

中国株式市場における 増資形態の特殊性



同志社大学 経済学研究科 教授 **新関 三希代**
同志社大学 経済学研究科 後期課程 **兪 傑**

1. はじめに

中国株式市場では、経済発展に伴う資金需要の大幅な伸びを背景に有償増資が活発に行われている。日本や米国においては、大規模な有償増資の多くが公募増資によって行われているが、中国では第三者割当増資によって実施されている。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（図表3参照）。これは、公募増資による資金調達額の10倍になっており、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。

一方、新規公開増資（IPO）は2013年までに1,160件に達し、資金調達額は17,876億元にも上っている（図表2参照）。しかし、リーマンショック後の中国株式市場の低迷を背景に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った。資本市場が整備されている日本や米国において、このようなIPOの停止（規制）は考えにくい状況である。本稿では、中国特有の増資形態、IPOと第三者割当増資の概況について説明する。

〈目次〉

1. はじめに
2. IPOの制度の変遷と概況
3. 第三者割当増資の概況
4. 第三者割当増資の実証分析
5. おわりに

(図表1) IPO制度の変遷

期間	制度	中国証券監督委員会の役割	上場実績
1980年代半ば ～1992年末	規則無	株式市場の集中管理が行われる。 1992年10月国務院証券委員会、中国証券監督委員会が誕生する。	1991年12月までに中国全国の株式会社は3,220社、内株式公開発行の会社は89社。 1992年12月までに上海・深圳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	許可制 「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。
2004年～	許可制 「保証推薦制」	新規上場の是非を個別に審査、認可する。	2013年までに上場会社は1,160社、資金調達額は1兆7,876億元。

(資料) 中国証券監督委員会、上海証券取引所、深圳証券取引所のホームページより作成。

さらに、中国における第三者割当増資の多くは、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ている（図表9参照）。これは、約9割がディスカウント状態で実施されている日本や米国の第三者割当増資とは大きく異なる点である。このような特殊な第三者割当増資の実施が中国株式市場に与える影響はどのようなものか、実証的に解明する。

■ 2. IPOの制度の変遷と概況

中国の新規上場（IPO）の制度は、図表1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年代の半ばから中国証券監督委員会が設立された1992年10月までである。この時期は、新規上場に関する具体的なルールがなく、上場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。各地方政府には統一の審査基準がなく、審査の一

貫性に欠ける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、中国証券監督委員会が誕生した。

第二段階は、1993年から2000年までの期間である。中国証券監督委員会の誕生によって、地方政府が主導した新規上場は、中央政府による集中管理となった。具体的に、政府は国有企業の中で標的企業を選出し、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5,000億元となった。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。そのため市場の効率性が低下し、中国株式市場の発展に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

(図表2) 新規上場の状況

年度	上海メインボード		深圳メインボード		中小板		創業板	
	件数	金額(億元)	件数	金額(億元)	件数	金額(億元)	件数	金額(億元)
2005	3	29	0	0	12	29	0	0
2006	13	1,180	0	0	52	161	0	0
2007	23	4,380	0	0	100	391	0	0
2008	5	734	0	0	71	301	0	0
2009	9	1,251	0	0	54	424	36	204
2010	26	1,920	0	0	204	2,028	117	963
2011	38	1,014	0	0	115	1,019	128	791
2012	25	356	0	0	55	349	74	351
2013	0	0	0	0	0	0	0	0
合計	142	10,864	0	0	663	4,702	355	2,310
比率(%)	12.24	60.77	0.00	0.00	57.16	26.30	30.60	12.92

(資料) 上海万得信息技术株式会社のデータベースより作成。

規模(発行株数や公募価格)に関して、国有証券会社が決定できるようになった。具体的に、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た。2004年以降、この枠が撤廃され、証券会社の保証推薦(日本の主幹事にあたる)による上場に転換した。このように自由化された中国IPO市場は大きく発展し、2005年から2013年までに1,160社が上場し、その資金調達額は1兆7,876億元に達した。

