが実証されており（新関・兪（2012）参照）、増資公表後のプレミアム企業群の株価アウトパフォーマンスは短期の株価反応が過小であったことを示している。市場価格にプレミアムが付与されたより高い価格であっても新株を引き受ける投資家は、企業のファンダメンタルズからすると株価が割安であることを保証することになるが（保証効果）、この保証効果が公表時に過小に評価された場合、あるいは公表後もさらに将来収益の成長が期待される場合、株価アウトパフォーマンスが実現することになる。

5. 増資実施後の業績パフォーマンス

Hertzel et al.（2002）は投資家が第三者割当増資実施企業の増資後の業績に関して、その改善度合いの見通しを過度に楽観視することによって株価のアンダーパフォーマンスを引き起こされると結論付けている。そして、増資実施企業の増資前の財務状況について分析すると、業績が良くないのに株価純資産倍率（PBR）は高く、株価も増資公表前から上昇傾向にあり、投資家が目先の業績の悪さを過小評価していたことを報告している。

中国の場合は前章までで示したとおり、第三者割当増資実施後の株価アンダーパフォーマンスは観察されていない。むしろ、Tobin's Qの高い企業や発行価格が市場価格を上回る企業は株価がアウトパフォームしている。このような企業の株価アウトパフォーマンスは当該企業のファンダメンタルズと密接な関係があるため、本章では各サンプル企業の業績について分析することにする³⁷。

最初に、増資実施前と実施後の業績パフォーマンスを比較するための対象企業（コントロールサンプル）を選別する。具体的に、サンプル企業が第三者割当増資を実施する直前年度の年末時点においてその総資産利益率（ROA）の90%から110%までの範囲で、同じ業種（情報会社 Wind のセクター分類）の第三者割当増資未実施企業を抽出する。そして、抽出された企業の中で総資産営業利益率（OPM）がサンプル企業に最も近い企業をコントロールサンプルとする。次に、第三者割当増資を実施した年を基準年度とし、基準年度の前後3年、合計で7年の業績パフォーマンスを比較、検証する（Chou, Gombola and Liu（2009）参照）。

³⁷本章では、Tobin'Q別とプレミアム・ディスカウント別の業績パフォーマンスを分析しており、資金用途別の分析は行っていない。本稿で使用している第三者割当増資のサンプルでは、各案件に対して複数の資金用途が公表されていることから資金用途別に企業を分類し、業績パフォーマンスを比較することはできない。

業績パフォーマンスを Tobin's Q の中央値で分けて示すと、第 34 表のようになる。パネル A から、増資実施後 Tobin's Q の高い企業群はコントロールサンプル企業群（対象企業群）より総資産利益率（ROA）が高いことがわかる。増資後 2 年間の差は 5%水準、3 年目は 10%水準で有意な正の値になっている。また、総資産営業利益率（OPM）は増資実施の翌年で 5%水準、その後の 2 年間で 1%水準の有意な正の差になっている。これらは、Tobin's Q の高い企業群は増資実施後に業績がアウトパフォームしたことを示している。

第 34 表 増資実施前後の Tobin's Q 別業績パフォーマンス

		基準年 (0) に対する財務期間						
パネル A:		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
Tobin's Q の高い企業群								
	サンプル企業群の中央値	2.93	3.48	5.79	5.76	6.38	5.73	5.07
総資産利益率 (ROA)	対象企業群の中央値	3.52	4.27	5.39	5.56	3.84	4.18	3.71
	Wilcoxon Z-	(0.47)	(0.39)	(0.96)	(0.43)	(2.27**)	(1.98**)	(1.80*)
	statistic							
	サンプル企業群の中央値	9.66	7.28	10.81	10.79	11.90	12.09	9.66
総資産営業利益率 (OPM)	対象企業群の中央値	8.06	7.87	8.97	8.88	7.56	7.63	7.05
	Wilcoxon Z-	(0.56)	(0.50)	(1.08)	(0.63)	(1.99**)	(3.05***)	(2.93***)
	statistic							
パネル B:		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
Tobin's Q の低い企業群								
	サンプル企業群の中央値	2.75	2.39	3.10	2.73	2.28	3.25	2.65
総資産利益率 (ROA)	対象企業群の中央値	2.12	2.55	2.88	2.46	1.75	1.84	2.29

