

**Research Unit for Statistical
and Empirical Analysis in Social Sciences (Hi-Stat)**

**補償方式と補償規模の影響要因
—中国の株式改革について**

随清遠

August 2011

補償方式と補償規模への影響要因 —中国の株式改革について

横浜市立大学 随 清遠*

2011年8月

概要

2005年4月に始まった中国の株式改革では、非流通株の流通化条件は、企業毎に株主同士の交渉によって決定された。われわれの推計では、バーゲインニングモデルを反映して補償規模を定義しており、株主同士の直接補償であるか否かを区別している。流通株主への補償規模は、バーゲインニングモデルの示唆を反映している一方、負債規模が補償方法に有意な影響を及ぼしている。また、補償規模への交渉について流通株主の期待予測が必ずしも合理的一貫性をもつものではなかった。

キーワード 株式改革、流通化、中国企業、コーポレートガバナンス、バーゲインニング、流動性

JEL classification: G21, G28, G33, G38

*usui@yokohama-cu.ac.jp. 論文の作成に当たって、深尾京司教授から有益のコメントを頂いた。また、本研究で利用したデータは、平成22年度一橋大学グローバルCOEプログラム、「社会科学の高度統計・実証分析拠点構築」資金の一部を使った。記して感謝したい。

1 序

本研究は、中国で2005年4月以降、株式流通化改革を実施した企業を対象に、株式全流通化の必要条件である、非流通株主から流通株主への補償規模および補償方式がいかなる要因に影響されたかを企業の開示データに基づいて検証する。

中国では、社会主義理念を維持しながら、株式制度を導入した。このような独特の事情もあって、同じ配当権と議決権を持つ株式でも、保有主体によって市場での売買が認められるもの（流通株式）と認められないもの（非流通株式）にわけられてきた。上場企業の発行済み株式総数のうち、改革するまでの時点においておよそ60-70%の株式がその非流通株式であった。流通株式は主に一般公衆が保有しており、非流通株式は、もっぱら企業が上場した際、出資者として国有部門や他の法人企業が保有していたものである。全株式の流通化は長年の課題であり、それまで何度か改革の試みがあったが、いずれも失敗に終わった。2005年4月にスタートした今回の改革は、それまでの経験と教訓に基づいて満を持して改革とも言える。中国では、2005年4月から実施したこの改革は「股權分置改革」と呼んでいる。「株式の権利（股權）が別々に配置された状態を改める」という意味である。本研究では、この改革を「株式流通化改革」と呼ぶ。

2005年改革の最大な特徴は、非流通株主が流通権を得るための前提条件について、規制当局から一律のルールを設定せず、当事者同士が交渉して決定するという点である。交渉過程におけるもっとも重要な事項は、非流通株主がいかなる方式でまたどの程度の規模で流通株主に補償を与えるか、である。本研究の対象期間において、97%以上の上場企業が改革の実施を完了した。

標準的株価決定理論に基づいて考えれば、流通株主が補償を受けなければならない理由は必ずしも自明ではない。もし、ほとんどの市場関係者が認めたように、株式の流通化が企業のガバナンス環境を改善するものなら、流通化改革が企業のキャッシュ・フローの改善を通じて、流通株主を含めて配当権を持つすべてのものに利益をもたらすはずである。そうすると、全株式流通化によって生じる流通株主の「損失」を補償する根拠は、健全な資本市場を想定する限り、理論的には不明確になる。しかし、パーゲインニングゲームに基づいて考えれば、流通化改革は非流通株主が流通権を得るための改革であり、交渉過程は結局非流通株主に流動性プレミアムを付与するための改革であると解釈できる。つまり、改革における交渉過程は、流動性プレミアムを当事者同士でいかに分け合うか、に関するものである。この解釈では、非流通株主から流通株主への補償は、改革によって発生する損失の補填ではなく、流動性プレミアムの分け前である。

次の節で紹介するように、2005年以降の株式流通化改革について多くの研究が存在する。本研究は以下の三点について先行研究と異なっている。

補償方式に対する検証。 流通株主への補償方式は多岐にわたる。われわれの検証では、補償方式を、株主同士の贈与のみによって実施したものと、何らかの企業経営の変化を伴うものと区別する。コーポレートガバナンスの議論において、大口株主と小口株主との利益不一致だけでなく、株主対債権者との利益不一致も深刻の問題である。直接補償か否かを区別するのは、何らかの企業経営の変化が伴う際、債権者の利益が無視される可能性があるからである。

補償規模の定義。 国有部門等の非流通株主から、流通株主への補償規模を検証するほとんどの先行研究は、補償規模を流通株主の保有資産増加率で定義している。しかし、この定義は非流通株主の保有ポジションを反映しておらず、パーゲインニングモデルと整合的ではない。われわれの推計では、補償規模を流通株主の保有シェアの

増分として定義している。

株主の合理的期待の一貫性。補償に関する交渉プロセスにおいて、株主はどこまで合理的に行動していたかは、を検証するのは、本論文の焦点の一つである。それを確かめるために、2001-2002年の改革時の個別企業の株価変動が2005年以降の改革の補償規模決定にどのように影響したかを検証した。

本研究は、データが開示された1306社の改革実施済み企業を対象に検証した。補償方式の影響要因について、ヘックマンの二段階推計を応用し、第一段階目の推計において負債比率等の変数が補償方式の選択にどのような影響を及ぼしたか、を観察することによって判断した。その結果、負債比率が有意に補償方式の選択に影響を及ぼした。この結果は、補償方式の選択において、企業の債権者の利益が軽視された可能性を示唆する。補償規模への影響要因について、推計結果はおおむねバーゲインニングモデルと整合する。

株主の合理的期待の一貫性に関しては、2001-2002年改革時の個別企業株価変動を説明変数に加えて推計した結果、2005年以降の改革における補償規模の決定は必ずしも、2001-2002年改革時の株価変動を反映していない。流通株主が必ずしも一貫性を持って補償を求めておらず、補償規模の決定はそれ以外の心理的・感情的要因によってなされた可能性がある。

論文以下の構成は次の通り。まず第2節では、中国の株式制度と市場発展の推移を概観する。またこれまでの改革の経緯および2005年の改革におけるルール設定を解説する。第3節では、関連する先行研究によるこれまでの発見と問題点を検討する。第4節では、簡単なバーゲインニングモデルに基づいて補償規模の決定要因を理論的に説明し、関連する理論的問題を検討する。第5節では、対象サンプルとデータを説明し、推計結果を紹介する。そして最後の第6節では、要点をまとめ、残された課題を検討する。

2 中国における株式制度の発展と改革の背景

2.1 改革開放後の株式制度

日本やアメリカのようないわゆる資本主義経済においても、株式制度は、完璧な制度でもなければ、完成した制度でもない。先進諸国のどの国においても、株式に関する制度改革作業は、これまで一度も中断されることなくずっと行われ続けてきた。しかし、近年の中国における株式制度の変貌は、他の国と異なる理由で展開された。

2004年に修正された憲法では、依然として経済システムの性格を社会主義とする一方、改革開放スタートの約10年後、株式制度の導入が認められていた。しかし、株式制度と社会主義の原則や公的所有制度との整合性や矛盾点をどう判断するか、ということについてずっと曖昧のままであった。事実、株式制度導入の初期頃、これが社会主義原則の放棄を意味するのではないかという戸惑いの声は少なくなかった。そこで、1992年鄧小平氏の有名な南巡講話という鶴の一声の後押しもあって、株式市場は順調に発展したように見えた。図表1では、株式市場上場企業数の推移を示している。

<図表1>

中国における株式制度は、個人株主が企業の配当を請求する権利を持つこと、株価変動リスクを負担すること、また不特定多数のものが参加する市場で売買できることなどの点については、他の先進諸国のそれと同じである。このような制度の導入は

長年計画経済をやってきた中国にとっては画期的なことに違いない。しかし、中国の株式制度は、先進諸国のそれと重要な相違点をずっと維持していた。つまり、株式市場で売買が認められるのはごく一部の株式であり、他の部分については、その流通を認めない。いわゆる流通株と非流通株の存在である。流通の可否を除けば、配当を享受する権利、株主総会で議決を行使する権利については、流通株と非流通株は全く同じである。後の改革においてこのような状態が「分置（分離配置）」と表現された。

1992年5月、国家体制改革委員会、中国人民銀行、財政部、国家計画委員会と國務院生産センターが連名で公布した『株式制企業施行試案』では、株式が国有株、法人株、個人株と外資株の四つに分類され、国有株と法人株が非流通株とされていた。国有部門が保有する部分が非流通とされた背景には、社会主義の原則という建前上の整合性を維持するためだと考えられるが、もう一つの背景は、もともと株式制度の推進は国営企業経営効率の向上の一環として進められたので、安易な流通化は国有資産の流失に対する危惧も考えられる。しかし、国有株と法人株が流通市場で売買してはならないという規定は、いずれの明文化された法律や通達にも見あたらない。非流通とされた株式は、保有者間での移動がまったくできないわけではない。企業の統合合併、提携、組織再編成に伴い、株式の移動が必要とされた場合、監督機関の許可を得たうえ、移動が認められている。しかし、その譲渡価格は流通価格ではなく、あくまで協議に基づくものであった。

非流通株の存在が健全な資本市場や企業ガバナンスにとってマイナスであることについて、早くから多くの専門家に指摘されてきた。まず、(1) 流通株主が保有する株式は全体のごく一部なので、議決権を行使して会社の経営を左右することが不可能である。その結果として流通株主の関心は必然的に会社経営の実態より株式市場の価格変動に向いてしまう。そのために、中国の株式市場はその投機的性格が特に強いと思われる。図表2では、投資家が株式を売買する頻度を示す回転率について中国と日本を比較している。ファンダメンタルズの相違を配慮せず、単純な比較であるが、中国の投資家の売買頻度が日本のそれよりはるかに高いことがうかがえる。逆に株式の大部分を握っている国有部門は、キャピタルゲインを実現させる手段を持たず、必然的に株価軽視の経営を求めてしまう。これでは株式制度の本来の機能が期待できない。いうまでもなく、非流通株式が存在するシステムでは、企業買収を通じて割安な株式を取得して経営を改善するメカニズムが元から機能しない。また、(2) 後ろで紹介する各企業の改革案にも示されたように、特に法人株主は企業と関連業務を行っているので、往々にして国有部門である大株主はその地位を利用して保有先企業に不利な取引を強いてしまうケースが少なくない。

