

中国における新規公開増資の実証分析

同志社大学大学院生 俞 杰

要旨

新規公開増資（IPO）の初値が公募価格を下回るという IPO アンダープライシングの発生原因を巡り、数多くの研究が行われている。しがしながら、IPO アンダープライシングに関する決定的な要因は示されておらず、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る。そこで、本研究では、中国株式市場における IPO 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った三つの角度から、最近のデータを用いて実証的に検討のうえ、アンダープライシングの要因について検証する。

実証分析の結果、中国の株式市場においても、他国の市場と同様に IPO はアンダープライシングの状況にあることがわかった。具体的にいうと、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・管理するというかたちで新規公開増資を主導した時期においては、初日の株価パフォーマンスがほとんど 100%を上回った。2005 年の保証推薦制移行後から 2012 年までは、約 3 分の 2 の IPO がアンダープライニングの状況にあった。また、2014 年に公開初日の値幅制限や発行価格 PER の指導が適用されてからは、公開初日から連続ストップ高のケースが多く観察された。

このような中国株式市場での IPO に関する分析結果は、規模の大きい企業ほど情報の非対称性の度合いが小さくなるため、アンダープライニ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、公募価格の PER が低い銘柄ほど、上場初日の株価反応が大きくなることも判明した。2012 年以前の新規公開増資の場合、個人投資家公募倍率が高ければ、公開初日における株価の上げ幅も大きくなっていたことが見出された。この事実は、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情報カスケード仮説と整合的であることを示唆している。また、2014 年以降の新規公開増資については、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がわかった。