	の中央値							
	Wilcoxon							
	Z-	(0.90)	(0.50)	(0.94)	(0.20)	(1.99**)	(2.50***)	(0.68)
	statistic							
総資産営業利益率 (OPM)	サンプル企業群の中央値	6.71	6.65	7.38	6.36	5.52	7.34	6.35
	対象企業群の中央値	7.34	7.23	8.96	7.62	4.36	5.83	5.40
	Wilcoxon							
	Z-	(0.11)	(0.04)	(0.33)	(0.62)	(1.13)	(1.43)	(1.11)
	statistic							

パネル C:

Tobin's Q の高い企業群と Tobin's Q の低い企業群の差

総資産利益率 (ROA)	差	0.19	1.09	2.70	3.03	4.09	2.48	2.41
	Wilcoxon							
	Z-	(0.66)	(1.56)	(3.43***)	(3.99***)	(4.39***)	(4.32***)	(4.87***)
	statistic							
総資産営業利益率 (OPM)	差	2.95	0.62	3.43	4.43	6.38	4.75	3.31
	Wilcoxon							
	Z-	(0.81)	(0.67)	(1.66*)	(2.48***)	(2.52***)	(2.90***)	(2.74***)
	statistic							

(注) 括弧内は t 値の絶対値、***は 1%水準、**は 5%水準、そして*は 10%水準で有意であることを示している。財務期間における-3、-2、-1 は各々、増資実施年の 3 年前、2 年前、1 年前を示し、+1、+2、+3 は各々、増資実施年の 1 年後、2 年後、3 年後を示している。

パネル B は、Tobin's Q の低い企業群の業績パフォーマンスを示している。Tobin's Q の低い企業群は高い企業群と同様、コントロールサンプル企業群の業績を上回っている。総資産利益率 (ROA) は増資実施後 2 年間で各々、5%水準、1%水準で有意な正の値になっている。また、総資産営業利益率 (OPM) は正の値になったが、有意ではなかった。これは、Tobin's Q の低い企業でも増資実施後に業績の好調が続いたことを示している。

パネル C は、Tobin's Q の高い企業群と低い企業群の業績の差を実証している。総資産利益率 (ROA) と総資産営業利益率 (OPM) をあわせてみると、Tobin's Q の高い企業群は低い企業群より増資 1 年前から業績が良いことがわかる。そして、増資実施後 3 年間に於いて水準 1% で有意な正の差になっていることから、Tobin's Q の高い企業群の業績が低い企業

群の業績をアウトパフォーマンスしていることが確認できる。

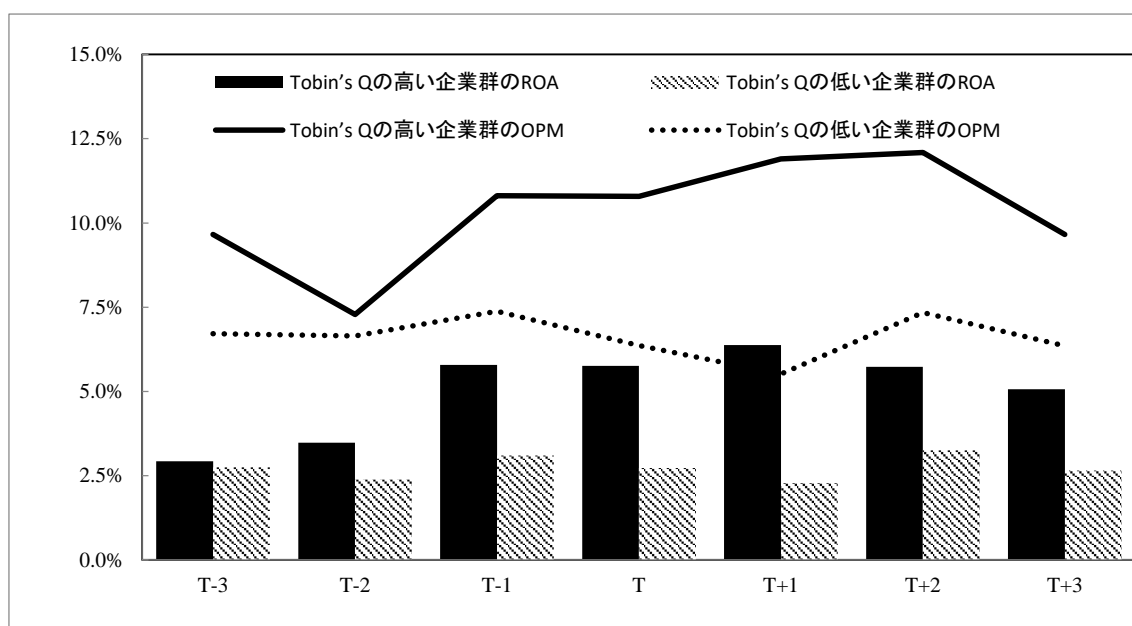
Hertzel et al. (2002) 等の米国の先行研究と異なり、中国においては成長の機会が多く存在する企業の増資前の業績は決して悪いものではなく、投資家が業績の改善度合いの見通しを過度に楽観視することはない。逆に、投資家が期待した通り、あるいはそれ以上に増資実施後の業績が良くなっている。