<図表2>

しかし、とくに(1)に関しては、効率的企業経営の観点から、非流通株の存在による弊害はどこまで深刻なのか、逆に言えばすべての株式の流通化が可能になっても、一般株主の議決権行使あるいは企業買収を通じて企業経営の効率性を高める余地がどれ程度大きいのか、不明な部分があると指摘する必要がある。理論的には、Grossman and Hart(1980)が指摘するように、企業買収による経営改善が機能するには大きな障害がある。また、同じ経済発展に成功した先進諸国においても例えば、アメリカと日本との間に大きく異なる。少なくとも高度成長期の日本においては、株主総会における株主の発言や企業買収などのメカニズムによる経営改善がきちんと機能していたとは思われない。

2.2 2005年以前の改革

非流通株の改革は2005年以前にも、1999年と2001年に試みられた。当時の改革の名称は「減持（国有部門保有の低減）」となっており、改革による混乱を予測していたか、一挙に非流通株をなくすのではなく、徐々に国有部門の保有株を減らす戦略をとっていた。しかし、やり方としては一方的な行政命令によるものに近い。1999年9月22日、共産党第15次全国大会第4回会議においては、「国が支配的株主であるという前提の下で国有部門の保有シェアを引き下げよう」という方針を打ち出した。先進諸国の政治システムと違って中国では、共産党の全国大会で打ち出された方針はしばしばそのまま国の政策になるケースが多い。それをうけて、それ以前にも国有部門保有株シェアを下げようという動きがあったものの、実施した企業はごくわずかであった。また、2001年6月12日に日本の内閣府に相当する国務院が「国有部門持ち株の軽減と社会保障基金の管理に関する暫定方法（減持国有股口集社会保障資金管理暫行弁法）」を発表した。本研究では、2005年以降の流通化改革と区別するために、2001-2002年の改革を「減持」改革と呼ぶ。この改革案では、とりあえず1割の国有部門保有株を市場で流通させ、それによって発生する売却益を社会保障基金に充てることまで宣言した。しかし、市場の反応は政府の予想以上のものであった。図表3は、2001年と2002年の上海証券取引所の株価指数（上証指数）の日次データの動きを示している。政府が発表した国有部門持ち株軽減の影響がこのグラフに如実に表れている。株価指数は、国務院改革案の発表日の2213.6から、ほぼ半年後の2002年1月22日の1358.7へと、実に4割近く暴落した。もっとも対応する期間の実体経済面において、経済成長、貿易、雇用、物価、為替レートなど、この暴落と対応するものがなかった。これで政府主導の一方的な国有部門保有株の軽減という改革に対して資本市場から否定的な反応が示されたことは明らかであった。株価の暴落を受けて、2002年6月23日、同じ国務院の決定として、国有部門保有株軽減改革の中止が発表された。この発表の次の取引日において、株価平均はたった一日で9.25%の急上昇を見せた。政府がつい一年前に自らの主導で行おうとした改革をまた自ら引っ込めたのは、中国において決して多く観察できる例ではない。

<図表3>

しかし、非流通株が存在する制度の問題はこれで消えたわけではない。その後の株式市場が株価水準の面においても、資金調達的面においても低迷を続いた。

<図表4>

<図表5>

図表4と図表5はそれぞれ1990年以降、株式制度導入後の上場企業の株式時価総額合計値の推移と株式発行による企業部門の資金調達の推移を示している。とくに2000年から2005年までの時期には、いずれものデータで判断しても、株式市場が低迷している。この低迷は、前に示した上場企業数の変化や順調に発展し続けた実体経済とは対照的であった。そこで非流通株の存在という中国にしか存在しない制約が株式制度の本来の役割発揮の足かせになっているのではないか、という認識は企業経営者、学者、政府関係者の間に広まった。

2.3 2005年からの改革

政府の関係部門が過去の失敗を検討した上、2005年4月29日、中国証券監督管理委員会は、「上場会社株式流通化改革のテストケースに関する問題の知らせ（關於

上市公司股權分置改革試点有關問題的通告)」という新しい改革案を公表し、改革の正式名称の中国語名を「股權分置改革」とした。

それまでの改革と比べて2005年の改革は資本市場、株式企業に対する監督管理の体制がある程度整えられた中、行われたといえる。例えば、前述したように1992年株式制導入に関する政策発表は、国家体制改革委員会、中国人民銀行、財政部、国家計画委員会と國務院生産センターの連名で行われた。このリストには、中央銀行、財政部門、企業管理部門等が含まれており、株式市場証券業務に対する政府の監督体制がまだ整えられていないことがうかがえる。それに対して、2005年4月に公布された政策は、証券市場の監督管理を内容とした行政機関、証券監督管理委員会の名の下で行われた。また改革の実施について、直ちにすべての対象企業に一律に新ルールを適用するのではなく、先にテストケースを作って徐々に改革範囲を拡大するという方策がとられた。第一回のテストケースにおいて4つの企業が選ばれた。

今回の改革のもっとも大きな特徴は、規制当局が大まかな基本原則しか示しておらず、各企業の具体的改革案の内容を当事者同士の交渉事項としたことである。もっとも、改革の手順やルールに関するガイダンスは、最初の改革宣言を実施してから約半年後の9月5日に公表されており、この改革は当初から、詳細な設計に基づいて行われたというより、実際に生じる問題を見てから対応を考えるという性格が強かった。

一般的なケースにおいては、非流通株主が支配的株数を持っている。そのため、非流通株主だけの利益が重視されることがないように、証券監督管理委員会が示した改革ルールでは、交渉に当たって各企業の改革案が成立する前提条件として、非流通株主の三分の二の賛成とともに流通株主グループのみの三分の二の賛成も課された。2001-2002年改革の経験もあって、全株式の流通化に伴い、市場に供給される株数が増え、それによって株価が暴落することが一般的に危惧される。したがってほとんどの企業において、改革案の主な焦点が、非流通株式に市場で売買する権利を与える代わりに、それまでの流通株主がいかなる方式で、またどの程度の規模で補償をもらうか、ということであった。実際の改革プロセスにおいて最初の改革案が十分数の流通株主の賛成が得られず、3度も4度も修正されるケースが少なくなかった。改革案が修正されたケースには、最初の案と比べて流通株主への補償規模を増やすものがほとんどであった。また証券監督管理委員会が課した制約として、流通権を得た国有部門保有株がただちに株式市場で売却できるわけではなく、一種の激変緩和措置がとられた。具体的には、一定規模以上の株式を保有する国有部門株主に対して、改革後の一年以内に株式売却をしないこと、2年目には売却規模を株式総数の5%以下にすること、さらに3年目には、売却規模を株式総数の10%以下にすることなどがルールとして課されている。

個別企業の改革スケジュールはおおよ次の通りである。

(1) まず、当該企業が改革の宣言を行う。証券監督管理委員会が2005年9月5日に発表した改革実施の手順においては、個別企業の改革は、非流通株主による動議の提出から始まる。これを受けて取締役会は具体的改革案をまとめる。

(2) 当該企業がまとめた改革案を公表し、その内容および株主総会の開催日程を株主全員に周知する。

(3) 株主総会で改革案に対して採決を行う。非流通株主と流通株主それぞれの三分の二以上の賛成が可決の条件である。採決の前にも改革案の内容は、国有資産監督管理機構の許可が必要とされている。

(4) 改革案が可決されれば、改革が終了し、各当事者が改革案の内容を実行する。否決された場合、三ヶ月の冷却期間を経過した後、上に示した(2)、(3)の手順に基づいて改革をやり直すことができる。

改革に伴い、株式価格が乱高下することを防ぐために、改革の発表から、改革案の公表までおよび株主総会開催の登録日から、改革案が可決されるまでのそれぞれの期間において、株式市場での取引が一時中止される。

図表6が示したように、大部分の上場企業は、2005年9月から2007年4月のおよそ一年半の間に改革を完成した。2010年7月末現在、株式改革未完成の企業は、上海・深せん全上場企業のうち、わずか11社であった(賀他(2011, p.293))。

いうまでもなく、株式流通化改革において最大の焦点は、それまで保有株の流通が許されなかった非流通株主が株式の流通化の条件として、いかなる方式でまたいかなる規模でそれまでの流通株主に補償を提供するか、である。各企業の改革案における補償方式は多岐にわたる。股権分置研究小組(2006)の整理に基づいて、その主な内容を見ておこう。

株式贈与。これがもっとも多く採用された補償方式は株式贈与である。改革実施済み企業のうち、8割以上の企業は株式贈与を採用している。株式贈与には、さらに次の四つの内容に分けられる。

- (1) 企業の発行済み株数を一定のまま、非流通株主から流通株主へ直接贈与する、
- (2) 企業が新たに株式を発行し、それを流通株主のみに割り当てる、
- (3) 企業が全株主に割り当て増資を行い、非流通株主が割り当てられた株式を流通株主に贈与する、
- (4) 流通株主への割り当て増資と非流通株主による直接贈与を並行して行う。

現金贈与。現金贈与にも、非流通株主から直接流通株主へ現金を贈与する方法と企業が配当を行い、非流通株主がそれを流通株主へ贈与する方法がある。

債務整理。中国語では、この方式は「資産重組」と呼んでいる。この方式の実態は、非流通株主が責任を持って当該企業の大株主企業や他の関連企業に対する債務を処理するケースがほとんどである。この方式では、流通株主が直接には、見返りを受けないが、企業の債務健全化によって間接的には便益を受ける。

オプション提供。非流通株主が流通株主にオプションを贈与する。オプションには、非流通株主から、一定期間内に前もって決めた価格で株式を購入するコールオプションや流通株主が保有する株式を一定期間内に前もって決めた価格で売りつけるプットオプションがある。さらに、贈与したオプションそのものが市場での流通できるものと流通できないものにわけられる。

株式消却。株式消却はもともと発行済み株数を縮小することである。非流通株主だけを対象とした株式消却は、間接的には流通株主の利益を高める。しかし、実際に株式消却を採用したケースにおいては、一部の非流通株主が株式を消却し、他の非流通株主が別の形で補償手段を提供するケースや、株主全員の保有株の一部を消却し、他の補償方式と組み合わせて改革を進めた企業も観察される。

