

中国上場企業の投資行動

—非金融業における政府支配の影響分析—

The investment environment and firm investment behavior of listed companies in China: An empirical study on the effect of government ownership

ハスビリギ^{*1} (Hasibilige) (一橋大学大学院経済学研究科)

竹 康至^{*2} (Yasushi Take) (一橋大学大学院経済学研究科)

要 旨

政府系企業の経営問題は広く知られており、中国国有企業の株式化と上場は、ガバナンス改善を目的としたものだと考えられる。しかしながら、上場後も政府が過半の株式を保持する国家支配企業が多く存在し、完全に民営化が行われているわけではない。先行研究では、資金調達に国家支配が影響していることが指摘されている。資金調達構造が投資行動に影響しうる事から、国家支配が投資に影響を与えている事は想像に難しくないが、今までの研究では国家支配の投資行動への影響は明確にされてこなかった。そこで本稿では、投資率、負債比率、投資機会を内生変数とする同時方程式モデルを 3SLS で推定し、中国上場企業の投資の決定要因の分析を行った。その結果、資金調達構造が他国とは異なる影響を持ち、政府支配の投資への影響が観察された。これらは、中国の国有企業改革や資本市場の育成は中途の段階であることを示すものである。(386 文字)

JEL Classification Codes: G31; G32; G38; O16

Keywords: 投資関数; 中国; 移行経済

^{*1} haasbilige@yahoo.co.jp

^{*2} yasshi@dp.u-netsur.ne.jp

1. はじめに

中国では、1992 年～1993 年にかけて社会主義市場経済体制と現代企業制度が提起され、国営企業が国有企業に定義変化したあと、徐々に国から民営化が進められており、経済活動における政府の影響は低下してきている[今井 2002、座間 2006]。その一方で、依然として国有企業においては国有銀行などとの特別な関係が指摘され、上場後も他の民間企業と経営行動が異なる事が指摘されている[Shirai 2002]。

政府系企業の経営構造の問題は広く知られており[Shleifer & Vishny 1994]、中国国有企業の株式会社化と上場は、そのガバナンス改善を目的としたものと考えられる。しかしながら、中国では上場後も政府が過半の所有比率を維持する民間企業（以下、国家支配企業¹と称する）が多く存在しており、完全に民営化されていない状態で事業が行われている。ところが、国家支配企業が中国上場企業に占める割合が大きく、その重要性も高いのに対して、先行研究では国有企業の分析が主であり、上場企業の分析は、資金調達構造に関しては[Huang & Song 2006]、[顾・杨 2004]や[赵 2006]、投資行動に関しては[Xiao 2004]や[董・陆 2005]などがあるものの、国家支配企業の分析は相対的に乏しいものであった²。その中で[ハスビリギ・竹 2009]は、2000 年から 2004 年の上場企業の資金調達構造を分析し、上場企業の資金調達に国家支配が影響している事を指摘したものとなっている。先進国の事例では資金調達構造が投資行動に影響する事が経験的に知られており、資金調達構造に国家支配の影響が観察されるという事から、中国上場企業の投資行動に対して国家支配が影響している事を連想するに難しくはない。しかしながら、国家支配企業の投資行動を分析したものは今まで存在しておらず、国家支配の投資への影響は明確ではなかった。

本稿では、2000 年～2004 年の非金融上場会社のアンバランスド・パネル・データを用いて、投資率、負債比率、トービンの Simple Q で表される投資機会を内生変数とする同時方程式モデルを設定して三段階最小二乗法（以下、3SLS）を用いて計量分析を行い、国家支配の投資への影響を分析した³。本稿の推計結果は、全体として市場の不完全性を示唆したものとなった。もし民営化が完遂されており、市場が完全であれば、投資機会によって投資水準が決まるので、国有株の存在は企業の投資行動に影響を与えていないはずである。しかし、中国上場企業の投資機会は負債比率と国家支配の影響を受け、負債比率は国家支配の影響を強く受け、投資機会は収益性を反映しているとは言えず、負債比率と国家

¹ ここでの「国家支配企業」の定義は、第 2 節で行う。

² 幾つかの先行研究では、政府影響力の代理変数として国家株は分析に加えられているが、間接支配の影響が考えられる国有法人株は分析されていない。

³ 投資率、負債比率、投資機会は、潜在変数であるエージェンシー・コストを通じて相互に影響しあうため、同時性がありうる事が知られている。

支配の影響を強く受けている。つまり、投資機会が資金調達構造と政府影響度に依存するという意味で、中国上場企業の投資行動には問題が発生している可能性が観測された。また、負債比率の影響は、理論的に予測される効果や他国での事例とは異なり、高負債企業が投資を促進する傾向が見られる。これらは、資本市場の機能が完全ではないという事と、政府支配が投資行動に影響しているという点において、中国の国有企業改革や資本市場の育成は中途の段階であり、漸進的に改革が進められてはいるが、まだ十分とは言えない事を示唆している。

本稿の構成は以下の通りである。続く第2節で中国企業の分類を回覧し、国家支配企業の定義を明確にする。第3節で中国上場企業の外部資金調達先の状況と問題を整理し、第4節でエージェンシー理論をベースに、中国上場企業の資金調達構造と投資行動の理論的考察を行う。第5節では、理論的考察を元に中国上場企業のパネル・データを用いて設備投資の決定要因の計量分析を行い、中国上場企業の投資行動の特徴を明確化する。その上で第6節では、簡単な政策的なインプリケーションを述べたい。

2. 中国企業の分類と国家支配企業

本稿では、上場後も政府が強く影響を持つ国家支配企業の分析を行うが、前節で述べたとおり、国有企業と国家支配企業は異なる会社組織ではあるにも関わらず、先行研究では国有企業と国家支配企業を明確に区別せずに扱っているケースも見られる。そこで本節では、後の計量分析で用いるため、中国企業の分類、株式の分類などを整理⁴した上で、本稿での主な分析対象である「国家支配企業」の定義を行う。

2.1. 企業の分類

中国企業の所有構造の分類を行うときには、法的に「国有企業」が定義される一方で、上場企業を含む「有限会社」「株式会社」が「国有企業」ではない点に留意することが重要である。

中国経済体制の変化に伴い、「企業概念」は大きく変化している。1978年の改革開放前の中国では「国営企業」⁵と「集団所有制企業」の二形態の企業しか存在しなかった。その後改革・開放政策推進の過程で新しい企業制度を導入してきたため、多数の企業形態が並存するようになった（表1）。

中国でも株式市場に上場する企業は全てが株式会社でなくてはならない。従って、国有企業は株式制改革を経てから、諸基準を満たして、市場に上場する必要がある。

⁴ 後述するが、法制度及び通念上、国家支配企業の明確な定義は存在しないため。

⁵ 1993年に、所有と経営を明確にする企業制度改革の過程で「国営企業」の呼び名を「国有企業」と変更した。

2.2. 投資主体による株式の分類

国有企業に株式制改革を行い、新設した株式会社の株式を「投資主体によって、国有株、法人株、個人株及び外資株に分ける」と規定されており、中国では投資主体の所有制によって株式が明確に分類されている（表 2）。つまり、国家支配企業を政府の所有比率において定義する事が可能である。

ここでの国家株とは国家投資を代表する権利のある政府部門もしくは機構が国有資産を会社に投資して得た株式である。一方、法人株とは、企業法人が資産を会社に投入して得た株式である。もしくは法人資格の事業単位及び社会団体が、国から経営に用いることを許可された資産を会社に投資して得た株式である。従って、国有企業法人が所有する株式は国有法人株という。

2.3. 国有株の定義と株式企業に対する支配度

「股份制试点企業国有資産管理規定」⁶の第三条によれば、国家株と国有法人株は国家所有の性格を反映しているため、合わせて国有株⁷と称する。株式会社の設立に当たって、国有資産を持って算入した株式は、株式管理の状況によって、国家株と国有法人株に分ける。

また、ここで重要なのは国有株による支配権の基準である。「股份有限公司国有股權管理暫行办法」⁸の十一條によると、国有株の支配権を絶対支配と相対支配に分け、絶対支配とは国有株の持ち株比率が 50%以上、相対支配とは国有株の比率が 30%~50%の間と明記している。

国家株と国有法人株は株式市場で自由に売買できないため、非流通株として分類される。但し、例外ではあるが、政府の許可を条件に企業間の相対取引で売買することも認められている。また、2005 年 4 月から中国政府が非流通株問題の解決策を打ち出して、それから段階的に市場に放出している。

2.4. 国家支配企業とは

上述の企業の分類と株式の分類及び諸規定をもとに、本稿では国家支配企業とは『上場株式企業でかつ国家株比率と国有法人株比率を合わせた国有株比率が 50%以上である企業』であると定義する。なお、本稿では上場企業の資金調達行動に対する政府の影響を把握するのは目的であるため、国有株比率が 50%以上である、いわゆる絶対支配の状況にある企業の資金構造分析に焦点を当てている。