さらに、第三者割当増資実施3年前から実施3年後まで、合計7年間の業績に関する推移を表した第11図を見ると、増資実施前から総資産利益率(ROA)も総資産営業利益率(OPM)もTobin's Qの高い企業群が低い企業群より上回って推移していることがわかる。

以上、中国において第三者割当増資を実施した企業は実施後に業績がアウトパフォーマンスし、とりわけ成長の機会が多い企業の業績パフォーマンスは優れたものになっていた。これは、増資実施後や公表後から実施までの期間、Tobin's Qの高い企業群の株価がアウトパフォーマンスすることをファンダメンタルズ面から支持したことになる。

次に、業績パフォーマンスをプレミアム状態の企業群とディスカウント状態の企業群に分けて示すと、第35表のようになる。

パネル A から、増資実施後プレミアム企業群はコントロールサンプル企業群（対象企業群）より総資産利益率(ROA)が高いことがわかる。増資1年後の差は5%水準、2年後の差は1%水準、そして3年後の差は10%水準で有意な正の値になっている。また、総資産営業利益率(OPM)は増資実施の2年後と3年後において、5%水準で有意な正の差になっている。これらは、プレミアム企業群の業績が増資実施後にアウトパフォーマンスすることを示している。



第11図 増資実施前後のTobin's Q別業績パフォーマンスの推移

第 35 表 増資実施前後のプレミアム・ディスカウント別業績パフォーマンス

		基準年 (0) に対する財務期間						
パネル A: プレミアム企業群		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
	サンプル企							
総資産利	業群の中央	2.76	2.37	4.87	4.16	4.52	4.91	4.25
益率	値							
(ROA)	対象企業群							
	の中央値	2.30	2.85	4.04	3.92	3.07	3.39	3.44
	Wilcoxon							
	Z-	(0.34)	(0.09)	(1.02)	(0.13)	(2.21**)	(3.29***)	(1.67*)
	statistic							
	サンプル企							
総資産営	業群の中央	7.60	6.63	8.49	8.90	8.00	10.28	9.25
業利益率	値							
(OPM)	対象企業群							
	の中央値	6.77	7.08	8.87	8.80	7.24	7.50	6.97
	Wilcoxon							
	Z-	(0.19)	(0.17)	(0.80)	(0.41)	(1.27)	(2.52**)	(2.41**)
	statistic							
パネル B: ディスカウント企業群		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
	サンプル企							
総資産利	業群の中央	2.78	2.85	3.25	2.98	2.31	2.98	2.65
益率	値							
(ROA)	対象企業群							
	の中央値	2.82	3.08	3.80	2.80	1.54	2.06	2.22
	Wilcoxon							
	Z-	(0.10)	(0.53)	(0.50)	(0.50)	(2.28**)	(1.12)	(0.81)
	statistic							
	サンプル企							
総資産営	業群の中央	9.47	9.05	9.16	8.53	8.20	7.48	6.11
業利益率	値							
(OPM)	対象企業群							
	の中央値	8.54	8.10	9.17	8.27	4.23	5.39	4.40

Wilcoxon								
Z-	(0.45)	(0.56)	(0.73)	(0.52)	(2.60***)	(1.87*)	(1.54)	
statistic								

パネル C:

プレミアム企業群とディスカウント企業群の差

総資産利 益率 (ROA)	差	-0.01	-0.48	1.26	1.30	1.99	2.10	1.74
	Wilcoxon							
	Z-	(0.15)	(0.30)	(0.60)	(1.15)	(1.83*)	(3.15***)	(3.29***)
	statistic							
総資産営 業利益率 (OPM)	差	-1.88	-2.42	-0.68	0.37	-0.29	2.80	3.14
	Wilcoxon							
	Z-	(0.59)	(0.83)	(0.16)	(0.02)	(0.76)	(2.10**)	(2.74***)
	statistic							

