

## 第3章

# 中国の企業統治と企業法制の改革

劉 平・今井健一

### はじめに

現代中国の株式会社の歴史はきわめて浅い。1980年代から国有企業改革の一環として試行が始まった株式会社制度は、1993年の会社法制定によってようやく統一的な法的基盤を与えられた。以来中国は十余年という短い期間のうちに、他の東アジア途上国を上回る速度で株式会社制度の普及・整備を進めてきた。株式市場の規模は上海・深圳両市場合計で上場企業数1377社、時価総額3兆9459億元（約49兆円）に達し、アジアでは日本、香港に次ぐ（2004年末時点）。

株式会社制度の整備が短期間に飛躍的な進展を遂げた背景には、開発主義的志向の強い共産党・政府の強力なイニシアティブがある。制度整備の主要な動機は、直接金融の拡大による国有企業の財務改善にあった。一方、国家資本による企業支配そのものの変革、あるいは完全民営化は、ごく最近にいたるまで党・政府の構想の埒外だった。こうした歴史的経緯は、国有株主が支配する中国上場企業の独特の企業統治構造を生み出した。

国有株主の過剰な支配力を一因とする企業統治上の不安定性に対応して、近年では上場企業の企業統治に関わる制度整備が進められている。党・政府の強い開発主義的志向は、ここでも急速な制度整備の推進力として働いている。だが現在の所有構造を前提とするかぎり、法・制度の整備を通じた企業

統治の改善に限界があることは明らかである。企業統治の市場化への模索は、国家資本による企業支配そのものを変革する方向に進もうとしている。

本章第1節では、会社法と関連の法・規制からなる中国会社制度の形成過程とその概要を整理する。第2節では、上場企業に代表される株式会社の企業統治の特徴を検討する。第3節では、中国証券監督管理委員会（China Securities Regulatory Commission：CSRC）の主導による企業統治関連制度の整備の動きをまとめる。第4節では一連の制度改革を評価したうえで、若干の展望を示す<sup>(1)</sup>。

なお中国では2004年から、会社法の大幅改正に向けた作業が進められている。本稿校了時点（2004年12月）では法案草案に対する関係各界からの意見聴取が行われており、早ければ2005年中にも新法が成立するみこみである<sup>(2)</sup>。本稿は基本的には1993年制定の現行会社法を対象とするが、新会社法の改正の方向についても、現時点で知りうる範囲で言及することにする（以下では予想される改正後の会社法を「新会社法」と呼ぶ）。

## 第1節 株式会社の制度的枠組み

### 1. 制度導入の経緯

中国の近代会社制度の歴史は清末・民国期に遡る。清末の公司律、北洋軍閥政府の公司条例を経て、国民政府の会社法《公司法》制定（1929年）によって会社制度の骨格が整えられた（以下、《 》内は中国語原語表記）。同法は1946年の改正を経て、台湾会社法として継承されている（第2章参照）。だが大陸の会社制度の流れは、1949年の社会主義化とそれに続く国有化によっていったん中断した。

現代中国の会社制度は、1980年代半ばに国有企業改革の実験的施策として導入された。初期の株式発行は純粋な資金調達的手段としての性格が強く、

定率の配当が保証されるなど、社債との区別があいまいな場合も少なくなかった。

共産党内部では比較的早くから会社制度導入の必要性が認識されていたらしく、会社法の立法準備作業は改革初期の1983年にすでに開始している。日米欧など諸外国会社法の広範な調査・研究のうえで、1985年には株式会社法と有限会社法の草案が作成され、意見聴取に基づく修正が重ねられた。しかし会社制度導入のイデオロギー的正当性、あるいは改革措置としての実効性をめぐって激しい論争が展開され、立法作業は難航した。

この間、国有企業の改組等による会社設立の増加に対応して、主として地方政府レベルで、会社設立、経営機構の構造、株式の発行・取引などを規定する一連の行政法規が制定された。なお、有限会社はすでに合弁企業法(1979年)、外資企業法(1986年)で合弁企業・外資系企業の基本的な企業形態と規定されており、私営企業暫定条例(1988年)でも個人企業・パートナーシップと並ぶ企業形態と位置づけられている。だが国有・公有企業にも適用される全国的な統一法規は、会社法制定まで存在しなかった。

有限会社法の草案は1992年8月によく全国人民代表大会(以下、全人代)常務委員会に提出されたが、立法原則などに問題を指摘され通過しなかった。株式会社法の草案に関しては株式会社の導入の正当性・必要性に関する見解の対立が大きく、提出にさえ至らなかった(志村[1994: 108; 1998: 10-11])。立法作業の難航を背景に、1992年5月には国家経済体制改革委員会(当時)の行政法規というかたちで「株式会社指針《股份有限公司規範意見》」と「有限会社指針《有限责任有限公司規範意見》」が制定・公布された。これらの2指針は事実上現行会社法の前身にあたる。

会社制度普及の動きが大きく前進する契機となったのは、1992年9月の中国共産党第14回代表大会で決定した、全面的な市場経済化路線＝「社会主義市場経済」路線への転換である。これを受けて翌1993年の党第14期中央委員会第3回総会では、会社形態への転換を国有大企業改革の基本方針に位置づけた。これ以後、株式会社を中心とする会社制度の整備・普及が加速する。

第14回党大会と前後して再び起草された会社法草案は、1993年12月に全人代常務委員会を通過し、中華人民共和国成立後初めての統一会社法として公布された（翌年7月施行）。なお、会社法制定時点ですでに有限会社約8300社、株式会社約3200社（うち上場企業183社）が存在していた。

本来は資本主義固有の制度とみなされていた会社制度の導入が、強いイデオロギー的抵抗を排し、企業改革の主流として定着した最大の要因は、従来の国有企業改革の限界に対する認識が広く共有されるようになったことである。

1980年代の国有企業改革は、資本の国家所有に手をつけず、企業側の経営自主権拡大によって経営活性化を実現しようとした。だが現実には経営に対する主管政府部門の介入を抑えることは困難であり、国有銀行融資が支えるソフトな予算制約の下で、行政と企業の癒着は過剰投資と過剰分配の問題を引き起こした（今井 [2000]）。これはマクロ経済の不安定化と不良債権の累積という深刻な弊害を伴った。

これに対して会社制度の導入は、主として次のような意義をもつと期待された。①「所有と経営の分離」の制度化によって、企業側への経営権限の付与と、出資者（=政府）による監督を両立させることができる。②政府以外の外部株主の出資を受け入れることで、経営に対する監督を強化する。③エクイティ・ファイナンスの途を拓き、国有企業の過剰債務問題を緩和する。ただ現実には、最初の2点はむしろ建前に近く、政策当局にせよ企業側にせよ、上場を通じた資金調達こそ会社組織への転換の最大の動機だったと言える。