図表2は、中国株式市場における新規上場の概況を市場別にまとめている。2005年以降、大型IPOは上海メインボード(日本の東証1部に当たる)に上場、中小・ベンチャー企業のIPOは深圳取引所傘下の中小板・創業板(日本のマザーズにあたる)に上場している。IPO制度の自由化は中小企業の資金調達の追い風となり、2005年から2013年までの中小板・創業板のIPOの件数は、全体の9割弱を占

めた。ただし、発行審査委員会の限られたメンバー(メインボード:25名、創業板:35名)での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。実際、2015年7月の時点で563社の企業が審査会議の待機状態にある。こうした状況は「IPO行列問題」として指摘されてきた。多くの企業を上場させることが資金面でマーケットに悪影響を及ぼしていたことから、2005年以降、上場の一時停止が4回も行われていた。

この「IPO行列問題」を解消するため、2015年6月に中国証券監督委員会は、「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より、新規上場における審査は市場に委ねられた。これにより審査の効率化が実現され、適切な資金配分を促すことが図られた。しかし、登録制改革の実施には証券法の改正が必要となり、現在、中国証券監督

(図表 3) 三つの増資の概況

年度	第三者割当増資		公募増資		株主割当増資	
	件数	金額 (億円)	件数	金額 (億円)	件数	金額 (億円)
2005	1	127	3	267	3	6
2006	49	809	6	102	2	4
2007	145	2,634	30	675	7	228
2008	107	1,646	28	518	9	152
2009	117	2,674	13	232	10	106
2010	153	2,985	10	377	18	1,438
2011	175	3,530	10	289	15	422
2012	155	3,374	6	115	7	121
2013	266	3,522	5	70	13	476
合計	1,168	21,301	111	2,645	84	2,953
比率 (%)	85.69	79.19	8.15	9.84	6.16	10.97

(資料) 上海万得信息技术株式会社のデータベースより作成。

委員会がどこまで権限を縮小するかが注目されている。

IPOの一時停止は、2012年11月から2014年1月までの14ヶ月間が最も長いものであった。リーマンショック後、上海指数は2009年6月の3,400ポイントから2012年11月の2,000ポイントまで大きく下落した。その間、上場待ちの企業が800社にも上り、新規上場による株式市場の拡大がさらなる株価下落を招くリスクが生じていた。このリスクを回避するため、中国証券監督委員会は新規公開の企業に対するより厳しい精査を行い、実質的に新規上場をストップさせた。

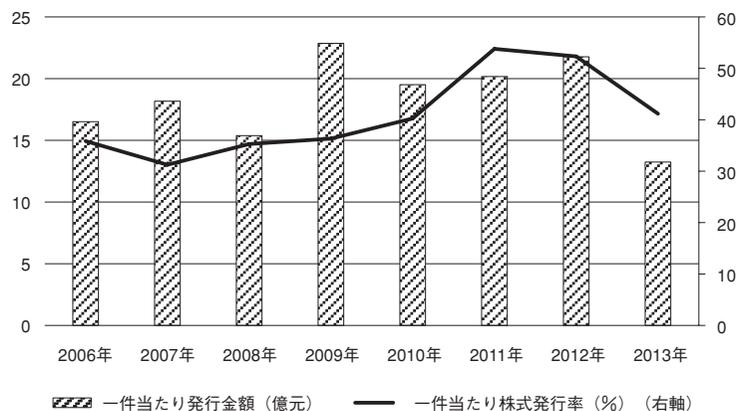
3. 第三者割当増資の概況

図表 3 は、2005年から2013年にかけての中国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。2005年に第三者割当増資に関する法律が整備されて以降、件数や調達資金額が著しく伸びていることが確認できる(注1)。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年以降再び増加傾向を示している。これに対して、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。また、株主割当増資の件数等は、増加と減少の変動が大きい。

2013年までに第三者割当増資の件数は1,168件に上り、増資額は21,301億元(約408,445億円)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2013年にかけての第三者割当増資の件数は、合計で996件と全体の約7割を占めている。しかし、その調達額(合計で44,290億円)は、有償増資全体の3割弱にすぎない。これは、米国と

