

資本市場の対外開放と企業金融 - 中国上海、深 B 株企業の実証分析 -

報告者 三菱総合研究所 永野 護 氏

中国の証券市場は、2001年末の世界貿易機関（WTO）加盟にともなう金融サービス分野対外開放の結果として、仲介業務分野では外資系企業の進出が進んでいる。しかし米国市場の相場下落や中国政府の国有企業株売却策による過剰供給感等を背景に、相場自体は2001年年央以降、持続的に下落、結果として2002年の上海、深 市場での中国企業の株式発行も、2001年に続いて大きく落ち込んだ。2000年比で339億人民元発行額が減少したA株市場（上海+深 計）は2002年もほぼ同水準の発行額に留まったが、より状況が深刻であるのはB株市場であり、2001年、2002年と2年連続して発行額はゼロに留まっている。

こうした国有企業改革、外国資本の誘致という2つの任務を担ってきたB株市場では、どのような特徴を持つ中国企業が資金調達を行ってきたのだろうか。また中国企業の財務政策において2種類の株式発行市場が存在することは、資金調達手段の選択においてどのような影響を与えてきたのだろうか。本節では先進諸国企業のIPOの決定要因等に関わる先行研究を踏まえ、中国企業のB株発行の決定要因、B株発行による業績パフォーマンスへの影響の実証分析を実施した。

中国の資金調達手段が他の国々とは大きく異なる点は、直接金融、間接金融ともに多様な規制が存在する中で、外国人投資家が売買可能な市場が分断されている点である。一方で株式発行に代わる調達手段である銀行借入も、期間面、金利面での制約が強く、内部資金が不足する場合の外部資金の資金調達は、先進諸国に比べて多大なコストを要することが予想される。このような外部環境の中で、どのような企業が外国人投資家に開放されたB株市場での株式発行を行ってきたのか、本稿では Pagano et.al.(1997)などの企業のIPOの決定要因に関する先行研究を踏まえて、まず次の仮説を提示する。

まずB株市場でのIPOが借入制約克服に貢献しているか否かを考えるため、第一に内部資金力がB株発行に与える影響を検証し、第二に Myers and Majluf(1984)の考え方にしたがって、強い銀行借入規制の中で生じる借入制約の中で、内部資金、銀行借入で不足する原資を株式市場に求め、さらにA株市場での調達不足分をB株市場での株式発行で賄う可能性を検討した。第三に成長機会を持つ際の資金アクセスについて、中国企業は株式市場で資金調達を実施し、A株調達での不足分をB株市場に依存していたか否かを、投資機会の代理変数を用いることにより検証した。第四に Campell(1979)や Yosha(1995)により指摘されたIPOによる事業秘匿性の喪失が、株式市場での公開を抑制しているか否かを検証した。第五に、株式市場と発行体内部者との情報非対称性により、市場は優良企業ではない企業の株式発行が増え、株価もより安価な価格が提示さ

れているのか否か、Chemmanur and Fulghieri(1995)、Pagano et.al.(1997)等の研究を踏まえて考察した。

データは、ネットチャイナ社（本社：東京港区）が上海・深 証券取引所より入手した決算データ、株式保有データを用いている。データの期間は1993年から2001年、採用企業はA株、B株全上場企業であるが、推計に際しては金融サービス業は除外した。上記のパネルデータを用い、変量効果パネル・プロビット・モデルを推計することにより仮説の検証を行った。

$$\Pr(y_{it} = 1) = F(\alpha_1 DER_{it} + \alpha_2 MBR_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 Sales_{it} + \alpha_5 SG_{it} + \alpha_6 I_{it} + \alpha_7 BEFORE_{it})$$

ここで y は B 株市場において新たに株式を発行した場合を 1、そうではない場合を 0 とした。また B 株市場において標本期間中以前に B 株を発行した企業は BEFORE を 1 とし、それ以外の企業を 0 とした。 $F(\cdot)$ は累積確率分布関数、DER は負債 / 資本 (時価) MBR は { 資本 (時価) - 資本 (簿価) } / 総資産残高を示し、投資機会の代理変数を意味している。その他、ROA は総資産利益率、Sales は売上高 (自然対数値) SG は売上高成長率、I は設備投資額 / 有形固定資産残高を意味する。

結果は、収益性の上昇は、B 株発行に対して有意に負の値を示していることから、収益性が高く、内部資金力が高い中国企業ほど、B 株発行は消極的であるということが示された。また DE レシオと B 株発行の関係は、正に有意に影響があるとの結果が得られ、これは負債比率が高い企業ほど B 株を発行していることを示している。また企業内部者と資本市場との間での情報の非対称性が大きいいため、市場は企業価値が正確に価格へ反映されていないのか否か、本稿では情報非対称性が企業規模の違いにより存在することを前提として、売上高を企業規模の代理変数として B 株発行の有無との関係を検証した。結果は有意に正の係数値が得られている。