## 2. 会社法の内容と特徴

会社法の制定にあたって中国は、欧米や東アジアの会社法を広く参照・吸収した。結果として会社制度の内容は、大陸法系・英米法系などいずれの法系にも取まらない折衷的な色彩を帯びている。同時に、経済体制移行のさな

かの法制定という事情を反映して、会社法としての未成熟性と特殊性を内包している<sup>(3)</sup>。以下では株式会社を中心に制度の内容・特徴を検討しよう。

#### (1) 会社法の概要

有限責任の会社形態として有限会社《有限責任公司》と株式会社《股份有限公司》の2形態を定めているという点で、中国会社法は大陸法および日本・韓国・台湾の会社法と共通する。有限会社は社員数（つまり出資者）に上限が課されており（50名以下）、出資の譲渡に制限がある（社員過半数の同意が必要）。一方、株式会社は出資（株式）の譲渡に制限はなく、また認可されれば株式を上場することができる。

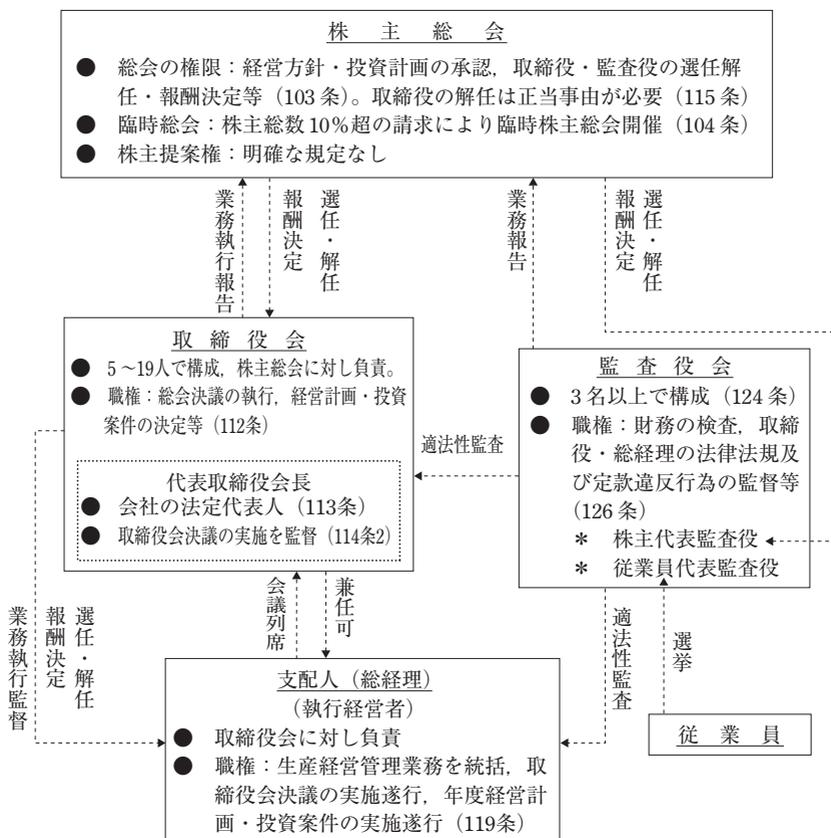
会社法は11章230条から構成され、有限会社と株式会社に共通する総則（第1章）、それぞれの設立と経営機構（第2章・第3章）、株式会社の株式発行と譲渡、社債（第4章）、会社の財務・会計、合併・分割、破産・解散・清算、法的責任など（第5～第10章）について規定する。また、制定当時証券法が未制定だったという事情を反映し、株式会社の上場条件、情報開示、上場廃止などについて1節を割いて規定している（第4章第3節）。

中国会社法の体制移行期的性格を示す重要な特徴のひとつは、株式会社の設立に関する制限的な規定の存在である。第1に、株式会社の設立には、国务院が授権した機関または省レベル地方政府の認可を要する（第77条）。第2に、最低資本金が1000万元（約1億3000万円）という高水準に設定されているうえ、設立時点で資本金全額の引き受けが義務づけられている（第78条、第82条）。第3に、工業所有権等の無形資産による出資は資本金の20%以下に制限されている（第80条第2項<sup>(4)</sup>）。こうした規定の存在は、民間資本による株式会社設立に不利に働く。事実、株式会社全体のうち純粋な民間企業は、約4割を占めるにすぎない（2001年法人・事業所センサス<sup>(5)</sup>）。なお新会社法では最低資本金の引き下げや無形資産出資制限の廃止など、会社設立への規制が大幅に緩和される見通しである。

## (2) 株式会社の経営機構

株式会社の経営機構は株主総会《股東大会》、取締役会《董事会》、監査役会《監事会》の3機関から構成される(図1)。株主総会は会社の最高権力機関であり、会社の経営方針および投資計画を決定し、取締役と株主代表の監査役を選任・解任し、その報酬を決定する(第3章第2節)。なお株主提案権については「株主は……会社の経営に対し提案と質疑を提出する権限を有する」(第110条)とあるだけで、具体的な規定はない。

図1 中国会社法による株式会社の経営機構



(出所) 筆者作成。

取締役会は株主総会の決議を執行し、株主総会に対して業務執行状況を報告する（第3章第3節）。会社には支配人《經理》を置く（実務上の「総経理」に相当）。支配人は取締役会によって選任・解任され、取締役会の会議に列席する。支配人は取締役を兼務してもよい（実際に上場企業では約9割が取締役を兼任している）。代表取締役会長《董事長》は会社の法人代表であり、取締役会の過半数によって選出され、株主総会と取締役会の主催、取締役会決議の執行情況の検査を行う。取締役会閉会中は取締役会の授権に基づき、取締役会の意思決定権と業務執行権の一部を行使することができる（第120条<sup>6)</sup>。

監査役会は会社の財務を検査し、取締役、支配人の業務執行の適法性について監査する（第4節）。監査役会は株主の代表と適当な比率の従業員代表より構成される。株主の代表は株主総会によって選任・解任されるが、従業員代表は従業員の「民主的選挙」によって選出される。ただし「民主的選挙」について具体的な規定はなく、実際には労働組合《工会》幹部が就任する場合が多い。

経営に関する意思決定機能、業務執行機能、監督機能の配分からみれば、株主総会は株式会社の最高権力機関であるが、経営上の意思決定は取締役会に委ねられる。業務執行機能を担うのは取締役会と支配人である。取締役会と支配人の業務執行に対する監督は、代表取締役会長による妥当性監督と監査役会による適法性監査という二重のシステムをとっている。