3. 中国上場企業の外部資金調達先の状況と問題

中国は移行経済であることから、主要な外部資金の調達先である銀行部門や資本市場の

⁶ 日本語で、「股份制企業国有資産管理規定」の意味。

⁷ 「股份公司国有所有權管理規定」の第二条でも国有株に関して同じ内容が明記している。

⁸ 日本語で、「株式(有限)会社国有株權管理暫定方法」の意味。

状況が先進国や他の開発途上国と大きく異なっており、この点が資本構造、ひいては投資に大きく影響を及ぼしうると考えられる。本節では、銀行部門、株式市場、社債市場の状況を俯瞰し、中国上場企業の資金調達における問題点を整理したい。

3.1. 銀行融資の状況と問題

中国上場企業においても、負債のほぼ半数を銀行融資が占め、主要な資金調達源として依然として銀行融資が重要であることは変わりが無いと考えられる⁹。しかしながら中国の銀行業は、国有 4 大銀行を中心に不良債権問題を多く抱えており¹⁰、安定的な資金供給源としては疑問が残る上に、銀行業の金利規制が厳しいために企業がその事業リスクに応じた適切な金利で融資を利用できているのかが疑問が残る。

「人民幣利率管理規定」によると、中国においては、銀行の預金・貸出金利は中国人民銀行によって基準金利が設定されており、各銀行は基準金利の一定の範囲¹¹でしか融資を行う事ができない¹² [中国金融年鑑 2000]。[坂下・中山 2006]では、2002～2004 年の上海・深圳証券取引所に上場している企業 1385 社のパネル・データを用いて、金融政策と企業の借入についての関係を分析しており、銀行貸出基準金利の影響が大きくなってきている事を指摘しており、基準金利が企業の借入に影響を与えていると考えられ、その影響は少なくない。

貸出金利が一定範囲に固定されていると、高リスクな事業を持つ高い金利を設定すべき企業は、中国の銀行からは貸出を受けることができず、低リスクで低い金利を設定すべき企業は、中国の銀行から融資を受けるインセンティブを持たなくなる。図 1 は、6 か月物短期貸出金利の上限と下限の推移と、CPI 上昇率をまとめたものである。許されている上下幅は僅かであり、企業ごとに適切な金利を設定するのが難しいことが分かる。また、インフレ率を考慮した実質金利は大きく変動することになり、ある年に適切な貸出金利で融資を受けることができる企業でも、翌年に適切な融資契約を結べるとは限らない。

このように、銀行の融資は中国上場企業の主要な資金調達源ではあるが、制度的に企業の事業リスクに応じた金利を設定できないことから、上場企業の資金調達構造に歪みが生じている可能性がある。

3.2. 株式市場の状況と問題

1990 年始めに設立された中国の株式市場は僅か十数年の間に大きく成長した。2006 年末現在で、上海証券取引所と深圳証券取引所から成り立つ国内証券取引所に上場した企業

⁹ [袁・元橋 2008]の統計では、2006 年の中国上場企業の負債のうち 48%が銀行融資である。

¹⁰ ただし 2000 年には不良債権比率は 30%超であったが、2005 年には 10%程度に低下してきている[通商白書 2006]。

¹¹ 商業銀行の貸出金利は、大企業で基準金利の 90%～110%、中小企業で 90%～130%の範囲とされている。ただし、2004 年 10 月 29 日に、貸出金利の上限は撤廃された。

¹² 香港・マカオの銀行は金利規制を受けない。

数は 1,414 社になり、株式時価総額も 89,403 億元に達した（図 2）。2007 年 8 月 30 日付け人民日報日本語版では、香港証券取引所を含めた中国企業の時価総額は、日本の株式市場の時価総額よりも多くなり、中国大陸部の証券市場の取引額はアジアの他の証券市場の取引総額を上回るものと報じられている。

厳しい規制下で開始された中国の株式市場ではあるが、市場規模の拡大にあわせて、段階的に改革が実行されてきている。まず、中国人向け株式（A 株）と外国人向け株式（B 株）の統合があげられる。2001 年 2 月に中国人に B 株が解放され、2002 年 12 月に外国人機関投資家に A 株が解放された。その後は B 株を発行する企業は増加しておらず¹³、内外向けの株式による二重構造は事実上解消された。また、新興・中小企業株の流通促進にも配慮しており、1999 年 11 月に香港証券取引所に新興企業向け専用市場を、2004 年に深圳取引所に中小企業向けセクターを設置している（表 3）。

各種の改革の中で最大の懸案事項は、非流通株の改革である。非流通株の問題は、中国企業の上場経緯によって発生した[黄 2006]。中国証券市場そのものが国有企業改革の必要性に応じて誕生しており、市場に上場している多くの企業は元国有企業で、改革改組を経て上場している[座間 2006]。これらの元国有企業の中国上場企業は、政府が直接・間接的に株式を所有することで、支配権を維持している¹⁴。発行済み株式の中で、この政府が保有する株式を国有株（国家株と国有法人株）としており、これらは市場で流通されておらず、市場で取引ができる流通株式と分けて取り扱われている[白井 2003]。

非流通株の存在の問題は、財務面と企業統治の面で大きな弊害が発生している可能性が考えられることである。まず、非流通株を所有する政府もしくは政府系機関は自由に非流通株を売却できないことから財務上の制約におかれている。つまり、非流通株は証券取引所を通じて売買することができず、純資産価値から取引価格が決められるため、非流通株の所有者は株式価値を向上させてキャピタル・ゲインを得る事ができない。このため、非流通株の所有者は新株発行を行う際に株式割当権を放棄することが多く[黄 2006]、非流通株は株式資本の増強の阻害要因になってきていると考えられる。また、非流通株の所有者は、流通上の制約から十分に株主利益をあげることが出来ないことから、株主全体の利益につながる企業価値の向上ではなく自己の便益だけを向上させる経営を企業に強いる潜在的な可能性があり、非流通株には企業統治の面での問題も内在していると言える。これらの非流通株の弊害は、非流通株が過半数を占める国家支配企業において強く問題となっている可能性が高い。

本稿の分析期間である 2000 年から 2004 年の間はマクロ経済が安定した高度成長を維持しているのに、株式市場が低迷していた時期になり、これらの不健全な企業統治などの問

¹³ 2001 年に A 株と B 株両方を発行する企業は 88 社、B 株のみ発行する企業は 24 社あったが、2006 年にはそれぞれ 86 社、23 社に減少している[中国統計年鑑 2002、2007]。

¹⁴ 上場時に発起人株を売却するわけではなく、原則して新規募集を行ったため。

題が発生したため、株式市場の発展の足かせとなり、企業業績及び資本効率の悪化や、株価の低迷を引き起こしたと考えられる [Qu 2003、今井 2003]。

このような、株式市場の抱えている問題を中国政府も十分認識しており、1999 年と 2001 年に中国政府は全国社会保障基金の財源捻出のためとして非流通株の売却を試みたが、株価の暴落を招き、非流通株の売却は凍結された。その後、市場に混乱を起こさないように証券監督管理委員会の主導で段階的に非流通株の売却が解禁され、2006 年末まではほぼ全上場企業に及んでいる。しかしながら、売却条件として流通株株主の決議権の三分の二の賛成がいること、市場への放出が 1 年目は認められず、2 年目も発行済株式の 5%以内に制限されていること、非流通株の所有者に売却を強制するものでないこと [神宮・李 2007] から、依然として非流通株の財務面と企業統治の面における問題は存在していると考えられる。

また、非流通株に起因する問題以外にも、中国上場企業には厳しい増資規制がしかれており、しかもその規制が裁量的に運用されていることを指摘しておきたい。「上場企業再融資条件」によると、上場企業が株式を割増する際に、過去 3 年間の自己資本収益率 (ROE) が加重平均で 10%以上でなければならず、また直近単年度の ROE が 10%以上である必要があり、これは投資期にあり成長性がある新興企業には厳しい増資規制になりうる¹⁵。この増資規制は重点産業に従事していると位置付けられる企業には条件が緩和されており、結果として国家支配企業には緩い増資規制が適用されている [黄 2006、48 - 50]。

3.3. 社債市場の状況と問題

中国の債券市場は、記載目的が国の産業政策への合致することが要求され、国务院の定める利率内での起債となるため、社債発行の規模は小さく、社債発行企業も、インフラやエネルギー、情報通信関連等の中国の産業政策に合致した事業を実施する大手国有企業が主となっている [通商白書 2006]。このため上場企業の間でも、債券は資金調達手段としていまだ一般化しているとは言えない状況である。