(図表4) 第三者割当増資の特徴



(資料) 上海万得信息技术株式会社のデータベースより作成。

同様、日本においての大規模な資金調達が公募増資（調達額の合計は78,640億円）によって実施されていることを意味している^(注2)。中国における公募増資の調達額合計が2,645億元（約50,718億円）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中国で対称的になっていることがわかる。

中国においては、公募増資に関して厳格な規制が存在する^(注3)。そのため、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。つまり、中国では、広く一般投資家からの資金調達が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。

さらに、2013年の第三者割当増資の件数は、2012年の155件より111件も増加している。そのうち機関投資家による引き受けの件数は、

37件から73件に倍増している。これは、上述のように2012年11月から2014年1月にかけて、中国A株株式市場でIPOが長期間停止したことによる影響である。中国証券監督委員会は、約800社の企業を新規上場させた場合の更なる市場の混乱を避けるため、IPOを一時停止させたのである。このようなベア市場環境の下、ファンドは運用パフォーマンスを向上させるべく第三者割当増資に積極的に参加した。また、IPO申し込み専門ファンドも第三者割当増資の引き受けに方針を転じた。これによって、第三者割当増資の実施がさらに増加していった。

図表4は、2006年から2013年までの第三者割当増資の一件当たりの発行金額と株式発行率を示している。一件当たりの株式発行率は各年度いずれも30%を上回っており、2011年と2012年は50%を超えている。一方、日本や米国の場合は一件当たりの株式発行率が約20

(図表5) 市場別第三者割当増資の概況

年度	上海メインボード		深圳メインボード		中小板		創業板	
	件数	金額(億元)	件数	金額(億元)	件数	金額(億元)	件数	金額(億元)
2006	26	439	20	352	3	18	0	0
2007	99	2,009	38	588	8	37	0	0
2008	62	1,013	35	545	10	88	0	0
2009	73	1,883	27	678	17	114	0	0
2010	74	1,812	37	863	42	310	0	0
2011	81	2,065	39	1,065	55	399	0	0
2012	74	2,056	38	899	38	405	5	14
2013	115	1,975	55	961	75	511	21	75
合計	604	13,253	289	5,950	248	1,881	26	89

(資料) 上海万得信息技术株式会社のデータベースより作成。

(図表6) 業種別第三者割当増資の概況

年度	製造業		通信・情報		不動産業		棚卸小売業	
	件数	金額(億元)	件数	金額(億元)	件数	金額(億元)	件数	金額(億元)
2006	26	457	3	36	9	144	2	18
2007	70	903	10	58	25	251	4	39
2008	49	485	11	110	16	498	6	88
2009	51	619	10	183	19	589	8	120
2010	81	988	19	332	4	59	10	165
2011	88	1,471	24	201	7	196	12	217
2012	72	959	24	270	2	24	9	125
2013	146	1,862	51	449	0	0	8	64
合計	583	7,744	152	1,638	82	1,761	59	835

(資料) 上海万得信息技术株式会社のデータベースより作成。

%であり、中国第三者割当増資の規模が大きいことがわかる。そして、中国第三者割当増資の金額は一件当たり10億元(約180億円)を超え、日本の約4倍になっている。

図表5は、市場別に第三者割当増資の件数と金額を示している。2006年から2013年までに上海・深圳メインボードにおける増資件数は8割弱、金額は9割強になっている。上海・深圳メインボードの上場企業には大手企業

が多く、そのような企業が第三者割当増資の主役となった。また、一件当たりの調達金額は上海・深圳取引所に上場している企業が20億元を超えており、中小板は平均7.6億元、そして創業板は3.4億元となっている。また、2009年10月設立された創業板は、2012年から第三者割当増資の案件が出ており、件数と金額の急増が目立っている。