取締役会と並んで監督機関として監査役会を設置するという経営機構の構造は、形式的には日本の株式会社制度に近い。重要な相違は、中国会社法では取締役会が代表取締役の経營業務執行に対する監督権限を有さず、むしろ逆に代表取締役会長の側に、「取締役会決議の実施状況」を監督する権限が与えられているという点である（第114条第2項<sup>7)</sup>）。この点は日本だけでなく、英米型・大陸型のいずれとも異なる中国会社法の特徴である。

このため代表取締役会長は実質的に経営執行の最高責任者であると同時に、経営意思決定権の一部と業務執行への監督権を一手に握ることになる。一方、取締役会には代表取締役会長に対する監視の権限および取締役相互監視の権

限が付与されていない。また、監査役会の監査は適法性監査に限定され、妥当性監査に踏み込む権限を有さないと解される。監査役会には取締役の違法行為差止請求権や取締役の責任追及のための訴訟代表権なども与えられておらず、その監査機能は「かなり弱体」である（志村・奥島 [1998: 170-171]）<sup>(8)</sup>。

代表取締役会長への権限の高度の集中という中国会社法の独自の統治構造は、国有資本による経営支配を確保するという立法上の意図を反映している。会社法制定当時は、国有企業の株式会社化にあたって国有資本の絶対または相対支配の確保を条件づける規制が存在した<sup>(9)</sup>。国有企業の改組により成立した株式会社では、代表取締役会長は一般に国有筆頭株主の代表を兼ねる。経営機構間の相互牽制への立法上の配慮不足は、代表取締役会長の専横など、企業統治上の問題の一因となっている（次節参照）。

## （2）有限会社の特殊形態——国有単独出資会社

中国会社法の有限会社の基本的性格は、日本の有限会社に近い。独自の特徴として重要な点は、有限会社の特殊形態として国が資本の全額を出資する「国有単独出資会社《国有独資公司》」の存在である（第2章第3節）<sup>(10)</sup>。次節で検討するように、国有単独出資会社は株式会社の企業統治構造上重要な役割を果たしている。

有限会社の社員数は一般に2名以上（かつ50名以下）でなければならないが、国有単独出資会社の場合に限って、例外として一人会社が認められる（新会社法では有限会社一般に一人会社を認める見通しである）。一人会社であるから当然社員総会《股東会》を設置する意義はなく、「国が投資を授権する機構または国が授権する部門が、会社の取締役会に対し、社員総会の一部の職権を行使し会社の重大事項を決定する権限を授ける」（第66条）と規定されている。つまり出資者の権限の一部を取締役会が代行することが認められていることになる（合併・分割・解散・増資減資・社債発行を除く）。

国有単独出資会社の経営機構に関連しては、もうひとつ注目すべき規定が存在する。第72条では「経営管理制度が整っており、経営状況が良好な大型

の国家単独出資会社は、国務院の授権により資産所有者としての権利を行使できる」とされる。第66条・第72条の規定はいずれも、従来の国有企業と比較して、国家単独出資会社の経営陣（取締役会または代表取締役会長）にさらに大きな経営上の裁量権を与えることを意図したものと解釈されている<sup>41)</sup>。だが取締役会（代表取締役会長）が正当に行使できる「社員総会の一部の職権」あるいは「資産所有者としての権利」とはどのような内容の権利なのか、明確な規定はない。有限会社に準じた経営機構を採用しているとはいえ、国有単独出資会社の政府と経営陣の関係は従来の国有企業の場合と本質的には変わらず、政府側と経営側の力のバランスによっていかようにも変わりうる、不安定な関係である。

なお、従来は国有単独出資会社に監査役会の設置を義務づけていなかったが、1999年に行われた会社法の小幅改正により、国務院または国務院に授権される機構から派遣される人員によって構成される監査役会を置くこととした（第67条）。中央直轄企業に対する監査役の派遣は従来、中国共産党中央企業工作委員会によって行われていたが、2003年3月に行政機構再編によって新設された国務院国有資産監督管理委員会に引き継がれた<sup>42)</sup>。監査役会設置の本来の意図は経営側によるインサイダー・コントロールを抑制することにあるが、制度の運用によっては経営への政治的介入を強めかねないという懸念がある。

### (3) 従業員の権利保障・経営参加

社会主義体制下の会社法という事情を反映して、中国会社法は従業員の権利保障と経営参加に関して、特殊な規定を設けている。会社が従業員の賃金・福利等の事項および会社の生産・経営に関する重大な問題、重要な制度・規則を審議・決定する際に、従業員または労働組合の意見を聴取することが義務づけられる（第55, 56, 121, 122条）、また、前述のように監査役会には従業員の代表の参加が必要であり（第52, 124条）、複数の国有企業または国有投資主体の出資により設立された有限会社および国有単独出資会社の

場合は、取締役会にも従業員代表が参加しなければならない（第45、68条）。労働組合の活動の保証（第16条）、共産党組織の活動条項（第17条）も盛り込まれている。ただ、中国の労働組合は共産党組織の下部組織という性格が強く、これらの規定が労働者の実質的な経営参加を実現しうるかどうかについては疑問の余地が大きい。

会社法の制定による株式会社制度の法的基盤の整備は、中国の企業制度改革上、画期的な意義を有する。これ以後1990年代を通じて、会社法を補完する様々な制度の整備が進められてきた。ここでは基本的な関連制度として、証券法、会計基準・情報開示制度、破産制度の3分野について検討しよう。

### 3. 関連制度の整備

#### (1) 証券法の制定と上場制度改革

株式会社の株式を流通可能にすることで発行の円滑化を図る動きは、1980年代の試行期にすでに存在した。地方ベースで行われていた株式取引を制度化するかたちで、1990年12月に上海証券取引所、翌年1月に深圳証券取引所が設立され、株式市場が正式に発足した。1992年には証券取引の監督機構として国务院証券委員会とその執行機構として中国証券監督管理委員会が設立された。1998年には両者が合併して省クラスの官庁として中国証券監督管理委員会（China Securities Regulatory Commission：CSRC）に再編され、本格的な証券取引監督体制が整えられた。

初期の中国株式市場は、政府統制下の市場という色彩がきわめて強かった。株式上場に対する行政の強力な介入を可能にしたのは、国务院「株式発行・取引管理暫定条例」（1993年4月施行）に基づく割当許可制である。この制度の下では地域・業種別に上場枠が割り当てられ、その枠内で地方政府（または業種所轄官庁）の審査・推薦と中央政府の証券監督当局による審査・許可を通過した企業のみが上場できる。地方政府は審査・推薦にあたって地元経済にとっての重要性や政府との関係を重視するため、上場を果たした企業の