4. 中国上場企業の投資決定要因

完全情報・完備市場で機会費用が存在しないときは、投資量は投資機会であらわされる将来の限界収益によって決定されるが、現実には観察される投資行動が投資機会のみで説明できることは稀であり、様々な要因の影響を受けると考えられる。特に、経営者と株主・債権者との間のエージェンシー問題は大きな影響を持つと考えられることから、エージェンシー・コストの代理変数として用いられる資金調達構造は、投資への強い影響が予想される。本節では計量分析を行う前に、エージェンシー理論をベースに中国上場企業の投資量の決定要因を考察し、推計における仮説設定を行いたい。

¹⁵ この他にも「上市公司新股发行管理办法」(日本語で「上場企業の新株発行管理方法」)の一般規定を満たす必要がある。

4.1. 資金調達構造の影響

[Modigliani & Miller 1958] (以後、MM 理論) は、完全情報・完備市場で機会費用が存在しないときは、資金調達構造によって企業価値や資金調達コストが異なることは無いことを示した。つまり、負債と資本のどちらで資金を調達しても、企業価値に差異は無く、資金調達構造は一意に定まらなくなるため、資金調達構造は投資に影響を及ぼさない。

しかしながら、実際の企業の資金調達は、各種の市場の不完全性によって影響を受けており、MM 理論が示唆するような理想的な環境にあるわけではない。特に移行経済である中国上場企業の資本構造の決定は、先進国における経営者と株主や債権者間のエージェンシー問題のみならず、裁量的な上場基準や、金融機関に対する規制や行政指導などに影響を受けていると考えられ¹⁶、企業は資金調達に制約を受けることから、投資水準の決定にも影響がありえる。

資金調達構造がどう影響するか、そのメカニズムは先見的には明らかではないが、以下では中国上場企業の資金調達構造の決定要因を整理した上でその影響を考察を行う。

4.1.1. 株式による資金調達のコスト

株式による資金調達は、二重課税の問題から、負債よりも資金調達コストが高くなることが知られている [Modigliani & Miller 1963]。また、中国に限らず上場企業は、必ず一定以上は経営と所有が分離しているが、株主と経営者間の情報の非対称性が大きい場合は、経営者が自由に処分可能な内部資金を持つことが、不適切な投資を拡大し、過剰投資を招きうるということが知られている [Jensen & Meckling 1976]。この経営者が私的便益に用いるコストは、株式のエージェンシー・コストとして知られており、中国上場企業も経営と所有が分離しているため、この影響を受けうる。ほとんどの中国上場企業は、非流通株として政府・政府系機関が過半の株式を握ることで経営権を握る一方で、流通株として一般株主も株式を所有しており、流通・非流通株の制度的な差異から、両者の間には深刻なエージェンシーの問題が発生しうる。なお、成長性の高い企業の場合は、経営者の投資行動をモニタリングしやすい¹⁷ことから、この株式のエージェンシー・コストは低いと考えられている。特に株主の間でも、経営者と姻戚関係や旧知ではない外部株主は、企業の内部情報を十分に持ち得ないだろう。経営者と外部投資家との間の情報の非対称性が特に強い場合は、投資機会が外部投資家に過小評価され、企業の増資コストが高くなるか、増資が不可能になりうるということが指摘されている [Myers & Majluf 1984]。

¹⁶ 資金調達構造に関しては、[ハスビリギ・竹 2009]で中国製造業における資金調達構造の分析を行い、国家支配企業であることが、企業の資金調達に大きな影響を及ぼすことを確認した。

¹⁷ 成長性の高い企業は資金需要が豊富なことから、投資家はその投資行動を査定する機会が頻繁に発生するためである [Jensen 1986]

4.1.2. 負債による資金調達コスト

負債による資金調達は、企業の倒産確率が高くなり、経営危機を招きやすくなることが知られている。経営危機に陥った企業は、正の収益が予想される投資機会を実行しても、その収益は債権者が優先して得るため、経営者は利益を得ることができない。債権者と経営者間の情報の非対称性が大きい場合、経営者は投資への意欲を失い経営努力を行わなくなる可能性がある¹⁸ [Myers 1977]。また、経営危機に陥った企業は、存続のために不適切な投資機会を実行に移す可能性があるため、追加投資の資金を確保できない可能性も考えられる。つまり、負債比率が高い企業は、経営危機時に有望な投資機会を実行しないため、資金調達コストが高くなり企業価値を低下させると考えられる。これらの情報の非対称性に起因するコストは、負債のエージェンシー・コストとして知られている。

4.1.3. 中国の制度的特徴と、国家支配企業の資金調達行動

中国上場企業には、株主と経営者、債権者と経営者の間の情報の非対称性に大きく影響する、移行経済であることに起因する要因がいくつか存在する。

まず、国家支配企業の影響である。前述のように、非流通株を保有する政府・政府系機関と、流通株を保有する一般投資家の間にはエージェンシー問題が存在する可能性がある。中国に限らず、国家支配企業のように上場会社を含む国有企業は、過剰な従業員数、過剰な給与水準、収益性の無い財の生産、社会的損失の大きい生産行動を引き起こす事が経験的に知られている[Shleifer & Vishny 1994]。中国国有企業においても、過剰な給与水準が指摘されており、そのガバナンスに依然として問題があることが指摘されている[橋口 2007]。つまり、国家支配企業の経営者は、利潤最大化を経営目標に据えていない可能性がある。特に政府・政府系機関が経営決定権を持つ場合、株式の売却が制限されておりキャピタル・ゲインを得られないことから、株式価値を考慮に入れずに政府・政府系機関に便益を計らう経営を行う可能性が高い。つまり、国家支配企業は中国の国策により非効率的な経営を強いられており、収益性が低い可能性がある。

一方で、国家支配企業には、政府から優遇処置があると言われており、倒産リスクなどが低いと考えられている。また、国有銀行と親密な関係があり、国有銀行と国家支配企業の利害対立は少ないだろう。つまり、債権者（特に国有銀行）と国家支配企業との負債エージェンシー・コストは、金融機関と非国家支配企業よりも低いと思われる。これらの通説が正しく、国家支配企業のデフォルト・リスクが低く、負債のエージェンシー・コストが低く、収益性が低いのであれば¹⁹、理論的に国家支配企業の負債比率は高くなるだろう。

¹⁸ この債権者と経営者の間のエージェンシー問題は、経営努力を行わないことから投資水準が低下するため、過小投資問題として知られている。

¹⁹ 国家支配企業は将来の期待収益が抑えられるため、株式価値が低くなり、株式投資家にとって相対的に魅力的でなくなると考えられる。

他方、金融規制の影響も考えられる。中国の金融機関は、貸出金利が規制されているため、借り手のリスクに応じた金利を設定できない。つまり、返済確率が高い優良企業は、倒産リスクやエージェンシー・コストが低くても金融機関から不適切に高い金利を設定されるため、金融機関からの借入を敬遠する可能性がある[Stiglitz & Weiss 1981]。国家支配企業は、中国政府の定める重点産業を担っていることが多い。つまり、その事業内容の将来性において、株式市場の一般投資家との間でも情報の非対称性が低く、資本市場からの資金調達も非国家支配企業にくらべて容易であると考えられる。特に知名度が高い国家支配企業と一般投資家の間の情報の非対称性は、非国家支配企業よりも顕著に低くなると思われる。また増資においては、国家支配企業は、非国家支配企業よりも制度的に優遇されている面もある。このような金利や増資規制の影響から、増資を積極的に行っている成長性が高い国家支配企業や、規模が大きく知名度がある国家支配企業は、逆に負債比率を減少させると考えられる。

4.1.4. 資金調達構造の投資水準への影響

以上で議論してきたように、負債性資金の量は、先進国の上場企業などと同様に各種のエージェンシー・コストを表すと同時に、中国の金融行政の事情により外部株主からの株式資本による資金調達の制限を反映している可能性が高い。つまり負債比率が高い企業は、負債のエージェンシー・コストが高いか、低い株式のエージェンシー・コストを享受できずに、投資コストを増加させていると思われる。この意味で、負債比率は資金調達コストの代理変数であり、負債比率が高い中国上場企業はその投資水準を減少させると考える事ができる。

4.2. エージェンシー・コスト決定要因の投資へ波及経路

第 4.1 節で議論したように、国家支配度などの各種のエージェンシー・コストに影響する要因²⁰から資金調達構造が決定され、投資の価値が変化し、投資水準が影響を受けると考えられる。つまり、これらの要因の波及経路は直接的なものではない。

資金調達コストが高くなると、株主にとっての限界的な投資収益が低くなるため、投資水準の低下より先に、市場で評価される企業価値（＝時価総額）が減少する可能性があり、この場合の各種要因の投資水準への波及経路は図 3 のように間接的なものになると考えられる。

