

【論 説】

中国における第三者割当増資の実証分析*

新 関 三 希 代
愈 傑

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・深圳証券取引所A株株式市場、および新興市場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

* 本論文は、同志社大学の鹿野嘉昭教授と和田美憲准教授から貴重なコメントを頂いている。

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¹⁾。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²⁾。

1) 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。

2) 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。

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³⁾。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⁴⁾。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A株株式市場で行われた

3) 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。
4) 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、発行企業は金融商品取引所に報告する義務がある。

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、新興市場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・深圳取引所 A 株株式市場、および新興市場で公表された 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⁵⁾。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。

本論文の構成は、以下のようになっている。第 2 章では、中国における第

5) 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。

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章では、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章では、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章では、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・深圳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き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、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) 株主割当発行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月に中国证券监督管理委员会は、「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。

この現状を受け、中国证券监督管理委员会は、「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思われる。

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き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3.2億株を公开发行し、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、中国证券监督管理委员会は、「上場企業公开发行株式の暫定規定」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的主要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、経営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⁶⁾。

この現状を受け、2001年3月に中国证券监督管理委员会は、「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」

6) 1999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。深圳株式指数も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。

において、企業の経営業績に対する基準が引き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、大株主は自ら引き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」が發布され、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・深圳取引所における第三者割当増資を引き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」を發布し、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1表のようになる。

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」を公表した。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によって通過しなければならない。取得した株式は取得日より36ヵ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ヵ月経過しなければ譲渡できない。

第1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、あらかじめ国務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。 ④現任の役員や重要な管理人員が直近の36ヵ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ヵ月以内に証券取引所によって処分された場合。 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。 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。

(注)* 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。

(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。

第2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

(注) * 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、あらかじめ国务院の許可が必要である。

以上のように、2005年10月に「新証券法」が公布されて以降、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2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、経營業績、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

第3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 (億円)	件数	金額 (億円)	件数	金額 (億円)
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	2,670.10
2008年	4	40.66	29	518.23	108	1,759.87
2009年	4	59.27	14	261.69	119	2,749.89
合 計	19	339.42	84	1,836.07	410	8,116.46
比率 (%)	3.7	3.3	16.4	17.8	79.9	78.9

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⁷⁾。

第3表は、2005年から2009年にかけて、中国A株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⁸⁾。2005年に第三者割当増資に関する法律が整備されて以降、件数や調達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、

7) 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。

8) データは、データ情報会社 Wind から収集している。

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年までに第三者割当増資の件数は410件に上り、増資額は8116.46億円（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⁹⁾。中国における公募増資の調達額合計が1836.07億円（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）¹⁰⁾。

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2つに分類することができる。第1に、第三者割当増資を引

9) 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。

10) 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、公募増資とはほぼ同じ意味合いを持つと考えられている。

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トレン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トレン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反面、経営者のエントレンチ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）でエントレンチ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¹¹⁾。

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き受けた場合、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き受けた場合には、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¹²⁾。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意味し、企業価値に対する負のシグナルを与えることになる。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

11) この負の因果関係について、銀行が引き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。

12) 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。

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には、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、新興市場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・深圳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・深圳証券取引所 A 株株式会社市場と新興市場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

第4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

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¹³⁾。

第4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。

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

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

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1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>) や深圳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4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。

13) 1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。

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Hertzel 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。新興市場を加えた福田(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%）。

第5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
上海証券取引所での件数	40	14	33	87
深圳証券取引所での件数	13	12	10	35
新興市場での件数	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。

しかし、Hertzel 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5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 割にも上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¹⁴⁾。

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き受ける投資家は、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

14) Tan, 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。

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する成長性の期待、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。中国国家統計局のデータによると¹⁵⁾、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6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¹⁶⁾。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れのであれば、プレミアム状態でも増資を積極的に引き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¹⁷⁾。

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 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

15) 中国国家統計局のホームページ（<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。

16) 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。

17) 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。

第6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。

ンスメント効果を期待させる。

さらに、第6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

第7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き受けた案件は、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。

自己資本比率は、約6%高くなっている¹⁸⁾。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には、財務健全性に関するリスク（倒産リスク）の低さが反映されていると考えられる¹⁹⁾。

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）が引き受けた第三者割当増資の件数を発行価格別に示すと、第7表のようになる。サンプル期間において、機関投資家がもっとも多く新株を引き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

18) 両者の差は、10%水準で有意である。

19) 中国の第三者割当増資におけるプレミアム率の決定要因については、別途、論文を作成中である。

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²⁰⁾。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き受けている。

4.2 株価反応

本稿では、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、深圳成分指数、そして新興市場指数の日次収益率)、 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