図表6の業種別件数や金額から、中国にお

(図表7) 資金用途別第三者割当増資の概況

年度	プロジェクト投資		企業買収 経営統合		運転資金 資本金充当		資本再構成 業界転換		ローン返済	
	件数	金額(億円)	件数	金額(億円)	件数	金額(億円)	件数	金額(億円)	件数	金額(億円)
2006	33	210	11	506	2	72	3	21	0	0
2007	80	603	47	1,080	2	225	14	464	1	2
2008	52	670	42	682	1	116	9	143	2	22
2009	57	795	40	1,302	5	357	10	186	4	31
2010	87	1,145	42	787	5	624	6	220	9	169
2011	101	893	59	1,938	2	324	10	361	1	3
2012	62	813	62	1,495	11	627	12	219	6	174
2013	119	1,176	94	1,518	28	502	10	163	10	68
合計	591	6,304	397	9,307	56	2,847	74	1,778	33	469

(資料) 上海万得信息技术株式会社のデータベース、上海・深圳取引所の開示情報より作成。

(図表8) 割当先別第三者割当増資の概況

年度	大株主のみ		機関投資家のみ		関連会社のみ		大株主・機関投資家・ 関連会社		個人投資家を含む	
	件数	金額(億円)	件数	金額(億円)	件数	金額(億円)	件数	金額(億円)	件数	金額(億円)
2006	10	431	21	191	1	14	10	139	0	0
2007	32	622	50	943	4	28	43	911	4	29
2008	35	651	23	257	4	149	25	424	15	117
2009	28	911	19	322	5	126	16	404	47	904
2010	18	285	33	834	9	289	34	1,024	58	544
2011	13	616	38	585	9	182	43	1,374	69	714
2012	25	840	37	719	11	178	34	1,156	44	428
2013	31	287	73	769	8	98	59	1,331	91	691
合計	192	4,643	294	4,621	51	1,064	264	6,763	328	3,426

(資料) 上海万得信息技术株式会社のデータベース、上海・深圳取引所の開示情報より作成。

ける第三者割当増資は、製造業の上場企業が中心になっていることがわかる。中国上場企業の半数が製造業であることから、その資金需要は旺盛である。また、通信・情報業界の発展に伴う資金調達は、大幅に増加している。2006年のわずか3件から2013年にはその17倍の51件にも達し、増資金額も約13倍に伸びている。一方で、2000年代中国経済を支えた不動産業は、購入制限や頭金の比率の引き上げ

等の厳しい政策の影響を受け、2010年から増資の規模が激減し、2013年には1件も実施されていない。

図表7の資金用途別件数や金額から、調達した資金の主な使い道は、プロジェクト投資と企業買収・経営統合であることがわかる。両者合計の件数と金額は、全体の7割以上を占めている。また、リーマンショック後の中国経済減速の下、調達した資金を運転資金・

(図表 9) 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	34	11	30	75
深圳証券取引所での件数	6	11	10	27
新興市場での件数	10	4	24	38
合計件数	50	26	64	140
比率 (%)	35.71	18.57	45.71	100.00

資本金に充当し、ローンを返済するケースが大幅に増加している。

図表 8 は、割当先別の件数や金額を示している。中国において、第三者割当増資は主に大株主、機関投資家、そして関連会社が単独、または合同で引き受けている。三者単独、または合同で受けた件数と金額は、全体の 8 割以上を占めている。これは、大株主の持株比率上昇によるコーポレート・ガバナンスの改善、機関投資家招致によるモニタリング機能の強化、そして関連会社の吸収・合併による同業競争回避による企業価値向上の効果を示唆する。また、個人投資家を含むケースの増加が目立っているが、これは、2005年9月から始まった「株式分置改革」による上場企業株式の全流通が原因だと思われる。「株式分置改革」とは、国家、中央企業の持株国家株、そして国家法人株といった非流通株（売買制限される株）を市場で流通できるようにする改革である。