大半は、地方政府と緊密な関係のある国有企業を母体とする企業であり、非国有企業、特に民間企業の上場は著しく困難だった。また、上場は必ずしも企業としての実力を伴わず、上場後業績が悪化の一途をたどる企業が続出した。虚偽の利益を記載した申請書類と株式募集公告書に基づいて上場を果たしたのち、短期間のうちに経営破綻した例さえ少なくない<sup>13)</sup>。

株式をはじめとする証券取引全般を規制する証券法は、会社法制定5年後の1998年12月によく公布され、翌年7月施行された（制定の経緯は田中[2003]参照）。同法は株式の発行・上場・取引に関する公開・公正・公平の原則を打ち出し、情報開示、株主の損害賠償などによる投資者保護の原則、証券市場に対する監督・管理強化の原則に法的な裏付けを与えた（上海証券交易所研究中心[2003: 107]）。これに対応して2000年4月にCSRCが「株式発行認可手続」を發布して株式上場の割当許可制は廃止され、CSRCによる審査主体の認可制に改められた。これによって株式上場への行政介入の余地は大幅に減少した。だが改革前の割当許可制の下で上場を果たした企業は、2003年末時点でも上場企業の7割以上を占めており、上場企業の質の低さという点で深刻な問題を残している。

## (2) 会計制度・情報開示制度の整備

経営の実態を正確に反映する会計制度と情報開示制度は、株式会社の企業統治の基本要件である。中国は会社制度の導入と平行して、会計制度・情報開示制度の整備を重視し、多大な精力を傾注してきた。会社法制定に先立つ1992年、従来の社会主義会計制度を抜本的に改め、西側の会計原則に基づいた「企業会計準則」と「企業財務通則」が制定・公布された。さらに1998年1月には「株式会社会計制度」が施行され、改訂を経て2000年12月に原則として全企業を対象とする「企業会計制度」として公布された（小規模企業・金融保険企業は除外）。

これらの改革の結果、株式会社を中心とする中国の会計制度の基本的枠組みは、ほぼ国際会計基準に沿った内容となったと評価されている（中央監査

法人 [2000])。だが制度整備の急速な進展とはうらはらに、上場企業でも粉飾決算や虚偽の情報開示などの不祥事は頻発しており、開示情報への信頼度は高くない。正確な会計情報の提供という内実面では、依然としてきわめて問題が多い。

### (3) 破産制度の整備

企業破産・再建制度は、経営者に規律を課すと同時に債権者の権利を保全するという点で、企業統治に関わる基本制度のひとつである。他の分野の制度と比較して、破産・再建制度の整備は著しく立ち後れている。その重要な原因は、破産国有企業の従業員の善後処理をめぐる問題である。

現行の企業破産法は1986年に国有企業を対象として制定され、1988年に施行された。本来過渡的な規定として制定されたこの破産法は、十余年を経た2004年6月現在でも、依然として破産に関する唯一の単行法規である。

国有企業の破産は、原則として破産法および1994年の国務院通達（59号通達）等に基づいて処理される<sup>14)</sup>。現行の破産制度の下では、国有企業の破産宣告は所轄政府の認可を必要とし、破産プロセスに対する債権者・裁判所の発言権・決定権はきわめて弱い。政府は債権者の権利より従業員の善後処理（再雇用・生活保障・未払い給与の補償）を重視する傾向が強い。

株式会社制度整備の観点からみてさらに大きな問題は、上場企業を含む株式会社に適用可能な破産法がいまだに存在しないことである。民事訴訟法（1991年制定）では、債権者は債務者の破産宣告を申請する権利を有すると規定している（第19章）。だが株式会社の破産申請手続きに関する明確な規定はなく、裁判所も破産宣告申請の受理手続きに関する具体的な規定を定めていない<sup>15)</sup>。上場企業の経営破綻は現実には少なくないが、法の不備のため破産宣告の申請はまれであり、一般に資産再編や買収を通じて破産が回避される<sup>16)</sup>。

1995年には全企業形態を対象とする新破産法草案が作成されたが、国有企業の破産による失業増大への強い懸念が政権内部に存在したため、審議提

出に至らず、起草作業は事実上頓挫した<sup>47)</sup>。その後アジア経済危機を契機とする金融リスク問題への認識の高まりを背景に起草作業が再開し、ようやく2002年に新たな草案が作成された。

新草案では旧草案の国有企業に関する特則を削除し、一部の国有企業の破産にかぎり国務院に別途規定を定める権限を与える以外は、原則としてすべての企業に同様の条項を適用することを定めた。また、専門家により構成される管財人制度を定め、清算プロセスへの行政の関与を極力排除しようとした。だが債権者保護と従業員の善後処理のバランスについて、法案起草者と政府の間の認識の隔たりは依然大きく、またも審議提出に至らなかった。

現行破産制度の債権者保護の不備は、債務逃れのための偽装破産という弊害をもたらしている。健全な企業統治の実現のためにも、統一破産法の制定が急務であることは言うまでもない。なお2004年には全人代常務委員会で新破産法案の審議が再開しており、法改正の動きの加速が期待される（新破産法草案については謝 [2004] 参照）。