資産整理。非流通株主が資金を拠出して企業の経営不振部門の設備資産を購入し、それを消却する。この方式は、操作対象が実物資産である点を除けば、基本的に上で紹介した債務処理と同じ性格を有する。

資本注入。上の現金贈与と違って、非流通株主が流通株主に対するのではなく、当該企業に対して資本注入を行う。この方式はほとんどの場合、他の補償方式と組み合わせて採用されており、2010年1月までに改革実施済みの1310社のうち、単独にこの方式を採用した企業はなかった。

価格補償。一定期間内に株価や企業収益がある水準以下になったら、非流通株主から流通株主に対して現金贈与など一定の補償を行う。オプション提供とほとんど同じ内容であるが、金融商品の提供ではなく、当事者間の契約に基づいて行われている点や補償が発生する条件がより柔軟に設定されている点などについてオプション提供と異なる。

図表7は、2010年1月まで改革実施済み企業が流通株主に対する補償方式の内訳を示したものである。それによると、補償方法に株式贈与を選んだ企業は圧倒的に多い。1310社のうち1059社、やく80%の企業が株式贈与を単独の補償方法としてを選んだ。他の補償方式と組み合わせて株式贈与を採用した企業を含めると、その数が1250社にのぼり、全体の95.42%を占める。さらに単独に株式贈与を採用した1059社のうち、増資を伴わないケースは838社あり、残りの221社は流通株主のみの無償割当増資あるいは全株主を対象とした無償割当増資を行い、非流通株主が割当増資分を流通株主に贈与する形で補償を行った。

<図表7>

株式贈与が補償方法としてもっとも多く使われる理由は、おそらくその手続きの単純さによる。補償に当たって会社あるいは補償する側が新たな資金調達の実必要性が発生せず、株式の異動以外に大きな資産構成あるいは資本構成の変動も発生しない。ここでその他の補償方式について、いくつかの興味深い事例をやや詳しく見ておこう。

南京中北（株式コード=000421）という株式会社は改革において流通株主だけを対象に流通株10株に対して割り当て増資3.71955株を行うだけでなく、次の内容をも改革案に盛り込んだ。すなわち、当該企業（南京中北）が持つ不良債権（回収困難な債権）、6.1085億元のうち4億元を筆頭株主である（南京城建、非流通株主）が額面価格で購入し、もう一つの非流通株主である南京万衆が、残りの未回収債権を2006年12月31日まで現金で返還する。この改革案後半部分は、いわゆる資産整理に対応する部分である。この改革案からわかったのは、非流通株主が当該企業の回収不能資金の当事者となっていることである。このように非流通株主が保有先企業と重要な取引関係を持っており、株式保有企業がその大口株主の立場を利用して保有先企業に不利な取引を強いた例は少なくない。いうまでもなく、不良債権は取引上発生した債務そのものを債務者が長期にわたって返済義務を果たさないことによって生じるものである。南京中北は株式流通化改革においてこのような不利な取引関係を断ち切ろうとしているように見える。

領先科技（株式コード=000669）のケース。非流通株主が持ち株割合に応じて計874.7万株を拠出し、そのうち285.1万株を流通株主贈与に当てる、残りの589.6万株を信託財産として運用する。その運用益は、1996年1月従業員持ち株を債務に変換した際に、生じた負債への変換に当てる。この事例では、補償内容の一部は非常に間接的なものである。つまり、会社が抱えた債務の一部を解決することは、将来のキャッシュ・フローの増加につながり、結果的には株主利益に貢献する。しかし、歴史的経緯で発生した会社の債務は非流通株式の存在とどのような関連性を持つのか、なぜ非流通株主が財産の一部を拠出してその問題解決に責任を持たなければならないのか。これらの問題を考えると、領先科技のケースにおいては、株式流通化改革に伴う補償内容の理論的根拠は非常に曖昧であるといわざるを得ない。

東方電子（株式コード=000682）のケース。東方電子の改革案において、特に興味深いのは、流通化の条件として流通株主が保有株10株に1.3株の割合で非流通株主の贈与を受けるとともに、非流通株主に会社の抱えた訴訟トラブルの解決に責任を持たせたことである。それまで東方電子が不誠実の情報開示をしたとして、一部の株主に

訴えられていた。株式改革が実施する時までは、判決がまだ出ていないが、その訴えはすでに青島市の地方裁判所に受理されている。訴えた側は「中小株主（股民）」と表現されているから、当該企業の流通株主の一部と判断してよいであろう。株式流通化の改革案においては、なんと「会社（の経営陣）とともに、原告と和解案の締結あるいは訴訟の引き下げに達成するために、努力し、主要株主がそれによって生じる費用の65%を、最大約6千万株相当の金額まで負担する」ことを非流通株主に求めた。この改革案は、一つ前の例示と同じように補償内容の理論的根拠が曖昧になっている。それだけでなく、流通株主と経営陣とのトラブル解決に非流通株主に責任が求められ、単純な損失補償より流通化改革が大きな役割を果たしていることを示している。

2005年に始まった全株流通化改革は、学問的にはいくつかの重要な問題を提起している。まず、本来の株式制度の機能に対して非流通株の存在がどれほどマイナスの影響をしていたか。中国では、非流通株の存在が効率的企業経営ないし経済全般の健全的發展に弊害をもたらすという見方は一般的に受け入れられている。しかし、全株流通化によって期待できる一般的株主の声や企業買収あるいはその圧力を通じたガバナンス機能がどれほど向上するのか、必ずしも自明な問題ではない。次に考えられる問題は、今回の改革によって中国の株式企業の経営効率はどれほど改善されたか、である。おそらく本格的にこの問題を実証的に検証できるのは改革後のデータが十分とれるようになってからであろう。今ひとつの問題、これが本研究の焦点でもあるが、改革プロセス自体における諸現象をどう解釈するか、というものである。これまで述べたように、各企業の改革案においてもっとも重要な部分は、補償方式と補償規模である。次節では、2005年以降の株式流通化改革に関するこれまでの関連研究を検討しよう。

3 先行研究

中国の株式改革に関するこれまでの研究は大きく分けて二つに分けられる。一つは、改革の実施に伴い、株式の超過収益率がどのような形で発生したかを検証するものである。もう一つは、非流通株主から流通株主への補償水準の決定要因を究明するものである。

標準的株式価格の決定理論においては、株式の期待収益率は、安全資産収益率、市場リスクプレミアムそしてベータによって影響される。ベータは、当該企業の株式収益率と市場ポートフォリオ収益率に連動する度合いを示すものである。もし、株式の期待収益率が安全資産収益率、市場リスクプレミアムおよびベータとの関係が安定的であれば、企業に何らかのイベントが発生した場合、イベント発生する以前の関係式を使ってイベント発生後の株式収益率の理論値を計算できる。イベントの発生が企業経営に中立的でなければ、イベント発生後の株式収益率の理論値と実際の値との間に有意な差が生じるに違いない。この差は超過収益率と呼ばれる。中国における株式改革は、この超過収益率を特定する研究の絶好の応用材料になっている。呉(2009)やLu, Balatbat and Czernkowski(2011)がこの方面の研究のよい例である。呉(2009)の研究では、株式改革を実施した企業におおむね正の超過収益率が報告されている。Lu, Balatbat and Czernkowski(2011)はさらに超過収益率の発生と補償水準や補償方式に関連づけしている。

超過収益率の特定による研究には、二つの問題がある。まず、超過収益率を意味のある解釈をするために、株式市場が健全であり、投資家が合理的に行動することが前提である。この条件が当時の中国で満たされているか。次節での検証で、われわれ

は投資家の合理的行動の一貫性を実証的に問う。第二の問題は、正の超過収益率の発生と改革の際、流通株主が「損失」を予測して補償を求めることとどのように整合的に解釈するか、理論的に謎が残る。

補償水準の決定要因に関する研究には、いくつかの論文が興味深い。

Yeh et al.(2009) は、企業を取り囲むコーポレートガバナンス環境と補償規模との関連性を検証した。そのアイデアは下記の通りである。企業のコーポレートガバナンス環境が弱ければ、流通株主が改革によってより大きな損失を見込み、その結果より高い補償を非流通株主に求めるであろう。

Yeh et al.(2009) の実証部分では、外国人株主の保有割合、取締役会の独立性、銀行で担保された非流通株式割合などをコーポレートガバナンスの代理変数として、補償規模との関係を検証した。その結果、外国人株主の保有割合が補償規模に負の影響を与えるものの、銀行担保割合の影響が弱い形でしか観察されず、取締役会の独立性の影響は期待通りの影響が観察されなかった。

この論文の問題点は、まず理論的曖昧さをあげることができる。企業のガバナンス環境が、何らかの形で補償水準に影響することが、理論的に考えられることである。しかし、弱いガバナンス環境が補償水準を高める方向に影響するものか、必ずしも自明ではない。理屈として、ガバナンス環境が弱い企業こそ、株式の全流通化に伴い、経営が改善される余地が大きいと考えるのは自然であろう。株式改革によって企業のファンダメンタルズが改善されるなら、それまでガバナンス環境の弱い企業ほどより大きな収益改善が期待できる。そうすると、なぜこのような場合に限って、流通株主がより高い水準を非流通株主に求めるのか？さらに、実証的な問題として、コーポレートガバナンスの代理変数は果たして企業のガバナンス環境を表現しているか、疑問が残る。外国人株主の保有割合は多くの研究で使用されているが、それに対して関連会社出身スタッフの割合で判断される取締役会の独立性は企業のガバナンス環境との関連がはっきりしないといわざるをえない。他の国有企業が支配的大株主となっている以上、この企業関連のスタッフが経営陣に加わるのはごく自然なことであり、どういう意味でガバナンス環境を代理しているか、明確ではない。

それに対して、われわれの研究は、流通株主が補償を求める理由は、予想される損失額に対する補償ではなく、株式流通化によって非流通株主が得る流動性プレミアムに対するパーゲインニングとして解釈し、それを理論的に、実証的に分析する。