以上の考察に基づき、本稿では中国上場企業の投資を分析するに、次のような仮説を構築した。

(1) 投資量は、投資機会及び資金調達構造によって影響を受ける。投資機会が大きいほど

²⁰ 具体的な要因は、続く計量分析の節で特定する。

投資量が多く、負債比率が高いほど資金調達に制約が強く働き投資量が削減されると考えられる。これは、金利などの借入コストは高いものの銀行借入などの負債量には制限が少ない一方で、出資者が募れる事業機会を持つとしても増資が厳しく制限されていることから、負債比率が高い資金調達構造を持つ企業の方が、相対的に投資のコストが高くなり、投資量が抑えられると考えられるためである。

- (2) エージェンシー・コストの決定要因は、資金調達を経由して、間接的に投資水準に影響すると考えられる。つまり、まず各種要因が資金調達構造に影響を与え、次に資金調達構造が投資機会に影響を与え、投資機会が投資水準を決定する²¹と考えられるためである。
- (3) 資金調達構造は、先進国で一般的に観察される要因のほかに、国家支配度の影響を受ける。前述の資本市場規制、金融規制の影響で、国家支配度は資金調達構造に強く影響を与えているためだと考えられる。

本稿の以下の節では、以上の仮説に基づいて、計量分析を行う。

5. 計量分析

情報の非対称性により、資本構造が企業の投資行動に関して影響を与えることは、多くの実証研究で指摘されている。例えば、[Fazzari, Hubbard & Petersen 1988]は、低配当な企業において、内部資金が投資に正の影響を与えることを確認している。また、[Lang, Ofek & Stulz 1995]は、トービン Q で表される投資機会が小さい企業において、負債比率が投資に負の影響を与えることを確認している。これらの研究で示唆されることは、内部資金と負債比率が企業の投資行動に影響を与えうることと、低収益で情報の非対称性によるリスクが高い企業のほうが影響を受けやすいと言う事である。つまり、この二つの変数は、市場環境をあらわす代理変数として考える事ができる。さらに前節まで議論した通り、中国上場企業においては、これらの市場環境以外にも、国家支配の影響が強く投資行動に影響を及ぼすと考えられる。本節では以上の議論を踏まえ、第 5.1 節で推定式、第 5.2 節で利用変数と予想される符号、第 5.3 節でデータセットを説明した上で、第 5.4 節で主要説明変数の推移を確認し、第 5.5 節で推定結果の解釈を述べる。

5.1. 推定式

本稿では、[丸・米澤・松本 2003]に習い²²、投資比率、負債比率、投資機会が同時に決定されるモデルを構築し、3SLS で推定を行った。即ち、投資比率 (IR) と負債比率 (DR)

²¹ この波及効果を観察するために、本稿の計量分析部分では三段階最小二乗法を用いた。

²² 投資比率、負債比率、投資機会の内生変数間の同時性を 3SLS で制御する点は共通しているが、実際の推定モデルと外生変数の選択は異なるものになっている。

及び投資機会（ Q ）を同時方程式の内生変数として扱い、企業規模（ $Size$ ）、有形固定資産比率（ Fix ）と利潤率（ ROA ）、国家支配ダミー（ $m50$ ）、産業ダミー（ ID ）及び年次ダミー（ YD ）などを外生変数として用いている。前節で議論したように、投資水準は投資機会と資金調達構造に依存すると考えられる。しかしながら、本稿の投資機会の代理変数である Simple Q は株主価値を反映するため、エージェンシー・コストの影響を強く受ける。資金調達構造を表す DR も、第 4 節で議論したようにエージェンシー・コストに依存する。そして、エージェンシー・コストは、成長性（＝投資機会）に依存するのである。つまり、 IR 、 DR 、 Q の間では同時性の問題が発生するため、3SLS による連立方程式体系の推定が必要となる²³。なお、外生変数として扱う ROA 、 $Size$ 、 Fix の値は、従属変数の 1 時点前の値を用いる事で、同時性の問題を回避している。

推計式は以下の式(1)～(3)で、各変数の意味は表 4 の通りである。

$$IR_t = C_1 + \beta_{11}Q_t + \beta_{12}DR_t + \beta_{13}Size_{t-1} + \sum_{j=1}^3 \gamma_{1j}YD_j + \sum_{k=1}^2 \delta_{1k}ID_k + \xi_{1t} \quad (1)$$

$$DR_t = C_2 + \beta_{21}Size_{t-1} + \beta_{22}ROA_{t-1} + \beta_{23}Q_t + \beta_{24}Fix_{t-1} + \beta_{25}m50_t + \sum_{j=1}^3 \gamma_{2j}YD_j + \xi_{2t} \quad (2)$$

$$Q_t = C_3 + \beta_{31}DR_t + \beta_{32}ROA_{t-1} + \beta_{33}m50_t + \sum_{j=1}^3 \gamma_{3j}YD_j + \xi_{3t} \quad (3)$$

推定式(1)は投資関数であり、投資に対するトービン Q や負債のエージェンシー・コストの影響を分析するためのものである。先行研究²⁴における一般的な投資関数では、推定式(1)に企業の収益性の代理変数であるフリー・キャッシュフロー比率、もしくは収益率などが加わることがあるが、本稿の同時方程式モデルでは、識別性の問題が生じるので、収益性の代理変数をその他の推定式で考慮する。なお本稿の推定モデルでは、負債比率を通じて、間接的には投資に対するフリー・キャッシュフローの影響はコントロールされている。推定式(2)は企業の資本構造の影響要因を特定するためのものである。特に同時方程式モデルにおいては、負債比率の各影響要因がどう企業の設備投資比率と投資機会に影響するのかを推定式(1)と推定式(3)で考察できる。推定式(3)は企業の投資機会の影響要因を把握するためのものである。同様に本稿の同時方程式モデルにおいて、投資機会の影響要因がどう企業の設備投資に影響しているのかを推定式(1)で考察できる。

²³ 先行研究の多くでは、 IR 、 DR 、 Q の時点をずらす事で、同時性の問題を回避しているが、本稿ではこれら 3 変数の関係を明確に観察するために 3SLS を用いた。なお、試験的に固定効果モデルによって、 t 期の IR を $t-1$ 期の DR と Q などと推定し、本稿のモデルの頑強性は確認している。

²⁴ [Fazzari, Hubbard & Petersen 1988]、[鈴木 2001]、[福田・粕谷・慶田 2007]などがあげられる。

5.2. 利用変数と予想される符号

推定式(1)～(3)で用いられる変数と、予想される符号は次のようになる。

投資比率 (IR)

投資比率（当期有形固定資産純増加／前期有形固定資産額）²⁵が、本稿の企業の投資水準を表す変数である。推定式(1)の被説明変数となる。

負債比率 (DR)

負債比率（総負債額／総資産額）は企業の調達した資金のうち、債務性の資金が全体に占める割合を表しており、もっとも基本的な資金調達構造の指標である。企業は法人税や事業リスク [Modigliani & Miller 1958]、株式のエージェンシー・コスト [Jensen & Meckling 1976]、負債のエージェンシー・コスト [Myers 1977] の影響を考慮した上で、もっとも資金調達コストが安くなる方法で資金調達を行い、企業価値の最大化を行うと考えられる。つまり、企業は資本と負債の組み合わせに（＝負債比率）よるコストが最も低い点で資金調達を行っていると考えられている。

高い負債比率が企業の資金調達を制約する場合、倒産リスクが高まるという面で企業価値が損なわれると考えられる。つまり、推定式(3)で予想される符号は負（－）である。また、資本市場が非効率的である場合、株式市場から投資資金を調達できない場合は、企業は良い投資機会があっても、負債性資金を増加させると適切な負債比率を維持できずにエージェンシー・コストが増加する可能性があるため、積極的に投資が行えないであろう。つまり、推定式(1)で予想される符号は負（－）である。

投資機会 (Q)

収益機会に対して投資が行われているかどうかを確認するため、トービンの Simple Q ²⁶を投資機会の代理変数として用いた。企業が投資機会に対して必要な資金を確保できているなら、推定式(1)で、係数は正（＋）が期待される。また、投資機会が多く成長性が高い企業は、株主と経営者間のエージェンシー・コストが低いことが知られ、負債比率に影響を与える [Jensen 1986]。つまり、推定式(2)で負の係数（－）を持つと予想される。

企業規模 (Size)

企業規模（総資産額の対数）を、市場で認知度の代理変数として用いた。本稿の同時方程式モデルでは、推定式(1)と推定式(2)において企業規模（Size）を説明変数として扱う。

企業規模が大きい方が、事業リスクを吸収しやすくなるため、積極的な投資を行いやすい。このため、推定式(1)で予想される符号は正（＋）である。また、社会的な認知度が高

