

【論 説】

中国第三者割当増資後の長期パフォーマンス*

新 関 三 希 代
兪 傑

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1,168件に達し、資金調達額は21,301億元にも上っている。2005年から2013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公募増資の案件とその資金調達額が各々111件と2,645億元であることから、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A株株式市場での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

* 本論文は、同志社大学の鹿野嘉昭教授と北川雅章教授から貴重なコメントを頂いている。

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を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に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、本稿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¹⁾。

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日前から株価が累積で平均1.72%上昇した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%であったことが報告されている。中国の第三者割当増資

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。

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%、深圳証券取引所で 5.38%、そして新興市場で 2.14%であった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的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) においては、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'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%、-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・深圳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 Hertzelt, *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マンス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マンスすることを実証し、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関・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。

本稿では、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なのか (under reaction 仮説) を明らかにする。さらに、第三者割当増資実施後の企業業績に関し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日までの間に上海・深圳取引所で行われた138件(138企業)の第三者割当増資とする²⁾。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、第一に、増資実施後3年間において、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。第二に、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。第三に、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'Qの中央値を用いて、サンプル企業をTobin'Qの高い企業群とTobin'Qの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

2) ここでは、短期の実証分析を行った新関・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、サンプル期間が新関・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。

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、第一に、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'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。

第二に、増資公表後から実施前までの期間において、Tobin'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。

第三に、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'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

トパフォーマンスすることが確認された。これらは、Tobin'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。

本論文の構成は、以下のようになっている。第2章では、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章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章では、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章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。第一に、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）。第二に、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ふ自信過小 (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 仮説) 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 Hertznel *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。

Hertznel *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'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'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ムすることを確認した。しかし、Tobin'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'Q の高い企業群と低い企業群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'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'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'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おいて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%、

-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）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マンス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マンスしているが、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、投資家は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があることを示している。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とに分類し、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）。

Spiss and Graves (1995) や Loughran and Ritter (1995) 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ムしており、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ム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・深圳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³⁾。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・深圳証券取引所 A 株株式市場と新興市場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 1 表は、用いたサンプルの記述統計量を示している。ここで、各変数は

3) 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関・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、サンプル期間が新関・兪（2012）とは若干異なっている。

第1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'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。

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。

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

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

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

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

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

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 年間を対象期間として、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、次の三つの指標を用いた分類を行うことにする。第一に、Tobin'Q の中央値である 1.36 を基準とし、サンプル企業を Tobin'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。第二に、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。第三に、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 ケ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⁴⁾。

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

4) 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・倉, 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。

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。

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

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)。

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

各超過収益率を Tobin'Q 別に示すと、第 2 表のようになる。Tobin'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'Q の低い企業群の \overline{CAR}_m は - 7.71% と負の値を示

第 2 表 増資後 3 年間の Tobin'Q 別超過収益率

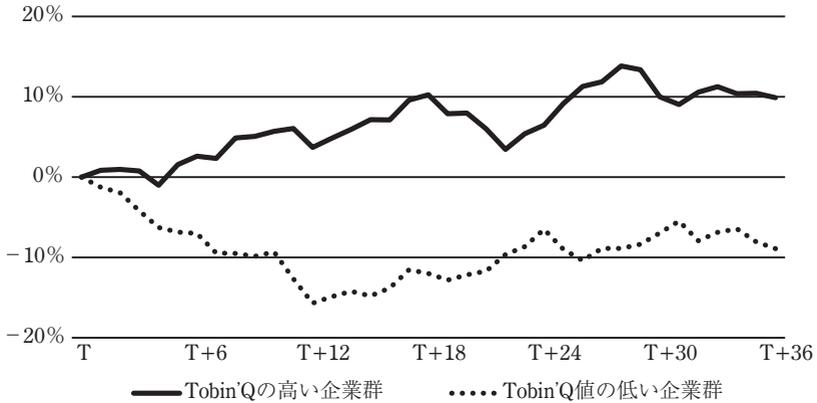
	Tobin'Q の高い企業群 ($N=68$)	Tobin'Q の低い企業群 ($N=68$)	二つの企業群の差
パネル A 増資実施後 3 年間の累積超過収益率：CAR			
CAR の平均値	9.90%	-7.71%	17.61%
CAR の中央値	3.86%	-6.50%	10.36%
<i>t</i> -statistic	(1.417)	(1.231)	(1.877*)
パネル B 増資実施後 3 年間の Buy and Hold 超過収益率：BHAR			
BHAR の平均値	12.96%	-7.58%	20.54%
BHAR の中央値	1.72%	-4.69%	6.41%
<i>t</i> -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, * は 10% 水準で有意であることを示す。