Firth et al.(2010) は政治経済学の観点から、非流通株主から流通株主に対する補償水準の影響要因を検証した。その発想は次のようなものである。株式改革が政府から呼びかけたものである以上、国有部門がこの改革に対して協力的であるに違いない。流通株主が流通化改革に対して同意するかどうかは、補償規模で決まるから、各企業の国有部門の保有する株式の割合は有意に補償規模にプラスの影響をするであろう。Firth et al.(2010) は、補償方式を株式贈与に限定して検証した結果、国有部門の保有する株式シェアが高ければ、補償割合が高いことを確認できた。また、投資ファンドの保有割合は逆に補償水準に負の影響を与えた。この結果は、国有部門が今回の株式改革に重要な役割を果たしていると同時に投資ファンドは、個人株主の利益を代弁することが、今の中国では期待できないことを示唆する。

問題点として、Firth et al. の論文は、被説明変数を流通株主が保有する株式の単位当たりの贈与株式割合で定義した。この定義の問題点をやや詳しく見ておこう。

補償方式を非流通株主による株式贈与と想定し、流通株主の保有シェアが補償実施前と実施後にそれぞれ $R_1\%$ と $R_2\%$ とする。いうまでもなく、補償の実施に伴い、非流通株主の保有シェアは $(1 - R_1)\%$ から $(1 - R_2)\%$ へと変化する。つまり、流通株主と非流通株主との富の和を 100 とした場合、補償水準は $(R_2 - R_1)\%$ である。ところ

が、Firth et al.(2010) の定義では、補償水準は次のように定義されている。すなわち、

$$\frac{R_2 - R_1}{R_1}$$

非流通株の大部分が国有部門保有株式だから、この定義によると、国有部門保有割合が高くなっていくと、流通株主が保有する株式単位当たりの贈与株比率がほぼ自動的に上昇する。同様に、投資ファンドが流通株式を保有しているから、この割合が高くなれば、上記の比率が下落する。

国有部門株主や投資ファンド保有シェアが改革のプロセスに影響を与えることがあり得ることはあるが、Firth et al.(2010) が定義した補償水準に基づいた検証は、ミスリーディングの結論を導き出すことが否定できない。

Li et al.(2011) の発想は、われわれの分析に近い。株式の流通化によってそれまでの非流通株主には何らかの利益が発生するととらえている。その利益の発生源について、この論文は独特の解釈をしていた。

改革以前には、非流通株主は特定企業の株式を大量に保有しており、しかも市場での売買が許されない。それによって生じる不利益は、投資の分散化が自由にできないことによると彼らは解釈した。証券投資に関する理論分析においては、企業の個別リスクが分散投資によって解消できることになっており、この部分が市場価格に反映されない。要するに、流通化改革によって、それまでの非流通株主が、不必要に高く抱えていた企業の個別リスクを解消させることによって利益を得ることができる。Li et al. は、この部分の利益をリスクシェアリング利益と呼んでいた。さらにこの論文では、一般に広く流布されている国有保有株の流通化による急激な供給増加が株価低落をもたらすであろう効果を価格インパクトと定義し、リスクシェアリング利益とともに、それらが流通株主への補償水準にどれほど反映されていたかを検証した。検証の結果、リスクシェアリング利益が補償水準に与えた影響が支持され、価格インパクトの効果が観察されない。

この論文の問題は、まず Firth et al.(2010) と同じように、被説明変数を流通株主保有株の単位当たり補償株数で定義したことをあげることができる。この定義の問題点はすでにわれわれが上に指摘した。そのために、国有部門の保有シェアの影響について、国有部門の保有シェアが高ければ高いほど、非流通株主の交渉力が低いという不自然な解釈をした。また、さまざまな補償方式の違いはこの論文では配慮していない。

4 理論分析

流通権を得るために、非流通株主がなぜ、またいかなる規模で非流通株主に補償を行うべきか。理論的には必ずしもその根拠は明確ではない。前節で述べたように個別企業の改革案は、場合によってさまざまな経営問題と関連させている。標準的株式価格の決定理論にしたがえば、株式価格は、株式を保持することによって各時期に得られるキャッシュ・フローおよびそれに対する割引ファクターによって決定される。具体的には、安全資産収益率、企業の収益率とマーケットポートフォリオ収益率との相関、またマーケットリスクプレミアムに依存する。これらの要因は、企業のファンダメンタルズともいう。

この考え方に従う限り、全株式流通化改革に伴い、従来の流通株式主が補償を受けなければならない理由が見あたらない。まず、規制当局、株主などの関係者はほぼ

一様に、改革によって企業の経営効率性が向上すると見ているように思われる。つまり、ファンダメンタルズの面において改革自体は流通株主を含めた投資家の利益を改善する。また、国有株の流通化自体は、発行株数の変化をもたらすわけではない。つまり、既存株式の希薄化は起きない。株式市場では、ファンダメンタルズに基づいて価格が形成される限り、流通株の「損失」が正当化されない。

多くの専門家の説明では、改革は一方から他方への補償を意味するのではなく、単純に不必要にわけられた株式を元に戻すだけだと主張するが、なぜこの改革において一方的に非流通株主が流通株主に対して補償しなければならないかを理論的に説明していない。事実、実際の改革案には、とても合理的に説明できないような条項が見られる。例えば、株式贈与を補償内容とした深せん市桑達実業股分有限公司（株式コード=000032）の改革案の一部には次の条件が付けられた。

「主要株主が改革後の連続三年間において、可処分利潤（税引き後利益）の50%を株主に配当するよう提案し、かつ議決の賛成票を投じることを約束する。」

MM定理が成立する世界においては、この条件があまり意味をなさないように思われる。残余利益を請求する立場にいる株主にとって、はき出された現金配当と企業内部に残された留保と同様に評価されるはずである。しかし、何らかの市場の不完全性あるいは投資家の限定的合理性の存在を想定すれば、このような条件の意義を正当化できる。例えば、Jensen(1986)は、投資に必要な金額以上に企業内部に利用可能資金が残った場合、経営者が私的利益を追求するために、過大な投資を行い、それによって企業価値が低下する可能性を指摘した。Jensenがそれをfree cash flow仮説と定義し、問題改善の手段として、企業の負債水準を高め、できるだけ経営陣にfree cash flowを残さないようにすることを提案した。上記の配当水準に関する約束はJensenの発想に基づいて正当化できる。すなわち、現金配当によって企業のfree cash flowを減らすことができる。しかし、経営陣の非効率的過大投資を防ぐことは、流通株主と非流通株主の利益にとって同様に重要なことであり、流通株主がわざわざ非流通株主にそういった約束を取り付ける必要があるのか、依然として疑問が残る。

株式流通化改革に伴い、従来の流通株主に補償を行う必要性を理解するには、何らかの市場の不完全性あるいは投資家の限定的合理性を前提する必要があるように思われる。2001年に改革を実施しようとした際、もともと流通株主への補償は考慮されていなかった。市場では大量の国有部門保有株の売却を危惧して株価が大きく下がった。もし、2001-2002年にかけての株価の暴落が直接政府部門の改革アナウンスメントによって引き起こされたとすれば、少なくとも短期において中国の株式市場はファンダメンタルズに基づいて株価を形成しておらず、需要と供給あるいはそれに対する予想に左右されていることになる。そうすると、潜在的に暴落の原因を作った国有部門株主は、従来市場で売買する流通株主に対して何らかの補償をする必要がある、というのもごく自然な発想といえよう。

4.1 バーゲインニングモデルによる解釈

各企業の改革案における細かい状況規定を別にすれば、単純に考えると、株式の全流通化によって、非流通株主が流動性プレミアムを得ると解釈できる。流通株主と非流通株主との間の交渉はこの流動性プレミアムの分配に関するものである。以下やや詳しく説明しておこう。

ある企業を想定しよう。この企業の株主には、 H 、 R という二つのグループによって構成されるとする。企業価値は V であり、二グループの保有額はそれぞれ、 V^H と V^R であり、 $V = V^H + V^R$ が成立する。一般的なケースにおいては、企業価値に負債総額も含まれるが、ここでは負債の存在を無視する。それぞれの株主の効用 U^H と U^R であり、その水準は、株式の価額および流動性プレミアムによって決定される。株式の流通が制限された場合、流動性プレミアムがゼロである。すなわち、

$$U^H = V^H$$

$$U^R = V^R + P^R$$

このモデルでは、株式全流通化改革は、すなわち、株主 H にも流動性プレミアムを付与すると解釈される。これを P^H とする。

流通化改革が企業のファンダメンタルズに影響を及ぼさないと仮定して分析を進めよう。国有株主の流動性プレミアムの実現に流通株主と非流通株主のグループ間の交渉成立が前提であるから、株主間の交渉はそれぞれのバーゲインニングパワーに応じて、新たに発生する流動性プレミアム P^H を分け合うことになる。交渉後の両者の効用 U'^H と U'^R は次のようになる。

$$U'^H = U^H + aP^H$$

$$U'^R = U^R + (1 - a)P^H$$

ただし、 a は国有株主のバーゲインニングパワーを表すパラメーターである。つまり、交渉解においては、国有株主は流通株主に aP^H 相当の補償を何らかの形で支払わなければならない。

このモデルで示された結論は、非流通株主から流通株主への補償規模は、流通株主のバーゲインニングパワーと流動性プレミアムの大きさに比例する。もちろん、改革によって企業のファンダメンタルズが増加すると考えるのは自然であるが、ファンダメンタルズの増加が補償方法に依存しない限り、交渉解において非流通株主から流通株主に何らかの補償を行う点に変わりがない。ただし、ファンダメンタルズの増加が補償方法そのものに依存する場合、状況が複雑になる。このケースの分析を将来の課題として、次の節では、実際の改革案に示された補償規模ほどの程度バーゲインニングモデルの分析結果を反映しているか、データを使って検証する。

4.2 補償方式の選択

前節で分析したように、非流通株主から流通株主への補償方式が多岐にわたる。全株式流通化改革において、企業ないし国有部門株主が様々な方法で流通株主に対して補償を行った。これまでの多くの研究は、もっぱら株式贈与に注目し、株式贈与以外の方法による補償を分析の対象外とした。しかし、補償規模と並んで、いかなる補償方法で流通株主を納得させたか、も重要な問題であるとわれわれが考える。