20) 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。

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8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、中国の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： $\overline{CAR}(-10, t-i)$ を見ると、上海証券取引所A株市場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、深圳証券取引所A株市場と新興市場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A株市場において、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8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 A 株市場				
$t-i$	\overline{AR}	t の絶対値	$\overline{CAR}(-10, t-i)$	t 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			
深圳証券取引所 A 株市場				
$t-i$	\overline{AR}	t の絶対値	$\overline{CAR}(-10, t-i)$	t 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			

新興市場

$t-i$	\overline{AR}	t の絶対値	$\overline{CAR}(-10, t-i)$	t 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をイベント期間を細かく区切ってみると, 第9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A株市場に上場する企業で1.712%であり, 5%水準で有意になっている。また, 深圳証券取引所A株市場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, 新興市場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。

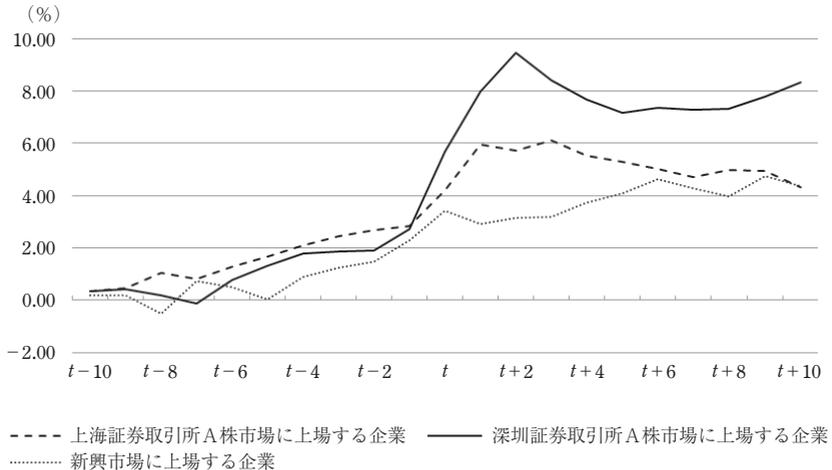
米国の第三者割当増資を実証したWruck(1989)では, 公表時の平均超過収益率: \overline{AR} が1.89%, $\overline{CAR}(-3, 0)$ は4.41%で有意な正の値になっている。また, Hertz and Smith(1993)は, $\overline{CAR}(-3, 0)$ が4.2%と有意な正の株価反応を実証している。さらに, 日本においては, Kato and Schallheim(1993)が4.98%の $\overline{CAR}(0, 1)$, 福田(2009)が4.02%の $\overline{CAR}(-1, 0)$ と, いず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1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8表の推定結果を加味すると, 深圳証券取引所A株市場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, 新興市場に上場する企業の平均累積超過収益率は, 低

第9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 A 株市場に上場する企業		深圳証券取引所 A 株市場に上場する企業		新興市場に上場する企業	
	\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) 平均累積超過収益率を示している.

第1図 証券取引所別の平均累積超過収益率 ($\overline{CAR}(-10, 10)$)

い水準で推移している. 深圳証券取引所 A 株市場は, 上海証券取引所 A 株市場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。

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市場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、リスクの高い新興市場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、新興市場に上場している企業か否か、新興市場企業ダミー： 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,

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

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

第10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_{adi})	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 は, %表示になっている。

変数の記述統計量を示すと、第10表のようになる²¹⁾。

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

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11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： 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²²⁾。

21) 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6表、第7表、そして第8表を参照。

22) 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7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。また、機関投資家が単独の割当先になっているというダミー変数： INS を Single に加えた実証も行っているが、全てのケース： FUL , DIS , PRE で有意な係数は得られなかった。

第11表 調整済超過収益率の回帰分析 (推定結果)

	<i>FUL</i>	<i>FUL</i> (Single)	<i>DIS</i>	<i>DIS</i> (Single)	<i>PRE</i>	<i>PRE</i> (Single)
説明変数	推定係数 (<i>t</i> 値)	推定係数 (<i>t</i> 値)	推定係数 (<i>t</i> 値)	推定係数 (<i>t</i> 値)	推定係数 (<i>t</i> 値)	推定係数 (<i>t</i> 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 (<i>FP</i>)	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 (<i>BMR</i>)	-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 (<i>LFZ</i>)	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 (<i>FD</i>)	-0.250 (0.047)	-1.821 (0.337)	-0.957 (0.138)	-3.196 (0.464)	-45.846*** (3.708)	-46.189*** (3.711)
新興市場 企業 (<i>VD</i>)	0.027 (0.009)	0.938 (0.325)	-0.338 (0.056)	1.212 (0.203)	0.785 (0.284)	0.664 (0.230)
大株主持 分比率 (<i>SH</i>)	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 (<i>OWN</i>)	-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 (<i>PRI</i>)	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 (<i>INS</i>)	-9.680*** (3.325)	-	-6.795 (0.196)	-	-7.563** (2.513)	-
<i>F</i> 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, * 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* は新興市場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²³⁾）。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 や新興市場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