## 第2節 上場企業の企業統治構造

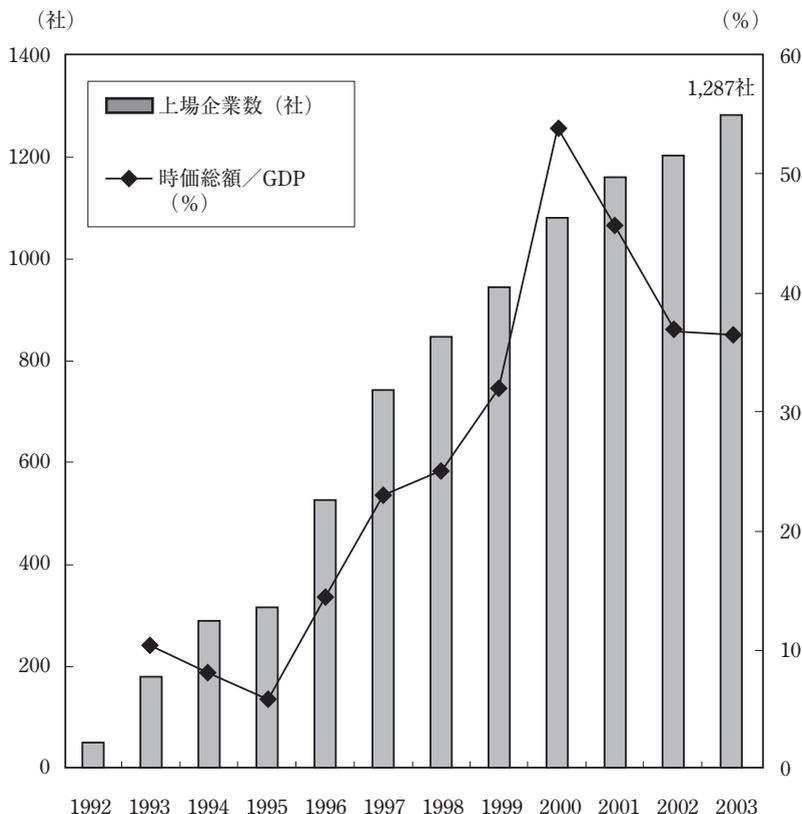
### 1. 所有と支配の構造

中国は1993年の会社法制定を皮切りに株式会社の制度的枠組みの整備を進めてきた。ことに1996年以降、国有企業の改組を中心とする株式会社化と株式上場は加速している。株式会社制度の普及と株式市場の量的拡大という点で、共産党・政府のイニシアティブによる「上からの改革」が、大きな成果をあげたことは疑いない（図2）。

会社法を中心とする法や制度が、企業統治にとってきわめて重要であることは言うまでもない。だが現実の企業統治が、企業の所有と支配のありかたに大きく制約されることも事実である。

株式会社制度導入にあたって党・政府の最大のねらいは、直接金融拡大による国有企業財務の改善にあった。党・政府は国有企業の株式会社化と上場を進めつつ、国家資本による支配を確保するよう留意してきた<sup>(18)</sup>。こうした制度導入の経緯は、上場企業に代表される株式会社の企業統治に深い刻印を残している。本節では国有企業を母体とする上場企業に焦点を絞って、所有と支配の構造を分析しよう<sup>(19)</sup>。

図2 上場企業数と時価総額の推移（上海・深圳市場合計）



(注) 1992年の時価総額は不詳。

(出所) 中国誠信用管理有限公司他編 [各年版] および CSRC ウェブサイトより作成。

## (1) 国有資本中心の所有構造

上場企業の株式は市場で自由に流通する流通株と、市場流通を制限される非流通株に分かれる。政府が直接保有する国家株と法人が保有する法人株は原則として市場での流通を認められず、当局の認可を経た相対譲渡のみ可能である<sup>20)</sup>。発行済株式の約3分の2は非流通株であり、流通株は残り3分の1を占めるにすぎない(表1)。株式市場の規模拡大にもかかわらず、流通株・非流通株の構成比はほとんど変化していない<sup>21)</sup>。

法人株のなかでも国有企業が保有する株式は、国有法人株と呼ばれる。国家株と国有法人株は合わせて国有株と総称される。国家株と国有法人株は、定義上前者は中央・地方政府が直接保有する株式、後者は国有企業が保有する株式というかたちで明確に区別されるが、実態としては両者の区別はかなり恣意的に行われている。国有法人株に関して体系的な統計は公表されてい

表1 上海・深圳株式市場の株式構成

(%)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
上場企業数(社)	51	180	290	322	529	744	851	949	1,088	1,160	1,208
時価総額(億元)	n.a.	3,531	3,691	3,474	9,842	17,529	19,506	26,471	48,091	43,522	38,329
流通株計	31.9	28.8	32.9	41.3	35.2	34.6	34.0	35.2	36.6	36.6	35.7
A株	15.4	16.8	20.9	21.0	21.9	23.0	24.1	26.9	29.0	25.7	26.5
B株	16.5	6.4	6.1	6.7	6.4	6.4	5.4	4.3	4.2	3.1	3.1
H株	0.0	5.7	6.0	7.7	6.9	5.2	4.5	3.9	3.5	6.4	6.1
非流通株計	68.1	71.2	67.1	64.6	64.8	65.4	66.0	64.8	63.3	65.3	64.3
国家株	44.6	48.1	42.7	38.9	37.7	35.4	34.3	31.6	37.1	46.2	50.6
法人株	22.1	21.3	23.1	24.5	24.9	26.7	28.2	29.6	24.9	18.3	18.8
その他	1.5	1.7	1.3	1.2	2.2	3.3	3.4	3.6	1.3	0.8	(5.2)
総計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) 1) 1990年の上場企業数7, 1991年の上場企業数8。

2) 2002年の株式構成は原資料の数値に問題があるとみられる。

3) A株: 国内投資家向け人民幣建て株式。B株: 国内・国外投資家向け外貨建て株式。  
H株: 海外上場株式。

(出所) 図2に同じ。

ないが、推定では法人株の6割前後を占めるとみられる（今井 [2003: 46]）<sup>22)</sup>。

表2は2000年4月時点の上海・深圳取引所全上場企業の支配株主の属性を示している。支配株主が国有株主である企業は、回答企業全体の約8割を占める。民間主体（外資・個人を含む）が支配する上場企業は1割前後を占めるにすぎない<sup>23)</sup>。

国有企業を母体として成立した企業では、国有株の出資比率は一般にきわめて高い。国有株の出資比率が50%を超える企業は上場企業の約4割を占め、30%を超える企業は上場企業の約3分の2に達する（表3）。大半の上場企業で国有株主は、筆頭株主として上場企業の経営に圧倒的な支配力を行使できるのである。なお、株式集中度の高さは、集団所有制企業など非国有企業を母体とする企業にも基本的に共通する傾向である。

## (2) 支配会社・上場企業の二重性

国有資本はすべて、理論的には「全国民の所有に属する」（全人民所有制工業企業法第2条）。だが現実に出資者としての権限を行使するのは、もちろん

表2 上場企業の支配株主の属性

支配株主の属性	構成比 (%)
(1) 政府（国有資産管理局等）	9.5
(2) 国有資産管理会社	6.9
(3) 国有企業・国有持株会社	62.9
(4) 非銀行金融機関	0.3
(5) 集団所有企業	5.6
(6) 民間企業	8.6
(7) 外資	0.7
(8) 個人	0.2
(9) その他	4.9

(注) 1) 2000年4月末時点の上場企業を対象に湘財証券が実施したアンケート調査に基づく（有効回答数940社）。

2) 「その他」は有限会社・株式会社、および支配株主なし等。

(出所) 陳 [2002: 475]。

表3 上場企業の国有株出資比率

国有株出資比率	上場企業数 (社)	構成比 (%)
70%以上	105	9.3
50%~70%	356	31.4
30%~50%	284	25.0
30%以下	390	34.4
合計	1,135	100.0

