

中国のIPOに関する諸研究の検討

中村 宙正

A Survey of Prior Research for Initial Public Offerings in China

NAKAMURA, Hiromasa

Abstract

This study presents a survey of prior research for initial public offerings in China that allows the theme for empirical analyses in the future. It seems that credible proven data are important for social science to build desirable economy.

要約

中国経済は、中小企業の資金調達に向けて望ましい金融機能を必要としているが、現状を適切に把握するうえで、IPOに関する研究成果の充実が期待されている。

これまで中国のIPOに関する諸研究は、アンダープライシング、IPO Anomaly、など、欧米の先行研究の方法論に大きく影響されてきたが、今後は、中国固有の特殊性を鑑み、新しい視点で実証研究に取り組むことが求められている。

キーワード

新規株式公開 (IPO)、中国創業板 (GEM)、初期収益率 (Initial Return)、
アンダープライシング (underpricing)、上海証券取引所 (SHSE)、
深圳証券取引所 (SZSE)、新常态 (New Normal)、中小企業金融 (SME Finance)

1. はじめに

中国経済は、現代世界に相当な影響力を持つ局面を迎え、人民元は国際通貨基金（IMF）において特別引き出し権（SDR）の基軸通貨に採用されるなど評価を受けているが、内国政策については、シャドーバンキング、融資プラットフォーム、国有商業銀行の不良債権、コーポレート・ガバナンス、資本・為替市場の自由化など、金融構造に重要な課題を抱えている。

新常态（ニューノーマル）であるからこそ、金融資本市場の透明性・信頼性は確保されて然るべきであり、そのうえで中央政府による株価対策がとられる必要がある。上海総合指数は、2015年7月27日、8年5ヵ月ぶりに8.5%の急落となり、翌28日も続落となり、2日間で10%下落したが、それ以前の7月上旬の下落のあと、すでに中国政府は強力な市場介入を行っており、その対策のひとつには新規株式公開（IPO）の凍結なども含まれていた。株価の下支えを目標とする手段として妥当な方策であったか定かではなく、検証を必要とする。

個人投資家の信用取引を中心とした中国創業板（GEM）市場について中国証券監督管理委員会は、6月12日、証券会社が提供する信用取引と空売りについて資本の4倍に規制する案を公表していた。しかし、7月1日夜には株価急落に対応し、証券会社の信用取引業務に課している規制を緩和した（担保比率が130%を下回る場合に担保を追加しなければならない要件を撤廃した）。ところが、この規制緩和も株価下落の要因として折り込まれ、再び規制強化に乗り出した。恒生電子（浙江省にある金融取引システム会社）の信用取引が相場急落を助長したとして、7月14日までに違法行為がなかったか、調査を開始

している。

証券会社の信用取引口座を介さない場外配資に関わる規制の強化に加えて、新規株式公開そのものを規制する当局の判断は、市場の透明性・信頼性を確保する観点から望ましいとは言えない。売建ての買戻しが機能することは株価を下支え、市場メカニズムを健全化させる。

このように中国政府による経済対策には蛇足と表現しうる動きが見られ、市場に対する適切な措置のみが要求されるなかで、新規株式公開市場については当局の判断を損なうことのないよう、社会科学の方法に基づく理論および実証分析をもとに、現状を正しく捉えることができる調査・研究報告を必要としている。

本稿は、これまで中国のIPOに関する主な学術研究を紹介し、それらの先行報告に一定の評価を鑑みると同時に、どのような問題点があるかを整理しておく。今後、中国経済が新常态に相応しい暮らしと勤労の秩序を実現するため、人民および国外に居る私たちにも尊厳を以て臨むよう、真摯な経済運営を中国政府に期待したい。その基礎として、IPO分野の研究に関する課題はなにかを明らかにすべく、検討する。

