

学位論文題名

The Long-run Performance of Initial Public Offerings and its Determinants: the Case of China

(新規公開の長期パフォーマンスとその決定要因：中国市場の例)

学位論文内容の要旨

In the Chinese market, It has been observed that Chinese scholars have conducted pioneering studies on China's long-run performance with reference to foreign research methods, but whether there exists long-run underperformance of initial public offerings (IPOs) or not has been in fierce dispute and they have not conducted systematic and in-depth discussion on the reasons of long-run underperformance. Therefore, given the current situation of the stagnation and depression of the world financial market, particularly the massive decrease of China's stock market, it is necessary to conduct further study on long-run performance of IPOs. So in this paper, we contribute by examining the long-run performance of IPOs in China, and the determinants of this performance. We use data drawn from the Shanghai Stock Market during a period when there was a dual shareholding class system for all listed firms, and study the long-run performance of the IPOs from 2000 to 2002. We find that the average market-adjusted cumulative return and buy-and-hold return over the three years after listing are -32.02% and -20.88%, which are both significantly negative. What's more, as an additional robustness check, we calculate wealth relatives(WR). One year after listing, WR less than 1 and we obtain a three-year wealth relative of 0.6826, consistent with the cumulative abnormal returns (CARs) and buy-and-hold returns (BHARs). Then by use a cross-sectional analysis to explain the long-run underperformance of Chinese IPOs. The

results show that IPOs outperformed the benchmark returns and the returns of matching firms within a short period after listing (6 months) but thereafter returns decline, buying A-share IPOs immediately after listing and holding the investment for three years results in negative returns and wealth relatives less than one. We then extend the research by identifying the factors that have explanatory power for long-term returns. Previous research has identified several factors important in explaining post-IPO performance. These incorporate the consistent evidence of investor over optimism at issue, together with the perceived riskiness of the firm and the degree to which there is information asymmetry between issuer and investor. Different from the previous studies, in this paper, we conduct multivariate regression analyses to examine cross-sectional determinants of the aftermarket performance of China's IPOs. We find that the inherent factors of the firms are the fundamental reasons for long-run underperformance of IPOs. The past operating performance, declined earning capacity after listing, basic characteristics, including proportion of tradable shares, industry and firm age, exert different influence on the existence of long-run IPO underperformance. In addition, gross proceeds, the extent of the market prosperity, investors' over optimistic, and the reputation of underwrites, also have an effect on underperformance.

学位論文審査の要旨

主 査 教 授 濱 田 康 行
副 査 教 授 佐々木 隆 生
副 査 教 授 西 部 忠

学 位 論 文 題 名

The Long-run Performance of Initial Public Offerings and its Determinants: the Case of China

(新規公開の長期パフォーマンスとその決定要因：中国市場の例)

本論文は、中国の主に上海証券取引所における新規株式公開（Initial Public Offering: IPO）の長期パフォーマンスをテーマとしている。

IPO のパフォーマンスについては、主要各国についてかなりの研究がある。アメリカについてはリッター教授（Ritter）の一連の研究が著名である。この分析には、公募等の買付後、公開初日でのパフォーマンスをみる短期分析と、公開後一年以上保有した場合をみる長期分析がある。それぞれについて、データを使って何がパフォーマンスの説明要因であるかを見極めるのであるが、各論者はここでそれぞれが工夫した分析手法を考案し用いている。

しかし中国に関しては、関心は高いものの、証券市場の歴史が浅く長期の時系列データがないこと、IPO そのものの数が多くないこと、期間中に大きな制度変更があり、そのため期間を一貫した分析が難しいことなどからこれまで十分な研究がなされていない。もちろん中国の研究者も問題の存在を認識しており、先駆的研究は散見されるが中国語で書かれているうえに短期分析が中心である。

梁鵬氏の本論文は、こうした中国を対象とした研究の間隙を埋めようとする意欲的なものである。本論文は英語で書かれており 6つの章から成り立っている。

第 1 章は研究の意義を述べる。中国の開放経済が後退することは当面、考えられないから、一時的な停滞はあっても IPO の将来的拡大はほぼ確実である。しかし、どの国でも初期段階ではルールが定まらず様々な混乱が生ずるのが新規公開市場の通常姿である。中国政府は、なるべく整合的かつ中国の文化的要素も加味したルールづくりを目指しているようである。そのために貢献したいというのが本論文の意図である。

研究の対象は、1998-2000 年の間に実施された 166 例のデータを基にしている。まず上海証券取引指数をベンチマークとして CARs および BHARs を算出し、その次に Matching firms アプローチを利用し、分析し、累積異常値収益（the cumulative abnormal returns CARs）と、買持ち収益（Buy and Hold returns BHARs）の分析を試みている。この双方