■ 4. 第三者割当増資の実証分析

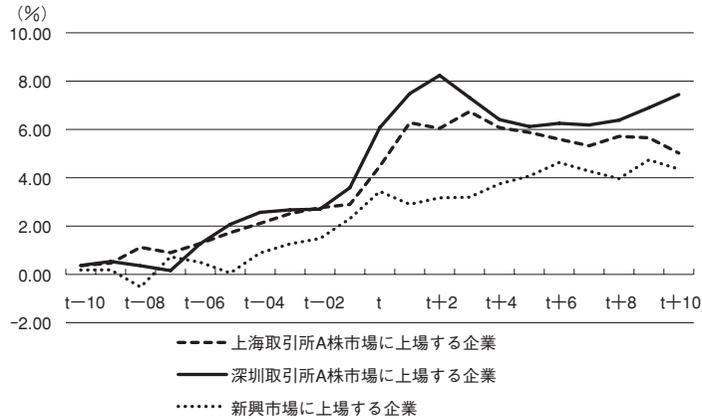
2008年1月1日から2010年9月30日まで、

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140件の第三者割当増資に関して、増資実施が中国株式市場に与えるインパクトを実証分析する^(注4)。

新株の発行価格と増資実施時の市場価格との関係を見てみると、図表 9 のように 6 割超がプレミアム状態（市場価格と等しいケースを含む）になっていることがわかる。なお、プレミアム率（ $(\text{発行価格} - \text{市場価格}) \div \text{市場価格}$ ）の標本平均は 9.3% であり、最大値は 148.09% と市場価格の約 2.5 倍もの価格で新株を引き受けていた。中国の第三者割当増資においては、市場価格の 90% 以上の価格で新株を発行しなくてはならないという規制がある。この規制を考慮したとしても、市場価格より安い価格で新株が発行される日本や米国のケースとは大きく異なる中国特有の増資形態である。これは、広く一般投資家から公募増資という形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ことを示している。

そもそも第三者割当増資は、資金調達を行う企業が特定の第三者にあらかじめ決められ

(図表10) 市場別の平均累積超過収益率の推移



た価格と枚数で新株を引き受けてもらう増資形態である。この増資によって、市場には二つの負のインパクトを与えることになる。第一に、増資を行う企業が割当先となる株主を選ぶことができ、割当を受けない既存株主の所有権が希薄化するという不利益が生じる。第二に、発行金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。

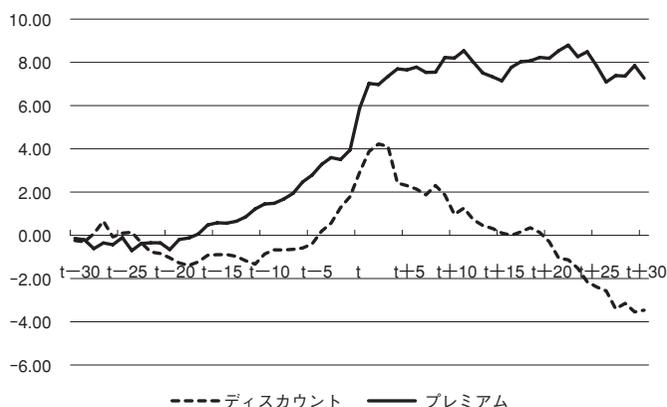
しかしながら、中国株式市場において、第三者割当増資は正のインパクトを与えることが確認できる。図表10は、第三者割当増資の実施を公表した日（アナウンスメント日：t）の前後10日間の累積超過収益率の推移を市場平均別で示している（注5）。どの市場においてもアナウンスメント日の4日前から正の平均累積超過収益率が確認され、第三者割当増資を実施する企業の株価が上昇していることがわかる。これは、上場企業の第三者割当増

資が市場に正のインパクト、正のアナウンスメント効果を与えることを示している。

この正のアナウンスメント効果は、日本や米国の第三者割当増資のケースでも確認されているが（注6）、中国においてはさらに特徴的な累積超過収益率の推移が見られる。図表11は、プレミアム状態とディスカウント状態別の平均累積超過収益率の推移をアナウンスメント日前後30日で示したものである。どちらも平均累積超過収益率がアナウンスメント日の4日前から正となっているが、アナウンスメント日以降の推移は対照的である。プレミアム状態で実施される第三者割当増資に関しては、30日後でも市場に好感されて正の累積超過収益率が確認される。一方、ディスカウント状態で実施される第三者割当増資は3日後から株価が下落し、20日後には負の累積超過収益率となっている。

