

## 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	<a href="http://id.nii.ac.jp/1354/00000496/">http://id.nii.ac.jp/1354/00000496/</a>

# 論 文 概 評

氏 名	戴 国峰
学位論文題目	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
論文審査委員	主 査 教授 米山 徹幸 委 員 教授 奥山 忠信 委 員 教授 菰田 文男 委 員 教授 西山 賢一

## 論文の内容の要旨

本論文は、上場企業の情報開示インセンティブに注目し、情報開示の改善が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、1990年の上海証券取引所発足以来、急速な発展を遂げる中国証券市場と、中国の内外で上場する中国企業の情報開示について考察するものである。

本論文が上場企業の情報開示を重視するのは、中国企業の会計不信や不透明な情報開示が喫緊の課題となっているからである。とりわけ、2010年以後、27社の民間調査会社が北米証券市場に上場する中国企業の会計操作・虚偽開示の実態を明らかにした31件のレポートを発端に一気に広がった中国上場企業に対する会計不信は、米国証券取引委員会（SEC）、米国公開会社会計監督委員会（PCAOB）などが相次いで中国企業の会計不信に関する調査報告を発表するに至ったほど深刻であった。調査対象となった中国企業の株価は暴落し、2010年～2015年で合計118社が上場を廃止し、株主・投資家に多大な損失をもたらした。こうした不信は北米にとどまらず世界各地に上場する中国企業にも及んだ。海外に進出する中国企業が増加し、中国証券市場も拡大するなか、中国企業はグローバル水準の情報開示を

迫られている。

こうした背景のもとに、本論文は中国上場企業の情報開示の実態と課題を複層的に取り上げ、その実相を明らかにする。本論文は三部構成で、本論文の目次は次のとおりである。

## 第1章 はじめに

### 第一部 中国国内に上場する中国企業 – 情報開示と自己資本コスト –

#### 第2章 中国上場企業の情報開示制度

#### 第3章 中国上場企業の情報開示の実態及び課題

#### 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

### 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

#### 第6章 海外に上場する中国企業

#### 第7章 米国に上場する中国企業の上場方式

#### 第8章 間接上場の課題

### 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

#### 第10章 情報開示スコアを用いる検証

#### 第11章 終わりに

本論文の第一部は「中国国内に上場する中国企業 – 情報開示と自己資本コスト –」と題し、第2章「中国上場企業の情報開示制度」の冒頭で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って国家株、法人株、個人株（A株）、外資株（B株、H株）という4つの種類株」を青島ビールの例を引用して概説して、「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る。次に、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たうえで、第3章「中国上場企業の情報開示の実態及び課題」で情報開示違反をめぐる先行研究を紹介する。そして中国企業の情報開示違反の例として銀広夏の虚偽開示と漢王科技のインサイダー事件を挙げる。中国証券市場の発展は急速だが、企業の資金調達には銀行借入れなど間接金融が主流で、証券市場での直接金融の割合はまだ低い。このような状況に置かれた中国上場企業の情報開示の実態と課題

について論じる。

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」は「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メインボード上場企業を例に検証している。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にFama-French3ファクターモデルを利用する。その重回帰分析を通じた検証の結果、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%下がることが判明した。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おり、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と論じる。

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、第5章「中国国内に上場する中国企業の上場方式」で、証券監督当局である中国証券監督管理委員会（CSRC）の厳格な上場審査により、直接上場を利用する企業が国有企業に偏り、民間企業にはIPO（新規株式公開）行列という現象が生まれ、これによって民間企業は間接上場方式の殻借り上場を利用するか、あるいは海外に上場するか、という局面に直面する民間企業の実情を明らかにしている。

第6章「海外に上場する中国企業」は、まず、海外に上場する中国企業の数に2015年6月末時点で1137社に達し、この社数が中国全上場企業数の25%を占めることを示す。その背景に、1999年、海外上場を求める中国企業の財務基準に資本金4億元以上、調達額5000万ドル以上、過去一年間の税引後利益6000万元以上という制限（「456ルール」）が加わったことを指摘し、ここから中小民間企業を中心に殻借り上場による北米証券市場への上場が加速していく経緯を明らかにしている。さらに、中国企業が広く利用している間接上場方式の仕組みを詳細にわたり説明し、その動向と課題について論じている。

