

中国上場企業の情報開示に関する研究

著者	戴 国峰
学位名	博士（経営学）
学位授与機関	埼玉学園大学
学位授与年度	2016年度
学位授与番号	32421埼玉学大院経博第4号
URL	http://id.nii.ac.jp/1354/00000496/

中国上場企業の情報開示に関する研究

A Study of Information Disclosure Practices by Publicly Traded Chinese Companies

2016年01月31日

埼玉学園大学経営学研究科

博士後期課程

戴 国峰

14DB0002

目次

第1章 はじめに.....	7
1.1 本論文の背景と論点.....	7
1.1.1 中国の上場企業への会計不信の広がり、及び情報開示の改善への要請.....	7
1.1.2 情報開示の改善による経済的な効果.....	8
1.1.3 中国上場企業の特徴：国有株式持ち分の影響、間接上場方式の利用.....	8
1.2 本論文の構成.....	9

第一部 中国国内に上場する中国企業 －情報開示と株主資本コスト－

第2章 中国上場企業の情報開示制度.....	13
2.1 中国の証券市場.....	13
2.1.1 株式制度の導入をめぐる議論と措置.....	14
2.1.2 中国証券市場の発展について.....	16
2.1.3 中国証券市場の課題.....	17
2.1.3.1 間接金融が中心となっている中国資本市場.....	17
2.1.3.2 A株とB株の二重株価.....	18
2.1.3.3 H株の形成について.....	20
2.1.4 事例分析：青島ビールの株式構造.....	22
2.2 中国上場企業の情報開示制度の変遷.....	24
2.2.1 中国上場企業情報開示の始まり（1990－1993年）.....	24
2.2.2 中国「証券法」の施行及び「会社法」の改正（1993－2005年）.....	25
2.2.3 中国「証券法」の改正（2005年－）.....	25
2.3 日米の上場企業の情報開示制度との比較.....	26
2.3.1 日米中の証券市場.....	26
2.3.1.1 米国の証券市場.....	26
2.3.1.2 日本の証券市場.....	27
2.3.1.3 中国の証券市場.....	28
2.3.2 日米中の上場企業における情報開示制度.....	28
2.3.2.1 米国の情報開示制度.....	28
2.3.2.2 日本の情報開示制度.....	30
2.3.2.3 中国の情報開示制度.....	31
第3章 中国上場企業の情報開示の実態及び課題.....	33
3.1 情報開示違反の理論研究.....	34
3.1.1 情報の虚偽開示（Misrepresentation of Information）.....	34
3.1.2 情報の不正流用（Misappropriation of Information）.....	35
3.1.3 情報の操作（Manipulation of Information）.....	36
3.2 中国上場企業の情報開示の実態.....	36
3.2.1 「銀広夏」の虚偽開示.....	37
3.2.1.1 銀広夏の架空取引.....	37
3.2.1.2 中国証券監督管理委員会の調査と行政措置.....	38
3.2.1.3 「銀広夏」の会計操作/虚偽開示をめぐる議論.....	39
3.2.2 「漢王科技」のインサイダー取引.....	40
3.2.2.1 「漢王科技」のインサイダー取引の詳細.....	40

3.2.2.2	中国証券監督管理委員会の調査と行政措置	41
3.2.2.3	漢王科技のインサイダー取引をめぐる議論	42
3.3	中国上場企業の情報開示の課題	42
第4章	情報開示の改善による株主資本コストの削減効果	44
4.1	先行研究のまとめ	44
4.1.1	企業情報開示の改善が株主資本コストに与える影響を取り扱う理論研究	44
4.1.2	企業情報開示の改善が株主資本コストに与える影響を取り扱う実証研究	44
4.1.3	中国株式市場の特徴：国有株式の影響	46
4.2	深圳証券取引所の上場企業情報開示評価	47
4.3	深圳証券取引所の上場企業を対象とする株主資本コストの推定	49
4.3.1	株主資本コストの推定について	49
4.3.2	FFモデルによる株主資本コストの推定	50
4.3.2.1	手順①：3つのプレミアムを算出する	51
4.3.2.2	手順②：個別企業が3つのプレミアムに対する感応度を推定する	53
4.3.2.3	手順③：資本コストを推定する	53
4.3.3	国有企業と民間企業の株主資本コスト	54
4.4	情報開示の改善による株主資本コストの削減効果における検証	55
4.4.1	検証モデル及びデータの抽出	55
4.4.2	記述統計量及び相関係数表	56
4.4.3	重回帰分析	57
4.4.4	頑健性チェック	58
第一部の小括		60
第二部 海外に上場する中国企業		
－上場方式とその課題－		
第5章	中国国内に上場する中国企業の上場方式	61
5.1	中国の上場審査制度：CSRCの審査	61
5.2	直接上場と間接上場	61
5.2.1	直接上場とは	61
5.2.1.1	割当制度：1993年－1998年	61
5.2.1.2	核准制度：1998年－	62
5.2.1.3	登録制に向けて	63
5.2.2	間接上場とは	63
5.2.2.1	中国における殻借り上場の定義	64
5.2.2.2	中国企業が殻借り上場を利用するインセンティブ	64
5.2.3	殻借り上場の課題	65
第6章	海外に上場する中国企業	66
6.1	海外に上場する中国企業の概要	66
6.1.1	海外上場する中国企業の数と資金調達額	66
6.2	海外上場を求める理由	68

第7章 米国に上場する中国企業の上場方式.....	70
7.1 米国上場における間接上場：バーガーキングの殻借り上場.....	70
7.2 間接上場を通じて米国上場する中国企業の特徴.....	72
7.3 2010-2012年米国から広がった中国企業に対する会計不信.....	74
第8章 間接上場の課題.....	76
8.1 殻会社として狙われる「棱光実業」（上海証券取引所）.....	76
8.1.1 「優良殻」：棱光実業.....	78
8.1.1.1 珠海恒通の殻借り上場.....	78
8.1.1.2 珠海恒通の債務不履行による棱光実業の苦境.....	79
8.1.1.3 2回目の殻借り上場.....	83
8.1.2 棱光実業からみる殻借り上場の課題.....	85
8.2 シノフォレストの私募付型殻借り上場（トロント証券取引所）.....	85
8.2.1 シノフォレストの概要.....	85
8.2.2 シノフォレストの私募付型殻借り上場.....	86
8.2.3 シノフォレストの不正会計.....	88
8.3 アリババ・グループのVIE契約付殻作り上場（ニューヨーク証券取引所）.....	89
8.3.1 VIE構造付型殻作り上場とは.....	89
8.3.2 アリババ・グループに見るVIE構造.....	90
8.3.3 アリババ・グループに見る「Contractual Arrangements」.....	91
第二部の小括.....	92
第三部 米国に上場する中国企業 —情報開示による市場への効果の検証—	
第9章 テキストマイニングを用いる上場企業の情報開示評価.....	93
9.1 テキストマイニングとは.....	93
9.1.1 テキストマイニングの手法.....	93
9.1.2 テキストマイニングの応用分野.....	95
9.2 アニュアルレポートの「リスクファクターズ」、「MD&A情報」 を定量評価するテキストマイニング.....	96
9.3 米国上場する中国企業におけるテキストマイニング.....	99
9.3.1 ステップ①：リスクファクターズ、MD&A情報を収集・整理する.....	100
9.3.2 ステップ②：リスクファクターズよりキーワード集を作成する.....	100
9.3.3 ステップ③：キーワードがMD&Aに出現した回数を数える.....	101
9.3.4 ステップ④：TF-IDFアルゴリズムより情報開示スコアを推定する.....	101
9.4 テキストマイニングによる情報開示評価スコアの分析.....	102
第10章 情報開示スコアを用いる検証.....	105
10.1 情報開示スコアを非説明変数とする仮説Iと仮説II.....	105
10.1.1 仮説の提起.....	105
10.1.2 仮説Iと仮説IIにおける相関分析の結果.....	106
10.1.3 仮説Iと仮説IIにおける重回帰分析の結果.....	108

10.2 米国上場する中国企業における情報開示とボラティリティー（仮説IIIa）、 流動性（仮説IIIb）の関係の検証.....	110
10.2.1 対象企業の株式のボラティリティーと流動性の推定.....	110
10.2.2 仮説IIIa と仮説IIIb.....	111
10.2.3 仮説IIIa と仮説IIIbにおける相関分析の結果.....	112
10.2.4 仮説IIIa と仮説IIIbにおける重回帰分析の結果.....	114
第三部の小括.....	116
第11章 終わりに.....	117
今後の課題.....	118
参考文献リスト.....	120
和文文献.....	120
英文文献.....	121
中国語文献.....	122
添付資料[I] 上場企業自己評価チェックリスト（評価結果「A」にあたる部分）.....	123
添付資料[II] 海外上場をめぐる中国監督当局の政策推移.....	124
添付資料[III] 会計不信で調査対象となった27社中国企業とその後の動向.....	125
添付資料[IV] シノフォレストの殻借り上場：イメージ図.....	126
添付資料[V] アリババ・グループの組織構造図 2014年末.....	127

表目次

表 2-1	上場企業株式の種類別シェアの推移.....	15
表 2-2	深圳証券取引所と上海証券取引所の比較.....	17
表 2-3	上海証券取引所の A 株と B 株の銘柄数、取引高、PER、回転率.....	19
表 2-4	中国の企業情報開示に関連する法体系.....	24
表 2-5	日本取引所グループが扱う取引分野、市場.....	28
表 2-6	日米中の上場企業の情報開示に関する監督法令.....	28
表 2-7	米国取引所に届け出る企業.....	29
表 2-8	中国の情報開示書類.....	31
表 3-1	中国上場企業の情報開示違反.....	33
表 3-2	情報開示違反行為の種類.....	34
表 3-3a	銀広夏：当初に発表した財務指標.....	39
表 3-3b	銀広夏：修正後の財務指標.....	39
表 4-1	2001 年から、メインボード企業の評価結果の推移.....	48
表 4-2	深圳証券取引所メインボード企業（479 社）の業種別得点.....	49
表 4-3	2013 年度の場合：6 つのポートフォリオの構築.....	52
表 4-4	深圳証券取引所メインボード企業 468 社を用いて推定された MP マーケットポート フォリオプレミアム、SMB 企業規模プレミアム及び HML 簿価時価プレミアム.....	52
表 4-5	FF モデルより推定された深圳証券取引所上場企業の株主資本コスト.....	54
表 4-6	記述統計量.....	56
表 4-7	Pearson 相関係数.....	56
表 4-8	重回帰分析の結果.....	57
表 5-1	CSRC の上場審査停止時期.....	62
表 6-1	中国企業が海外上場を求める要因.....	68
表 7-1	米国上場する中国企業 285 社の上場方式.....	75
表 8-1	棱光実業の財務指標.....	81
表 8-2	棱光実業の株式発行状況：1994-2000 年.....	81
表 8-3	シノフォレストの種類株.....	88
表 9-1	対象企業 285 社の情報開示書式.....	98
表 9-2	Form 10-K と Form 20-F の開示項目.....	99
表 9-3	カテゴリー別の情報開示スコア.....	104
表 9-4	情報開示スコアのよりグループと低いグループ.....	105
表 10-1	対象企業の各グループ.....	107
表 10-2	全対象企業 985 社の記述統計量.....	107
表 10-3	仮説 I と仮説 II における相関分析の結果.....	108
表 10-4	仮説 I における重回帰分析の結果.....	109
表 10-5	仮説 II における重回帰分析の結果.....	110
表 10-6	米国取引所に届け出る企業.....	112
表 10-7	仮説 III の記述統計量.....	113
表 10-8	仮説 III a と仮説 III b における相関分析の結果.....	114
表 10-9	仮説 III a の重回帰分析の結果.....	116
表 10-10	仮説 III b の重回帰分析の結果.....	116

図目次

図 2-1	上海証券取引所の口座開設数（累計）の推移	16
図 2-2	中国資本市場において間接金融と直接金融の割合	18
図 2-3	上海証券取引所の A 株と B 株の資金調達額	18
図 2-4	中国企業が香港聯合取引所に占める割合	21
図 2-5	株価：A 株に対する H 株の割引率	21
図 2-6	青島ビールの株主構造の推移	22
図 2-7	日米中の証券市場の時価総額と取引高	26
図 3-1	銀広夏の株価（終値）	38
図 3-2	「漢王科技」の株価	41
図 4-1	2001-2013 年度情報開示評価結果の構成比の推移	48
図 4-2	国有企業株式指数と民間企業株式指数の推移	54
図 6-1	海外取引所に新規上場する中国企業数の推移	66
図 6-2	国内新規上場と海外新規上場の資金調達額	67
図 7-1	バーガーキングのリバースマージャー	71
図 7-2	米国上場する中国企業の方式	72
図 7-3	1993-2015 米国取引所に新規上場/上場廃止の中国企業数	74
図 8-1	棱光実業の株価：株価終値と株式分割などを考慮し調整済み株価終値	78
図 8-2	珠海恒通の殻借り上場と恒通電表の売却のイメージ図	80
図 8-3	棱光実業の財務状況	82
図 8-4	棱光実業の大株主の推移	84
図 8-5	棱光実業の株式構造	85
図 8-6	シノフォレストの株価推移	86
図 8-7	アリババ・グループの VIE 構造の概説	90
図 9-1	テキストマイニングの流れ	95
図 9-2	上場方式別の新規上場企業数と上場廃止企業数	100
図 9-3	本論文が行うテキストマイニングの流れ	100
図 9-4	キーワード集	102
図 9-5	カテゴリー別の情報開示スコア	104
図 10-1	対象企業 238 社の 2006 年-2016 年の株式ボラティリティーと流動性	112

第1章 はじめに

1.1 本論文の背景と論点

1.1.1 中国の上場企業への会計不信の広がり、及び情報開示の改善への要請

中国経済の発展につれて、中国企業並びに中国証券市場がますます注目されている。2014年、中国ネット通販最大手のアリババ・グループの巨大な米国上場が世界中の視線を集めたことは、まだ記憶に新しい。また、2015年、中国証券市場の株価が高騰し、一時的にその取引高が米国証券市場を超えて世界1位となった。ところが、こうした華やかな光景の背後には、中国上場企業が抱えるたくさんの課題がある。そうした課題のなかで、本論文は中国上場企業の不正開示に注目し、議論を展開するものである。

深圳証券取引所の公開データによれば、1998年から2016年6月末までに深圳証券取引所の上場企業で、情報開示違反を含む合計1015件もの違法事件が記録されている¹。中国国内上場企業の不正開示、不正会計、インサイダー取引が後を絶たない。

海外取引所に上場した千社余りの中国企業においても、不正開示、不正会計が広く指摘されている。2010-2012年、米国証券市場を中心に海外取引所に上場した中国企業に対する調査レポートが多数発表され、それによって海外上場する中国上場企業の不正会計という問題が浮上した。調査レポートの対象となった中国企業の一部の不正会計が確認され、海外上場の中国企業全体にわたって会計不信が広がった。その後、米国取引所に上場した中国企業285社のうち、半分近くの140社が上場廃止になった。これは米国にとどまらず、欧州、シンガポール、香港の証券市場にも影響を及ぼした。

こうした中国企業に共通するのは株主・投資家に向けた企業情報に関する認識の不足であり、その不正流用である。証券市場は情報に基づいてすべてが形成されており、証券市場は情報の市場と言える。証券市場の効率性と信頼性は、証券価格が会社のファンダメンタルズ情報を適時・適切に反映できるかどうか、に左右される。したがって、証券市場における情報の発信元となっている上場企業の情報開示（Disclosure）の公平性、適時性、自発性、継続性、透明性が極めて重要である。

中国証券市場の歴史は1990年に証券市場が成立されて以来、20年余りにすぎない。中国のような新興市場では、証券市場の急速な発展と情報開示違反、情報操作、虚偽開示の問題が同時に存在している。中国証券市場のさらなる改革開放、並びに海外上場を求める中国企業の増加に伴って、中国上場企業の情報開示の改善が求められている。

中国の上場企業に関する情報開示制度は、1998年「中華人民共和国証券法」が施行され、その後も徐々に整備されてきているが、今後も市場の進展に伴い、改善の余地が十分にある。

他方、上場企業自らも情報開示の改善に力を入れなくてはならない。中国の情報開示制度は、従来の強制的情報開示（法定開示）から、強制開示と企業自主的開示の併存への制度転換が実施されている。本論文は上場企業自らの情報開示インセンティブに注目し、情報開示の改善は上場企業に経済的な効果をもたらすならば、これは上場企業情報開示インセンティブの向上に繋がる、という仮説を踏まえて論じていく。

¹ 深圳証券取引所の「上場企業誠信档案」を参照
<http://www.szse.cn/main/disclosure/bulliten/cxda/cfcfjl/index.shtml>

1.1.2 情報開示の改善による経済的な効果

Healy,Palepu (2001) のサーベイ論文によると、上場企業の経営者が任意開示 (Voluntary Disclosure) を実施するインセンティブは、「資本市場取引」、「企業統治競争」、「株式報酬」、「訴訟コスト」、「所有権コスト」、及び「経営者能力発信」、といった6つの仮説に要約される。これらのインセンティブが単独にまたは複数で共同して作用する結果として、上場企業の経営者は情報開示を実施し、上場企業に①株式の流動性の向上、②資本コストの低下、③担当アナリストの増加、といった三つの経済的な効果をもたらす²。

このアプローチに従って、本論文は株式の流動性の向上と資本コストの低下という2つの仮説に注目している。情報開示が流動性、株主資本コストに与える影響に関する理論研究は、情報非対称性及びエージェント理論を前提として論じるものが多い。この場合、情報開示の改善により、取引コストの削減、または市場需要の拡大の実現によって、株式の流動性が向上し、株主資本コストが下がるというアプローチがある (Diamond and Verrecchia (1991) など)。

一方、情報開示の改善が株式ボラティリティに影響を及ぼす研究があるが、その結論は明らかになっていない。Venkatachalam(2000)は、株式収益のボラティリティは企業全体のリスクを反映している。投資家はハイリスク投資の対象企業に、より高いリスクプレミアムを要求する。情報開示の改善は株価の高騰をもたらす、短期的にボラティリティの拡大をもたらす傾向がある (Bushee and Noe(2000)は、その結果を検証した)。一方、情報開示の改善は長期的な投資家をアピールするので、長期的にボラティリティは収斂していく傾向がある。

先行研究は欧米の企業を研究対象とするものが多い。本論文は中国上場企業を対象に、情報開示の改善による①流動性、②ボラティリティ、③自己資本コスト、の変化を検証していく。

1.1.3 中国上場企業の特徴：国有株式持ち分の影響、間接上場方式の利用

中国企業が株式市場へのアクセスを求める際に、伝統的な株式新規発行 (Initial Public Offering、IPO) のほかに、リバースマージャー (Reverse Merger) による上場という代替的な手法がよく利用されている。本来、リバースマージャーは会計上、企業結合のうちの逆取得として処理されている。それは合併の取得会社が合併後に存続会社になるという通常の場合と違って、取得会社と合併後の存続会社が一致しない場合を指す。リバースマージャーは企業の組織再編活動として珍しくないのである、

一方、リバースマージャーによる上場は、裏口上場 (Back Door Listing)、(中国語で) 殼借り上場とも呼ばれ、上場という特定の目的で行われる逆取得を指している。具体的に、それは実際に事業活動を実施している事業運営会社が、取引所や店頭市場に上場している殼会社

(Shell Company)、又は殼会社の子会社に逆取得されて、取得会社としての事業運営会社が存続会社としての元殼会社の上場資格をそのまま継続する形で、間接上場を求めるという手法である。

中国証券市場では、殼借り上場は企業組織再編活動として活発に行われている。また、海外に上場した中国企業においても珍しいことではない。海外上場する中国企業に関する中国経済

² Healy,Palepu (2001) p429

総合データベース（The China Stock Market and Accounting Research Database, CSMAR³）によれば、1993年7月から2015年10月までに、285社の中国企業がこうした上場方式により米証券取引所に株式上場した、とされる。そのうち、株式新規発行手続きを經由して米取引所に上場した中国企業はわずか12社の国有上場企業である。その他のすべての企業は殻借り上場をはじめとする間接上場方式を利用している。こうした間接上場方式の中国上場企業に、2010–2012年の会計不信が起こったわけである。

中国株式市場のもう1つ大きな特徴として、国有企業の上場が挙げられる。1990年代、中国上場企業の大半は実質上国有企業であった。長（2004）によれば、2001年10月末に中国国内市場に上場されていた1246社の内、831社（66.69%）が国有企業であり、上場企業の65%の筆頭株主が国であった。2013年年末時点では、中国A株上場企業2515社のうち、中央政府と地方政府が保有・監督する企業はそれぞれ327社（13%）、650社（25.84%）あり、民間企業の上場増加によりその占める割合は減少してきた。一方、発行済株式数では、中央・地方国有企業はまだ全上場企業発行済株式総数の68.35%を占めている（李（2014））。

そのため、中国上場企業を対象に検証する際に、上場方式と国有株式持ち分の影響を考えなくてはならない。

1.2 本論文の構成

本論文は三部の構成である。

第一部は「中国国内に上場する中国企業—情報開示と株主資本コスト—」と題し、中国国内の上場企業の実態と課題について説明する。まず第2章で中国証券市場、そして中国上場企業の情報開示制度について説明する。ここでは、中国証券市場は急速に発展しているものの、銀行借入など間接的金融が主流となり、証券市場による直接金融の割合がまだ低い。中国証券市場の役割が期待されている。

次に、第3章で、中国国内上場企業の情報開示の実態と課題について説明する。ここでは、中国上場企業の情報開示違反を、①情報の虚偽開示（Misrepresentation of Information）、②情報の不正流用（Misappropriation of Information）、③情報の操作（Manipulation of Information）といった種類にわけて検討する。

最後に第4章で、中国深圳証券取引所のメインボード上場企業を対象に、情報開示の改善による自己資本コストの削減効果について検証していく。情報開示の代理指標としては、中国深圳証券取引所が実施する情報開示評価の結果を利用している。自己資本コストの推定はFama–French 3ファクターモデルを利用している。そして、こうした2つを重回帰分析によって分析していく。

この分析で、時価総額、総資産負債比率、売上高平均成長率、ベータ値、国有/民間ダミー変数及び業種のファクターの影響を抑えた上、深圳証券取引所のメインボード上場企業263社で、情報開示プログラムによる情報開示評価結果と推定された株主資本コストの間に、負の相関の存在が観察される。同取引所による情報開示評価の結果が、下位から上位へとワンランキ

³ CSMARについては、次のリンクを参照

<http://www.nikkeimm.co.jp/education/csmar/content.html>

ング改善すると、株主資本コストが0.6%（年率）下がることがわかる。これにより本論文の仮説、情報開示の改善による自己資本コストの削減効果は論証されたといえよう。

第二部は「海外に上場する中国企業—上場方式とその課題—」と題し、中国上場企業の上場方式、特に間接上場方式を中心に説明する。まず第5章は、中国国内の上場企業を対象に、殻借り上場の実態を追い、中国国内の上場審査について検証する。中国証券監督当局である中国証券監督管理委員会（CSRC、China Securities Regulatory Commission）の厳しい審査があり、審査自体が停止する場合もよくある。従って、株式新規発行・上場の審査をクリアしにくいいため、上場予備企業は殻借り上場方式を利用する動きが登場することとなった。

次に、第6章は海外に上場する中国企業に焦点を移して、海外上場の理由について検討していく。海外上場の理由としては、資金調達需要、知名度の拡大、欧米投資ファンドの投資した資金の回収の便利さ、などが挙げられる。

第7章は、米国取引所に上場した中国企業の上場方式について概説し、2010—2012年に広がった中国企業に対する会計不信の理由を、その経緯ともに検討する。ここでは、先行研究に従って、米国取引所に上場した中国企業285社の上場方式を、①直接上場企業、②殻借り上場企業、③殻作り上場企業、といった種類に分けて論じる。まず、直接上場は主に中国大手国有企業が利用する上場方式であり、中国籍企業として米国NYSEに上場する方式である。2015年末現在、直接上場の中国企業は12社ある。次に、殻借り上場は、中国企業、特に製造業の企業が米国取引所や店頭市場に上場している殻会社（Shell Company）、又は殻会社の子会社に逆取得されて、米国籍企業の上場資格をそのまま引き継ぐ形で上場を図る方式である。本論文の調査によれば、対象企業285社のうち、101社が殻借り上場企業である。最後に、殻作り上場とは、中国企業が米国やタックスヘイブンに特別目的会社（SPC）を新設して、それを上場主体として米国取引所と監督当局に新規上場を求める方式である。中国のハイテック企業、例えばネット通販大手のアリババ・グループ、検索エンジン大手のバイドゥが利用した方式である。

2010年以後、米国取引所に上場した中国企業、特に間接上場方式を利用した中国企業に対して、不正会計を巡る調査レポートが多数発表された。一部の調査対象企業は会計操作を認めたが、米国に上場した中国企業全体に対する会計不信が米国を中心に広がった。それによって、殻借り上場の中国企業の過半数（60%）はその後上場廃止になり、この方式自体も使われなくなった。他方、米国上場を求める中国企業に、殻借り上場方式から殻作り上場方式への変更が見受けられる。その代表例は、2014年NYSEに上場したアリババ・グループである。しかし、同社のような上場企業はVIE構造（Variable Interest Entity Structure）という仕組みに問題点を指摘する向きもある。

第8章では、第6章と第7章で論じる上場方式を事例分析していく。まず、中国国内証券市場において、殻借り上場方式を利用した事例として、^{りょうこうじつぎょう} 棱光実業（上海証券取引所）が2回にわたって「殻会社」として利用される経緯を検証する。次に、殻借り上場方式で北米取引所に上場した代表企業として、シノフォレスト（トロント証券取引所）の上場事例を分析していく。2010—2012年の会計不信の対象となった中国企業において、シノフォレストは時価総額が最も大きな企業であり、その後の破綻によって北米投資家に膨大な損失をもたらした。最後

に、アリババ・グループの上場事例を通じて、VIE構造を利用している中国殻作り上場企業の特徴とリスクを論じていく。

第三部は「米国に上場する中国企業—情報開示による市場への効果の検証—」と題し、米国取引所に上場した中国企業を対象に、情報開示の改善による経済的な効果を検証する。このテーマを取り上げるためには、①上場企業の情報開示レベルの評価、②経済的な効果の推定、が重要である。

第9章は、米国証券監督当局に届け出る有価証券報告書に注目し、そのうちの「リスクファクターズ」という開示項目が「マネジメントディスカッションとアナリシス (MD&A)」という開示項目で、どれほどの分析の度合いを達成しているのかについて、テキストマイニングの手法によって定量化し、その結果を対象企業の情報開示スコアとし、これを検証する。

テキストマイニングは、複数の文書データの内容を総合的に捉えることで初めて得られる知見を抽出するための内容分析の技術、と定義できる。本論文は頻度集計 (Frequency Counting) というテキストマイニングの手法を通じて、①対象企業の有価証券報告書 Form 10-K 又は Form 20-F のリスクファクターズから「キープレーズ集」を作成する、②「キープレーズ集」の出現キープレーズが対象企業の有価証券報告書 Form 10-K 又は Form 20-F の「MD&A」に出現した回数を数え上げる、③TF-IDF アルゴリズムによって推定される重要度を MD&A の出現キープレーズのスコアとする、対象企業各社の MD&A のすべての出現キープレーズのスコアの合計を同社の情報開示スコアとする。

第10章で、まずは対象企業の株式の流動性、収益率のボラティリティを推定する。ここでは、決算期末から有価証券報告書が提出されるまでの期間を考えて、対象企業各社が各会計年度の決算期末プラス2ヶ月の時点から3ヶ月間の株式ボラティリティと流動性をそれぞれ推定している。

次に、情報開示スコアと流動性、ボラティリティの関係重回帰分析によって検討していく。ここで、まずはテキストマイニングにより得られた情報開示評価の結果と開示時の財務状況、そして上場方式との関係を分析していく。その結果、①企業の規模が大きければ、情報開示が高いこと、②製造業の企業はその他業の企業より情報開示が良くないこと、③届出書式 Form 10-K グループでは上場年数が長くなると情報開示が改善していくが、Form 20-F グループでは上場年数が長くなると情報開示が低下していくこと、がわかっている。

また、届出書式 (上場方式) という変数を入れることで、調整済み R^2 はそれぞれのグループで向上している。 R^2 は重回帰分析の決定係数と呼ばれ、回帰式の当てはまり具合を示す指標である。 R^2 が大きいほど回帰式の説明力が高いことを示している。更に、変数の数が異なる複数の回帰式の結果を比較する場合、調整済み R^2 がよく利用される。したがって、ここでは届出書式 (上場方式) を入れる場合は入れない場合より、全対象グループの調整済み R^2 が 0.139 から 0.365 へと大幅に向上しているため、上場方式は情報開示の質に関係あることがわかっている。

更に、本論文は、情報開示の改善による市場への効果としてのボラティリティと流動性を検証している。ボラティリティを非説明変数とする仮説 IIIa の結果では、情報開示スコアの係数は予想通りのマイナス (-0.060) となっているが、有意ではない。一方、流動性を取り上げている仮説 IIIb の結果では、情報開示スコアの係数はマイナス (-0.118) であり、有意である。これは、情報開示の改善は流動性の低下につながるという結論となっている。ここで、

全対象企業をグループにわけて再検討すると、上場廃止グループ、特に上場廃止&10-Kグループでは、情報開示スコアの係数はプラスであり、有意である。したがって、こうした2つのグループでは、上場企業の情報開示が改善すれば、流動性が高まっていく。これは先行研究の結論と一致している。

本論文が推定した上場廃止企業グループ、届出書式 10-K を利用する企業グループはともに情報開示スコアが低いため流動性が低迷し、最終的に上場廃止につながると指摘できよう。

これが本論文の構成である。

第一部 中国国内に上場する中国企業 —情報開示と株主資本コスト—

第2章 中国上場企業の情報開示制度

2.1 中国の証券市場

中国証券市場の歴史は、19世紀の後半に遡ることができる。清の時代の1869年に、英米の商人による株式取引が中国に現れた。こうした取引行為の増加に連れて、1891年に上海ブローカー協会（The Shanghai Broker's Association）が外国商人により上海に設立された。これは中国最初の証券取引所であった。当時上場された証券は主に、①上海及び極東の外国企業の株式、②南アジアのゴム企業の株式、③上海政府及び各種の公債、④上海及び極東の外国企業の債券、⑤中国政府が発行した公債、であった。そのうち、外国企業の株式及び南アジアのゴム企業の株式が活発的に取引されていた⁴。

清の1880年代、中国人が設立した近代株式会社が現れた⁵。その後、中華民国の時代の1914年に、中国初の「証券取引所法」が施行され、1918年に北平（北京）証券取引所、1920年に上海証券物品取引所がそれぞれ成立した。これは中国人が設立した初めての証券取引所となっている。

1949年10月、中華人民共和国（以下は中国と略す）が成立した。中国政府は、北京や、天津、上海にあった中華民国時代の証券取引所を閉鎖させたと同時に、新しい証券取引所を天津と北京に設立した。こうした新たに設立された取引所に、資金調達とインフレ抑制の役割が大きく期待された。例えば、内戦後の経済再建に伴う膨大な資金調達ニーズを満たすために、当時の中国政府は8回に渡って総額38億元の債券を発行した。その後、金融秩序の回復に伴って、1952年末に天津、北京の証券取引所が閉鎖された。

1956年、中国は、旧ソ連のような計画経済の経済体制を確定した。計画経済の体制のもとでは、企業生産のための原材料と備品は政府の物資部門から受け取り、生産された製品も政府に上納し、統一に販売される形となった。また、企業間の決済も銀行の帳簿上で調整されるので、証券市場による資金調達需要がなく、既発行の証券が流通できなくなり、新証券の発行も停止されてしまった。こうした高度に集中化された計画経済体制の下で、中国では証券市場が消滅した。

1978年に始まった鄧小平の経済改革開放政策は、中国社会に大きな変化をもたらした。経済面では、急速な発展を示す一方、国民経済の支柱である国有企業の低効率性が課題として浮上した。これに対して、様々な対策が考えられ、なかでも株式制度の導入が最も効果的であると一般に認められるようになった⁶。1984年11月、上海飛樂音響公司というステレオメーカーが中国における初めの株式会社として成立した。その後、株式会社の増加に連れて、中国証券市場の再開が検討されていた。

1990年11月に上海証券取引所、翌年4月に深圳証券取引所がそれぞれ設立された。中国証券市場の再開となる重要な時点であった。

⁴ 蔣（2001）p67参照

⁵ 中国人が初めて設立した株式会社については、2つの説がある。1つは1882年の上海平準株式会社であったが（蔣（2001）p67）、もう1つは1872年の輪船招商局であった（福光寛（2010）p86）。

⁶ 周（2005）p1参照

1992年10月、中国国務院証券委員会及び中国証券監督管理委員会がそれぞれ設立された。1990年11月－1992年10月まで地方政府に監督管理されていた上海、深圳の両証券取引所は上述の証券監督当局 CSRC が監督官庁となった。

1992年初頭、鄧小平の南方視察談話が発表された。この談話において鄧小平は、上海、深圳の両証券取引所の役割と中国の株式会社制度改革の成果について高い評価を与え、「株式会社制度の導入と実験をもっと大胆に進めよう」と指示した。この談話をきっかけとして、中国の株式会社制度改革並びに証券市場の発展は更に一段と前進した。

2.1.1 株式制度の導入をめぐる議論と措置

株式会社制度の導入にあたって、激しく議論が行われた。その議論の中心は、株式会社制度が社会主義公有制＝計画経済の下での合理性ということである。中国政府は、株式会社制度は中国国有企業の低効率性問題を改善できると認識しながら、社会主義社会制度の基盤を揺るがす恐れがあると予測した。それを防ぐために、1992年5月、中国国務院は「股份制企業試点弁法」を施行した。そのうち、下記の「出資する主体の相違による4種の株の設定」、「株式会社制度を導入する産業の制限」をはじめとする制限条件が設けられた。

① 出資する主体の相違による4種の株：国家株、法人株、個人株、外資株（B株、H株）
中国では、企業設立時に出資する主体の相違によって、株式会社の株式が国家株、法人株、個人株（A株）、外資株（B株、H株）といった種類株に分かれた。

国家株とは、国を代表して投資する権限を有する部門または機構が、国有資産の出資によって会社に投資することにより取得する株式である。ここでいう国を代表して投資する権限を有する部門または機構と言うのは、中国財政部（日本の大蔵省に該当する）を始めとする政府部門、国の直属する国家専門投資会社などである。国家株の譲渡、売買、収益（配当）などについては、国有資産管理局の指導、監督、審査を受けると規定されている。

法人株とは、法人企業が法により支配することができる資産によって、会社に投資して取得する株式、または法人格を有する事業単位及び社会团体が、合法的な資産によって会社に投資して取得する株式である。

個人株（A株）とは、個人が合法的な財産によって会社に投資して取得する株式である。こうした株式はA株とも呼ばれる。

外資株とは、外国及び香港、マカオ、台湾地区の事業法人及び個人投資家が会社に投資して取得する株式である。B株は正式に人民元建て特殊株と呼ばれ、額面は人民元であるが、外貨建て（上海証券取引所に上場されたB株は米ドル建て、深圳証券取引所に上場されたB株は香港ドル建て）で価格が表示される記名式券面不発行株式である。また、配当金支払いについても人民元から外貨に換算されたうえで支払われる。A株とB株の同時発行企業もあるが、こうした場合にB株のすべての権利、義務はA株と同じと規定されている⁷。

また、B株と同様に、1993年半ばに香港証券市場に上場する中国企業が現れた。こうした企業の株式は、H株と名付けられた。H株とは、額面金額が人民元建てで発行され、香港ドル建てで香港聯合取引所に上場・取引される株式である。

⁷ 「国内に上場する株式会社の外資株（B株）に関する規定（国務院1995年12月）」第5条による。

上述のように、株式所有者の属性の相違によって種類株を設けることは、中国株式会社制度の特徴である。この制度が施行される当初では、国家株は非上場株として、証券市場では流通、売買できないと規定されていた。法人株は非上場株として、相対取引のシステムを通じて転売、譲受できると規定された。これらに対して、個人株（A株）と外資株（B株とH株）は上場株式であり、それぞれ中国国内投資家と外国投資家の間に流通・売買されてきている。

表2-1は1992年から2005年までの上場企業株式の種類別シェアを示している。2005年まで、中国上場企業の株式数のうち、62.3%は流通できない株式であった。上場企業株式の大半は取引できないので、中国証券市場の健全な発展を制約している。

2006年、中国証券市場に大きな影響を及ぼす「流通株改革」が開始した。これにより、従来取引所では流通・売買できない非流通株が、取引できるようになった。

表2-1 上場企業株式の種類別シェアの推移 (単位：%)

	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
①国家株	41.4	49.1	43.3	38.7	35.4	31.5	34.3	36.1	38.9	46.2	47.2	47.4	46.8	45
②発起人法人株	13.1	9	10.8	15.9	18.4	22.6	20.9	19.1	16.9	12.7	11.3	10.9	10.6	7.2
③外資法人株	4.1	1.1	1.1	1.4	1.2	1.3	1.4	1.3	1.2	0.9	0.9	0.9	1	3
④募集法人株	9.4	10.6	10.6	7.3	7.5	6.7	6	6.2	5.6	4.7	5.1	4.8	4.8	3.2
⑤従業員株	1.2	2.4	1	0.4	1.2	2	2	1.2	0.6	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1
⑥その他非流通株		0	0.2	0.7	1	1.2	1.2	1.1	0.9	0.3	0.5	0.5	0.6	3.8
①-⑥ 非流通株の合計	69.2	72.2	67	64.4	64.7	65.3	65.8	65	64.1	65.3	65.3	64.7	63.9	62.3
⑦A株	15.9	15.8	21	21.2	21.9	22.8	24.1	26.3	28.4	25.3	25.7	26.7	27.9	29.9
⑧B株	14.9	6.4	6.1	6.7	6.4	6	5.3	4.6	4	3.1	2.9	2.7	2.8	2.9
⑨H株		5.6	6	7.7	6.9	5.7	4.7	4	3.3	6.4	6.1	5.9	5.4	5.4
⑦-⑨ 流通株の合計	30.8	27.8	33.1	35.6	35.2	34.5	34.1	34.9	35.7	34.8	34.7	35.3	36.1	38.2
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

出典：野村資本市場研究所 『中国証券市場大全』 日本経済新聞社 2007 p32

注：国家株とは国及び地方政府が保有する株式。発起人法人株とは会社設立時に法人により出資された株式。外資法人株とは外国法人（戦略的投資家など）により出資された株式。募集法人株とは募集時に法人より出資された株式。従業員株とは公開前及び公開時に従業員に割り当てられた株式。こうした株式は非流通株と定義されている。

② 株式会社制度を導入する産業の制限

「株式制企業試行弁法」第6条は、中国経済の発展を左右する基軸産業では、国家が支配株主でなければならぬと規定した。一方、同条は、資金・技術の集約産業や規模の経済性を必要とする産業に、積極的に株式会社制度を導入するように規定した。このような規制は、公的所有が国民経済全体の中で支配的地位を守り続けるための措置と考えられる。

この政策の後続として、中国政府は1995年から、「外商投資産業指導目録」を作成し始めた。それにより、外国人・外国企業が中国に投資する産業を、①投資推奨産業、②投資制限産業、③投資禁止産業、という3種類に分けられた。この政策のもとで、インターネット業をはじめとするハイテク産業、媒体業への外国企業の投資制限は、後述の中国企業の海外上場方式に大きく影響した。

上述のほかに、当時の中国政府は、国内個人投資家の株式保有制限（1人の個人株主が1つの会社の株式数の1000分の5を超えてはならない⁸）、株式の譲渡と売買の制限（例：国家株

⁸ 「股分有限公司規範意見（中国國務院国家経済体制改革委員会（現国家発展改革委員）、1992年5月15日）」

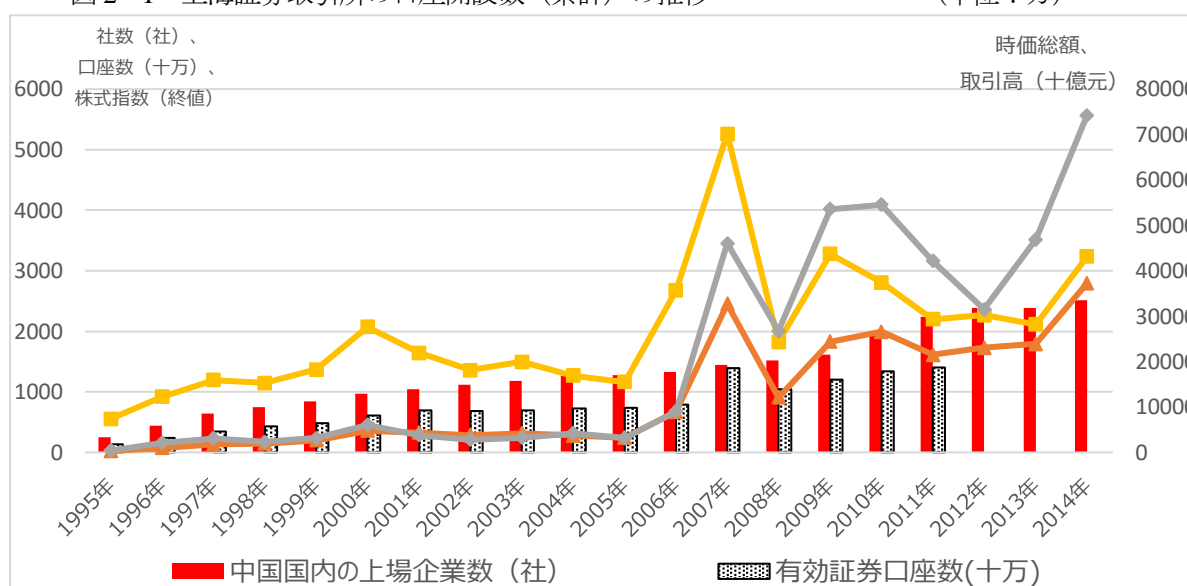
の譲渡・転売が規制されること、中国国内個人投資家がB株への投資が禁止されること）、優先株の利用に関する規定（例：優先株の発行は可能となるが、国家株は普通株でなければならない⁹⁾）、などを設定した。更に、株式会社における国家株の割合は、国家がその会社に対する所有と支配に関わるので、規制の対象とされていた。国家株の割合その数字は、企業の属する業種と企業の具体的な状況に応じて、国有資産管理局等の部門の裁量に任せられていた。

こうした一連の規定は、中国政府は株式会社制度を導入にあたって、国の企業に対する支配的地位を維持するための政策と考えられる（詳細は相沢（1994）を参照）。

2.1.2 中国証券市場の発展について

1990年11月に上海証券取引所、翌年4月に深圳証券取引所がそれぞれ設立され、中国証券市場が発足してから中国証券市場は急速な発展を遂げている（図2-1を参照）。

図2-1 上海証券取引所の口座開設数（累計）の推移（単位：万）



出典：各年度の中国統計年鑑のデータより筆者作成

注：3年連続で取引がなく、資金が100元以下、かつ株式を保有していない口座は有効口座ではないと規定されている。それ以外の口座は有効証券口座となっている。

当初、上海と深圳の両取引所の位置づけは、中国の東北、華北、華東地域の企業が上海取引所に、華南地域の企業を深圳取引所に上場させるという黙然のルールがあった。1990年代後半からこうした地域区別の上場ルールは明確でなくなった。その後、上海証券取引所と深圳証券取引所は異なる道を歩んできている。

第24条、「株式発行と取引に関する暫行条例（中国国務院第112号令、1993年4月22日）」第46条による。同規定は1998年中国始めの証券法の施行により廃止。

⁹⁾「株式会社規範意見」第23条による。

表 2-2 深圳証券取引所と上海証券取引所の比較 (2012年12月末時点)

	市場	上場企業数 (社)	時価総額 (億元)
上海証券取引所	メインボード	954	158,698
深圳証券取引所	メインボード	484	34,124
	中小企業ボード	701	28,804
	創業ボード	355	8,731
	深圳証券取引所の合計	1,540	71,659

出典：「深圳証券市場概況 2012」、「上海証券取引所統計年鑑 2012」より筆者作成

上海証券取引所には 1990 年 12 月にできたメインボード市場のみとなっており、2012 年現在、954 社の A 株銘柄が上場している。最近の動向として、中国国内の中外合資会社を狙う国際ボードの開設が検討されている。

深圳証券取引所には、1991 年 11 月に開設されたメインボード市場のほか、2004 年 5 月と 2009 年 10 月に中小企業ボードと創業ボードがそれぞれ開設された。また、深圳証券取引所では店頭市場の取引も開始した。

2.1.3 中国証券市場の課題

2.1.3.1 間接金融が中心となっている中国資本市場

中国企業にとって、取引所並びに証券市場の資金調達への役割は大きく期待されている。従来、社会主義国である中国の企業の資金調達方式は、次の①（1949 年—1978 年）、②（1978 年—1990 年）、③（1990 年—）3 つの段階に分けられる¹⁰。

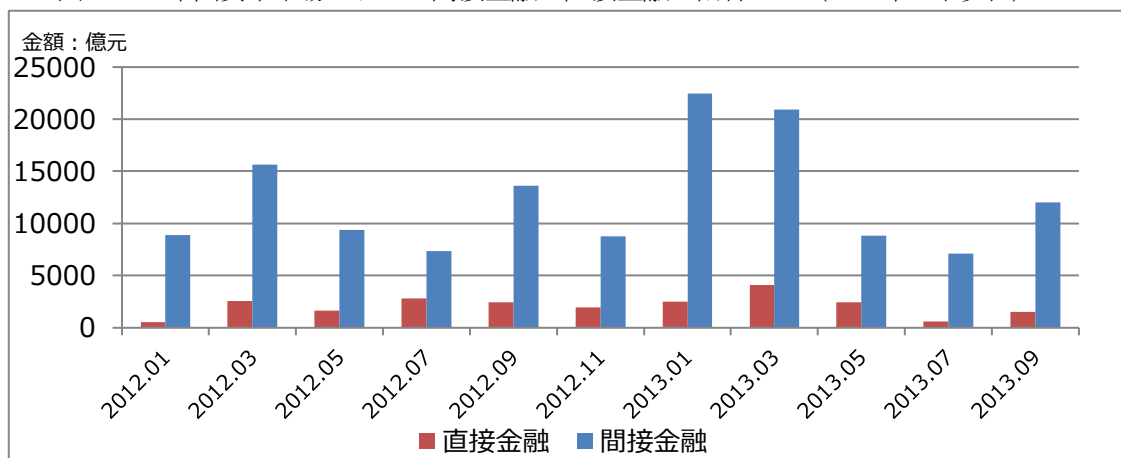
まずは中華人民共和国が成立してから 1978 年の改革開放までとなっており、資金調達は主に計画経済の下での財政主導型融資であった。次に、改革開放政策が施行されてから、上海証券取引所の設立までの期間に、中国企業の資金調達の方式は、財政主導型から徐々に大手国有銀行を中心とする銀行主導型融資に変わった。最後は今まで続いた市場経済体制下の多元発展型融資となる。

ところが、多元発展型融資と言われているにも関わらず、下の図のように、諸先進国と比べて、発展途上国である中国の資金調達方式は銀行融資が中心となり、直接金融の割合は 2 割未満に留まっている。諸先進国、例えば米国 65.8%、ドイツ 50.2%、日本の 40.8%¹¹とくらべて、中国証券市場がかなり遅れていることがわかる。中国中小企業が資金調達の問題が目立つようになってくる背景に、証券市場は融資チャンネルとしての役割が広く期待されている。

¹⁰ 陸 (2008) p6

¹¹ 『年次経済財政報告書 (平成 14 年) 内閣府』 p217

図2-2 中国資本市場において間接金融と直接金融の割合 (2013年9月末現在)



出典：「社会融資規模統計表」（中国人民銀行）より作成¹²。

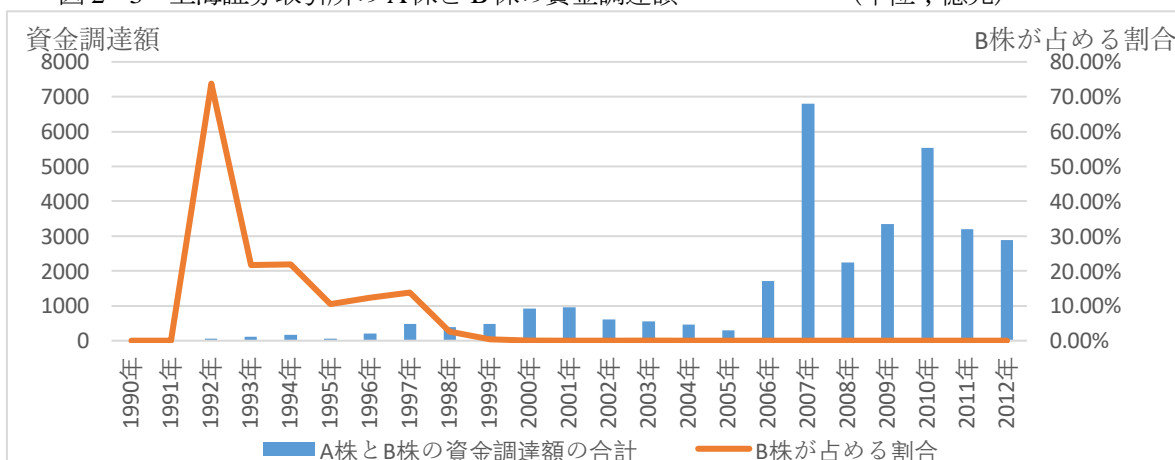
注：間接金融調達額は、人民元建て貸付、外貨建て貸付（人民元に換算された）、貸付信託等からなる。直接金融調達額は、企業債券で調達した金額及び非金融企業が中国国内で調達した金額からなる。

2.1.3.2 A株とB株の二重株価

改革開放政策が施行されてから、中国企業の外国資金の調達方法は主に、外国政府或いは銀行からの借款、外国での外貨建債券の発行、及び外国資本の中国への直接投資、という3つの形態があった。1993年に、上海証券取引所と深圳証券取引所は、外国人投資家向けに、それぞれにB株式市場を開設して、B株式の取引を開始した。中国国内におけるB株の発行は直接投資や外国借款より便利であり、特に償還する必要がないので、新たな外資導入の手段として期待されていた。