中国においては、新株の転売に関する規制が日本や米国より厳しく、1年間はその譲渡

(図表11) 発行価格別の平均累積超過収益率の推移



が禁止されている。さらに、割当先が大株主や外国人投資家の場合、3年間譲渡が禁止されている。したがって、新株を引き受けた投資家は、この短期の株価上昇によるキャピタル・ゲインとプレミアム分（発行価格－市場価格）を相殺することはできない。市場価格以上で新株を引き受ける投資家は、増資を実施する企業の将来パフォーマンスを評価していることになる。これは、他の一般投資家に企業価値向上の保証を与えることになり、より強い正のインパクトを与えていると考えられる。実際、プレミアム状態の第三者割当増資は、主に企業買収・経営統合を目的とした資金調達であることが期待されている。対照的に、ディスカウント状態での増資は、運転資金・資本金充当のための資金調達であるとみなされている（注7）。

5. おわりに

本稿は、中国株式市場で実施される増資の多くが第三者割当増資で行われるという特殊性を説明した。これは、日本や米国が公募増資の形態で行うような案件も中国では第三者割当増資という形態で行われていることを意味している。また、中国証券監督委員会による市場調整、新規公開増資（IPO）の一時停止による影響も第三者割当増資の件数を増大させることになっている。中国特有のこれら増資形態の概況を整理し、中国企業の資金調達の現状を理解することは、現在の日本経済と中国経済の密接な関係からも非常に意味のあることである。

また、中国における第三者割当増資は、発行価格が市場価格以上となるプレミアム状態のものが多く、その公表が株式市場に正のインパクトを与えることを実証的に示した。

第三者割当増資の実施を公表する前後で、当該企業の累積超過収益率は平均的に正の値になっていた。とりわけ、プレミアム状態で増資が実施される企業の場合、公表後30日を経ても正の累積超過収益率が推計されている。これは、増資を行う企業の将来的な企業価値向上を期待した市場の反応と解釈できる。

以上、日本や米国では見られない中国特有の第三者割当増資に関して、実証的に分析を行ってきた。今後、長期的な観点から、中国株式市場における増資形態と将来パフォーマンス・企業価値との関係性、日本市場への影響を分析していくことにする。

[参考文献]

- ・ Wruck, K. (1989) "Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financing," *Journal of Financial Economics*, 1989 (23), pp.3-28.
- ・ Hertz, M., and R. Smith (1993) "Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately," *Journal of Finance*, 1993(48), pp.459-485.
- ・ Kato, K., and J. Schallheim (1993) "Private Equity Financings in Japan and Corporate Grouping (Keiretsu)," *Pacific-Basin Finance Journal*, 1993 (1), pp.287-307.
- ・ 新関三希代・兪傑 (2012) 「中国における第三者割当増資の実分析」, 『経済学論叢』, 2012 (64), pp.105-152.

(注1) 新関・兪 (2012) において、中国株式市場における公募増資、第三者割当増資、そして株主割当増資に関する制度の変遷がまとめられている。

(注2) データは、東京証券取引所のホームページよ

り収集している。

(注3) 公募増資ができる上場企業は、直近3年間の加重平均自己資本利益率が6%以上でなければならない。また、直近24ヵ月以内に公募増資を行った場合、当年の営業利益が前年の50%以上であること等の規制がある。

(注4) 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株の第三者割当増資のケース、増資発表後に新株の発行を中止したケース、複数回実施したケース、そして発行に関する全てのデータが収集できなかったケースは除外している。

(注5) 累積超過収益率の算出方法は、新関・兪 (2012) を参照。

(注6) Wruck (1989)、Hertzel and Smith (1993)、そしてKato and Schallheim (1993) 等参照。

(注7) 累積超過収益率と資金用途との関係、増資を実施した企業のパフォーマンスと株価の長期的関係については、現在執筆中の論文で紹介する。