²⁵ 厳密な意味での投資比率は有形固定資産増加分に当期の減価償却費も加わるが、データの制限により、本稿ではこの定義を用いた。

²⁶ $Q = ((\text{発行済み株式時価総額} + \text{負債総額}) / \text{総資産額})$ で定義される。

いほど、情報の非対称性が少なくなり、負債のエージェンシー・コストを低下させると考えることが出来るため、企業は負債を増加しやすくなる。推定式 (2)で予想される符号も正 (+) である。

担保力 (*Fix*)

固定資産比率（有形固定資産額／資産総額）を担保力の代理変数として用いた。

有形固定資産は担保化が容易なため、担保力の代理変数として適していると考えることが出来る。担保力が高いと負債のエージェンシー・コストを緩和できるため、負債比率を増加させやすくなる。推定式 (2)で予想される符号は正 (+) である。

フリー・キャッシュ・フロー (*ROA*)

利潤率をフリー・キャッシュ・フローの代理変数として用いた。

利潤率が高い企業はフリー・キャッシュ・フローが潤沢であり、内部性資金であるフリー・キャッシュ・フローがもっともエージェンシー・コストの低い資金源であるため、豊富な企業ほど負債比率を減少させると考えられる。推定式(2)での予想される符号は負 (-) である。また、株式市場が効率的で株価が企業の収益性を正確に反映しているなら、株価と利益は相関すると考えられる。つまり、推定式(3)で予想される利潤率 (*ROA*) の符号は正 (+) となる。

国家支配企業ダミー

第 4.1.3 節で議論したように、国家支配企業はガバナンス及び資金調達において、民間企業と大きな差異があると予想される。まず政府からの影響で収益性が損なわれる可能性が考えられ、国家支配企業であることで、株価は低く評価されると考えられる。つまり、推定式(3)で予想される符号は負 (-) である。資金調達における効果は先見的には明らかではないが、比較的優良な企業が上場されており、金融機関の貸し出し金利が硬直的なことから、政府との関係から信用力のある国家支配企業は、増資が容易である可能性が指摘されている[ハスビリギ・竹 2009]。つまり推定式(2)において、負 (-) の符号が予想される。

5.3. データと推定期間

分析に用いる財務データは Bureau van Dijk Osiris: February 2005 から取得した。上海・深圳の株式市場に上場している非金融業企業 1042 社の個別財務データを用いた。上場企業の所有構造に関するデータは、各年の企業年次報告書から、第 2 節の定義に従って作成した。財務データのサンプル期間は 2000 年から 2004 年までの 5 年間であるが、推定式に投資比率の計算で階差をとったため、実際に分析対象期間は 4 年間となる。また、株式剰余金がマイナスになる累積赤字が著しく大きい企業と投資量が負になる企業は、異常値として除外した。なお、各変数における外れ値の処理として、平均値から標準偏差の

上下3倍を超える値を異常値とみなし、除外した。

5.4. 主要変数の推移

推定結果の分析に入る前に、サンプル期間中における国家支配企業と非国家支配企業の、資本構成と主要変数の推移、産業分布の違いについて説明を行いたい。

まず、表5と表6は、それぞれ国家支配上場企業と非国家支配企業の資本構成を計算したものである。計算にあたっては、欠損値のあるサンプルを除外した。負債比率全体をみるとサンプル期間において、非国家支配企業のほうが高い。なお、負債比率の構成要素である流動負債比率に関しては、国家支配企業に比べて非国家支配企業の流動負債比率が高い傾向にあることがわかる。反面、非国家支配企業の長期負債を含む非流動負債比率が国家支配企業より低い。自己資本比率に関しては、国家支配企業のほうが、全体的に高い水準にある。

次に、表9は推定式に用いる主要変数の推移を示したものである。国家支配企業と非国家支配企業で、投資率に大きな差はない。また、国家支配企業は負債比率が低く、総資産利益率が高く、企業規模も大きい。 Q は国家支配企業のほうが低い。2003年だけ大きな違いが見られなかった。2000年～2004年で、国家支配企業と非国家支配企業の主要変数の違いに大きな変化は見られなかった。

最後に、表8は、産業分布の違いをまとめたものである。国家支配企業と非国家支配企業で産業にバイアスがある事が予想されるが、特に大きな違いはない。1次、2次、3次産業ともに、同程度の数の国家支配企業と非国家支配企業が観察されている。つまり本稿の推定結果で観察される国家支配の影響は、産業分布を表すものとは言えない²⁷。

5.5. 推定結果

主要変数間の相関係数は表7のとおりである。投資機会(Q)とフリー・キャッシュフロー(ROA)、 ROA と資金調達構造(DR)、 Q と企業規模($Size$)にやや相関が見られるが、 Q 、 ROA 、 DR は3SLSの内生変数である。つまり、外生変数間に強い相関は観察されないため、内生性や多重共線性の問題は無いと仮定して、計量分析を行った。

同時方程式モデルの推計結果は、表10のようになり、(1)、(2)、(3)式の説明変数が次のように推計された。

推計結果からみると、設備投資比率(IR)は Q に依存して決定されている。中国の上場企業は投資機会があれば、投資が実行されている²⁸ことがわかる。 IR は DR にも影響を受けている。ただし、その符号は正であり、第4.2節で設定した仮説(1)や予測と反するものとなった。これは中国上場企業の増資が規制されているため、投資意欲の高い企業はどう

²⁷ 式(1)に産業ダミーは含まれており、産業分布の違いは推定結果ではコントロールされているが、推定結果の頑強性を確認した。

²⁸ [Xiao 2004]の中国企業投資関数分析でもトービン Q に関して同じ結果が観測されている。

しても負債性資金に頼らざるをえず、金融機関との関係が密接な企業ほど投資を行いやすいのだと考えられる。また、市場における知名度の代理変数である *Size* は *IR* の推計では有意に正の相関が観察された。規模が大きい企業は、事業リスクを分散できるために、投資量が相対的に大きくなるのだと考えられる。

資金調達構造の代理変数である *DR* は、*ROA*、*Q*、国家支配ダミー (*m50*) によって決定されており、*DR* の決定要因は *IR* に影響を与えている事が確認された。エージェンシー・コストの決定要因は資金調達構造を通じて投資に影響を与えるという仮説(2)は、概ね支持されている。なお、*Size* と企業の担保力の代理変数である有形固定資産比率 (*Fix*) は、正の値であったものの有意性がなかった。一般的に、企業規模が大きく市場で認知度があり、担保力が高いほど負債のエージェンシー問題を緩和できるため、企業は負債で資金調達し易くなると考えられるのだが、少なくともサンプル期間中の中国上場企業においてその傾向は観察されない。

投資機会の代理変数である *Q* は企業の収益性を反映していないもの (*ROA* と負の相関) の、企業の *DR* と *m50* が投資機会 *Q* に有意にマイナス効果をもたらしている。なお、*DR* の推定式における *ROA* の係数を考慮すると、*Q* に対する *ROA* の影響は、 $-12.414 + (-10.605) \times (-1.192) = 0.22716$ と正になるため、*ROA* の係数で推計結果が破綻している訳ではない。

国家支配ダミーが *DR* に有意に負の効果をもたらしており²⁹、仮説(3)も確認された。中国では上場企業の増資において厳しい規制が敷かれているため、毎年増資を行うことが難しい。ただし、国家支配企業は、政府に統治されているため、規制の運用面で有利であると言われている。つまり、国家支配企業は増資において、非国家支配企業よりも有利であり、株式による資金調達を行いやすい。従って、国家支配企業の負債比率が低くなっていると考えられる。

図 4 は推定結果をまとめたものである。中国の上場企業において、企業の投資機会は負債比率と国家支配の影響を受け、負債比率は国家支配の影響を強く受け、投資機会は収益性を反映しているとは言えず、負債比率と国家支配の影響を強く受けている。つまり、企業の投資機会が資金調達構造と政府影響度に依存するという意味で、中国上場企業の投資行動には問題が発生している可能性が観測された。

6. 結論と政策的インプリケーション

以上、本稿では同時方程式モデルを用いて、中国上場企業の投資行動を分析してきた。本稿で得られた推計結果は、中国株式市場の不完全性を示唆したものとなった。企業投資の決定要因になる投資機会は負債比率と国家支配の影響を受け、負債比率が国家支配の

²⁹ [ハスビリギ・竹 2009]の中国上場企業の資本構造決定要因分析でも同様な結果が確認されている。

影響を強く受けている。なお、企業の市場価値（トービン Q）は企業の収益性を反映しているとは言えず、むしろ企業の負債比率と国家支配の影響を強く受けている。つまり、投資機会が資金調達構造と政府影響度に依存するという意味で、中国上場企業の投資行動には問題が発生している可能性が観測された。