2. 主な先行研究について

これまで中国のIPOに関する学術研究は、主にファイナンス（または企業会計）の分析枠組みのもとで報告がなされてきている。確かに、ミクロ経済学、計量経済学の手法は用いられており、Anomalyもまた市場の失敗を考察する分野であるが、市場を資源配分の仕組みとして捉えた考察に及んでいないと判断される。すなわち、金融の公共性の観点から、多くの方々の勤労する職場に株式金融

(株式による資金調達)を実現し、融資返済に割かれる労務を解消し、格差が存在するなかで資金余剰主体からの投資を充実させるための社会科学には至っていない。

IPO Anomalyの現象が生ずることを証明することは、既得権が生み出す不条理を示す作業であるが、更に将来に向けて、規模の経済性に寄らない身近な職場にも自己資本の充実が伴うよう、金融構造の整備を理念とする経済学が成立してよいと考えられる。

先行研究の区分については、2.1 黎明期(2005年ごろまで)、2.2 生成期(2005年から2014年まで)、3.1 躍進期(2014年以降)、と置く。2.1 黎明期については、初期収益率(公募価格と初値の乖離率=(初値-公募価格)÷公募価格)を算出してきた実証分析の成果に敬意を表する。事実を確認する観点から意義があると評価できる。2.2 生成期は、1990年代後半における中国の株式所有構造とIPOパフォーマンスを分析対象としたWang, C. (2005)に始まり、2014年ごろまでに報告された先行研究とする。Wang, C. (2005)は、*Journal of Banking and Finance* 29に採用されており、株式所有構造における集中度合いをテーマとしているのだが、中国経済におけるIPOの特殊性を考察するうえで重要な示唆を与えていると評価できる。2.2 生成期では、そのほか、Zhe Shen, Jerry Coakley, Norvald Instefjord (2011)、Chan-Hyun Sohn, Albert K Tsui, Feng Zhang, Zhaoyong Zhang (2012)、Wang, P (2014)などが報告されている。3.1 躍進期は、船岡健太、西村友作(2014)に始まると考える。深圳証券取引所の創業板市場(開設時の2009年10月から、新規株式公開が中断した2012年10月までに上場を果たした355社のうち、分析に必要なデータを収集できた338社)に対象を限定し、精緻な実証分析を展開している。

本節では、2.1および2.2について、主な先行研究を紹介する。

2.1 黎明期

新規株式公開市場に関する先行研究は、米国では1975年までにはアンダープライシングについて、1991年までにはIPO Anomalyについて問題提起が確立しており、英国でも1993年までにはこれら2つの研究テーマに即した分析報告がなされている。欧州をはじめ、日本などアジア・環太平洋諸国などにおいても、英米のIPOに関する学術研究の方法が大きく影響を及ぼしてきた。

中国のIPOに関する諸研究においても同様であり、黎明期には、アンダープライシングについて、すなわち初期収益率が正の値をとる傾向について、多くの実証結果が報告されてきた。

2.1.1 1980年代後半から1990年代半ばを分析対象とした報告

Su, D. W. and B. M. Fleisher (1999)は1987年から1995年までA株を対象とした308社について、初期収益率の平均を948.59%と報告している。

2.1.2 1990年代前半を分析対象とした報告

Mok, H. M. K. and Y. V. Hui (1998)は1990年から1993年までA株を対象とした101社について、初期収益率の平均を334.90%と報告している。

Chen, G. M., M. Firth and J. B. Kim (2000)は1992年から1995年までA株を対象とした277社について、初期収益率の平均を350.47%と報告している。

2.1.3 1990年代後半を分析対象とした報告

Su, D. (2004)は1994年から1999年までA

株を対象とした587社について、初期収益率の平均を128.20%と報告している。

Chan, K. L., K. J. Wei, and J. B. Wang (2004) は1995年から1998年までA株を対象とした570社について、初期収益率の平均を177.80%と報告している。