23) 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。

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 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

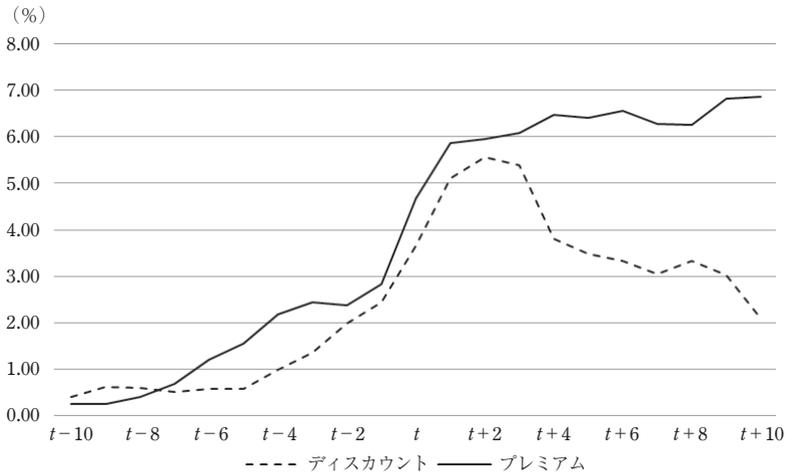
改善に使われ、将来収益が期待できるプロジェクトに回らないという情報は、企業価値に対して負の効果を及ぼしたと考えられる。また、増資による外部からの資金調達そのものが現在キャッシュフローの少なさを露呈し、負のシグナルになったと考えられる（Miller and Rock 1985, 参照）。これらは、プレミアム状態での第三者割当増資においては、Hertzel and Smith (1993) が指摘する情報の非対称性効果が効きにくいことを示唆している。

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²⁴⁾。

5.3 プレミアムとアナウンスメント効果

第4章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2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、

24) Anderson, 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。

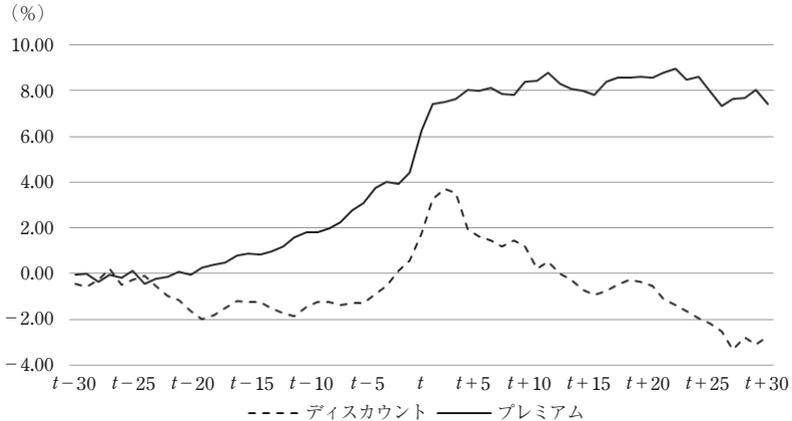


第2図 発行価格別の平均累積超過収益率 ($\overline{CAR}(-10,10)$)

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。

さらに、より長期における株価の反応をみてみると、第3図のようになる。これは、増資公表30日前から30日後までの平均累積超過収益率： $\overline{CAR}(-30,30)$ の推移を各発行価格別（ディスカウントとレミアム）に示したものである²⁵⁾。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、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

25) 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。



第3図 発行価格別の平均累積超過収益率 ($\overline{CAR}(-30, 30)$)

を実証した Anderson, Rose and Cahan (2006) と同様の結果で²⁶⁾、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。

なお、平均超過収益率： \overline{AR} や平均累積超過収益率： $\overline{CAR}(-10, 10)$ 、 $\overline{CAR}(-30, 30)$ とディスカウント率の相関係数を求めると、第12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があることがわかるが、平均累積超過収益率： $\overline{CAR}(-10, 10)$ 、 $\overline{CAR}(-30, 30)$ 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、

26) Anderson, Rose and Cahan (2006) は、 $\overline{CAR}(-10, 30)$ 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。