を分析するのが本論文の特色である。研究の始点を 1998 年にしているのは、この年に会社法、および日本で言う証券法が成立して IPO に関する一定の法的枠組みができたからである。また手法上の特徴として、期間中の高値・安値をベンチマークにとるのではなく、期間中の毎日の終り値の平均値を用いていることも注目される。

第 2 章は過去の文献整理にあてられている。IPO がベンチャーキャピタル投資の最適の出口 (Exit) であるとの認識が定まって以来、先に示した Ritter 教授の他、多くの研究が発表されているが、この章でそれらが要領よくまとめられている。中国については 2000 年に香港の大学が深セン証券取引所を対象に研究をしたのが最初だが、著者はこれらが長期的分析に欠けるとの指摘をしている。

第 3 章は、この運動の入口に相当するベンチャーキャピタルの中国における活動に焦点を当てている。中国は世界人口の 25% を擁し、昨今の世界不況にあっても尚、高率の経済成長率を示す大国である。当然に、ベンチャーキャピタルの活動もみられるのであるが、まだ発展初期段階である。1970 年代の後半に政府がこれを国策として推進するが本格的展開はやはり外国からの進出をきっかけとしている。アメリカ系のキャピタルが 1980 年代に活動を開始し、現在では日本系も欧州系も数多く進出している。また中央政府だけでなく地方政府も高い関心を示している。国策として展開しただけにハイテク系への投資が主眼となり、1985 年設立の中国新技術投資 (China New Technology Venture Investment) が代表格である。2000 年の IT バブル期には主要国と同様、多くの大学発ベンチャーが誕生しブーム化したのが現在は沈静化している。現在、様々な種類、また大小取り混ぜて 250 社の存在が確認されている。ただ上位 10 社のうちの 8 社は外国資本である。これらが指導的役割を発揮する形で、投資先の発掘方法、投資手法などが中国なりに進化していると著者は主張している。2008 年の世界不況の影響はまだ統計的に確認されていないが、2007 年までは年率 15.2% で投資額が増加している。この他にも本論文では現状を示す詳しい数字を丹念に集め要領よく紹介している。日本とよく似ているのは投資が大都市に集中していることだ。期間中の投資 440 件のうち、北京が 131 件、上海が 97 件で約半数を占める。また 2007 年の IPO は出口に達した 142 例のうち 100 例であった。この章には中国人の読者を意識して日本の実績が比較として示されており、章末には中国人以外の読者のために中国の証券市場の特徴が述べられている。第 3 章はやや概説的であるが、一般的な知識を得ようとする読者には有益であり、同時に次の章の分析の基礎となっている。

第 4 章は、分析である。一般的に中国では証券市場に関する統計が未整備であることが述べられた後で、本論文のデータ収集のポイントとして、1999 年の証券法 (Securities Law) 以後をターゲットにしたこと、普通株のみを対象、上海市場のみを対象、をあげている。実際に上記の限定で、2000-2002 年の 166 件の IPO を対象として長期パフォーマンスを検証している。データの出所は中国経済調査センター (China Center of Economic Research) が主であり、前述の分析方法で上海証券取引指数をベンチマークとして、CARs で BHARs を算出し、Matching firm アプローチを利用し、次の結果を得ている。中国では公開後ほぼ 3 年は良好なパフォーマンスが保てる (先行研究の成果を確認している) が、アンダーパフォーマンスを示すものは上場後一年近くしてそうになっている。これは先行研究の二か月説と異なっている。

続く第5章は前章の分析結果の解釈である。従来の研究で指摘されているIPOパフォーマンスの要因には、投資家の楽天性、情報の非対称性などがある。本論文では、これらに以下の要素を加え重回帰分析を行っている。すなわち、被投資会社の総資産、流動株式の比率、ハイテクか否か、企業設立後の年数などである。この他にも、投資家のその時々的心情（センチメント）、証券取引を取り巻く規制等、それからアンダーライター（引受業者）の特性なども考慮に入れ、幅広くかつ重層的な分析となっている。

第6章は結論としてアンダーパフォーマンスの原因は、企業の内的要素の作用が大きく、これに流動株比率、企業の年齢、産業の種類などが加わることが判明した。また、投資家が楽天的だとパフォーマンスは下がるという結果も得られた。他の先進国の分析と同様、アンダーライターの質は中国でも決定的であった。

本論文は、未開の領域に挑戦し、説得力のある結論を得ている。IPO市場は動いており中国の場合は年々拡大しているから、今後の分析は必要だが、現段階では博士論文として一応の完成を認め、博士に値すると判断した。