Wang, C. (2005) は1994年から1999年までA株を対象とした747社について、初期収益率の平均を271.90%と報告している。

2.1.4 1990年代後半から2000年代前半を分析対象とした報告

Kimbrow, M. (2005) は1995年から2002年までA株を対象とした691社について、初期収益率の平均を132.00%と報告している。

Li, L. (2006) は1999年から2001年までA株を対象とした314社について、初期収益率の平均を135.62%と報告している。

2.1.5 2000年代後半を分析対象とした報告

Gao, Y. (2010) は2006年から2008年までA株を対象とした217社について、初期収益率の平均を157.00%と報告している。

2.2 生成期

IPO研究の潮流に即するのみならず、中国経済の特殊性を分析する視角が次の4つの研究において見受けられる。Wang, C. (2005)、Zhe Shen, Jerry Coakley, Norvald Instefjord (2011)、Chan-Hyun Sohn, Albert K Tsui, Feng Zhang, Zhaoyong Zhang (2012)、Wang, P. (2014) について考察する。

2.2.1 Wang, C. (2005) の意義と限界

1994年1月より、中国は実質的に経理上の慣行を国際標準に合わせた。そのため、当研究における実証分析は、上海証券取引所 (SHSE) および深圳証券取引所 (SZSE) に

1994年1月より1999年12月までに新規株式公開された747社 (SHSEは369社、SZSEは378社) を対象に、公開後少なくとも2年のパフォーマンスを分析している。

国有、個人所有の場合、パフォーマンスへの影響に役割を果たしていないが、法人など合法的な組織が所有する場合は正のパフォーマンスを、合法的であるかどうか曖昧な組織が所有する場合は負のパフォーマンスを導く、と結論づけている。

他方、総資産利益率 (ROA)、資産営業利益率 (income to assets)、資産回転率 (sales to assets) など財務指標を用いて分析しているが、これらデータの数値に信憑性はあるだろうか。中国経済の統計に信用性がないことは李克強首相も言及しているほどであり、日本政府は中国の香港向け輸出の推移が香港側統計と乖離が大きいことを、内閣府 (2013) p.167において指摘するなどしている。企業財務のデータの作成過程における人為的な操作について、今後、検証される必要がある。

2.2.2 Zhe Shen, Jerry Coakley, Norvald Instefjord (2011) の意義と限界

1998年から2003年に中国で新規株式公開された506社を対象に、アンダープライシングと公開後3年間のパフォーマンスを分析している。Review of Quantitative Finance and Accounting January 2014, Volume 42, に採用されている。

実証結果によると、アンダープライシングと仲買人の増加に正の関係性があること、公開後3年間のパフォーマンスと仲買人の増加に負の相関性があること、公開後3年間のパフォーマンスとアンダープライシングは逆の関係性であること、が明らかにされている。

また、Table 1 から Table 11、Figure 1、Figure 2 では、robustness (頑健性) を確認

すること、cumulative abnormal return (CAR) を用いて分析することなど、欧米の先行研究の方法および成果と一致する傾向が示されている。

他方、社会主義市場経済のもとでは、欧米のような市場経済が法制度・商慣行などの観点から成立していないのであり、証券取引の仲買人の行動ファイナンスを踏まえ、また現代に近いサンプルを用いて実証分析に取り組む必要がある。

2.2.3 Chan-Hyun Sohn, Albert K Tsui, Feng Zhang, Zhaoyong Zhang (2012) の意義と限界

1997年1月から1998年12月までに新規公開されたA株の230社を対象に、アンダープライシングと長期パフォーマンスについて実証分析している。中国証券監督管理委員会の規制のあり方と、B株の動向を踏まえ、考察している。Seoul Journal of Business, Volume 18に採用されている。公開企業、引受幹事証券会社による公開株式の低評価は、公開日において投資家の過度な評価を導く、と結論づけている。分析の方法論および結論は、欧米の先行研究に追従している。

2.2.4 Wang, P. (2014) の意義と限界

フィンランドの首都ヘルシンキに所在するハンケン経済大学金融・統計学部に所属する研究者が2014年5月に出版した書籍である。2010年に深圳証券取引所の創業板市場に新規株式公開したハイテク企業173社を対象に、欧米の先行研究およびWang, C. (2005) に追従する方法論によって実証分析を展開している。ただし、参考文献にWang, C. (2005)はなく、また3.1.1で考察する船岡健太、西村友作(2014)よりも、対象期間および企業数が及ばない。