ところが、下の図に示している上海証券市場に資金調達額では、A株とB株の調達額は急速に増加しているものの、B株がそれに占める割合が1992年のピーク時に70%を超えて、それ以降年々減少し、1999年からほぼ調達できなくなった。

図2-3 上海証券取引所のA株とB株の資金調達額 (単位；億元)



出典：各年度の「上海証券取引所統計年鑑」より筆者作成

¹² 以下のリンクを参照 <http://www.pbc.gov.cn/publish/html/kuangjia.htm?id=2012s18.htm>

こうした変化をもたらした要因は、B株式市場の独立性である。B株市場では、外国人投資家向けに発行されるB株式銘柄が、外国人投資家同士の間でのみ取引される、と規定された¹³。中国国内の一般投資家はB株を売買できないので、B株市場は事実上A株とは独立的な市場であり、A株市場から遮断されていた。したがって、A株とB株とは、下の表に示しているように、新規上場銘柄数や、取引高、PERの指標では大きく違ってきている。

表2-3 上海証券取引所のA株とB株の銘柄数、取引高、PER、回転率

	銘柄数		1銘柄当たり 取引高 (億元)		1銘柄当たり 取引高 (億株)		平均 PER (倍)		回転率 (%)	
	A株	B株	A株	B株	A株	B株	A株	B株	A株	B株
2003年	770	54	26.68	5.24	3.42	1.11	36.64	30.32	268.58	64.26
2004年	827	54	31.72	4.47	4.29	1.05	24.29	20.15	308.31	58.29
2005年	824	54	23.13	3.31	4.77	1.05	16.38	12.4	290.7	58.49
2006年	832	54	68.8	10.58	12.17	2.96	33.38	23.97	564.5	149.81
2007年	850	54	355.25	64.33	28.15	7.3	59.24	59.3	953.16	351.6
2008年	854	54	210.49	12.36	18.98	1.93	14.86	11.7	401.6	87.88
2009年	860	54	401.68	19.79	38.93	3.76	28.78	21.58	511.46	165.79
2010年	884	54	343	20.3	29.2	2.82	21.6	23.91	199.27	118.97
2011年	921	54	257.12	13.82	22.89	2.11	13.41	12.28	125.09	86.8
2012年	944	54	173.78	7.66	19.97	1.44	12.29	13.18	101.92	57.52

出典：各年度の「上海証券取引所統計年鑑」より整理、作成

表2-3に示している通りに、2003年から2012年までの10年間に於いて、上海A株の銘柄数は770社から944社と増大した一方、B株は54銘柄にとどまった。また、取引高から見ても、A株は同指標でそれぞれに8倍弱、7倍強増加したのに対して、B株はそれほど上昇しなかった。特に1株あたり単位では、A株とB株の流動性の差異は更に顕著である。

こうした差異で顕著な点は、B株市場の低流動性問題と一般に認識されている。それは、投資家は流動性が低い資産に対して、追加的な流動性プレミアム(Liquidity Premium)を要求するという説である。本来流動性プレミアムは、長期金利が短期金利の利回りが高いという金利の期間構造(タームストラクチャー)の説明において取り入れられる仮説である。長期金利は将来の不確実性は短期金利より高いので、その分だけ追加的なプレミアムが要求されるわけである。株式市場においても、低流動性の証券はハイリスクと高取引コストから、投資家はより追加的なプレミアムを要求する。その分だけ低流動性の株式の価格が低下する(Amihud and Mendelson (1989)、Haugen and Baker (1996))。中国株式市場に関して、廖、楊(2008)は複数の流動性測定モデルより中国A株、B株の株式市場における流動性を測定して検討した。その結果、中国A株とB株には流動性の差異があり、流動性プレミアム仮説はこうした差異の説明に有意であると指摘した。賀(1999)はA株と比べて、①B株式の規模が遥かに小さいため流動性が低い、②B株の市場取引が活発的でなく回転率が低い(表2-3を参照)と指摘した。

1995年12月に、B株の市場取引の日々の変化に応じて、中国国務院(内閣府)は、「国内に上場する株式会社の外資株(B株)に関する規定」を公布した。同規定は、B株主の権利を明確にした。その規定によれば、同じ企業の株式を保有する株主はA株B株を問わず、平等

¹³ 「株式会社規範意見」第29条による。

な権利と義務を有する。要するに、B株はA株より優先劣後されなく、平等な配当請求権と議決権を有することになっている。

ところが、例えば、1999年6月末時点、上海と深圳の両取引所にA株とB株の同時上場企業79社のうち、A株とB株の間に著しい株価差が見られた。A株とB株には平等な配当請求権と議決権を有するのに、B株価がA株価より大きく割り引かれ、異なる株価が形成される状況が常に存在していた。

更に、表2-3に示しているように、2001年以降、上海B株の新規株式公開（IPO、Initial Public Offering）や既存株主の保有株式の売りだし（SPO、Secondary Public Offering）がほぼ止まり、外国資本の調達機能は発揮できなくなった。それが原因で、A株とB株を同時上場している企業のうち、同じく配当請求権を有するB株主に対する配当金支払いを停止する企業も出てきた。

例えば、1998年、中国大手家電メーカーの康佳集団は株式総会の承認を得て、A株/B株を割当追加発行する決議を可決した。ところが、当時は同社B株の株価が低迷していたため、A株のみの追加発行が行われた。これは事実上、B株主の権利を侵害したこととなる。もう1つの例として、当時万年筆の最大手メーカーだった英雄股分は1998年の株主総会決議事項の中で、B株主の追加発行の行使権利を廃止したと明記した。

このような状況は、2001年2月の中国国内の個人投資家のB株取引の解禁につながっている。これにより、B株市場の低流動性問題は一時的に緩和したが、その根本的な原因は解決されないで、その後B株式市場は再び沈静化してきている。

2.1.3.3 H株の形成について

人民元と外国通貨の自由兌換を認めないという中国従来のもろ替政策の下で、外国資金の調達方法として、外資株のB株に加えて、H株という種類株が現れた。

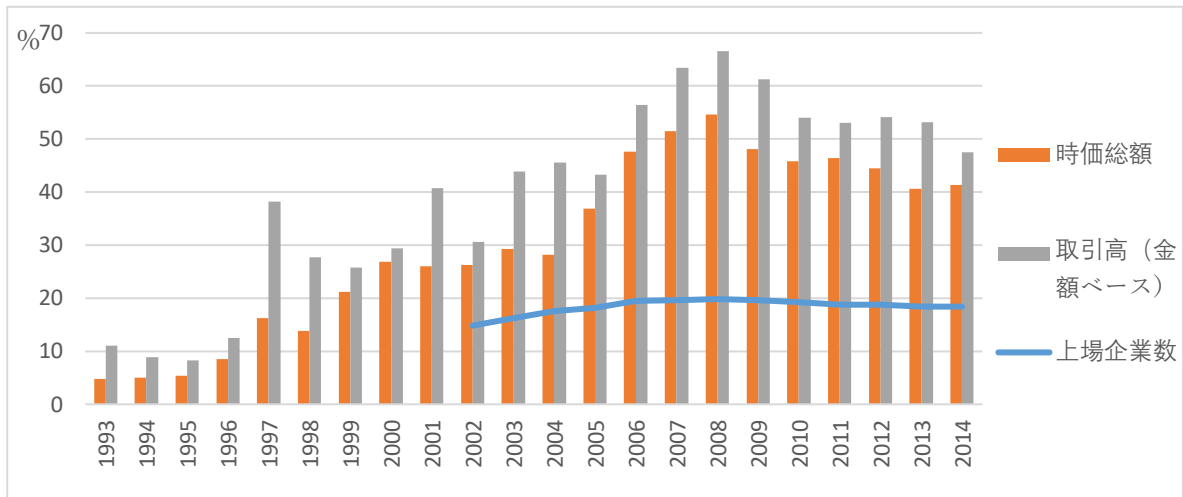
H株の実現は中国政府と香港政府との両方の合意によってなされたものである。当時の中国政府は外貨調達方法の多様化、本土企業の知名度の向上等を目指して、合意の締結に力を注いだ。同時に、香港政府は当時の不動産、金融といった業界に偏っていた証券市場を是正するために、製造業を始めとする中国本土企業の香港上場を歓迎した。そこで、1993年6月19日に中国証券監督管理委員会、上海、深圳の両証券取引所、香港証券先物監督委員会と香港聯合証券取引所は、「中国法律に基づき設立された中国企業の人民元建ての株式を香港株式市場で香港ドル建て公開・上場し、配当支払いを行う」という合意に達して、H株の法整備ができた¹⁴。

その直後、6月29日に青島ビールがH株を34,685万株新規発行して、7月15日に初めてのH株銘柄として香港聯合証券取引所に上場した。その後、香港に上場を選ぶ中国本土企業数は急速に増え、2013年年末時点では合計304社が直接上場（Direct Listing）している。その他、後述の間接上場方式を経由して香港聯合取引所に上場した企業は更に多い。例えば、2000年から2014年までに、中国企業が香港市場15%–18%の上場企業数に対して、26%–55%の時価総額、31%–67%の取引高を占めている。中国企業の株式が活発に取引されていることが分かった。

¹⁴ 王（2006）

図 2-4 中国企業が香港聯合取引所に占める割合

(単位：%)

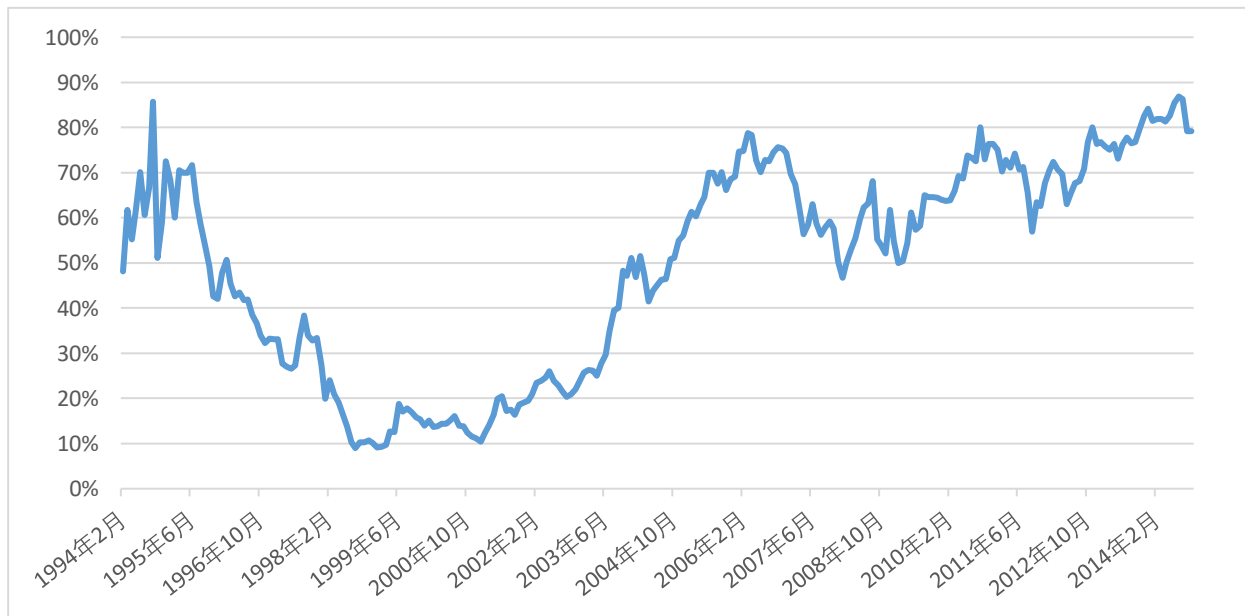


注：香港聯合取引所のデータより筆者作成

また、香港市場だけでなく、青島ビールのように、中国 A 株市場と香港 H 株市場を同時に上場する中国企業が増加してきている。こうした企業のうち、A 株と H 株との間に株価差異が存在している。図 2-5 は A 株に対する H 株の割引率を示している。最も低い 1999 年 6 月では、A 株と H 株同時上場企業のうち、H 株の平均株価は A 株の 1 割に過ぎなかった。

図 2-5 株価：A 株に対する H 株の割引率

(単位：%)



出典：各種資料より筆者作成

注：2014 年 10 月末から、A 株と H 株の同時上場が初めて出現した 1994 年 8 月末までに遡って、A 株/H 株同時上場の中国企業 86 社の A 株株価に対する H 株株価の割引率の平均値を示している。

もともと、A 株であれ、H 株であれ、いずれも 1 つの企業が発行した平等な権利を有する証券である。A 株式市場と H 株式市場に流動性があれば、多少な株価差異が生じて、投資家

の裁定取引が働く限り、その差額がゼロまで近づいていく。ところが、A株とH株の間に、上述の取引所間の差異が存在する他に、中国監督当局の資本規制、為替規制が介在しており、A株市場とH株市場との間の流動は抑えられている。要するに、A株とH株の価格差が生じる根本的な原因は、中国大陸の株式市場と香港の株式市場が隔離されており、その間の資本の流動も制限されているからである¹⁵。

中国の証券監督当局は市場隔離の問題を意識し、2003年、適格国外機関投資家制度（QFII）を導入した。その導入に従って、一部の外国人投資家も中国A株を取引できるようになった。また、2006年に、適格国内機関投資家制度（QDII）も中国に導入され、中国国内の投資家もこの制度を経由して海外の証券を取引できるようになった。しかし、QFIIでも、QDIIでも、その投資枠に中国の監督当局は規制を課しており（2010年年末時点はそれぞれに190億ドルと669億ドル）、両制度は十分に利用されるとは言えない。

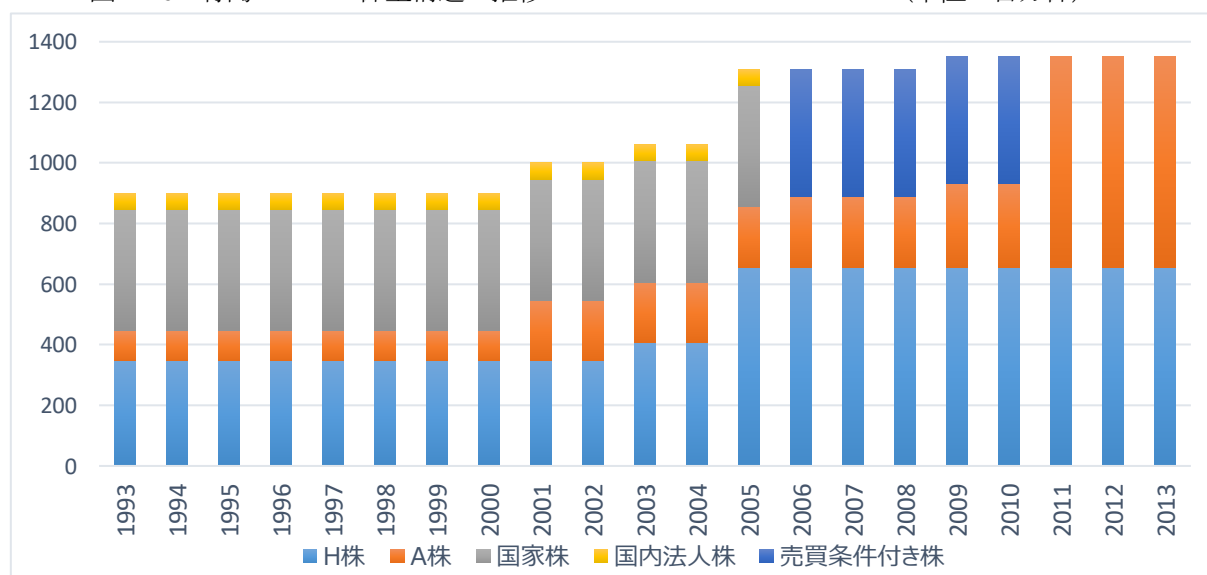
2014年9月、香港聯合取引所と上海証券取引所に株式相対取引制度が導入され、2016年12月には香港聯合取引所と深圳証券取引所に同様の株式相対取引制度が導入された。これにより、A株とH株の株価は収斂していくと考えられている。

2.1.4 事例分析：青島ビールの株式構造

青島ビールは1903年に英独の商人により創設されたビール企業である。中華人民共和国が成立（1949年）してからは、ビール及び炭酸飲料を製造する国有企業として存続してきた。1993年6月16日、青島ビールは発起人として、青島ビール第二有限公司、青島ビール第三有限公司、及び青島ビール第四工場を吸収合併して、株式会社企業に制度転換した。

図2-6 青島ビールの株主構造の推移

(単位：百万株)



出典：青島ビールの各年度の有価証券報告書より筆者収集、作成

注：2005年、中国株式市場の「非流通株改革」が始まった。それまで上場・取引できない上場企業の国家株持分が一定の売買条件付き期間（ロックアップ期間）を経て、上場・取引できるA株に転換されるという改革である。こうした売買条件付き期間に置かれる国家株は「売買条件付き株」と呼ばれる。

¹⁵ 胡、王（2008）

株式制度会社に転換された2週間後の29日、青島ビールは香港プライマリー市場を対象に、額面1人民元でH株34,685万株を発行した（額面は人民元建てだが、決済と配当支払いは香港ドルに換算された上行われる）。そして、翌月の7月15日に青島ビールは初めてのH株銘柄として香港聯合証券取引所に上場した。

H株上場とはほぼ同時に、1993年7月24日、青島ビールは中国株式市場に額面1人民元でA株を1億株発行して、翌月の27日に上海証券取引所のA株市場に上場した。こうしたH株とA株は、保有株主が違っただけで、議決権、配当請求権などは一切同等となり、同じ「流通株」として香港市場と上海市場に取引されてきている。

一方、図2-6に示しているように、1993年末時点、H株とA株が青島ビールの株式総数に占める割合は39%と10%しかなかった（発行済株式総数は9億株）。同時点で、青島ビールの筆頭株主は、「青島市国有資産管理局（持ち株比率44.4%）」という政府部署であった。こうした政府の株式持ち分は「国家株」と呼ばれ、「国内法人株¹⁶」と同様に、流通市場（セカンダリーマーケット）では流通・取引できない「非流通株」と分類されていた。

2001年2月、青島ビールは1億株のA株を追加発行した。

2002年10月、青島ビールは米国ビール最大手のAnheuser Busch Companies Inc（以下は「A-B社」と略す）と事業提携を合意した。その後青島ビールは、2003年4月から2004年3月末までA-B社に3回にわたって合計14.16億香港ドルのH株転換社債を発行した。こうした転換社債の行使により、2003年と2005年、青島ビールはそれぞれ6千万株A株と2.48億株のH株を追加発行した。こうした3回の追加発行により、筆頭株主「青島市国有資産管理局」が保有する国家株の持ち株数は1993年から変わらないが、持ち株比率は44.4%から30.56%まで下がった。

2005年、中国証券市場に大きな影響を及ぼす「流通株改革」が開始した。従来、中央・地方国有資産管理部門は、十分な「国家株」を保有することで、筆頭株主として上場国有企業を支配してきていた。この構造は国有企業の非効率性という問題に繋がると考えられる。この構造的な問題を解消するために、2006年から「株式改革」と呼ばれる「非流通株の流通株への制度転換」が各国有上場企業に開始された。それまで上場・取引できない上場企業の国家株持分が一定の売買条件付き期間（ロックアップ期間）を経て、上場・取引できるA株に転換されるという改革である。

青島ビールの株式改革の提案は2006年の株主総会に可決された。それにしたがって、まず、当期に3,576万株の非流通株（国家株、本土法人株）がA株に転換され、発行済株式総数が変わらない下で、A株が15%から18%に増加した。残りの非流通株は60ヶ月売買条件付き株（A株）に転換された。

2007年、株式改革の実施に伴い、元「国家株」の所有者は、青島国有資産管理局から青島ビール集団有限公司に変更された。変更後、青島国有資産管理局は実質上青島ビール集団有限公司を100%子会社化して、そして同有限公司を通じて、青島ビールの30.56%の株を持つ形になった。

¹⁶ H株を保有する事業法人特別するために、こうした中国国内の法人により保有する株式を「国内法人株」と称することにする。

2009年、A株転換社債の行使により、4276千万株のA株が追加発行された。それによる希薄化を防ぐために、筆頭株主の青島ビール有限公司はA株とH株の流通市場から株式を購入して、持ち株比率を30.45%に安定化させた。

2011年、60ヶ月の売買条件付き期間満期後、元非流通株がすべて流通・取引できるA株に転換され、青島ビールの株式改革が完成した。

2.2 中国上場企業の情報開示制度の変遷

中国の上場企業は、まずは中国証券業の根拠法令である中国会社法及び中国証券法の関連条文によって、法定開示の実施が要求されている。それに加えて、監督当局である中国証券業監督管理委員会CSRC及び各証券取引所の情報開示規則に従って、適時開示を実施する必要がある。更に、会社の自己判断により、任意開示も推奨されている。中国では、法定開示と適時開示は上場企業の義務の1つとして既に実行されている。

表 2-4 中国の企業情報開示に関連する法体系 (2013年5月現在)

法規範の種類	立法機関	関連法令 (例)
法律 (国家レベル)	全国人民代表大会 全国人民代表大会常務委員会	「会社法」 ¹⁷ 「証券法」 ¹⁸ 「刑法」
行政法規 (行政レベル)	国務院	—
国務院部門規則 (政府部門レベル)	国務院の各部門及び委員会、 中国人民銀行、審計署及び行政管 理機能を有する直属機関。 例：中国証券監督管理委員会、 中国銀行業監督管理委員会	「上場企業の情報開示に関連する諸 規定 (2007年改正)」
監督規則 (監督機関)	中国証券業協会	—
	証券取引所	「上海証券取引所株式上場規則」、 「深圳証券取引所上場企業の情報開 示事務における評価規則」

出典：各種公開資料より筆者作成

2.2.1 中国上場企業情報開示の始まり (1990—1993年)

1990年11月に上海証券取引所が設立された。上海市政府は「上海市証券取引管理弁法1990」を施行し、地方の行政規定として、初めて上海証券取引所に上場した企業の取引規則を規定した。そのうち、情報開示に関する規則が定められた。

1993年、中国は一連の法規を施行し、上場企業の情報開示行為を規定した。1993年4月、中国国務院は「株式発行と取引の管理暫時条例」を発表し、中国株式発行、取引、上場企業の合併・買収、情報開示、株式預託と譲渡、違法行為の調査・処罰、等に対して規定した。

¹⁷ 森・濱田松本法律事務所が日本語に訳した中国公司法を参照
<http://www.mhnjapan.com/ja/practice-group/1205/list.html>

¹⁸ 森・濱田松本法律事務所が日本語に訳した中国証券法を参照
<http://www.mhnjapan.com/ja/practice-group/1008/detail.html>

1993年6月、新たに設立された証券監督機構である中国証券監督管理委員会（CSRC）は、「株式新規発行する会社の情報開示の実施細則」を発表した。そのうち、中国上場企業情報開示の監督機構はCSRCであると明記し、上場企業の発行目論見書、上場公告、定期報告書、臨時報告書、の内容と書式について詳細に規定した。更に、各上場企業には情報開示事務を担当する取締役会秘書役の任命が義務付けられた。

1993年12月中国「会社法」が中国全国人民代表大会に可決された。その中、第3章第2節の「上場企業」では、会社の上場要件、株式取引、定期報告について規定した。

証券業監督当局である中国証券監督管理委員会の設立、及び中国初の会社法（1993年）の施行により、中国上場企業における情報開示の制度体系が確立された。

2.2.2 中国「証券法」の施行及び「会社法」の改正（1993－2005年）

1998年12月、中国全国人民代表大会は中国「証券法」を可決した。同証券法の第3章第3節「継続情報開示」では、上場企業の開示書類は真実、精確、完全でなければならず、虚偽記載、誤導的な陳述又は重大事項の開示漏れがあってはならない、と規定した。

1999年、上海と深圳の両証券取引所はそれぞれ「上海証券取引所株式上場規則」、「深圳証券取引所株式上場規則」を公布し、上場企業の情報開示の基本原則、重要内容の開示について規定して、会計情報の開示体系を定めた。

1999年12月、中国「会社法1999年改正」が同人民代表大会に可決された。

2000年12月、CSRCは「証券新規公開發行の会社の情報開示を規範するための意見」を発表し、情報開示の開示体系を、①「内容と形式準則」、②「証券新規発行の会社の情報開示の編集規則」、③「証券新規発行の会社の情報開示規範のQ&A」、④「証券新規発行の会社の情報開示の事例意見と事例分析」、という4つの段階に分けると規定した。

こうした一連の法令の施行により、中国の情報開示制度が段々完善了。

2.2.3 中国「証券法」の改正（2005年一）

2005年10月、中国全国人民代表大会は中国「会社法（2005年改正）」と「証券法（2005年改正）」を可決した。

2006年1月、「会社法（2005年改正）」と「証券法（2005年改正）」が施行された。

2006年2月、中国財務部（日本の大蔵省に該当する）は新たな「会計準則」と「監査準則」を発表した。

2007年2月、CSRCは「上場企業情報開示の管理弁法」を施行し、中国上場企業の情報開示を全面的に定める規定となった。非流通株改革の進行よりもたらされた市場変化に応じて、この管理弁法は①経営陣、役員の情報開示責任を明確・強化した、②上場企業に情報開示をめぐる管理体制の構築を指示した、③公平開示（Fair Disclosure）の概念を導入した（例：特定の機関投資家に開示される情報は速やかに全株主に開示すること）、④情報開示の内容等をより一層明確した。

2.3 日米の上場企業の情報開示制度との比較

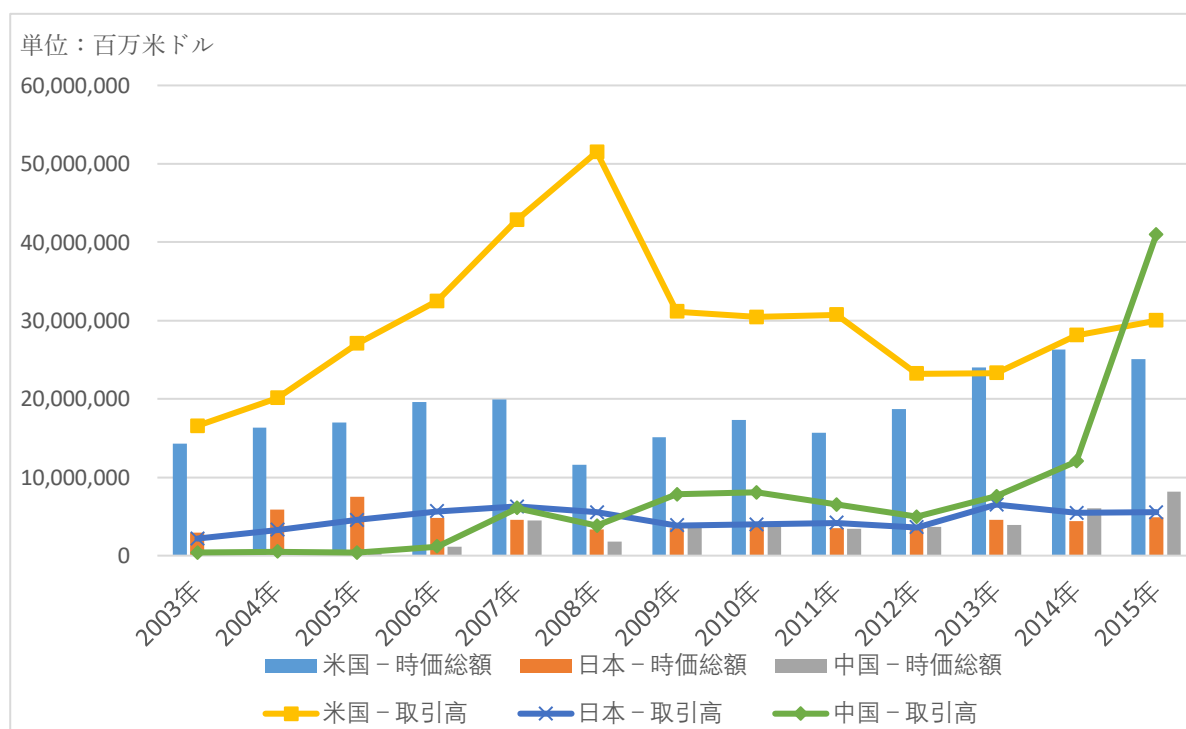
この節では、まず日米中の証券市場について説明し、次に各国の上場企業情報開示制度について論じていく

図2-7は米国、日本、中国の証券市場の時価総額と取引高の変化を示している。米国証券市場は長い時期にわたって世界最大規模の証券市場である。2008年の金融危機より、上昇し続ける証券市場が一転して急落したが、近年は回復しつつある。

2008年の金融危機後、日本証券市場もかなりの影響を受けて、時価総額、取引高とも低迷していたが、2013年から施行された安倍総理の経済政策より、活発化してきている。3カ国のうち、日本証券市場は比較的安定的であるといえよう。

新興市場として、中国証券市場は2008年の金融危機後、著しいスピードで成長しており、特に2015年後半からの株高騰に伴って、取引高が一時米国証券市場を超過して世界1位となった。しかし、2016年に入って再び株価の暴落を経験した。この点から、中国証券市場が新興国証券市場としてのハイ・ボラティリティーという属性が見える。

図2-7 日米中の証券市場の時価総額と取引高



出典：「World Federation of Exchanges」の公開データより筆者作成

注：米国はNYSE、NASDAQ及びアメリカン証券取引所（一部の年度）のデータ、日本は東京証券取引所、大阪証券取引所、JASDAQ（一部の年度）のデータ、中国は上海証券取引所、深圳証券取引所のデータ、を扱っている。

2.3.1 日米中の証券市場

2.3.1.1 米国の証券市場

米国の証券取引所として、NYSEとNASDAQが世界中に知られている。NYSEとNASDAQはそれぞれIntercontinental Exchange, Inc.とNASDAQ OMXグループによって運営されている。

Intercontinental Exchange, Inc. はニューヨーク証券取引所 (New York Securities Exchange、以下は NYSE と略す) の持ち株親会社であり、2013 年 NYSE を買収して世界最大規模の上場証券取引所の持株会社となっている。NYSE の歴史は 1792 年に遡ることができる。設立されてから、NYSE はノンプロフィット会社として存続してきたが、次に述べるように、2006 年、2007 年及び 2013 年をはじめとする何回の制度変更、組織再編により、NYSE は世界最大規模の上場取引所グループになっている。

2006 年 3 月 7 日、NYSE (New York Stock Exchange, Inc.) と上場取引所である「Archipelago Holdings, Inc.」は、新たに設立された持株親会社である「NYSE Group, Inc.」に吸収される形で、合併した (いわゆる新設合併)。同年 5 月 2 日、NYSE Group の上場申請が SEC に許可され、NYSE に上場して、上場取引所になった。

2007 年 4 月に NYSE グループと Euronext が NYSE Euronext グループに合併した。

2013 年 11 月、Intercontinental Exchange Inc. は 82 億米ドルで、NYSE Euronext グループを傘下にした。

2016 年 6 月現在、Intercontinental Exchange, Inc. 傘下の米国取引所として、メインボードとしての NYSE、中規模向けの NYSE MKT (元アメリカン証券取引所)、そして新興成長企業向けの NYSE Arca (元パシフィック取引所) が設置されている。

一方、NASDAQ は NYSE に次いで、米国で時価総額が 2 位となっている取引所である。

1971 年に発足した NASDAQ (The National Association of Securities Dealers Automated Quotations) は全米店頭市場に上場した証券の価格提示システムであり、元々は取引システムではなかった。1982 年全国市場システム (National Market System、NMS) が新設され、取引所になった。

2006 年 7 月、NASDAQ は、より高い上場基準を設けられた NASDAQ グローバル精選市場 (NASDAQ Global Select Market) を開設した。新基準を満たす 1187 社上場企業を NASDAQ グローバル精選市場に移された。これは世界中の優良企業をアピールする狙いがある。次に、元 NMS を NASDAQ グローバル市場 (NASDAQ Global Market) に変更した。これは中規模の企業をアピールすると考えられている。更に、元 NASDAQ 小型市場を NASDAQ 資本市場 (NASDAQ Capital Market) に改称して、小規模企業をアピールする。

2.3.1.2 日本の証券市場

日本取引所は、2011 年 11 月東京証券取引所と大阪証券取引所の合併によって形成された上場取引所である。

東京証券取引所は 1878 年 5 月に設立された取引所であり、第二次大戦に一度閉鎖された。戦後の 1949 年 5 月に証券会員制法人として発足し、2001 年 11 月組織変更し、株式会社東京証券取引所になった。他方、1878 年に設立された大阪株式取引所を前身とする大阪証券取引所は、1949 年 4 月に証券会員制法人として発足した。2001 年 4 月に株式会社に組織変更し、株式会社大阪証券取引所が設立された。2004 年 4 月には同社株式をヘラクレスに上場し (取引所の上場は日本初)、日本における指数先物・オプション市場において重要な地位を占めてきた。

2011 年 11 月、東京証券取引所と大阪証券取引所が合併した。存続会社を大阪証券取引所として、東京証券取引所を吸収する株式会社日本取引所グループ (JPX) が発足した。これは、時価総額が小さい大阪証券取引所がより規模の大きい東京証券取引所を吸収合併した仕組みとなっているので、リバースマージャー (逆さ合併) と考えられている。

2013年1月、JPX 日本取引所グループの株式が東証一部に上場された。

表 2-5 日本取引所グループが扱う取引分野、市場

取引分野	現物取引	デリバティブ取引
市場および取引	東証第一部 東証第二部 Mothers JASDAQ Standard JASDAQ Growth TOKYO PRO market	日経 225 先物・オプション TOPIX 先物・オプション 海外指数先物 国債先物・オプション 大証 FX

出典：「企業会計とディスクロージャーの合理化に向けた調査研究（平成 26 年）」 p18

2.3.1.3 中国の証券市場

中国証券市場については、2.1.2 で説明したので、ここでは省くことにする。

2.3.2 日米中の上場企業における情報開示制度

上場企業における情報開示制度は、主に上場目論見書、上場公告をはじめとする新規上場時の情報開示と定期報告や臨時報告を代表とする持続情報開示に分けられる。ここでは持続情報開示を中心に、主に証券取引法、証券監督当局、そして証券取引所と自主団体の開示規定から、日米中の開示制度を論じていく。表 2-6 は米国、日本、中国の上場企業の情報開示に関する監督法令をまとめている。

表 2-6 日米中の上場企業の情報開示に関する監督法令 (2016年6月末現在)

	会社法	証券取引法	証券監督当局の開示規則	取引所、自主団体の開示規定
米国	-	1934年証券取引法： 年次報告書 (Form 10-K)、 四半期報告書 (Form 10-Q)、 臨時報告 (Form 8-K)	SECLレギュレーション： SECLレギュレーションS-X、 SECLレギュレーションS-K、 小規模報告会社、 セーフハーバールール、 SECLレギュレーションFD ドット・フランク法、 ジョブス法	NYSEの規則： 適時開示、 業績予想、 コーポレート・ガバナンス PCAOB内部統制報告書： 内部統制報告書
日本	会社法： 事業報告、 計算書類	金融商品取引法： 有価証券報告書、 半期報告書、 四半期報告書、 内部統制報告書	内閣府令： コーポレート・ガバナンスに関する情報、 内部統制	取引所規則： 決算短信、 四半期決算短信、 コーポレート・ガバナンス報告書
中国	会社法： 取締役会秘書役	証券法： 年次報告書 半期報告書 臨時報告	CSRC規定： -	取引所規則： 定期報告、 四半期報告、 臨時報告

出典：「企業会計とディスクロージャーの合理化に向けた調査研究（平成 26 年）」を参照に筆者作成

2.3.2.1 米国の情報開示制度

1929年10月のニューヨーク株式市場大暴落後、米国政府は証券市場を復興させる政策として、「1933年証券法」と「1934年証券取引所法」を施行した。「1934年証券取引所法」により、米国 SEC が新設されて、米国証券市場を統合的に監督・管理されるようになっている。

「1934年証券取引所法」は上場企業の年次報告書（Form 10-K）と四半期報告書（Form 10-Q）、そして重要情報に関する臨時報告（Form 8-K）の開示を規定している。それによれば、年次報告書及び四半期報告書の財務諸表はそれぞれ米国 PCAOB（公開会社会計監視委員会）に登録された監査法人による監査、レビューの実施が義務付けられている。

また、同法により、上場企業の浮動株（Non-affiliated Market Capitalization）の時価総額の規模にもとづいて、上場企業の年次報告書と四半期報告書の提出期限を規定する「早期提出会社システム」が設定された。2005年9月から、このシステムは、米国上場企業を「早期登録大規模会社」、「早期登録会社」、「中小規模登録会社」といった3つの種類に分けている（表2-7）。

表2-7 米国取引所に届け出る企業

SEC レギュレーション 12b-2	該当要件	提出期限	
		10-K	10-Q
大規模早期提出会社 Large Accelerated Filer	浮動株の時価総額が7億ドル以上	60日	40日
早期提出会社 Accelerated Filer	浮動株の時価総額が0.75億ドル以上	75日	40日
中小規模提出会社 Non-Accelerated Filer	浮動株の時価総額が0.75億ドル未満	90日	45日

出典：SECの公開資料より筆者作成

注：あらた監査法人の調査レポート（「企業会計とディスクロージャーの合理化に向けた調査研究（平成26年）」）によれば、2012年6月時点「大規模早期提出会社」は1625社（21%）あり、「早期提出会社」は1504社（19%）あり、「中小規模提出会社」は4633社（60%）ある。

ここで、米国 SECに登録された米国証券市場に上場している外国籍企業（Foreign Private Issuer, FPI）は、年次報告書（書式 Form 20-F）の提出期限は決算期末後4ヶ月となっている。また、四半期報告書の提出は求められていない。

この3種類の他に、情報開示基準が更に緩和されている「小規模登録会社（Smaller Reporting Company, SRC）」がある。SRCに認定された会社は、財務諸表と非財務情報の一定の開示項目に減免されている。例えば、本論文が注目しているリスク情報と「MD&A」の開示がこのルールによって免除できるとされている。

米国上場企業の具体的な開示規則と開示書式については、SEC レギュレーションによって規定されている。そのうち、年次報告書と四半期報告書の主な会計規則、会計用語、注記の内容と書式等財務諸表関連については、SEC レギュレーション S-Xによって定められている。一方、年次報告書と四半期報告書の非財務情報に関する記載事項は SEC レギュレーション S-Kによって規定されている。また、2010年10月に施行された SEC レギュレーション FDは、非公開の重要情報を機関投資家に開示する場合は、一般投資家に開示しなければならない、という公平開示の実施を規定している。

2010年7月に施行されたドット・フランク（The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）と2012年4月に施行されたジョブズ法（Jumpstart Our Business Startups Act）は上場企業の情報開示について、それぞれ緩和措置を設定した。例えば、ドット・フランク法は、早期提出会社以外の会社では、MD&Aに関する監査法人の監査を免除できるとされている。

ジョブス法では、「新興成長会社（Emerging Growth Companies、EGC）」に認定された上場企業は、緩和された開示規定が適用されている。

上述の証券監督法令に加え、取引所の開示ルールもある。また、企業の株主・投資家向け情報開示を担当する関係者の非営利団体、全米 IR 協会（National Investor Relations Institute）は、1998年に「IR実務基準」（Standards of Practice for Investor Relations）を発表し、2001年の第2版でSECの公平開示規則取り込み、2004年の第3版はエンロンやワールドコムなど米大企業が引き起こした会計不信・企業不信に対応する内容に改定した。その中で提起された19項目に及ぶ「企業情報開示方針」は具体的な文例を掲載し、米企業の自主的な情報開示に大きな影響をもたらした¹⁹。さらに2014年にウェブサイトの進展を取り込んだ直近版を発表している。同様に市場が企業に求める情報開示の要請に自ら進んで応じる動きも制度化されている。

2.3.2.2 日本の情報開示制度

日本の開示制度は会社法に基づく計算書類の株主への開示、金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示、証券取引所規則に基づく適時開示の3つに分けられる²⁰。

まず会社法では、①すべての株式会社は、計算書類（貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書、個別注記表、付随明細書）及び事業報告並びにこれらの付随明細書、②有価証券報告書提出大企業：連結計算書類（連結貸借対照表、連結損益計算書、連結株主等変動計算書、連結注記表）、③資本金5億円以上又は負債総額200億円以上の会社は会計監査人による監査が必要である。事業報告及び事業報告関連の付随明細書は、会計監査人による監査の対象ではない²¹。

次に、金融商品取引法では、事業年度経過後3ヶ月以内に、上場企業は有価証券報告書（連結財務諸表、財務諸表）の提出が要求されている。有価証券報告書のうち、連結財務諸表が監査の対象と規定されている。また、同上場企業は各四半期終了後45日以内に四半期報告書の提出が要求されている。四半期財務諸表も監査法人の監査が必要となっている。更に、上場企業は、有価証券報告書と併せて、監査付の「内部統制報告書」の提出が要求されている。

上場企業の情報開示に関する内閣府令として、2003年3月「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」が施行された。それにより、上場企業は有価証券報告書の中に「コーポレート・ガバナンスに関する情報」、「リスクに関する情報」、「経営者による財務・経営成績の分析（MD&A）」に係る開示が要求されている。

上場企業の情報開示に関する取引所規則では決算短信を求め、業績予想が適時開示の一部として重要視されている。東証の規則では、上場企業は有価証券報告書の提出に先立つ決算短信の開示が義務付けられている。決算短信のうち、当期業績などの実績情報に加えて業績予想が開示されるとなっている。また、2006年3月から、東証の規則では、同決算短信において、コーポレート・ガバナンスに関する内容の開示が求められている。

¹⁹ 米山（2012） pp.32-42

²⁰ あらた監査法人「企業会計とディスクロージャーの合理化に向けた調査研究（平成26年3月）」 p68

²¹ 同注 20 p69

2.3.2.3 中国の情報開示制度

2.2 では中国上場企業の情報開示制度の変遷を論じた。ここでは中国現行の情報開示制度について論じていく。

表 2-8 は中国上場企業の開示書類のまとめである。中国上場企業は、上場時の初開示と上場後の定期開示、及び臨時開示の実施が義務付けられている。これは法定開示（又は強制開示）と呼ばれている。法定開示のほかに、企業の自主開示（又は任意開示）や、国有上場企業に関する開示規則がある。

表 2-8 中国の情報開示書類

		開示内容
法定開示・ 強制開示	初開示	上場目論見書：財務報告、その他 上場公告：財務情報、その他
	定期開示	年次報告書：財務報告、その他 半期報告書、四半期報告書：財務報告、その他
	臨時開示	重要情報の開示 合併・買収に関わる開示 株主総会、取締役会の議決内容等に関する開示
自主開示・任意開示		社会責任報告、環境報告、内部統制報告

出典：趙 (2013) p119

上場企業の情報開示に関わる監督法令として、主には「会社法」と「証券法」、「証券監督当局 CSRC の開示規則」、取引所の上場規則・取引規則、がある。

中国会社法は、中国上場企業の情報開示事務は、取締役会秘書役（Secretary of the Board）によって行われると規定されている（中華人民共和国会社法 2014 年改正、第 123 条）。取締役会秘書役は、代表取締役が推薦し、取締役会が任命した「取締役会秘書役資格研修合格証書（CSRC 認定）」の保有者であり、上場企業と取引所とのコミュニケーションの特定担当者である。中国では、取締役会秘書役は、①秘書役として取締役会、株主総会の開催に協力する、②取締役名簿、株主名簿等資料の保管、③情報開示事務、を従事することで、中国上場企業コーポレート・ガバナンスの改善に期待されている。取締役会秘書役の任免、変更は一般大衆に公告したうえ、CSRC に報告しなければならないと規定されている。

中華人民共和国証券法（2014 年改正）の第三章第三節持続情報開示では、上場企業の情報開示行為を規定している。これによれば、中国上場企業の年次報告書、半期報告書、臨時報告並びに重要情報の定義、が規定されている。そのほか、上場企業取締役、上級管理職は定期報告の内容に署名しなければならない、監事委員会はその内容を審査しなければならない、と規定されている。

2000 年 12 月、CSRC は「証券公開發行する会社の情報開示規範を健全化するための意見」を発表した。それにより、CSRC は今後、①「内容と形式準則」、②「証券公開發行する会社の情報開示編集規則」、③「証券公開發行する会社の情報開示規範 Q&A」、④「証券公開發行する会社の情報開示の案件意見と事例分析」、といった 4 つの規則を中心に中国上場企業の情報開示体系を構築するような指針を発表した。

2007年1月、CSRCは「上場企業情報開示管理弁法」を発表した。それにより、上述の新たな開示体系を詳細化したうえ、公平開示の規則を導入した。

米国NYSE、NASDAQ、日本取引所グループのような自らの株式が上場されている株式会社と違って、中国上海証券取引所、深圳証券取引所は中国国務院（日本内閣府に該当する）が設置した「自主管理を実施する法人」という形態になっている（中華人民共和国証券法2014年改正第102条）。上海と深圳の両取引所は、上場規則、取引規則の中に、上場企業の情報開示に関して規定した。

第3章 中国上場企業の情報開示の実態及び課題

分業と交換といった経済活動は、分散されている経済情報を整理・運用することで機能している。例えば、分業では、個人は自らが何を効率的に生産できるかを知らなければならない。また、交換相手は何を欲しがっているかを知らなければならない。こうした情報の収集と整理はすべての経済活動の前提となっている。

証券市場では情報は極めて重要な役割を果たしている。証券市場における公開（上場）企業による情報開示の基本は、投資家の投資判断に資することである。証券市場の参加者として、取引所、証券監督当局、証券仲介業者、機関投資家、個人投資家、上場企業、証券アナリスト等が挙げられる。情報の角度から、こうした参加者を情報の提供者、情報の利用者、及び監督者にわけられる。そのうち、上場企業は自社情報の提供者として、最も重要視されている。

証券の新規上場及びその後の売買において、ある株式が新規上場できるのは、この証券を代表する企業価値が投資家に承認されたわけである。その後の売買における株価変動は、企業経営実績に基づく投資家の認識レベルを反映している。上場企業及びその経営者はこうした証券価格の変動を読み込み、企業管理の強化や、計画の修正、市場噂の是正などをする。

上場企業は情報開示を実施することによって、投資家・株主に自社の株式をアピールし、企業成長するための資金を調達する。したがって、上場企業は株式公開、株価向上に有利な情報を開示するインセンティブがあり、架空取引や、利益の水増しさえする場合がある。逆に、会社に不利な情報を隠すインセンティブがある。

中国証券市場では、証券法から、監督当局 CSRC の開示規則、取引所の開示ルールまで、比較的詳細な情報開示体系が構築されている。それにもかかわらず、中国上場企業には、情報開示違反の事件が後を絶たない。中国証券市場には多様な情報開示の課題を抱えている。

表 3-1 は中国上場企業の情報開示違反の件数を示している。2006 年までに、431 件ののぼる上場企業の情報開示違反行為が記録された。そのうち、245 件（51.48%）は重要事項の不適時開示に関するものである。2 番目は 116 件（24.21%）で、虚偽開示や、誤導的な表現に関する違反行為である。一方、定期報告の開示遅れは 1 割強にすぎない。これは、法定開示が義務付けられている中国開示制度のもとで、開示拒否などの明らかな開示規則違反の事例は少なくなっている一方、投資家にとって特に開示されるべきである重要情報や、開示情報の信頼性が問題となっている。要するに、中国上場企業の情報開示は形式に留まっているといえる。

表 3-1 中国上場企業の情報開示違反

	1994-2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	合計
重要事項が適時に開示しない	19	33	33	33	43	43	41	245
	38.00%	42.31%	52.38%	55.93%	58.90%	57.33%	50.62%	51.48%
定期報告が開示遅れ	1	4	5	8	9	11	19	57
	2.00%	5.13%	7.94%	13.56%	12.33%	14.67%	23.46%	11.90%
虚偽記載、又は誤導的な表現	24	16	12	12	18	17	17	116
	48.00%	20.51%	19.05%	20.34%	24.66%	22.67%	21.00%	24.21%
業績予想が大きく乖離、又は適時ではない	6	25	13	6	3	4	4	61
	12.00%	32.05%	20.63%	10.17%	4.11%	5.33%	5.00%	12.41%
情報開示違反の総件数	54	72	57	46	58	72	72	431
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

出典：張、襄（2008） p75

注：一つの情報開示違反事件に、複数の違反行為が存在する場合は複数件として処理された。 % は各項目が当該年度に占める割合。

3.1 情報開示違反の理論研究

肖（2008）は情報開示違反を、情報の虚偽開示、情報の不正流用、情報の操作といった3種類に分けている。ここでは、肖（2008）に拠って、この3つを検討する。

表 3-2 情報開示違反行為の種類

	代表的な開示違反行為
情報の虚偽開示 Misrepresentation of Information	虚偽記載
	誤導的な陳述
	重要情報の開示漏れ
情報の不正流用 Misappropriation of Information	インサイダー取引
情報の操作 Manipulation of Information	開示遅れ
	選択的な情報開示

出典：肖（2008）より筆者作成

3.1.1 情報の虚偽開示（Misrepresentation of Information）

情報の虚偽開示は、虚偽陳述とも呼ばれる。それは情報の提供主体としての上場企業が、証券発行・取引及びその関連活動の事実、性質、将来予想情報等開示事項を巡って、不実、誤導的表示又は重大な情報漏れをし、投資家・株主が実態のわからない状況のもとで投資の意思決定を下させる行為を指している²²。具体的には、こうした虚偽開示は、下記のような行為がある。

- ① 発行体、証券関連機構が上場目論見書、上場公告書、会社報告書及びそのた書類における虚偽陳述
- ② 弁護士事務所、会計士事務所、資産鑑定機構等専門的な証券関連機構が拠出した法律意見書、監査報告書、資産評価報告書等の書類における虚偽陳述
- ③ 証券取引所、証券業協会、またはその他証券業自立組織が証券市場に影響を及ぼしうる虚偽陳述
- ④ 発行体、証券関連機構、証券業自主組織が証券監督部署に届け出る各種書類、報告、説明書における虚偽陳述
- ⑤ 証券上場、取引及びその関連活動におけるそのたの虚偽陳述

また、虚偽開示は、虚偽記載、誤導的な陳述、重要情報の開示漏れといった3種類にわけられる。虚偽記載とは、上場会社が開示した書類に、事実を粉飾したり、捏造したりするなど不真実な情報が掲載することである。虚偽記載は決算書類の収入や資産に関する開示項目によく見られる。また、誤導的な陳述とは、開示される情報は、不適切な理解しがたい表現を利用して、情報の利用者、特に投資家を誤導することである。上場企業は企業にとって良い情報を過剰に、良くない情報を過小に開示する。最後に、重要情報の開示漏れとは、情報開示規則に定