資金調達構造が投資行動に影響を与える事は、貸し手と借り手の間の情報の非対称性を表していると考えられる。この点については、途上国に限らず広く見られる現象ではあるが、負債比率が正の影響を持っていることは、中国企業の特徴になっている。[福田・粕谷・慶田 2007] と [小川 2007] は日本において、[竹 2007] はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの東南アジア 4 か国において、負債性資金に依存している企業が投資を抑制している傾向を指摘しており、中国企業における負債比率の投資行動への影響と逆である。高負債企業が投資を拡大するということは、第 3.2 節で議論した通り、中国の資本市場が十分に機能していないため、特に非国家支配企業において、投資資金の調達が金融機関に依存しているためだと考えられる。

国有企業の弊害については開発途上国や移行経済に限らず、広く知られている事である。一般に、国有企業のガバナンスの問題を解決するために民営化は行われていると考えられる。中国の国家支配企業においても、国有企業から株式会社化をし、上場を果たしている。過去に比較すると民営化が進展し、ガバナンスが進展していると考えられる。もし国家支配企業であっても株式公開によって、国有企業の弊害が完全に改善されているのであれば、企業の投資水準、市場価値、資金調達構造は、国家支配企業であるか否かには関係が無いはずである。しかしながら本稿では、同時方程式モデル³⁰を推計することで、中国企業の国家支配ダミーが企業の資本構造と投資機会に影響を与えていることが確認することができた。

国有企業の民営化プロセスとして上場企業の資金調達行動を評価したい場合、成長性のある国家支配企業が負債性資金に依存しないようにしている点では、評価することができよう。中国の国有企業は政府系の 4 大銀行の資金依存が強いことが指摘されてきているが、上場できた国家支配企業は、この点については変化があったと考えられる。一方、国家支配によって企業の市場での評価が下がることは、そのガバナンス構造に問題がある、つまり国家支配企業の抱えている非流通株の問題に起因していると思われる。中国政府は 2005 年から、非流通株の解消に正式に取り組んでおり、将来的には国家支配企業の存在を無くす方向に進んでいるが、本稿の推定結果はその政策が妥当である事を示唆するものとなった。

まとめると、本稿の分析結果は、中国資本市場の機能不全と、株式市場における国家支

³⁰ なお推定結果の頑強性をテストするために、多くの先行研究と同様の推定式（投資比率をトービン Q、負債比率、内部資金、企業規模で回帰）に国家支配ダミーを加えて固定効果モデルで推定し、同時方程式モデルの推定と同じ傾向の結果が得られる事を確認している。

配企業の問題点を指摘するものとなった。中国の国有企業改革や資本市場の育成は中途の段階であり、漸進的に改革が進められてはいるが、まだ十分とは言えないであろう。

参考文献

[英文文献]

Fazzari, Steven, R. Glenn Hubbard and Bruce C. Petersen. 1988 "Financing Constraints and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, No.1, 141-206.

Feng Xiao. 2004 "The Role of the Stock Market in Influencing Firm Investment in China," <http://www.economics.ucr.edu/seminars/spring04/04-16-04FengXiao.pdf>.

Huang, Samuel Gui Hai and Frank M. Song. 2006 "The determinants of Capital structure : Evidence from China," *China Economic Review* ,Vol.17, 14-36.

Jensen, Michael C. 1986 "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover," *American Economic Review*, Vol.76, 323-329.

Jensen, Michael C. and William H. Meckling. 1976 "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, 305-360.

Lang, Larry, Eli Ofek and Rene M. Stulz. 1995 "Leverage, Investment, and Firm Growth," *Journal of Financial Economics*, Vol.40 (1), 3-29.

Modigliani, Franco and Merton H. Miller. 1958 "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, Vol. 48 (3), 261-297.

———. 1963 "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, Vol. 53 (3), 433-443.

Myers, Stewart C. 1977 "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, Vol.5, 147-175.

Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf. 1984 "Corporate finance and investment decisions when firms have information that investors do not have," *Journal of Financial Economics*, Vol.13, 187-221.

Qiang, Qu. 2003. "Corporate governance and state-owned shares in china listed companies," *Journal of Asian Economics*, Vol.14, 771-783.

Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny. 1994 "Politicians and Firms," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109(4), 995-1025.

Stiglitz, Joseph E, Andrew Weiss. 1981 "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review*, Vol. 71(3), 393-410.

[和文文献]

今井健一 2002. 「株式市場を通じた民営化」 今井健一編『中国の公企業民営化』アジア

経済研究所.

今井健一 2003.「中国国有企業所有制度再編:大企業民営化への途」『社会科学研究』54(3).

袁媛・元橋一之 2008.「銀行の貸出と企業の設備投資:中国の上場企業における投資の負債感応度」日本金融学会 2008 年度春季大会報告論文.

小川一夫 2007.「金融危機と設備投資」林文夫(編)『金融の機能不全』勁草書房.

経済産業省編 2006.『通商白書 2006—持続する経済成長に向けて—』ぎょうせい株式会社.

黄孝春 2006.「中国の株式に置ける非流通問題の形成」『アジア経済研究』47(2) 35—61 頁.

坂下栄人・中山興 2006.「中国における企業借入のパネル分析」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ(8 月).

座間紘一編 2006.『中国国有企業の改革と再編』学文学社.

白井早由里 2003.「中国の金融・資本市場改革の成果と今後の課題」『開発金融研究所報』第 15 号 82—103.

神宮健・李粹蓉 2007.『季刊中国資本市場研究』春号.

鈴木和志 2001.「設備投資と金融市場」, 東京大学出版会.

竹康至 2007.「金融危機後の東南アジアの投資環境 —インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの投資関数の推計—」一橋大学ディスカッション・ペーパー DP2007-12.

橋口善弘 2007.「中国国有企業の経営目的関数の推定」『アジア経済』48(12) 30-40 頁.

ハスビリギ・竹康至 2009.「中国上場企業の資金調達構造」『アジア経済』近刊.

福田慎一・粕谷宗久・慶田昌之 2007.「企業家精神と設備投資:デフレ化の設備投資低迷のもう一つの説明」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』.

丸淳子・米澤康博・松本勇樹 2003.「東アジアにおける外国人投資家によるコーポレート・ガバナンス」花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析』東京大学出版社.

[中文文献]

顾乃康・杨涛 2004.「股权结构对资本结构影响的实证研究」『中山大学学报』(社会科学版) 第 1 期.

童盼・陆正飞 2005.「负债融资, 负债来源与企业投资行为—来自中国上市公司的经验证据」『经济研究』第 5 期.

赵山 2006.「我国上市公司资本结构决定因素的实证分析」『经济管理・新管理』第 10 期. 中国金融学会『中国金融年鉴(2000)』.

[ウェブページ]

深圳証券取引所ホームページ: <http://www.szse.cn/>

上海証券取引所ホームページ: <http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/home.html>

中国証券監督管理委員会ホームページ: <http://www.csrc.gov.cn/n575458/index.html>

中国公司法務ホームページ: <http://www.cncorplaw.com/> (中華人民共和国公司法).

中国企業登記ホームページ: http://qyj.saic.gov.cn/viewContent.do?content_id=474

(关于划分企业登记注册类型的规定).

表 1 中国企業の分類

企業種類		説明
国有企業		企業資産の全部が国家に所有される非会社制経済組織
株式会社	上場	株主が購入した株式に応じて企業に対して責任を負う
	非上場	
有限会社		出資者が出資額に応じて企業に対し責任を負う
その他		集団所有制企業、株式合作制企業、私営企業、合併・合作・独自資本経営企業などがある

出所)「关于划分企业登记注册类型的规定」³¹から筆者作成

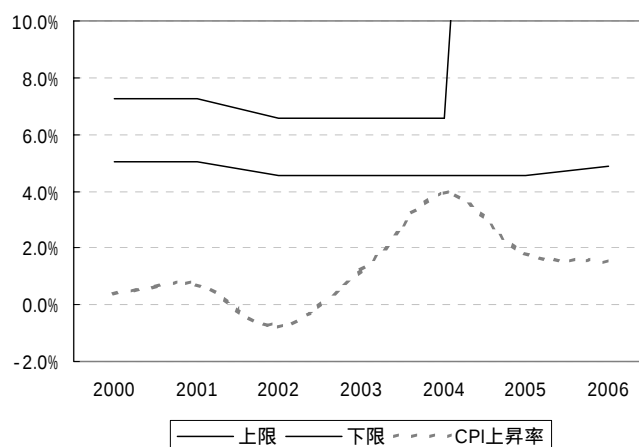
表 2 投資主体による株式の分類

株式種類			説明
非流通株	国家株		政府が保有している株式
	法人株	発起法人株	企業法人が上場企業に投資して得た株式。この中で、国有企業が所有している株式を「国有法人株」という。
		募集法人株	
流通株	個人株		個人投資家もしくは内部職員の持つ株式(A株)
	外資株		海外投資家が持つ外貨建て株式(B株など)