(注) 2001年末以前に上場したA株上場企業(1,135社)の2002年度年次報告書等に基づく。

(出所) 王中傑ほか編 [2002: 29]。

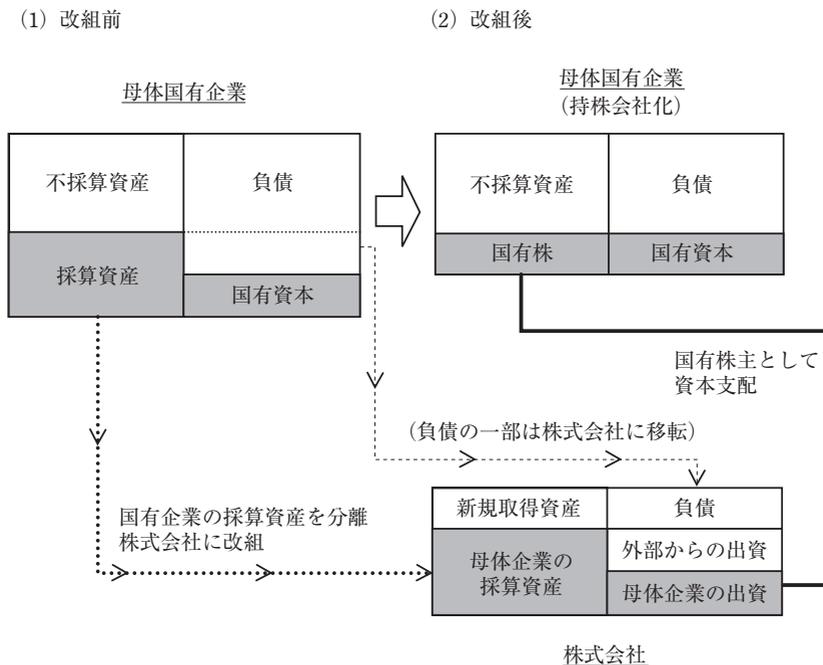
全人民ではありえない。国家により権限を与えられた機関が、全人民に代わってその権限を行使することになる。

上場企業を含む国有系の株式会社の場合、大きく分けて2つのケースがある。第1に、一般の国有企業と同様、国有資産を所轄する中央・地方の政府部局または政府所属の国有資産管理会社が、直接に国有株主としての権限を行使するケースである。第2に、国有株主としての権限が、株式会社の母体企業である国有企業に与えられるケースである。表2中の(1)・(2)が第1のケース、(3)が第2のケースに相当するが、後者が圧倒的に多い<sup>24</sup>。政府部局等が直接株主機能を果たす企業の比率は、発行株式中の国家株構成比と比べてずっと小さい。名目上国家株であっても、実際には母体国有企業が株主権限を行使している例が少なくないことがわかる。

一般に国有企業は不採算部門を抱えているため、株式会社化にあたっては通常母体企業の分割という形式がとられる(中屋 [2001])。つまり母体企業に不採算部門を残して採算性の高い資産のみ切り出し、株式会社に改組する。母体企業は国有単独出資会社形態の持株会社に転換し、株式会社の国有株主としての権限を行使する(図3)<sup>25</sup>。

このような形式の株式会社化の大きな問題は、上場企業の実質的な独立性がきわめて弱いことである。上場企業が販売・調達機能の全部または一部を

図3 国有企業株式会社化の概念図



(注) 現実の事例を簡略化した概念図。

(出所) 筆者作成。

支配会社に依存している例も多く、場合によっては支配会社と上場企業は実質上ほぼ一体である。その一端は、支配会社と上場企業の経営陣の人的重複にも現れている。2001年末時点の調査では、上場企業の取締役の4割以上は支配会社の役職を兼任しており、また3割近くは上場企業の執行幹部を兼任している(王中傑ほか[2002: 52-55])。兼任でない取締役のなかでも、支配会社出身者が多数を占める。支配会社と上場企業の一体性を考慮すれば、上場企業の経営機構には事実上のインサイダー支配的傾向がきわめて強いと言える<sup>26)</sup>。

## 2. 企業統治の不安定性

1980年代の企業改革開始以来、国有企業の経営自主権は全体として大きく拡大してきた。一般に業績の良好な企業ほど、大幅な自主権を認められる傾向が強い。だが政府が単独の出資者として経営者の人事権を握るかぎり、企業の経営は常に行政介入のリスクにさらされている。所有と経営の分離は政府側と経営側の力の均衡によって保たれているにすぎず、その均衡はいつ失われてもおかしくない。

国有株の保有を通じて株式会社を支配する母体企業も、国有単独出資会社である以上、政府との関係という点では従来の国有企業と本質的に変わらない。支配会社の不安定な統治構造は、上場企業の企業統治にも深い影響を与えている。

### (1) 支配会社による「搾取」

株式会社制度導入の重要な動機は、エクイティ・ファイナンスによる資金調達である。だが支配会社とその背後にある政府部局の立場からみれば、株式会社の株式公開や増資を通じて調達した資金を、支配会社の必要を満たすために流用したいという動機が常に存在する。支配会社の資金流用によって生じた損失は、株主価値の毀損を通じて、株式会社の少数株主の損失となる。

2001年年次報告に基づく分析によれば、上海・深圳上場企業のうち583社（55%）が支配株主と取引関係を有している。また270社（27%）は売掛金などの形式で、支配株主に対して事実上の資金融通を行っている（施・孫 [2003]）。2000年に上海・深圳上場企業全社を対象に行われたアンケート調査によれば、支配株主とその関連会社に対する未収金が未収金全体に占める比率は、平均24.8%に達する（陳ほか [2002: 486]）。

本書の他の章でも検討されているように、支配株主による上場企業の利益収奪は、東アジア各国に広くみられる現象である。中国ではそれが国有株主

という特殊な株主の下で生じていることが、問題をさらに複雑にしている。支配株主による収奪行為が経営危機を醸成する例も少なくない<sup>27)</sup>。

## (2) 企業統治と株式市場

もちろん上場企業全体からみれば、経営危機ないし破綻に至る事例は少数である。経営悪化により証券取引所の特別処理 (Special Treatment : ST) 対象となった上場企業は2003年末時点で67社であり、上場企業の約5%にすぎない<sup>28)</sup>。だがもうひとつ注目する必要があるのは、上場企業全体の平均的な資本効率の低さである。