ここでわれわれは特に補償方法に関する以下の違いに注目する。すなわち、補償内容は単純に流通株主と非流通株主間の移転で実現したもの（直接移転）と流通株主に対して企業が何らかの約束をすることによって実現したものである（間接移転）。直接移転は、非流通株主による現金贈与や株主贈与が含まれる。それに対して間接移転には、債務整理、資産整理、資本注入、不良債権処理あるいはそれらの方法の組み合わせなどが含まれる。

この二つの方法を区別する理由は、次の通りである。直接移転は、単純に流通株主と非流通株主の間の所得移転で補償が行われ、企業の経営活動自体は影響を直接受けない。このような補償によって株主以外のステークホルダーが影響を受けない。間接移転は何らかの企業経営活動の変化が伴うので、株主以外のステークホルダーがこれによって影響される可能性が考えられる。われわれが間接移転と直接移転を区別するのは、改革案の可否は株主同士の交渉のみによって決定されるので、とくに債権者の利益は株主の意志決定に影響される可能性が否定できないからである。

5 実証結果

5.1 実証課題と実証戦略

本研究では、次の三つの実証課題を究明する。すなわち、(1)、非流通株主から流通株主への補償は、パーゲインニングモデルの示唆と整合的か。補償水準を流通株主保有株式の増加率ではなく、流通・非流通株主保有総和に対する流通株主の保有シェアの上昇と定義した場合、結果はどうか、(2)、補償方式は多岐にわたるが、この補償方式の採択について、債権者の権利に反映されるか、また、(3)、株主の合理的期待が一貫性を持つものか、である。

前節で分析したように、われわれの研究では、流通株主への補償を流動性プレミアムに対する分け前請求と解釈しているため、その分け前の大きさは、それぞれの株主グループのパーゲインニングパワーに比例するはずである。また、従来の研究に補償水準の定義の問題点は、すでに詳しく分析した。ここで、パーゲインニングモデルと整合的定義に基づいて実証を行う。

補償方式の決定について、直接補償以外の方式については、流通株主への補償水準は直接に計算できない。実証戦略として、直接補償を実施した企業とそうでない企業を区別した上、ヘックマン二段推計を応用して、補償方式の採択を一段目で推計する。ヘックマン推計の利点は、間接補償方式の決定要因が一段目の推計で解明されるだけでなく、直接補償企業にサンプルを限定した場合、生じるであろうバイアスを逆ミルズ比率によって修正されるなどをあげることができる。

株主の合理的期待の一貫性については、次の発想に基づいて検証する。2001年6月から2002年6月にかけて、「減持」という内容の改革を一度試みようとして、それによってこの期間の株式価格が軒並み減少した。もちろん、企業によってこの減少幅に異なっていた。「減持」にともなって変化する株式価格が投資家たちが予測する「損失額」の代理指標とみることができる。もし、投資家たちが一貫性をもって行動するならば、この損失額の代理指標が2005年以降の改革の補償規模に影響するはずである。ここで三種類の代理指標を考える。

株価変動指標 A。 国務院が「減持」を公表した2001年6月12日から一ヶ月間の株価収益率。各企業の株価収益率は、産業平均との差をとる形で標準化した。同期間の上証株価指数終値の増加率は、-2.44%であった。また、以下の二つの指標と同様、個別企業の株価収益率の計算は、以下の指標 B と指標 C と同様、修正済み株価を使用した。

株価変動指標 B。 もう一つの代理指標は、2001年6月12日から、2002年1月22日までの株価収益率である。2002年1月22日は、「減持」が公表してから、「減持」の中止を発表するまでの間に株価が最低水準を記録した日である。「減持」

の発表から、わずか7ヶ月あまりの間に、上証株価指数は、38.88%の下落を経験した。経済全体のファンダメンタルズを考えれば、「減持」以外の影響要因が考えられない。改革によって生じる株主たちの予測損失額がこの期間にもっとも顕著に表れることが考えられる。

株価変動指標 C。最後の代理指標は、2002年6月24日の対前営業日の増加率である。「減持」改革の中止が発表されたのは、2002年6月24日であった。次の営業日である22日には、マーケットが激しくこの中止発表に反応した。上証指数の終値がたった一日で9.25%上昇した。この上昇幅が、株主が改革の中止によって「取り戻した損失額」と解釈できる。

もし、2001-2002年の間の株価収益率の変化が国有部門保有株の流動化に対する損失予想額を表しているなら、また、もし投資家の期待形成が一貫性を持つものなら、この損失予想額が2005年以降の改革時の補償額に影響するはずである。具体的には、指標 A と指標 B は、2005年以降の改革時の補償規模に負の影響、指標 C は補償規模に対して正の影響を及ぼすと予想される。

5.2 データと変数定義

この節で使用するデータ情報は、GTA IT Co., Ltd によって提供された China Stock Market Equity Division Reform Research Database および新浪のウェブサイト¹に掲載されたものに基づく²。GTA のデータベースには、数値化した1312社の株式改革実施済み企業の情報が含まれる。新浪のウェブサイトには、1310社の改革実施企業の改革案の概要を示している。二つの情報源にともに含まれる企業数は1306社である。以下、この1306社の情報に基づいて、各企業の改革案の性格と内容を見ておこう。われわれの検討は特に流通株主に対する補償方式と補償規模に注目する。

直接補償の対象企業には、直接株式贈与および直接現金贈与をそれぞれ単独に採用したケースおよびこの二つの方式を組み合わせたケースが含まれる。それ以外の企業は、間接補償を採択した企業と定義する。被説明変数である補償規模を次のように定義する。仮に改革直前に流通株主の保有割合は $R_1\%$ であり、改革に伴い、その割合が $R_2\%$ に変化したとしよう。被説明変数は $(R_2 - R_1)\%$ と定義される。単独に現金贈与方式を採択したケースにおいては、流通株主の保有シェアに変化がないが、この場合、贈与した現金を株式に換算して補償水準を計算した。このように定義される補償規模は、相対的な規模である。非流通株主が保有資産 $(1 - R_1)\%$ から $\frac{(R_2 - R_1)}{2}\%$ を拠出しており、補償される側は、 $R_1\%$ の保有資産に $\frac{(R_2 - R_1)}{2}\%$ が贈与されることになる。また、バーゲインニングモデルの表現でいうと、 $\frac{(R_2 - R_1)}{2}\%$ は aPH に対応する。

説明変数は、流動性プレミアムの代理変数とバーゲインニングパワーの代理変数から構成される。プレイヤーのバーゲインニングパワーの代理変数は改革実施の直前のそれぞれの株式保有割合で表す。流動性プレミアムの代理変数を改革企業の財務データから適切に定義できるかどうか、疑問のあるところかもしれない。本研究は、本来の流動性プレミアムが非流通株主の状況を含めて考えるべきであることを承知しながら、とりあえず第一次の接近として捕捉できるものから、下記のことを代理変数として考える。

¹<http://biz.finance.sina.com.cn/stock/company/>。

²この二つの情報源へのアクセス期間は、いずれも2011年2月12日-2月25日である。

時価簿価比率（倍）の過去三年間平均値。この変数は倍によって資産倍率とも言われ、多少厳密さをかけた言い方をすれば、これは、トービンの Q に近い指標である。つまり、成長性の代理変数と見なせる。流動性プレミアムとの関連で言えば、企業の成長性が高ければ短期には売却せず、長期保有するインセンティブが強いので、その意味で流動性プレミアムが低い。したがってこの変数が補償規模には負の影響を及ぼすと予測される。

株価時価総額／純利潤（％）の過去三年間平均値。通常この変数は PER と表現され、企業の収益力に対する株価水準の高さを表現している。この指標が高い場合、つまり利潤が小さいわりには株価が高ければ、株主が株式を売るインセンティブが強いことが考えられる。したがってこの変数が補償規模には正の影響を及ぼすと予測される。

推計においては、企業規模も配慮している。企業規模がコーポレートガバナンス分析においても重視される指標の一つである。しかし、株式流通化改革における補償規模について企業規模がどのように影響を及ぼすか、さまざまな状況を想定することができる。総じてこの変数の影響が理論的にはプラスなのかそれともマイナスなのかははっきりしない。

産業属性も大きな影響を及ぼすかもしれないが、細かすぎるダミー変数の導入は必ずしも推計パフォーマンスには好ましくない。GTA のデータベースでは各企業を、金融、不動産、工業、公共サービス関連業、商業、総合産業の六つに分類した。本研究では、これに基づいて企業の産業属性ダミーを説明変数として配慮する。推計結果では、基準となっている産業は工業である。対象サンプルの産業属性の内訳は、図表 8 に示されている。

<図表 8 >

5.3 推計結果

推計結果を紹介する前に、関連変数の記述統計をまず紹介しておこう。

<図表 9 >

図表 9 では、サンプル企業の補償水準、資産規模、流通株比率、株価／純資産倍率、株価／純利潤比率の平均値、標準偏差、最小値および最大値を示している。補償水準のサンプル平均値は 10.61% である。ここでまずこの水準の意味を吟味しておこう。

前述の説明では、相対的補償規模の半分である 5.31% が非流通株主から流通株主への補償に当たる。流通株主の株式保有割合は 38.46% だから、流通株主にとって交渉において取得した流動性プレミアム相当部分が保有資産の 13.78% に相当する。非流通株主にとっては、拠出した部分は、保有資産の 8.61% に相当する。非流通株主から流通株主への補償を流動性プレミアムに関する交渉と解釈するには、あまりにも大きすぎる数字であるように思われる。

他の指標に関して、時価簿価比率の最大値と最小値の間の乖離は非常に大きい。しかし、純利潤が小さい値になった場合、この比率が大きな値になることがある意味で自然なことといえよう。また、三種類の 2001-2002 年「減持」改革時のサンプル株価変動水準は、第二節で紹介したした株価平均、上証指数の変動水準と大差がない。

推計結果を見ておこう。図表 10-12 は、他の説明変数とともに、株価変動指標 A、B、C をそれぞれ補償水準に対する説明変数に加えた推計結果を示している。推計においては、各株価変動指標を産業平均との差をとって標準化した。