(注) 括弧内は t 値の絶対値、***は 1%水準、**は 5%水準、そして*は 10%水準で有意であることを示している。財務期間における-3、-2、-1 は各々、増資実施年の 3 年前、2 年前、1 年前を示し、+1、+2、+3 は各々、増資実施年の 1 年後、2 年後、3 年後を示している。

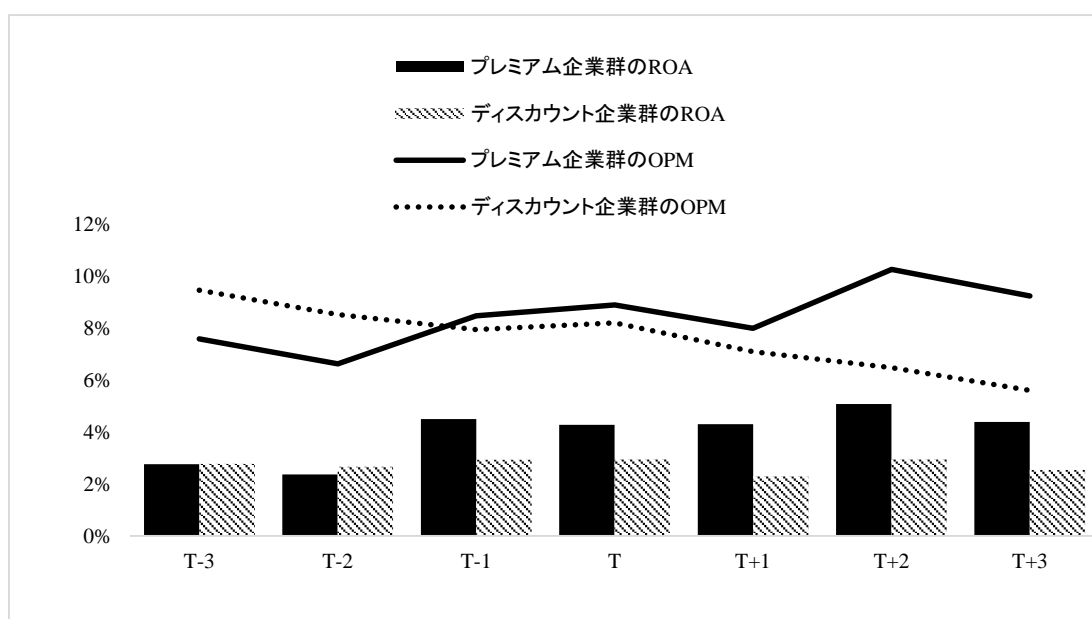
パネル B は、ディスカウント企業群の業績パフォーマンスを示している。プレミアム企業群と同様、ディスカウント企業群の業績もコントロールサンプル企業群を上回っている。総資産利益率 (ROA) は増資実施後 1 年目に 5%水準で有意な正の値になっている。また、総資産営業利益率 (OPM) は増資実施 1 年後に 1%水準、2 年後に 10%水準で有意な正の値になっている。これは、市場価格をディスカウントして新株を発行する企業においても増資実施後に業績の好調が続いたことを示している。

パネル C は、プレミアム企業群とディスカウント企業群の業績の差を示している。総資産利益率 (ROA) に関しては増資 1 年後から 3 年後まで有意に正の差が得られ (増資 1 年後は 10%水準、2 年後と 3 年後は 1%水準で有意)、プレミアム企業群がディスカウント企業群より業績が良いことがわかる。また、総資産営業利益率 (OPM) は増資実施 2 年後と 3 年後において各々、5%水準、1%水準で有意な正の差になっている。これは、増資実施後にプレミアム企業群の業績がディスカウント企業群の業績をアウトパフォームすることを示している。

さらに、第三者割当増資実施 3 年前から実施 3 年後まで、合計 7 年間の業績に関する推移を表した第 12 図を見ると、総資産利益率 (ROA) も総資産営業利益率 (OPM) も増資実施 1 年前から実施 3 年後までの期間において、プレミアム企業群がディスカウント企業群を上回って推移していることがわかる。

以上のように、第三者割当増資の実施後においてプレミアム企業群がディスカウント企業群より業績がよく、前章までで実証されたプレミアム企業群の株価アウトパフォーマン

スがファンダメンタルズ面からも支持された。第三者割当増資の短期のアナウンスメント効果において、発行価格が市場価格に対してディスカウントされる度合い（負のプレミアム）は、引受投資家による企業の所有権構造の変化が及ぼす効果（ownership 仮説）や増資実施企業との相対交渉による情報の非対称性が及ぼす効果（information 仮説）で説明されている（新関・兪（2012）参照）。しかし、本研究で実証されたプレミアム企業群の増資実施後の株価や業績のアウトパフォーマンスを考慮すると、新株に付与されたプレミアムは増資実施企業の真の高い価値を表すものであり、ownership 仮説や information 仮説によって説明されるものとは異なる（Hertzel et al.（2002）参照）。