²² 虚偽開示については、1993年中国国務院が施行した「証券詐欺行為を禁止するための暫時弁法」の第11条、第12条を参照。2005年中国「証券法」の改正・施行に伴い、同弁法は2008年1月廃止した。

められる重要事項は開示書類に開示しないことである。中国上場企業において、よく負債状況、重大訴訟などの開示漏れがある。

3.1.2 情報の不正流用 (Misappropriation of Information)

証券市場では、上場企業など情報の発信元から受取者である投資家・株主までに伝達されるプロセスにおいて、時間的なズレや、理解程度の差異が生じうる。こうした差異は情報の不正流用につながる。情報の不正流用の理論²³とは、企業内部者であれ、監査法人、幹事会社であれ、いずれが株価に影響を与えうる情報を獲得して、利己的に使用する場合を指している。これは、情報の詐欺行為となり、法的責任を追わなければならない。この理論の代表例はインサイダー取引 (Insider Trading) である。

インサイダー取引は内部者取引とも呼ばれる²⁴。一般に、インサイダー取引とは、上場会社の関係者等が、その職務や地位により知り得た、投資者の投資判断に重大な影響を与える未公表の会社情報を利用して、自社の株券等を売買する行為、を指している²⁵。インサイダー取引取引には以下の3つの特徴が見られる。

- ① インサイダー取引は、単方向的に利益の獲得又は損失の削減を目的としている。単方向とは、インサイダー取引の実施者は利益を得ている一方、取引相手の利益は直接的又は間接的に損害されている。
- ② インサイダー取引に重要情報が利用されている。重要情報 (Material Information、又は Material Nonpublic Information) は一般に、上場会社の株式取引価格に比較的大きな影響を生じさせる可能性がある重要事実が発生する場合、臨時報告書を通じて投資家・株主に開示されるべき情報である。
- ③ 利用される重要情報は未公開情報である。

インサイダー取引では、情報劣位に置かれる一般投資家の權益を大きく損害するため、各国の監督当局に厳しく規制されている。日本の「金融商品取引法」第166条はインサイダー取引の規制要件を、①会社関係者 (元会社関係者を含む) が、②上場会社等の業務等に関する重要事実を、③その者の職務等に関し知りながら、④当該重要事実が公表される前に、⑤当該上場会社等の株券等の売買等を行うこと、と規定している。そして同条は重要事実を、①決定事実、②発生事実、③決算情報、③その他、③小会社に係る重要事実、と規定している。

中国証券法の第67条は、「上場会社の株式取引価格に比較的大きな影響を生じさせる可能性がある重要事実が発生し、投資者が未だこれを知らない場合、上場会社は直ちに当該重要事実の関連状況につき国务院証券監督管理機構及び証券取引所に臨時報告を提出し、かつ公告して、事実の原因、現在の状況及び生じる可能性のある法的効果を説明しなければならない」、と規定している。また、同条は以下のような事実を重要事実と定義している。

- ① 会社の経営方針及び経営範囲の著しい変化

²³ Aldave(1984)

²⁴ インサイダー取引は大きく合法的な取引と違法的な取引の2種類に分けられる。合法的なインサイダー取引とは、企業経営者、役員など企業内部者が自社株を売買する場合をさしている。こうした場合、インサイダー (内部者) は監督当局に届け出る必要がある。一方、本稿が取り扱っているインサイダー取引とは利益を獲得するために、未公開重要情報を不正利用している場合である。詳細は次のリンクを参照

<https://www.sec.gov/answers/insider.htm>

²⁵ 日本取引所グループのウェブサイトより
<http://www.jpx.co.jp/regulation/preventing/insider/>

- ② 会社の重大な投資行為及び重大な財産購入の決定
- ③ 会社が重要な契約を締結し、会社の資産、負債、権益並びに経営成果に重大な影響を生じさせる可能性がある場合
- ④ 会社に重大な債務又は未弁済かつ期限到来済の重大債務に関し違約状況が発生した場合
- ⑤ 会社に重大な損失が発生し又は重大な損害を被った場合
- ⑥ 会社の生産経営の外的条件に重大な変化が生じた場合
- ⑦ 会社の董事、3分の1以上の監事又はマネージャーに変動が生じた場合
- ⑧ 会社の5パーセント以上の株式を保有する株主又は実質支配者の株式保有状況又は会社支配の状況に比較的大きな変動が生じた場合
- ⑨ 会社の減資、合併、分立、解散及び破産申請の決定
- ⑩ 会社にかかわる重大な訴訟により、株主総会又は董事会決議が法により抹消され、又は無効を宣言された場合
- ⑪ 会社に犯罪の疑いがあり司法機関から立件調査されている場合、又は会社の董事、監事、高級管理職に犯罪の疑いがあり司法機関から強制措置を受けている場合
- ⑫ 国務院証券監督管理機構が規定するその他の事項²⁶

中国証券市場では、インサイダー取引は多発している。2004年に発表された深圳証券取引所の研究レポートは、1999年と2000年の年次報告書に開示された①純利益が50%以上成長した企業141社、②純利益が50%以上下落した企業225社、③支配権が変更した企業76社、④重要投資がある会社171社、⑤無償新株の分配率が50%以上の会社61社、を対象に、インサイダー取引と株価操作の関係を検証した。その結果、中国株式市場に深刻なインサイダー取引があり、内部者は情報開示前に株式を購入し、開示後売り出すことがよくある²⁷。

3.1.3 情報の操作 (Manipulation of Information)

情報操作は、上述の情報の虚偽開示と情報の不正流用以外のすべての不法開示行為を包括している。虚偽開示は情報内容の杜撰として、情報の不正流用は情報の時間的ズレを悪用と理解すると、情報操作はこうした2者の中間に介在している。具体的に、情報操作には開示遅れと選択的な情報開示がある。

開示遅れとは、開示される情報の内容は真実性・精確性があるとは言え、時効性が欠けている。それは前述の情報開示の関連法令に定められる重要事実が発生する場合、上場企業が適時に開示しなく、事後に開示することを指している。

一方、選択的な開示とは、開示されるべき1つの重要情報の内容を故意的に切り分けて、複数回に開示する行為である。この場合、情報は適時に開示されたとしても、その内容は不完備であるので、投資家の投資判断に値しない。

3.2 中国上場企業の情報開示の実態

ここでは、3.1に分類された中国上場企業の不正開示の実態を、「銀広夏」の虚偽開示と「漢王科技」のインサイダー取引の事例を挙げて説明していく。

²⁶ 森・濱田松本法律事務所が日本語に訳した中国証券法を参照
<http://www.mhnmjapan.com/ja/practice-group/1008/detail.html>

²⁷ 「深圳証券取引所総合研究所研究報告2004」に収録された何、何(2002)の論文を参照。

3.2.1 「銀広夏」の虚偽開示

銀広夏は1994年6月に年深圳証券取引所に上場した企業である。2001年8月、中国「財経」という経済誌に「銀広夏の陥穽（中国語「銀广夏陷阱」）」という記事が掲載され、銀広夏の不正会計に大衆の視線が集中され始めた。その後、中国CSRCの調査が稼働し、それによって「2001年度中国国内10大経済ニュース」にも当選された銀広夏の重大な不正会計が発見された²⁸。

3.2.1.1 銀広夏の架空取引

1993年から1994年にかけて、元々パソコンフロピーパーの製造会社である銀広夏は、中国寧夏回族自治区銀川市に親会社を開設し、そして幾つかのフロピーパーメーカーを合併して、深圳証券取引所に上場を遂げた²⁹。パソコンフロピーパーの業界が激しく競争されていた中で、上場後の銀広夏は、歯磨き粉の製造や、ワインの醸造などを含む多角化経営を実施した。そのうち、最も大きな子会社は、生物製品を製造する銀広夏の子会社である天津広夏であった。

同経済誌の記事によれば、1998年10月、上場親会社としての銀広夏は、子会社である天津広夏がFidelity Trading GmbH社と毎年5千万ドイツマックにのぼる精油製品等の販売契約を達成した、と開示した。

1999年、銀広夏は1.58億人民元の純利益を達成し、そのうち76%は天津広夏が生み出した、と開示した。1999年度アニュアルレポートによれば、銀広夏の当年度の一株当たり利益（EPS）は0.51元の高値となり、そして1対2の比率で株式分割を実施すると開示した。

1999年12月30日から2000年4月19日まで、銀広夏の株価は13.97元から35.93の高値を実現し、更に12月29日に37.99元のピックを達成した。前年度に実施した株式分割の影響を入れて考えると、株価が1年前の同時点より440%上昇の「株価神話」を遂げた（図3-1を参照）。

2000年アニュアルレポートによれば、銀広夏は株式分割後、一株当たり利益が0.827人民元（前年比60%超）を実現した。そのうち、利益の大半は天津広夏が生み出した。

2001年3月、銀広夏はドイツFidelity Trading GmbH社と毎年20億人民元にのぼる3年販売契約を達成した、と開示した。

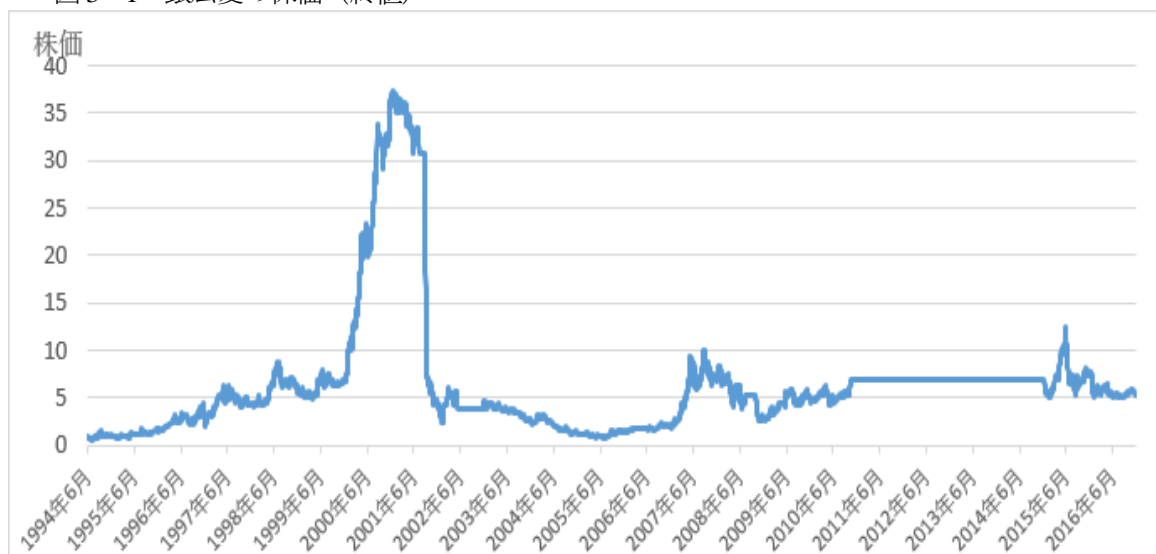
2001年8月、「財経」誌に、銀広夏は架空取引を行っている疑いがあるとの記事が掲載された³⁰。銀広夏の株価は暴落を経験した。

²⁸ 中国「人民日報」の傘下にある「人民網日本語版」の記事「2001年の国内10大経済ニュース（2001年12月31日）」による http://j.people.com.cn/2001/12/31/jp20011231_12842.html

²⁹ 同記事によれば、銀広夏の生産拠点は深圳にあった。後述の中国当時の「上場割当制度」が背景に、銀広夏は経済発展が比較的遅れた中国寧夏回族自治区の上場枠を利用するため、中国寧夏回族自治区に親会社を開設して、寧夏回族自治区籍の企業として深圳証券取引所に上場したわけである。

³⁰ 「財経(2001年8月7日)」「銀広夏の落とし穴（中国語「銀广夏陷阱」）」

図3-1 銀広夏の株価（終値）



出典：「Yahoo Finance」の株価データより筆者作成

注：株式分割等の場合を考慮した調整済み株価終値（Adjusted Close）を用いている。

3.2.1.2 中国証券監督管理委員会の調査と行政措置

銀広夏の架空取引の疑惑があるとの指摘を受け、CSRCの調査が行われた。2002年4月に公開されたCSRCの行政処罰決定書は、銀広夏の違法事実を以下のようにまとめた³¹。

- ① 銀広夏は1998年～2001年にかけて、累計10.5億人民元にのぼる架空売上を計上し、0.48億人民元の費用を隠すことで、7.72億人民元の架空利益を計上した。そのうち、1998年～2000年度の3年間はそれぞれ0.178億、1.78、5.67億人民元を不正計上した。

CSRCの行政処罰決定書によれば、銀広夏は、中国「会計法（1999年改正）」第13条を違反し、「証券法（1998年）」第177条、及び「株式発行と取引の暫時管理条例」第74条に定められている虚偽陳述行為を犯した。

- ② 銀広夏は深圳広夏フロッピーアクセサリー有限公司（中国語：深圳広夏軟盤配件有限公司）という子会社の解散に関する重要事実を隠し、同子会社の関連取引をめぐる重要情報も開示されなかった。また、設備投資のために1999年に調達された3.04億人民元のうち、1.2億人民元は他に使われた。更に、2000年度アニュアルレポートに開示された新たな子会社の出資金額について、銀広夏は虚偽開示をしていた。

こうした行為に対して、CSRCの行政処罰決定書は、銀広夏は「証券法（1998年）」第177条、及び「株式発行と取引の暫時管理条例」第74条に定められている虚偽陳述行為を犯した、と記載した。

上述の深刻な不正会計/虚偽開示行為により、場企業監督当局としての中国証券監督管理委員会は銀広夏にたいして、過去3会計年度の財務情報の修正を命じる同時に、60万人民元の罰金を課した。

更に、銀広夏の関連経営者は中国司法機関に移送され、刑事責任が追求された。そのうち、天津広夏の最高財務担当社であった董博は、虚偽財務会計報告書を届け出る罪（中国語：

³¹ 中国証券監督管理委員会のホームページより
http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhppublic/G00306212/200804/t20080418_14333.htm

提供虚偽财会報告罪)として、3年懲役と罰金10万人民元に判決された。その他の銀広夏と天津広夏の関連経営者3人はそれぞれ2年半の懲役と罰金が処せられた³²。

3.2.1.3 「銀広夏」の会計操作/虚偽開示をめぐる議論

表3-3aは銀広夏が開示した財務指標、表3-3bは中国CSRCの要請に従って修正した後の財務指標である。2001年8月まで、銀広夏は深刻な会計操作をしたことが分かる。こうした銀広夏の会計操作は中国の投資家に膨大な損失を与えた。しかし、中国証券市場では、米国のような株主集団訴訟制度の環境が育っていないので、こうした虚偽開示による損失は投資家の自己責任となってしまう。

表3-3a 銀広夏：当初に発表した財務指標

	一株当たり利益	純資産利益率	主力事業の売上高	主力事業の営業利益	純利益	総資産	一株当たり純資産
2001年半期	-0.039	-3.77	7251	1916	-1953	220960	1.03
2000年度	0.827	34.56	90899	57826	41765	315130	2.39
1999年度	0.51	13.56	52604	20858	12779	242990	3.73
1998年度	0.405	15.35	60938	22769	8915	-	2.64
1997年度	0.225	10.1	32432	5086	4664	-	2.23

出典：何(2004)

表3-3b 銀広夏：修正後の財務指標

	一株当たり利益	純資産利益率	主力事業の売上高	主力事業の営業利益	純利益	総資産	一株当たり純資産
2001年度	-0.78	-	14520	2691	-39444	139056	-1.66
2000年度	-0.27	-	13026	57826	-13582	142960	-0.67
1999年度	0.51	13.56	38358	20858	12779	219183	3.73
1998年度	0.27	11.4	60628	22769	5847	152199	2.33
1997年度	0.18	8.62	32432	5086	3937	100435	2.07

出典：銀広夏の修正後のアニュアルレポートより筆者作成

一方、銀広夏の不正開示を巡って、担当監査法人の役割が果たされていなかったことも議論の中心となった³³。この事件が発覚して1ヶ月後、銀広夏の監査を担当した中国の「中天勤会計事務所」は、中国財政部による業務停止の命令を受けた。翌年の2月、中国公認会計士協会により同会計事務所の営業免許が抹消され、その後解散に追い込まれた。また、銀広夏の監査を担当した二人の公認会計士は1998年、1999年、2000年の監査業務において必要な監査手続を行っていないにも関わらず、財務諸表に対して「無限定適正意見」を提出していた。これにより、この二人の公認会計士の資格が抹消された。その後中国寧夏回族自治区銀川市中級人民法院(裁判所)は「重大な職務怠慢罪」の判決によりこの二人をそれぞれ2年半と2年3ヶ月の懲役と罰金を科した³⁴。

³² 最高人民検察院 「最高人民検察院公報」 2004年第5号
<http://www.jianfazhiku.com/ReadNewsAll.asp?newsid=17956>

³³ 張(2006)

³⁴ 同注32

3.2.2 「漢王科技」のインサイダー取引

「漢王科技」は1998年に設立された通信設備業界の企業であり、中国の「人間とコンピュータの相互作用（Human Computer Interaction）」分野における先駆的な民間企業である。

3.2.2.1 「漢王科技」のインサイダー取引の詳細

2010年3月に、漢王科技は深圳証券取引所中小ボードに上場した。上場1年後、漢王科技のインサイダー取引が発見された。王（2012）は漢王科技のインサイダー取引を以下のようにまとめている³⁵。

2011年3月18日、漢王科技は2010年度のアニュアルレポートを開示し、当年度の純利益は8790.16万人民元と開示した。しかし、その後判明されたように、主力製品である「電子書籍の端末」は売れ行きが悪いということについて言及しなかった。

2011年3月21日、高級管理者数人は当社の株式持分を減らした。

2011年4月1日-26日、株式持分2千万株（持株比率18.69%）であり、元株主上位2位の「上海聯創創業投資有限公司」は67.2元の高値で100万株を売り出した。

2011年4月15日に行われた株主総会の議決により、漢王科技は2011年4月28日に1対2の比率で株式分割を行い、株式総数が倍増した。

4月29日、漢王科技の第1四半期報告書が開示され、同上半期では9千万-9.8千万の純損失との業績予想が開示された。

5月17日、漢王科技は売上の42%に占める主力製品の電子書籍端末が15%-40%減価したこと、を臨時報告書より開示した。

「上海聯創創業投資有限公司」は5月18日に20.93元で800万株を売り出した。

深圳証券取引所は、漢王科技の株式が5月27日と5月30日の2取引日において、2日連続で株価が前日終値に対して20%以上異常変動したため、株式異常変動が生じていると判断した。

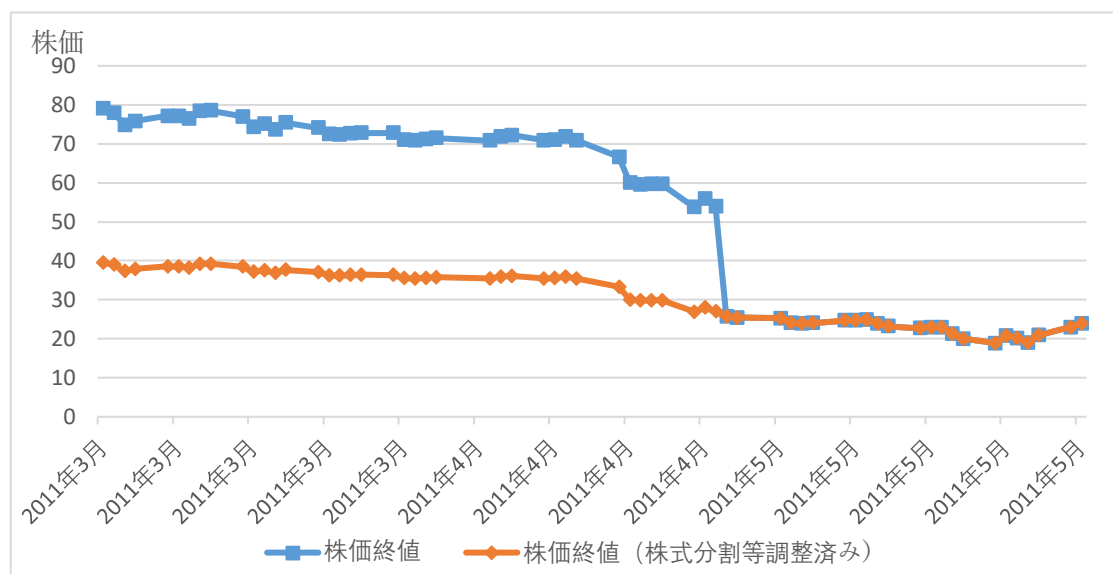
「上海聯創創業投資有限公司」は5月30日-31日の2日で、22.9元の平均株価で66.3万株を売り出した。

2011年5月30日-6月24日、中国証券監督管理委員会北京監（督）管（理）局は、漢王科技のインサイダー取引の疑惑に対して立入り調査を行った。

5月31日、漢王科技臨時報告書より、株価異常変動により株式取引が1時間停止したことを開示した。

³⁵ 2012年2月に開催された第4回取締役会秘書役の研修会の配布資料である「株式取引とインサイダー取引の予防（股份买卖与内幕交易防控）講演者：王海燕（深圳証券取引所創業ボード会社管理部）」p42

図3-2 「漢王科技」の株価（2011年3月1日～5月31日）



出典：「Yahoo Finance」の株価データより筆者作成

注：2011年4月28日に行われた1対2の株式分割により、漢王科技の株式総数が倍増し、株価が半分になった。

3.2.2.2 中国証券監督管理委員会の調査と行政措置

漢王科技のインサイダー取引による株価変動の疑惑があるとの指摘を受けたのち CSRC の調査が稼働した。

2011年8月4日、中国証券監督管理委員会北京監（督）管（理）局は、漢王科技のインサイダー取引の疑惑に対する立入り調査の結果を開示した。その調査書は漢王科技に対して、①会社コーポレート・ガバナンスの健全化、②調達資金の用途の規範、③経理事務における管理の強化、④一部の不適切な会計原則の改正、の4つの問題の改正を命じた。

2011年9月3日、漢王科技は CSRC 北京監（督）管（理）局の改正命令に対して、改正計画を開示した。

2011年12月22日、CSRC は、情報開示違反の疑惑により、漢王科技に対して調査を開始した。

2012年12月12日、CSRC は漢王科技に対する行政処罰の決定書を下した。その決定書によれば、漢王科技と「北京漢王信息技术開発有限公司（以下は漢王情報と略す）」とは関連事業体（Affiliated Entities）であり、漢王科技はその事実に関する情報を開示しなかった。また、漢王科技は、漢王情報との合計1.42億人民元にのぼる関連取引を開示しなかった。こうした事実は中国「証券法」第63条、第193条が規定した定期報告における虚偽開示、誤導的な陳述、重大な開示漏れ行為に該当する情報開示違反行為と判定された。同決定書は、①漢王科技に警告し、30万人民元の罰金を課し、②漢王科技の代表取締役劉迎建、総経理（経営者）張学軍に警告し、それぞれ5万人民元の罰金を課した³⁶。

³⁶ 中国証券監督管理委員会のホームページより

http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306212/201312/t20131223_240204.htm

3.2.2.3 漢王科技のインサイダー取引をめぐる議論

漢王科技のインサイダー取引は、重要株主及びその他高級管理職数人のインサイダー取引の疑惑から始まり、CSRCの立ち入り調査結果及び行政処罰決定書の開示によりその実態が明らかになった。ところが、CSRCの行政措置から見ると、少なくとも下記の幾つかの議論が行われている。

①インサイダー取引の実施者と考えられる「上海聯創創業投資有限公司」は行政処罰の対象となっていない。

「上海聯創創業投資有限公司」のインサイダー取引をきっかけに、漢王科技の虚偽開示を始めとする一連の問題が発見された。その後漢王科技はCSRCの警告を受けて罰金を支払ったが、「上海聯創創業投資有限公司」は責任を逃れた。

②損失を被った株主の權益が十分に保証されていない

中国では株主集団訴訟制度が育っていないので、漢王科技の不正開示により損失を被る投資家は損害賠償を求めるには困難が伴う。2015年6月2日時点、合計58名の投資家が漢王科技に対して、合計991万人民元にのぼる損害賠償の訴訟を個別に提起した³⁷。そのうち一部の投資家は訴訟を撤去したが、大多数の株主の訴訟は2016年12月末現在まで続いている³⁸ので、個人投資家の權益に十分な配慮があるとは言い難い。

3.3 中国上場企業の情報開示の課題

中国上場企業の課題について、李（2012）は以下の4つにまとめている。

①情報開示が不完備

これは情報開示に関する中国の関連法令や取引所の開示ルールに規定される重要事項の開示が不十分であることを指している。そのうち、関連者取引や企業買収等に関する重要情報の開示漏れが指摘されてきている。

②情報開示が不適時

情報の非対称性により、企業外部の投資家は経営者や、大株主のように企業情報を十分に把握することは難しい。株価は企業情報に左右されるので、企業情報の不適時開示は投資家に損失をもたらす可能性がある。逆にいえば、これは中国証券市場において、インサイダー取引が多発する理由の一つとなっている。

③情報開示が不真実

虚偽開示は中国証券市場において多発する問題である。上場企業経営者が、情報劣位に置かれる投資家・株主に偽りの陳述（Misrepresentation）を提供する行為を指している。

④仲介会社の信頼性が低い

上述の情報提供者としての上場企業の不正開示問題のほか、監査法人、弁護士等が「ファイナンシャル・ゲートキーパー（Financial Gatekeeper）」として、上場企業の開示書類に対して、公平、精確、完全な職務を果たしていない問題も注目されている。「ファイナンシャル・ゲートキーパーとは、上場企業の財務等を分析し、投資家の投資判断に資する情報を提供する役割を担う主体、具体的には監査法人、格付け機関、アナリスト等を指す。企業から発せられる情

³⁷ 漢王科技の臨時報告書を参照 http://quotes.money.163.com/fl0/ggmx_002362_1814525.html

³⁸ 漢王科技が2016年1月20日に開示された臨時報告書によれば、訴訟を提起した株主のうち、一部は自主的に訴訟をやめたが、当時点では訴訟を提起した株主人数は72名に増大した。

http://quotes.money.163.com/fl0/ggmx_002362_2163857.html

報を彼らが一旦受け止めて吟味し、その適切性、妥当性等の何らかの評価・判断を加えてから、投資家に流すという意味で、市場の「門番」的役割を果たしている」³⁹。特に、銀広夏の事例で論じるように、中国では監査法人の職務倫理が低いという課題が残っている。

³⁹ 淵田 (2005) p2

第4章 情報開示の改善による株主資本コストの削減効果

上場企業情報開示の優劣と株主資本コストの関係は興味深いテーマとして、日米の多数の研究によって論じられた。中国でもこの関係は成り立つだろうか、本章は、諸先行研究を追って、情報開示の改善が株主資本コストの軽減に繋がるという仮説を立てて、中国深圳証券取引所の 上場企業を対象に実証する。

上場企業情報開示の優劣の代理変数について、本章は深圳証券取引所が行う情報開示評価プログラムの結果を用いる。2000年頃、中国には上場企業の会計不祥事が多発した。中国の証券監督である中国証券監督管理委員会は、上場企業情報開示の実施を取引所に求めた。それにより、深圳証券取引所は2001年から年1回上場企業全社を対象に、「A（優秀）」、「B（良好）」、「C（合格）」、及び「D（不合格）」という4つのランキングに評価してきている。本論文はこの評価結果を上場企業情報開示/ディスクロージャーの代理変数として取り扱っている。

一方、資本コストは、株主資本コストと負債コストからなると一般に考えられる。中国では、社債市場の発展は比較的遅れているため、本章は株主資本コストのみに焦点を当てて論じていく。株主資本コストの推定手法のうち、本章はデータの集積の制限により、Fama-French 3ファクターモデルを利用した。

投資家から見れば、株主資本コストは投資家が投資する企業に対する最低要求収益率のことを指す。また、企業の立場から言うと、それは株式を発行することによって調達された資金の機会費用のことである。特に上場企業にとって、上場する最も重要な目的は資本市場から持続的に資金調達できるチャンネルを獲得することである。従って、株主資本コストが削減できれば、より安いコストで資金調達し、事業投資に回すことができるため、企業にとっては負担の減少、投資機会の拡大を意味し、極めて重要である。この意味で、情報開示/ディスクロージャーの株主資本コストに対する軽減効果を研究するには意義がある。

4.1 先行研究のまとめ

4.1.1 企業情報開示の改善が株主資本コストに与える影響を取り扱う理論研究

情報開示が株主資本コストに与える影響に関する理論研究は、情報非対称性及びエージェント理論を前提として論じるものが多い。この場合、情報開示の改善がいかに株主資本コストを軽減するかについて、2つのアプローチがある (Botosan (1997)、Botosan (2006) 等)。ひとつは株式市場の流動性 (Stock Market Liquidity) に注目するアプローチである。それは情報開示の改善により、取引コストの削減、または市場需要の拡大の実現によって、株式の流動性が向上し、株主資本コストが下がるというものである (Diamond and Verrecchia (1991) など)。もうひとつは業績予想リスク (Estimation Risk) に注目するアプローチである。それは、投資家の投資意思決定は限られた情報に基づいてなされるので、情報開示レベルの低い企業は投資家に比較的高い株主資本コストが要求される。従って、情報開示の改善は投資家の将来予想リスクを下げることによって、株主資本コストを軽減する (Lambert (2007) など)。

4.1.2 企業情報開示の改善が株主資本コストに与える影響を取り扱う実証研究

他方、情報開示と株主資本コストの関係を扱う実証研究では、Botosan は先駆的な研究者であり、その一連の研究の影響は大きい。Botosan (1997) は、従来の実証研究は株主資本コスト自体でなく、それと正の相関がある代理変数を推定して、情報開示との関係を論じたため、理

論研究通りの結果が得なかった。そのため、Botosan (1997) は残余利益モデル (Residual Income Model) から株主資本コストを推定した。また、情報開示の代理変数について、従来よく利用されていた AIMR 報告書⁴⁰は各業界内の大手企業、特にアナリストが多く注目している企業に偏るという限界がある、と指摘した。同論文は、1990年度の製造業122社から、株主向けのアニュアルレポートに記載されているデータに注目し、情報開示インデックスを自ら作成した。重回帰分析を通じて分析した結果、①情報開示インデックスを企業情報開示レベルの代理変数とする場合、株主資本コストとの負の関係は観察されなかった。予想と反対の結果を得た原因について、証券アナリストの情報発信が無視された可能性が考えられた。ここから、同論文は、対象企業を担当アナリストの多いグループと少ないグループに分け、再検討した。その結果、②担当アナリストが少ない企業に限り、情報開示レベルと株主資本コストの負の相関が観察された。

Botosan and Plumlee (2002) は、Botosan (1997) を発展させた議論を展開している。Botosan (1997) で、株主資本コストの推定方法は残余利益モデルであったが、配当割引モデル (Dividend Discount Model) に変わった。同様に、自らディスクロージャーのレベルを設定する代わりに、AIMR 報告書の結果を利用して、開示情報の効果を種類別に検討した。AIMR 報告書は、①アニュアルレポート、②四半期報告書、③IR活動の3つのタイプ別に企業のディスクロージャー状況を具体的に評価し、総合点数も発表していた。Botosan and Plumlee (2002) は1985年度から1995年度までのAIMRの報告書の結果(延べ3618社)を利用して検討した。その結果、アニュアルレポートによって提示した点数と株主資本コストとの負の関係は観察されたが、AIMR 報告書の総合点数、IR活動の点数と株主資本コストとの負の関係は観察されなかった。また、四半期報告書の点数と株主資本コストに正の相関があるという仮説と反対の結果が観察された。同論文は、アニュアルレポートより開示された情報は株主資本コストの低減をもたらすが、四半期報告書より開示された情報はボラティリティーの拡大に繋がる可能性があり、株主資本コストを増大した、と指摘した。

音川 (2000) は、Botosan (1997) の研究を踏まえて、残余利益モデルから推定した株主資本コストと、日本証券アナリスト協会 (SAAJ) が実施する「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」の結果との関係を分析した。その結果、情報開示レベルと株主資本コストとの負の関係の存在が明らかになった。

須田 (2004) は、音川 (2000) と同様に、残余利益モデルと SAAJ 報告書の結果を利用したが、須田 (2004) は SAAJ 報告書の点数ではなく、その結果の順位によって3つのダミー変数を設定して、実証を行った。その結果、①情報開示レベルと株主資本コストに負の関係が存在することが分かった。②SAAJ 評価の順位が上がるにつれて、株主資本コストが低下していく、という結果が分かった。

内野 (2005) は、①アナリストに限らずすべての投資家が求める開示情報、②大企業のみならず一般事業企業を対象とする、という考えから、①決算短信を非集中日に開示する企業、②日本インベスター・リレーションズ協議会の会員である企業、③株主総会の招集通知を早期に送付する企業、④決算短信を早期に開示する企業、といった4つの任意開示の情報開示指標を

⁴⁰ AIMRは米国CFA協会の前身である米国資産運用・調査専門家協会 (Association for Investment Management and Research) の略称であり、1990年に米国の証券アナリスト協会 (Financial Analysts Federation) と公認証券アナリスト協会 (Institute of Chartered Financial Analysts) が統合され、設立された組織である。AIMR 報告書 (Corporate Information Committee Report) は、AIMRが1980年代から公表した企業ディスクロージャーに関する報告書のことを指している。

設けて、東京、大阪、名古屋証券取引所の第一部、第二部の一般事業企業延べ7620社を対象に、情報開示の評価をした。そして、Fama-French 3ファクターモデルから株主資本コストを推定して、情報開示との関係を分析した。決算短信の開示所要日数の短縮という形態で、情報開示を改善した企業の株主資本コストは低下したということも分かった。

以上は、日米のような先進的な株式市場の実証結果であり、新興市場としての中国証券市場でも、情報開示による株主資本コストの低減効果は例証できるだろうか。

Wang and Jiang(2004)は2001年度上海証券取引所の上場企業516社を対象に、①上場企業適時報告書と四半期報告書の合計件数を自発的情報開示の指標とし、②EPレシオを企業の資本コストとし、重回帰分析により検証した。その結果、理論研究通りの結論が観察された。

Zeng and Lu (2006)は、2002-2003年度深圳証券取引所に上場した企業283社を対象に、①深圳証券取引所が行う情報開示評価の結果、②残余利益モデルから推定された株主資本コスト、との関係を検討して、仮説通りの結果を得た。

4.1.3 中国株式市場の特徴：国有株式の影響

中国株式市場に1つ大きな特徴としては、国有企業の上場が挙げられる。1990年代では中国上場企業の大半は実質上国有企業であった。長(2004)によれば、2001年10月末に、中国国内市場に上場されていた1246社の内、831社(66.69%)が国有企業であり、上場企業の65%の筆頭株主が国であった。2013年年末時点では、A株上場企業2515社のうち、中央政府と地方政府が保有・監督する企業はそれぞれ327社(13%)、650社(25.84%)あり、民間企業の上場増加によりその占める割合は減少してきた。一方、発行済株式数では、中央・地方国有企業はまだ全上場企業発行済株式総数の68.35%を占めている(李(2014))。

上場企業株式の国の所有は企業情報開示にどのような影響を及ぼすかについて、Wu, Wang, and Cheng (2004)は、Bid-Askスプレッドを情報非対称の表徴として、株式所有構造(Equity Ownership Structure)との関係を検討した。その結果、国有・事業法人株持分の増加につれて、情報非対称性が拡大し、証券流動性が低下する、と指摘した。

Zhao (2011)は、株式構造がIR活動に与える影響は非線形型である可能性を論じた。同論文は、アニュアルレポートとウェブサイト注目し、「戦略的情報」、「業績予想情報」、「ヒストリカル財務情報」、「社会情報(CSR情報)」、「IR活動情報」など5カテゴリから合計42の評価指標を設けて、2007年度上海証券取引所の上場企業826社を対象に情報開示の評価を行った上、株式構造との関係を検討した。その結果、①国有株式はIR活動に影響をほぼ与えない、②株式保有の集中度(Equity Ownership Concentration)はIR活動に逆U字形(Inverted U Shape)の影響を与えており、適当な株式持分の集中度は情報開示に有益であり、過小、過剰な保有集中度はネガティブな影響を与える、という結論を導いた。

上述の理論、実証研究に基づき、本章は次の仮説を提出する。

仮説：情報開示レベルの改善が株主資本コストの軽減に繋がる。

4.2 深圳証券取引所の上場企業情報開示評価

2000年前後、中国上場企業の会計不祥事が多発した。そのため、中国証券監督当局は、証券市場の秩序を保つこと、そして投資家の信頼を取り戻すことを目的に、上海と深圳両証券取引所に情報開示評価の実施を求めた。

これに応じて、上海証券取引所は2001年度を対象に情報開示評価を実施した。深圳証券取引所はそれを制度化し、毎年上場企業全社を対象に実施し、2008年、2011年、2013年の3回にわたって評価規則を改正し、細則化した。

この評価は、取引所の強制開示を中心に行われてきたが、2011年改正から、自発的情報開示インセンティブの向上を求めるために、従来の取引所評価から、企業の自己評価を加え、取引所が審査するという評価体系を採用し始めた。また、2011年10月に、深圳証券取引所が運営するウェブサイト「互動易 (Easy IR)」⁴¹が開設され、上場企業と投資家/株主のコミュニケーションはこのサイトにより簡便に行われるようになってきている。現行の2013年改正では、このサイトの利用状況が上場企業IR活動の一環として評価内容に追加された（「深圳証券取引所情報開示評価規則」、第16条「その他の状況」(5)）。更に、2013年改正では、公平開示ルールも導入された。例えば、機関投資家の社内訪問などのIR活動が終了後に、上場企業は「IR活動記録表」を「互動易 (Easy IR)」ですべての投資家/株主に開示するように義務付けられている（同評価規則、第12条「公平性の評価」(4)）⁴²。このようにして、深圳証券取引所の情報開示評価は、強制開示を中心としたことから、IR活動を含む情報開示全般を対象にしてきていると言っている。

現行の2013年改正では、上場企業は毎年の評価期間（5月1日から翌年度の4月30日まで）が終了して5営業日以内に、評価指標50項目からなる自己評価チェックリストに、まずは自己評価をして、その結果を取引所に提出する（添付資料：上場企業自己評価チェックリストを参照）。取引所は企業自己評価の結果を審査して、最終の結果を「A（優良）」、「B（良好）」、「C（合格）」と「D（不合格）」とランク付けて、公表している。

こうした情報開示評価指標は、①開示情報の「真実性」、「精確性」、「完全性」、「適時性」、「合法性」及び「公平性」、②（監督当局、取引所が課す）処罰、処分及びその他の監督措置を受ける状況、③取引所との協力状況、④情報開示事務の管理状況、⑤（取引所が認定する）その他の状況——から構成されている。

まず、評価結果「A」と認定される指標（20項目）は最も厳格である。こうした最も厳格な指標にも抵触しない企業は情報開示が「優良」を意味するAと認定される。20項目のいずれの指標に抵触すれば、当該企業は「A」と認定できなくなるため、「B」、「C」、或いは「D」に類別される。

次に、評価結果「C」の指標19項目が設けられる。企業はいずれの指標に該当する場合、「C」と認定される。さらに、重大な過失、虚偽報告、法令違反などの深刻な違法行為を定める「D」指標が設定されている。これらの指標に該当すれば、企業は「D」と認定される。

「C」「D」のいずれの指標に該当しない企業は、「B」と認定される。

⁴¹ 「互動易 (Easy IR)」のHPは次のリンクを参照 <http://irm.cninfo.com.cn/szse/>

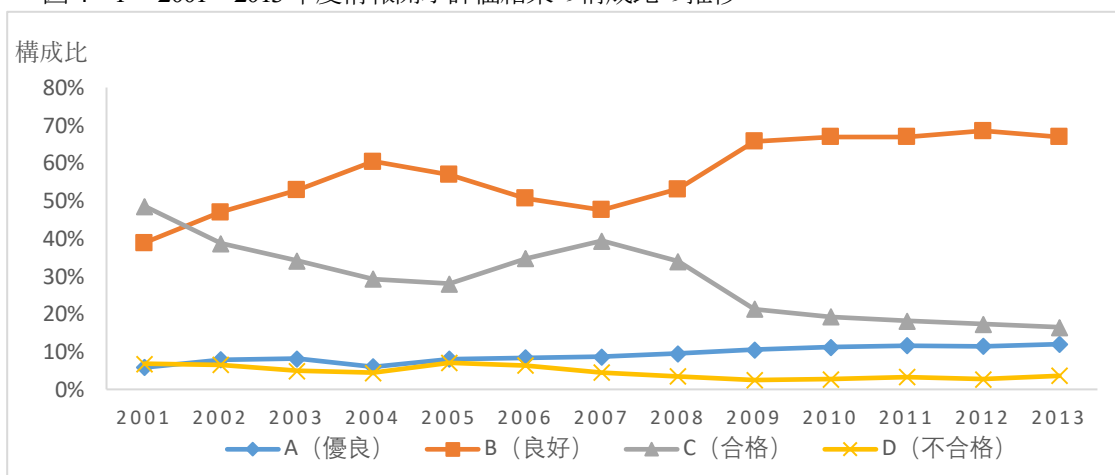
⁴² 深圳証券取引所情報開示評価規則2013年改正の紹介については、次のリンクを参照 <http://www.szse.cn/main/en/AboutSZSE/SZSENews/SZSENews/39749716.shtml>

表 4-1 2001年から、メインボード企業の評価結果の推移

	A (優良)		B (良好)		C (合格)		D (不合格)		企業数
	企業数	構成比	企業数	構成比	企業数	構成比	企業数	構成比	
2001年	30	5.80%	201	38.88%	251	48.55%	35	6.77%	517
2002年	40	7.86%	239	46.95%	197	38.70%	33	6.48%	509
2003年	41	8.09%	268	52.86%	173	34.12%	25	4.93%	507
2004年	30	5.98%	303	60.36%	147	29.28%	22	4.38%	502
2005年	40	8.05%	283	56.94%	139	27.97%	35	7.04%	497
2006年	41	8.37%	248	50.61%	170	34.69%	31	6.33%	490
2007年	42	8.61%	232	47.54%	192	39.34%	22	4.51%	488
2008年	46	9.47%	258	53.09%	165	33.95%	17	3.50%	486
2009年	51	10.52%	319	65.77%	103	21.24%	12	2.47%	485
2010年	54	11.16%	324	66.94%	93	19.21%	13	2.69%	484
2011年	56	11.57%	324	66.94%	88	18.18%	16	3.31%	484
2012年	55	11.46%	329	68.54%	83	17.29%	13	2.71%	480
2013年	67	11.98%	334	66.94%	68	16.48%	9	3.66%	479

出典：深圳証券取引所の公開データより筆者作成

図 4-1 2001-2013 年度情報開示評価結果の構成比の推移



出典：深圳証券取引所の公開データより筆者作成

図 4-1 から見ると、深圳証券取引所のメインボード企業数は減る一方の中で、情報開示が非常に良い「A」と良い「B」の企業数は増え続けており、「C」と「D」の企業は減っていることが分かった。

本章は、深圳証券取引所が行う情報開示評価の結果を情報開示レベルの代理変数とし検証に用いた。具体的には、深圳証券取引所の評価結果を企業情報開示活動の指標とした。その評価結果「A」「B」「C」「D」にそれぞれ3点、2点、1点、0点と点数付ける。各企業の過去7年間の各企業の点数を合計する。表 4-2 は各企業の得点の統計である。これは深圳証券取引所メインボード上場企業の開示パフォーマンスを示すものである。

表 4-2 深圳証券取引所メインボード企業 (479 社) の業種別得点

業種	社数 (社)	構成比	平均値	中央値	最小値	最大値
A 農林水産業	7	1.46%	11.71	11	10	14
B 鉱業	18	3.76%	12.75	12	10	21
C 製造業	260	54.28%	12.47	13	2	21
D 電力、ガス、熱供給、水道業	27	5.64%	13.63	14	8	19
E 建築業	6	1.25%	12.2	13	9	14
F 卸売・小売業	39	8.14%	12.88	13	3	20
G 交通運輸、倉庫、郵便業	15	3.13%	15.2	14	11	19
H 宿泊業、飲食サービス業	8	1.67%	10.75	11	8	14
I 情報通信業	7	1.46%	12.86	14	9	17
J 金融業	9	1.88%	17.25	17	14	21
K 不動産業	56	11.69%	12.4	12	5	21
L ビジネスサービス業	5	1.04%	11.75	12	10	14
N 水利、環境、公共施設業	9	1.88%	15.14	14	9	20
R 文化、体育、娯楽業	6	1.25%	12	13	8	14
S 総合	7	1.46%	11.5	11	10	13
合計	479	100%	12.72	13	2	21

出典：深圳証券取引所の公開データより筆者作成

表 4-2 によれば、メインボード企業 479 社の平均点数は 12.72 点となる。その最大値は満点の 21 点であり、最小値は 2 点であった。また、業種別で見ると、金融業の得点が一番高い、製造業は 58% を占めており、その得点は、対象企業全体の得点を決定している。

4.3 深圳証券取引所の上場企業を対象とする株主資本コストの推定

4.3.1 株主資本コストの推定について

企業株主資本コストの推定手法には、配当割引モデル、と残余利益モデル等がよく用いられている。いずれも現時点に投下した資金が、それによって将来もたらされるキャッシュフローの割引現在価値の合計と等しくなる割引係数を計算するモデルため、割引現在価値モデルと呼ばれることができる。ここで、用いられる割引係数 (= 内部収益率) は投資家の期待収益率であり、つまり株主資本コストである。

ここでは、Botosan (1997)、音川 (2000)、須田 (2004) が利用する残余利益モデルについて説明する。残余利益モデルは次の式で表すことができる。

$$P_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - kB_{t-1}}{(1+k)^t} \quad \dots \text{式 4-1}$$

ただし、 P_0 は期首の株価

B_0 は期首の 1 株あたり簿価

E_t は t 期の税引き利益 EPS

k は投資家株主の要求収益率、企業にとっての株主資本コスト

期首の株価 P_0 は、期首の 1 株当たり簿価 B_0 に、 t 期の 1 株あたり当期純利益 E_t から t 期の 1 株あたり株主要求利益 (=前期の株主資本 B_{t-1} に株主の要求収益率 k を乗じた額) を差し引いた額 (=1 株あたり残余価値=異常利益) の現在価値の合計、を加算した額と等しくなる。この式から逆算された k が投資家/株主の要求収益率であり、企業にとっての株主資本コストである。

また、 t 期の税引き後利益 E_t は ROE と $t-1$ 期の簿価 B_{t-1} の積に分解できるので、式①は式②のように変形できる。

$$P_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E[(ROE_t - k)B_{t-1}]}{(1+k)^t} \quad \dots \text{式 4-2}$$

式②から見ると、企業の株価は、ROE が株主資本コストより高い限り、成長していくものとなっている。言い換えれば、株主資本コストが低いほど、企業の (株式) 価値は増大していく。

ところで、残余利益モデルであっても、配当割引モデルであっても、株主資本コストの推定に当たって、将来の予想財務データが必要となる。Botosan (1997) は $t=4$ と設定し、「Value Line」という会社が提供した予想利益、予想簿価及び予想株価を利用した。音川 (2000)、須田 (2004) は各上場企業が開示する 2 年先の予想株価を利用した。2 年以降の残余利益と簿価が共に 2 年末と同様であると仮定して、株主資本コストの推定を行った。

しかし、中国では証券アナリストのカバレッジが低く、上場企業の予想財務数値を発表する証券アナリストなども限られているため、例えば 1 年先、3 年先の予想配当額や、予想純利益などの予想財務情報の集積に乏しい。上述の割引現在価値モデルの利用には限界があると思われる⁴³。

また、割引現在価値モデル以外の推定方法として、市場均衡理論による CAPM モデルと裁定価格理論による Fama-French 3 ファクターモデル (以下、FF モデルと略記する) がよく使われている。CAPM 理論は、需要と供給の原理を用いて、市場の均衡状態におけるリスクの価格 (リスクプレミアム) を求めるモデルであり、市場均衡理論と呼ばれる。FF モデルは APT (Arbitrage Pricing Theory、裁定価格理論) に基づくモデルであり、「十分に発達した市場にフリーランチはない」という原理から導かれた無裁定理論である。

本章は、中国深圳証券取引所に関連するデータの制限により、対象企業の株主資本コストは FF モデルによって計算することにした。

以上のように先行研究を参照しながら、本章は情報開示レベルについて、深圳証券取引所の情報開示評価プログラムの結果を、株主資本コストについては、FF モデルを利用することにした。

4.3.2 FF モデルによる株主資本コストの推定

ここでは、FF モデルによって、推定のプロセスを簡単に説明する。その推定は、Fama-French (1993)、内野 (2005)、太田 (2012) を参照して、深圳証券取引所メインボード上場

⁴³ Zeng and Lu (2006) は、残余利益モデルの利用にあたって、 $t+i$ 期の実現 ROE を同期間の予想数値として利用した。

企業 468 社を対象に後述するように、手順①、②、③に従って行った。各対象企業のリターンデータ（配当込み）は CSMAR（China Stock Market Trading Database、国泰君安証券会社が開発したデータベース）より、上場企業財務データは「網易財經（Net Easy）」及び各会社の定期報告書より採録した⁴⁴。

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_1 MP_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \epsilon_{it} \quad \dots \text{式 4-3}$$

ただし、 α_i は定数項（推定値）

R_{it} : 企業 i の t 時点の月次投資収益率

R_{ft} : t 時点の安全資産の月次収益率

MP_t : t 時点のマーケットポートフォリオのプレミアム

SMB_t : t 時点の規模プレミアム

HML_t : t 時点の簿価時価プレミアム

4.3.2.1 手順①：3つのプレミアムを算出する

手順①では、対象期間内のマーケットプレミアム（MP）、規模プレミアム（SMB）及び簿価時価プレミアム（HML）を推定する。

1) MP はマーケットポートフォリオのプレミアムであり、すべての金融資産からなるマーケットポートフォリオの収益率から同期間の安全資産の収益率を引いたものを指す。マーケットポートフォリオの代理変数として、TOPIX 等の株式市場全体を示す株式指数を利用する方法と、対象企業全体の時価総額加重平均収益率を計算する方法がある。本論文は深圳証券取引所メインボード企業 468 社の時価総額加重平均収益率を計算して、マーケットポートフォリオの収益率とした。

