

## 2011年8月 第1回 中国・アジア研究会 要旨

設備投資研究所

講師：横浜市立大学 国際総合科学部 随 清遠 教授

演題：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

日時：2011年8月24日（水） 15:30～17:30

### 要旨

本論の研究対象は、2005年4月から中国で実施された株式改革である。それ以前の中国では、各企業の発行株式のうちの30–40%ほどしか流通しておらず、残りの60–70%は売買できない非流通株式として、国または公的企業などによって保有されていた。2005年の改革は全株式の流通化を目指したもので、個別企業ごとに非流通株保有者から流通株保有者への補償が交渉され、順次、非流通株の流通化が実施された（2011年4月現在で、上場2,109社のうち全株式流通化が未完了なのはわずか10社である）。本論は、その補償についての交渉過程を理論モデルで整理した上で、補償形式や補償規模の決定について実証モデルを推定している。

先行研究に比べた本研究の貢献点は、実証分析における「補償水準」の定義を理論モデルと整合的なものに改めたことと、これまでの研究では分析されていなかった補償形式（株主間の所得移転のみの直接補償か、企業の経営状況も変化させる手段を伴う間接補償か）の決定についても実証的に考察していること、さらに一般投資家の期待形成の一貫性について検証していることである。

本論では、非流通株保有者と流通株保有者の交渉を、達成される成果を両者で分け合うというナッシュ・バーゲニングモデルで考える。中国株式改革の文脈において達成される成果とは、非流通株が流通可能となることで生まれる非流通株の保有価値の上昇（「流動性プレミアム」）である。交渉が決裂するとその成果が得られないため、非流通株保有者は成果の一部を流通株保有者に受け渡す可能性がある。非流通株保有者と流通株保有者の間の成果の分配比率は、両者の「交渉力」の強さで決まる。ここでの実証分析では、その交渉力を決定する要因を明らかにした。

具体的な補償方式をみると、8割強の企業において非流通株保有者から流通株保有者への株式贈与という形式が採られている。株式贈与が行われると、流通株保有者の持つ株式の全体に占める割合が増加する。この増加幅は流通株式保有者への成果の配分とみなすことができ、流通株式保有者の交渉力が強いほど大きくなると考えられる。なお、残りの2割ほどの企業においては、株式贈与という形式以外の補償方式（例えば、株主総会における議決時の行動についての約束など）を採用している。株式贈与以外の補償形式は企業の経営状況を変化させるため、交渉に参加していない債権者などの関係者へも影響を及ぼすと

考えられる。

実証モデルとしては、1段階目で補償形式（株式贈与のみか、それ以外か）を決定し、2段階目で株式贈与の総量を決定するという、ヘックマン2段階推計モデルを利用する。まず、1段階目の補償形式決定モデルの推定結果からは、負債比率が高い企業、改革前の流通株比率が高い企業ほど、株式贈与以外の補償形式が採択される確率が有意に高まることが明らかにされた。

続いて、2段階目の補償規模の決定要因をみると、改革前の流通株式比率が高まると補償規模が有意に拡大するという結果を得た。これは理論モデルの予測と整合的である。一方、資産規模や時価簿価比率等、他の経済変数が補償規模に及ぼす影響の有意性は低かった。

また、分析対象である2005年の改革以前の2001年に、非流通株の流通化が検討され、そのアナウンスメントによって株価が大幅に下落するという出来事があった。そこでの下落幅の大きさは、非流通株の流通化による流通株保有者の「心配」の大きさを表すと考えられるため、それが大きな企業ほど2005年の改革後の交渉において補償規模が大きくなると予想される。しかしながら、2001年の株価変動は、改革後の補償規模と有意な相関を持っていなかった。このことは、2001年と2005年とで投資家の期待形成が一貫していなかった、あるいは、交渉過程において流通株保有者の「心配」が反映されていなかった可能性を示唆している。

なお、説明変数として採択された流動性プレミアムの代理変数に恣意性がないかどうか、各企業の改革案に示された細かい付帯条件をいかに実証に反映させるか、株式改革が企業の経営効率性にどのような影響を及ぼしたか、について検証を行うことも今後の重要な課題である。

以 上