第12図 増資実施前後のプレミアム・ディスカウント別業績パフォーマンスの推移

6. おわりに

中国上場企業の資金調達手段の中軸をなす第三者割当増資が株式市場に与える影響、とりわけ増資公表後における市場の反応は無視できないものになっている。本研究は、2009年1月1日から2010年12月31日までの間、上海・深セン取引所で行われた138件（138企業）の第三者割当増資を対象にその増資公表後の中長期の株価反応を検証している。実証分析の結果、以下のような興味深い事実を明らかにすることができた。

第1に、第三者割当増資実施後3年間に株価のアンダーパフォーマンスは発生しておらず、米国や日本の先行研究と異なる結果であった。また、Tobin's Qの高い企業群の株価パフォーマンス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。これは、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 仮説が支持されず、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。

第 2 に、中国における第三者割当増資制度の特殊性から公表から実施までの期間が長いことを考慮し、増資公表1ヶ月後から実施1ヶ月前までの株価反応を実証した。結果、Tobin's Q の高い企業群は有意に正の株価反応を示した。中国第三者割当増資の短期の株価反応が成長の機会が多い企業ほど正になることから、この株価アウトパフォーマンスは短期のアナウンスメント効果を過小に評価したことになる。また、調達された資金がプロジェクトへの投資に使用される場合、有意な正の株価反応が見られた。正の正味現在価値を有するような新規プロジェクトが存在し、増資によって調達した資金がこれに使われると投資家が予想した場合、短期の株価反応はポジティブなものになる。増資公表後の株価アウトパフォーマンスは、この短期の正の株価反応が過小であったことを示している。さらに、プレミアム企業群は有意に正の株価反応を示し、ディスカウント企業群の株価パフォーマンスを有意に上回っていた。短期のアナウンスメント効果においてもプレミアム企業群の株価反応の方が有意に上回ることから、増資公表後の株価アウトパフォーマンスは短期の株価反応が過小であったことを示す。

第 3 に、第三者割当増資実施後 3 年間の業績パフォーマンスは、増資を実施したサンプル企業全体が未実施の対象企業を上回っていた。また、Tobin's Q の高い企業群の業績は低い企業群より有意にアウトパフォームしており、米国や日本の先行研究と大きく異なる結果となった。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方が低い企業群の株価パフォーマンスを上回ることをファンダメンタルズ面から支持したことを示す。そして、プレミアム企業群の業績はディスカウント企業群の業績より有意にアウトパフォームしており、公表後のプレミアム企業群の株価アウトパフォーマンス、あるいはディスカウント企業群の株価反応を有意に上回ることをファンダメンタルズ面から支持した。これらアウトパフォーマンスは投資家が第三者割当増資公表時に期待した、あるいはそれ以上の将来収益が実現した可能性を示唆し、発行価格に上乗せされたプレミアムが企業の真の高い価値を反映していたことを意味している。

以上、増資発表後の第三者割当増資が中国株式市場に及ぼす影響を検証し、増資公表後や実施後に市場参加者にポジティブなシグナルを与えていたことを確認した。そもそも、第三者割当増資は割当先にならない投資家の所有権の希薄化、あるいは調達された資金が将来収益に結びつかない場合の利益の希薄化を招くことになる。しかし、公表時の正のアナウンスメント効果を上回る公表後や実施後の株価上昇がこのデメリットを相殺していたことになる。このようなメリットがある反面、公募増資を行わず第三者割当増資のみを行う企業は、市場に対して自己の不利益となる情報を積極的に公表しなくなるおそれがある。中国株式市場においては公募増資の規制を緩和し、公募増資が本来果たすべき機能を発揮させることが望ましいと考えられる。

残された課題は、さらにサンプル期間を増やしてより長期の分析を行うことや、第三者割当増資に代替される IPO に関する検証を行い中国企業の資金調達手段とその企業価値

の関係について明示的な結果を示すことである。

終章 終わりに

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 つの課題について検証した。これまでの分析から得られた主な結果は以下のとおりである。