安全資産の収益率について、1ヶ月国債の収益率がよく利用されているが、中国債券市場は活発的でないため、従来は1年物定期預金の利息（月次）がよく利用されている。本論文は中国銀行間市場金利である Shibor 金利の1ヶ月コールレートを用いた。

2) SMB は企業規模プレミアムであり、小型株ポートフォリオの収益率から同期間の大型株ポートフォリオの収益率を引いたもの、を指す。その計算方法は、まず、研究期間の各年度において、6月末時点の各企業の時価総額を計算し、468社の中央値を確定する。その中央値により、対象企業全体を BigSize と SmallSize という2つのポートフォリオに分ける⁴⁵。次に、各ポートフォリオの時価総額加重平均月次収益率を計算する。

3) HML は簿価時価プレミアムであり、簿価時価比率の高い株式の収益率から、簿価時価比率の低い株式の収益率を引いたものである。その計算方法は、まず、対象企業全体の簿価時価比率（自己資本/時価総額）を計算し、その30%と70%分位点により、全対象企業を LowBM、

⁴⁴ CSMAR(China Stock Market Trading Database)は国泰君安証券会社（中国・深圳）が開発したデータベースである。「網易財經（Net Easy）」は「Yahooファイナンス」と類似するサイトであり、中国上場企業の excel 形式の財務データを提供している。

⁴⁵ 一時上場停止等の原因により、上場企業の株価データが欠落することがある。本論文はそれを無効データとしてサンプルから排除した。そのため、2007年から2013年までの各年度のサンプル数は468社より少なく、そして各年度間が異なる。

MediumBM、HighBMという3つのポートフォリオに分ける。次に、SMBの計算と同じように、この3つのポートフォリオを6月末時点の時価総額によりBigSizeとSmallSizeに分ける。そうすると、全対象企業は、BigSize-LowBM (B/LB)、BigSize-MediumBM (B/MB)、BigSize-HighBM (B/HB)、及びSmallSize-LowBM (S/LB)、SmallSize-MediumBM (S/MB)、SmallSize-HighBM (S/HB)、という6つのポートフォリオに分ける。最後に、グループの時価総額加重平均月次収益率を計算する。

合わせてみると、企業規模プレミアムSMBと簿価時価プレミアムHMLは次のような数式で表すことができる。

$$\begin{aligned} \text{SMB} &= \text{SmallSize} - \text{BigSize} \\ &= (\text{S/LB} + \text{S/MB} + \text{S/HB}) / 3 - (\text{B/LB} + \text{B/MB} + \text{B/HB}) / 3 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{HML} &= \text{High BM} - \text{Low BM} \\ &= (\text{B/HB} + \text{S/HB}) / 2 - (\text{B/LB} + \text{S/LB}) / 2 \end{aligned}$$

表4-3 2013年度の場合：6つのポートフォリオの構築 単位:社

時価総額		BigSize-LowBM (B/LB) 65社	BigSize-MediumBM (B/MB) 97社	BigSize-HighBM (B/HB) 65社
		SmallSize-LowBM (S/LB) 65社	SmallSize-MediumBM (S/MB) 97社	SmallSize-HighBM (S/HB) 65社
中央値				
		30%分位点	70%分位点	簿価時価比率

表4-4 深圳証券取引所メインボード企業468社を用いて推定されたMPマーケットポートフォリオプレミアム、SMB企業規模プレミアム及びHML簿価時価プレミアム（月次、%）

	MP	SMB	HML		MP	SMB	HML
2007年7月	22.51	-1.34	-2.61	2011年4月	-3.09	-0.87	0.32
2007年8月	20.84	-3.25	4.98	2011年5月	-7.79	-0.22	-1.92
2007年9月	3.90	-2.65	1.90	2011年6月	2.76	0.14	0.15
2007年10月	-2.95	-4.54	-11.05	2011年7月	-0.77	0.92	-5.20
2007年11月	-12.25	9.68	6.28	2011年8月	-5.30	1.61	-1.44
2007年12月	14.21	1.86	4.26	2011年9月	-10.40	-0.05	1.61
2008年1月	-8.94	2.43	0.00	2011年10月	3.52	-1.65	2.42
2008年2月	7.43	8.62	8.02	2011年11月	-5.88	1.46	-4.30
2008年3月	-18.20	0.92	-5.69	2011年12月	-12.93	-6.82	6.61
2008年4月	8.63	-4.17	-2.99	2012年1月	5.99	-1.37	-0.22
2008年5月	-8.33	4.05	4.87	2012年2月	11.54	1.95	-0.56
2008年6月	-21.85	-1.05	-3.65	2012年3月	-7.52	0.87	-1.07
2008年7月	7.36	7.03	3.98	2012年4月	4.74	1.61	5.51
2008年8月	-21.16	-2.85	-0.98	2012年5月	0.34	2.82	-2.18
2008年9月	-1.66	-4.34	1.07	2012年6月	-5.90	0.30	-0.40

2008年10月	-20.68	1.80	0.10
2008年11月	19.72	2.65	2.69
2008年12月	-0.64	2.40	-5.34
2009年1月	11.40	0.48	2.70
2009年2月	7.54	0.38	3.37
2009年3月	19.17	1.19	0.24
2009年4月	3.88	2.85	6.06
2009年5月	4.10	2.79	0.21
2009年6月	8.24	-2.41	2.05
2009年7月	17.65	-5.36	3.70
2009年8月	-20.95	7.94	-2.59
2009年9月	5.89	-1.20	-2.22
2009年10月	7.02	0.56	-1.14
2009年11月	8.43	2.47	3.06
2009年12月	-0.67	0.57	2.62
2010年1月	-6.36	4.49	3.01
2010年2月	6.80	4.00	2.75
2010年3月	0.73	2.11	-2.63
2010年4月	-9.33	3.27	-2.32
2010年5月	-7.33	-1.10	-2.60
2010年6月	-7.66	-0.82	-1.66
2010年7月	18.57	-0.51	4.27
2010年8月	5.07	4.17	-4.23
2010年9月	2.76	-0.09	-5.42
2010年10月	10.75	-6.42	5.90
2010年11月	-5.61	5.23	-2.81
2010年12月	0.63	-4.06	-3.89
2011年1月	-6.04	0.00	2.00
2011年2月	9.33	2.93	1.42
2011年3月	-0.20	1.85	2.55
2012年7月	-7.44	-4.26	2.24
2012年8月	-5.48	9.14	-2.73
2012年9月	2.15	-3.47	-1.16
2012年10月	0.22	1.71	1.12
2012年11月	-9.96	-2.14	3.94
2012年12月	16.39	-4.39	1.89
2013年1月	7.37	1.33	-0.78
2013年2月	-0.28	3.82	-2.38
2013年3月	-6.55	4.52	-2.58
2013年4月	-2.59	-2.72	-0.17
2013年5月	10.02	2.30	-2.50
2013年6月	-16.80	0.69	-3.99
2013年7月	3.24	3.77	-2.35
2013年8月	3.93	1.93	4.99
2013年9月	2.31	2.43	-2.06
2013年10月	-1.89	-2.05	3.86
2013年11月	3.14	2.80	0.80
2013年12月	-0.30	2.88	-0.81
2014年1月	-3.68	4.71	-2.29
2014年2月	0.08	4.37	2.04
2014年3月	-1.61	-1.24	3.55
2014年4月	-2.27	-1.30	-0.62
2014年5月	1.26	0.75	-1.80
2014年6月	2.00	1.48	1.52

	MP	SMB	HML
期待値	0.41	0.84	0.23
標準誤差	0.011	0.004	0.004
最小値	-21.85	-6.82	-11.05
最大値	22.51	9.68	8.02

表4-4は、2014年6月から遡って84ヶ月の3つのプレミアム（月次）の推定結果である。個別企業の投資リターンの変動はこの3つのプレミアムの動きによって決定されることがFFモデルのエッセンスである。

4.3.2.2 手順②：個別企業が3つのプレミアムに対する感応度を推定する

個別企業が資本市場の動きに対する感応度を3つのファクターから捉える。個別企業*i*の84ヶ月のリターンデータ、と3つのプレミアムが同じ時点のデータを、式③に代入して、計算すれば、この企業*i*が3つのプレミアムに対する感応度 β_{i1} 、 β_{i2} 、 β_{i3} を推定することができる。

4.3.2.3 手順③：資本コストを推定する

推定された企業*i*の β_{i1} 、 β_{i2} 、 β_{i3} と各プレミアムの期間内の期待値を式③に代入して、その結果が企業*i*の株主資本コストを推定する。

対象企業 468 社を同じ方法で推定している。表 4-5 はその結果をまとめている。468 社の株主資本コストの平均値は月次 1.29%（年率 15.48%）であった。ちなみに、Botosan（1997）、Botosan（2002）ではそれぞれ年率 20.1%、16.5%であった。

4.3.3 国有企業と民間企業の株主資本コスト

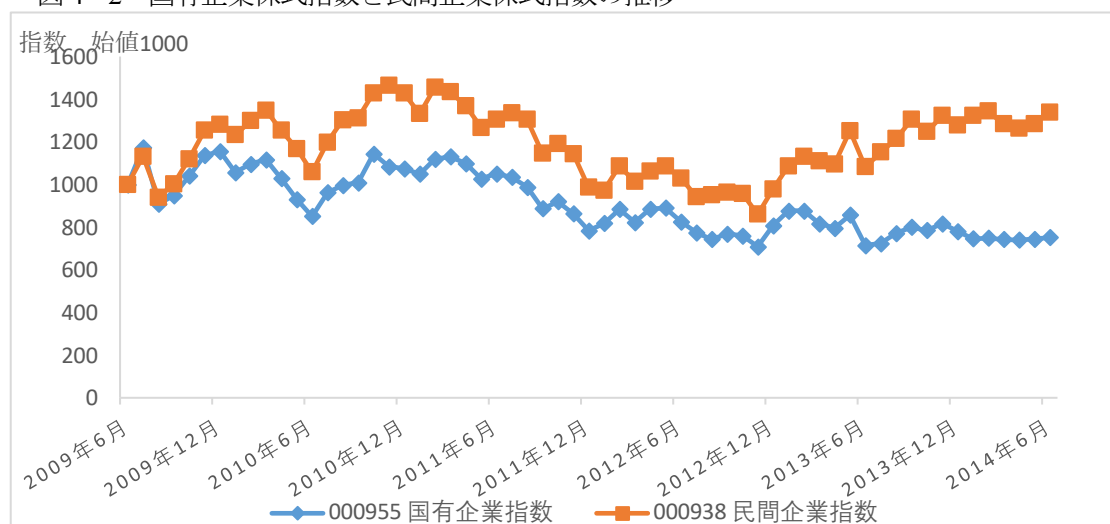
同様に、表 4-5 が示すように、国有企業の株主資本コストの平均値が月次 1.25%であるのに対して、民間企業は同 1.33%である。推定した国有企業と民間企業の株主資本コストに年率 0.96%の格差が認められる($= (1.33\% - 1.25\%) \times 12$)。

表 4-5 FF モデルより推定された深圳証券取引所上場企業の株主資本コスト（月次）

	全上場企業全社 (468 社)	国有企業 (278 社)	民間企業 (156 社)
平均値	1.29%	1.25%	1.33%
標準誤差	0.02%	0.03%	0.04%
中央値	1.35%	1.32%	1.40%
最小値	-0.68%	-0.68%	-0.14%
最大値	2.41%	2.41%	2.19%

本章は後述の式⑤に国有/民間企業ダミー変数を利用した。具体的には、上海証券取引所と深圳証券取引所の共同出資子会社である「中証指数有限公司（China Securities Index co.ltd）」が発表する中国の国有企業指数と民間指数から、対象企業 468 社（未採用銘柄 34 社ある）を国有企業 278 社と民間企業 156 社に分けて、国有企業を「1」とし、民間企業を「0」と設定した。

図 4-2 国有企業株式指数と民間企業株式指数の推移



出典：深圳証券取引所の公開データより筆者作成

注：中証指数有限公司が発表する国有企業指数（指数コード：000955）と民間企業指数（証券コード：000938）の採用銘柄から、本論文の対象企業 468 社（未採用銘柄 34 社ある）を国有企業(278 社)と民間企業(156 社)に分けて、月次リターンデータを推定して作成した。

4.4 情報開示の改善による株主資本コストの削減効果における検証

4.4.1 検証モデル及びデータの抽出

前述したように、本章は次のような仮説を提出している。

仮説：情報開示レベルの改善が株主資本コストの軽減に繋がる。

これに基づき、次の検証モデルを構築する。

$$R_{it} = a_0 + \beta_1 \text{DISC}_{it} + \beta_2 \text{MVE}_{it} + \beta_3 \text{BETA}_{it} + \beta_4 \text{SALES}_{it} + \beta_5 \text{DEBT}_{it} + \beta_6 \text{SOEDummy}_{it} + \beta \sum \text{INDummy}_{it} + e_{it} \quad \text{式 4-4}$$

期待符号 (—) (—) (+) (—) (+) (—)

a_0 ：定数項（切片）

R_{it} ：FFモデルより、推定された深圳証券取引所メインボード上場企業*i*の2014年6月末時点の株主資本コスト。

DISC：「Disclosure」の略称、企業情報開示レベルの代理変数である。深圳証券取引所が実施する企業情報開示評価プログラムの結果を定量化した変数である。情報開示評価の結果が「A（優良）」、「B（良好）」、「C（合格）」と「D（不合格）」の企業をそれぞれ3点、2点、1点、0点とし、2014年から遡って過去7年間の総点数を計算する。Botosan（1997）等の先行研究により、情報開示の良い企業は投資家との間の情報非対称性が軽減し、投資家から低い要求収益率が要求される。したがって、情報開示良い企業は低い株主資本コストが予想され、マイナスの係数 β_1 が期待される。

MVE：「Market Value of Equity」の略称、2014年6月末時点の株主資本時価総額の自然対数であり、企業規模の代理変数である。規模が大きい企業は投資家から低い要求収益率が要求される。したがって、時価総額が大きいほど、低い株主資本コストが予想され、マイナスの係数 β_2 が期待される。

BETA：月次リターンにより推定された2014年6月末時点のベータ値であり、市場リスクの代理変数である。CAPMモデルによれば、企業の株主資本コストはベータのみに決定されるので、プラスの係数 β_3 が期待される。

SALES：2014年6月末時点から遡って過去7年間の売上高の平均成長率であり、事業リスクの代理変数である。売上高の平均成長率が高いことは高い成長性が予想されるので、マイナスの係数 β_4 が期待される。

DEBT：2014年6月末時点の総資産負債比率（総資産に占める総負債の比率）であり、財務リスクの代理変数である。総資産負債比率が高いと、財務不安定と予想され、投資家から高い要求収益率が要求されるので、プラスの係数 β_5 が期待される。

SOEDummy：(State Owed Enterprise Dummy)の略称であり、表4-5に示している国有上場企業と民間上場企業の株主資本コストの差異を反映するためのダミー変数である。国有企業が「1」、民間企業が「0」と設定される。国有企業は民間企業の株主資本コストより低いため、マイナスの係数 β_6 が期待される。

INDummy：業種ダミー変数である。所属業種が違う上場企業の株主資本コストが異なると予想するため、業種ダミー変数を追加する。

e_{it} ：誤差

深圳証券取引所のメインボード企業479社は、国内投資家を対象とするA株企業（468社）と、外国投資家を対象とするB株企業（11社）からなる。B株株式の取引は活発でないため、本論文の対象企業は、A株株式の468社に限定した。

また、①異常値の影響を除くため、各変数の99パーセント以上と1パーセント以下のサンプル、②84ヶ月のうち、一時上々停止等の原因による収益率データが9ヶ月以上脱落するサンプル、③金融業の企業、④国有/民間企業指数に編入されないサンプル、を除去した。その結果、延べ203社がサンプルから除去され、式④により検討する全サンプルは263社（国有企業182社、民間企業81社）となった。

対象期間は2007年7月から2014年6月末までの84ヶ月とする。対象企業のリターンデータはCSMARより、財務データは「網易財經（Net Easy）」及び各会社の定期報告書より、採録した。

4.4.2 記述統計量及び相関係数表

表4-6は各変数の記述統計量を表している。

表4-6 記述統計量 (N=263)

	平均値	中央値	標準偏差	最小値	10%	25%	50%	75%	90%	最大値
株主資本コスト R_{FF}	0.16	0.17	0.06	-0.02	0.09	0.13	0.17	0.21	0.23	0.27
株主資本コスト R_{CAPMFF}	0.13	0.13	0.03	0.05	0.09	0.11	0.13	0.15	0.16	0.19
情報開示 DISC	13.4	13	2.72	6	10	12	13	14	17	21
時価総額 MVE	22.5	22.37	0.75	21.22	21.6 1	21.9 6	22.3 7	22.9 2	23.6 3	25.18
ベータ BETA	1.05	1.04	0.18	0.45	0.82	0.93	1.04	1.16	1.28	1.51
売上成長率 SALES	0.24	0.13	0.65	-0.11	0.01	0.06	0.13	0.24	0.47	9.21
総資産負債比率 DEBT	0.52	0.54	0.2	0.08	0.24	0.37	0.54	0.68	0.78	0.92
国有民間企業ダミー SOEDummy	0.69	1	0.46	0	0	0	1	1	1	1

注： R_{FF} はFFモデルにより推定された株主資本コストである。 R_{CAPMFF} はCAPMモデルとFFモデルより推定された株主資本コストの平均値である。

表4-7 Pearson相関係数 (N=263)

	R_{FF}	R_{CAPMFF}	情報開示	時価総額	ベータ	売上成長率	総資産負債比率	国有民間企業ダミー
株主資本コスト R_{FF}	1							
株主資本コスト R_{CAPMFF}	0.987**	1						
情報開示 DISC	-0.441**	-0.451**	1					
時価総額 MVE	-0.486**	-0.480**	0.439**	1				
ベータ BETA	-0.135*	0.025	-0.04	0.062	1			
売上成長率 SALES	-0.062	-0.04	0.049	0.158*	0.143*	1		
総資産負債比率 DEBT	-0.314	-0.519	-0.428	-0.01	-0.02	0.093	1	
国有民間企業ダミー SOEDummy	-0.158*	-0.150*	-0.015	0.056	0.062	0.093	0.142*	1
	-0.01	-0.015	-0.803	-0.367	-0.32	-0.133	0.142*	
	-0.165**	-0.152*	0.321**	0.071	0.089	-0.084	0.142*	
	-0.007	-0.014	0	-0.252	-0.15	-0.174	-0.021	

注：**は1%水準で有意(両側)、*は5%水準で有意(両側)。

Pearson 相関係数を分析すると、次のような関係が提示された。

- ① 情報開示良い企業の資本コストは低い可能性がある (R_{FF} と DISC の相関係数は -0.441 、両側 1% 水準で有意)。
- ② 企業時価総額が大きいほど、株主資本コストが低い (MVE と R の相関係数は -0.486 、両側 1% 水準で有意)、情報開示が良い可能性がある (MVE と DISC の相関係数は 0.439 、両側 1% 水準で有意)。
- ③ 国有企業の株主資本コストは民間企業より低い ($SOEDummy$ と R の相関係数は -0.165 、両側 1% 水準で有意)。国有企業の情報開示が民間企業より良いこと (DISC と $SOEDummy$ の相関係数は 0.321)。
- ④ 国有企業の総資産負債比率が高いことが提示された。

結論の①-④はいずれも予想通りの結果である。一方、株主資本コストと総資産負債比率 (-0.158 、両側で 5% 水準で有意)、株主資本コストとベータ (-0.135 、両側で 5% 水準で有意) は予想と反対の結果であり、更なる検討が必要となる。

相関分析は、2変数間の相関関係を数量的に捉えるだけであり、変数間の因果関係を示すものではない。そのため、次では重回帰分析を通じて、株主資本コストに影響を与えるその他の変数の影響を抑えて、情報開示だけの影響だけを検討する。

相関分析の結果、①各変数間の相関係数に異常に高い低い係数がない、②各変数の VIF は一般に多重共線性と疑われる水準である 10 より大きく下回っていることから、各変数間に共線形関係の可能性が低いと判断した。上述の検証モデルをそのまま用いる。

4.4.3 重回帰分析

表 4-8 は重回帰分析の結果である。

表 4-8 重回帰分析の結果

(定数)	被説明変数：株主資本コスト R_{FF}					被説明変数：株主資本コスト R_{CAPMFF}				
	係数	標準誤差	t 値	P 値	VIF	係数	標準誤差	t 値	P 値	VIF
	0.854	0.094	9.112	0	-	0.451	0.047	9.618	0	-
	***					***				
情報開示評価	-0.006	0.001	-4.621	0	1.503	-0.003	0.001	-4.621	0	1.503
DISC	***					***				
時価総額	-0.025	0.004	-5.654	0	1.353	-0.012	0.002	-5.653	0	1.353
MVE	***					***				
ベータ	-0.031	0.017	-1.763	0.079	1.269	0.009	0.009	1.069	0.286	1.269
BETA	**									
売上高成長率	0.005	0.005	1.014	0.312	1.089	0.002	0.002	1.013	0.312	1.089
SALES										
総資産負債比率	-0.041	0.015	-2.683	0.008	1.175	-0.021	0.008	-2.682	0.008	1.175
DEBT	***					***				
国有/民間企業ダミー	-0.004	0.007	-0.558	0.577	1.273	-0.002	0.003	-0.558	0.577	1.273
<u>SOEDummy</u>										
	N=263 adj R ² =0.348					N=263 adj R ² =0.336				

注：被説明変数：株主資本コスト R_{FF} は FF モデルより推定された中国深圳証券取引所 263 の株主資本コストである。被説明変数：株主資本コスト R_{CAPMFF} は CAPM モデルと FF モデルより推定された株主資本コストの平均値である。***は 1% 水準で有意 (両側)、**は 5% 水準で有意 (両側)。

表 4-8 の左側は、FF モデルより推定された株主資本コストを被説明変数とした場合の結果である。検証モデルの当てはまり具合を示す自由度調整済み決定係数 $\text{adj} R^2$ は 0.348 である。それは上述の検証モデルは全サンプルの分散の 34.8% を説明できることを意味している。

具体的には、まず、情報開示レベルの代理変数である情報開示評価プログラムの 7 年間累計点数 DISC の係数は -0.006 であり、両側 1% 水準で有意である。それは、他のすべての変数が株主資本コストに与える影響を考慮しても、99% 以上の確率で、情報開示の点数が 1 点ごとに上がる（下がる）に連れて、FF モデルより推定された株主資本コスト R が年率 0.6% 下がる（上がる）ことを示している。1 年間において、企業が改善できる DISC の点数は最大で 3 点であるので、企業は情報開示の改善により最大で年率 1.8% の株主資本コストの低減効果を受けることが分かった。このようにして、株主資本コストに影響を与えうるファクターの影響を抑えて、情報開示レベルと株主資本コストとの負の関係は検証によって分かった。この結果は諸先行研究の結果と一致する。

同時に、株式時価総額の自然対数である MVE が 1 点上がれば、株主資本コストが 2.5% 下がることが分かった。その意味は、例えば、ある企業の時価総額は 59 億人民元（表 4-6 記述統計量に示されている中央値の 22.37 から計算された時価総額）から 161 億人民元（MVE が 1 点増加する）へ増加した場合、当該企業の株主資本コストは年率 2.5% 下がる。

一方、売上高成長率 SALES は予想と反対の正の係数を得たが、統計的に有意でなかった。また、総資産負債比率 DEBT とベータ BETA は予想と反対のマイナスの有意な結果を得た。

4.4.4 頑健性チェック

Botosan (2006) は、複数の推定手法の平均値を用いることは各手法の誤差を縮小できると指摘した。したがって、仮説の頑健性チェックとして、本論文は CAPM モデルと FF モデルより推定した株主資本コストの平均値 R_{CAPMFF} を式④に代入して再分析した。表 4-8 の右側はその結果を示している。

まず、情報開示評価 DISC、時価総額 MVE は表 4-8 と同様に、予想通りの有意な結果を得た。

また、ベータ BETA の係数は R_{FF} を被説明変数とする場合の -0.031 (t 値 -1.763) から、 0.009 (t 値 1.069) に変わって有意でなくなった一方、負債比率は変わっていない。このような変化の理由は CAPM モデルにより推定した株主資本コストの導入によると解釈できる。その原因は、CAPM の利用は β のみに影響を与えるからである。

最後に、国有/民間ダミー SOEDummy は予想通りの正の係数を得たが、統計的に有意でなかった。その原因は、本論文が用いる国有企業と民間企業の分け方にあると分析した。これについては、今後の研究課題として、更に検討していく。

まとめて言うと、本章は、上場企業における情報開示/ディスクロージャーをテーマとし、「情報開示レベルの改善が株主資本コストの低減につながる」という仮説を、中国深圳証券取引所の上場企業を例に検証しようとするものである。具体的には次の 3 つのプロセスによった。

(1) 情報開示レベルの代理変数。これは中国深圳証券取引所が上場企業に実施する情報開示評価プログラムの結果を用いる。同取引所は 2001 年以来、同取引所に上場しているすべて

の企業を情報開示のレベルに「A」「B」「C」「D」に格付けしており、本論文はその評価結果をそれぞれ「3点」「2点」「1点」「0点」と定量化し、情報開示レベルの代理変数として採用する。

(2) 前出の5つの先行研究が株主資本コストの推定手法に用いた配当割引モデル、残余利益モデル、CAPMモデル及びFama-French3ファクターモデルのうち、データ上の制限から、Fama-French3ファクターモデルを採用する。

(3) 対象期間は2014年6月末までの7年間(84ヶ月)。対象企業は同取引所のメインボード上場企業468社のうち金融業やデータ脱落などの企業を除く263社。CSMARと各企業の定期報告書より、ヒストリカルデータを収集する。情報開示レベルと株主資本コストとの関係を重回帰分析によって検討する。

この結果、時価総額、総資産負債比率、売上高平均成長率、ベータ値、国有/民間ダミー変数及び業種の影響を抑えた上、同取引所の263社で、情報開示プログラムによる情報開示レベルの代理変数と推定された株主資本コストの間に、負の相関の存在が観察された。同取引所による情報開示評価の結果が下位から上位へとワンランキング改善すると、株主資本コストが0.6% (年率) 下がることが分かった。このような情報開示による株主資本コストの低減効果は、1年間で最大で1.8% (年率) となる。これにより本論文の仮説は論証されたといえよう。

第一部の小括

第一部では、まず中国証券市場の歴史を追い、中国政府が株式会社制度を導入するために設けた「出資する主体の相違による4種の株の設定」、「株式会社制度を導入する産業の制限」等が中国証券市場にもたらした影響について論じた。

次に、本文は中国上場企業に対する情報開示制度の変遷について説明し、日米中の上場企業情報開示制度の比較をして、中国上場企業情報開示の実態と課題について論じた。

最後に、上場企業における情報開示/ディスクロージャーの質と株主資本コストの関係をテーマとし、「情報開示レベルの改善が株主資本コストの低減につながる」という仮説を、中国深圳証券取引所の上場企業を例に検証した。具体的には、企業情報開示の優劣については、中国深圳証券取引所が実施する情報開示評価プログラムの結果を用い、株主資本コストの推定はFama-French3ファクターモデルを利用した。また、国有企業の上場という中国株式市場の特徴も検証にあたって考慮した。

重回帰分析を通じて、検証した結果、情報開示の優劣と株主資本コストの間に、負の相関の存在が観察された。対象企業の情報開示評価の結果が1点改善すると、Fama-French3ファクターモデルによって推定された株主資本コストが0.6%下がることがわかった。情報開示の改善による株主資本コストの削減は、より安いコストの資金調達と投資機会の拡大を意味しているので、これは上場企業経営者の開示インセンティブが生まれることにつながる。

第二部 海外に上場する中国企業

—上場方式とその課題—

第5章 中国国内に上場する中国企業の上場方式

中国では、中国証券監督管理委員会（CSRC）による厳格な上場審査により、直接上場を利用する中国企業は国有企業に偏り、民間企業は間接上場方式を利用する例が多く見られる。本章は中国国内に上場する中国企業の上場方式について論じる。

5.1 中国の上場審査制度：CSRCの審査

中国の株式発行制度では、上場予備企業は取引所の上場審査をクリアするほか、CSRCによる審査（承認）が必要となっている。CSRCの審査制下では、申請書類の形式のほか、真実性も審査される。従って、CSRCによる審査の速さが問題となっている⁴⁶。

上場申請企業のなかには、国有企業が少なくない。こうした国有企業の大株主は地方の国有資産管理部門となるので、国有企業の上場をめぐる、政府は上場の申請者である一方、上場の審査者でもある。そこで、国有企業は民間企業より、CSRCの審査をクリアしやすいとされている。

更に、CSRCは中国証券市場を安定化させるなどの目標を図るとして、表5-1に示すように、審査を一時中止、停止する場合がある。こうした凍結期間において、上場を求める企業は殼借り上場方式を利用する例が多く見られる。

5.2 直接上場と間接上場

5.2.1 直接上場とは

前節で説明したように、中国企業が、中国証券法、取引所の関連上場規則に従って中国国内の証券取引所、そしてCSRCに株式新規発行・上場を求める方式は、直接上場（直接新規上場、株式新規発行、IPO）と定義される。中国において、直接上場の審査の実態は次のようにいくつかの時期にわけられる。

5.2.1.1 割当制度：1993年—1998年

1991年と1992年に上海と深圳証券取引所がそれぞれ設立された。1993年から、CSRCは上場企業の上場申請に対して、「額度制御（中国語：額度控制）」と称する指示を始めた。それによると、CSRCはまず当該年度の上場許可数を予め決定して、そして各省に割り当てる。次に各省の証券関連部署は当地の適格企業を選び出す。最後に、選ばれた企業（国有企業がほとんど）が株式制度会社に変更して、証券監督当局に上場申請をする。いわゆる「割当制度」である。1993年から1998年まで、こうした上場制度が施行された結果、1990年代の中国上場企業のほとんどは中央政府や地方政府の国有資産管理部署を筆頭株主とする国有企業であった。

⁴⁶ CSRCの審査に対し、常に数百社の上場申請企業が待機されている。日本経済新聞 2014年8月2日の記事「中国企業、本土外に上場——国内、認可規制厳しく、空洞化の恐れ、改革が急務」によると、当時点では約600社の中国上場申請企業が審査結果を待っている。

こうした計画経済下で策定された上場審査制度は、中国証券市場に初期発展にふさわしかった。しかし、これは国有企業に偏りがちという点が指摘され、効率的な資源配分や証券市場の健全的な発展に適しないと認識された。

5.2.1.2 核准制度：1998年—

1998年中国初の証券法が施行された。それにしたがって、中国上場企業の上場審査制度は「割当制度」から「核准制度」に変更された。

この1998年証券法の施行に従って、CSRCは新たに「発行審査委員会」を設立した。2000年3月に「中国証監会株式発行核准制度」の施行に伴って、従来の割当制度が廃止され、CSRCの発行審査委員会が行う「核准制度」に制度変更された。「核准制度」の下では、上場申請企業は幹事会社の上場指導を受けて、CSRCに上場申請を提出する。CSRCの発行審査委員会は審査を行い、CSRCが最終に承認を下すというプロセスになっている。

核准制度は中国上場審査の現行方式である。CSRCの発行審査委員会の構成委員や、審査プロセスが不透明であることがよく指摘されてきている。そのほか、発行審査委員会の審査自体が表5-1に示すように、中止となった時期がよくある。

表5-1 CSRCの上場審査停止時期

	上場審査の停止期限	CSRCが上場審査を停止した事由
1	1994年7月21日— 12月7日	1994年7月28日、上海株式指数は暴落。7月30日、監督当局は年内の新株上場停止、株式増発の厳格化、証券市場参入資金の範囲拡張という3つの対策を発表・施行した。
2	1995年1月19日— 6月9日	1994年の株低迷が1995年に入っても続いた。IPO審査は1994年12月に再開し、1ヶ月後に再び停止した。
3	1995年7月5日— 1996年1月3日	この期間に、2つのIPOしかなかった。初めて業績赤字の上場企業が現れた。
4	2001年7月31日— 11月2日	2011年6月22日、国務院は「国有株を減額し社会保障資金を充実するための暫定弁法」を発表。その第5条は、IPO又は増発する際に、国有株持ち分の10%を市場に放出すると規定した。発表後、市場は暴落した。その対策とし、CSRCは上場審査を完全に停止した。10月22日、この暫定弁法は廃止された。
5	2004年8月26日— 2005年1月23日	従来、中国株式新規発行価格はPERの20倍という不文律があった。2004年12月、こうした市場経済を妨害するルールを是正するため、CSRCは「株式新規発行の試行価格付け制度の若干問題に関する通知」を発表した。発表前後、IPO審査が停止された。
6	2005年5月25日— 2006年6月2日	2005年4月29日、CSRCは「上場会社株式権分割試行改革の関連問題の通知」を発表。中国株式市場の重要な改革が始まった。
7	2008年9月18日— 2009年7月10日	2008年9月リーマン・ブラザーズが倒産。同年9月18日、上場審査停止。2009年5月、「株式新規発行制度の改革・改善に関する指導意見」が発表され、IPO審査停止が続いた。
8	2012年11月16日— 2014年6月18日	CSRCの上場審査が一年半停止された。その理由は、1、金融危機後、世界主要市場が回復する一方で、A株の低迷が続いたこと。2、IPO予備会社の財務監査を厳格化したこと。3、CSRCは株式新規発行制度を巡る改革を推進したとされた。
9	2015年7月4日— 2015年9月8日現在	2015年6月から、中国証券市場は暴落を経験した。IPOは停止となった。

出典：施（2015）より筆者整理、作成

表5-1に示しているように、1994年7月から2015年まで、中国証券市場は9回にわたって合わせて6年間に上場審査が停止した。こうした上場審査停止期間において、上場予備企業は上場待機するか（「IPO行列問題」と呼ばれる）、殻借り上場を利用するか、海外上場するか、のいずれに直面している。

5.2.1.3 登録制に向けて

2013年11月、中国共産党第18次中央委員会第3回全国大会は、株式上場制度に関する重要な改革を決定した。それにしたがって、上場審査制度については現行の「核准制度」から欧米証券市場のような「登録制」への制度変更が検討されることになった。

2015年6月、CSRCは「登録制」への制度変更の4つの指針を発表した。

- ① あらゆる発展段階の企業に法に則った株式による資金融通を可能にする
- ② 情報開示に基づく審査の実施
- ③ 発行の是非を目的としない審査の実施
- ④ 事中、事後の監督強化を基礎とする⁴⁷

こうした登録制改革の導入によって、今後、従来のIPO行列問題の解消や、後述するような殻借り上場がもたらす問題の是正が期待されている。

5.2.2 間接上場とは

直接上場に対して、未上場の企業がすでに上場している企業の株式を取得して、その上場資格をそのまま引き継ぐ方式を間接上場（あるいは殻借り上場）と定義される。

ここで「殻」とは上場会社のことを指している。「殻」は、上海や深圳証券取引所に上場しているすべての企業は「殻」と言える。これは広義の意味だが、他方、「殻」は上場企業のうち、株式数が少なく株価が低い中小上場企業のことを指す意味で用いられている。

中国において、殻借り上場が盛んに利用されている理由としては、下記の3つが挙げられる。

- ① 「融資難」と言われている中国資本市場の中で、上場会社は証券市場から迅速且つ低コスト的に資金調達できる。
- ② IPO停滞期等に伴う中国証券市場の現状により、上場資格は貴重な資源となり、取引価値がある。
- ③ 新規上場企業数が増えている一方、上場廃止企業数が少ない。上場企業の総社数が増加しつつある。

こうした現状により、中国株式市場では、「殻」=上場資格は資源と考えられ、「殻資源」と呼ばれている。

⁴⁷ 中田 (2015) p5

5.2.2.1 中国における殻借り上場の定義

中国における「殻借り上場」は CSRC が定めた「上場会社の重大資産再編に関する管理弁法（以下は「再編弁法」と略す）」に規定されている。

「再編弁法(2014 改正)」の第 13 条によると、殻借り上場とは、上場会社の支配権が変更される日から、上場会社は取得者又は取得者の関連者から購入する資産の総額が、上場会社の支配権が変更される直近の会計年度の監査済み連結財務諸表に掲載する総資産の 100% を超える重大資産再編行為、と定義される。定義から分かるように、3 つの基準を同時に満たす重大資産再編行為は「殻借り上場」と見なされている。3 つの基準とは

- ① 取得企業が上場会社（被取得企業）の支配権を獲得する
- ② 上場会社（被取得企業）は、支配権が変更する際（又はその後）、取得企業又はその関連企業から資産を購入する
- ③ 購入する資産の総額は、上場会社の支配権が変更される直近の会計年度の審査済み連結財務諸表に掲載する総資産の 100% 以上

5.2.2.2 中国企業が殻借り上場を利用するインセンティブ

IPO 方式の代わりに、上場を目的として殻借り上場方式が利用される場合に次の 2 つが挙げられる。1 つは上場予備会社にとって、IPO が困難であり、間接上場方式の利用がやむを得ないという場合であり、2 つ目は、上場殻会社にとって、上場廃止の圧力があり、株式持分を放出して上場維持を果たす必要がある場合である。

殻借り上場を利用するインセンティブは中国証券市場の発展に伴って変わってくる。2013 年を分岐点として 2 つの時期にわけられる

- ① 殻借り上場基準が IPO 基準より低い時期（－2013 年）

株式新規発行に関して、1993 年から 2000 年までは CSRC による割当制度が利用されていた。2000 年から、CSRC の「核准制」が導入され、現在も施行し続けている。

一方、「再編弁法 2011 改正」が施行されるまで、殻借り上場に関する法律規定はなかった。「再編弁法 2011 改正」の施行により、殻借り上場の認定基準が初めて決定された。殻借り上場の基準は IPO 基準より要求が低いため、殻借り上場が頻繁に利用されていたわけである。

- ② 殻借り上場の基準は IPO 基準と同様の時期（2013 年－）

2013 年 11 月、CSRC は「殻借り上場の審査に株式新規発行基準の厳格執行に関する通知」を公布した。当該通知は、「再編弁法 2011 改正」に適用される上場会社の資産再編案は、CSRC の「株式新規発行・上場の管理弁法 2006」の発行要件を満たさなければならない、と規定した。そこで、殻借り上場の審査基準は IPO 審査基準と統合されている。

殻借り上場基準と IPO 審査基準が同じになっても、殻借り上場方式が利用される理由は、① IPO 審査の停滞がある。中国証券市場が設立された 1991 年から現在までの 25 年間のうち、CSRC の上場審査は 9 回に渡って合計 6 年余り停止した。② 殻借り上場の審査が速い。A 株 IPO 審査は平均的に 2.3 年間かかるのに対して、殻借り上場の審査は平均的に 2、3 ヶ月で済む。

5.2.3 殻借り上場の課題

中国では、1984年に香港証券取引所に殻借り上場が初めて利用された。その後、中国A株でも頻繁に利用され始めて、特に1997年に殻借り上場がブームになった。

2006年中国株式改革が行われるまで、中国の上場企業の3分の2は国有企業であった。民間企業は急速な発展を遂げたにも関わらず、当時、全体の3分の1にすぎなかった(478社、33.29%)。民間企業のうち、64.5%は殻借り上場方式を通じて上場を実現した⁴⁸。そして中国殻借り上場企業には、3つの課題が残っている⁴⁹。

① 証券市場格付け機能への影響

前述のように、中国では「殻」会社は「殻資源」と考えられている。殻会社のうち、業績のよくない上場会社こそ、良い「殻」と考えられている。従って、殻借り上場の初期では、大多数の殻会社は「*ST銘柄」、「ST銘柄」となっている⁵⁰。場合によっては、こうした業績が悪く、事業の実態に問題がある殻会社の株価は同種他社の株価を上回る事例も出てくる。証券市場において、こうした評価をうける殻会社が多くなると、証券市場の正当な株価評価機能を果たすという市場メカニズムが崩れる恐れがある。

② インサード取引の多発

重大な資産再編活動として、殻借り上場を巡るインサード取引が多発すると指摘されている。

③ 不正会計の多発

第8章で論じるように、もともと直接上場基準に満たさない中国企業が殻借り上場方式より上場を実現しても、その後の継続上場基準と継続開示基準を維持できないことにより不正会計が多発している、と指摘されている。

⁴⁸ 卿、曾、李 (2007) p443

⁴⁹ 馬、劉 (2013) p68

⁵⁰ 「上海証券取引所株式上場規則 2014」によれば「*ST」とは、上場廃止リスク警告。上場会社には財務状況が関連規定を違反したり、違法行為があつたりする場合、取引所はその会社の銘柄コードの前に、「*ST」というスペシャル・トリートメントのマークを付ける。「ST」とは、その他リスク警告。上場会社には上場廃止リスク以外の重大リスクが存在する場合、取引所はその会社の銘柄コードの前に、「ST」というスペシャル・トリートメントのマークを付ける。

第6章 海外に上場する中国企業

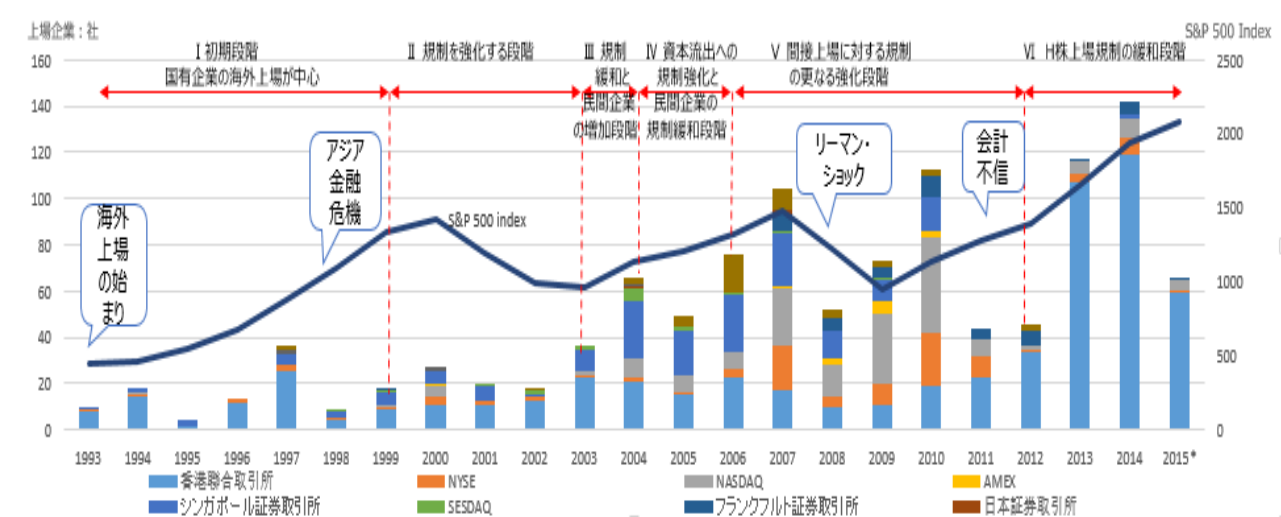
近年、海外に上場する中国企業が米国を中心に増えている。その中に、中国アリババ・グループのような大手企業もあれば、知名度の低い中小企業も沢山ある。海外上場企業数の増加につれて、2011年、中国企業が海外に上場する際によく用いているリバースマージャー（Reverse Merger）という手法に問題が多発するという指摘が続き、これらの企業の会計に深刻な不信が生まれた。これは、VIE構造（Variable Interest Entity Structure）という仕組みを利用した2014年アリババ・グループの米国上場を巡る議論に結びついている。本章は、北米、とりわけ米国に上場する中国企業の上場方式を明らかにし、その課題について論じていく。

6.1 海外に上場する中国企業の概要

6.1.1 海外上場する中国企業の数と資金調達額

図6-1は海外取引所に株式新規上場する中国企業数を年別に、取引所別に示したものである。中国海外上場の正式な始まりと呼ばれるH株企業（香港聯合取引所に上場する中国国有企業）が現れてから、海外上場する中国企業数は増加する傾向が見受けられる⁵¹。2015年6月末時点で、1137社の中国企業が世界の主要取引所に上場しており、中国企業の全上場数（国内と海外の合計4087社）の27.8%を占めている⁵²。こうした海外取引所に株式上場している中国企業の中に、中国のトップ4国有銀行や、トップ3航空会社、トップ3石油会社などの各業種の主要企業が少なくない⁵³。実際に世界主要国で、自国の主要企業がこれほど外国証券市場に上場しているのは中国だけである。その理由に、発展が遅れている中国の証券市場や、後述の中国証券監督当局の上場審査制度等が考えられる⁵⁴。

図6-1 海外取引所に新規上場する中国企業数の推移



出典：CSMARのデータより筆者整理、作成

注：2015年は6月末現在

⁵¹ 1993年6月、中国証券監督管理委員会と香港証券先物取引委員会は監督管理メモランダムを交わし、中国企業の香港上場が正式的に決まった。これは中国企業が海外取引所にプライマリーリスティングの始まりと考えられている。

⁵² CSMAR (China Stock Market Trading Database) のデータより筆者整理する。

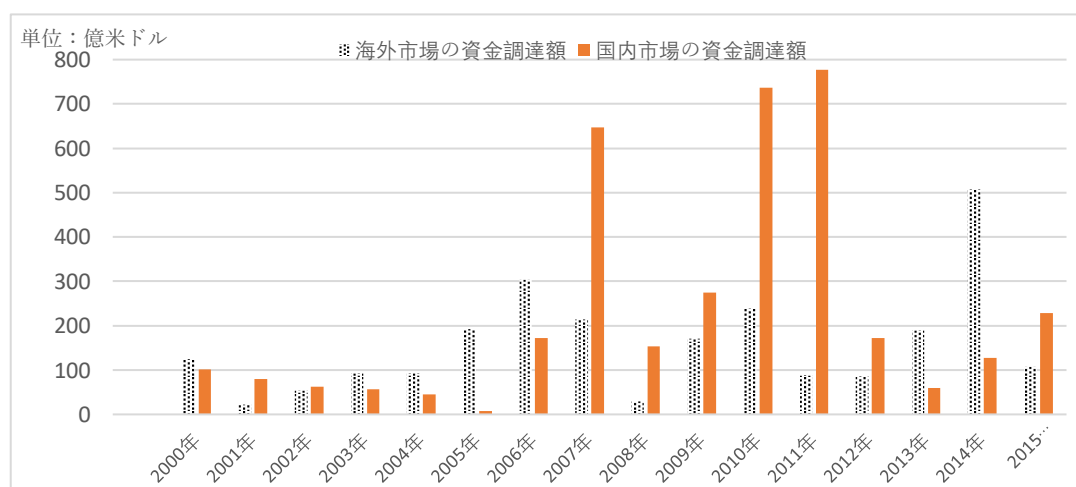
⁵³ トップ4国有銀行とは中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行であり、トップ3航空会社とは中国国際航空、中国東方航空、中国南方航空であり、トップ3石油会社は、中国石油天然ガス集団公司、中国石油化工集団公司、中国海洋石油総公司である。

⁵⁴ 易、盧 (2006) pp8-10

海外に上場した 1137 社の中国企業のうち、香港聯合取引所に上場したのは 572 社(50.31%)となり、圧倒的に多い。一国二制度の下で、香港は伝統的に海外取引所として取り扱われてきているものの、地理的、文化的の身近さなどにより、海外上場に当たって優先的に考えられている。また、米国 (NYSE、NASDAQ、AMEX) に上場している中国企業は 279 社(24.54%)であり、香港に次いで 2 番目となっている。米国に上場する理由には、世界金融センターとして、株式の流動性が高いことや、上場できれば知名度が向上することが考えられる⁵⁵。

具体的に、海外上場企業数の増減を追ってみる。海外上場では、まずは企業自体の要因がある。例えば、資金調達である。新興国の企業は常に資金調達の需要がある。中国企業にとって、国内上場では、中国証券監督管理委員会 (CSRC) の上場許認可が必要となるほか、取引所の上場規則に、税引後利益や、純資産に関する厳格な財務要件が設けられる⁵⁶。深圳証券取引所の中小企業ボード (2004 年 5 月)、創業ボード (2012 年 4 月) が設立されるまで、成長期の中小企業はこうした中国国内のメインボード上場基準に満たしにくいため、海外資本市場にアクセスすることが多く見られる。また、厳しい資本移動規制の下で、外国企業の中国企業への投資は中国国内上場によって回収するよりも、海外上場のほうが便利となる。したがって、外国ベンチャー投資を受けているインターネット業のような中国ハイテック企業は、2000 年から米国株式市場に上場を求めることが多くみられる。その結果、図 6-2 が示しているように、海外での資金調達額が国内資金調達額を上回る年も少なくないのである。

図 6-2 国内新規上場と海外新規上場の資金調達額 2015 年 6 月末時点



出典：CSMAR のデータより筆者作成

注：2015 年は 6 月末現在

一方、外部の要因として、①中国の監督当局の海外上場に関わる政策、②海外資本市場の動き、が考えられる。

海外上場をめぐる中国監督当局の政策は、6つの段階に分けることができる (添付資料Ⅱを参照)。初期段階では、国有企業の海外上場が中心となっていた。その特徴は、各地方の大手国有企業が地方政府、中央政府の指示より選ばれ、海外に上場するという点である。代表企業

⁵⁵ 程 (2009) p119

⁵⁶ 上場の財務基準に関して、CSRC が施行する「株式新規発行兼上場の管理弁法 (2006 改正)」の第 33 条、上海、深セン証券取引所の上場規則の第 5 章第 1 節が規定している。

は、香港聯合取引所に上場した H 株企業と米国 NYSE に上場した N 株企業がある⁵⁷。初期段階は 1999 年までで、100 社ぐらいの中国企業が海外の主要取引所に上場した。

海外上場企業数の増加に応じて、中国証券監督当局は規制を強化し始めた。1999 年、中国証券監督管理委員会（CSRC）は、特に海外直接上場の財務基準に、①資本金が 4 億元以上、②資金調達額が 5000 万ドル以上、③直近一年間の税引後利益が 6000 万元以上、という「456 ルール（1999 年 7 月－2012 年 12 月施行）」を施行し、海外直接上場に制限を加えた。

その後、中国証券監督当局の政策は規制緩和と強化を繰り返してきている。こうした中で、全体の傾向としては、中国証券市場の改革に伴って規制の緩和が見られる。

もう一つの外部要因として、海外資本市場の動きがある。例えば、1997 年のアジア金融危機と 2007 年のリーマン・ショックである。こうした金融危機の際に、海外上場を求める中国企業はかなり減少した。