3. 新常态のもとでの再検討

中国経済は新常态を実現しようとしており、経済秩序は人民および国外に居る私たちの暮らしと勤労に尊厳が伴うよう、規模の経済性が期待されない職場の資金調達に向けて、適切な機能が求められている。そのため精緻な現状分析に基づき、政策当局が判断できるための社会科学研究的成果が求められる。本節では、こうした理念を必要としている現代を、IPO研究の躍進期として区分する。

3.1 躍進期

本節では、船岡健太、西村友作(2014)について考察し、今後、中国のIPO研究に求められる課題について検討する。

3.1.1 船岡健太、西村友作(2014)の意義と限界

深圳証券取引所の創業板市場において開示されているデータを用いて、ブックビルディングに参加する機関投資家の属性がアンダープライシングに及ぼす影響を分析している。

実証分析においては、保険会社の参加比率がアンダープライシングに対して有意なプラスの影響をおよぼしていることが確認されている。保険会社は、新規公開企業の私的情報に関して他の機関投資家より優位である可能性を提示している。日本証券経済研究所編『証券経済研究 第85号』(2014年3月)に採用されている。

中国固有の特徴として、アンダーライターが新規公開株式の配分に関する裁量を有していない点についても考慮する必要があることを指摘している。

他方、売上高(万元)について、データを使用している。データの作成過程に人為的な

操作はないか、今後、検証される必要がある。

3.1.2 躍進期に求められる課題

対象期間および企業数が適切に確保されていること、マクロ経済および企業業績などに関するデータの作成過程に人為的な操作はないか検証されていること、欧米の先行研究の方法論などに捉われすぎないこと、中国経済において暮らしに身近な職場の資金調達に貢献する理念があること、などを考慮する必要がある。

3.2 資源配分の仕組みを検討するIPO研究に向けて

これまで中国のIPOに関する諸研究は、当該分野における研究方法の潮流に大きく左右されてきたが、経済学、中小企業金融、比較制度分析など、他の社会科学との関連性も十分に踏まえる必要がある。

3.2.1 マクミラン・ギャップ

IPO研究の全般に言えることだが、マクミラン・ギャップ（中小企業の長期資金調達の困難性）を踏まえた先行研究が、多くは見られない。実証研究に新たな視角を与えると考える。

3.2.2 金融技術の進化をどう取り入れるか

フィンテックが進み、ブロックチェーン技術なども揺るがない時代を迎えるなか、金融機能の強化に向けて中国経済がどのような歩みを見せるか、IPO研究のテーマの一つとなるであろう。

4. むすびにかえて

中国経済は、新常态（ニューノーマル）のもと国有企業改革を推進するなかで、多くの

方々の暮らしに身近な中規模・小規模の職場の資金調達の方法が課題となっており、IPO研究には、こうした現状を乗り越える経済対策のための適切な分析結果が求められている。

経済統計および企業業績などを示す指標（raw data）を、人為的な作成過程に寄らずどのように用意できるか、背景が異なる欧米の先行研究の影響をどう回避できるか、など課題を克服し、中国のIPO研究に今後の躍進があるよう、現状において確認される先行研究を整理した。政策当局に適切な判断を導くため、正しいデータに基づく確かな実証分析が求められている。