まず、第 1 の課題については、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。

続いて、第 2 章および第 3 章では、第 2 の課題について検証した。第三者割当増資のアナウンスメント効果について分析した第 2 章では、米国や日本の実証結果と同様、第三者割当増資のアナウンスメントに対して、中国株式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。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。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大きく、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ほうが累積超過収益率が高く、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、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わか

る。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、中国の資本市場においても 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、先に掲げた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。

中国における新規公開増資の現行制度では、「三高問題」の解決策として、新規公開企業の公募価格のPERに対する指導が行われた。しかしながら、こうした政府による指導は、投資家に対し政府が企業の収益性に対しお墨付きを与えているといった誤解を生じさせたり、監督部門がIPOの是非だけでなく価格や規模にまで介入したりするといった弊害を生み出した。また、当局は新規公開後上場企業による公募増資の乱用問題を是正するため、2001年に公募増資に対する厳しい規制を設けた。その結果、上場企業の株式による資金調達には第三者割当増資に偏った現象が起きており、公募増資による資金調達の機能が失われた。その後、2006年に公募増資の規制が緩和されたが、第三者割当増資は上場企業の株式による主要資金調達の手段として引き続き用いられており、公募増資の本来の機能が回復されなかった。

以上のように、現行制度における非効率性はより投資価値の高い企業の上場を妨げ、成長期待の低い企業や株主還元率の低い企業の上場継続を招く恐れがある。このほか、市場のリ

スク判断力や選択能力の養成にもネガティブな影響を及ぼす可能性が高いと指摘できる。したがって、投資家保護の観点から、優良企業の上場円滑化のためにも、現行制度の改善が必要不可欠であると考え。改善案として、すでに日米などの先進国に採用された IPO 登録制への移行を提言したい。登録制の実施により、上場における判断を市場に委ね、上場審査の効率化を実現することが図られる。また、登録制は市場のリスク判断能力の育成に繋がるとともに、上場審査の効率化、上場企業間での資金獲得競争を促進することができ、上場後公募増資による資金調達機能を回復させることも期待できる。現在、中国政府は構造転換による持続的な経済成長を達成させるため、イノベーションの促進に注力している。登録制改革は中国経済にイノベーションをもたらすような成長性の高いベンチャー企業に上場機会を提供することで資金面から中国経済の構造転換を支援することや、投資家により幅広い投資機会を与えることが期待される。

以上のとおり、本論文での実証分析からは、中国における資本市場の機能に関連して従来とは異なるいくつかの重要な知見ないし結論が得られた。その意味で、本論文は中国資本市場のありように関する理解をさらに深めるうえで学術的にも重要な貢献を行いえたものではないかといえよう。その一方で、残された課題も少なくない。第1に、本論文では、IPO アンダープライシングの要因について制度変化を踏まえて期間分割のうえ期間ごとに実証分析を行ってきたが、2014年のIPO承認再開後、初日の値幅制限や公募価格 PER の指導が新たに適用されたため、上場初日から連続ストップ高となるケースが数多く観察された。こうした事実は、上場後の長期的な株価パフォーマンスをさらに詳しく検証するとともに、その要因についても明示的に分析することを要請している。第2に、第三者割当増資の標本期間としては2008年1月から2009年9月までという1年半の期間を選択としたが、標本期間をさらに増やしてより長期の分析を行うことや、分析対象を公募増資まで広げて中国企業の資金調達手段とその企業価値の関係について明示的な結果を示すことが求められる。これらについては、今後の課題としたい。

謝辞

本論文の各章は、同志社大学大学院経済学研究科博士後期課程在籍中に作成した論文をもとにしている。指導教員の鹿野嘉昭教授（同志社大学経済学部）、副指導教員の北川雅章教授（同志社大学経済学部）、新関三希代教授（同志社大学経済学部）、本論文の予備審査を引き受けてくださった安孫子勇一教授（近畿大学経済学部）、野間敏克教授（同志社大学政策学部）の諸先生方にこの場を借りて深く感謝の意を表したい。また、各章の元となる論文を報告した日本金融学会にて、有意義なコメントや励ましをくださった先生方をはじめ、本論文の作成に関わってくださったすべての方々に、ここに記して感謝の意を表したい。

初出一覧

本論文の各章は、以下の論文をもとに一部、加筆・修正を行ったものである。

序 章 書き下ろし

第1章

兪杰 (2019) 「中国における新規公開増資の実証分析」日本金融学会2019年度春季大会報告論文.

第2章

新関三希代・兪杰 (2012) 「中国における第三者割当増資の実証分析」『経済學論叢』（同志社大学）第2号，405-452ページ.