図 6-1 で、もう一つ見逃せないのは、2011—2012 年の上場企業数の急落である。実は 2010 年後半から、米国を中心に、中国上場企業に対する会計不信が広がっていた。そのせいで、2011、2012 年米国に新規上場する中国企業の数はずか 2 社まで急落し、しかもその他の海外主要取引所に新規上場する中国企業も影響を受けて、半分減らした。

6.2 海外上場を求める理由

第 5 章で論じるように、中国 CSRC の厳格な上場審査により、中国企業、特に中国民間企業は CSRC に上場申請を申し込んだとしても、審査結果が下らない場合がよくある。こうした場合に、中国企業は上場待機するか、殻借り上場又は海外上場を求めるかの選択に直面する。したがって、2003 年から海外取引所に上場を求める中国企業が急速に増えてきている。これは中国企業が海外上場を求める外部要因といえる。

表 6-1 中国企業が海外上場を求める要因

要因		企業数	割合
シングル要因	融資需要	17	34.7%
	市場開拓	3	6.1%
	技術獲得	4	8.2%
	流動性獲得	0	0
デュアル要因	融資需要、市場開拓	8	16.3%
	融資需要、技術獲得	5	10.2%
	融資需要、流動性獲得	2	4.1%
	市場開拓、技術獲得	1	2.0%
	市場開拓、流動性獲得	2	2.0%
	技術獲得、流動性獲得	1	2.0%
トリプル要因	融資需要、市場開拓、流動性獲得	2	4.1%
	融資需要、技術獲得、流動性獲得	1	2.0%
	融資需要、技術獲得、市場開拓	4	8.2%
	市場開拓、技術獲得、流動性獲得	0	0
合計	—	49	100%

出典：樊、田、鄧（2006）

⁵⁷ H 株、N 株とは香港聯合取引所と米国 NYSE、NASDAQ の頭文字を取ったものである。

樊、田、鄧（2006）は Dunning（1993）年の研究に基づいて、海外証券市場に上場している中国企業 49 社の海外上場の需要（内部要因）を表 6-1 のように、融資需要、市場開拓、技術獲得と流動性獲得の 4 つの要因に整理した⁵⁸。そして、海外上場の意思決定は複数の要因による共同効果であるという考察に基づいて、同論文は 4 つのシングル要因のほか、そのすべての組み合わせをデュアル要因とトリプル要因に細分化して検討した。その結果、49 社のうち、融資需要という単純な要因が 17 社あり、全対象企業 49 社の 34.7% を占めている。そのうえ、デュアル要因とトリプル要因のうち、融資需要を有する企業数（それぞれが 15 社と 7 社）を加算すると、その数が 39 社となり、全対象企業 49 社の 79.6 にのぼっている。海外証券市場から資金調達することが中国企業海外上場の最も重要な要因といえる。

⁵⁸ Dunning（1993）は企業が国際化経営を求める要因を①Resource seeking、②Market seeking、③Efficiency seeking と④Strategic seeking にまとめている。

第7章 米国に上場する中国企業の上場方式

第7章では、北米取引所に上場した中国企業の上場方式の利用について説明し、間接上場方式の利用と2010-2012年に広がった中国企業に対する会計不信との関係を検討していく。

7.1 米国上場における間接上場：バーガーキングの殻借り上場

米国株式市場に上場する方法として、伝統的な株式新規発行（Initial Public Offering、IPO）のほか、リバースマージャー（Reverse Merger）による上場という代替的な手法がよく利用されている。本来、リバースマージャーは会計上、企業結合のうちの逆取得として処理されている。それは合併の取得会社が合併後に存続会社になるという通常の場合と違って、取得会社と合併後の存続会社が一致しない場合を指す。リバースマージャーは企業の組織再編活動として珍しくないのである。

一方、リバースマージャーによる上場は、裏口上場（Back Door Listing）、（中国語で）殻借り上場とも呼ばれ、上場という特定の目的で行われる逆取得を指している。具体的に、それは実際に事業活動を実施している事業運営会社が、取引所や店頭市場に上場している殻会社（Shell Company）、又は殻会社の子会社に逆取得されて、取得会社としての事業運営会社が存続会社としての元殻会社の上場資格をそのまま継続する形で、間接上場を求めるという手法である。

米国ファストフード大手のバーガーキングの持株親会社である「Burger King Worldwide, Inc」による複雑なリバースマージャー・プロセスの仕組みに見ておきたい⁵⁹。図7-1はその構図を概説するものである。2010年に一度MBO（Management Buy Out、経営陣買収）によって上場廃止となったバーガーキングは、英国の上場投資ファンド「Justice Holdings Limited」の融資を受けて、2012年6月19日、再びNYSEに上場した。そのプロセスを、2012年の「Form 10-k（有価証券報告書）」に拠って、次の3つのステップにまとめて説明しよう。

ステップ① 会社Aが会社Eに吸収合併され、会社Aが消滅する

2012年4月3日、バーガーキングの持株親会社である会社Aが英国の上場投資ファンド会社Cの子会社Eに吸収合併された。この時、元会社Aの株主は14億ドルの現金と会社Dの株式（71%）をもらった。この合併において、会社Aは消滅し、会社Eが存続会社となったが、元会社Aの株主は合併後会社Dの過半数の株式を取得したため、会社Aが実質上の取得会社である。従って、この合併は逆取得と考えられる⁶⁰。

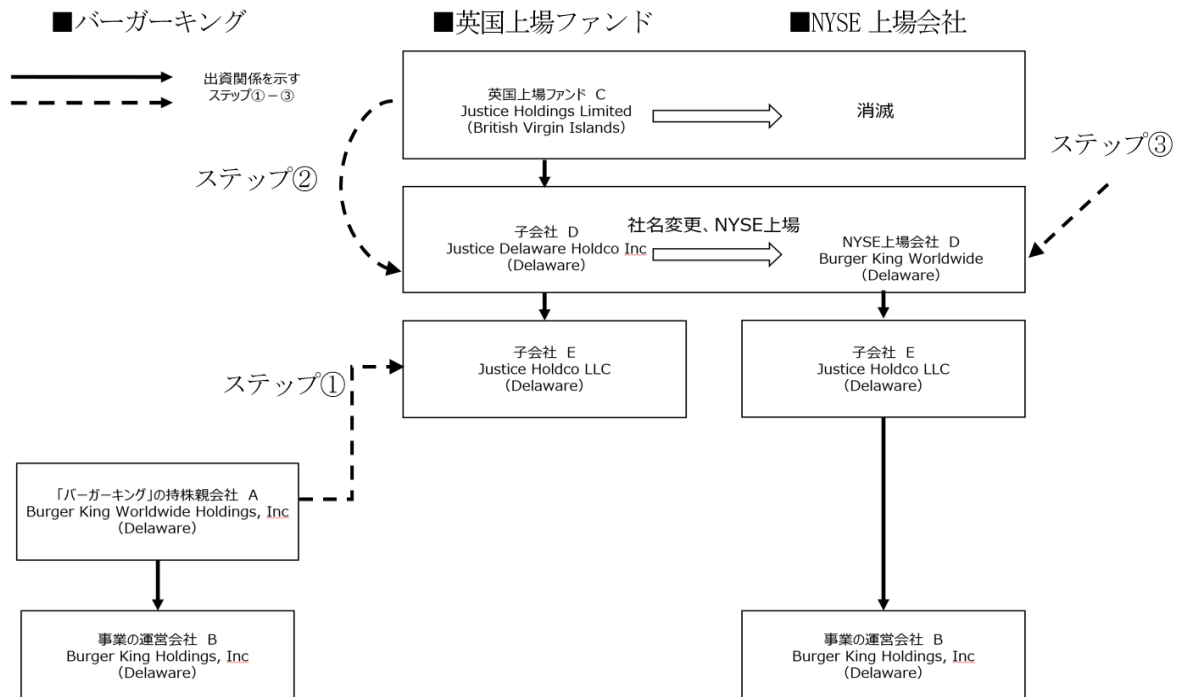
⁵⁹ バーガーキングの上場については次の記事、リンクを参照

<http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303816504577322270322801942>

<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1547282/000119312512165078/d332416d1012b.htm>

⁶⁰ この合併は逆取得のうちの三角合併（Reverse Triangular Merger）と考えられる。三角合併とは、吸収された会社の株主に対して、合併後の新設親会社の株式を交付する手法である。

図 7-1 バーガーキングのリバースマージャー



出典：Justice Delaware Holdco Inc の「2012年 Form 10-K」より筆者作成

注：会社 A：Burger King Worldwide Holdings, Inc (Delaware)

会社 B：Burger King Holdings, Inc (Delaware)

会社 C：Justice Holdings Limited (British Virgin Islands)

会社 D：Justice Delaware Holdco Inc (Delaware) 合併後は Burger King Worldwide (Delaware) に商号変更

会社 E：Justice Holdco LLC (Delaware)

ステップ② 投資会社 C が会社 D に吸収合併され、会社 C が消滅する

英国上場ファンドの会社 C は自らの子会社 D に吸収合併された。その対価として、元親会社 C の株主に 1 対 1 の交換比率で、合併後の存続会社 D の株式 (29%) が交付された。会社 C が消滅された。

ステップ③ 会社 D が Burger King Worldwide に社名変更して上場を申請する

合併後の存続会社 D が Burger King Worldwide に社名変更をして、2012年6月19日にNYSEに新規上場した (ちなみに、2年後の2014年12月再び上場廃止した)。

Feldman (2006) によれば、伝統的な株式新規発行 (IPO) と比べて、リバースマージャーによる上場は次のような利点がある⁶¹。

- ① 上場に関する費用が低い、しかもその金額は上場前でも予測できる。
- ② 上場プロセスが速い。その理由は、IPO と比べて、リバースマージャー上場は、米国 SEC、米国証券業協会、州証券監督当局等の許認可が不要となり、関与主体が少ないからである。
- ③ IPO 市場に依存しない。株式市場が低迷する際でも、相応しい殼会社があればリバースマージャー上場は可能である。

⁶¹ Feldman (2006) p.23

- ④ 保有株式の分散が小さい。合併後会社の株式持ち分の一部は殼会社の株主に譲渡されるが、IPOのように不特定多数の一般株主に分散されるほどはない。
- ⑤ アンダーライターが要らない。

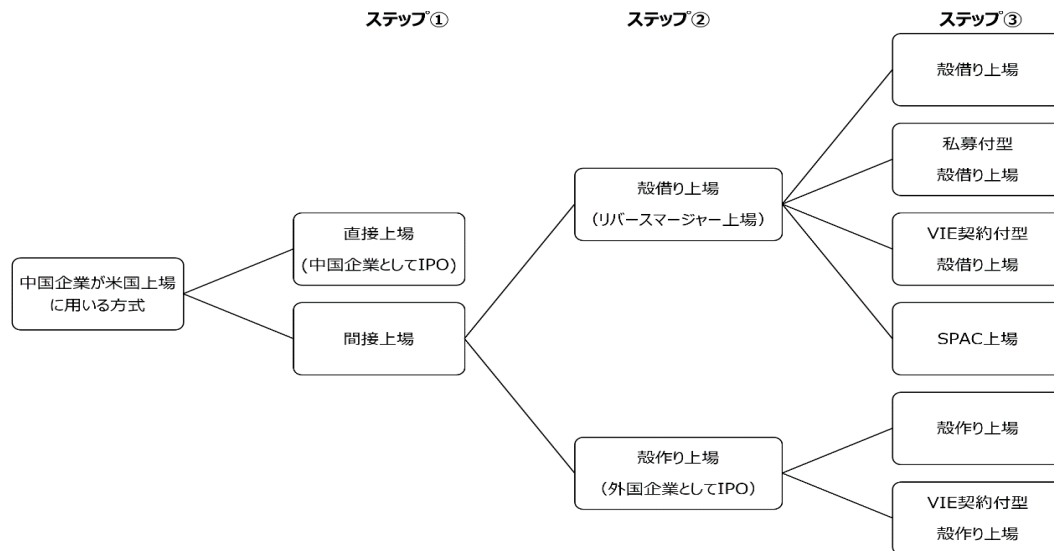
一方、新規株式公開発行（IPO）に比べて、リバースマージャー上場は資金調達に伴わないという限界が指摘される⁶²。また、後述の私募付型殼借り上場でも、IPOより調達金額が少なく、株式流動性（Share Liquidity）が低い、といった限界がある⁶³。

また、新たに株券を発行して株式市場から資金調達する公募増資や、既存株主の保有する株式の売り出しでは、それぞれ直近の企業情報の開示が求められるのに対し、リバースマージャー上場には、こうした制度上の開示はなく、市場に対する情報開示という点で課題があることも指摘されよう。

7.2 間接上場を通じて米国上場する中国企業の特徴

前出のバーガーキングのリバースマージャーによる間接上場に対し、米国に間接上場した中国企業には中国証券監督当局の上場審査制度、及び中国の産業政策により、幾つの特徴が見られる。ここで、中国企業が米国上場の方式を求める選択プロセスを次の3つのステップに分けて検討しよう。

図 7-2 米国上場する中国企業の方式



出典：筆者作成

ステップ① 直接上場するか、間接上場するか

ここでいう直接上場とは、中国国内企業が中国証券監督当局の許可を得た上、米国証券取引委員会（SEC）と取引所に上場申請を申し出て、中国籍企業として米国証券市場に株式新規発行（IPO）/上場する方式を指している。この場合、米国証券市場で流通されているのは中国企業の株式本券ではなく、本券に基づいて発行された米国預託証券（American Deposit Receipts,

⁶² Feldman (2006) p.29

⁶³ Sjostrom (2008) p753

ADR) である。そして諸外国企業と違って、中国企業が米国株式市場に直接上場する場合は、普通株 (A 株) ではなく、新規発行の H 株を担保に米国で ADR を発行するのである。

直接上場では、例えば前出の「456 ルール」のような海外直接上場に課す規制により、国内上場基準よりも厳しい財務要件が設けられていた。したがって、直接上場を利用する中国企業は、1993-2003 年にわたって米国 NYSE に上場した 11 社の大手国有企業に限定されていた。

『中小企業海外上場のガイドライン (程 (2004) 中国発展出版社)』は、第 10 章で「米国上場することは我が国中小企業の理想的な戦略選択」と題し、大多数の中国企業、特に中小企業は間接上場方式を通じて米国証券市場にアクセスするのがより現実的である、と指摘した⁶⁴。ここでいう間接上場方式とは、下記の殻借り上場と殻作り上場を指している。

ステップ② 殻借り上場するか、殻作り上場するか

間接上場方式のうち、殻借り上場とは、中国の事業運営会社が米国の店頭市場に上場している殻会社、或いはその子会社に逆取得されて、上場殻会社の上場資格を引き続き利用する方法である。その代表例は後述のシノフォレストがある。

一方、殻作り上場とは、中国の事業運営会社が米国国内かタックスヘイブンに殻会社を新設して、そして殻会社の所在地籍の企業として米国 SEC と取引所に IPO を求める方法である。代表企業として、アリババ・グループが挙げられる。

この 2 つの手法に、殻会社の利用方法と、IPO するかどうかが重要な違いである。殻借り上場では、既にも上場している殻会社が利用されるため、IPO は伴わない。それに対して、殻作り上場では、新設された殻会社が事業運営会社の持株親会社として IPO を申請する。

ステップ③ 多種多様な変形

上述のほかに、殻借り上場と殻作り上場には、それぞれ幾つかの変形がある。

(a) 私募付型殻借り上場

典型的な殻借り上場方式では、上場はできたとしても株式新規発行 (IPO) はしないため、資金調達ができないという限界がある。そこで、殻借り上場と私募 (Private Placement) 融資を融合した「私募付型殻借り上場」⁶⁵ という手法が現れた。米国に上場した中国殻借り上場企業のうち、約 35% は私募付型殻借り上場企業である⁶⁶。

(b) VIE 契約付型殻借り上場

中国監督当局の産業政策により、後で詳しく説明する外国人企業が投資できない中国産業が決まっている。こうした産業に属する中国企業は、外国資本の調達を目的として米国上場する際に、中国政府の産業規制を避けるため、「変動利益事業体 (Variable Interest Entity)」という会計手法を利用することが多く見られる。典型的な殻借り上場と較べて、「VIE 契約付型殻借り上場」の重要な違いは、上場持株親会社は株式権益 (Equity Interest) ではなく、一連の契約合意 (Contractual Arrangement、以下は VIE 契約と略す) によって、事業運営会社としての変動利益事業体 VIE の総資産/負債を自社の財務諸表に連結するのである。

(c) SPAC

SPAC (Special Purpose Acquisition Company、特別買収目的会社) とは、自体は特定の事業を持たずに、主に未公開会社/事業を買収することのみを目的とした投資ビークルで、IPO によって投資資金を株式市場から調達することが特徴である⁶⁷。

⁶⁴ 程 (2004) pp112-129

⁶⁵ 私募付型殻借り上場は Alternative Public Offering、APO ともよばれる。

⁶⁶ 朱 (2010) p30

⁶⁷ 岩谷 (2008) p165

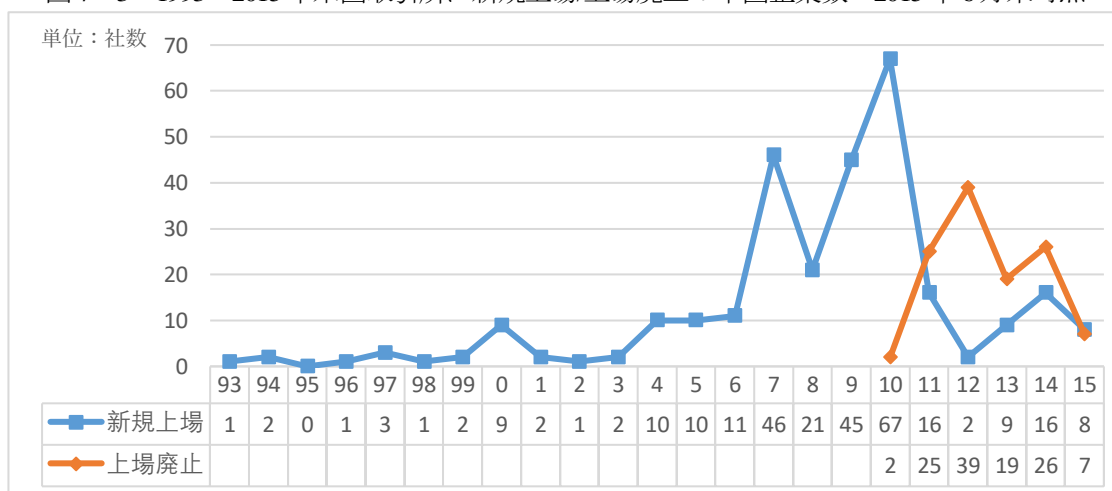
同様に、殻作り上場にも、典型的な殻作り上場の他に、VIE構造を有するパターンでのVIE契約付型殻作り上場がある。製造業やサービス業など中国政府の産業規制の対象となっていない企業は、典型的な殻作り上場を利用して、米国に上場する事例が多い。一方、アリババ・グループをはじめとする中国の産業規制の対象となっている企業は、中国政府の規制を避ける手法としてVIE契約付型殻作り上場を利用している。

7.3 2010—2012年米国から広がった中国企業に対する会計不信

米国証券市場で中国企業に対する会計不信の発端は、「Citron Research」、「Muddy Waters」、「Alfred Little」及び「OLP Global」という民間調査会社が2010年1月から発表した27社の中国企業に対する合計31件の調査レポートである。調査の対象となった27社の中国企業は、株価の急落を経験し、そのうちの20社はその後米国上場から撤退した（添付資料Ⅲを参照）。この27社の中国企業の共通点は、直接上場ではなく、後述の間接上場によってカナダ、米国に上場したということである。

4つの民間調査会社の調査レポートの発表後、格付機関ムーディーズも米国と香港に上場していた61社の中国企業の格付けを下げた。更に、米国証券取引委員会（SEC）、米国公開会社会計監督委員会（PCAOB）、カナダ証券委員会（OSC）も相次いで中国企業の不正会計に関する調査レポートを発表した。それにより、米国取引所に上場していた中国企業285社のうち、2010年から2015年10月までに、合計118社（41%）が米国上場を廃止した⁶⁸。図7-3はその傾向を示している。

図7-3 1993—2015年米国取引所に新規上場/上場廃止の中国企業数 2015年6月末時点



出典：CSMARのデータより筆者作成

注：CSMARのデータの制限により、店頭市場にリバースマージャー上場している数多くの中国企業は含まれていない。

CSMARの海外上場する中国企業のデータベースによれば、1993年7月から2015年10月までに、285社の中国企業がこうした上場方式により米証券取引所に株式上場した。2010年1月から民間調査会社による会計疑惑の調査レポートが相次いで発表され、285社のうち、上場廃

⁶⁸ CSMARの「海外上場(中国)企業データベース」より米国上場する中国企業のリストを取得し、筆者が調査、統計する。このデータベースがカバーしている企業リストは取引所上場企業のみとなり、店頭市場に上場する企業は含まれない。

止企業が現れ始めた。本論文の調査によれば、その数は、2015年10月末までに118社にのぼり、この期間の総上場企業数285社の41%を占めている。

表7-1 米国上場する中国企業285社の上場方式 (1993年-2015年10月末)

上場方式	新規上場企業数	上場廃止企業	
		企業数 ()は割合	新規上場から上場 廃止までの年数
①直接上場 12社	12	0	-
②殻借り上場 101社	殻借り上場	48 (63%)	3.52
	VIE付型殻借り上場	13 (57%)	3.33
	SPAC上場	0	-
③殻作り上場 170社	殻作り上場	27 (45%)	4.04
	VIE付型殻作り上場	29 (26%)	4.23
④その他 2社	2	1 (50%)	6
合計	285	118 (41%)	3.82

出典：CSMAR、米国EDGAR及び各企業の公開資料より筆者作成

注：()は上場廃止の企業数がそれぞれの上場方式に占める割合を表す。図7-2で提示した「私募付型殻借り上場」は、この表で「殻借り上場」に分類した。また、図7-2の分類方法のいずれにも該当しない企業2社があった。こうした2社はこの表で「その他」に分類した。

表7-1が示しているように、285社中国企業の米国上場方式を調査したところ、直接上場、殻借り上場、殻作り上場、およびその他の上場方式の企業数はそれぞれ12社、101社、170社と2社となり、殻作り上場企業の数が半分以上占めることが分かった。また、上場廃止企業118社の実態を分析すると、以下の4点が明らかになった。

- ① 直接上場は1993-2003年までで、中国東方航空、シノペック等合計12社の中国大手国有企業に上場廃止の例はない。
- ② 殻借り上場企業101社のうち、61(60%)社が上場廃止した。一方、殻作り上場企業170社では、56(33%)社が上場廃止した。
- ③ 上場廃止した118社の平均上場期間は3.82年である。殻借り上場企業の上場期間は殻作り上場企業より短い。
- ④ 上場廃止した118社のうち、117社は初めて上場する企業であり、1社はカナダ上場してから米国に重複上場した企業である。

2000年まで、米国取引所に上場した中国企業は、NYSEに直接上場した12社の大手国有企業が中心となっていた。その後、民間IT関連会社のVIE付型殻作り上場がブームとなった。この上場ブームは、2008-2009年のリーマン・ショックの影響により、一変して急落に転じたが、金融危機の回復に伴って再び増加ベースに戻った。2010年から、中国企業の会計に深刻な不信が生まれた。それにより、米国に上場した中国企業は大きな衝撃を受けて、特にそのうちの殻借り上場企業はほぼ姿を消し、従来広く利用されている殻借り上場の手法が殻作り上場に移り変わった⁶⁹。

⁶⁹ CSMARの海外上場企業のリストは取引所上場企業285社のみをカバーしている。楊敏等(2014)は、米国に上場している中国企業は1000社ぐらいあり、その大半は店頭市場に上場している、としている。

第8章 間接上場の課題

本章では、間接上場方式を利用する中国上場企業の実態と課題を、中国上海証券取引所に上場した「^{りようこうじつぎょう} 棱光実業」、カナダオンタリオ証券取引所に上場した「シノフォレスト」、及びニューヨーク証券取引所に上場した「アリババ・グループ」の3つの事例で検討し、論じていく。

8.1 殼会社として狙われる「棱光実業」(上海証券取引所)

棱光実業とは上海棱光実業股份有限公司の略称であり、1992年5月上海市政府の許可を得て設立された石英、シリコン製品の製造・販売会社である。その前身は上海石英ガラス場という国有企業であった。1993年4月、上海市政府の許可を得て、棱光実業の株式は上海証券取引所に上場された。

しかし上場後、石英、シリコン製造コストの高騰により、棱光実業の主力製品の利益率が下がる中で、棱光実業はビジネスモデルの転換を迫られていた。棱光実業の1993年度年次報告書に掲載された次年度の事業計画では、珠海恒通集団股份有限公司（以下は「^{しゅかいこうつう} 珠海恒通」と略す）と電子型電気計器の共同開発を進めるというプロジェクトが開示された。同プロジェクトは今後年間100万台の電気計器を製造・販売し、棱光実業に営業利益1500万元（同1993年度の213%）をもたらす見込みであった。

珠海恒通とは、1991年中国珠海市政府の許可を得た上、宝鋼集団や交通銀行深圳支店等幾つかの事業法人が発起人として設立された民間株式有限会社である。1992年7月、珠海恒通の株式は、中国事業法人株の流通改革の試行企業第1号として全国証券取引価格提示システム（Securities Trading Automated Quotations System）に上場され、事業法人株3000万株を発行して1.2億元を調達した。その後、珠海恒通は高速な成長を遂げて、1993年末総資産、税引後利益がそれぞれ12億元、約1億元に達して、当時中国有数の新興企業として注目されていた⁷⁰。

当時珠海恒通は、多地域、多角化の発展戦略を採用しており、主力事業である不動産開発のほか、運輸、電子製品製造、貿易、エンタテインメントなど多産業に参入しており、深圳だけでなく、上海や、北京など市場開拓にも力を注いだ。ところが、当時に重要視されていた上海にはうまく参入できないため、珠海恒通は上海現地企業との事業提携を検討していた。そこで、棱光実業が理想的な提携パートナーとして現れた。

1994年4月28日、上海市政府が主導下で、珠海恒通は棱光実業の総株式数の35.5%に占める株式を購入し、棱光実業の筆頭株主となった。

1994年4月30日、棱光実業の株主総会が開催され、珠海恒通の代表取締役が棱光実業の代表取締役に当選された。これによって、民間非上場会社である珠海恒通が上場会社棱光実業の上場資格を引き継ぐ形で、間接上場を遂げた。

⁷⁰ 王、張 (2004) p19

しかし、珠海恒通に取得された後、棱光実業の業績は当初の計画通りに伸ばせず、更に不良債権の急拡大により上場廃止・破綻の難境に陥った。

詳細には、1995年12月棱光実業は1.6億円で、珠海恒通の完全子会社である珠海経済特区恒通電能儀表公司（以下は「恒通電表」と略す）を買収した。この買収において、棱光実業の筆頭株主としての珠海恒通は買い手であり、売り手でもある。その金額1.6億元は、恒通電表の純資産8848万元の約2倍に達している。

更に、1998年12月珠海恒通は恒通電表を買い戻した。買収金2.43億元のうち、半分近くの1.22億元は当年度内に返済した後、残りの半分は1998年末の3年間に分割返済すると合意した。

ところが、合意された債権は不良債権になり、棱光実業の財務面を迫った。

特に、筆頭株主としての珠海恒通は棱光実業の資産を担保に多数の銀行から借入金を増やした。2000年末まで、棱光実業が珠海恒通及びその子会社合計8社に対する連帯担保責任を負う金額は5.12億元にのぼった。これは当時棱光実業の純資産1.22億元を大きく上回っていた。

2000年4月、不正会計と虚偽開示が原因で、棱光実業の上場株式銘柄名には、特別警告を意味する「ST（スペシャル・トリートメント）」が付けられて、銘柄名は「棱光実業」から「ST 棱光」に変更された。

2000年6月、棱光実業と珠海恒通の2つの会社でそれぞれ代表取締役を務める楊博は刑事責任を問われ、逮捕された⁷¹。

2001年6月、珠海恒通が所有していた棱光実業の事業法人株はそれぞれ上海高等裁判所と上海第一中級裁判所により、四川嘉信貿易有限責任公司に（以下は「四川嘉信」と略す）4400万株と福州飛越集团有限公司に（以下は「福州飛越」と略す）975万株に帰属するという判決が出た。その後、棱光実業の経営が極めて不安定になり、2001-2007年に数回に渡る株式の取引停止の措置を受けた。

2005年、中国証券市場における非流通株改革が始まった。棱光実業の2位株主（国家株主、持株比率16.61%）としての上海建設材料集団総公司（以下は「上海建材」と略す）は、まず四川嘉信と福州飛越の株式持分を取得し、次に棱光実業の債務返済も斡旋して、棱光実業の経営を安定化させた。

⁷¹ 2000年6月23日、珠海恒通の代表取締役社長、社内党委書記、兼棱光実業の代表取締役社長を務める楊博は拘束され（「公的資金の違法占用（中国語：非法吸収公款罪）」の容疑により7月1日に逮捕された）、同月28日の株主総会に欠席した。6月30日、棱光実業は臨時報告より楊博が逮捕されたという情報を開示した。その後、楊博は訴訟されないまま逮捕され続けていた。2001年6月2日、棱光実業は株主総会の議決事項を開示したが、そこでは楊博は取締役立候補者として載っていた。当時、犯罪容疑者が取締役に務めることは中国会社法、取引所の上場規則を違反していないが、同上場規則が定められている上場会社の高級管理職は「勤勉、誠信」でなければならないという規定に違反する指摘が多かった。2001年6月25日、珠海恒通の持分がそれぞれ四川嘉信と福州飛越に帰属するとの判決が下り、同月29日の株主総会により、四川嘉信の代表取締役社長が棱光実業の代表取締役社長に選任された。楊博は取締役に選出されなかった。2001年7月現在、楊博は逮捕されていた。

2015年1月、棱光実業の「重大組織再編計画」がCSRCに許可された。それにより、棱光実業を殼会社とする2回目の殼借り上場が決定された。今回棱光実業を取得するのは上海現代建築設計集団有限公司（以下は「上海建築設計」と略す）という上海建材の関連会社である。

2015年10月末、上海建築設計の殼借り上場が完成した。「華建集団」が「棱光実業」の銘柄名を取り替えて、棱光実業の上場資格は継続している。

図8-1 棱光実業の株価：株価終値と株式分割などを考慮し調整済み株価終値



出典：「Yahoo Finance」の株価データより筆者収集・作成

8.1.1 「優良殼」：棱光実業

8.1.1.1 珠海恒通の殼借り上場

1993年4月、上場資格が各地方に割り当てられ、各地方の優良企業が選ばれて上場する（いわゆる割当制度）という当時の上場審査制度のもとで、棱光実業は上海市の代表国有企業の1つとして上海証券取引所に上場した。当時、棱光実業の総株式数3379.9万株のうち、国家株は55.62%を占めており、事業法人株と個人株がそれぞれ11.83%、32.55%であった。国家株と事業法人株の流通は制限されていたため、上海証券取引所に上場されたのは流通できる個人株（いわゆるA株、総株式数の32.55%を占める）であった。

1994年4月28日、上海市政府の支持を得て、棱光実業の提携会社である珠海恒通は棱光実業の国家株主である上海建材から相対取引の形で1200万株国家株（総株式数の35.5%）を取得し、棱光実業の筆頭株主となった。1200万株国家株の対価として、珠海恒通は0.516億元を上海建材に支払った。珠海恒通は民間企業であるので、こうした取得された国家株は取引後、事業法人株に変更された。

この取引において、1株あたり取得価格4.3元は取引当月の棱光実業の平均株価12.37元を大きく下回っていた。これは、当時国家株と事業法人株のいずれは流通できないため、上場・取引できる個人株（A株）との間に、株価差は常に存在していたからである。しかし、株価差に

かわらず、当時では国家株が個人株どころか、事業法人株との大口取引は前例がないものである。民間企業である珠海恒通が相対取引の形で上海建材から国家株を取得することは、国家株がその他種類株への変換の初めての試みであった。

1994年4月末に開催された棱光実業の株主総会は、珠海恒通の代表取締役楊博を棱光実業の代表取締役に選任した。これで、珠海恒通は、棱光実業という「殼会社」の株式を現金による買収の形で間接上場を遂げた。

8.1.1.2 珠海恒通の債務不履行による棱光実業の苦境

殼借り上場では新規株式発行はしないため、その時点で資金調達ができないという弱みがある。しかし上場は証券市場から資金調達する資格を意味するので、間接上場後の珠海恒通は、経営不振に陥る棱光実業の上場資格の維持に力を注いでいた。当時、株式追加発行の予備企業は直近3会計年度の平均自己資本利益率（ROE）が10%を下回ってはいけない、というCSRCの規定があった⁷²。そこで、珠海恒通は自らの子会社である恒通電表を棱光実業に転売し、棱光実業の営利能力を強化した。

恒通電表は1992年7月に珠海恒通が設立した、ISO9000基準（ISO(国際標準化機構)による品質マネジメントシステムに関する規格の1種類）に認可された当時中国唯一の電子型電気計器メーカーである。1995年12月、棱光実業は買収価額1.6億元（当年度に0.8億元を現金で支払い、残りは3年間に分けて分割払う）で、純資産8848万元の恒通電表を買収した。

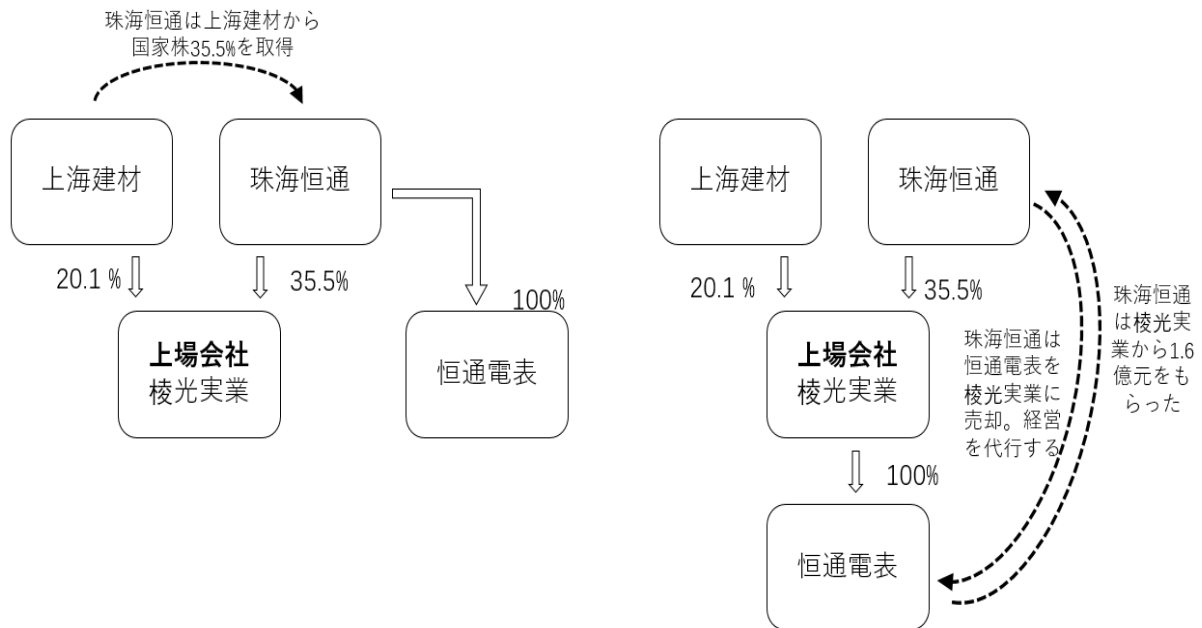
この明らかに過大評価された買収金額に対して、筆頭株主かつ恒通電表の元持株会社である珠海恒通は棱光実業の全株主に対して、恒通電表が生み出す利益の保証を承諾することで、株主総会の可決を求めた。具体的には、棱光実業に取得後でも、珠海恒通は恒通電表の経営を代行し、そして税引後純利益2193万元を計算ベースに、1996年から3年連続で20%以上の成長率を保証した（税引後純利益は1996年が2193万元、1997年が2531万元、1998年が3157万元となる。）。こうした成長率を下回る場合、珠海恒通は買収時の金額で恒通電表を買い戻すと合意した。この合意は経営不振に陥る棱光実業の自己資本利益率を10%に確保し、株式割当追加発行の要件を維持するための措置と考えられている⁷³。

恒通電表の買収金1.6億元について、棱光実業は主に負債で調達した。したがって、表8-1に示しているように、買収後の1995年末は前年度と比べて、自己資本がほぼ変わらないが、負債の拡大による総資産が倍近く増加した。その増加分のうち、短期借入れ0.5億と恒通電表の買収未払金0.8億元が大半を占めていた。こうした負債はその後棱光実業の財務状況を大きく迫った。

⁷² 1998年証券法が試行されるまでの中国証券市場では、全株主に対する割当追加発行は上場企業唯一の追加発行方式であった。割当追加発行に対して、1994年9月、中国CSRCは「(会社法(1993改正)を執行し上場企業割当追加発行を規範するための通知、中国語：关于执行<公司法>规范上市公司配股的通知)」を公布し、そのうち、発行予備企業は直近3年間の自己資本利益率の平均値が10%以上でなければならない、と新たに規定した。

⁷³ 王、張(2004) p23

図 8-2 珠海恒通の殻借り上場と恒通電表の売却のイメージ図
1994年4月 1995年12月



出典：各種公開資料より筆者作成

一方、珠海恒通が保証した恒通電表の営利状況について、孫、周（1998）⁷⁴、王、張（2005）が推定した1996-1998年の税引き後純利益はそれぞれ2388.6万元、2202万元、1102.69万元（1998年1月-11月の実績）であった。これは当初珠海恒通が合意した数値を大きく下回っていたので、1998年12月棱光実業は珠海恒通に対して、恒通電表の買い戻しを要請した。

1ヶ月後、珠海恒通は要請に応じて、2.43億元の金額で恒通電表を買い戻すと表示した。2.4億元には、合意に定められている1.6億元の買収金のほか、1996-1998年における棱光実業の追加投資分も加算されたわけである。そこで、買い戻す金2.4億元のうち、1.21億元の実物資産が棱光実業の当年度財務諸表に計上され、残りは3期に分けて3年内に返済される債権とされた。

このような複雑な取引により、珠海恒通が棱光実業の筆頭株主となる1994年から、2.4億元の買い戻す金がすべて返済される1998年まで、棱光実業は毎年10%以上の自己資本利益率を維持し、株式の割当追加発行の要件を満たしていた。

CSRCの割当追加発行の基準を満たしていたので、1998年までに棱光実業は連年追加発行をしてきた。表8-2は無償株と割当追加発行の状況をまとめている。

⁷⁴ 孫、周（1998）p22

表 8-1 棱光実業の財務指標

単位：万元、%

	自己資本	総資産	売上高	純利益	自己資本利益率
1993年	5,882	11,910	1,941	687	11.69%
1994年	10,245	19,990	2,779	1,259	12.28%
1995年	10,873	38,750	6,783	1,418	13.04%
1996年	13,278	46,081	9,954	1,615	12.16%
1997年	20,165 (19,480)	54,391 (53,705)	8,712 (8,712)	2,214 (1,618)	10.98% (8.31%)
1998年	23,186 (19,947)	57,510 (54,271)	3,985 (3,985)	3,018 (375)	13.02% (1.88%)
1999年	16,199	55,679	3,170	-3,748	-23.14%
2000年	12,200 (6,343)	54,284 (48,022)	2,841 (2,841)	-3,999 (-4,187)	-32.78% (-66.02%)

出典：棱光実業の各年度の年次報告書より筆者作成

注：珠海恒通の債務不履行により、棱光実業は1997年度、1998年度、2000年度の年次報告書の財務データを修正して再開示した。()は修正後の財務数値である。

表 8-2 棱光実業の株式発行状況：1994-2000年

	無償株、割当追加発行の状況
1994年	5月、当時上海証券市場の監督当局である上海証券管理弁公室の認可を経て、棱光実業は1株に対して0.2株の割合で無償株をすべての既存株主に配布した。そして、既存株主に対して、1株に対して0.3株の割合で割当追加発行を行った。
1995年	5月の株主総会の議決により、1株あたり0.1元の割合で全株主に配当を配布した(1株あたり配当利回りが1.02%)。 12月、棱光実業は株主総会の議決を得て、珠海恒通の完全子会社である恒通電能儀表会社の100%株式を購入した。
1996年	棱光実業は1株に対して0.15株の無償株を株主に配布した。
1997年	1月末、棱光実業は1株に対する0.3株の割当追加発行を実施した。 5月の株主総会の議決により、1株に対する0.15株の無償株を配布した。更に、資本剰余金をベースに、1株に対する0.65株の無償株を配布した。
1998年	棱光実業は1株に対して0.1株の無償株を配布した。

出典：棱光実業の各年度の年次報告書より筆者作成

1993年上場してから2016年末現在までの株主還元を見ると、棱光実業は1995年5月に限り527万元の現金配当を実施している。1994年度の平均株価9.82元を用いて推定された1株あたり配当利回りは1.02%にすぎなかった。1995年以外のすべての年度において棱光実業は無償株を実施している。特に珠海恒通が筆頭株主となっていた1994-1998年の5年間において、棱光実業の総株式数は3379.9万株から15137.76万株(447.88%)に拡大した。そのうち、1994年と1997年の2回の割当追加発行で合計0.84億元を調達した(珠海恒通は筆頭株主として0.299億元を納入した)。

前述のように、殻借り上場では株式新規発行はしないため、上場できた時点では資金調達ができない。珠海恒通が殻借り上場を通じて棱光実業の筆頭株主となってから、主には下記の3つの方法より利益を獲得した。

- ① 珠海恒通は子会社の恒通電表を純資産の倍近くの金額で売り出した。これだけで珠海恒通の利益は約0.7億元に達するという⁷⁵。
- ② 珠海恒通、またはその子会社が稜光実業の資金を占用した。複雑な内部取引のうち、少なくとも珠海恒通は稜光実業の資金0.21億元を占用したことが明らかになっている⁷⁶。
- ③ 珠海恒通が稜光実業の資産を担保として銀行から巨額な借り入れを行った。

筆頭株主としての珠海恒通は稜光実業の資産を担保に多数の銀行から借金を借り入れた。2000年末まで、稜光実業が珠海恒通及びその子会社合計8社に対する担保の金額は5.12億元にのぼった。当年末まで、連帯担保責任を負う稜光実業に対して合計30件以上の訴訟が行われた。

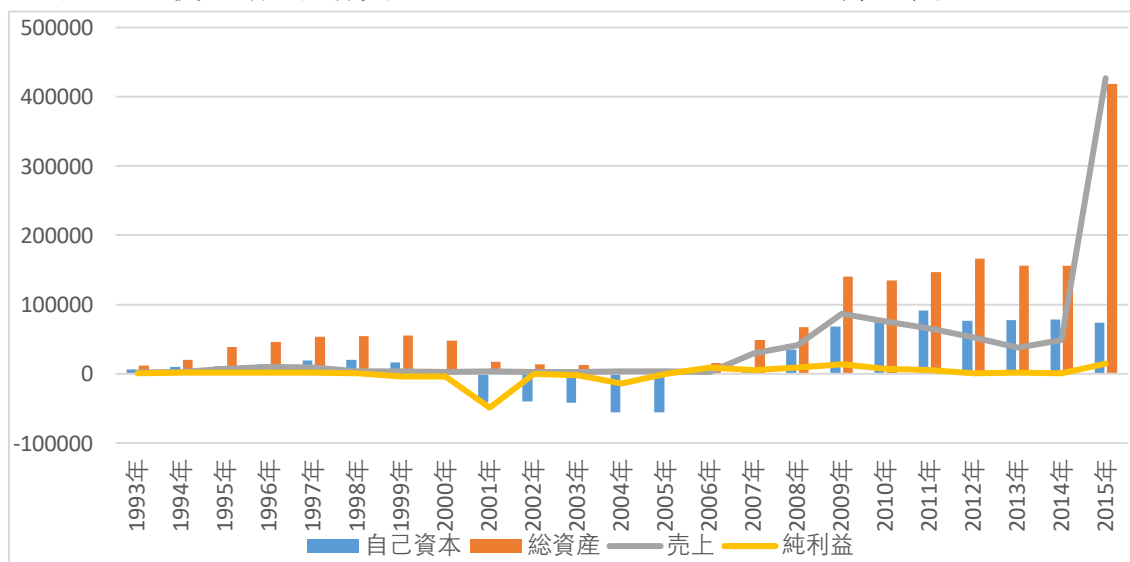
2000年、2001年度の年次報告書には担当監査法人による「説明付き適当監査意見（限定付適正意見）」が掲載された。その理由は、稜光実業は珠海恒通に対する3.49億元の債権が回収できないリスクがあるというものである⁷⁷。

こうした不良債権について、1999年から稜光実業は減損処理した。その結果、表8-1に示しているように、稜光実業は1997年、1998年、2000年の財務データを修正して再開示した。そのうち、1997年、1998年の純利益と自己資本が大幅に下がった。その後、稜光実業の財務状況は悪化する一方となり、2001-2005年は自己資本がマイナスになり、債務超過になってしまった（図8-3を参照）。

2000年から2007年まで、「ST稜光」は2001-2007年数回にわたって上場停止された。

図8-3 稜光実業の財務状況

単位：億元



出典：稜光実業の各年度の年次報告書に開示されるデータより筆者整理、作成

注：2015年10月、稜光実業は華建集団に買収されたので、2015年度の年次報告書作成の主体は華建集団に変更された。

⁷⁵ 馬 (2005) p8

⁷⁶ 孫、周 (1998) p24

⁷⁷ 2001年度に限り、稜光実業の監査法人は従来の「上海上会会計事務所有限公司」から「湖北大信頼会計事務所有限公司」に変更された。2001年以降はまた従来の監査法人に戻った。

一方、大株主としての珠海恒通は結局自業自得と言わざるをえない。

1997年12月珠海恒通は棱光実業の株式4885.92万株を担保として、上海浦東發展銀行から0.5億元を1年間で借り入れた。しかし、珠海恒通は返済できなかった。

2000年、債権者である上海浦東發展銀行は訴訟を提起した。その結果、珠海恒通が所有する棱光実業の株式5374.512万株（総株式数の35.5%に占める）は裁判により3回に渡って競売することになったが、落札者がいなかった。

2000年6月、珠海恒通と棱光実業の社長楊博が逮捕された。

2001年6月、珠海恒通の持分5374.512株は、裁判で四川嘉信貿易有限責任会社に4400万株、福州飛越集団有限公司に974.512万株をそれぞれ帰属するとの判決があった。それによって、四川嘉信（持株比率29.06%）と福州飛越（同6.44%）はそれぞれ第1、第3位株主となった。棱光実業の社長も四川嘉信の社長に変更された。

2002年、棱光実業の担当監査法人事務所が「説明付き適当監査意見（限定付適正意見）」を提示して、棱光実業は不良債権が膨大となるほか、優良資産が極めて少ないため、事業継続性にリスクがあると投資家・株主に警告した。

2004年と2005年の2年連続で、担当監査法人より、「意見不表明」の監査結果が出された。棱光実業は財務状況が極めて深刻で、上場廃止・破綻の場面に直面していた。

8.1.1.3 2回目の殻借り上場

株式会社制度の導入並びに証券市場の開設を巡って、1993年から導入された上場企業株式における国家株、事業法人株、個人株の分類は、次第に中国証券市場が発展する制約となった。その解決策として、2005年中国証券市場に重大な影響を及ぼす株式改革が始まった。国務院の国有資産管理部署が所有者となる国家株、及び事業法人株が、一定のロックアップ期間を経て、取引所取引のできない非流通株から取引できる流通株に転換するものである。このような動きをうけて、棱光実業の非流通株改革の計画が検討され始めていた。

2006年6月末、2位の株主である上海建材は、まず筆頭株主である四川嘉信から4400万株を取得して、棱光実業の筆頭株主になった。次に上海建材の努力によって、棱光実業の債務6.93億元のうち、大半が免除された。最後に、上海建材は棱光実業の債務1.5億元を免除したほか、1.1億元の資産を提供して、棱光実業の非流通株改革計画を推進した。

2006年11月、棱光実業の非流通株改革計画が株主総会に可決された。

2007年9月、上海建材に対する株式割当追加発行の計画がCSRCに許可された。2008年1月に1.176億株（前期末の株式総数の77.7%に占める）が上海建材に発行された。発行後、上海建材の持株比率は69.67%にのぼった。こうした1.176億株は流通できるA株に転換される前に、3年間ロックアップされる売買条件付き株に転換された。

2009年、上海国有資産管理委員会の決定により、上海建材は新たに設立された上海国盛有限公司（以下は「上海国盛」と略す）の完全子会社になった。上海建材であれ、上海国盛で

あれ、上海国有資産管理委員会の管理下に収められているため、この変更は棱光実業に影響がないと考えられる（図8-4を参照）。

2013年、棱光実業の非流通株改革が完了し、棱光実業の株式はすべて取引できるA株に変換された。

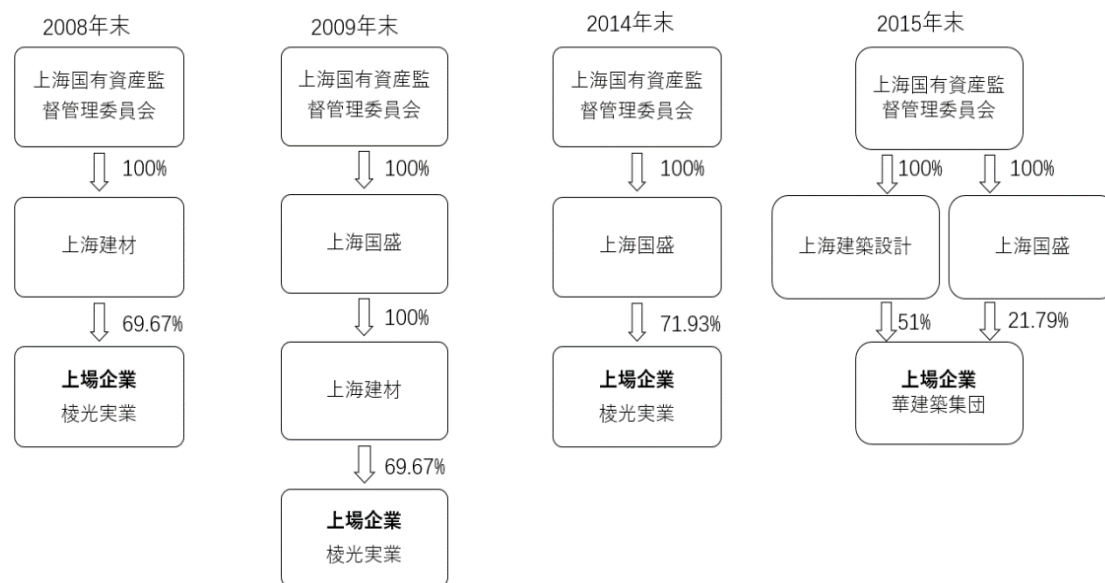
2014年、上海建材が所有する棱光実業の株式は上海国盛に譲渡され、棱光実業の筆頭株主は上海国盛に変わった。