<図表 10 >

図表 10 において、ヘックマンの二段階推計を行い、一段目の補償方式選択に関する推計は、負債比率、企業規模、流通株式シェア、時価簿価比率、PER と産業ダミーを説明変数に加えた。ただし、定数項と産業ダミーに関する結果の掲載は省略した。企業規模が直接補償方式の選択に正の影響を示し、その有意水準が極めて高い。流通株式シェアは 1% 水準で直接補償方式の採択に負の影響を及ぼす。すなわち、資産規模が大きい企業ほど、また流通株式シェアが低い企業ほど、直接補償方式が採択される傾向がある。

興味深いのは負債比率の影響である。負債比率の影響は統計的に有意であり、直接補償方式の採択に負の影響を及ぼす。すなわち、負債比率の高い企業ほど、非流通株主に流通権を与える条件には、株主同士の所得移転だけでなく、企業経営の何らかの変化が伴う方式が選ばれる傾向がある。債権者が、企業の重要なステークホルダーでありながら、改革案の採決に参加できない点を考えれば、この結果は、債権者の利益が軽視されたことを示唆する。いうまでもなく、これは非常に間接的な証拠にすぎない。一段目の推計については、図表 11-12 においても類似した結果が得られた。

補償水準に関する二段階目の結果においては、流通株式シェアがバーゲインニングモデルの示唆と整合的に有意に正の影響を及ぼす。資産規模には正の影響、PER は予測に反して、負の影響が観察されるが、統計的有意水準はそれほど高くない。時価簿価比率には、有意な影響が見られない。株価変動指標 A の影響は全く意外なものである。5% 水準有意で補償水準に正の影響を与えている。つまり、2001 年 6 月の「減持」改革が宣言してから一ヶ月の間、株価がもっとも下がった企業ほど、2005 年の改革時に非流通株主が流通株主に対する補償水準が低い。これは、株式流通化によって生じる損失を回避するため流通株主が非流通株主に対して補償を求めるといった一般的な説明に反する結果である。

株価変動指標の影響に対して、一つある得る説明として、2001 年時の改革の際、株式市場が改革の真の影響を理解するのに時間が要するので、一ヶ月間の指標がふさわしくないかもしれない。この点を確認するために、われわれは、図表 11 と図表 12 において、2001 年 6 月の「減持」宣言から、株式市場がもっとも低迷した時期までおよび 2002 年 6 月、改革中止が宣言された次の日の一日の株価変化率を株価変動指標 A の代わりに推計し直した。前にも検討したように、この二つの時期の株価変化がずっとドラスチックであった。他の変数の結果は基本的に図表 10 と同じであるが、2002 以降のこの二種類の株価変動が有意な効果が観察されない。図表 11-12 の結果は、2001-2002 年時の改革開始および改革中止宣言をうけて生じた株価変動と無関係に、流通株主が補償水準を求めたことを示唆する。これらの結果にいろんな解釈がありえるが、ここで次の点を指摘することにとどめておきたい。つまり、一般株主が必ずしも一貫した合理的期待をもって行動していない可能性が大きい。

<図表 11 >

<図表 12 >

6 結びに変えて

本研究は、2005 年 4 月に始まった中国の株式流通化改革を対象として、改革の背景、また関連する諸問題を議論した。また、改革に当たって非流通株主から株主への補償規模を焦点に当てて、バーゲインニングモデルとどれほど当てはまるかを実証的に検証した。主な結論は下記の通りである。

補償規模は流通株主の保有割合に強く依存する。これはバーゲインニングモデル

の分析と統合的な結果である。補償方式の採択に対して負債比率が強く影響しており、これが債権者の利益が軽視された可能性を示唆する。さらに、2001-2002年の「減持」改革の実施および改革の中止を受けて生じた株価変化と2005年の改革時の補償水準との関係が一貫していない。これは、一般株主が必ずしも一貫した合理的期待をもって補償を求めていることを示唆する。

今後残された課題として、以下の問題がある。我々の検証では、流動性プレミアムの代理変数について必ずしも十分とらえていない可能性がある。また、債権者利益が軽視された可能性についてより直接的な証拠が必要となろう。さらに、各企業の改革案に細かい付帯条件が示されている。このような付帯条件をいかに実証に反映するかも今後の課題として残る。

中国における株式制度の樹立自体、興味深いトピックスである。また改革へのさまざまな試みは中国だけでなく他の株式制度を採用している経済にとって重要な意味を持つと思われる。株式流通化にともなう補償規模だけでなく、この改革によって企業の経営効率性にどのような影響を及ぼしたか、という検証も今後の重要な課題である。

参考文献

英語文献

- Chen, C., Jin, Q. and H. Yuan (2011)** “Agency Problems and Liquidity Premium: Evidence from China’s Stock Ownership Reform,” *International Review of Financial Analysis*, Vol. 20, pp.76-87.
- Guo, E. and A. Keown. (2009)** “Privatization and Non-tradable Stock Reform in China: The Case of Valin Steel Tube & Wire Co., Ltd.,” *Global Finance Journal*, Vol. 20, pp.191-208.
- Firth, M, Lin, C. and H. Zou (2010)** “Friend or Foe? The Role of State and Mutual Fund Ownership in the Split Share Structure Reform in China,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 45, No. 3, pp.685-706.
- Grossman, S and O. Hart (1980)** “Takeover Bids, The Free-Rider Problems, and the Theory of the Corporation,” *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No.1, pp.42-64.
- Heckman, J. (1979)** “Sample Selection Bias as a Specification Error,” *Econometrica*, Vol. 47, No. 1, pp.153-161.
- Jensen, M. (1986)** , “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover”, *American Economic Review*, 76, pp.323 - 39.
- Li, K., Wang, T., Cheung, Y. and P. Jiang (2011)** “Privatization and Risk Sharing: Evidence from the Split Share Structure Reform in China,” *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 7, pp.2499-2425.
- Lu, F., Balatbat, M. and R. Czernkowski. (2011)** “Does Consideration Matter to China’s Split Share Structure Reform?” *Accounting and Finance*, pp.1-28.

Yeh, Y. H., Shu, P. G., Lee, T. S. and Y. H. Su (2009) “Non-tradable Share Reform and Corporate Governance in the Chinese Stock Market,” *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, No. 4, pp.457-475.