した (いずれも有意ではない)。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'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 (いずれも有意ではない)。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マンスしないことを示している。

また、増資実施後 3 年間に於いて、Tobin'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{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'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マンス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'Q 別に推定すると、第 1 図のようになる。増資実施後 3 年間で Tobin'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'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 1 表



第1図 増資後3年間のTobin's Q別平均累積超過収益率： \overline{CAR}_m の推移

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%もアウトパフォーマンス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{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{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{BHAR}_m が -19.99% と有意な負の値になっている。

Deng, Wang and Li (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、成長の機会が多い企業の株価がよりアウトパフォーマンス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 3 表 増資後 3 年間の資金用途別超過収益率

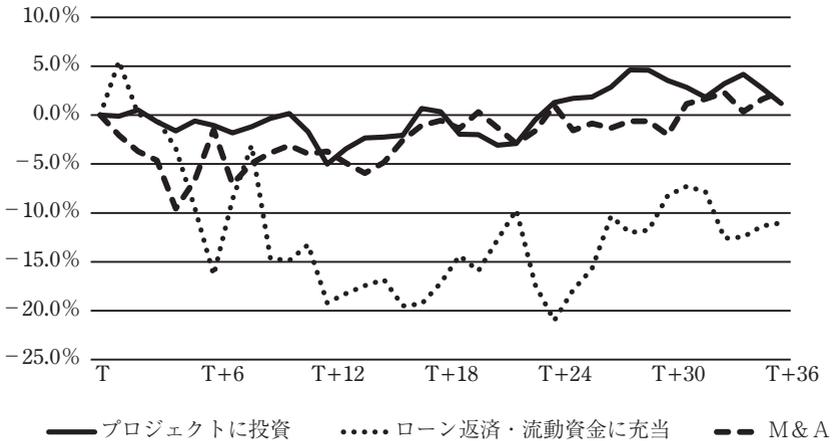
	プロジェクトに投資 ($N = 94$)	ローン返済・ 流動資金に充当 ($N = 10$)	M&A ($N = 75$)
パネル A	増資実施後 3 年間の累積超過収益率：CAR		
CAR の平均値	1.19%	-11.02%	2.40%
CAR の中央値	3.21%	-22.46%	-0.96%
<i>t</i> -statistic	(0.197)	(0.549)	(0.323)
パネル B	増資実施後 3 年間の Buy and Hold 超過収益率：BHAR		
BHAR の平均値	2.17%	-0.08%	3.52%
BHAR の中央値	0.23%	-15.84%	1.17%
<i>t</i> -statistic	(0.332)	(0.004)	(0.477)

(注) N はサンプル数, 括弧内は t 値の絶対値を示す。

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 3 表のようになる⁵⁾。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 (いずれも

5) 本稿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。



第2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

有意ではない)。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（いずれも有意ではない）。

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2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。

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。

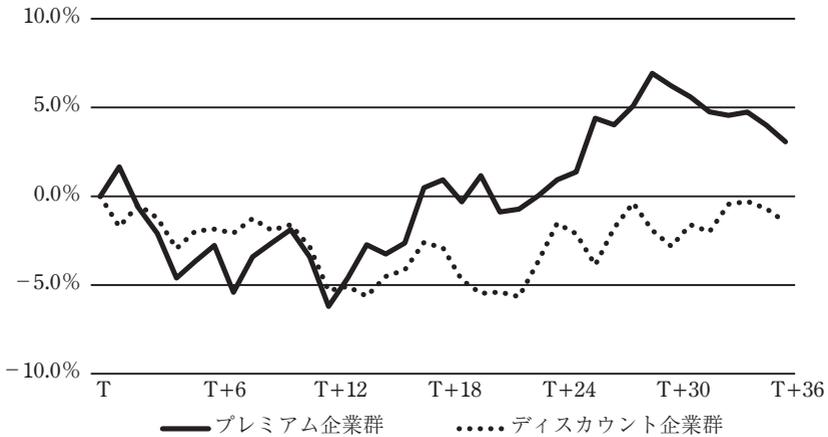
各超過収益率をプレミアム企業群とディスカウント企業群に分類して示すと、第4表のようになる。

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 (いずれも有意ではない)。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

第4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 値の絶対値を示す.