2014年12月末、棱光実業の株主総会は「重大組織再編計画」を可決した。

2015年1月、棱光実業の「重大組織再編計画」⁷⁸がCSRCに許可された。それにより、棱光実業を殼会社とする2回目の殼借り上場が決定された。今回棱光実業を取得するのは上海建築設計という上海国盛の関連会社であった。上海建築設計と上海国盛はともに上海国有資産監督管理委員会に所有されている国有法人である。

2015年10月末、上海建築設計の殼借り上場が完成した。「棱光実業」の銘柄名は「華建集団」に取り替えて、棱光実業の上場資格は継続している。殼借り上場後、上海建築設計による華建集団の持株比率は51%となり、上海国盛の持株比率は21.79%となっている。

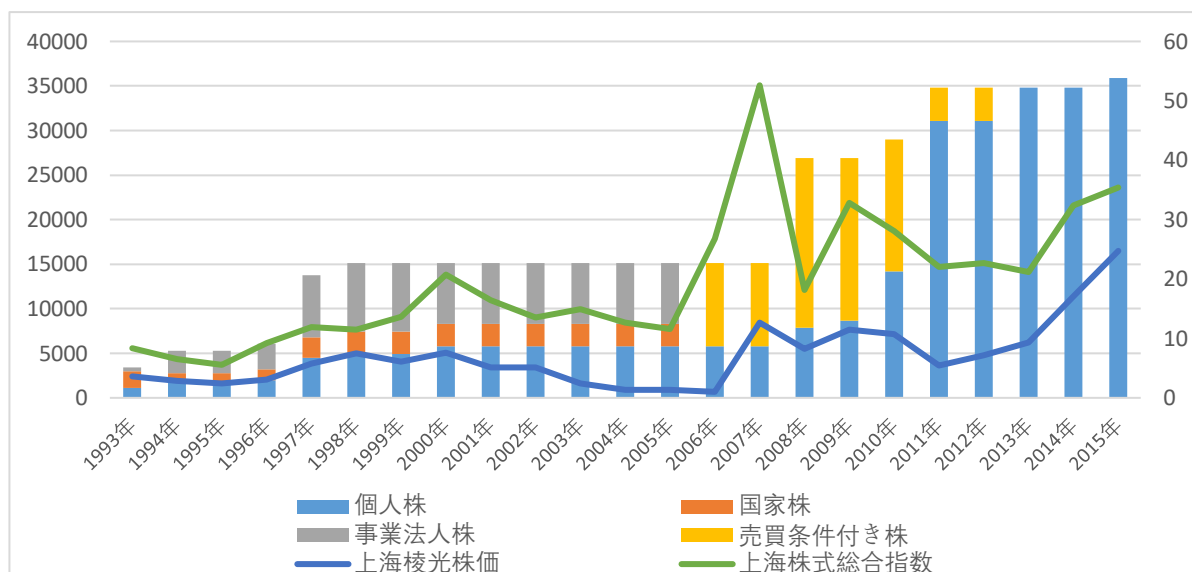
図8-4 棱光実業の大株主の推移



出典：棱光実業の各年度の年次報告書に開示されるデータより筆者整理、作成

⁷⁸ 中国では、「殼借り上場」は「上場会社の重大資産再編に関する管理弁（CSRC）」に規定する重大組織再編行為の通称となっている。

図 8-5 棱光実業の株式構造



出典：棱光実業の各年度の年次報告書に開示されるデータより筆者整理、作成

8.1.2 棱光実業からみる殻借り上場の課題

3.2で検討した「銀広夏」や「漢王科技」の場合や、後述する「シノフォレスト」の場合と違って、棱光実業のケースでは、中国上場企業でよく取沙汰される①虚偽開示、②不正会計、③監査法人の不正監査、といった3つの問題がない。しかし、その一方で、コーポレート・ガバナンスの不完備が問われる。王、張（2003）が指摘したように、珠海恒通の代表取締役楊博が棱光実業の代表取締役を兼任する際に、棱光実業の資産を担保に膨大な借金を借り入れている。この際に、監事委員会は機能しなかった。

8.2 シノフォレストの私募付型殻借り上場（トロント証券取引所）

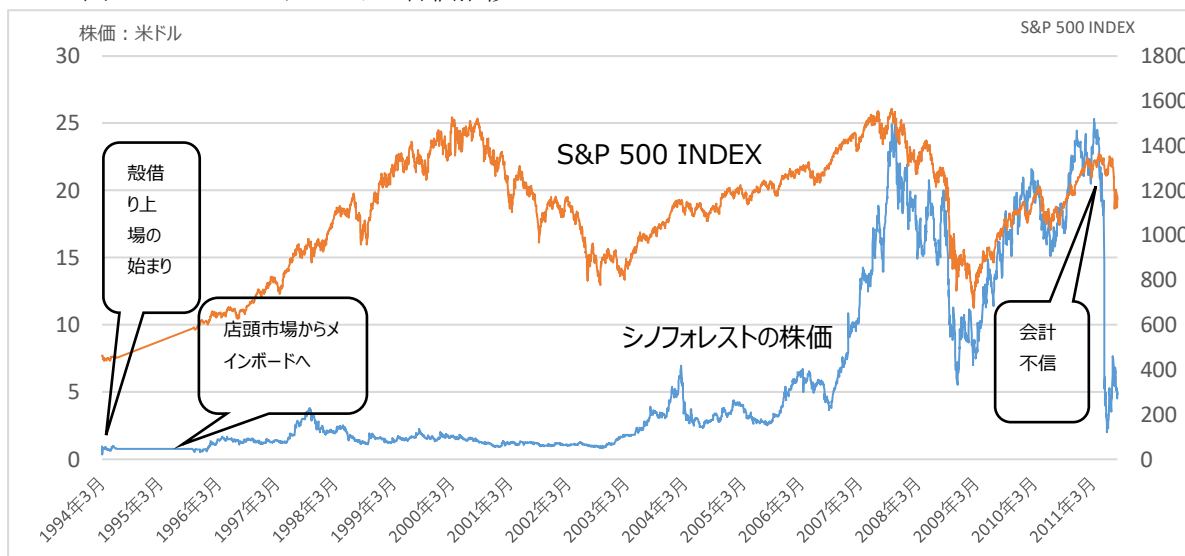
8.2.1 シノフォレストの概要

次に、2010-2012年の会計不信において、時価総額が最も大きく（2011年3月末ピーク時62億米ドル超）、最も注目されていたシノフォレストの事例を用いて、中国殻借り上場企業の特徴を捉えよう。

シノフォレスト（Sino Forest、中国語：嘉漢林業）は、香港人陳徳源（Tak Yuen Chan、1994年当時は英国籍）、英国籍の中国人潘家杰（Kai Kit Poon）等によって、殻借り上場を通じて1994年カナダに上場した林業企業である⁷⁹。2011年6月2日、米国民間調査会社のMuddy Watersはシノフォレストに対する調査レポートを発表した。それにより、シノフォレストの不正会計が曝露され、2012年12月に破綻手続きに入った。

⁷⁹ 殻借り上場した1994年ではカナダのAlberta Stock Exchangeという店頭市場に上場した。1995年からはトロント証券取引所のメインボードに移った。

図 8-6 シノフォレストの株価推移



出典：「Yahoo Finance」の株価データより筆者作成

8.2.2 シノフォレストの私募付型殼借り上場

シノフォレストの殼借り上場では、主に5つの参加者が関わっている。まずはシノウッド（Sino Wood）と中国国内の合資会社6社がある。次は廃業によって上場殼会社になったカナダ鉱山企業 Mt. Kearsarge Minerals, Inc.（以下は Kearsarge と略す）と、もう1つのカナダ殼会社 10284120 Ontario（以下は Ontario と略す）である。最後はこうした2つの殼会社の合併によって設立したシノフォレストである。

ここでは、シノフォレストの殼借り上場を、ステップ①合資会社6社の設立、ステップ②殼会社 Kearsarge と Ontario の合併、及び私募融資の実施、ステップ③シノフォレストはシノウッドを取得、に分けて検討する。（添付資料IVを参照）

ステップ① 合資会社6社の設立

1992年鄧小平の南巡講話が発表され、中国の経済改革は一層加速した。こうした動きの中、1993年9月と11月、香港の殼会社であるシノウッドは、中国の国有林業企業6社とそれぞれ合資会社を開設する合意を達成した。この一連の合意によれば、シノウッドは資金出資で、合資会社6社の53-55%の株式持分を有し、国有企業6社は主に林地使用权や森林資産などの現物出資で、45-47%の株式持分を有する、となった。

当時の中国合資会社法は、外国出資者側の資金は3年以内に複数回に分けて入金できる、と規定した。これに基づき、1994年2月、シノウッドは Ontario 社から6.7百万ドルの借金を受けて、第1期資金として合資会社6社に出資し、合資会社6社が事業開始した。シノウッドは合資会社6社の過半数の株式持分を保有していたため、合資会社6社を自社の財務諸表に連結して、事業活動無しの殼会社から持株親会社に転換した。

ステップ② 殼会社 Kearsarge と Ontario の合併、及び私募融資の実施

シノフォレスト（シノウッド）の殻借り上場において、カナダの証券会社 Gornitzki Thompson & Little（以下は GTL と略す）及びその関連会社⁸⁰は、シノウッド以外のもう一つ主役である。GTL は「公開市場に資金調達をしようとする会社所有者に商業銀行（Merchant Banking）関連業務の仲介を提供する」会社である⁸¹。GTL、及び GTL の創業者たちが支配していた GTL の関連会社は、(a) 殻会社 Kearsarge の取得と、(b) 殻会社 Ontario の取得及び私募契約（Private Placement）の実施、そして (c) 殻借り上場後の財務/IR 関連業務、に深く関わっていた。

まず、1994 年 1 月 1 日、GTL とその関連会社の Northern Star Reinsurance（以下は Star と略す）は、Kearsarge の新規発行普通株 20,742,773 株（総株式数の 69.8%、そのうち GTL が 3.1%、Star が 66.7%）を取得した。Kearsarge は 1927 年に創業された鉱山会社であり、1985 年に一度破綻・再生を経て、1990 年再び廃業となり上場殻会社になった。GTL に取得される前に、Kearsarge は株主資本を超えるほどの赤字が計上され、破綻に近かった。その取得により、15 万ドルが新たに注入されて、GTL の創業者 3 人が Kearsarge の代表取締役、取締役にも選任された⁸²。

次に、1994 年 2 月 11 日、GTL は、殻会社 Ontario に 6.7 百万ドルの私募融資を実施した。その対価として、GTL は Ontario の 12,800,000 株普通株（新規発行 12,790,000 株＋発行済み 10,000 株）と、11,900,000 単位 A シリーズワラントを取得した。こうした普通株とワラントは、それぞれ 1 対 1 の転換比率でその直後に設立されたシノフォレストの A クラス議決権劣後株と A シリーズワラントに転換された。Ontario はこの 6.7 百万ドルをシノウッドに貸し付けた。この私募融資はいわゆるブリッジ・ロード（Bridge Loan）である。

そして、1994 年 3 月 14 日、Kearsarge の株主総会が開かれて、Ontario との合併が可決された。存続会社 Kearsarge はその後シノフォレストに商号変更した。

ステップ③ シノフォレストはシノウッドを取得

1994 年 3 月 17 日、シノフォレストは A クラス議決権劣後株 16,200,000 株、A シリーズ優先株 6,000,000 株、B シリーズワラント 8,100,000 単位を新規発行して、シノウッドのすべての株式と交換して、シノウッドを傘下にした。

合併後、シノフォレストの株式所有構造は、A クラス議決権劣後株 32,000,000 株、A シリーズ優先株 6,000,000 株、A シリーズワラント 11,900,000 単位、B シリーズワラント 8,100,000 単位、からなっていた。そのうち、普通株（Common Share）として、カナダ取引所に上場/取引されていたのは A クラス議決権劣後株（Class A Subordinate Voting Shares）であった。こうした議決権劣後株の議決権、配当請求権、清算価値請求権は一般的な意味での普通株と変わらなく、A シリーズ優先株が存在するだけで、劣後株と呼ばれるわけである。なお、1995 年、すべての優先株が同数の B クラス複数議決権株に転換された。2003 年 12 月、こうした B クラス複数議決権株が同数の A クラス議決権劣後株に転換された。2004 年 6 月、優先株、複数議決権株といった種類株がすべて消滅されたため、A クラス議決権劣後株が普通株に再分類（Reclassified）された⁸³。

⁸⁰ Kearsarge の「1994 年定期兼特別株主総会招集通知」によれば、少なくとも GTL Securities、GTL Investment、Northern Star Reinsurance、CanAsia という 4 社が GTL の関連会社として、シノフォレストの殻借り上場に関わっていた。

⁸¹ Kearsarge の「1994 年定期兼特別株主総会招集通知」p4

⁸² GTL の創業者とは Jacob Gornitzki、John Thompson、Paul F. Little の 3 人である。

⁸³ 1995 年、2003 年及び 2004 年のシノフォレストのアンニュアルレポートを参照。

表 8-3 シノフォレストの種類株

1993 年末時点

	A シリーズ優先株 Series A Preference Shares	B クラス複数議決権株 Class B Multiple—Voting Shares	A クラス議決権劣後株 Class A Subordinate Voting Shares (普通株として上場)
株式数	6,000,000	—	32,000,000
議決権	無し	1 株 5 票	1 株 1 票
配当請求権	無し	ある	最優先
清算価値請求権	無し	最優先	最優先
転換権	1 対 1 の交換比率で、 B クラス複数議決権 株に転換できる	1 対 1 の交換比率で、A クラ ス議決権劣後株に転換できる	—
所有者	シノウツの株主に のみ発された	①株主総会より授権され、未 発行 ②A シリーズ優先株の転換権 が行使された場合、A シリ ーズ優先株の所有者に発行 される	流通株主

出典：Kearsarge の「1994 年定期兼特別株主総会招集通知」より筆者作成

注：B クラス複数議決権株は A シリーズ優先株の転換により由来する。1993 年末時点、A シリーズ優先株は転換されていなかった。

この合併において、シノフォレスト（旧 Kearsarge）は形式上の存続会社となっていたが、シノウツは過半数の議決権（50.6%）を保有していたので、実質上の取得会社である⁸⁴。したがって、この合併は逆取得であり、リバースマージャーによる上場（殻借り上場）である。

合併後のシノフォレストの主要株主として、陳徳源と潘家杰がそれぞれ、A シリーズ優先株 2,250,000 株（優先株総数の 37.5%）、A クラス議決権劣後株 6,075,000 株（総株式数の 18.98%）、B シリーズワラント 3,037,500 単位（AB シリーズワラント総数の 15.19%）を保有していた。そこで、この二人はそれぞれ会長（Chairman）兼 CEO、と社長（President）に選任された⁸⁵。このように、シノフォレスト（シノウツ）の私募付型殻借り上場が実現した。

8.2.3 シノフォレストの不正会計

前述した Muddy Waters の調査レポートや、シノフォレストに対する株主集団訴訟の関連書類⁸⁶、カナダ証券監督当局 OSC の申し立て⁸⁷など、シノフォレストの会計操作を指摘する資料が多数ある。しかし、こうした資料は、2000 年以降のシノフォレストの会計操作を中心としている。

⁸⁴ 殻借り上場の時点で、A シリーズ優先株はシノウツの株主に発行されたが、表 2 で提示したように、B クラス複数議決権に転換されないかぎり、議決権はない。

⁸⁵ 殻借り上場の 1994 年から上場廃止の 2011 年まで、シノフォレストはずっと配当しなかった。図 7 で示しているように、2004 年までその株価が低迷し続き、A、B シリーズワラントは結局いずれも行使されないまま失効した。

⁸⁶ 株主集団訴訟の関連書類は次のリンクを参照

<http://cfcanada.fticonsulting.com/sfc/docs/Motion%20Record%20of%20the%20Plaintiffs.pdf>

⁸⁷ カナダ証券監督当局 OSC の申し立ては次のリンクを参照

https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Proceedings-SET/set_20140626_sino-forest.pdf

ところが、Kearsargeの「1994年定期兼特別株主総会招集通知」や、シノフォレストの1994-1998年のアニュアルレポートを検討すると、殻借り上場の時点でも合資会社6社に関わる未確定資産の会計処理に不正と見られる諸々の点が見い出されると指摘しておきたい。その不正会計の手法は以下の5点にまとめられよう。

①シノウッドは、中国の国有林業企業6社とそれぞれ合資会社を開設する合意を達成した。シノウッドは、設立された合資会社6社の筆頭株主となり、その出資金は2期に分けて行う、と約束した。

②シノウッドは、合意通りに第1期出資をそれぞれの合資会社に入金し、合資会社6社の当期の資産を自らの財務諸表に連結した。そして、確定されていなかった中国の国有企業6社の第1期以降の予定出資額を未確定資産として計上した。これは資産の水増しの疑惑がある。

③更に、殻借り上場後のシノフォレストは、第1期以降の出資を延期したものの、合資会社6社の予定投資総額を未確定資産として計上し続けていた⁸⁸。

④最終出資期限に迫られる際に、シノフォレストは出資額の修正を求めた。そこで、合資会社の規模をそのまま維持した上、シノフォレストの出資額が減り、中国国有林業企業の増資が行われた。シノフォレストはそれに応じて、中国国有林業企業の増資を未確定資産として更に増やすことになった⁸⁹。

このように、シノフォレストは殻借り上場してから、合資会社の連結会計に関する不明な会計を続けてきた。その後、更に多様な会計操作が2011年6月にMuddy Watersの調査レポートにより曝露され、シノフォレストは結局再生に入り、投資家に膨大な損失をもたらした。

8.3 アリババ・グループのVIE契約付殻作り上場（ニューヨーク証券取引所）

8.3.1 VIE構造付型殻作り上場とは

2014年9月、中国ネット通販最大手のアリババ・グループはNYSEに上場した。史上最大規模のIPOで世界中の注目を集めた一方、その上場に関する議論も後を絶たない。そのうち、VIE構造の利用が論争の中心の一つであった。

図8-7はアリババ・グループのVIE構造を概説する図である。米国証券市場で上場/取引されているのは「Alibaba Group Holding Limited」という英領ケイマン諸島籍会社の株式である。しかし、実際の事業運営会社は中国国内のVIE事業体と呼ばれる会社である。この2者は概説図の下部に、点線で表示されているVIE契約によって関連されているのである。このVIE契約はVIE構造の特徴であり、後述のリスクの源泉でもある。（アリババ・グループの組織構造の詳細は添付資料Vを参照）。

一言でいうと、VIE構造が利用される理由は、中国政府が課す外国資本の産業参入規制にある。1995年から、中国政府は「外商投資産業指導目録」を作成し初めて、外国人/外国企業が中国企業に投資する産業を①投資推奨産業、②投資制限産業、③投資禁止産業、という3種類に分けた。この「外商投資産業指導目録」及びその後の数回の改正では、インターネット関連産業をはじめとするハイテック企業は③投資禁止産業に分類されている。未熟な中国証券市場・ベンチャー投資が背景に、アリババ・グループのような中国ハイテック企業は、外国投資

⁸⁸ 1995-1996年のシノフォレストのアニュアルレポートを参照

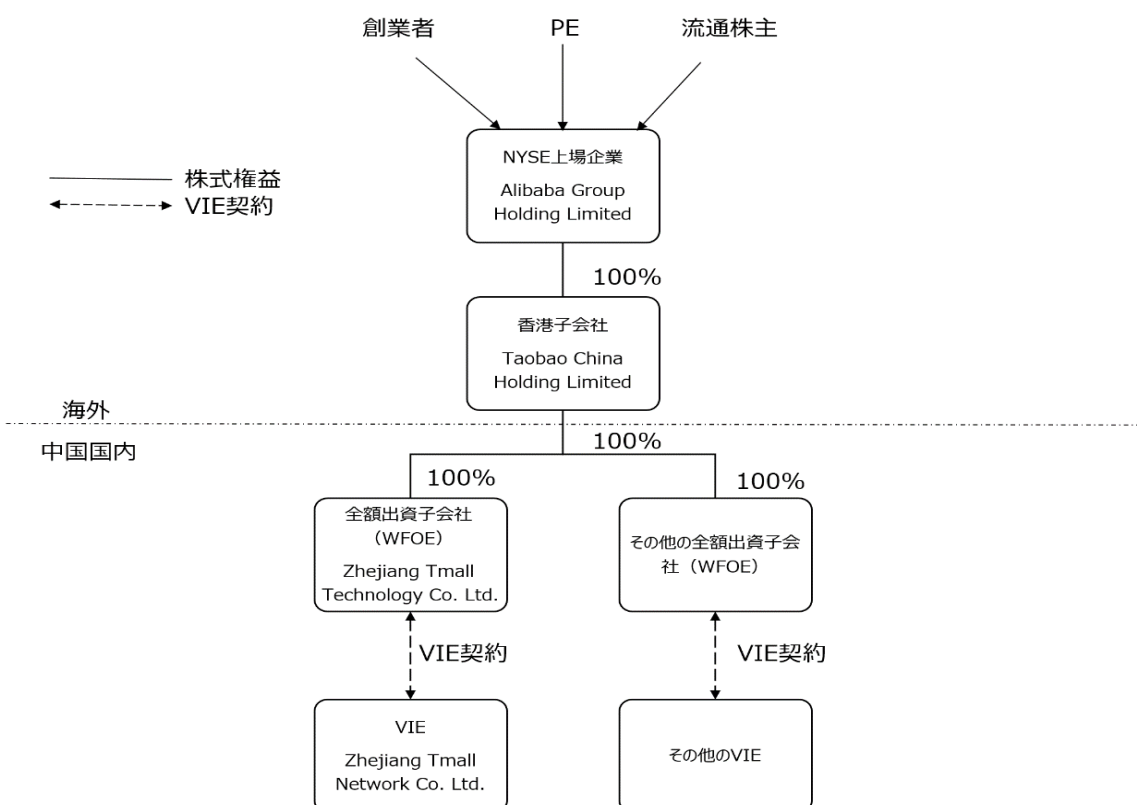
⁸⁹ 1997年のシノフォレストのアニュアルレポートを参照

に課す規制を避けながら外国資本をアピールするために、VIE構造を利用しているわけである。

8.3.2 アリババ・グループに見るVIE構造

アリババ・グループのVIE構造図を用いて、中国のVIE構造付型殻作り上場企業の共通点を論じよう。

図8-7 アリババ・グループのVIE構造の概説



出典：アリババ・グループの「Form F1（上場目論見書）」に提示した組織図より筆者作成

①BVI籍会社の開設

創業者が英領バージン諸島にBVI (British Virgin Islands) 籍会社を開設する。英領バージン諸島に持株親会社を設立する理由は、(1)会社の設立が簡単、(2)法人税が不要、(3)株式権益の譲渡/変更が便利、(4)種類株の利用が自由、(5)定期株主総会の開催、財務情報の開示が不要、(4)秘密性が高い、等のメリットがあるからである。

②オフショアカンパニーの開設

BVI籍会社と私募投資家 (Private Equity, PE) が、英領ケイマン諸島にオフショアカンパニー (Offshore Company、Special Purpose Company や Exempted Company と呼ばれる) を新設する。こうしたオフショアカンパニーが中国国内の事業会社を取得して、米国に上場を求める。ここで、英領ケイマン諸島にオフショアカンパニーを開設する理由は、同じくタックスヘイブンとして、①でのメリットを有する一方、BVI籍会社の悪い評判というデメリットを回避できることが挙げられる。例えば、香港聯合取引所はBVI籍会社の上場を認めない一方、英領ケイマン諸島籍企業の上場は認めている。

③香港子会社の開設

英領ケイマン諸島の持株親会社が香港に子会社を設立する。

④全額出資子会社の開設

香港子会社が中国国内に全額出資の子会社（Wholly Foreign Owned Entity、WFOE）を設立する。中国為替管理局の規制により、外国資本の自由移動はできない。英領ケイマン諸島の持株親会社が上場で調達した資金は、中国為替監督当局に認められる形で中国本土に持ち込まないといけないのである。これは香港子会社、WFOEによって実現するわけである。

⑤実際の事業運営会社が全額出資子会社とVIE契約を交わし、事業運営会社がVIE事業体になる。こうした仕組みがVIE構造と呼ばれる。

初めてVIE構造を米国上場に用いるのは、2000年中国ハイテック企業の新浪（SINA Corp）である。その後、インターネット関係企業のみならず、教育や、メディアなど投資禁止産業に所属される企業もVIE構造を米国上場に使い始めて、VIE構造付型殻作り上場の企業数が急増している。

ここで、VIE構造は上場時のみならず、上場前でも存在することに注意したい。実際に、2007年アリババ・グループは事業の一部を切り離して香港に上場した経緯がある。その際に、VIE構造も存在していた。

また、こうした中国企業は、VIE構造をオフバランスではなく、オンバランスに用いていることにも注意したい。要するに、VIE事業体が生み出した利益はVIE契約によって、全額出資子会社、そして香港子会社を通じて英領ケイマン諸島の上場持株親会社に還流し、オンバランスにするのである。これは、米国会計基準によって認められる仕組みで、VIEの会計準則も作成された。その背景には、2001年のエンロン事件後、それまで簿外のオフバランスとされていた特別目的事業体（SPE）をオンバランスに計上するようにした経緯がある。

8.3.3 アリババ・グループに見る「Contractual Arrangements」

ここで、VIE構造の中核となるコントラクト・アレンジメントズ（Contractual Arrangements、VIE契約と略す）について説明する。図8-7に示しているように、ニューヨーク証券取引所の公開会社アリババ・グループは株式権益（Equity Interest）を通じて香港子会社とWFOEをコントロールしている。一方、VIE事業体と全額出資子会社は、点線のVIE契約によってコントロールされている。こうしたVIE契約の本質は、下記のような5種類の契約を用いて、株式権益を模倣することにある。

①融資契約。WFOEはゼロ金利でVIEに経営資金を提供する。

②コール・オプション契約。WFOEは予め定められた行使価格でVIEの株式を購入するコール・オプションを有する。

③委託契約。VIEの株主の議決権行使はWFOEに譲渡される。

④包括技術支援契約。WFOEはVIE事業体に顧問業務を提供する。その代わりに、顧問管理料を受け取る。契約の履行は⑤の株式担保契約によって保証される。

⑤株式担保契約。VIEの株主はVIEの株式を担保としてWFOEに提供する。これにより、VIEが契約不履行すれば、WFOEはVIEの清算を求める権利がある。

しかし、こうした契約は中国の法律/産業政策に依存しており、中国の法律/産業政策が変動すれば、契約の効力/履行も動揺する可能性が生じうる。

第二部の小括

2011年3月、米国公開会社会計監査委員会（PCAOB）の調査レポートは、2007年1月から2010年3月末まで、リバースマージャーを通じて米国に上場した603社の外国企業のうち、中国企業は159社（26%）ある、と指摘した。この比率でわかるように、リバースマージャー上場は決して珍しいことではない。それでは、なぜ中国企業だけに対する会計不信が発生されただろう。

その理由に、担当監査法人がゲートキーパーとしての役割を十分に果たしていないことが、米国証券取引委員会（SEC）、米国公開会社会計監督委員会（PCAOB）、カナダ証券委員会（OSC）に指摘された。例えば、シノフォレストの不正会計で、2011年7月、株主集団訴訟がカナダオンタリオ州最高裁判所に始まった。シノフォレスト社に次いで、担当監査法人のErnst & Young社が2番目となった。2012年12月、カナダ証券委員会（OSC）の調査も受け、Ernst & Youngは8百万ドルの和解金を支払って株主集団訴訟を和解した。

また、同米国公開会社会計監査委員会 PCAOB の調査レポートは、159社の中国リバースマージャー上場（殻借り上場）企業のうち、74%の監査作業は米国会計事務所が担当していた、と指摘した。こうした米国会計事務所が作成した中国殻借り上場企業の監査意見に PCAOB は疑問を出した。

2011年6月、米国 SEC は中国リバースマージャー上場（殻借り上場）企業のリスクを説明し、殻借り上場の企業に投資しようとする投資家に警告をした。

中国企業への不信は今日にも続いている。しかし、議論の中心は、殻借り上場企業の会計不信から、VIE構造を利用する中国企業に移ってきている。米上院議員「Bob Casey」氏が2014年9月アリババ・グループのIPO直前に、アリババ・グループのVIE構造付型殻作り上場は2010-2012年の会計不信の続きになるとコメントし、米投資家に損失を招きかねないと指摘した⁹⁰。

⁹⁰ 米上院議員「Bob Casey」氏のコメントは次のリンクを参照

http://dealbook.nytimes.com/2014/09/17/on-eve-of-alibabas-ipo-senator-urges-s-e-c-to-look-at-risks-in-some-chinese-offerings/?_php=true&_type=blogs&_r=1

第三部 米国に上場する中国企業 —情報開示による市場への効果の検証—

第9章 テキストマイニングを用いる上場企業の情報開示評価

本章では、米国取引所に上場した285社の中国企業を対象に、テキストマイニングによって情報開示を評価している。テキストマイニング (Text Mining) 又は知識発見 (Knowledge Discovery in Text, KDT)とは、大量なテキスト文書から重要情報や新しい知見を抽出するための手法である。本論文において、テキストマイニングの目的は、米国に上場した中国企業の情報開示を評価することである。この評価は、上場企業が米国証券取引委員会 (SEC) に届け出るアニュアルレポート (Annual Report) を中心としている。

上場企業が SEC に届け出るアニュアルレポートには、「リスクファクターズ (Risk Factors)」と「経営者による財政状態及び経営成績の検討と分析 (Management Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation、以下は「MD&A」と略す)」という2つの開示項目がある。米国取引所に上場した企業はリスクファクターズの開示が要求されている。一方、MD&A でこうしたリスクファクターズを分析することが義務付けられている⁹¹。本論文は4つのステップを通じて、対象企業はMD&A でリスクファクターズの分析度合いを検討し、その結果を数値化して対象企業の情報開示スコアとしている。

まず、9.1節ではテキストマイニングについて説明する。次に9.2節では、分析の対象となるアニュアルレポートのリスクファクターズとMD&Aの関係について説明する。9.3節では本論文が用いるテキストマイニング手法について説明するうえ、対象企業の情報開示スコアを推定する。最後に、9.4節では、9.3節で推定された対象企業の情報開示スコアを分析していく。

9.1 テキストマイニングとは

数値型のデータに含まれる情報より、構造化されていない (Unstructured) テキストに含まれる情報の量のはるかに多い⁹²。例えば、ウェブサイト、オンラインニュース、会議記録、医療記録、電子メールなどのテキストは大量かつ非構造化である一方、そのなかには巨大な価値がある。したがって、こうしたテキストから重要情報の抽出・分析が課題となっている。これは「Information Retrieval、又は Information Extraction」と言われるアプローチであり、「情報抽出」と訳されている。

情報抽出はテキストマイニングの重要な応用分野である。テキストマイニングは、テキストデータマイニングや、テキスト型データベースによる知見発見 (Knowledge Discovery) と呼ばれ、非構造化のテキスト集から面白い、自明でない (Non-trivial) パターンや知識を抽出するためのプロセスである⁹³。これはまた、複数の文書データの内容を総合的に捉えることで初めて得られる知見を抽出するための内容分析の技術⁹⁴、と定義できる。

9.1.1 テキストマイニングの手法

テキスト内容を対象とする分析手法は、19世紀末に単語の長さの分布を用いる研究に遡ることができる⁹⁵。1990年代後半からパソコンの普及による電子テキストの急激な増加及びコン

⁹¹ 本論文「2.3.2.1 米国の情報開示制」で論じているように、米国情報開示ルールでは「小規模登録会社」に認定される会社は一部の情報開示の義務が免除されるとなっている。

⁹² Gupta and Lehal (2009) によれば、テキストに含まれる情報の量は全情報の少なくとも80%を占めている。

⁹³ Tan (2010) p1

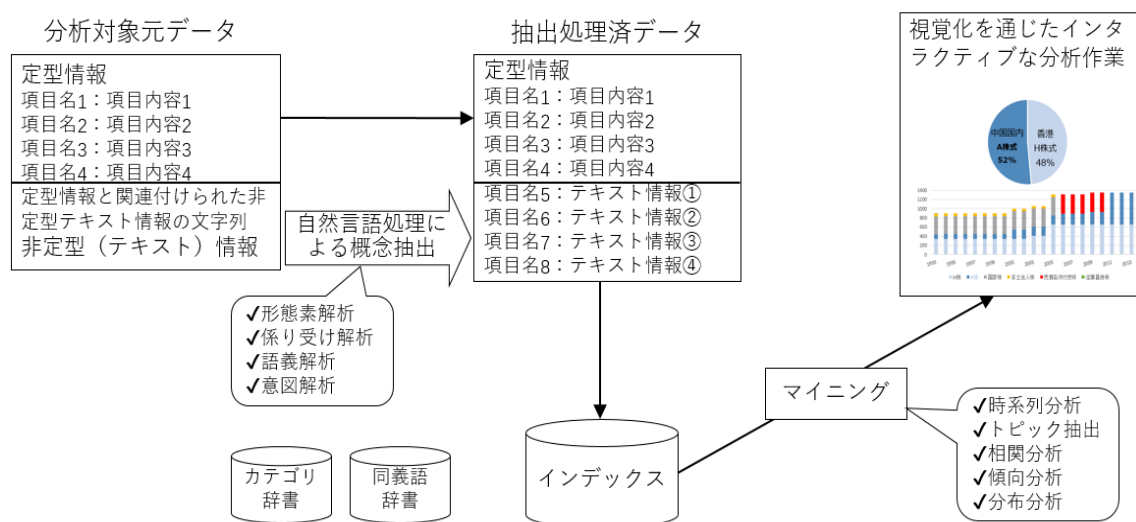
⁹⁴ 那須川 (2006)

⁹⁵ 齋藤 (2012)

コンピュータの情報処理能力の向上により、テキストマイニングは、データマイニングの一層の進化として出現し、欧米を中心に多分野に進展している。今日、テキストマイニングは、データベース、情報検索、情報抽出、機械学習 (Machine Learning)、自然言語処理、統計分析、など多分野を跨る学科となっており、主に機械学習を通じて大量なテキスト集よりパターン、規則、トレンドを発見し、社会科学に新たな定量的なアプローチを提供している。

一般に、テキストマイニングでは、テキスト文書は「自然言語処理モジュールを通して統計的分析が可能な状態に変換され、マイニングの対象となる。そしてそのマイニングが、視覚化モジュールを通じてインタラクティブに行われる点が重要である」⁹⁶。したがって、テキストマイニングは、①テキストの自然言語処理、②データマイニング技術より統計処理、③結果の可視化、という流れで行われる。

図 9-1 テキストマイニングの流れ



出典：那須川 (2006) p19

①自然言語処理 (Natural Language Processing、NLP)

ここでは、主には自然言語処理を通じて非構造化のテキスト集を初処理する。

数値型データといったパソコンで扱えるデータ (いわゆる **Structured Data**) に対して、テキストデータはコンピュータに直接取り扱えない構造化されていないデータである。自然言語処理とは、こうしたテキストデータを自然言語処理の技術により解析し、コンピュータに処理可能な形式に変換するプロセスである。様々な自然言語処理の技術のうち、a形態素解析、b構文解析、c固有表現・同義語・評判情報の抽出、等がテキストマイニングに有用な技術として挙げられる⁹⁷。

a形態素解析。日本語や中国語のようなアジア系言語では単語間の区切りが明示されていない文字列で構成されている。したがって、分析に先立ってテキストを意味のある単位の構成要素に切り分ける作業が必要となっている。次に、切り分けられている単語に、名詞、動詞などの品詞をつける。そうすると、意味のない助詞を取り除いたり、名詞や動詞を中心に分析したりすることができ、テキストの意味をより精確に捉えられる。こうした一連の作業は形態素解析と呼ばれている。

⁹⁶ 那須川 (2006) p19

⁹⁷ 吉田、中川 (2010)

- b 構文解析。構文解析は単語どうしの関係を分析し、それを文法的・意味的關係にまとめる技術である。
- c 固有表現・同義語・評判情報の抽出。これは、固有表現、固有名詞を特定したり、複数の同義語を1つの単語に統合したり、「良い、悪い、最高、最低」等の評判情報を抽出したりする技術である。

②データマイニング技術より統計処理

初処理を経て、テキスト集はコンピュータが扱える構造化データになっている。次は、こうしたデータを対象にマイニングしていく。ここでは、主に頻度集計、テキスト分類、テキストクラスタリング（トピック抽出）、相関分析、傾向分析、等が用いられている。

- a 頻度集計（Frequency Counting）。頻度集計の手法では、文章の中の構成用語の出現頻度の変化から、テキストに定着している単語を発見できる。また、出現頻度急増の単語から、過去から現在へのテキストの変化を発見できる。更に、理論上は出現頻度が低く、目立たない単語から、将来のテキストの変化の予兆を発見できる⁹⁸。
- b テキスト分類（Text Classification、又はText Categorization）。これは、テキスト集に収められる個別のテキストを予め定められているカテゴリーに分類する、という技術を指す。ここでは、カテゴリーの設定は手作業が必要となるので、これは有監督（Supervised）機械学習と呼ばれる。この場合、構造化されているデータは、トレーニングデータ（Training Data）とテストデータ（Test Data）との2つのグループに分かれて、トレーニングデータよりカテゴリーが作成され、テストデータがカテゴリーに分類される、というプロセスが一般に用いられている。
- c テキストクラスタリング（Text Clustering）。テキスト分類という有監督機械学習に対して、テキストクラスタリングは無監督（Unsupervised）機械学習という。テキストクラスタリングの目的は、機械学習を通じてテキスト集を幾つかのクラスタに分類し、クラスタ内の個々のテキストの類似度が最大になる、ということである。この方法を通じて、各クラスタは1つのテーマにまとめられる。
- d 相関分析（Association Analysis）。これはテキスト集にある単語間の関係を分析する手法であり、共起分析（Cooccurrence）とも呼ばれる。それは頻度集計の手法に基づき、単語Aと単語Bが同時に出現する回数、いわゆる共起頻度を集計することによって、共起行列を作って分析する手法である。
- e トレンド分析（Trend Prediction）。これは既存のテキストの分析を通じて、将来ある時点の特定データの数値を予測する手法である。
- f そのほかに、ベクトルスペースモデル（Vector Space Model、VSM）がよく利用されている。ベクトルスペースモデルは文章に含まれる情報をベクトルで表示するアプローチである。

③結果の可視化（Visualization）

これは統計処理の結果を人間が見易い図表等の形式に可視化するプロセスである。

テキストマイニングは主にこうした3つのプロセスにより行われる。

9.1.2 テキストマイニングの応用分野

今日、テキストマイニングは、生体医学（Biomedical）、科学教育、金融・商業、等様々な分野に広く適用している。

⁹⁸ 杉浦、菰田（2008） p8

例えば、テキストマイニングが最も広く利用されている生物医療分野では、Cohen and Hersh (2005) は、医学情報は2004年から毎年50万条以上のスピードで急増加しており、遺伝子学の進展はこうした状況をより一層複雑化していると指摘し、テキストマイニングはこうした過剰情報 (Information Overload) 対策の1つであると指摘した。Spasic (2005) は、生体医学の研究が急増加している中、テキストマイニングなしには、医学関連情報を効率的にマネジメント、検索することは困難だと指摘した。Kogan, Levin etc (2009) は、「Text Regression」というモデルを提起し、それより米国公開会社がSECに届け出るForm 10-Kの「MD&A」を対象に、MD&Aに開示されるリスクより同対象企業の株式ボラティリティーを予測している。Peramunetilleke and Wong (2002) は新聞記事のヘッドラインより抽出されるキーワードと為替レートとの関係をテキストマイニングし、為替レートの予測をしている。

日本では、公的機関が作成した書類を対象にテキストマイニングを行う研究は多数ある。そのうち、増田 (2010)、増田 (2012) はそれぞれフランス地方議会の審議内容と高崎市議会の審議内容を、出現頻度の変化に着目して分析している。余野、和泉等 (2010) は英国中央銀行が作成した英文経済レポートをテキストマイニングし、英国スワップ金利の予測をしている。更に、余野、和泉等 (2011) は、本論文が後述するTFIDFによるテキストマイニングの分析ツールを開発し、英国中央銀行が作成した英文経済レポートと英国スワップ金利との関係を再分析している。西山、竹内等 (2007) は、特許文書に開示されるキーワードをテキストマイニングにより抽出して分析することで、将来技術動向の予測をしている。迫村、和泉、サンティ (2013) は、32億件にのぼるツイッターを収集し、それより抽出された情報と市場動向との関係を分析している。

中国でも、テキストマイニングを応用する研究が進んでいる。前述した日米の研究で挙げた生体医学や金融・商業の分野に加えて、近年はウェブサイトのユーザーコメントを対象にテキストマイニングする研究が多い。例えば、金、湯、等 (2013) と何、帥、等 (2014) は、中国版ツイッターとよばれる微博 (ウェイボ) のユーザーコメントを対象に、話題トピックの抽出と分析をしている。

9.2 アニュアルレポートの「リスクファクターズ」、「MD&A 情報」を定量評価するテキストマイニング

どこの企業でも、米国に自社株式を上場し、これを継続するためには、SECと各取引所の開示規則を従う必要がある。Kogan, Levin etc (2009) が提示しているように、企業の情報開示の中でも、SECに届け出るアニュアルレポートは監査法人の監査証明が付き、信頼性が高く、最も重要な開示情報と言われている。

アニュアルレポートには、リスクファクターズとMD&Aという2つの開示項目がある。米国SECの「How to Read a 10-K」⁹⁹という投資家向けのガイダンスによると、米国に上場している企業は、米国アニュアルレポートの届け出書式「Form 10-K」の「Item 1A」で、企業やその株式に最も重要なリスクをめぐる情報の提供が求められている。そして、同ガイダンスの、「Item 7」及び「Item 7A」では、企業経営者の立場で、前述のリスク情報の説明が義務付けられている。そこで、本論文の取り上げる対象企業ではMD&Aでリスク要因を十分に分析しているかどうか、に注目する。ここから、この企業と企業経営者の開示態度が捉えられる。

⁹⁹ 「How to Read a 10-K」の詳細については次のリンクを参照
<https://www.sec.gov/answers/reada10k.htm>

「Form 10-K」は米国籍企業が用いられる届出書式である。これに対して、外国企業は「Form 20-F」を用いて届け出ている。前述のように、本論文は米国に上場した中国企業 285 社を研究対象としている。こうした中国企業のうち、大手国有企業は中国籍企業として直接上場方式を利用する 경우가ほとんどである。また、アリババ・グループとか、チャイナ・モバイルなどのハイテック企業が、中国政府による外国投資の規制のため、殻作り上場方式を利用して、タックスヘイブン籍の企業として米国上場をしている。一方、一般民間企業は殻作り上場方式より米国上場を求めている。したがって、米国に上場する中国企業は届出書式により、Form 10-K と Form 20-F の 2 つのグループに分けられる。

表 9-1 対象企業 285 社の情報開示書式

上場方式	社数/特徴	届出書式	Risk Factors	MD&A
殻作り上場	101 社 中国企業が、米国籍上場企業を逆取得して、米国籍企業の上場資格を引き継ぐ方式	Form 10-K 米国籍企業用	Item 1A	Item 7 Item 7A
直接上場	12 社 中国籍企業として、米国取引所と監督当局 SEC に新規上場 (IPO) を求める方式。中国大手国有企業の海外同時上場が中心	Form 20-F 外国籍企業用	Item 3D	Item 5 Item 11
殻作り上場	170 社 米国やタックスヘイブンに特別目的会社 (SPC) を新設して、それを上場主体として米国取引所と監督当局 SEC に新規上場 (IPO) を求める方式			
その他	2 社 香港、シンガポールの取引所に上場している中国企業の株式を米取引所に取引させる方式			

注：各種資料より筆者作成

届出書式 Form 10-K と Form 20-F では、リスクファクターズと MD&A の場所がそれぞれ違ってきている。表 9-2 の左欄はクリンテックソリューションズ、インタナショナル (Cleantech Solutions International, Inc) という中国殻作り上場企業の 2014 年の Form 10-K より整理したリスクファクターズと MD&A である。右欄は殻作り上場企業のアリババ・グループ・ホールディング (Alibaba Group Holding Limited) の 2014 年の Form 20-F より整理したリスクファクターズと MD&A である。

まずリスクファクターズを見てみる。両社のリスクファクターズの見出しは表に掲載してある。両社のリスクファクターズの見出しはほぼ同じである。ただし、アリババ・グループは殻作り企業であり、英領ケイマン諸島に親会社が設置されているので、リスクファクターズに組織構造に関するリスクが開示されている。そのほか、両社のリスクファクターズの開示項目は同じといえよう。

次に、両社の MD&A を見てみる。Form 10-K でも Form 20-F でも、MD&A は 2 つの部分に分かれている。Form 10-K では、まずは「ITEM 7. MANAGEMENT'S DISCUSSION AND ANALYSIS OF FINANCIAL CONDITION AND RESULTS OF OPERATIONS.」がある。ここで企業

経営陣は財務状況と経営実績に対して分析している。次に、Form 10-Kは「ITEM 7A」で、企業は「QUANTITATIVE AND QUALITATIVE DISCLOSURES ABOUT MARKET RISK」、つまり市場リスク、特に価格変動リスク、為替変動リスク、金利変動リスクについて、経営陣が分析、開示している。

一方、Form 20-Fでは、上場企業は、「ITEM 5 OPERATING AND FINANCIAL REVIEW AND PROSPECTS」で、財務状況と経営実績を自己分析している。また

「ITEM 11 QUANTITATIVE AND QUALITATIVE DISCLOSURES ABOUT MARKET RISK」で、Form 10-Kと同様に、マーケットリスクを巡って自己分析している。

表 9-2 Form 10-K と Form 20-F の開示項目

Cleantech Solutions International, Inc 社 2014 会計年度 Form 10-K	Alibaba Group Holding Limited 社 2014 会計年度 Form 20-F
<p>ITEM 1A. RISK FACTORS Risks Related to Our Business We are incurring significant obligations in developing the manufacture of forged rolled rings for use in the wind power industry and other industries with no assurance that we can or will be successful in this business. (略) Risks Related to Conducting Business in the PRC (略) Risks Related to our Common Stock Our stock price has been and may continue to be volatile. (略)</p>	<p>ITEM 3D. Risk Factors Risks Related to Our Business and Industry Maintaining the trusted status of our ecosystem is critical to our success, and any failure to do so could severely damage our reputation and brand, which would have a material adverse effect on our business, financial condition and results of operations. (略) Risks Related to our Corporate Structure (略) Risks Related to Doing Business in the People's Republic of China (略) Risks Related to our ADS (略)</p>
<p>ITEM 7. MANAGEMENT'S DISCUSSION AND ANALYSIS OF FINANCIAL CONDITION AND RESULTS OF OPERATIONS. Overview RESULTS OF OPERATIONS Comparison of Results of Operations for the Years Ended December 31, 2015 and 2014</p>	<p>ITEM 5. OPERATING AND FINANCIAL REVIEW AND PROSPECTS A. Operating Results B. Liquidity and Capital Resources C. Research and Development, Patents and Licenses, etc. D. Trend Information E. Off-Balance Sheet Arrangements F. Tabular Disclosure of Contractual Obligations G. Safe Harbor</p>
<p>ITEM 7A. QUANTITATIVE AND QUALITATIVE DISCLOSURES ABOUT MARKET RISK Not applicable for smaller reporting companies</p>	<p>ITEM 11. QUANTITATIVE AND QUALITATIVE DISCLOSURES ABOUT MARKET RISK Market Risks Interest Rate Risk (略)</p>

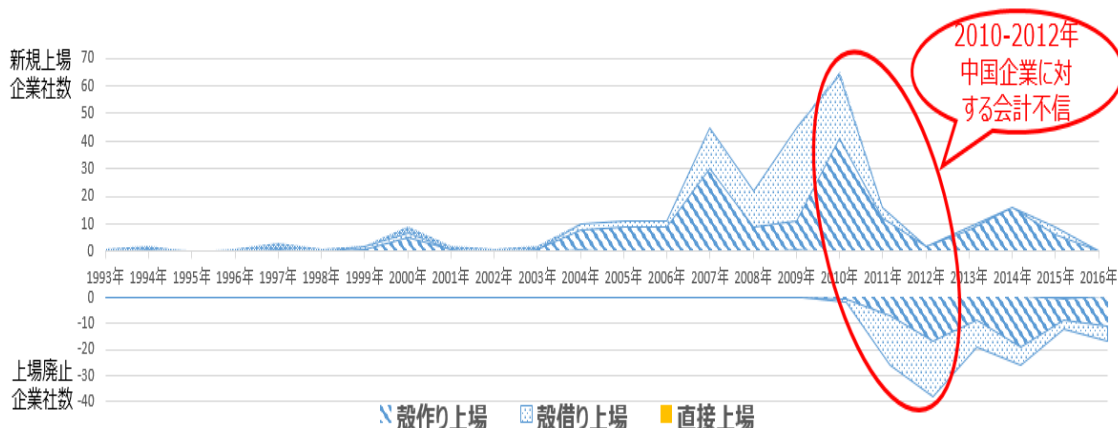
出典：各種資料より筆者作成

注：米国 SEC の開示ルールによると、クリンテックソリューションズインターナショナルは「smaller reporting company」であり、Item 7a で市場リスクの開示は求められない。

