

中国上場企業の信用リスクの現状と課題
—金融工学アプローチによる検証—

張 顯

200720789

(経営・政策科学専攻)

指導教員

高橋 正文

筑波大学大学院博士課程システム情報工学研究科
修士（ビジネス）論文

平成 21 年 3 月

論文概要

中国資本市場の歴史は短く、計画経済体制から社会主義市場経済体制への転換中に生まれた株式市場は情報開示制度の遅れ、流通株と非流通株の存在、格付制度の未発達等の問題が発生し、信用リスク評価は困難であった。

本研究では、Black&Scholes(1973)、Merton(1974)の構造型の信用リスク評価モデルを中国資本市場に適用し、企業の倒産確率を計測して、米国のS&P社が発表している中国企業の格付を説明できるかどうかを議論する。

中国資本市場の信用リスク評価を妨げる2つの問題が挙げられる。第一に非流通株の規模が大きく、株の市場価格が必ずしもその企業価値を反映しているとは限らないこと。第二に政策的に金利が決められていることである。上記の問題は存在するが、本研究では財務諸表等の有価証券報告書の情報を用いて、各企業の倒産確率が計測可能かどうかを考察し、肯定的な結論を得る。この際、中国市場における国債と社債間のスプレッドのタームストラクチャーが公開されていないので、日本のスプレッドを参考にしながら実験的スプレッドを与えて計算する。結果的には米国S&P社が付与した中国企業の格付に整合的な事実を導く。すなわち、信用リスク測定に必要な情報が完備すれば中国企業の格付は評価できる。最終的に将来の中国資本市場の信用リスクに対する評価方法を提案する。

目次

図表	iv
1 序論	1
2 中国資本市場の現状	3
2.1 中国株式市場の現状	3
2.1.1 中国株の分類と株式市場の変遷	4
2.1.2 非流通株改革	6
3 企業評価	7
3.1 企業の格付	7
3.2 倒産確率	10
3.2.1 倒産の定義	10
3.2.2 倒産確率の推定	10
4 既存研究と本研究で用いるモデル	12
4.1 既存研究	12
4.2 構造モデル	13
4.3 株価を用いる方法	15
4.3.1 使用データ	16
4.3.2 分析対象	16
4.3.3 分析方法	16
4.3.4 分析結果	18
4.3.4.1 倒産確率が小さくなる理由	18
4.3.4.2 格付が説明できない理由	22
4.3.5 株価を用いる方法のまとめ	23
5 バランスシート情報を用いる方法（H株による実証分析）	24
5.1 問題提起	24
5.2 使用データ	25
5.3 分析対象	26
5.4 分析方法	26

5.4.1 モデルの構築.....	26
5.4.2 倒産確率の推定.....	30
6 モデルの有効性の検証.....	33
6.1 格付の数値化.....	33
6.2 分析結果.....	33
7 結論および今後の研究課題.....	36
謝辞.....	37
参考文献.....	38
付録A 企業価値のボラティリティを資本価値のボラティリティに結びつける関係式の 計算について.....	①