第3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

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3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マンスしていることがわかる。

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（新聞・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；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⁶⁾。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5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おいて議決し、第三者割当増資の草案を公表する。草案の内容には発行株数の範囲、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。

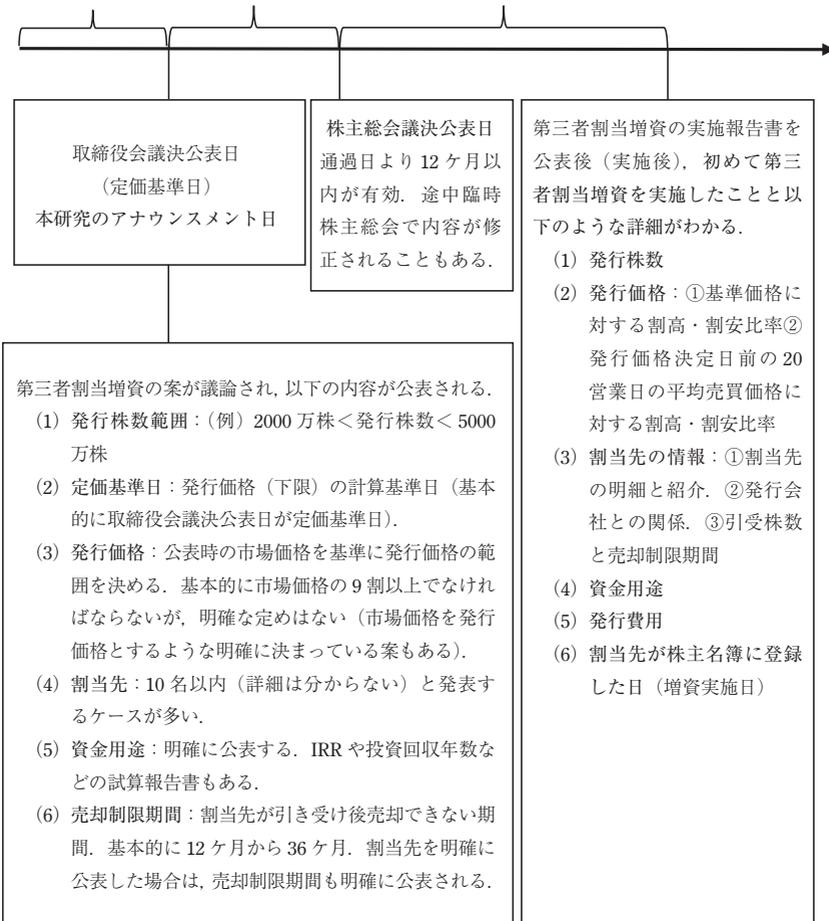
以上のように、中国における第三者割当増資は取締役会の議決公表から実施まで約1年を要することになる。実際、本稿で用いたサンプルの中で最短の案件で6ヶ月、最長の案件では31ヶ月もかかっている。そこで、中国における第三者割当増資の長期株価パフォーマンスに関して、増資公表の翌月から実施の前月までの株価パフォーマンスを分析し、結果を検証することにする。

公表の翌月から実施の前月までの各超過収益率をTobin'Q別に示すと、第6表のようになる。この期間、Tobin'Qの高い企業群の平均累積超過収益率：

6) 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 5 表 中国における第三者割当増資の流れ

定価基準日前の 20 営業日の平均売買価格が発行価格の計算基準。基準価格は公表時の市場価格。	取締役会で決定した第三者割当増資の案は基本的に 1 ヶ月以内に株主総会に提出。	中国証券監督委員会による審査。約 3 ヶ月から 6 ヶ月間。	中国証券監督委員会の許可を得たことが公表。これより 6 ヶ月以内に実施しないと許可が無効。	中国における第三者割当増資は取締役会の発表から実施まで 1 年以上かかる。
------------------------------------------------	-----------------------------------------	--------------------------------	-----------------------------------------------	---------------------------------------



第6表 公表後から実施前までの Tobin'Q 別超過収益率

	Tobin'Q の高い企業群 ($N=68$)	Tobin'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%
<i>t</i> -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%
<i>t</i> -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す。

\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マンスすることを示している。なお, Tobin'Q の低い企業群の平均超過収益率や Tobin'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。

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。

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7表のようになる。ここで, 資金用途はプロジェクトへの充当, ロー

第 7 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%
<i>t</i> -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%
<i>t</i> -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, * は 10%水準で有意であることを示す.