第3章

新関三希代・兪杰 (2018) 「中国第三者割当増資後の長期パフォーマンス」『経済學論叢』（同志社大学）第4号，121-161ページ.

終 章 書き下ろし

参考文献

【日本語文献】

- 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』第 19 号, 56-71 ページ.
- 福田充男 (2009) 「第三者割当増資に関する実証分析」『京都産業大学論集』(京都産業大学) 第 22 号, 127-143 ページ.
- 新関三希代・兪杰 (2016) 「中国株式市場における増資形態の特殊性」『月刊資本市場』(資本市場研究会) 第 366 号, 24-34 ページ.
- 保田隆明 (2011) 「第三者割当増資の長期株価パフォーマンスと業績推移」『商学討究』(小樽商科大学) 第 62 号, 167-183 ページ.

【英語文献】

- Allen, F., and Faulhaber, G. R. (1989) " Signaling by Underpricing in the IPO Market, " *Journal of Financial Economics*, Vol.23, pp.303-323.
- Ambarish, R., K. John, and J. Williams (1987) " Efficient Signaling with Dividends and Investments, " *Journal of Finance*, Vol.42, pp.321-344.
- Anderson, H., L. Rose, and S. Cahan (2006) " Differential Shareholder Wealth and Volume Effects Surrounding Private Placements in New Zealand, " *Pacific Basin Finance Journal*, Vol.14, pp.367-394.
- Barberis, N., A. Shleifer, and R. Vishny (1998) " A Model of Investor Sentiment, " *Journal of Financial Economics*, Vol.49, pp.307-343.
- Barclay, M., C. Holderness, and D. Sheehan (2007) " Private Placements and Managerial Entrenchment, " *Journal of Corporate Finance*, Vol.13, pp.461-484.
- Baron, D. (1982) " A Model of the Demand of Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues, " *The Journal of Finance*, Vol.37, No.4, pp.955-976.
- Benveniste, L. and Spindt, P. A. (1989) " How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues, " *Journal of Financial Economics*, Vol.24, pp.343-361.
- Brooks, L., and J. Gaham (2005) " Equity Private Placements, Liquid Assets, and Firm Value, " *Journal of Economics and Finance*, Vol.29, pp.321-336.
- Chan, K., J. Wang, and K. C. Wei. (2004) " Underpricing and Long-term Performance

- of IPOs in China, ” *Journal of Corporate Finance*, Vol.6, pp.409-430.
- Chen, S., K. Ho, C. Lee, and G. Yeo (2002) ” Wealth Effects of Private Equity Placements: Evidence from Singapore, ” *The Financial Review*, Vol.37, pp.165-184.
- Chou, W., M. Gombola, and F. Liu (2009) ” Long-run Underperformance following Private Equity Placements: The Role of Growth Opportunities, ” *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.49, pp.1113-1128.
- Courteau, L. (1995) ” Under-Diversification and Retention Commitments in IPOs, ” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.30, No.4, pp.487-517.
- Cutler, D., J. Poterba, and L. Summers (1991) ” Speculative Dynamics, ” *Review of Economics Studies*, Vol.58, pp.529-546.
- Daniel, K., D. Hirshlerfer, and A. Subrahmanyam (1998) ” Investor Psychology and Security Market Under. And Overreactions, ” *Journal Finane*, Vol.53, pp.1839-1885.
- Deng, L., H. Wang, and S. Li (2011) ” Long-run Performance following Private Placements of Equity: Investor Overoptimism or Investor Underreaction, ” *China Soft Science*, Vol.3, pp.65-84.
- Fama, E., and M. Jensen (1983) ” Separation of Ownership and Control, ” *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp.301-325.
- Fama, E., and K. French (1993) ” Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, ” *Journal of Financial and Economics*, Vol.33, pp.3-56.
- Griffin, D., and A. Tversky (1992) ” The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence, ” *Cognitive Psychology*, Vol.24, pp.411-435.
- Hanley, K.W. and William.W.J.Jr. (1995) ” Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings, ” *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, No. 2, pp.239-257.
- Heinkel, R., and E. Schwartz (1986) ” Rights versus Underwritten Offerings: An Asymmetric Information Approach, ” *Journal of Finance*, Vol.41, pp.1-18.
- Henry, M.K. Mok, and Y.V.Hui. (1998) ” Underpricing and Aftermarket Performance of IPOs in Shanghai, China, ” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.6, pp.453-474.
- Hertzel, M., and R. Smith (1993) ” Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately, ” *Journal of Finance*, Vol.48, pp.459-485.
- Hertzel, M., M. Lemmon, J. Linck, and L. Rees (2002) ” Long-run Performance following Private Placements of Equity, ” *Journal of Finance*, Vol.57,