中国上場企業の株主資本収益率 (Return on Equity : ROE) は、先進諸国あるいは新興市場諸国と比較して明らかに低い (胡ほか [2003: 5-7])。2000年時点の全上場企業を対象として、株主資本の機会費用を考慮した経済付加価値 (Economic Value Added : EVA) を推計した分析によれば、全体の4割強にあたる480社のEVAがマイナスとなっている。一方、これら企業は2000年に株式市場を通じて、市場全体の3割に相当する資金調達を行っているのである (周・華 [2001])<sup>29)</sup>。

資本効率の簡便な指標として総資本回転率 (売上高/総資本) をみると、中国上場企業の平均水準は0.6前後であり、先進工業国と比較して著しく低い。上場家電企業28社をサンプルとする分析によれば、国有株主が支配する上場企業は上場後に総資本回転率が低下する傾向が強い (今井 [2003])。これらの分析はいずれも、過剰投資の問題が少数の上場企業に限らないことを示している。

上場企業の経営行動と業績の不安定性は、株式市場の投機的性格に直結する。上海・深圳市場の近年の売買回転率 (期間売買高/年末流通株式数) は、世界主要市場の10~20倍の平均500%前後という高水準にある (高 [2002])。家計にとって株式投資のリスクは大きく、株式は家計金融資産の7%程度を占めるにすぎない。株式投資のリスクを引き下げて家計の株式保有を促進するためには、企業統治の健全化を通じて、業績の不安定性を改めていくこと

が不可欠である。

### 第3節 上場企業関連制度の改革

1990年代半ば以降、上場企業を中心とする中国の株式会社制度は急速な発展を迎えた。だが不祥事の頻発と資本効率の全般的な低さが示すように、株式会社制度の量的拡大は企業統治の向上を伴っていない。健全な企業統治の実現のためには会社法・証券法等の基本的枠組みを補完する制度整備が必要であることが、強く意識されるようになった。

さらに、1999年のOECD企業統治原則制定を契機として、いわゆる「ベスト・プラクティス」への接近という新たな課題が浮上した。中国はアジア経済危機の影響が限定的であり、また経常収支の大幅黒字のため資本輸入の差し迫った必要は存在しなかった。このため韓国・インドネシアなど一部の東アジア諸国とは異なり、外部からの改革圧力という要因は重要ではない。むしろWTO加盟を意識して国内企業の競争力向上を図るため、企業制度の「国際化」を進めるという党・政府側の積極的な動機によるところが大きい。独立取締役の導入など一部の側面では、日本よりさらに強く英米型の企業統治システムを志向した改革が実施されている。

1998年のCSRC再編と権限強化は、株式市場整備を重視する党・政府の姿勢を反映している。以後CSRCは上場企業の企業統治に関わる諸制度の整備に主導権を発揮してきた。以下では市場監督制度、経営機構を中心とする企業統治制度、情報開示制度、株主の損失に対する法的な救済制度について検討しよう。

## 1. 市場監督制度の改革

### (1) 株式発行・上場制度の改革

2000年4月に株式公開・上場制度の改革が行われたことはすでに述べた(第1節)。新しい制度の下では、株式公开发行を申請する会社が、省レベルの地方政府または国务院の関係省庁の同意を受けてから、主幹事会社の推薦に基づいてCSRCに申請書類を提出し、発行審査委員会が審査を行って発行を認可するという仕組みに改められた。

改革によって株式公開・上場プロセスに対する地方政府の影響力は大きく低下し、CSRCの認可権限は強化された。このことは上場企業の質的向上に寄与すると期待される。だが公开发行の申請には所管の政府機関の「同意」が前提とされており、行政の恣意的な介入の余地は残されている。将来的には、証券取引所自体の独立した審査による上場制度の実現が課題である。

CSRCは株式公開・上場の審査に際して、企業統治制度の整備を重視する姿勢を打ち出している。同じく2000年には「株式発行上場指導規則」を公布し、株式公開に先立ち発行申請会社が、会社設立・経営機構・運営などに関して幹事会社の指導を受けることを義務づけた。同規則は翌年「株式公开发行指導規則」に改められ、健全な企業統治構造の構築や上場条件の具備状況についても幹事会社が確認・指導することが規定された。

2001年にCSRCが発布した「株式公开发行審査に関するガイドライン」では、発行審査委員会が審査に際して特に留意する項目として、申請会社の経営機構の独立性、企業統治構造・制度の整備状況を掲げた。また2003年9月の「株式発行・上場時の関連事項に関する通達」では、申請会社が人員・資産・財務の面で支配株主から独立していることを認可の要件とした。同通達では取締役の3分の1以上を独立取締役とすることを義務づけている。

## (2) 上場企業への監督強化

上場政策の変更と平行して、上場企業に対する CSRC の監督・管理権限が強化された。2001年公布の「上場企業代表取締役会長談話制度実施規則」では、大幅な債務超過や資産の差押え等により経営の存続に問題が生じた場合や、経営支配権に大きな変化があった場合、会社または取締役会に不当な行為があったとされた場合などに、代表取締役会長は CSRC への説明義務を負うと規定した。

同年に公布された「上場企業検査規則」では、上場会社に対する CSRC の検査実施を定めた。検査は企業統治制度の整備状況、情報開示の真実性、支配株主・親会社からの独立性、財務会計制度の適法性、募集資金の用途と株式募集公告に記載した用途との一致性および資金管理の安全性などの「適法性検査」と、募集資金の用途、重大な資産再編などについての「特定検査」から構成される。問題が発見された場合、CSRC による取り調べと制裁が行われる。

## 2. 企業統治制度改革

支配株主の牽制と少数株主の権益保護という観点は、会社法の制定当時は明確に意識されていなかった。CSRC ではこうした不足・不備を補うため、強制力を伴う行政法規の形式で企業統治関連制度の整備を進めている。

### (1) 株主総会指針

1998年に CSRC は「上場企業株主総会指針」を發布し、総会の招集、審議内容、提案等に関して具体的に規定した。同指針は2000年に改訂され、さらに具体的な事項が追加された。これによれば、株主総会には弁護士が出席し、出席者・提案者の適格性、投票プロセス等の合法性について意見書を提出・公表する（7条）。外部監査法人の選任は取締役会が提案し、株主総会の投票によって決定する（18条）。単独または合計で5%以上の株式を保有

する株主および監査役会は、年次株主総会で臨時提案を提出する権利がある。ただし取締役会は株主の臨時提案の適格性を審査し、会社に直接関係のない提案や法規・定款に違反する提案、株主総会の権限を超える提案を排除する権限を有する（12条）。同指針は会社法では具体的な規定に欠けていた株主総会の権限を明確化する一方、外部監査法人の選任・解任の提案権や株主臨時提案の審査権を取締役に与えるなど、取締役会の職権を強化した側面もある。