ン返済や流動資金への充当, そして M&A である.

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 (有意ではない). 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 (いずれも有意ではない).

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 (新聞・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.

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 8 表

第8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, * は 10% 水準で有意であることを示す.

のようになる.

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が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'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マンスしている。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⁷⁾

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

7) 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て業績パフォーマンスを比較することはできない。

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）。

業績パフォーマンスを Tobin'Q の中央値で分けて示すと、第9表のようになる。パネル A から、増資実施後 Tobin'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'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。

パネル B は、Tobin'Q の低い企業群の業績パフォーマンスを示している。Tobin'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'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'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'Q の高い企業群は増資1年前から低い企業群より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'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ムしていることが確認できる。

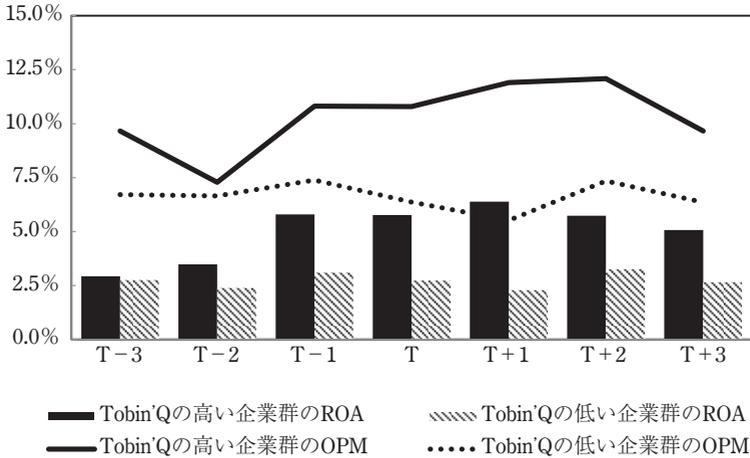
Hertzel, *et al.* (2002) 等の米国の先行研究と異なり、中国においては成長の機会が多く存在する企業の増資前の業績は決して悪いものではなく、投資家が業績の改善度合いの見通しを過度に楽観視することはない。逆に、投資家が期待した通り、あるいはそれ以上に増資実施後の業績が良くなっている。

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4図を見ると、増資実施前から総資産利益率（ROA）

第 9 表 増資実施前後の Tobin'Q 別業績パフォーマンクス

		基準年 (0) に対する財務期間						
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
パネル A								
Tobin'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
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-statistic		(0.47)	(0.39)	(0.96)	(0.43)	(2.27**)	(1.98**)	(1.80*)
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
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-statistic		(0.56)	(0.50)	(1.08)	(0.63)	(1.99**)	(3.05***)	(2.93***)
パネル B								
Tobin'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
対象企業群の中央値		2.12	2.55	2.88	2.46	1.75	1.84	2.29
Wilcoxon Z-statistic		(0.90)	(0.50)	(0.94)	(0.20)	(1.99**)	(2.50***)	(0.68)
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-statistic		(0.11)	(0.04)	(0.33)	(0.62)	(1.13)	(1.43)	(1.11)
パネル C								
Tobin'Q の高い企業群と Tobin'Q の低い企業群の差								
差		0.19	1.09	2.70	3.03	4.09	2.48	2.41
Wilcoxon Z-statistic		(0.66)	(1.56)	(3.43***)	(3.99***)	(4.39***)	(4.32***)	(4.87***)
差		2.95	0.62	3.43	4.43	6.38	4.75	3.31
Wilcoxon Z-statistic		(0.81)	(0.67)	(1.66*)	(2.48***)	(2.52***)	(2.90***)	(2.74***)

(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す。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 年後を示す。



第4図 増資実施前後の Tobin'Q 別業績パフォーマンスの推移

も総資産営業利益率（OPM）も Tobin'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ムし、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'Q の高い企業群の株価がアウトパフォーム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10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