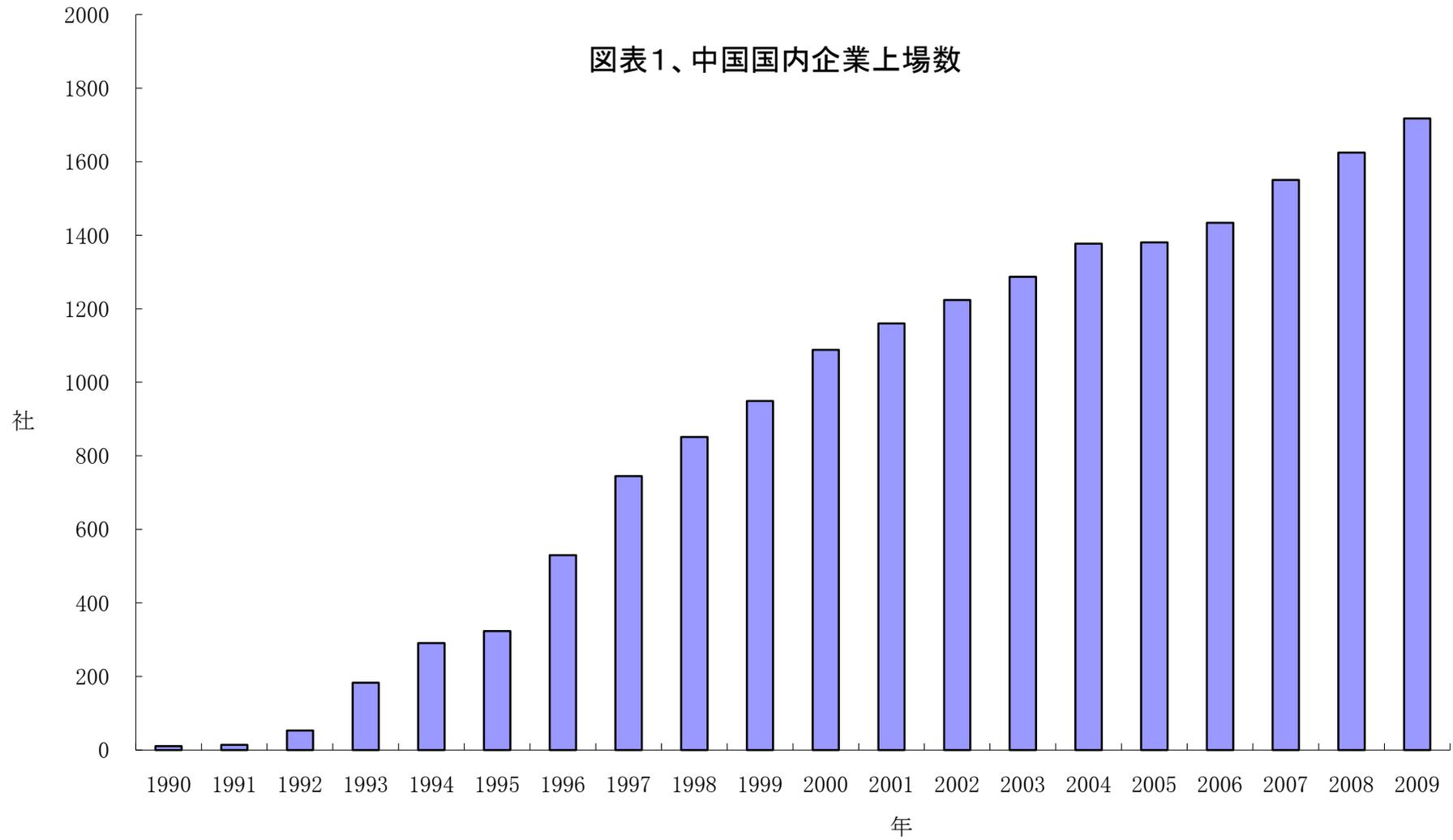
中国語文献

賀強他著 (2011) 『我国上市公司重大問題研究』、北京、經濟科学出版社。

吳振信他 (2009) 『股權分置、改革後上市公司的運作与監管研究』、北京、知識産権出版社。

股權分置研究小組 (2006) 『研究報告、股權分置改革的回顧与總結』、深せん証券交易所総合研究所。

図表1、中国国内企業上場数



資料、『中国統計年鑑』、各年号、中国国家統計局。

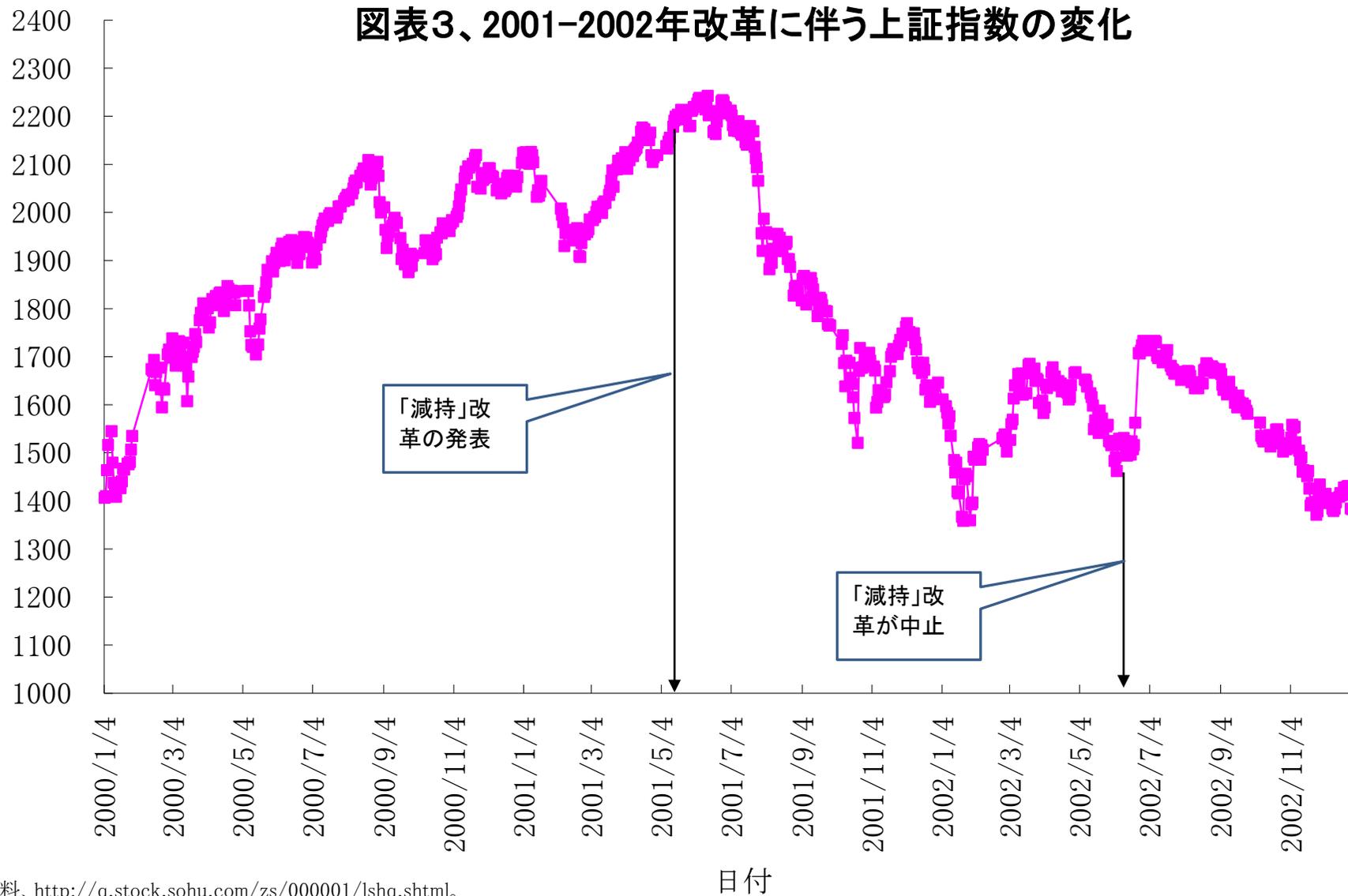
図表2、日本と中国の株式取引回転率比較、%

年	東証一部	東証二部	上海市場	深せん市場
1998	34.40	18.94	453.63	406.56
1999	50.33	57.32	471.46	424.52
2000	59.46	56.04	492.87	509.10
2001	60.38	31.07	269.33	227.89
2002	68.65	37.81	214.00	198.79
2003	88.94	43.27	250.75	214.18
2004	94.98	102.15	288.71	288.29
2005	114.35	141.46	274.37	316.43
2006	123.40	88.84	541.12	609.38
2007	137.83	53.37	927.19	987.42
2008	150.10	40.18	395.76	503.46

注、 計算方法
 東証の場合
 $100 \times \text{年間売買代金合計} / \text{月末時価総額年間平均値}$
 中国の場合
 $\text{年間売買高} / \text{流通株年末時価総額}$