出所)「股份公司国有所有權管理規定」から筆者作成

³¹日本語で、「企業登記類型の区分に関する規定」の意味。

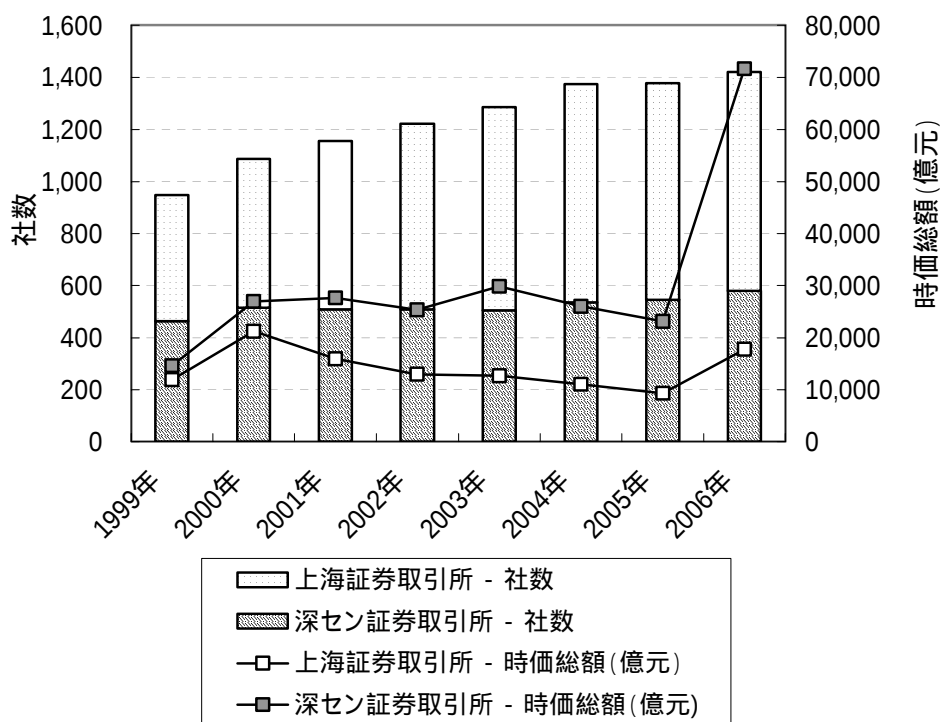
図 1 短期貸出（6 か月）金利の上下幅の推移



出所) 中国統計年間(2006)、ADB Key Indicators(2007)から筆者作成。

注) 金利は各年 4 月時点の名目値で、中小企業向け利率幅であり、大企業向けは上限がさらに低くなる。
CPI 上昇率は年平均値。

図 2 中国株式市場の規模



出所) 中国統計年鑑(各年号) から筆者作成

表 3 中国の株式流通市場の歩み

年	月	
1990	12	上海証券取引所、A 株市場取引開始
1991	07	深セン証券取引所、A 株市場取引開始
1992	02	上海、深セン両証券取引所に B 株市場が開設
1993	07	香港 H 株第一号「青島ビール」が上場
1999	11	上場基準が緩い新興企業向け市場である香港 GEM 市場開設、取引開始
1999	12	第 1 回国有株売却
2001	02	上海と深センの B 株市場を本土個人投資家に開放
2001	06	第 2 回国有株売却
2002	12	QFII（適格海外機関投資家）による A 株への投資を、条件付きで正式開放
2004	05	深セン証券取引所 A 株式市場に「中小企業セクター」を創設
2005	05	非流通株改革が始まる
2005	06	新規上場一時期凍結（上海、深セン）
2006	12	非流通株改革が概ね全ての企業に実施される
2007	05	QDII（適格本土機関投資家）に海外株式への投資を許可

出所) 上海・深圳各証券取引所ウェブページ、神宮・李(2007)から筆者作成

図 3 各種要因の投資水準への波及経路

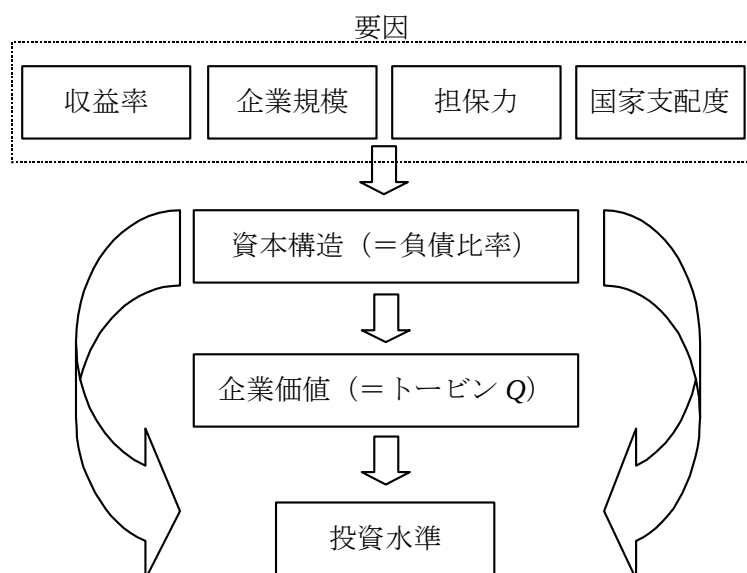


表 4 各変数の定義

変数	意味	定義
<i>IR</i>	投資比率	当期有形固定資産増分／前期有形固定資産額
<i>DR</i>	負債比率	総負債額／総資産額
<i>Size</i>	資産規模	総資産額 ³² の自然対数
<i>Q</i>	トービン Q	(株式時価総額＋負債総額)／総資産額
<i>ROA</i>	総資産収益率	税引き前利益／総資産額
<i>Fix</i>	固定資産比率	有形固定資産／総資産額
<i>m50</i>	国家支配度ダミー	国家支配度 50%以上なら 1、それ以外は 0
<i>YD</i>	年次ダミー	—
<i>ID</i>	産業ダミー	一次産業（農林水産業）、二次産業（製造業）でダミー作成
ξ	攪乱項	—
<i>C</i>	切片項	—
<i>t</i>	時点	—

注) 国家支配度は上場企業の発行済み株式のうち国家株比率と国家法人株比率の合計で計算。

表 5 国家支配上場企業の資本構成

	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
サンプル数	417	466	538	570	606
負債	44.5%	46.2%	51.4%	52.2%	53.7%
流動負債	33.5%	33.6%	35.2%	35.7%	36.7%
借入金	1.8%	1.9%	2.1%	1.7%	2.0%
買掛金・支払手形	6.2%	6.1%	7.2%	7.5%	7.7%
その他流動負債	25.4%	25.6%	25.9%	26.5%	26.9%
非流動負債	11.0%	12.6%	16.2%	16.4%	17.0%
長期負債	7.2%	7.5%	9.5%	9.7%	10.0%
その他非流動負債	3.8%	5.1%	6.7%	6.7%	7.0%
資本勘定	55.5%	53.8%	48.6%	47.8%	46.2%
払込資本金	19.8%	18.7%	17.6%	16.3%	15.7%
その他（内部留保等）	35.7%	35.1%	31.0%	31.5%	30.5%
合計（負債＋資本）	100%	100%	100%	100%	100%

出所) Bureau van Dijk Osiris: February (2005)より筆者作成

³² 企業規模の代理変数を企業の総売上額で計った場合も推定結果は変わらない。

表 6 非国家支配上場企業の資本構成

	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
サンプル数	505	559	600	652	715
負債	50.30%	51.80%	54.70%	58.10%	61.20%
流動負債	39.90%	40.50%	42.60%	44.80%	47.10%
借入金	2.10%	2.00%	2.10%	1.90%	2.20%
買掛金・支払手形	6.90%	6.70%	7.50%	8.10%	9.30%
その他流動負債	30.90%	31.70%	33.00%	34.80%	35.50%
非流動負債	10.40%	11.40%	12.10%	13.40%	14.10%
長期負債	6.20%	6.60%	6.50%	7.60%	7.90%
その他非流動負債	4.20%	4.70%	5.60%	5.80%	6.30%
資本勘定	49.70%	48.20%	45.30%	41.90%	38.70%
払込資本金	18.00%	18.10%	17.10%	15.80%	15.20%
その他（内部留保等）	31.70%	30.00%	28.30%	26.10%	23.70%
合計（負債＋資本）	100%	100%	100%	100%	100%