第 10 表 増資実施前後のプレミアム・デイ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						
	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
パネル A プレミアム企業群							
サンプル企業群の中央値	2.76	2.37	4.87	4.16	4.52	4.91	4.25
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-statistic	(0.34)	(0.09)	(1.02)	(0.13)	(2.21**)	(3.29***)	(1.67*)
サンプル企業群の中央値	7.60	6.63	8.49	8.90	8.00	10.28	9.25
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-statistic	(0.19)	(0.17)	(0.80)	(0.41)	(1.27)	(2.52**)	(2.41**)
パネル B デイスカウント企業群							
サンプル企業群の中央値	2.78	2.85	3.25	2.98	2.31	2.98	2.65
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-statistic	(0.10)	(0.53)	(0.50)	(0.50)	(2.28**)	(1.12)	(0.81)
サンプル企業群の中央値	9.47	9.05	9.16	8.53	8.20	7.48	6.11
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-statistic	(0.45)	(0.56)	(0.73)	(0.52)	(2.60***)	(1.87*)	(1.54)
パネル C プレミアム企業群とデイスカウント低い企業群の差							
差	-0.01	-0.48	1.26	1.30	1.99	2.10	1.74
Wilcoxon Z-statistic	(0.15)	(0.30)	(0.60)	(1.15)	(1.83*)	(3.15***)	(3.29***)
差	-1.88	-2.42	-0.68	0.37	-0.29	2.80	3.14
Wilcoxon Z-statistic	(0.59)	(0.83)	(0.16)	(0.02)	(0.76)	(2.10**)	(2.74***)

(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す。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 年後を示す。

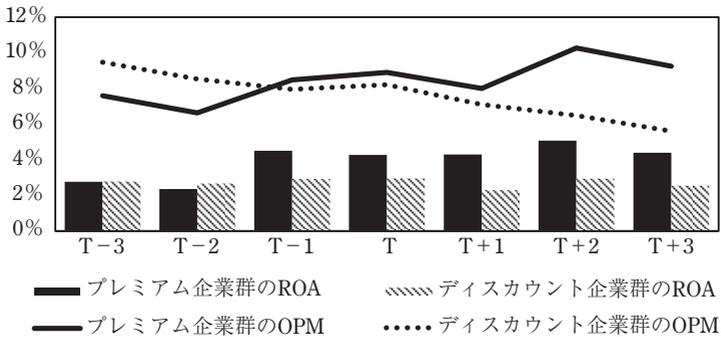
資実施後にアウトパフォームすることを示している。

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 5 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より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



第5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

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, 本稿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)。

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日までの間に, 上海・深圳取引所で行われた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。

第一に, 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'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。

第二に、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'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。

第三に、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'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'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

トパフォーマンスしており、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、発行価格に上乘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拡大してより長期の分析を行うこと、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。

【参考文献】

- Barberis, N., A. Shleifer and R. Vishny (1998) "A Model of Investor Sentiment", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 307-343.
- 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.

- 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 of Finance*, 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 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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 (1997) “The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings”, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1823–1850.
- 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.
- 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.
- Smith, C. (1986) “Investment Banking and the Capital Acquisition Process”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 3–29.
- Spiess, K. and J. Affleck (1995) “The Long-run Performance following Seasoned Equity Issues”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, pp. 243–267.
- 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.
- 新関三希代・兪傑 (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 64 卷第 2 号, 405–452 ページ.
- 新関三希代・兪傑 (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.

(にいぜき みきよ・同志社大学経済学部教授)

(ゆ けつ・同志社大学大学院経済学研究科後期課程)

Abstract

Mikiyo Kii NIIZEKI and Jie YU, *Long-run Performance Following Private Placements of Equity in China*

Recently, many firms in China have conducted private placements of offerings at a premium. This paper empirically examines their post-offering long-run performance in China. Our results show that the post-offering performance of private placements is related to growth opportunities and the premium on offering prices. We found that firms with high Tobin's q experience not only strong stock price performance, but also strong operating performance after issue. Moreover, we found significant outperformance in stock returns following the announcement before of issue for firms with high Tobin's q and a premium on the offering prices. We further examined the overoptimism and underreaction hypotheses. Our results are consistent with the view that investors under-react to the announcement of private placements.