第12表 ディスカウント率と超過収益率の相関係数

	\overline{AR}	$\overline{CAR}(-10, 10)$	$\overline{CAR}(-30, 30)$
全サンプルの相関係数 (160 件)	5.839	-11.572	-8.314
ディスカウントの相関係数 (63 件)	20.769	11.031	11.834
プレミアムの相関係数 (97 件)	6.682	-9.167	-6.061

(注) 単位は%で、 \overline{AR} は平均超過収益率、 $\overline{CAR}(-10, 10)$ は公表10日前から日後までの平均累積超過収益率、そして $\overline{CAR}(-30, 30)$ は公表3日前から3日後までの平均累積超過収益率を示している。

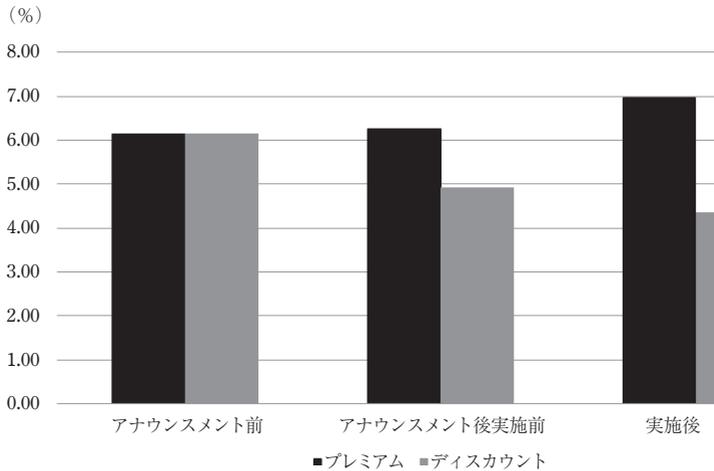
プレミアム率(負のディスカウント率)が大きいほど株価が上昇することを示し、シンガポールにおける第三者割当増資を実証した Tan, Chan and Tong (2002) と同様の結果になっている²⁷⁾。

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4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

27) 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4図 発行価格別のROEの推移

上昇している²⁸⁾。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。

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・深圳取引所A株株式市場、および新興市場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

28) プレミアム率の決定要因や長期のパフォーマンスについては、別途、論文を作成中である。

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。

【参考文献】

- 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.
- Barclay, M., C. Holderness and D. Sheehan (2007) "Private Placements and Managerial Entrenchment," *Journal of Corporate Finance*, Vol.13, pp.461-484.
- Brooks, L. and J. Gaham (2005) "Equity Private Placements, Liquid Assets and Firm Value," *Journal of Economics and Finance*, Vol.29, pp.321-336.

- 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.
- Fama, E. and M. Jensen (1983) "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp.301-325.
- Heinkel, R. and E. Schwartz (1986) "Rights versus Underwritten Offerings: An Asymmetric Information Approach," *Journal of Finance*, Vol.41, pp.1-18.
- Hertzel, M. and R. Smith (1993) "Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately," *Journal of Finance*, Vol.48, pp.459-485.
- 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.
- 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. Woitke (2005) "Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements," *Journal of Intermediation*, Vol.14, pp.210-238.
- 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.
- 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.
- Tan, R., P. Chng and Y. Tong (2002) "Private Placements and Rights Issues in Singapore," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.10, pp.29-54.
- 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.
- 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.
- 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.
- 黄健 (2008) 「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」『上海財経大学論集』(上海財経大学) 第 5 号, 30-98 ページ.
- 章衛東 (2008) 『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.
- 施東暉 (2000) 「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.
- 陸正飛・葉康濤 (2004) 「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.

(にいぜき みきよ・同志社大学経済学部)

(ゆ けつ・同志社大学大学院経済学研究科後期課程)

The Doshisha University Economic Review Vol.64 No.2

Abstract

Mikiyo Kii NIIZEKI and Jie YU, *Private Equity Placements and the Market Responses in China*

Recently, many firms have issued new equities privately in the Chinese stock markets. This paper empirically examines the announcement effects of private equity placements in China. We obtained the following three results: First, private placements of equity are associated with positive abnormal returns. Moreover, there is a strong positive relationship between abnormal announcement returns and price when shares are placed, suggesting that the placement price conveys important information regarding firm quality and value. Second, when the value of firm equity depends largely on intangible assets, a more positive abnormal return is found when the firm's investment opportunities are large relative to assets in place. This suggests the use of private placements to signal undervaluation. We also found that the market reacts more favorably to issue to the corporation blockholders, singly. Third, private placements issued at a premium exhibit a permanent positive impact on firm value, in contrast to those issued at a discount.