主要参考文献

- Aharony, J., Lee, C. W. and T. J. Wong (2000) Financial packaging of IPO firms in China, *Journal of Accounting Research* 38, pp.103-126.
- Brown, P. and J. Mitchell (2008) Culture and stock price clustering: Evidence from The People's Republic of China, *Pacific-Basin Finance Journal* 16: pp.95-120.
- Chan, K. L., K. J. Wei, and J. B. Wang (2004) Underpricing and Long-term Performance of IPOs in China, *Journal of Corporate Finance* 10 (3), pp.409-430.
- Chan, K., Wang, J. and K. C. Wong (2003) Underpricing and long-term performance of IPOs in China, *Journal of Corporate Finance* 183, pp.1-22.
- Chang, E., C. Chen, J. Chi and M. Young (2008) IPO Underpricing in China: New Evidence from the Primary and Secondary Markets, *Emerging Markets Review* 9 (1), pp.1-16.
- Chan-Hyun Sohn, Albert K Tsui, Feng Zhang, Zhaoyong Zhang (2012) An Empirical Assessment of A-Share IPO Under-Pricing in China, *Seoul Journal of Business*, Volume 18, Number 1, pp.25-57.
- Chau, C. T., Ciccotello, C. S. and C. T. Grant (1999) Role of Ownership in Chinese Privatization, *Advances in Financial Economics* 4, pp.51-78.

- Chen, C. and H. Shih (2003) Initial public offerings and corporate governance in China's transitional economy, *NBER Working Paper*.
- Chen, G. M., M. Firth and J. B. Kim (2000) The Post-issue Market Performance of Initial Public Offerings in China's New Stock Markets, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 14, pp.319-339.
- Chen, X., Xing, X., Guo, X. (2000) Earnings management of Chinese listed companies, *Economic Research Journal* 3, pp.30-36.
- Cheung, Y., Z. Ouyang and W. Tan (2009) How regulatory changes affect IPO underpricing in China, *China Economic Review* 20, pp.692-702.
- Gao, Y. and Y. K. Tsu (2004) Market Segmentation and information Values of Earnings Announcement: Some Empirical Evidence from an Event Study on the Chinese Stock Market, *International Review of Economics and Finance* 13(4), pp.455-474.
- Gao, Y. (2010) What comprises IPO initial returns: Evidence from the Chinese market, *Pacific-Basin Finance Journal* 18, Issue 1, pp.77-89.
- Gu, A. Y. (2003) State Ownership, Firm Size, and IPO Performance: Evidence from Chinese 'A' share issues, *American Business Review* 21(2), pp.101-108.
- Guo, H. F. and R. Brooks (2008) Underpricing of Chinese A-Share IPOs and short-run Underperformance under the Approval System from 2001 to 2005, *International Review of Financial Analysis* 17(5), pp.984-997.
- Kimbrow, M. (2005) Managing Underpricing? The Case of Pre-IPO Discretionary Accruals in China, *Journal of International Financial Management and Accounting* 16, pp.229-262.
- Liang Peng (2008) Empirical Study on the Performance of Initial Public Offerings in China, *Journal of Service Science and Management*, Vol.1, No.2, September 23, 2008.
- Li, L. (2006) Can Corporate Governance Variables Explain Short-Term IPO Returns? A study of the Chinese Market, *Accounting, Accountability, and Performance* 12, pp.64-89.
- Liu, L. and W. D. Li (2000) Research on First Day's Abnormal Returns of IPOs in China's securities market, *China Accounting and Finance Review* 2(4), pp.26-53.
- Mok, H. M. K. and Y. V. Hui (1998) Underpricing and After Market Performance of IPOs in Shanghai, China, *Pacific-Basin Finance Journal* 6, pp.453-474.
- Miurin, P. and A. Sommariva (1993) The Financial Reforms in Central and Eastern European Countries and in China, *Journal of Banking and Finance* 17, pp.883-911.
- Neeta Jain (2013) Regulatory Framework and Research : A Review of IPO Research Conducted in the U.S., China, and India, *Indian Journal of finance* 6(2).
- Ng, L. and F. Wu (2007) The trading behavior of institutions and individuals on Chinese equity markets, *Journal of Banking and Finance* 31, No.9, pp.2695-2710.
- Peng Wang (2014) *Four Essays on Corporate Finance of Chinese Listed Firms*, Edita Prima Ltd.
- Richards, A. (2005) Big fish in small ponds: The trading behavior and price impact foreign investors in Asian emerging equity markets, *Journal of Banking and Finance* 40, No.1, pp.1-27.
- Schneider, T. and Sun Na (2014) The use of 'lucky' numbers in the pricing of Chinese A-share initial public offerings, *International Research Journal of Applied Finance.*, Vol.V ISSUE-7 July, 2014, pp.927-958.
- Schuppli, M. and M. T. Bohl (2010) Do foreign institutional investors destabilize China's A-share markets?, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 20, No.1, pp.36-50.
- Simmons, L. and R. Schindler (2003) Cultural superstitions and the price-endings used in Chinese advertising, *Journal of International Marketing* 11(2), pp.101-111.
- Su, D. (2004) Adverse-Selection versus Signaling: Evidence from the Pricing of Chinese IPOs, *Journal of Economics and Business* 56, pp.1-19.
- Su, D. W. (1999) Leverage, Inside Ownership, and the Underpricing of IPOs in China, working paper, University of Akron.
- Su, D. W. and B. M. Fleisher (1999) An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal* 7, pp.173-202.