米国に上場している中国企業は 3 つの上場方式を利用している。3 つの上場方式より、本論文の対象企業は明らかに違う属性が見える。例えば、図 9-2 は 1993 年から米国に新規上場と上場廃止した中国企業の数を示している。米国取引所に上場した中国企業 285 社のうち、上場廃止企業は半分の 140 社があった。2010 年から 2012 年までの 3 年間に、米国を中心に中国上場企業に対する会計不信が広がった。そのせいで、2010 年から、殻借り上場と殻作り上場の中国企業数は急減し始める同時に、上場廃止企業は大量に出現した。2013 年から新規上場の中国企業数には回復する兆しは見えますが、殻借り上場企業はほとんどなくなった。

図 9-2 上場方式別の新規上場企業数と上場廃止企業数

単位 (社)



出典：各種公開資料より筆者作成

注：2016年のデータは上半期のみとなっている。

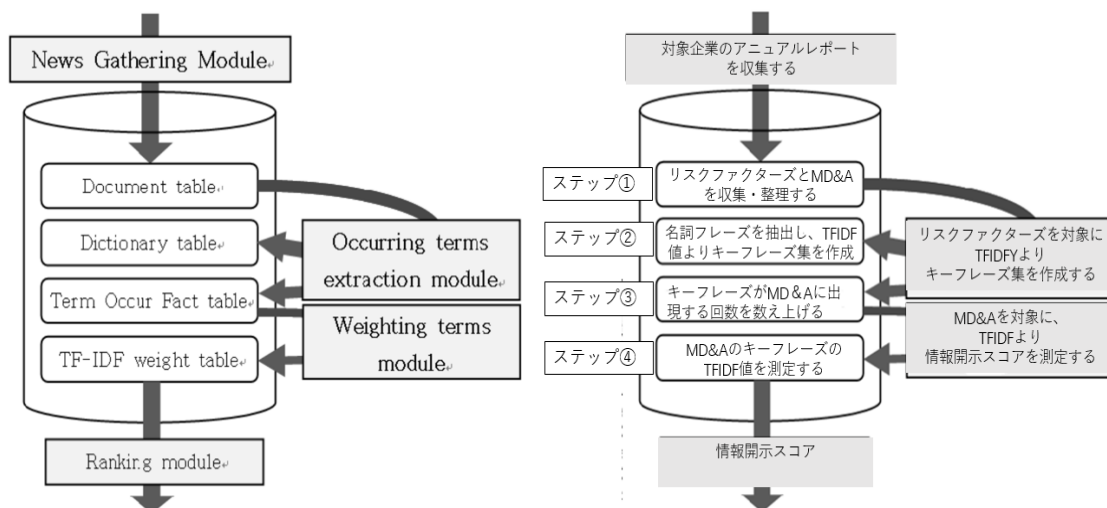
9.3 米国上場する中国企業におけるテキストマイニング

ここでは、Gupta and Lehal (2009) に提示したテキストマイニングの流れに従って、米国に上場した中国企業 285 社 (2007-2015 年延べ 1280 社) を対象に情報開示の評価を行っていく。

前述の仮説を踏まえて、9.3 節では、テキストマイニング、とりわけ頻度集計により、対象企業の情報開示を評価していく。

頻度集計の手法では、文章の趣旨はいくつかの高出現頻度用語によって表れる。本論文はそれぞれの用語の重要度が違うと考えて、TFIDF アルゴリズムより各単語の重要度を測定していく。具体的には、4つのステップに分けて検討していく。

図 9-3 本論文が行うテキストマイニングの流れ



出典：左図は Gupta and Lehal (2009) p62 より提示した流れである。右図はそれに拠って本論文のテキストマイニングの流れである。

ステップ① 対象企業社 285 社の 2007-2015 年の Form 10-K、Form-20-F のリスクファクターズ、MD&A 情報を収集・整理する。

ステップ② リスクファクターズの出現フレーズからキーフレーズ集を作成する。

ステップ③ キーフレーズ集に収録されるキーフレーズが MD&A に出現する回数を数え上げる。

ステップ④ TF-IDF アルゴリズムによって推定される重要度を MD&A の出現キーフレーズのスコアとする。各社の MD&A のすべての出現キーフレーズのスコアの合計を対象企業各社の情報開示スコアとする。

9.3.1 ステップ①：リスクファクターズ、MD&A 情報を収集・整理する

本論文は、主に3つの上場方式より米国取引所に上場した中国企業 285 社を研究対象としている。こうした上場方式の違いにより、対象企業の届け出書式が違ってくる。殻借り上場の中国企業 103 社は米国国内企業用の Form 10-K を利用しており、中国籍国有企業 12 社とタックスヘイブン籍の中国企業 168 社は Form 20-F を利用している。そこで、本論文は、対象企業 285 社の 2007-2015 年のアニュアルレポート、延べ 1280 社のリスクファクターズと MD&A 情報を収集している。

1280 社のリスクファクターズの字数の合計は 2.12 千万字である。そのうち、字数が最も多いのはナスダックに上場している「ソホ（搜狐、SOHU）」という企業の 2014 年のリスクファクターズで、46,979 字である。最も少ないのは 12 社（延べ 32 社）ある。こうした企業は「Smaller Reporting Company」のため、リスクファクターズの開示は求められない。

9.3.2 ステップ②：リスクファクターズよりキーフレーズ集を作成する

ここでは、下記①-④の手順に従って、対象企業のリスクファクターズよりキーフレーズ集を作成していく。

- ①対象企業 285 社の 2007-2015 年の延べ 1,280 のアニュアルレポートに掲載されたリスクファクターズを 1 つのファイルに統合して、各英語単語に POS Tag（品詞コード）を付ける（図表などを除く）。
- ②上述ファイルに、任意の接される 2 つの単語からなるすべてのフレーズの出現頻度を数え上げる。そこで、合計 20 万種類以上のフレーズが得られている。
- ③20 万種類以上のフレーズのうち、名詞フレーズだけを抽出する。具体的には、品詞コードより「形容詞 JJ+名詞 NN」、「名詞 NN+名詞 NN」のフレーズを抽出する。ここで、73,298 種類のフレーズが得られている。
- ④最後に、出現頻度のトップ 20,000 位までのフレーズをキーフレーズとしている。

図 9-4 はその結果（一部）を示している。キーフレーズのうち、「financial condition(財務状況)」の出現頻度が 1280 社のうち 1247 社に合計 24053 回出現して、最高値となっている。20,000 位のキーフレーズは「component manufacturing」となり、5 社に合計 10 回が分析されている。

図 9-4 キーフレーズ集

	A	B	C
1	キーフレーズ集	Freq	File Count
2	financial_JJ condition_NN	24033	1247
3	adverse_JJ effect_NN	18821	1242
4	ordinary_JJ shares_NNS	16795	761
5	PRC_NP government_NN	14494	1185
6	income_NN tax_NN	13793	1080
7	intellectual_JJ property_NN	11958	1040
8	foreign_JJ exchange_NN	9948	1221
9	contractual_JJ arrangements_NI	9820	737
10	common_JJ stock_NN	8904	513
11	PRC_NP tax_NN	8833	859
12	market_NN price_NN	7878	1169
13	financial_JJ reporting_NN	7628	1047
14	third_JJ parties_NNS	7179	1102
15	internal_JJ control_NN	6403	964
		
	19997 corporate_JJ recipients_NNS	10	5
	19998 copper_NN alloy_NN	10	5
	19999 consumer_NN perceptions_NNS	10	5
	20000 consolidated_JJ tax_NN	10	5
	20001 component_NN manufacturing_NI	10	5
	20002		

総計 20,000 種類

各フレーズが1,280社のファイルのうち、出現した社数
各フレーズの出現頻度/回数
形容詞JJ+名詞NN
固有名詞NP+名詞NN
形容詞JJ +名詞の複数形NNS

9.3.3 ステップ③：キーフレーズが MD&A に出現した回数を数える

ここまではアニュアルレポートのリスクファクターズを対象としていたが、ここからはアニュアルレポートの MD&A に移り変わる。具体的には、キーフレーズ集の 20,000 種類のキーフレーズが、対象企業延べ 1280 社の MD&A に出現した回数を 1 種類ずつ、1 社ずつ数え上げる。

そこで、20,000 種類のキーフレーズのうち、13,856 種類 (69.28%) が MD&A で分析された。例えば、「IFM Investments Limited」という会社の 2009 年の MD&A では、13,856 種類のキーフレーズのうち、5,549 種類が出現された。5,549 種類のうち、例えば「fair value」というキーフレーズは、37 回出現した。全対象企業延べ 1,280 社のうち、「fair value」は 1,217 社で分析され、その回数の合計は 26,233 回となっている。

同様に、13,856 のキーフレーズの出現回数を 1 つずつ数えた。次のステップ④で、それぞれのキーフレーズの重要度を計算して、情報開示スコアを算定していく。

9.3.4 ステップ④：TF-IDF アルゴリズムより情報開示スコアを推定する

頻度集計の手法では、各構成用語の重要度は同様と相違という 2 つの考えがある。

まず、テキストの構成用語の重要度が同じであるという考えでは、各単語はテキストに 1 回出れば、1 点とされる。同様に、2 回出れば、合計 2 点となり、0 回ならば、0 点となる。

一方、テキストの構成用語の重要度がそれぞれ違うという考えでは、ある用語が 1 回出て、その重要度は 1 か 0 の代わりに、0 から 1 までの小数で示される。したがって、その得点は回数かけるその小数となる。ここで、各用語の重要度の推定がポイントとなっている。本論文は重要度がそれぞれ違うという考えに従って、TFIDF アルゴリズムより重要度を推定していく。

TFIDF は広く利用されているアプローチであり、TF と IDF の積によって推定される。

$$TF - IDF = TF_i \times IDF_i$$

式 9-1

本論文では、3つの手順を通じて各単語の TFIDF 値を計算していく。

- ① TF は「Term Frequency」の頭文字であり、キーワードの出現頻度を指している。
- ② IDF は「Inverse Document Frequency」の頭文字であり、キーワードの希少の程度を指している

$$IDF_i = \log\left(\frac{N}{n}\right) \quad \text{式 9-2}$$

N はテキストの総数（ここでは総社数 1,280）

n はキーフレーズ i を含むテキストの数（社数）、 $n \geq 1$

- ③ 各フレーズの重要度を [0,1] にするため、それぞれのキーフレーズの IDF をそのうちの IDF の最大値で割る

$$TF - IDF = TF_i \times IDF_i \times \left(\frac{1}{\max\{IDF\}}\right) \quad \text{式 9-3}$$

前出の「fair value」の計算例を通じて、a-d の手順で説明していく。

まず、手順 a では、「IFM Investments Limited」という会社の 2009 年の MD&A で、「fair value」が 37 回出現した。

$$TF_{\text{fair value}} = 37$$

次に、手順 b では、「fair value」の IDF を計算する。全対象企業述べ 1,280 社のうち、「fair value」というキーフレーズは 1,217 社の MD&A に出現した。

$$IDF_{\text{fair value}} = \log\left(\frac{N}{n}\right) = \log\left(\frac{1280}{1217}\right) = 0.0223$$

手順 c では、13,856 種類のキーフレーズの IDF をそれぞれ計算した。その最大値は 3.1075 である。したがって、「fair value」の IDF 0.0223 を 3.1075 で割り、その結果は 0.007163 である。

$$w_{\text{fair value}} = IDF_{\text{fair value}} \times \left(\frac{1}{\max\{IDF\}}\right) = \frac{0.0223}{3.1075} = 0.007163$$

最後に、手順 d では、「fair value」の TF と IDF をかける。その結果は 0.265031 である。

$$TF - IDF_{\text{fair value}} = TF_{\text{fair value}} \times IDF_{\text{fair value}} = 37 \times 0.007163 = 0.2650212$$

ここで、「IFM Investments Limited」にとって、「fair value」というキーフレーズの TFIDF が分かった。本論文はこの TFIDF 値を情報開示スコアとしている。

「IFM Investments Limited」社 2009 年の MD&A では、5,549 種類のキーフレーズの情報開示スコアを合計すると、その得点は 361.99186 となっている。同じように、対象企業 2007 年—2015 年延べ 1280 社の MD&A の情報開示スコアをそれぞれ計算した。

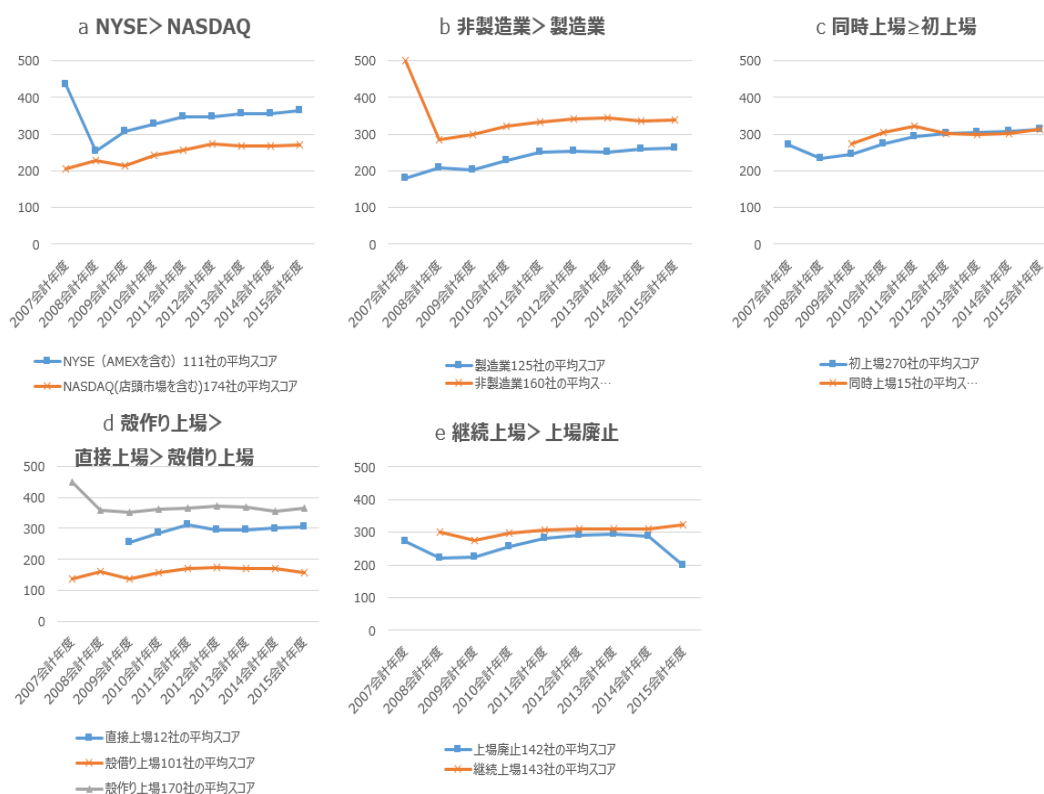
9.4 テキストマイニングによる情報開示評価スコアの分析

前節の 4 つのステップを経て、対象企業 285 社の延べ 1280 社の情報開示スコアが分かった。次の各カテゴリーの得点を見してみる。

表 9-3 カテゴリー別の情報開示スコア

カテゴリー	情報開示スコア	
a 上場取引所	NYSE (AMEX 含む) 111 社	342.0046
	NASDAQ(店頭市場含む)174 社	252.5094
b 業種	製造業 125 社	237.7053
	非製造業 160 社	330.3315
c 初上場/同時上場	初上場 270 社	287.6388
	同時上場 15 社	302.6088
d 上場方式	DR 上場 2 社	0 (開示なし)
	直接上場 12 社	292.2637
	殼借り上場 101 社	160.7838
	殼作り上場 170 社	363.1153
e 上場廃止/継続上場	上場廃止 142 社	262.1376
	継続上場 143 社	306.341

図 9-5 カテゴリー別の情報開示スコア



まず、上場取引所というカテゴリーでは、ニューヨーク証券取引所に上場した企業の得点はナスダックに上場した企業の得点より高い。次に、非製造業の企業は製造業企業より得点が高い。また、同時上場の企業の得点は初めて上場した企業の得点とほぼ同じレベルである。ここで、特に注目したのは、上場方式別では、殼作り上場の170社の得点は直接上場企業より高い、殼借り上場の101社の得点が最も低いことである。最後に、継続上場している企業の得点は上場廃止した企業の得点より高いことが分かった。

まとめて見ると、殼作り上場方式より、ニューヨーク証券取引所に上場している非製造業の企業、合わせて51社の得点が最も高いで、平均スコアが398.5点となっている。

一方、殻借り上場方式より、ナスダックに上場している製造業企業、合わせて52社の得点が最も低いで、平均スコアが150.2点である。

表9-4 情報開示スコアのよりグループと低いグループ

	社名(英語)(中国語)	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
情報開示スコア 良いグループ 平均スコア 398.5	China Mobile Ltd. 中国移动(香港)	-	-	230	233	227	260	255	222	230
	China Unicom (Hong Kong) Ltd. 中国联通(香港)	-	-	455	500	454	367	351	365	380
	Cnooc Ltd. 中海油	-	-	179	212	223	207	183	180	184
	New Oriental Education & Technology Group Inc. 新东方	-	-	372	428	436	491	482	498	-
	Acorn International, Inc. 橡果国际	-	-	725	1423	386	345	351	308	333
	E-House (China) Holdings Ltd. 易居中国	-	-	499	530	515	579	621	632	645
	China Digital Tv Holding Co., Ltd. 永新视博	-	-	334	328	395	460	450	363	343
	Noah Education Holdings Ltd. 诺亚舟	-	-	246	190	183	173	-	-	-
	Longtop Financial Technologies Ltd. 东南融通	525	510	492	-	-	-	-	-	-
	Alibaba Group Holding Ltd. 阿里巴巴集团	-	-	-	-	-	-	-	-	-
情報開示スコア 低いグループ 平均スコア 150.2	Qiao Xing Universal Resources, Inc. 僑興環球	-	188	267	245	-	-	-	-	-
	Cogo Group, Inc. 科通集团	-	294	281	293	-	-	-	-	-
	China Solar & Clean Energy Solutions, Inc. 德利国际控股	-	64	30	26	-	-	-	-	-
	China Medical Technologies, Inc. 源德生物	-	410	478	473	-	-	-	-	-
	Vimicro International Corp. 中星微	-	-	329	350	377	376	423	518	-
	Telestone Technologies Corp. 东方信联	-	-	70	59	76	-	-	-	-
	Sutor Technology Group Ltd. 森特集团	-	-	149	133	117	176	148	146	-
	3SBio Inc. 三生製薬	-	-	172	200	183	185	-	-	-
	Harbin Electric, Inc. 泰富電気	-	187	233	207	-	-	-	-	-
ShengdaTech, Inc. 盛大科技	124	115	146	-	-	-	-	-	-	

ここまで、対象企業延べ1280社の情報開示スコアが分かった。ここから、こうした情報開示スコアと対象企業の開示時の財務状況、上場方式などファクターとの関係を分析してみる。

第10章 情報開示スコアを用いる検証

本章では、まず10.1節で、仮説Iと仮説IIを設定して、第9章で推定された対象企業の情報開示スコアの適当性を検討していく。次に10.2節では、仮説III aと仮説III bに分けて、情報開示スコアによる市場への効果、とりわけ情報開示の改善がボラティリティーと流動性に与える影響について論じていく。

10.1 情報開示スコアを非説明変数とする仮説Iと仮説II

10.1.1 仮説の提起

先行研究によると、上場企業情報開示の質に影響するファクターとして、企業の規模が挙げられる。その他のファクターとして、業種の影響、上場年数の影響がある。更に、米国に上場している中国企業の特徴として、上場方式（届出書式）の影響を考えなくてはならない。ここで、2つの仮説を用意しました。

仮説I：上場企業情報開示の質は開示時の財務状況に関係ある

$$DISC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ASSET_{it} + \beta_2 N - YEAR_{it} + \beta_3 IN - Dummy_{it} + \beta \sum Y - Dummy + e_{it}$$

仮説II：上場企業情報開示の質は開示時の財務状況のほか、届出書式に関係ある

$$DISC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ASSET_{it} + \beta_2 N - YEAR_{it} + \beta_3 IN - Dummy_{it} + \beta_4 AF - Dummy_{it} + \beta \sum Y - Dummy + e_{it}$$

α_0 ：定数項（切片）

DISC：企業情報開示レベルの代理変数

ASSET：当期の総資産の自然対数であり、企業規模の代理変数

N-YEAR：上場年数を示す変数

I-Dummy：業種ダミー変数

Y-Dummy：2009-2014会計年度のダミー変数

AF-Dummy：上場方式ダミー変数

e_{it} ：誤差

回帰式の各変数のうち、DISCは、「Disclosure」の略称であり、上場企業情報開示レベルを示す変数である。これは、テキストマイニングによって推定した各対象企業の情報開示スコアである。ASSETは、会計年度末の総資産の自然対数であり、対象企業の規模を示す変数である。対象企業の総資産は何億、何十億ドルにのぼる場合もあるので、自然対数を取るのが一般的なやり方である。N-YEARは「Number of Year」の略称であり、対象企業が上場してから何年目を示す変数である。IN-Dummyは「Industry Dummy」の略称であり、対象企業の所属業種を示すダミー変数である。本論文は、製造業の企業を「1」と設定し、その他業種の企業を「0」と設定している。Y-Dummyは「Year Dummy」の略称であり、2009-2014会計年度のダミー変数である。2009-2014会計年度のダミー変数である。AF-Dummyは「Annual Report Form Dummy」の略称であり、対象企業の上場方式を示すダミー変数である。対象企業のうち、殻借り上場企業を「1」と設定し、その他の方式の企業を「0」と設定している。

ここで、表9-3で提示した中国企業の高上場廃止率や、上場方式別の相違を考える上、対象企業を下の表に示しているように、全対象企業のほか、①-⑧のいくつかのグループに分けてそれぞれ検討していく。

表 10-1 対象企業の各グループ

	① 上場廃止企業		
③ 10-K企 業	⑤ 10-K& 上場廃止企業	⑥ 20-F& 上場廃止企業	④ 20-F企 業
	⑦ 10-K& 継続上場企業	⑧ 20-F& 継続上場企業	
	② 継続上場企業		

そこで、統計ソフト SPSS を利用して、仮説 1 と仮説 2 に対して、分析していく。

10.1.2 仮説Iと仮説IIにおける相関分析の結果

表 10-2 は各変数の記述統計量を示している。第 9 章テキストマイニングによる情報開示評価では、米国に上場した中国企業 285 社の 2007-2015 年の延べ 1,280 社を研究対象としている。ここでは財務データの欠如により、対象企業 2009 年-2014 年延べ 1119 社に絞っている。また、より正確な結果を求めるために、ここでは須田 (2004) の方法に従って、情報開示スコアと総資産の自然対数の各上下 1% のサンプルを異常値として除去している。その結果、対象企業は 985 社になっている。

表 10-2 全対象企業 985 社の記述統計量

	最小値	最大値	平均値	標準偏差	分散
情報開示スコア DISC	24.37	665.98	284.83	148.67	22101.76
総資産の自然対数 ASSET	17.30	26.70	19.96	1.81	3.28
上場年数N-YEAR	0.00	22.00	5.03	4.12	17.00
業種 IN-Dummy	0	1	0.45	0.50	0.25
上場方式 AF-Dummy	0	1	0.33	0.47	0.22
2009年	0	1	0.17	0.37	0.14
2010年	0	1	0.20	0.40	0.16
2011年	0	1	0.19	0.39	0.15
2012年	0	1	0.16	0.37	0.13
2013年	0	1	0.15	0.36	0.13
2014年	0	1	0.13	0.34	0.11

表 10-3 仮説 I と仮説 II における相関分析の結果

	情報開示スコア DISC	総資産の自然対数 ASSET	上場年数 N-YEAR	業種 IN-Dummy	上場方式 AF-Dummy	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
情報開示スコア DISC	1.000										
総資産の自然対数 ASSET	0.237*** (0.000)	1.000									
上場年数 N-YEAR	0.100*** (0.001)	0.623*** (0.000)	1.000								
業種 IN-Dummy	-0.294*** (0.000)	-0.140*** (0.000)	-0.083** (0.004)	1.000							
上場方式 AF-Dummy	-0.588*** (0.000)	-0.315*** (0.000)	-0.187*** (0.000)	0.328*** (0.000)	1.000						
2009年	-0.111*** (0.000)	-0.080** (0.006)	-0.150*** (0.000)	0.072* (0.012)	0.111*** (0.000)	1.000					
2010年	-0.094** (0.002)	-0.085** (0.004)	-0.148*** (0.000)	0.053* (0.047)	0.069* (0.015)	-0.228*** (0.000)	1.000				
2011年	0.022 (0.246)	-0.018 (0.289)	-0.049 (0.063)	0.012 (0.355)	0.005 (0.437)	-0.217*** (0.000)	-0.246*** (0.000)	1.000			
2012年	0.060* (0.029)	0.028 (0.188)	0.070* (0.014)	-0.021 (0.250)	-0.040 (0.104)	-0.195*** (0.000)	-0.220*** (0.000)	-0.210*** (0.000)	1.000		
2013年	0.054* (0.046)	0.065* (0.021)	0.130*** (0.000)	-0.037 (0.126)	-0.051 (0.054)	-0.187*** (0.000)	-0.212*** (0.000)	-0.202*** (0.000)	-0.181*** (0.000)	1.000	
2014年	0.088** (0.003)	0.113*** (0.000)	0.187*** (0.000)	-0.095*** (0.001)	-0.114*** (0.000)	-0.174*** (0.000)	-0.197*** (0.000)	-0.188*** (0.000)	-0.168*** (0.000)	-0.162*** (0.000)	1.000

注： () 内は p 値。***は 0.1%水準で有意 (両側)、**は 1%水準で有意(両側)、*は 5%水準で有意(両側)

表 10-3 は各変数間の相関関係を示す相関分析の結果である。

まず、情報開示スコア DISC と、

- ① 総資産の自然対数 ASSET とは弱い正の相関関係 (相関係数が 0.237、p 値が 0) が見えられ、企業規模が大きければ情報開示がよい可能性が提示されている、
- ② 上場年数 N-YEAR とは弱い正の相関関係 (相関係数が 0.100、p 値が 0.001) が見られ、上場年数が長ければ情報開示がよい可能性が提示されている。
- ③ 業種 IN-Dummy とは弱い負の相関関係 (係数が -0.294、p 値が 0) が見えられ、製造業の企業はその他業種の企業より情報開示が良くない可能性が提示されている。
- ④ 上場方式 AF-Dummy とはやや負の相関関係 (相関係数が -0.588、p 値が 0) が見えられ、Form 10-K を利用する殻借り上場企業は Form 20-F を利用する企業より情報開示が良くない可能性が提示されている。
- ⑤ 2009 年、2010 年の係数がマイナスとなっているが、2012 年からはプラスになっている。対象企業の情報開示が改善していく傾向が提示されている。

次に、総資産の自然対数 ASSET と、

- ① 上場年数 N-YEAR とはやや正の相関関係 (相関係数が 0.623、p 値が 0) が見えられ、企業規模が大きければ上場年数が長くなる可能性が提示されている。
- ② 業種 IN-Dummy とは弱い負の相関関係 (相関係数が -0.14、p 値が 0) が見られる。対象企業では、製造業の企業がその他業種の企業より、総資産が小さい可能性が提示されている。
- ③ 上場方式 AF-Dummy とは弱い負の相関関係 (相関係数が -0.315、p 値が 0) が見えられ、Form 10-K を利用する殻借り上場企業は Form 20-F を利用する企業より企業規模が小さい可能性が提示されている。

そのほか、上場年数 N-YEAR と業種 IN-Dummy、上場方式 AF-Dummy とは弱い負の相関関係（相関係数がそれぞれ -0.083、-0.187）が見られる。業種 IN-Dummy と上場方式 AF-Dummy とはやや正の相関関係（相関係数が 0.328、p 値が 0）が見えられ、製造業の企業はその他業企業より殻借り上場方式を好む可能性が提示されている。

なお、相関分析は、2変数間の相関関係を数量的に捉えるだけであり、変数間の因果関係を示すものではない。そのため、次では重回帰分析を通じて、情報開示スコアに影響を与えるその他の変数の影響を抑えて、一つの変数が動く場合に情報開示スコアがどれだけ変化するかを検討する。

10.13 仮説Iと仮説IIにおける重回帰分析の結果

表 10-4 と表 10-5 は仮説Iと仮説IIにおける重回帰分析の結果を示している。

表 10-4 仮説Iにおける重回帰分析の結果

調整済みR ²		定数項	総資産の自然対数 ASSET	上場年数 N-YEAR	業種 IN-Dummy	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
全対象 985社	0.139	係数	0.253***	-0.116**	-0.253***	-0.019		0.078*	0.101**	0.089*	0.100**
		t値	6.643	-2.955	-8.409	-0.524	2.092	2.769	2.448	2.741	
		p値	0.000	0.003	0.000	0.600	0.037	0.006	0.015	0.006	0.006
① 上場廃止 409社	0.306	係数	0.466***	-0.019	-0.286***	-0.002		0.029	0.050	0.047	0.071
		t値	10.229	-0.395	-6.864	-0.042	0.577	1.033	0.983	1.525	
		p値	0.000	0.693	0.000	0.966	0.564	0.302	0.326	0.128	0.128
② 継続上場 576社	0.087	係数	0.158**	-0.107*	-0.253***	-0.071	-0.073	0.017	0.017		0.015
		t値	3.078	-2.072	-6.244	-1.462	-1.432	0.333	0.344		0.290
		p値	0.002	0.039	0.000	0.144	0.153	0.739	0.731		0.772
③ 10-K 327社	0.156	係数	0.261***	0.173**	-0.229***	-0.013		0.047	0.054	0.005	-0.028
		t値	4.812	2.961	-4.473	-0.214	0.773	0.900	0.084	-0.469	
		p値	0.000	0.003	0.000	0.830	0.440	0.369	0.933	0.640	0.640
④ 20-F 658社	0.029	係数	0.146**	-0.199***	-0.110**	-0.047	-0.081		0.020	0.016	0.014
		t値	2.829	-3.772	-2.841	-0.991	-1.653		0.420	0.321	0.292
		p値	0.004	0.000	0.005	0.322	0.099		0.675	0.748	0.771
⑤ 上場廃止&10-K 183社	0.123	係数	0.395***	-0.047	-0.108	-0.010		0.018	0.068	-0.042	-0.061
		t値	4.795	-0.539	-1.547	-0.115	0.228	0.867	-0.546	-0.838	
		p値	0.001	0.000	0.590	0.124	0.909	0.820	0.387	0.586	0.403
⑥ 上場廃止&20-F 226社	0.296	係数	0.507***	0.103	-0.240***	0.022		0.008	-0.030	-0.028	-0.003
		t値	8.512	1.575	-4.206	0.328	0.121	-0.429	-0.411	-0.619	
		p値	0.000	0.000	0.117	0.000	0.743	0.904	0.668	0.681	0.961
⑦ 継続上場&10-K 144社	0.200	係数	0.270***	0.249**	-0.348***	-0.025	0.017	0.092	0.048		-0.057
		t値	3.476	3.038	-4.560	-0.259	0.173	0.958	0.508		-0.619
		p値	0.001	0.003	0.000	0.796	0.863	0.340	0.612		0.537
⑧ 継続上場20-F 432社	0.021	係数	0.034	-0.179**	-0.093*	-0.054	-0.092	0.004	0.008		0.003
		t値	4.791	0.531	-2.757	-1.933	-0.926	-1.521	0.064	0.134	
		p値	0.000	0.596	0.006	0.054	0.355	0.129	0.949	0.893	0.961

注：（）内はp値。***は0.1%水準で有意（両側）、**は1%水準で有意（両側）、*は5%水準で有意（両側）

テキストマイニングによって推定された情報開示スコアを非説明変数として、全対象企業 985社を対象に重回帰分析した結果では、調整済み R² は 0.139 というやや低い数値となり、総資産の自然対数 ASSET の係数は 0.253（p 値が 0）、上場年数 N-YEAR が -0.116（p 値が 0.003）、業種 IN-Dummy の係数が -0.253（p 値が 0）となっている。したがって、

- ① 上場企業の総資産が大きいほど情報開示がよい
- ② 上場年数が長くなるほど情報開示が低下していく
- ③ 製造業の企業はそのた業種の企業より情報開示の質が低い

といった結論がわかっている。ここで、総資産の自然対数 ASSET と業種 IN-Dummy が非説明変数である情報開示スコア DISC に与える影響はほぼすべてのグループにおいてそれぞれ一

貫している。一方、上場年数 N-YEAR の係数は①-⑧のグループでは相違している。したがって、上場年数 N-YEAR を中心に論じていく。

対象企業 985 社を上場廃止グループ 409 社と継続上場 576 社に分けて検証すると、上場廃止グループでは調整済み R²が 0.306 に改善する一方、継続上場グループでは 0.087 に低下している。したがって、本論文が推定する情報開示スコアは上場廃止グループでは説明力が高いといえる。なお上場廃止グループでは、上場年数が長くなると情報開示の質が低下するという結論は成立しなくなる。継続上場グループでは同結論は成立している。

同様に、Form 10-K を利用している殻借り上場グループ 327 社では、調整済み R²が Form 20-F を利用している企業 658 社より高いので、本論文が推定する情報開示スコアは Form 10-K グループでは説明力が高いといえる。なお 10-K グループ 327 社では、上場年数 N-YEAR の係数はプラス 0.173 となっている。

更に、⑤上場廃止&10-K のグループと⑥上場廃止&20-F のグループでは、上場年数 N-YEAR の係数は反対となっているが、いずれも有意ではない。

⑦継続上場&10-K グループでは、上場年数 N-YEAR の係数はプラスであり、有意である。それは継続上場している殻借り上場企業 144 社では、上場年数が長くなると情報開示が改善していることを意味している。言い換えれば、2010-2012 年に広がった中国企業に対する会計不信から生き残っている殻借り上場の中国企業は、教訓を活かしながら情報開示の改善に力を注いでいる。

一方、⑧継続上場&20-F グループでは、上場年数 N-YEAR の係数はマイナスであり、有意である。これは継続上場している中国籍企業（直接上場企業）、及びタックスヘイブン籍企業（殻作り上場企業）では、上場年数が長くなるに連れて、情報開示が低下していることを意味している。これは、本論文 7.3 節で論じているような殻借り上場から殻作り上場への上場方式転換を背景に考慮すると、米国取引所に上場している殻作り上場企業のリスクに注意する必要がある。

表 10-5 仮説IIIにおける重回帰分析の結果

	調整済み R ²		定数項	総資産の自然対数 ASSET		上場年数 N-YEAR	業種 IN-Dummy	上場方式 AF-Dummy	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
	係数	t値		係数	t値									
全対象 985社	0.365			0.100**	-0.091**	-0.107***	-0.527***	-0.001		0.061	0.074*	0.062*	0.057	
		3.532	2.975	-2.717	-3.958	-18.620	-0.041	1.926	2.344	1.987	1.827			
		0.000	0.003	0.007	0.000	0.000	0.967	0.054	0.019	0.047	0.068			
① 上場廃止 409社	0.577			0.353***	0.010	-0.140***	-0.558***	0.022		0.008	0.012	0.001	0.009	
		-6.449	9.755	0.270	-4.127	-16.044	0.571	0.208	0.318	0.015	0.260			
		0.000	0.000	0.787	0.000	0.000	0.568	0.836	0.751	0.988	0.795			
② 継続上場 576社	0.264			0.010	-0.080	-0.118**	-0.466***	-0.065	-0.075	0.011	0.010		-0.001	
		5.660	0.218	-1.715	-3.099	-11.709	-1.483	-1.639	0.248	0.221	-0.021			
		0.000	0.827	0.087	0.002	0.000	0.139	0.102	0.804	0.825	0.984			

注： () 内は p 値。***は 0.1%水準で有意(両側)、**は 1%水準で有意(両側)、*は 5%水準で有意(両側)

また、上場方式 AF-Dummy という変数を入れることで、回帰式の説明力を示す調整済み R²はそれぞれ向上した。特に上場廃止グループでは、調整済み R²が 0.577 に改善している。上場方式は情報開示の質に関係していることが分かっている。

10.2 米国上場する中国企業における情報開示とボラティリティー（仮説IIIa）、流動性（仮説IIIb）の関係の検証

この節では、10.1節で推定された情報開示スコアと、情報開示による市場への効果としてのボラティリティーと流動性との関係をそれぞれ検討していく。

10.2.1 対象企業の株式のボラティリティーと流動性の推定

本論文は、対象企業の株式のボラティリティーは各社が当会計年度の決算期末プラス2ヶ月の時点から3ヶ月間の株式収益率の標準偏差を指している。

$$VOLA = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2} \quad \text{式 10.1}$$

VOLA：対象企業のボラティリティー

n：対象期間内の取引日数

r_i ：対象期間内の前日株価終値に対する当日の株式収益率

\bar{r} ：対象期間の日次株価収益率の平均値

また、本論文は、複数の株式の流動性の推定アプローチのうち、Amihud (2002)が提示したアプローチを利用した。Amihud (2002)による証券の流動性は、対象期間内の1日の取引金額に対する当日の株価終値の変化率の絶対値の平均で推定される。

$$LIQ = \frac{|r_i|}{VOL} \quad \text{式 10.2}$$

LIQ：対象企業の流動性

VOL：対象企業の取引高（金額ベース）

r_i ：対象期間内の前日株価終値に対する当日の株式収益率

情報開示による市場への効果として、本論文は各社が当会計年度の決算期末プラス2ヶ月の時点から3ヶ月間のボラティリティーと流動性をそれぞれ推定し、次節の検証に用いる。2005年9月から、米国に上場する企業は、「早期登録大規模会社」、「早期登録会社」、「中小規模登録会社」3つの種類に分かれて開示するようになっている。各種類の企業の開示締切日が表10-6に示しているように違ってくる。この3種類の他に、情報開示基準が更に緩和されている「小規模登録会社 (Smaller Reporting Company)」がある。こうした会社は前述のように、例えばアニュアルレポートの「MD&A」の開示が免除されている。

こうした開示締切日の相違により、本論文は決算期末プラス2ヶ月（60日）の時点から、対象企業の3ヶ月間のボラティリティーと流動性を推定することになっている。

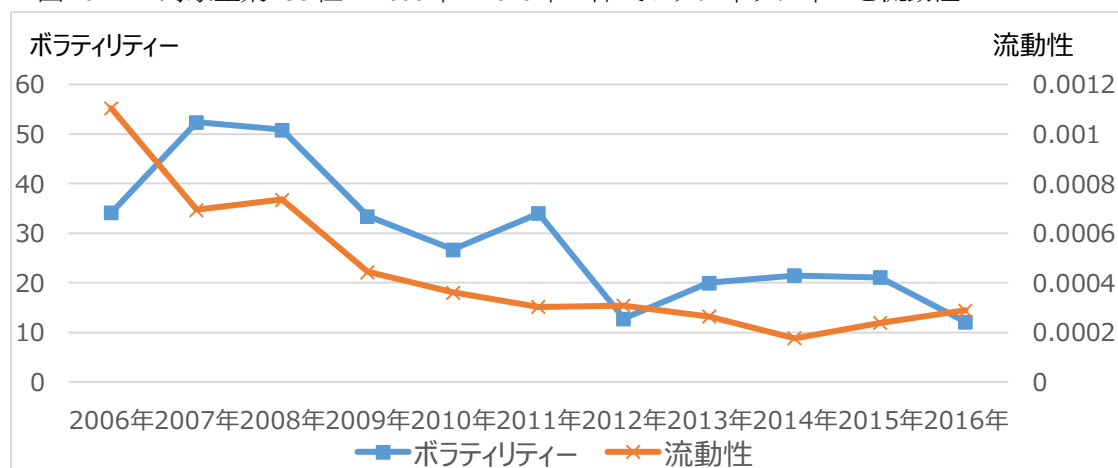
また、米国に上場した中国企業全体のボラティリティーと流動性を捉えるために、会計年度の代わりに、対象企業の自然年度の年間ボラティリティーと流動性をそれぞれ推定した。図10-1はその結果を示している。

表 10-6 米国取引所に届け出る企業

	相違点	開示時期	
		10-K、20-F	10-Q
早期登録大規模会社 Large Accelerated Filer	時価総額 7 億ドル以上	60 日	40 日
早期登録会社 Accelerated Filer	時価総額 0.75 億ドル以上	75 日	40 日
中小規模登録会社 Non-Accelerated Filer	時価総額 0.75 億ドル未満	90 日	45 日
小規模登録会社 Smaller Reporting Company		一部の項目の開示が免除	免除

注：外国籍企業は四半期報告書の法定開示が求められていないが、企業は自主的に開示する場合がある。

図 10-1 対象企業 238 社の 2006 年-2016 年の株式ボラティリティと流動性



注：なお、株価、取引高のデータ欠如、上場廃止等の状況により、対象企業 285 社のうち、238 社の 2006-2016 年 (延べ 892 社) の株式ボラティリティ (1 年間) と流動性 (1 年間) を推定した。

10.2.2 仮説IIIa と仮説IIIb

ここで、先行研究を参照して、次の仮説IIIa と仮説IIIb の 2 つの仮説を提起する。

仮説IIIa：上場企業情報開示の質は、株式のボラティリティに影響を与える

$$VOLA_{it} = a_0 + \beta_1 DISC_{it} + \beta_2 O-Margin_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + \beta \sum Y - Dummy + e_{it}$$

仮説IIIb：上場企業情報開示の質は、株式の流動性に影響を与える

$$LIQ_{it} = a_0 + \beta_1 DISC_{it} + \beta_2 O-Margin_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + \beta \sum Y - Dummy + e_{it}$$

a_0 ：定数項 (切片)

VOLA：対象企業の株式のボラティリティを示す変数

LIQ：対象企業の株式の流動性を示す変数

DISC：対象企業情報開示レベルの代理変数

O-Margin : 「Operation Profit Margin」の略称であり、各期の売上高営業利益率

ROE : 各会計年度末の確定自己資本利益率

DEBT : 各会計年度末の総資産負債比率、財務リスクの代理変数

Y-Dummy : 2009-2014 会計年度のダミー変数

ϵ_{it} : 誤差

回帰式の各変数のうち、VOLAは、「VOLATILITY」の略称であり、対象企業の3ヶ月間の株式ボラティリティを示す変数である。LIQは「LIQUIDITY」の略称であり、対象企業の3ヶ月間の株式の流動性を示す変数である。DISCは、「Disclosure」の略称であり、企業情報開示レベルの代理変数である。本論文はテキストマイニングより対象企業の情報開示スコアを推定している。O-Marginは「Operation Profit Margin」の略称であり、企業営利能力の指標として、各会計年度末の売上高に対する営業利益の比率を指している。ROEは各会計年度末の自己資本利益率である。DEBTは総資産負債比率である。自己資本負債比率を利用する先行研究が多いが、米国に上場している中国企業は自己資本がマイナスになるケースが多く、自己資本負債比率がマイナスになる場合が多いため、本論文は自己資本負債比率の代わりに、総資産負債比率を利用することにしている。Y-Dummyは2009-2014会計年度のダミー変数である。

ここで、表10-1にしたがい、全対象企業に加え、①-⑧のグループごとにそれぞれ検討していく。

10.2.3 仮説IIIaと仮説IIIbにおける相関分析の結果

表10-7は仮説IIIaと仮説IIIbの記述統計量、表10-7は相関分析の結果を示している。

表10-7 仮説IIIの記述統計量

	最小値	最大値	平均値	標準偏差	分散
ボラティリティ VOLA	0.01	2.14	0.7	0.4	0.16
流動性 LIQ	0	0	0	0	0
情報開示スコア DISC	26.16	665.98	289.07	147.61	21789.2
営業利益率 O-Margin	-1.14	1.43	0.09	0.22	0.05
確定ROE	-0.72	1.53	0.07	0.2	0.04
負債比率DEBT	0.02	1.22	0.38	0.22	0.05
2009年	0	1	0.13	0.34	0.12
2010年	0	1	0.18	0.38	0.15
2011年	0	1	0.21	0.41	0.17
2012年	0	1	0.18	0.38	0.15
2013年	0	1	0.16	0.36	0.13
2014年	0	1	0.15	0.35	0.13

注：株価、取引高のデータ欠如、上場廃止等の状況により、対象企業285社の2007-2015会計年度（延べ1,280社）のうち、238社の2009-2014会計年度（延べ813社）の株式ボラティリティ（3ヶ月）と流動性（3ヶ月）を推定して、検証対象としている。

表 10-8 仮説Ⅲa と仮説Ⅲb における相関分析の結果

	ボラティリティー VOLA	流動性 LIQ	情報開示スコア DISC	営業利益率 O-Margin	確定ROE	負債比率 DEBT	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
ボラティリティー VOLA	1.000											
流動性 LIQ	0.113*** (0.001)	1.000										
情報開示スコア DISC	-0.088*** (0.010)	-0.119*** (0.001)	1.000									
営業利益率 O-Margin	-0.019 (0.306)	0.022 (0.277)	-0.087* (0.011)	1.000								
確定 ROE	-0.080* (0.018)	-0.023 (0.268)	-0.118*** (0.001)	0.670*** (0.000)	1.000							
負債比率 DEBT	-0.039 (0.153)	0.008 (0.419)	0.110** (0.002)	-0.113*** (0.001)	-0.139*** (0.000)	1.000						
2009年	0.238*** (0.000)	0.123*** (0.001)	-0.062* (0.050)	0.021 (0.287)	-0.002 (0.479)	-0.015 (0.347)	1.000					
2010年	0.085* (0.012)	-0.017 (0.329)	-0.157*** (0.000)	0.138*** (0.000)	0.171*** (0.000)	-0.075* (0.023)	-0.183*** (0.000)	1.000				
2011年	-0.070* (0.032)	-0.030 (0.211)	0.029 (0.224)	0.009 (0.410)	-0.004 (0.453)	-0.092** (0.007)	-0.202*** (0.000)	-0.238*** (0.000)	1.000			
2012年	-0.085* (0.012)	0.004 (0.459)	0.059 (0.059)	-0.071* (0.030)	-0.102** (0.004)	0.022 (0.280)	-0.183*** (0.000)	-0.215*** (0.000)	-0.238*** (0.000)	1.000		
2013年	-0.099** (0.004)	-0.004 (0.453)	0.055 (0.073)	-0.032 (0.200)	0.004 (0.456)	0.076 (0.022)	-0.169*** (0.000)	-0.199*** (0.000)	-0.220*** (0.000)	-0.199*** (0.000)	1.000	
2014年	-0.047 (0.109)	-0.065* (0.043)	0.076* (0.022)	-0.070* (0.033)	-0.072* (0.028)	0.099** (0.004)	-0.164*** (0.000)	-0.193*** (0.000)	-0.213*** (0.000)	-0.193*** (0.000)	-0.178*** (0.000)	1.000

注： () 内は p 値。***は 0.1%水準で有意 (両側)、**は 1%水準で有意(両側)、*は 5%水準で有意(両側)

表 10-7は仮説Ⅲa と仮説Ⅲb の変数間の相関関係を示す結果である。

まず、本論文が推定したボラティリティーVOLA と

- ① 流動性 LIQ と弱い正の相関関係 (相関係数が 0.113、p 値が 0.001) が見られ、ボラティリティーが拡大する場合に、流動性が高くなる可能性が提示されている。
- ② 情報開示スコア DISC と弱い負の相関関係 (相関係数が-0.88、p 値が 0.010) が見られ、情報開示スコアが改善するとボラティリティーが低くなる可能性が提示されている。
- ③ 確定 ROE と弱い負の相関関係 (相関係数が-0.080、p 値が 0.018) が見られ、確定 ROE が高いと、ボラティリティーが低くなる可能性が提示されている。

次に、流動性 LIQ と情報開示スコア DISC と弱い負の相関関係 (相関係数が-0.119、p 値が 0.001) が見られ、情報開示スコアが改善すると流動性が低くなる可能性が提示されている。

次に、情報開示スコア DISC と

- ① 営業利益率 O-Margin と弱い負の相関関係 (相関係数が-0.087、p 値が 0.011) が見られ、営業利益率が高くなると、情報開示スコアが低くなる可能性が提示されている。
- ② 確定 ROE と弱い負の相関関係 (相関係数が-0.118、p 値が 0.001) が見られ、確定 ROE が高くなると、情報開示スコアが低くなる可能性が提示されている。
- ③ 負債比率 DEBT と弱い正の相関関係 (相関係数が 0.110、p 値が 0.002) が見られ、負債比率が高くなると、情報開示スコアが高くなる可能性が提示されている。

その他に、営業利益率 O-Margin とは確定 ROE とはやや強い正の相関関係が見られ（相関係数が 0.670、p 値が 0.000）、負債比率 DEBT とは弱い負の相関関係（相関係数が -0.113、p 値が 0.001）が見られる。確定 ROE と負債比率 DEBT とは弱い負の相関関係（相関係数が -0.139、p 値が 0.000）が見られる。

以上は相関分析の結果である。仮説 I と仮説 II と同様に、次では重回帰分析を通じて仮説 III a と仮説 III b を検討する。

10.2.4 仮説 III a と仮説 III b における重回帰分析の結果

表 10-8 と表 10-9 は、それぞれ対象企業の 3 ヶ月のボラティリティーと流動性を非説明変数とする重回帰分析の結果である。

まず、仮説 III a の結果では、回帰式の説明力を意味する調整済み R^2 は全対象グループ 700 社では、比較的低い 0.080 となっている。しかも本論文が注目する情報開示スコア DISC の係数は予想通りのマイナス (-0.060) となっているが、有意ではない。これは、本論文が冒頭で論じているように、情報開示の改善が株式ボラティリティーに影響を及ぼす影響の結論は明らかになっていない、という結論に合致している。Venkatachalam(2000)は、情報開示の改善は株価の高騰をもたらす、短期的にボラティリティーの拡大をもたらす傾向がある、と指摘し、Bushee and Noe(2000)は、その結果を検証した。一方、情報開示の改善は長期的な投資家をアピールするので、長期的にボラティリティーは収斂していく傾向がある。特に図 10-1 に提示しているように、2010-2012 年に広がった中国企業に対する会計不信の影響により、米国に上場する中国企業は当時、株価の暴落に見舞われていたので、仮説 III a の結果が明確になっていない。