出所) Bureau van Dijk Osiris: February (2005)より筆者作成

表 7 各変数の相関係数

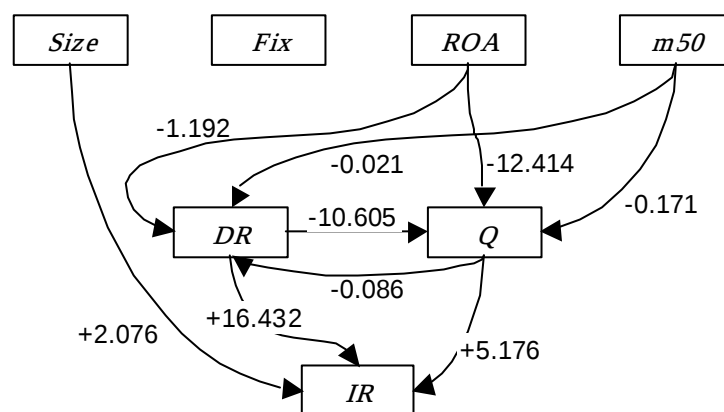
	IR_t	Q_t	DR_t	ROA_{t-1}	$Size_{t-1}$	Fix_{t-1}
IR_t	1.000					
Q_t	0.015	1.000				
DR_t	0.063	-0.282	1.000			
ROA_{t-1}	0.000	0.219	-0.358	1.000		
$Size_{t-1}$	-0.042	-0.460	0.243	0.008	1.000	
Fix_{t-1}	-0.205	-0.125	-0.042	0.093	0.144	1.000

表 8 産業分布

	国家支配		非国家支配	
2000年				
農林水産業	14	3.4%	13	2.6%
製造業	293	70.9%	329	65.9%
その他非金融業	106	25.7%	157	31.5%
小計	413		499	
2001年				
農林水産業	14	3.0%	14	2.6%
製造業	331	71.8%	363	66.5%
その他非金融業	116	25.2%	169	31.0%
小計	461		546	
2002年				
農林水産業	15	2.9%	18	3.1%
製造業	379	72.3%	392	66.8%
その他非金融業	130	24.8%	177	30.2%
小計	524		587	
2003年				
農林水産業	17	3.1%	21	3.3%
製造業	397	71.7%	428	67.1%
その他非金融業	140	25.3%	189	29.6%
小計	554		638	
2004年				
農林水産業	18	3.1%	22	3.2%
製造業	423	72.3%	464	67.2%
その他非金融業	144	24.6%	204	29.6%
小計	585		690	

出所) Bureau van Dijk Osiris: February (2005)より筆者作成

図 4 推定結果まとめ



注) 実線は有意性のある影響をあらわす。

表 9 主要説明変数推移

		2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
<i>IR</i>						
国家支配	Obs		253	317	363	411
	Mean		0.547	0.418	0.461	3.020
	Std. Dev		1.574	1.065	1.539	50.94
	Max		20.83	15.67	25.14	1032.5
	Min		0.000	0.001	0.001	0.001
非国家支配	Obs		294	355	367	408
	Mean		0.465	0.678	0.557	0.806
	Std. Dev		0.797	3.023	1.845	7.118
	Max		10.25	49.01	26.68	143.10
	Min		0.001	0.000	0.001	0.001
<i>Q</i>						
国家支配	Obs	381	451	518	553	585
	Mean	3.407 *	2.697 **	2.130 ***	2.056	1.867 ***
	Std. Dev	1.208	1.031	0.929	0.997	1.038
	Max	6.288	6.282	5.994	5.259	4.796
	Min	0.762	0.738	0.739	0.721	0.722
非国家支配	Obs	421	523	561	621	687
	Mean	3.570 *	2.848 **	2.342 ***	2.146	1.995 ***
	Std. Dev	1.223	1.203	1.164	1.145	1.148
	Max	6.269	6.288	6.280	6.074	5.686
	Min	0.726	0.736	0.727	0.739	0.722
<i>DR</i>						
国家支配	Obs	395	445	510	545	575
	Mean	0.433 ***	0.438 ***	0.460 ***	0.486 ***	0.506 ***
	Std. Dev	0.155	0.161	0.159	0.164	0.168
	Max	0.879	0.873	0.870	0.862	0.880
	Min	0.134	0.138	0.133	0.131	0.133
非国家支配	Obs	486	530	562	599	650
	Mean	0.467 ***	0.484 ***	0.504 ***	0.532 ***	0.539 ***
	Std. Dev	0.161	0.164	0.173	0.170	0.167
	Max	0.866	0.878	0.879	0.879	0.878
	Min	0.136	0.142	0.131	0.132	0.130
<i>ROA</i>						
国家支配	Obs	402	451	514	546	563
	Mean	0.040 **	0.031 **	0.028 ***	0.031 ***	0.028 ***
	Std. Dev	0.040	0.043	0.038	0.040	0.039
	Max	0.112	0.113	0.106	0.110	0.107
	Min	-0.193	-0.170	-0.162	-0.177	-0.161
非国家支配	Obs	485	534	567	611	666
	Mean	0.034 **	0.024 **	0.019 ***	0.021 ***	0.018 ***
	Std. Dev	0.046	0.046	0.047	0.042	0.047
	Max	0.112	0.111	0.108	0.113	0.114
	Min	-0.187	-0.184	-0.190	-0.184	-0.189
<i>Size</i>						
国家支配	Obs	413	461	524	554	585
	Mean	14.13 ***	14.20 ***	14.22 ***	14.25 ***	14.33 ***
	Std. Dev	0.755	0.770	0.797	0.816	0.833
	Max	16.24	16.22	16.19	16.22	16.26
	Min	12.38	12.27	12.22	12.34	12.23
非国家支配	Obs	499	546	587	638	690
	Mean	13.83 ***	13.93 ***	14.00 ***	14.03 ***	14.10 ***
	Std. Dev	0.747	0.729	0.777	0.819	0.811
	Max	16.14	15.85	15.98	16.20	16.21
	Min	12.21	12.24	12.21	12.21	12.21

出所) Bureau van Dijk Osiris; February (2005)より筆者作成

注) ***, **, *は国家支配企業とその他の企業の平均値の差が 1%、5%、10%水準で統計的に有意(両側検定)を表す。

表 10 推定結果

IR_t				
	<i>Coefficients</i>	<i>z-value</i>	<i>P-value</i>	
C_1	-49.789	-9.440	0.000	***
$\beta_{11} Q_t$	5.176	10.450	0.000	***
$\beta_{12} DR_t$	16.432	9.300	0.000	***
$\beta_{13} Size_{t-1}$	2.076	8.450	0.000	***
$\gamma_{11} YD_{2002}$	1.881	7.210	0.000	***
$\gamma_{12} YD_{2003}$	3.339	8.880	0.000	***
$\gamma_{13} YD_{2004}$	2.548	8.090	0.000	***
$\delta_{11} ID_1$	0.455	1.710	0.087	*
$\delta_{12} ID_2$	-0.004	-0.050	0.962	
<i>Number of Observations</i>		2,471		
χ^2		134.95	0.000	***

DR_t				
	<i>Coefficients</i>	<i>z-value</i>	<i>P-value</i>	
C_2	0.690	2.170	0.030	**
$\beta_{21} Size_{t-1}$	0.005	0.280	0.781	
$\beta_{22} ROA_{t-1}$	-1.192	-6.250	0.000	***
$\beta_{23} Q_t$	-0.086	-2.860	0.004	***
$\beta_{24} Fix_{t-1}$	-0.005	-0.420	0.672	
$\beta_{25} m50_t$	-0.021	-3.820	0.000	***
$\gamma_{21} YD_{2002}$	-0.030	-2.170	0.030	**
$\gamma_{22} YD_{2003}$	-0.042	-1.870	0.061	*
$\gamma_{23} YD_{2004}$	-0.015	-0.740	0.459	
<i>Number of Observations</i>		2,471		
χ^2		801.53	0.000	***

Q_t				
	<i>Coefficients</i>	<i>z-value</i>	<i>P-value</i>	
C_3	8.224	18.940	0.000	***
$\beta_{31} DR_t$	-10.605	-13.800	0.000	***
$\beta_{32} ROA_{t-1}$	-12.414	-7.910	0.000	***
$\beta_{33} m50_t$	-0.171	-3.280	0.001	***
$\gamma_{31} YD_{2002}$	-0.358	-3.640	0.000	**
$\gamma_{32} YD_{2003}$	-0.514	-5.170	0.000	***
$\gamma_{32} YD_{2004}$	-0.216	-2.120	0.034	**
<i>Number of Observations</i>		2,471		
χ^2		311.57	0.000	***

注) ***, **, *は、それぞれ 1%、5%、10%の有意水準をあらわす。