第7章「米国に上場する中国企業の上場方式」は、まず米国でも殻借りの間接上場があることをバーガーキングの例で示す。これはリバース・マージャー（Reverse Merger）と呼ばれる。こうして本論文は北米市場で中国企業の殻借り上場を受け入れる背景を具体的に明らかにし、その上で1993年深圳証券取引所に上場し、2回に渡って殻会社として利用された「棱光実業」の事例、2010年～2012年に北米から広がった中国企業に対する会計不信をもたらした殻借り上場のシノフォレスト（トロント証券取引所）の事例を詳細に説明

する。さらに 2014 年に史上最大規模の IPO でニューヨーク証券取引所に上場したアリババ・グループは英領ケイマン諸島籍の企業で、殻作り会社であると指摘する。ケイマン籍の殻作り会社。これは中国政府が課す外国資本の産業参入規制にインターネット関連産業が対象となっていることが、その大きな理由であると論文は指摘する。そしてケイマン籍のアリババ・グループの香港子会社が中国国内に全額出資子会社を設立し、これが中国国内の事業体各社と形成する VIE 構造 (Variable Interest Entity Structure) を同社の上場申請書類などから明らかにする。さらに、アリババ・グループの IPO に絡んで、タックスヘイブン籍で VIE 構造の殻作り会社は、2010 年—2012 年の会計不信の再発を招きかねないという米国内の指摘に言及する。

第三部では「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、テキストマイニングの手法に沿って情報開示の評価を行っている。

第 9 章の「テキストマイニングを用いる上場企業の情報開示評価」は、テキストマイニングについて概説したのち、SEC に届け出るアニュアルレポートに記載される「リスクファクターズ」と「MD&A (経営者による財政状態及び経営成績の検討と分析)」を定量評価する論拠を明らかにする。そして、米国上場した中国企業 285 社を対象に 2007—2015 年のアニュアルレポートに記載された「リスクファクターズ」より作成された 20,000 のキーワード集が延べ 1,280 社の「MD&A」に出現する回数から、その結果を対象企業の情報開示スコアとする。延べ 1,280 社の「MD&A」で出現する回数を 1 つずつ数え、それぞれのキーワードの重要度を計算して、情報開示スコアを算定する。

そして第 10 章「情報開示スコアを用いる検証」で、情報開示評価スコアと開示時の財務状況 (仮説 I)、そして上場方式 (仮説 II) との関係进行分析する。その結果、仮説 I 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。続いて、この 285 社を①上場廃止企業、②継続上場企業、(さらにアニュアルレポートの SEC 届出様式が米国内企業は 10-K、外国企業なら 20-F なので) ③10-K 企業、④20-F 企業、⑤上場廃止企業&10-K、⑥上場廃止企業&20-F、⑦継続上場企業&10-K、⑧継続上場企業&20-F という①—⑧のグループに分けて上場年数と情報開示スコアの関係を中心に再分析すると、2010—2012 年に広がった中国企業に対する会計不信を乗り切った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。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Ⅰより、仮説Ⅱは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  $R^2$  はそれぞれのグループで向上している。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る。

さらに、情報開示の改善による市場への効果に関連して、本論文はボラティリティーと流動性の変化を対象に論じている。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。

そして、本論文の推定した上場廃止企業の情報開示スコアの平均値は継続上場企業を下回っていること、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）の企業の半分以下であることから、仮説Ⅲb において、①上場廃止グループ、⑤上場廃止&10-K グループの情報開示は質が低いため、流動性が低迷し、最終的に上場廃止につながっていると指摘する。

第 11 章「おわりに」は、前述した本論文の内容を踏まえて、中国企業の情報開示に関する今後の研究課題を論述する。まず、①第一部の上場会社の情報開示インセンティブについて、採用した深圳証券取引所の開示情報は過去データを用いて Farma-French3 ファクターモデルによる自己資本コストの推定を行っているが、今後は将来予想データによって自己資本コスト推定モデルを求め、このテーマに取り組んでいく。②第二部の中国企業の上場方式による情報開示では、現行の規定では外国企業の認定は企業の登記地によるが、2015 年の「中華人民共和国外資法（草案）」は、企業の登記地のほか企業の実際の支配者も企業の国籍判定の基準となるとしている。このため、中国国内の VIE 事業体は外国企業と判断される可能性があり、また英領ケイマンに殻作り会社を設立する仕組みも変わる可能性もある。こうした点から、今後の中国企業の海外上場の動向に注目していく。③第三部で論じたテキストマイニングの手法による情報開示の評価のアプローチが示したように、継続上場している中国籍企業（直接上場）、タックスヘイブン企業（殻借り上場）は、上場年数が長くなるにつれて情報開示が低下する傾向にある。殻作り上場企業の今後の動向に大きな関心を持っていきたい—としている。