- Sun, Q. and H. S. Tong (2003) China Share Issue Privatization: The Extent of its Success, *Journal of Financial Economics* 70, pp.183-222.
- Tian, G. L. (2002) State shareholding and the value of Chinese Firms, Working Paper, London Business School.
- Wang, C. (2005) Ownership and Operating Performance of Chinese IPOs, *Journal of Banking and Finance* 29, pp.1835-1856.
- Wang, P (2014) *Four Essays on Corporate Finance of Chinese Listed Firms*, Edita Prima Ltd.
- Wang, X, Xu, L. C. and T. Xhu (2004) State-owned enterprises going public The case of China, *Economics of Transition* 12, Issue 3, pp.467-487.
- Wu, J. (2004) China to Free Up IPO Pricings; Draft Ruling Gives Institutional Investors a Voice in Valuations, *Wall Street Journal*, September 1: p.16.
- Zhe Shen, Jerry Coakley, Norvald Instefjord (2011) Earnings Management and IPO Anomalies in China, *Review of Quantitative Finance and Accounting January 2014*, Volume 42, Issue 1, pp.69-93.
- 閻石、翟林瑜 (2010, 2011) 「投資家のディスポジション効果、短期と移り気－中国の株式投資家に関する実証分析－(上)(下)」日本証券経済研究所編『証券経済研究 第72号』pp.155-165、『証券経済研究 第73号』pp.135-144
- 金森俊樹 (2011) 「1年半余を経過した中国の創業板－中国での評価と今後」大和総研
- 神宮 健 (2009) 「中国の創業板市場について」野村資本市場研究所編『資本市場クォーターリー』秋号、pp.117-129
- 小林和子 (2011) 「創業板、中国の新興企業市場」日本証券経済研究所『証券レビュー 第51巻第2号』pp.103-115
- 呉曉求 (2012) 「中国の創業板市場：現状と未来」『資本市場評論』中国人民大学金融証券研究所
- 齋藤尚登 (2012) 「中国の株式市場制度の新たな動きと5年後を見据えた制度改革の行方」大和総研編『大和総研調査季報』2012年秋季号 Vol.8
- 陳景善 (2011) 「中国の創業板規制に関する研究－新規公開発行規制について－」早稲田大学 編『季刊 企業と法創造 (通巻第二十六号)』2011年2月発刊
- 董安生他 (2011) 「中国創業板の発行制度分析」『資本市場評論』中国人民大学金融証券研究所
- 内閣府 (2013) 「中国の成長力の変化と世界経済」『世界経済の潮流 2013年Ⅱ <2013年下半年期 世界経済報告>』日経印刷株式会社、
- 福光 寛 (2011) 「中国証券市場概覧2008年－2009年」成城大学『経済研究 第191号』pp.81-113
- 船岡健太、西村友作 (2014) 「中国創業板市場の新規株式公開におけるブックビルディング参加者がアンダープライシングにおよぼす影響」『証券経済研究 第85号』pp.53-66