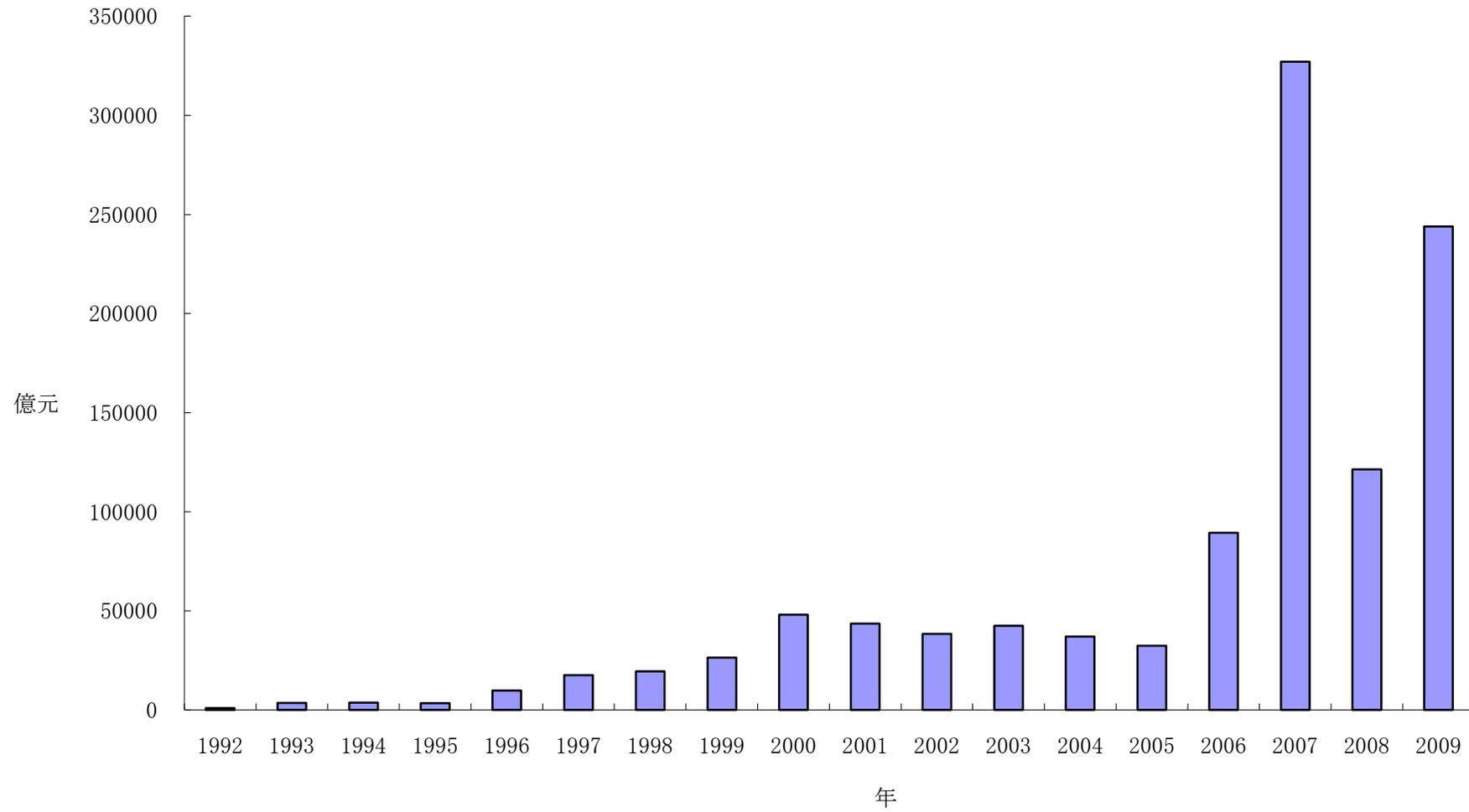
出所、東京証券取引所HP。
 上海証券取引所HP。
 深せん証券取引所HP。

図表3、2001-2002年改革に伴う上証指数の変化



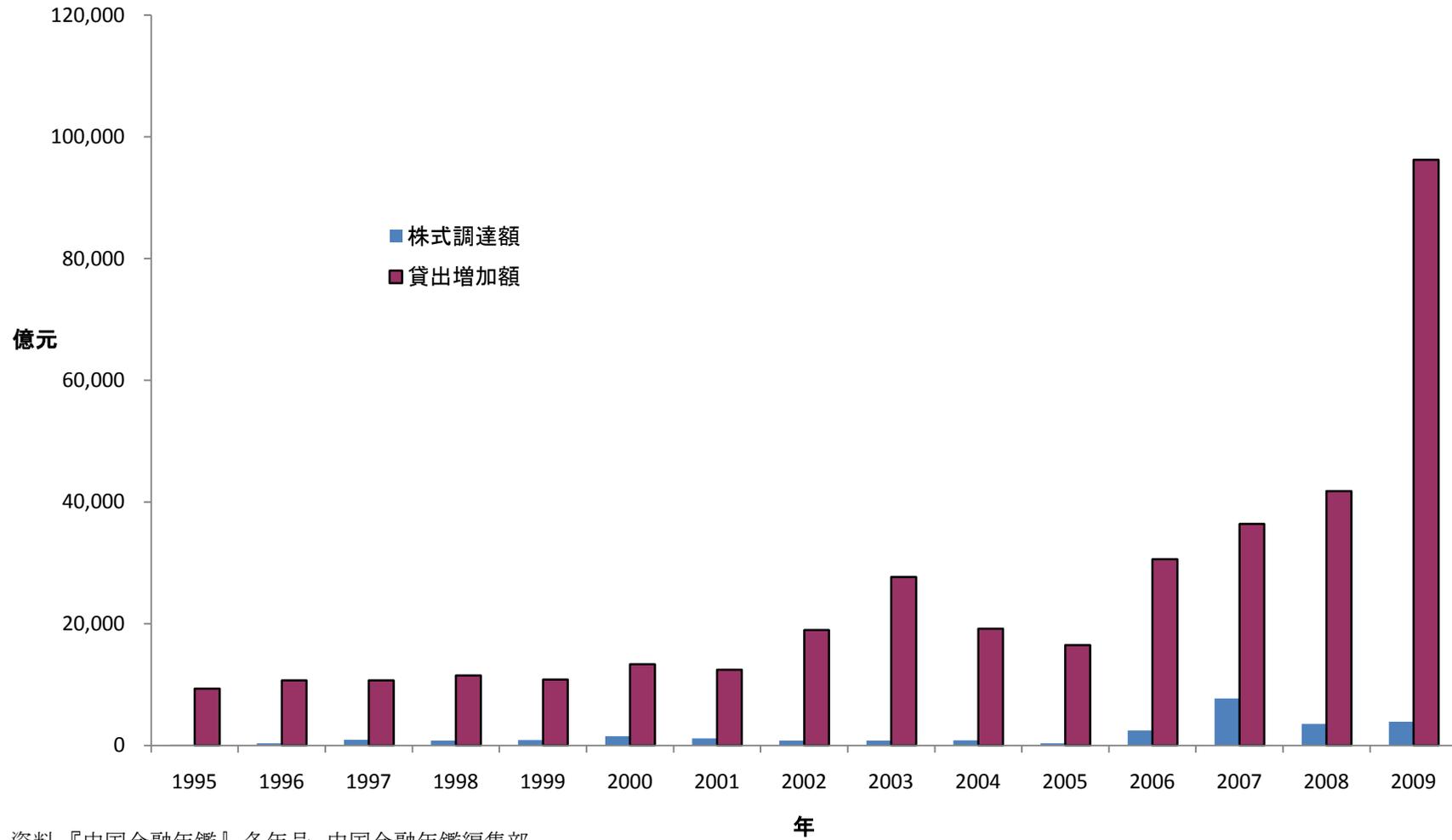
資料、<http://q.stock.sohu.com/zs/000001/lshq.shtml>。

図表4、上場企業株式時価総額



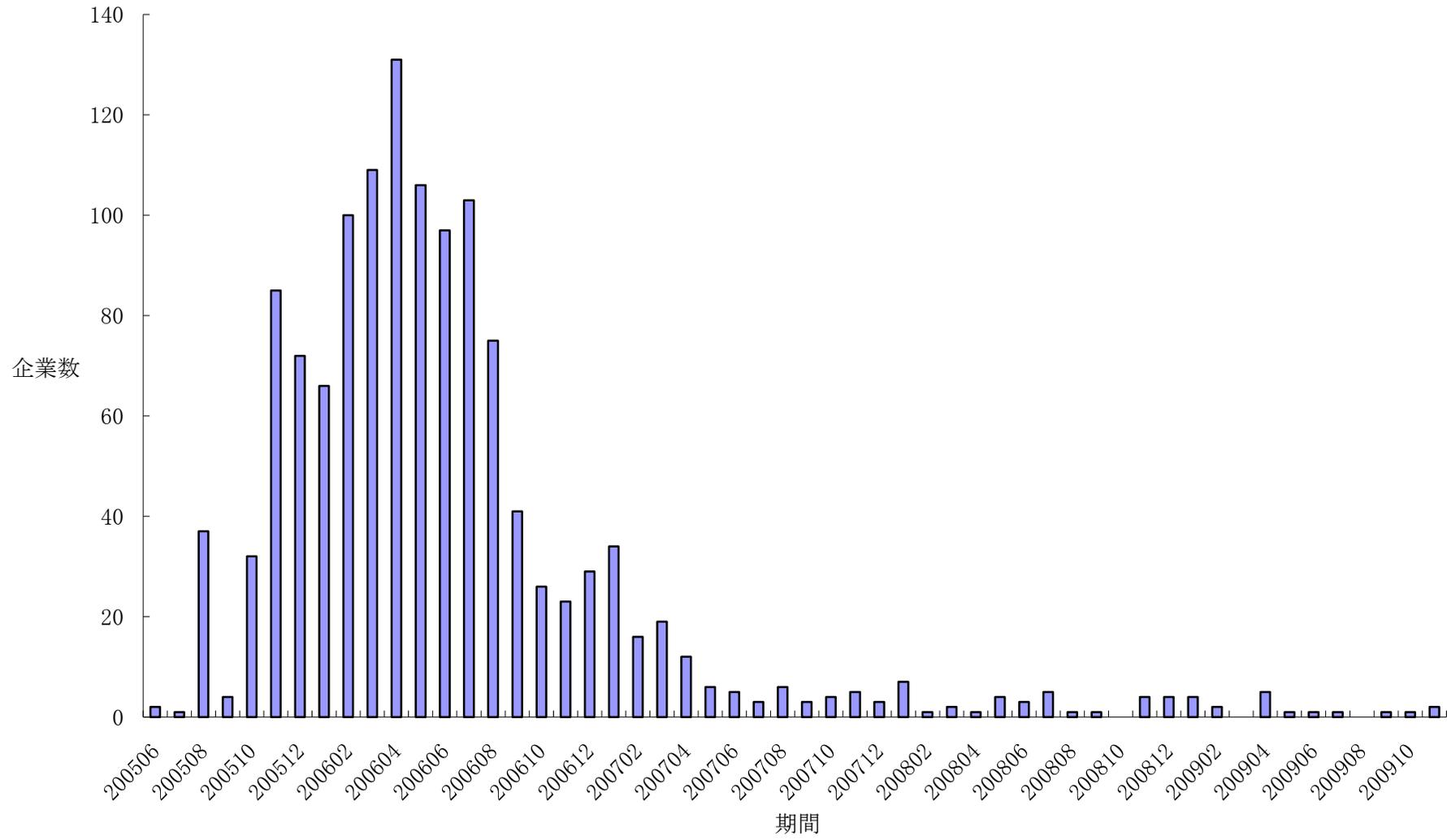
資料、『中国統計年鑑』、各年号、中国国家统计局。

図表5、株式による資金調達額と貸出増加額



資料、『中国金融年鑑』、各年号、中国金融年鑑編集部。

図表6、改革済み企業の時間的分布



図表7、補償方式別企業数の内訳

補償方法	企業数	割合(%)
株式贈与	1059	80.84
現金贈与	11	0.84
債務処理	25	1.91
オプション提供	7	0.53
株式消却	6	0.46
条件付き補償	1	0.08
複数方法の組合せ	201	15.34
合計	1310	100.00

注

新浪股票HP。

<http://biz.finance.sina.com.cn/stock/company/>

図表8、業種別企業数

	企業数	%
金融	16	1.33
公用事業	96	7.99
不動産	86	7.16
総合	213	17.74
工業	691	57.54
商業	99	8.24
全体	1201	100.00

図表9、記述データ

	平均値	標準偏差	最小値	最大値	企業数
補償水準	10.61	3.52	1.10	29.98	861
資産規模(対数値)	21.42	1.16	13.76	27.90	1193
流通株比率	38.46	10.84	4.55	78.88	1201
時価簿価比率	3.80	31.72	-25.09	998.14	1185
PER	68.56	197.47	-1336.81	3738.92	1158
株価変動指標A	-0.80	5.50	-23.10	36.17	897
株価変動指標B	-39.97	13.61	-91.92	29.24	893
株価変動指標C	9.45	1.39	1.19	10.10	929

注、

補償規模は、株価贈与の実施に伴う流通株比率の上昇である。

資産規模は改革実施前年度末のものである。

流通株比率は改革実施直前のものである。

株価／純資産と株価／純利潤はいずれも過去三年間平均である。

図表10、ヘックマン二段階推計、その一

	係数	標準偏差	
補償方式選択に関する推計			
流通株式比率	-0.0231	0.0041	***
負債比率	-0.0042	0.0016	***
資産規模	0.1683	0.0413	***
時価簿価比率	-0.0002	0.0020	
PER	-0.0005	0.0003	*
補償比率に関する推計			
流通株式比率	0.2020	0.0402	***
資産規模	-0.6104	0.2910	**
株価変動指標A	0.0632	0.0260	**
時価簿価比率	-0.0012	0.0253	
PER	0.0024	0.0014	*
ρ	-0.9863		
σ	4.5745		
λ	-4.5116	3.0261	
Censored	319		
Uncensored	589		
Total	908		

図表11、ヘックマン二段階推計、その二

	係数	標準偏差	
補償方式選択に関する推計			
流通株式比率	-0.0231	0.0041	***
負債比率	-0.0041	0.0016	***
資産規模	0.1690	0.0413	***
時価簿価比率	-0.0002	0.0020	
PER	-0.0005	0.0003	*
補償比率に関する推計			
流通株式比率	0.2044	0.0414	***
資産規模	-0.5796	0.2987	*
株価変動指標B	-0.0087	0.0109	
時価簿価比率	-0.0082	0.0255	
PER	0.0023	0.0014	
ρ	-0.9960		
σ	4.6535		
λ	-4.6347	3.0967	
Censored	319		
Uncensored	586		
Total	905		

図表12、ヘックマン二段階推計、その三

	係数	標準偏差	
補償方式選択に関する推計			
流通株式比率	-0.0239	0.0040	***
負債比率	-0.0045	0.0016	***
資産規模	0.1556	0.0411	***
時価簿価比率	0.0004	0.0021	
PER	-0.0007	0.0003	**
補償比率に関する推計			
流通株式比率	0.1985	0.0376	***
資産規模	-0.4814	0.2479	*
株価変動指標C	0.1321	0.1107	
時価簿価比率	0.0014	0.0270	
PER	0.0025	0.0016	
ρ	-0.8709		
σ	4.1705		
λ	-3.6321	2.7997	
Censored	319		
Uncensored	616		
Total	935		