また、仮説 III b の結果でも、調整済み R^2 は全対象グループ 700 社では、比較的低い 0.021 となっているが、本論文が注目する情報開示スコア DISC の係数は -0.118 であり、有意である。これは、上場企業情報開示の改善は証券流動性の削減につながるという予想外の結論となっている¹⁰⁰。そこで、①-⑧までの 8 つのグループにおいて再検討していく。10.1.3 の仮説 I と仮説 II に論じているように、本論文が推定している情報開示スコアは、①上場廃止グループ、特に⑤上場廃止&10-K グループにおいて、説明力が高い。したがって、仮説 III b においても同 2 つのグループの説明力がそれなりに高くなっている（①上場廃止グループでは 0.100、⑤上場廃止&10-K グループでは 0.217）。しかも、こうした 2 つのグループでは情報開示スコアの係数はそれぞれ 0.213 と 0.341 となっており、有意である。これは、情報開示スコアの説明力が高い上場廃止グループと上場廃止&10-K グループでは、対象企業の情報開示スコアが改善すれば、流動性が高くなることを意味している。こうした 2 つのグループでは、仮説 III b の検証結果が先行研究の結論と一致している。

表 9-3 に示しているように、本論文が推定した上場廃止企業の情報開示スコアの平均値は 262.1376 であり、継続上場企業の 306.341 を下回っている。また、殼借り上場企業¹⁰¹の情報開示スコアの平均値は 160.7838 であり、その他上場方式（直接上場、殼作り上場企業の情報開示スコアの平均値はそれぞれ 292.2637 と 363.1153 である）の企業の平均値の半分以下にすぎな

¹⁰⁰ Diamond and Verrecchia(1991)、Welker(1995)、Leuz and Verrecchia(2000)は、情報開示の改善は情報開示非対称性の軽減を通じることで、対象企業の流動性の拡大、株主資本コストの削減効果をもたらす、と論じている。

¹⁰¹ 殼借り上場企業は、第 10 章では「③10-K グループ」に分類されている。直接上場企業と殼作り上場企業は、第 10 章では「④20-F グループ」に分類されている。

い。したがって、仮説IIIbにおいては、①上場廃止グループ、⑤上場廃止&10-Kグループは情報開示の質が低いため、流動性が低迷し、最終的に上場廃止につながると指摘できよう。

表 10-9 仮説IIIaの重回帰分析の結果

		調整済み R ²	定数項	情報開示スコア DISC	営業利益率 O-Margin	確定 ROE	負債比率 DEBT	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
全対象 700社	係数	-	-0.060	0.043	-0.143**	-0.032	0.249***	0.130**			-0.022	-0.026	0.011
	t値	14.885	-1.615	0.877	-2.891	-0.871	5.738	2.857			-0.489	-0.588	0.239
	p値	0.000	0.107	0.381	0.004	0.384	0.000	0.004			0.625	0.557	0.811
① 上場廃止 227社	係数	-	0.025	-0.143	0.021	-0.081	0.327***	0.220**			0.044	0.016	-0.007
	t値	7.911	0.264	-1.456	0.302	-1.179	4.368	2.798			0.589	0.226	-0.102
	p値	0.000	0.792	0.147	0.763	0.240	0.000	0.006			0.556	0.822	0.919
② 継続上場473社	係数	-	0.047	-0.128*	-0.047	-0.026	0.199***	0.068			-0.058	-0.047	0.021
	t値	11.908	0.792	-2.143	-1.034	-0.569	3.667	1.201			-1.003	-0.824	0.367
	p値	0.000	0.429	0.033	0.302	0.570	0.000	0.230			0.316	0.410	0.714
③ 10-K 208社	係数	-	0.031	-0.159*	0.041	0.077	0.307***			-0.030	-0.014	-0.057	-0.037
	t値	8.786	0.400	-2.055	0.586	1.131	3.987			-0.373	-0.177	-0.732	-0.501
	p値	0.000	0.690	0.041	0.559	0.260	0.000			0.710	0.860	0.465	0.617
④ 20-F 492社	係数	-	-0.015	-0.113	-0.051	0.055	0.218***	0.193***			-0.036	-0.024	0.043
	t値	9.183	-0.242	-1.759	-1.161	1.256	4.212	3.657			-0.673	-0.442	0.795
	p値	0.000	0.809	0.079	0.246	0.210	0.000	0.000			0.501	0.659	0.427
⑤ 上場廃止&10-K 101社	係数	-	0.032	-0.081	-0.036	-0.168	0.401***			-0.050	0.109	0.018	0.170
	t値	6.194	0.244	-0.606	-0.326	-1.711	3.624			-0.460	1.004	0.170	1.776
	p値	0.000	0.808	0.546	0.745	0.091	0.000			0.647	0.318	0.865	0.079
⑥ 上場廃止&20-F 126社	係数	-	-0.006	-0.123	-0.046	0.086	0.233*	0.390***			0.004	0.020	-0.046
	t値	3.966	-0.046	-0.924	-0.480	0.939	2.411	3.999			0.038	0.212	-0.481
	p値	0.000	0.964	0.358	0.632	0.350	0.017	0.000			0.970	0.832	0.631
⑦ 継続上場&10-K 107社	係数	-	0.015	-0.209*	0.055	0.218*	0.241*			0.032	-0.066	-0.073	-0.103
	t値	5.568	0.143	-2.024	0.570	2.292	2.228			0.274	-0.564	-0.616	-0.905
	p値	0.000	0.886	0.046	0.570	0.024	0.028			0.784	0.574	0.539	0.368
⑧ 継続上場20-F 366社	係数	-	-0.023	-0.085	-0.063	0.032	0.217***	0.109			-0.051	-0.041	0.080
	t値	8.651	-0.306	-1.130	-1.212	0.631	3.520	1.722			-0.779	-0.642	1.215
	p値	0.000	0.760	0.259	0.226	0.528	0.000	0.086			0.436	0.521	0.225

注：ボラティリティと流動性を推定するための財務データの欠如により、対象企業は仮説Iと仮説IIの延べ985社から、延べ700に減らした。()内はp値。***は0.1%水準で有意(両側)、**は1%水準で有意(両側)、*は5%水準で有意(両側)

表 10-10 仮説IIIbの重回帰分析の結果

		調整済み R ²	定数項	情報開示スコア DISC	営業利益率 O-Margin	確定 ROE	負債比率 DEBT	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
全対象 700社	係数	-	-0.118**	0.064	-0.076	0.020	0.116**	-0.005			0.025	0.021	-0.033
	t値	2.518	-3.075	1.262	-1.490	0.516	2.599	-0.105			0.546	0.455	-0.715
	p値	0.012	0.002	0.208	0.137	0.606	0.010	0.916			0.585	0.649	0.475
① 上場廃止 227社	係数	-	0.213*	-0.324***	0.131	-0.195**	0.159*	0.030			0.038	0.061	0.009
	t値	1.042	2.282	-3.322	1.914	-2.851	2.136	0.379			0.515	0.845	0.133
	p値	0.299	0.023	0.001	0.057	0.005	0.034	0.705			0.607	0.399	0.894
② 継続上場473社	係数	-	-0.012	0.043	-0.044	-0.097*	0.093	-0.011			0.023	0.001	-0.034
	t値	2.398	-0.190	0.706	-0.942	-2.108	1.677	-0.195			0.392	0.024	-0.579
	p値	0.017	0.849	0.481	0.347	0.036	0.094	0.845			0.695	0.981	0.563
③ 10-K 208社	係数	-	0.025	-0.129	0.040	0.048	0.223**			0.010	0.043	0.039	-0.039
	t値	0.189	0.307	-1.603	0.559	0.684	2.778			0.116	0.530	0.477	-0.511
	p値	0.850	0.759	0.111	0.576	0.495	0.006			0.908	0.597	0.634	0.610
④ 20-F 492社	係数	-	-0.053	0.114	0.004	-0.147***	0.005	0.076			0.025	0.010	-0.048
	t値	3.065	-0.808	1.735	0.089	-3.263	0.092	1.414			0.453	0.180	-0.864
	p値	0.002	0.420	0.083	0.929	0.001	0.926	0.158			0.651	0.857	0.388
⑤ 上場廃止&10-K 101社	係数	-	0.341**	-0.565***	0.209	0.021	0.069			-0.077	-0.051	0.017	-0.061
	t値	-0.141	2.723	-4.387	1.976	0.219	0.649			-0.742	-0.487	0.171	-0.667
	p値	0.888	0.008	0.000	0.051	0.827	0.518			0.460	0.628	0.865	0.506
⑥ 上場廃止&20-F 126社	係数	-	0.023	0.147	0.057	-0.151	0.089	0.114			-0.006	0.022	-0.034
	t値	1.436	0.168	1.048	0.564	-1.572	0.876	1.112			-0.060	0.219	-0.337
	p値	0.154	0.867	0.297	0.574	0.119	0.383	0.269			0.952	0.827	0.736
⑦ 継続上場&10-K 107社	係数	-	-0.074	0.040	-0.067	0.083	0.303**			0.033	0.054	0.018	-0.031
	t値	0.270	-0.672	0.372	-0.666	0.838	2.687			0.273	0.442	0.145	-0.262
	p値	0.787	0.503	0.710	0.507	0.404	0.008			0.786	0.659	0.885	0.794
⑧ 継続上場20-F 366社	係数	-	-0.090	0.115	-0.013	-0.149**	-0.036	0.063			0.037	0.011	-0.042
	t値	2.701	-1.184	1.497	-0.239	-2.839	-0.572	0.973			0.561	0.172	-0.615
	p値	0.007	0.237	0.135	0.811	0.005	0.567	0.331			0.575	0.863	0.539

注：()内はp値。***は0.1%水準で有意(両側)、**は1%水準で有意(両側)、*は5%水準で有意(両側)

第三部の小括

第三部では、米国取引所に上場した中国企業 285 社を対象に、届け出るアニュアルレポートを中心に情報開示の評価を行った。具体的に、上場企業が発表するアニュアルレポートの「リスクファクターズ」と MD&A という 2 つの開示項目に注目し、「リスクファクターズ」からキーフレーズ集を作成し、MD&A での出現回数を検討して、その結果を対象企業の情報開示スコアとしている。

次に、テキストマイニングにより得られた情報開示評価の結果と開示時の財務状況、そして上場方式との関係を分析した。その結果、情報開示の質は企業の規模、上場年数、業種に関係があること（仮説Ⅰ）、特に情報開示の質は上場方式と関係あること（仮説Ⅱ）が明らかになった。仮説Ⅰについて、対象企業全体では、①上場企業の総資産が大きいほど情報開示がよい、②上場年数が長くなるほど情報開示が低下していく、③製造業の企業はその業種の企業より情報開示の質が低い、ということが分かった。①-⑧のグループに分けて再検討すると、①と③の結論すべてのグループにおいてそれぞれ一貫しているが、②上場年数が長くなるほど情報開示が低下していく、という結論は①-⑧のグループにおいて相違している。上場年数が情報開示スコアに与える影響を中心に分析すると、2010-2012年に広がった中国企業に対する会計不信から生き残っている⑦継続上場&10-K グループでは、上場年数が長くなるに連れて、情報開示スコアが改善していくことがわかっている。これに対して、継続上場している中国籍企業（直接上場企業）、及びタックスヘイブン籍企業（殻作り上場企業）では、上場年数が長くなるに連れて、情報開示が低下していく。殻作り上場から殻作り上場への上場方式転換が背景に、米国取引所に上場している殻作り上場企業のリスクに注意する必要がある。

仮説Ⅱは仮説Ⅰを土台に、上場方式が情報開示スコアに与える影響を分析している。仮説Ⅱを重回帰分析によって検証すると、上場方式という変数を入れることで、回帰式の説明力を示す調整済み R^2 はそれぞれ向上した。特に上場廃止グループでは、調整済み R^2 が 0.577 に改善している。これによって、上場方式は情報開示の質に関係していることが立証されている。

更に、本論文は先行研究を参考して、情報開示の改善による市場への効果としてのボラティリティと流動性を検証し、2つの仮説を提起している。仮説Ⅲa：上場企業情報開示の質は、株式のボラティリティに影響を与える。仮説Ⅲb：上場企業情報開示の質は、株式の流動性に影響を与える。

そこで、ボラティリティを非説明変数とし、情報開示スコア、営業利益率、確定 ROE、負債比率などを説明変数とする仮説Ⅲaの結果では、情報開示スコアの係数は予想通りのマイナス (-0.060) となっているが、有意ではない。これは、8頁に触れているように、情報開示の改善が株式ボラティリティに及ぼす影響は明らかになっていない、という結論に合致している。

一方、流動性を非説明変数とし、情報開示スコア、営業利益率、確定 ROE、負債比率などを説明変数とする仮説Ⅲbの結果では、全対象グループ 700 社における調整済み R^2 は比較的低い 0.021 となっているが、情報開示スコアの係数は -0.118 であり、有意である。これは、情報開示の改善は流動性の削減につながるという予想外の結論となっている。特に上場廃止グループ、上場廃止&10-K グループにおいて、情報開示スコアの係数はそれぞれ 0.213 と 0.341 となっており、有意である。情報開示スコアの説明力が高い上場廃止グループと上場廃止&10-K グループにおいて、上場企業の情報開示が改善すれば、流動性が高くなるといえる。

第11章 終わりに

1990年11月上海証券取引所が発足し、その後中国証券市場は急速な発展を遂げている。2015年6月末時点で、4087社の中国企業が中国内外の取引所に上場し、中国経済の持続的な発展に大きく貢献している。しかし、新興市場としての中国証券市場では、国の株式持分が高いこと、IPO行列問題、A株/B株及びA株/H株の二重株価、A株の不正会計・虚偽開示・インサイダー取引を始めとする不正行為が多発するなど沢山の課題を抱えている。

本論文は上場企業自らの情報開示インセンティブに注目し、情報開示の改善は上場企業に経済的な効果をもたらすならば、これは上場企業情報開示インセンティブの向上に繋がる、という仮説を踏まえて論じていく。具体的に本論文は、情報開示の改善による市場への効果というテーマを扱う先行研究を追って、①情報開示の改善により、取引コストの削減または市場需要の拡大の実現による株式の流動性の向上と株主資本コストの低下、②情報開示の改善による株式ボラティリティーの低下、といった2つの仮説を提起して検証していく。

本論文の第一部では、まず中国証券市場の歴史を追い、中国政府が株式会社制度を導入するために設けた「出資する主体の相違による4種の株の設定」、「株式会社制度を導入する産業の制限」等が中国証券市場にもたらした影響について論じた。次に、本文は中国上場企業に対する情報開示制度の変遷について説明し、日米中の上場企業情報開示制度の比較をして、中国上場企業情報開示の実態と課題について論じた。最後に、「情報開示レベルの改善が株主資本コストの低減につながる」という仮説を、中国深圳証券取引所の上場企業を例に検証した。具体的には、企業情報開示の優劣については、中国深圳証券取引所が実施する情報開示評価プログラムの結果を用い、株主資本コストの推定はFama-French3ファクターモデルを利用した。また、国有企業の上場という中国株式市場の特徴も検証にあたって考慮した。重回帰分析を通じて、検証した結果、情報開示の優劣と株主資本コストの間に、負の相関の存在が観察された。対象企業の情報開示評価の結果が1点改善すると、Fama-French3ファクターモデルによって推定された株主資本コストが0.6%下がることがわかった。情報開示の改善による株主資本コストの削減は、より安いコストの資金調達と投資機会の拡大を意味しているため、これは上場企業経営者の開示インセンティブが生まれることにつながる。

第二部では、本論文は中国国内の上場方式について論じるうえ、中国証券監督当局である中国証券監督管理委員会の厳格な上場審査がIPO行列という問題をもたらしている。これにより、中国企業、特に民間企業は間接上場方式を利用するか、海外に上場する、という場面に直面している。次に、本論文は海外に上場している中国企業に視点を移し、こうした中国企業が普遍に利用している間接上場方式の仕組みと課題について論じる。最後に、本論文は1993年深圳証券取引所に上場し、2回に渡って殼会社として利用された「棱光実業」の事例、そして1993年トロント証券取引所に殼借り上場した「シノフォレスト」の事例、最後にVIE構造を利用して2014年に米国NYSEに上場した「アリババ・グループ」の事例、を検討している。間接上場方式の利用は、不正会計・虚偽開示との相関が高い、という仮説を提起する。

第三部では、米国取引所に上場した中国企業285社を対象に、SECに届け出るアニュアルレポートを中心に情報開示の評価を行っている。まずは、「リスクファクターズ」より作成されているキープレーズ集がMD&Aでの出現回数を検討し、その結果を対象企業の情報開示スコアとしている。次に、情報開示評価スコアと開示時の財務状況、そして上場方式との関係を分析した。その結果、情報開示の質は企業の規模、上場年数、業種に関係があること（仮説I）、特に情報開示の質は上場方式と関係あること（仮説II）が明らかになった。仮説Iについて、対象企業全体では、①上場企業の総資産が大きいほど情報開示がよい、②上場年数が長

くなるほど情報開示が低下していく、③製造業の企業はそのた業種の企業より情報開示の質が低い、ということが分かった。①-⑧のグループに分けて上場年数が情報開示スコアに与える影響を中心に分析すると、2010-2012年に広がった中国企業に対する会計不信から生き残っている⑦継続上場&10-Kグループでは、上場年数が長くなるに連れて、情報開示スコアが改善していくことがわかっている。これに対して、継続上場している中国籍企業（直接上場企業）、及びタックスヘイブン籍企業（殻作り上場企業）では、上場年数が長くなるに連れて、情報開示が低下していく。殻借り上場から殻作り上場への上場方式転換が背景に、米国取引所に上場している殻作り上場企業のリスクに注意する必要がある。

仮説Ⅱは仮説Ⅰを土台に、上場方式が情報開示スコアに与える影響を分析している。仮説Ⅱを重回帰分析によって検証すると、上場方式という変数を入れることで、回帰式の説明力を示す調整済みR²はそれぞれ向上した。特に上場廃止グループでは、調整済みR²が0.577に改善している。これによって、上場方式は情報開示の質に関係していることが立証されている。

更に、本論文は、情報開示の改善による市場への効果としてのボラティリティーと流動性を検証している。ボラティリティーを非説明変数とし、情報開示スコア、営業利益率、確定ROE、負債比率などを説明変数とする仮説Ⅲaの結果では、情報開示スコアの係数は予想通りのマイナス(-0.060)となっているが、有意ではない。これは、本論文が冒頭(8頁)で論じているように、情報開示の改善が株式ボラティリティーに影響を及ぼす影響は明らかになっていない、という結論に合致している。

流動性を非説明変数とし、情報開示スコア、営業利益率、確定ROE、負債比率などを説明変数とする仮説Ⅲbの結果では、全対象グループ700社における情報開示スコアの係数は-0.118であり、有意である。これは、情報開示の改善は流動性の削減につながるという結論となっている。そこで、①-⑧までの8つのグループにおいて再検討すると、情報開示スコアの説明力が高い①上場廃止グループと⑤上場廃止&10-Kグループでは、情報開示スコアの係数はそれぞれプラスで、有意である。こうしたグループにおいて、対象企業の情報開示スコアが改善すれば、流動性が高まっていく。これは先行研究の結論と一致している。

表9-3に示しているように、本論文が推定した上場廃止企業の情報開示スコアの平均値が継続上場企業を下回っている。また、殻借り上場企業(10-Kグループ)の情報開示スコアは、その他上場方式(20-Fグループ)の企業の半分以下にすぎない。したがって、仮説Ⅲbにおいて、①上場廃止グループ、⑤上場廃止&10-Kグループは情報開示の質が低いため、流動性が低迷し、最終的に上場廃止につながるという指摘できよう。

今後の課題

于(2013)が指摘したように、中国A株上場企業は諸先進国の上場企業と比べて、下記の2点に要約できる。

- ① 株式市場は融資のチャンネルでもあるが、株主に還元するチャンネルでもある。上場企業は株式市場を融資のチャンネルだけと見なして、利益還元する意識が薄い。
- ② 企業経営陣はIR活動を監督当局の要請と見なして、企業の透明化を抵抗している。監督当局の要請に満たした上、融資するニーズがなければ、積極的にIR活動はしない。

このような認識の不足は中国の上場企業情報開示の発展を制限している。この意味で言えば、情報開示に対する上場企業経営者の認識を強化することは重要である。

そこで、本論文は第一部で、上場会社経営者の開示インセンティブに出発して、情報開示と自己資本コストの関係を扱った。情報開示と自己資本コストの関係について、Botosan (1997) と Botosan and Plumlee (2002) の研究では相反する実証がなされたように、これにはまだ議論の余地がある。本論文は、深圳証券取引所上場企業の将来予想データの制限もあり、開示データでは過去の実現リターンのデータを用いて、Fama-French 3 ファクターモデルによって自己資本コストの推定を行った。このような推定方法は、もう「過去の研究になりつつある」という指摘もあり、今後はより厳密な自己資本コスト推定モデルを求め、自己資本コストと情報開示との関係を経営者の開示インセンティブという課題に取り組んでいきたい。

第二部では、中国企業の上場方式による情報開示を取り上げている。CSRC の厳格な上場審査は IPO 行列という問題をもたらしている。これにより、中国企業、特に民間企業は間接上場方式を利用するか、海外に上場する、という場面に直面している。2010-2012年に広がった中国企業に対する会計不信により、間接上場方式のうち、殻作り上場方式がほぼ姿が消した。一方、中国ハイテック企業が中国政府の規制を避けるために、VIE 構造を通じて米国上場に用いている。これに対して、中国政府は推奨はしないが、禁止もしない、という態度をとってきた。しかし、今年に入って、検討の動きが見受けられている。

2015年1月19日、「中華人民共和国外国投資法(草案)」が公布され、従来、VIE 構造が利用される前提となる外国企業の認定について、見直しが行われると見られている。例えば、現行の規定では、外国企業の認定は企業の登記地によって判断されている。それゆえ、英領ケイマン諸島や香港に設立されている企業は外国企業として取り扱われている。今回の草案では、企業の登記地のほか、実際の支配者も企業国籍認定の基準の一つになっている。それにより、現在、中国国内にある VIE 事業体も外国企業と判断される可能性が生じかねない。場合には、現行の「外国企業投資産業目録」違反の恐れが出てくる。

一旦「外国企業投資産業目録」違反と判断されれば、英領ケイマン諸島の上場持株親会社と VIE 事業体が遮断され、事業全体のビジネスモデルが存続できるかどうかの問題に直面する。

また、本論文の第三部は、「仮説 I : 上場企業情報開示の質は開示時の財務状況に関係ある」で明らかになっているように、継続上場している中国籍企業(直接上場企業)、及びタックスヘイブン籍企業(殻作り上場企業)では、上場年数が長くなるに伴い、情報開示が低下していく傾向が見られる。第二部で指摘した、今後、米国取引所に上場している(VIE 構造を含む)殻作り上場企業のリスクに注意する必要がある。

「中華人民共和国外商投資法草案」は、目下、検討中である。大きな関心を持って、その動向を注視していきたいところである。

参考文献リスト

和文文献

- 相沢幸悦・濱田康行等 1994. 「中国の株式会社制度と証券市場の生成」 日本証券経済研究所
あらた監査法人. 2014. 「企業会計とディスクロージャーの合理化に向けた調査研究」
岩谷賢伸. 2008. 「米国における SPAC の活用をめぐる議論」 野村資本市場研究所 『資本市場ク
ォータリー』 冬号 pp.164-174.
- 内野里美. 2004. 「自発的な情報開示と自己資本コストの関係—複数の情報開示指標と EP レシオ
による実証研究」 『産業経営 (早稲田大学産業経営研究所)』 36 : 37-52.
- 内野里美. 2005. 「自発的な情報開示が自己資本コストに与える影響」 『現代ディスクロージャー研
究』 6:15-21.
- 王剣虹. 2006. 「A株とH株の重複上場と発行価格」 『関西大学商学論集』 第50巻第6号 pp.86
-96.
- 太田浩司・斉藤哲郎・吉野貴晶・川井文哉. 2012. 「CAPM、Fama-French3ファクターモデル、
Carhart4モデルによる資本コストの推定方法について」 『関西大学商学論集』 57(2):1-24.
- 音川和久. 2000. 「IR活動の資本コスト低減効果」 『会計』 158 (4) :73-85.
- 柴健次・須田一幸・薄井彰編. 2008. 『現代のディスクロージャー—市場と経営を革新する—』 中
央経済社.
- 周劍龍. 2005. 『中国における会社・証券取引法制の形成』 中央経済社
- 蔣飛鴻. 2001. 「中国における証券市場の展開と課題」 『経理知識』 80巻 pp.67-79.
- 須田一幸. 2004. 『ディスクロージャーの戦略と効果』 森山書店.
- 杉浦政裕・菰田文男 2008 『日本建設情報総合センター研究助成事業成果報告会資料集(CD-
ROM)』 巻: 7th ページ: ROMBUNNO.5
- 増田正. 2003. 「フランス地方議会の審議項目のテキストマイニング分析」 『地域政策研究』
13.2: 3.
- 増田正. 2012. 「地方議会の会議録に関するテキストマイニング分析: 高崎市議会を事例として」
『地域政策研究』 15.1: 17-31.
- 中田理恵. 2015. 「中国株式市場の IPO 再開・制度改正と今後の登録制改革の方向性」 大和総研
- 張影. 2006. 「会計不正に対する中国公認会計士の監査対応」 『経済科学』 Vol54 pp75-92
- 那須川哲哉. 2006. 『テキストマイニングを使う技術/作る技術』 東京電機大学出版局
- 内閣府. 2002. 『年次経済財政報告書』
- 西山莉紗・竹内広宜・渡辺日出雄・那須川哲哉. 「新技術が持つ特長に注目した技術調査支援
ツール」 『人工知能学会論文誌』 24.6: 541-548.
- 迫村光秋・和泉潔. 2013. 「Twitter テキストマイニングによる経済動向分析」 『第9回人工知能
学会ファイナンスにおける人工知能応用研究会 発表論文』 pp39-41
- 福光寛. 2010. 「中国証券監督管理委員会「中国資本市場発展簡要回顧」について」 『成城・経
済研究』 Vol189 pp83-105.
- 淵田康之. 2005. 「問われるファイナンシャル・ゲートキーパーの役割」 『資本市場クォータ
リー』 秋号 pp.2-16.
- 野村資本市場研究所. 2007. 『中国証券市場大全』 日本経済新聞出版社
- 野村資本市場研究所 『中国証券市場大全』 日本経済新聞社 2007
- 余野京登・和泉潔・後藤卓・松井藤五郎・陳ユ. 2010. 「英文経済レポートのテキストマイ
ニングと市場分析」 『人工知能学会全国大会論文集』 24: 1-4.
- 余野京登・和泉潔・後藤卓・松井藤五郎・陳ユ. 2011 「英文経済レポートのテキストマイ
ニング分析ツールの開発」 『人工知能学会ファイナンスにおける人工知能応用第6回研究会』
pp53-57
- 齋藤朗宏. 2012 「日本におけるテキストマイニングの応用」 『The Society for Economic Studies The
University of Kitakyushu Working Paper Series』 ,
- 吉田稔・中川裕志. 2010 「テキストマイニングの活用」 『情報の科学と技術』 60(6): 230-235.
- 米山徹幸. 2012. 『21世紀の企業情報開示』 社会評論社 pp.32-42.
- 日本証券経済研究所. 2012. 『図説中国の証券市場 (2011年版)』

英文文献

- Aldave 1984. Misappropriation: A General Theory of Liability for Trading on Nonpublic Information, *Hofstra Law Review*, Vol. 13 (1984) : 101—125.
- Amihud Y, Mendelson H. The Effects of Beta, Bid - Ask Spread, Residual Risk, and Size on Stock Returns. *The Journal of Finance*, 1989, 44(2): 479—486.
- Botosan, C. 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review* 72 (3) : 323—349.
- Botosan, C. 2006. Disclosure and the cost of capital: what do we know?. *Accounting and business research* 36 (sup1) : 31—40.
- Botosan, C., and M. A. Plumlee. 2002. A Re—examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research* 40 (1) : 21—40.
- Bushee B J, Noe C F. Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of accounting research*, 2000: 171—202.
- Cohen A M, Hersh W R. A survey of current work in biomedical text mining. *Briefings in bioinformatics*, 2005, 6(1): 57—71.
- David N. Feldman. 2006. *Reverse Mergers: Taking a Company Public Without an IPO*, Bloomberg Press
- Diamond, D., and R. Verrecchia. 1991. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance* 46 (4) : 1325—1355.
- Fama, E., and K. R. French. 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds. *Journal of Financial Economics* 33 (1) : 3—56.
- Haugen R A, Baker N L. Commonality in the determinants of expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 1996, 41(3): 401—439.
- Healy, P., and K. G. Palepu. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1) : 405—440.
- Kogan S, Levin D, Routledge B R, et al. Predicting risk from financial reports with regression[C]//*Proceedings of Human Language Technologies: The 2009 Annual Conference of the North American Chapter of the Association for Computational Linguistics*. Association for Computational Linguistics, 2009: 272—280.
- Lambert, R., C. Leuz, and R. Verrecchia. 2007. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*. 45(2) : 385—420.
- Makino S, Lau C M, Yeh R S. Asset—exploitation versus asset—seeking: Implications for location choice of foreign direct investment from newly industrialized economies. *Journal of international business studies*, 2002, 33(3): 403—421.
- Peramunetille D, Wong R K. Currency exchange rate forecasting from news headlines. *Australian Computer Science Communications*, 2002, 24(2): 131—139.
- Spasic I, Ananiadou S, McNaught J, et al. Text mining and ontologies in biomedicine: making sense of raw text. *Briefings in bioinformatics*, 2005, 6(3): 239—251.
- Tan A H. Text mining: The state of the art and the challenges[C]//*Proceedings of the PAKDD 1999 Workshop on Knowledge Discovery from Advanced Databases*. 1999, 8: 65—70.
- Venkatachalam M. Discussion of corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 2000, 38: 203—207.
- Vishal Gupta , Gurpreet S. Lehal, 2009 A survey of text mining techniques and applications, *Journal of Emerging Technologies in Web Intelligence*, pp60—76
- Wang, W., and G. Jiang. 2004. Information Disclosure, Transparency and the Cost of Capital. *Economic Research Journal* 7 : 107—114.
- Welker, Michael. "Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets." *Contemporary accounting research* 11.2 (1995): 801-827.
- William K. Sjostrom Jr. [2008] *The Truth about Reverse Merger*, *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol.2
- Wu, W., Y. Wang, and G. Cheng. 2004. Asymmetric Information and Ownership Structure: Evidence from China Listed Companies. *Systems Engineering—Theory & Practice* 24(11) : 28—32.
- Zeng, Y., and Z. Lu. 2006. The Relationship between Disclosure Quality and Cost of Equity Capital of Listed Companies in China. *Economic Research Journal* 2 : 69—91.
- Zhao, Y. 2011. Ownership Structure and Investor Relations Management — An Empirical Research on Chinese Listed Companies. *Journal of Shanxi Finance and Economics University* 33(8) : 92—100.

中国語文献

- 易憲容・盧婷. 2006. 「国内企業海外上市对中国資本市場的影響」『管理世界』
- 王东・張秋生. 2004. 『企業兼并与收購案例』清华大学出版社有限公司
- 何恩良. 2004. 「中国注册會計師行業誠信建設研究—銀廣夏案例分析」『企業經濟』(11): 185—186.
- 何佳・何基報. 2002. 「中国股市重大事件信息披露与股价异动」『深圳證券取引所綜合研究所研究報告 2004』
- 何跃・帥馬恋・馮韻. 2014. 「中文微博热点话题挖掘研究」『统计与信息论坛』(6):86—90.
- 卿校成・曾勇・李解. 2008. 「民营企业上市模式、大股东控制与经营绩效」『中国管理学年会论文集』2008年』 pp 242—255
- 金曉玲・湯振亞・周中允. 2013. 「微博客实证研究綜述」『情報雜誌』(10):18—22.
- 胡章宏・王曉坤. 2008. 「中国上市公司 A 股和 H 股价差的实证研究」『經濟研究』(4):119—131
- 施金晶. 2015. 『博弈与平衡—借壳上市監管制度研究—』中国金融出版社
- 朱思東. 2010. 『反向并購—中国企業在美的上市融資之道』上海社会科学院出版社
- 肖华. 2008. 『中国證券市場信息披露理論研究』中国经济出版社
- 張程睿・賽靜. 2008. 「我国上市公司違規信息披露的影响因素研究」『審計研究』(1).pp.75—81.
- 長国強. 2004. 「中国の株式市場への統計的分析」『駒大経営研究』35(3・4): 113—133.
- 程遠忠. 2004. 『中小企業海外上場のガイドライン』第 1 版 中国發展出版社
- 程遠忠. 2009. 『中小企業海外上場のガイドライン』第 2 版 中国發展出版社
- 楊敏・歐陽宗書・葉康濤・杜美杰. 2012. 「在美上市中国概念股會計問題研究」『會計研究』
- 李擁軍. 2014. 「中国上市公司股權結構分析」『冶金管理』8:24—28.
- 陸正飛. 2008. 「我国企業資本結構与融資行為：回顧、評述与展望—紀念我国會計与改革開放 30 周年」『財會通訊·綜合』.pp.6—10.
- 廖士光・楊朝軍. 2008. 「中国股票市場流动性價值研究—双重上市 A, B 股經驗證據」『南方經濟』(12): 64—78.
- 樊帥・田志龍・鄧新明. 2007. 「中国企业海外上市的动因和模式分析」『华中科技大学学报：社会科学版』第 2 期 pp59—64
- 趙黎鳴. 2013. 「我国上市公司信息披露的研究现状及建議」『四川大學学报(哲学社会科学版)』.pp.119—126.
- 孫建冬・周滢. 1998. 「恒通收購棱光：“买壳上市”的实证研究」『證券市場導報』第 4 期 pp20—24
- 賀春雷. 1999. 「我国 A, B 股市場價格差异成因分析」『江蘇經濟探討』(1): 37—38.
- 馬驍・劉力臻. 2013. 「中国、美国与香港證券市場借壳上市監管制度比較研究」『證券市場導報』pp67—72
- 于忠泊. 2013. 「投資者关系管理的新問題、新趨勢—深交所綜合研究所 2013 年第 5 期研討活動綜述」深圳證券取引所綜合研究所

添付資料Ⅳ 上場企業自己評価チェックリスト（評価結果「A」にあたる部分）

番号	評価指標	ある	なし	不適用	注
1	評価期間が12ヶ月未満				
2	指定媒体より開示された書類に対して追加又は改正を2回以上行った				
3	年度財務報告書又は半年度財務報告書は公認会計士により、「限定付適正意見」が提出された				
4	年度決算短信又は年度業績予想（決算短信又は業績予想に修正が存在する場合、指定期間内の最終修正データを基準とする）は、年度報告書に開示された財務数値との差異が20%以上であり、しかも金額の絶対値が200万人民元以上				
5	会計誤謬が発生し、又は前年に会計誤謬が発見し、その金額は上場会社株主に帰属する調整済み純利益の20%以上に達し、しかもその金額の絶対値が200万元以上				
6	定期報告書が予定開示日に開示されず、それにより会社の株式又は金融派生商品が上場停止になった				
7	会社又はその支配株主、実際支配者等の関係者が情報開示の公平原則を違反することにより、一般媒体に会社の未開示重要情報が流出し、会社の株式又は金融派生商品が上場停止になった				
8	開示規定に従って社会責任報告書を開示すべきであるが、規定に反して迅速的に開示しなかった				
9	開示規定に従って年度内部統制自己評価報告書を迅速的に開示することを怠り、又は（関連）開示規定により、会計事務所を雇用して内部統制の設計及び執行の有効性に対して監査を行うべきであるが、会計事務所を雇用した監査を行わなかった				
10	会社の取締役、監査役、役員、支配株主、実際支配者が会社の情報開示事務に協力せず、市場の噂に関する問い合わせに対し、迅速的に回答せず、資料提供もなく、または関連情報の通報義務、重要事情の申告義務、開示義務を厳格的に果たさない（こうした例に限られない）、等				
11	会社の取締役、監査役、役員、支配株主、実際支配者が当取引所に「声明及び承諾書」を提出せず、又は当取引所に提出した「声明及び承諾書」、「履歴書」等の書類には虚偽記載、誤解されやすい陳述、もしくは重要情報の遺漏がある				
12	取締役会秘書役が累計で三ヶ月以上に空席である（指定取締役あるいは役員が取締役会秘書役を代行し、又は代表取締役が取締役会秘書役を代行する場合は、取締役会秘書役が空員と見なす）				
13	正当な審査手続きを経由せず、又は情報開示義務を果たさず、取締役、監査役、役員、支配株主、実際支配人及びその他の関係者に非経営性の資金を提供した場合				
14	正当な審査手続きを経由せず、又は情報開示義務を果たさず、外部に担保責任を担い、財務資助を提供し、証券投資もしくはベンチャー投資をし、調達資金の用途を変更する、等の場合				
15	直近の会計年度に上場した会社であり、その上場年度の営業利益が前年度より50%以上に下がる場合				
16	直近の会計年度において会社の実現利益が予想営業利益（公表している場合）の80%を下回る場合				
17	上場規則違反などの行為のため、会社が当取引所からの監（督）管（理）書、又は面談要請を受ける場合				
18	会社の取締役、監査役、役員、支配株主、実際支配者は中国証券監督管理委員会が実施する処罰を受ける場合、または取引所が課す「公開譴責」、「通報批評」、若しくは「監（督）管（理）書」を2回以上受ける場合				
19	証券関連法規を違反する疑いにより、会社又は会社の取締役、監査役、役員、支配株主、実際支配者が「有権機関（行政機関、司法機関、検察機関、軍事機関等）」に立件され、調査される場合				

出典：深圳証券取引所の情報開示評価規則より筆者作成

注：深圳証券取引所の情報開示自己評価チェックリストは上述の「Aに当たらない指標」のほか、「Cに当たる指標」と「Dに当たる指標」がある。

添付資料III 海外上場をめぐる中国監督当局の政策推移

	中国証券監督当局の政策
[I] 海外上場の初期段階（－1999年）	1、1997年6月、中国国務院は「海外に証券発行及び上場の更なる管理強化に関する通知」を施行。中国企業が海外上場することには、 ①中国省政府又は国務院関連部門の許可が必要。 ②中国証券監督管理委員会（CSRC）の審査を受けることが必要。
[II] 海外直接上場を求める企業に対する規制の強化段階（1999年－2003年3月）	1、1999年7月、CSRCは、「海外上場を申請する企業に関連する問題の通知」を発表。海外直接上場することには、 ①資本金が4億元以上、 ②調達額が5000万ドル以上、 ③過去一年度の税引後利益が6000万元以上、という「456ルール」を施行。 2、2000年6月、CSRCは、「国内に株式権益を有する海外会社が海外で株式発行及び上場に関する通知」を発表。1999年7月の通知に適用しない企業は、CSRCに海外上場の申請を提出する。CSRCはそれを審査し、問題がなければ、許可を意味する「無意見書」を下す。
[III] 規制の一定緩和段階（2003年3月－2004年末）	1、2003年3月、CSRCの「無意見書」ルールが廃止。 2、2004年1月、中国国務院発展研究中心は、「中小企業海外上場のガイドライン」を出版。殻借り上場は中国中小企業が米国証券市場にアクセスする最も容易な方式である、と明記。
[IV] 国有資産の流出を抑制するための為替管理強化と民間企業の海外上場に関する規制緩和段階（2005年1月－2006年8月）	1、2005年1月、中国為替管理局は、「外資による合併を健全化するための外為管理に関連する通知」を発表。中国内の居住者が外国会社の資産/株式権益の取得を目的として、中国国内の資産/株式権益を同外国会社に譲渡する場合には、外為管理部門の許可が必要、と規定。 2、2005年4月、中国為替管理局が、「国内居住者が海外事業投資/合併の登録に関連する通知」を発表。中国国内の居住者が海外企業と株式/資産の交換を通じて、直接/間接的に海外会社を支配する場合、外為管理部門に届け出る、と規定。 3、2005年10月、中国外為管理局は、「国内居住者が海外特別目的会社を通じて資本調達及び国内投資に関わる外為管理問題の通知」を発表。タックスヘイブンに設立されたオフショアカンパニーが特別目的会社であると定義。中国国内の居住者が海外特別目的会社を設立し、海外の資金調達等の資本活動が認められた。
[V] 間接上場に対する規制の強化段階（2006年8月－2012年）	1、2006年8月、中国商務省は「外国投資家による国内企業の買収に関する規定」を発表。 ①中国事業法人個人が海外上場を目的として、海外特別目的会社を設立する場合は中国商務省に申請をする ②海外特別目的会社の海外上場は、国務院証券監督部門の許認可が必要 ③商務省の許認可を得てから1年間に上場を完成する
[VI] H株上場規制緩和段階（2012年－）	1、2012年12月、CSRCは、「株式有限会社が海外に株式発行と上場の申請書類と審査手続きに関する監督ガイドライン」を発表。それにより1999年7月14日の通知の「456ルール」が廃止された。

出典：筆者作成

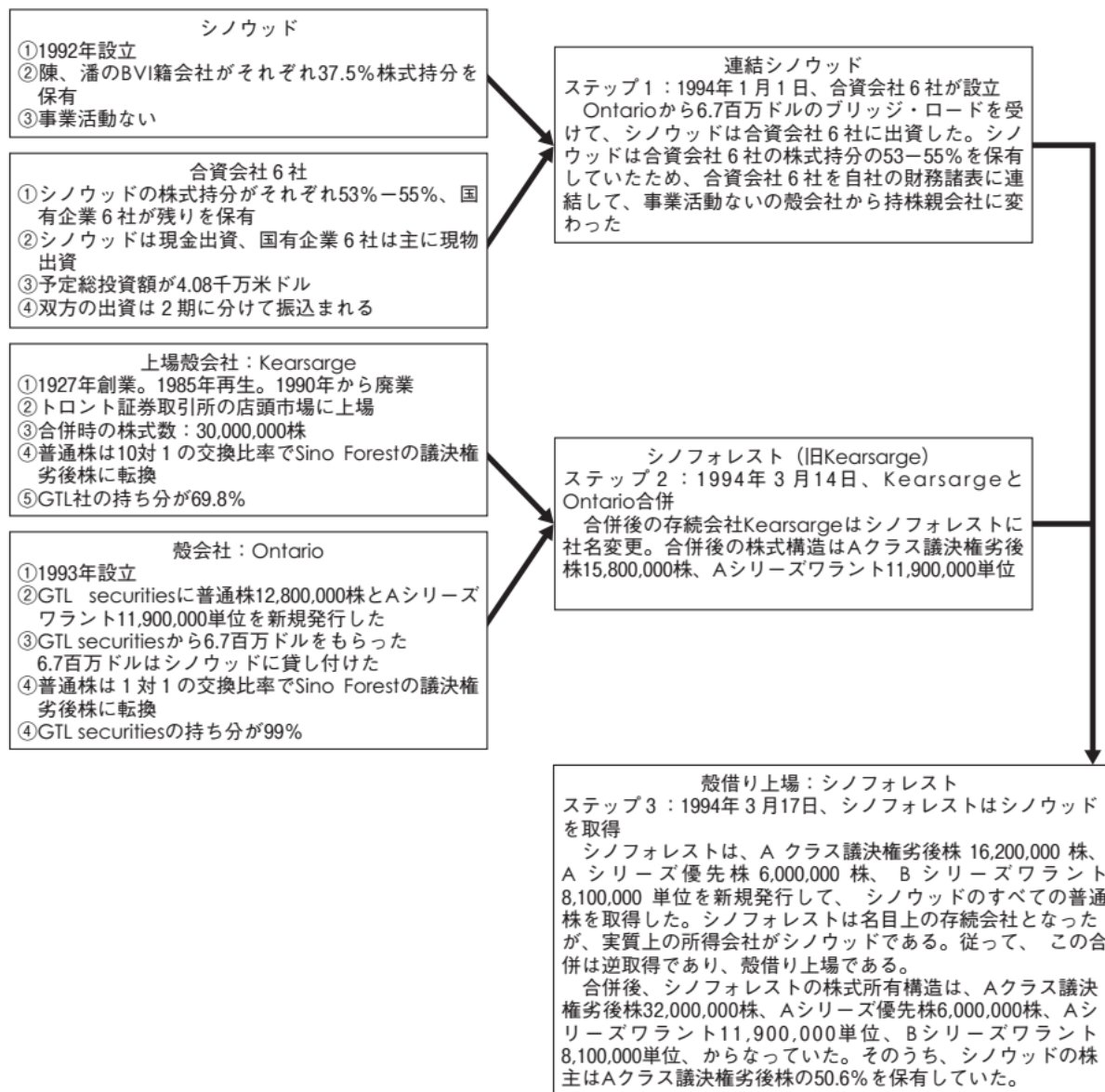
添付資料III 会計不信で調査対象となった27社中国企業とその後の動向

	企業名	業種	取引所	上場方式	レポート 発表日	結果
Citron Research	中国高速頻道	広告	NASDAQ	VIE 付型殻借り上場	2010.1.16	revoked
	泓利煤焦	鉱業	NASDAQ	VIE 付型殻借り上場	2010.3.11	
	中国生物	食品添加物、 微生物関連製 造業	NASDAQ	殻借り上場	2010.8.30	revoked
	博潤塩業	モルト飲料	NYSE	殻作り上場	2010.10.12	
	中国閥門	鉄製品製造業	NASDAQ	殻借り上場	2011.1.13	revoked
	東南融通	IT 関連業務	NYSE	VIE 付型殻作り上場	2011.4.26	revoked
	斯凱網絡	IT 関連業務	NASDAQ	VIE 付型殻作り上場	2011.5.10	
	泰富電器	電気設備製造 業	NASDAQ	殻借り上場	2011.6.22	株式非公開 化
奇虎 360	IT 関連業務	NYSE	VIE 付型殻作り上場	2011.11.1	株式非公開 化	
Muddy Waters	東方紙業	紙業	AMEX	殻借り上場	2010.6.28	
	緑諾科技	製造業	NASDAQ	殻借り上場	2010.11.10	delisting
	中国高速頻道	広告	NASDAQ	VIE 付型殻作り上場	2011.2.3	revoked
	多元印刷	印刷	NYSE	殻借り上場	2011.4.4	revoked
	嘉漢林業	林業	TSX	殻借り上場	2011.6.2	破綻・再生
	展詢通詢	半導体製造業	NASDAQ	殻作り上場	2011.6.28	delisting
	分衆伝媒	広告	NASDAQ	VIE 付型殻作り上場	2011.11.22	MBO
傅氏科普威	貿易	NASDAQ	殻借り上場	2012.4.11	delisting	
Alfred Little	中国緑色農業	農業	NYSE	VIE 付型殻借り上場	2010.9.2	
	西藍天然ガス	天然ガス販売	NASDAQ	VIE 付型殻借り上場	2010.9.9	delisting
	緑諾科技	製造業	NASDAQ	殻借り上場	2010.11.10	delisting
	Youku	IT 関連業務	NYSE	VIE 付型殻作り上場	2011.1.1	
	中国高速頻道	広告	NASDAQ	VIE 付型殻作り上場	2011.3.8	revoked
	西安宝潤	石油加工	NASDAQ	殻借り上場	2011.3.28	revoked
	普大煤業	鉱業	AMEX	殻借り上場	201.4.9	delisting
	索昂生物	生物化学	NASDAQ	殻借り上場	2011.4.28	revoked
	徳信無線	電気設備製造	NASDAQ	VIE 付型殻作り上場	2011.8.16	
	徳尔集团	電気設備製造	NASDAQ	殻借り上場	2011.9.7	delisting
希尔威鉱業	鉱業	NYSE、 TSX	直接上場	2011.9.13	delisting	
OLP Global	東南融通	IT 関連業務	NYSE	殻作り上場	2011.4.26	revoked
	新東方	教育	NYSE	VIE 付型殻作り上場	2011.11.17	
合計	27 社 (延べ 31 社)	—	—	—	—	20 社

出典：筆者作成

注：「中国高速頻道」が3社、「東南融通」、「緑諾科技」が2社の調査対象となっている。「delisting」は取引所から上場廃止したが、店頭市場での取引は可能。一方、「revoked」はSECの登録が抹消されることを意味しているので、米国市場での上場/取引は不能になる。

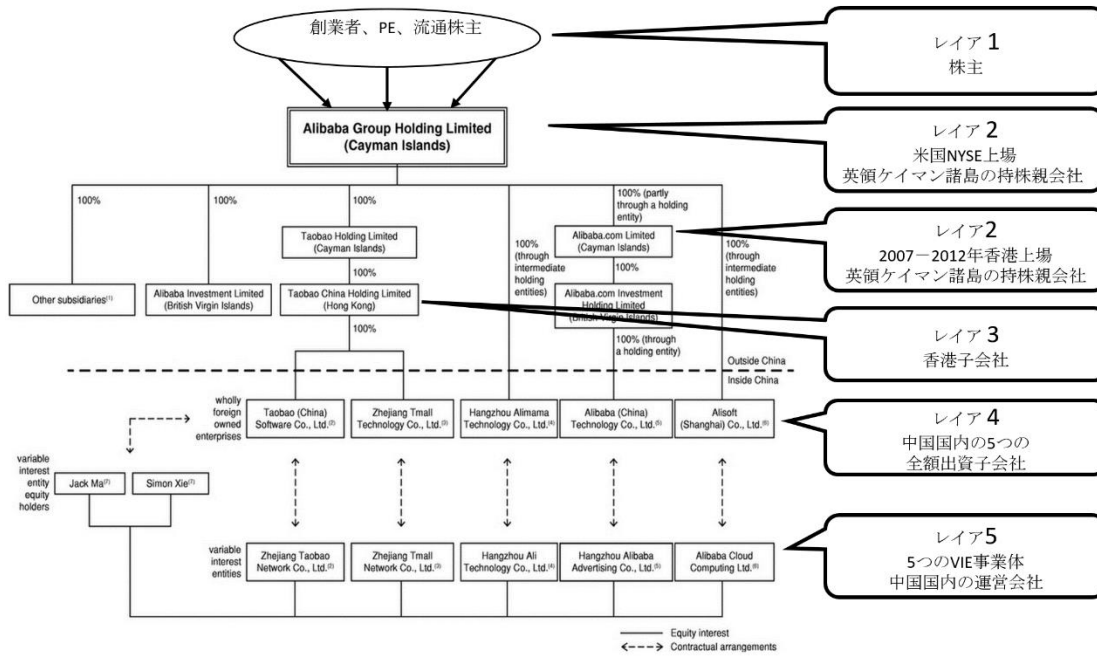
添付資料[IV] シノフォレストの殻借り上場：イメージ図



出典：「1994年定期兼特別株主総会招集通知」より筆者作成

添付資料[V] アリババ・グループの組織構造図

2014 年末



出典：アリババ・グループの上場目論見書（F-1）p88」より筆者作成