## 論文審査の結果の要旨

本論文は、「中国上場企業の情報開示に関する研究」と題し三部からなる。

第一部の「中国国内に上場する中国企業－情報開示と自己資本コスト－」は中国国内上場企業における情報開示の質と株主資本コストとの関係を検証し、第二部の「海外に上場する中国企業－上場方式とその課題－」は中国企業の間接上場方式を国内、国外の事例で具体的に明らかにし、第三部の「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－」は米国に上場する中国企業が監督当局に届け出る年次報告書に掲載された情報開示に着目し、情報開示の質と財務状況/上場方式、さらに株式のボラティリティー/流動性との関係をテキストマイニングの手法で論考している。

論文審査において高く評価された本論文の主な論点を以下にまとめる。

第一部は、中国の深圳証券取引所に上場している企業の株主資本コストとディスクロージャーの質の関係性を分析している論文であり、同証券取引所による情報開示評価をディスクロージャーの質を代替する代理変数として取り上げ、株主資本コストとの間に一定の関係性があることを明らかにしている点で高く評価できる。

第二部は、中国国内の民間企業の殻借り上場を扱った内容である。その海外上場基準が1999年、財務基準として資本金4億元以上、調達額5000万ドル以上、過去一年間の税引後利益6000万元以上という「456ルール」を課し、資金需要が高く「456ルール」を満たさない中小民間企業を中心に殻借り上場による北米証券市場への上場が加速する経緯を詳細に明らかにしている。米国でもこうした殻借りの間接上場があることをバーガーキングの例で、また中国国内企業の例では殻会社「棱光実業」の事例を引き、2010年～2012年の中国企業に対する会計不信をもたらした殻借り上場のシノフォレスト（トロント証券取引所）の事例を詳細に説明している点が評価される。

さらに中国アリババによる2014年ニューヨーク証券取引所の上場はケイマン諸島を国籍とする殻作り会社の上場であり、同社の事業は中国国内の事業体各社と形成するVIE構造にあることを指摘し、そのVIE構造を仔細に追い、VIE構造が、1995年以来、中国政府の「外商投資産業目録」がインターネット関連産業を外国人や外国企業による投資の禁止

産業に分類している規制に由来していることを明らかにしている点なども高く評価される。

第三部は、米国取引所に上場した中国上場企業の情報開示にテキストマイニングの方法でアプローチした内容である。具体的には米国上場した中国企業 285 社を対象に 2007-2015 年にかけて SEC に届け出たアニュアルレポートに記載された「リスクファクターズ」から作成した 20,000 のキーフレーズが延べ 1,280 社の「MD&A」で出現する回数を 1 つずつ数え、その結果を対象企業の情報開示スコアとする。そして、情報開示評価スコアと開示時の財務状況（仮説Ⅰ）、そして上場方式（仮説Ⅱ）との関係を分析する。その結果、仮説Ⅰを立証する上場企業の総資産が大きいほど情報開示がよく、また上場方式では、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、他方、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くことが判明し、上場方式は情報開示の質に関係しているとする仮説Ⅱを明らかにしている点に高い評価があった。

他方、本論文について、第一部で採用している Fama-French3 ファクターモデルが最適の採用モデルかどうかを判断するためにも他に選択可能な計測モデルでもチェックしておきたいとの指摘や、第三部でのテキストマイニングの手法でのアプローチで、「リスクファクターズ」でのキーフレーズ集の作成で別のアプローチもあったのではないかとの指摘もあったが、いずれも本論文の内容に大きく影響するものではない。

以上により、審査委員会は、本論文が、博士（経営学）の学位を授与するにふさわしいと判定した。