- pp. 2595-2617.
- Jensen, M., and W. Meckling (1976) " Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure, " *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Kang, K., Y. Kim, and R. Stulz (1999) " The Underreaction Hypothesis and the New Issue Puzzle: Evidence from Japan, " *Review of Financial Studies*, Vol. 12, pp. 519-534.
- Kato, K., and J. Schallheim (1993) " Private Equity Financings in Japan and Corporate Grouping (Keiretsu), " *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 1, pp. 287-307.
- Krishnamurthy, S., P. Spindt, V. Subramaniam, and T. Woidtke (2005) " Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements, " *Journal of Intermediation*, Vol. 14, pp. 210-238.
- Lin, C., S. Chang, and S. Chen (2013) " The Over-optimism of Financial Analysts and the Long-run Performance of Firms following Private Placements of Equity, " *Finance Research Letters*, Vol. 10, pp. 82-92.
- Ljungqvist, A., Nanda.V., and Singh.R. (2003) " Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing, " *Journal of Business*, Vol. 79, No. 4, pp. 1667-1702.
- Loughran, T. and J. Ritter (1995) " Initial Public Offerings: International Insights, " *Pacific-basin Finance Journal*, Vol. 2, pp. 165-199.
- Loughran, T., and J. Ritter (1995) " The New Issues Puzzle, " *The Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 23-50.
- Loughran, T. and J. Ritter (1997) " The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings, " *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1823-1850.
- Loughran, T., and J. Ritter (2002) " Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs, " *Review of Financial Studies*, Vol. 15, pp. 413-443.
- Loughran, T., and J. Ritter (2004) " Why has IPO Underpricing Changed Over Time? " *Financial Management*, Vol. 33, No. 3, pp. 5-37.
- Lyon, D., M. Barber, and L. Tsai (1999) " Improved Methodology for Tests of Long-run Abnormal Stock Returns, " *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 165-201.
- Miller, M., and K. Rock (1985) " Dividend Policy under Asymmetric Information, " *Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 1031-1052.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny (1988) " Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, " *Journal of Financial Economics*,

- Vol. 20, pp. 293-315.
- Myers, S., and N. Majluf (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions when the Firm has Information that Investors do not have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- Rock, K. (1986) "Why New Issues Are Underpriced?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 187-212.
- Schleifer, A., and R. Vishny (1986) "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-488.
- Smith, C (1986) "Investment Banking and the Capital Acquisition Process," *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 3-29.
- Spies, K. and J. Affleck (1995) "The Long-run Performance following Seasoned Equity Issues," *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, pp. 243-267.
- Su, D.W., and B.M. Fleisher. (1999) "An empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 7, pp. 173-202.
- Tan, R., P. Chng, and Y. Tong (2002) "Private Placements and Rights Issues in Singapore," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 10, pp. 29-54.
- Welch, I. (1989) "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, Vol. 44, No. 2, pp. 421-449.
- Wruck, K. (1989) "Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, pp. 3-28.
- Wruck, K., and Y. Wu (2009) "Relationships, Corporate Governance, and Performance: Evidence from Private Placements of Common Stock," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, pp. 30-47.

【中国語文献】

- 黄健 (2008) 「我国 A 股市场公开增发新股公告效应的实证研究 (我が国の A 株株式市場における公募増資のアナウンスメント効果に関する実証分析)」『上海财经大学論集』 (上海财经大学) 第 5 号, 30-98 ページ.
- 陆正飞・叶康涛 (陸正飛・葉康濤) (2004) 「中国上市公司股权融资偏好解析 (中国上場企業株式融資選好解析——株式融資の選好は融資のコストが低いためのものか)」『経済研究』 (中国社会科学院) 第 4 号, 55-68 ページ.
- 施东晖 (施東暉) (2000) 「股权结构公司治理与业绩表现 (株主の構成とコーポレート・ガバナンス)」『世界経済』 第 12 号, 68-75 ページ.
- 沈芸峰・田静 (1999) 「中国上市公司融资成本的定量研究 (中国上場企業資本コストの定

量研究)』『経済研究』(中国社会科学院)第1号, 27-38 ページ.

章卫东(章衛東)(2008)『定向增发新股理论与实证(第三者割当増資に関する理論と実証分析)』経済科学出版社.