## （2）独立取締役指針

CSRCは2001年8月に「上場会社の独立取締役制度導入に関する指針」（以下「独立取締役指針」）を公布した（独立取締役制度の導入については劉 [2003] 参照）。同指針では、上場企業の取締役は2002年6月30日までに2名以上、2003年6月30日までに取締役会の3分の1以上が独立取締役（うち1名以上が会計専門家）でなければならないとし、独立取締役導入を義務づけた。取締役会傘下の監査委員会等専門委員会の設置は、各上場企業の選択に委ねられた（CSRCは行政指導を通じて事実上設置を義務づけている模様である）<sup>30</sup>。専門委員会を設置する場合、独立取締役が戦略委員会を除いて各専門委員会のメンバーの多数を占め、かつその招集人を担当しなければならない。同指針は独立取締役に以下の特別職権を与えている。

- a. 会社の重大関連取引（300万元または純資産額の5%以上に相当する取引額の関連企業との取引と定義される）認可権
- b. 外部監査法人の選任・解任に対する提案権
- c. 臨時株主総会、取締役会の招集提案権
- d. 外部監査機構およびコンサルティング会社の単独雇用権
- e. 株主総会開催前に株主から委任状を募集する権利

さらに、独立取締役は取締役会または株主総会に対し、取締役候補者の指名、取締役・上級管理者の選任・解任・報酬、重大関連取引、および中小株主の権益を損なう可能性があると思われる事項などについて、独立した意見

を発表する義務を負う<sup>31)</sup>。

なお、取締役会、監査役会、単独または合計で1%以上の株式を保有する株主が独立取締役の候補者を指名することができ、株主総会の選挙によって選出する。独立取締役の適格性については詳細な判断基準が定められ、CSRCによる審査も行われる。

「独立取締役指針」の規定を受け、2003年6月末までに大部分の上場企業が独立取締役を導入した。独立取締役数は1社当たり平均3名を超える。独立取締役が取締役会の3分の1または4分の1以上を占める上場企業は、それぞれ65%と82%に達している（上海証券報網絡版 [2004]）。

ただし少数株主や監査役会の指名した独立取締役が選出された例は報道されておらず、現状では独立取締役の多くは、支配株主の代表者である代表取締役会長の指名によって選任されているとみられる。こうして選任された独立取締役が支配株主に対して強力な監督機能を発揮することは、あまり期待できないであろう<sup>32)</sup>。そもそも「独立取締役指針」は、代表取締役会長の人事権や業務執行の妥当性監督権などの重要な権限を独立取締役に明確に付与していないという問題もある<sup>33)</sup>。なお専門委員会については、戦略、監査、指名、報酬・考課の4委員会をすべて設置した上場企業は2割弱に止まり、半数の企業はいずれも設置していない（孔兵 [2003]）。

### (3) 企業統治準則

2002年1月にCSRCは、国家経済貿易委員会と連名で「上場企業統治準則《上市公司治理準則》」（以下「準則」）を公布した<sup>34)</sup>。「準則」は8章95条から構成され、株主と株主総会、支配株主と上場会社、取締役と取締役会、監査役と監査役会、取締役・監査役・執行経営者の業績評価とインセンティブ、利害関係者、情報開示などについて規定している。会社法制定以降、企業統治に関する最も重要な法規である。

「準則」の基本原則は株主の権利保護であり、OECD原則と性格を一にする。一方、独自の特徴としては、第1に行政法規として強制力を有する点、

第2に支配会社からの独立性の確保を重視している点である。

「準則」は、すべての株主、特に少数株主の平等地位を確保することを強調し、支配株主の行為と関連取引に対して規制を加えている。支配株主と上場企業の関係について「準則」は1章を割いて規定している。株主および関連企業による経営資源の占有・移転行為に対して、上場企業に有効な阻止措置をとることを義務づけ、また上場企業が株主または関連会社に保証を提供することを禁じた。また、支配株主の行動規範として、支配的な地位を利用して特別の利益を取得してはならず、株主総会・取締役会を超越して上場企業の上級管理者を任免してはならないと規定した。さらに、上場会社の執行経営者が支配株主会社で取締役以外の職務を兼務することを禁止した。なお、これに関連してCSRCは、2003年8月に「上場会社と関連企業の資金取引・担保の若干の問題に関する通達」を公布した。同通達では支配株主と関連企業による上場会社の資金流用を改めて厳しく制限し、支配株主等に対する上場企業の資金・保証の提供を禁止した。

加えて「準則」では、少数株主の権利強化を目的として取締役選挙の累積投票制度の採用を奨励し、支配株主の持株比率が30%を超える会社に対しては採用を義務づけた<sup>35)</sup>。これを受けて2001年度年次報告書では、大多数の企業が累積投票制度導入の方針を表明している（王中傑ほか〔2002: 71〕<sup>36)</sup>。

### 3. 情報開示と会計監査の強化

会計情報の信頼性向上は、企業統治健全化の最も基本的な前提である。CSRCは2000年以降一連の「証券公開発行会社情報開示報告規則」（第1号～第17号）を公布し、情報開示の強化に努めてきた。財務報告に関する規定では、財務諸表・連結財務諸表の作成方法、各項目に関する説明などについての最低開示基準と内容を規定した。2001年12月に公布・施行された第16号規定は、A株発行会社の公開・上場・増資の際に、国内会計事務所による国内監査基準に基づく監査を行うと同時に、認可を受けた海外会計事務所による

国際監査基準に基づく監査（補充監査）を行うことを義務づけた。また、同年4月に公布・施行された第13号規定（2003年改訂）では、上場会社の四半期報告の開示が義務づけられた。

なお、連結財務諸表の作成そのものは、「株式発行・取引管理暫定条例」（1993年公布）の第6章第59条（13）によって義務づけられている。同条例によれば、上場会社は支配的株式（30%以上）を所有する子会社を有する場合、最近2年度の比較連結財務諸表を開示しなければならないとされる。

#### 4. 株主の利益損害に対する救済措置

株主の利益損害に対する法的救済手段の整備は、経営側の義務不履行や背任行為を抑止し、投資家のリスクを軽減するうえで重要である。これに関して会社法は、株主総会や取締役会の決議が法律・法規に違反して株主の合法的權益を侵害した場合、株主は裁判所に対してその行為を差し止めるよう提訴することができること、また決議に関与した取締役は会社に対する賠償責任を負うことを規定している（第111条・118条）。さらに証券法では、証券公開発行会社や幹事会社が虚偽の情報開示などによって投資者に損失をもたらした場合、賠償責任を負うことを定めた（第63条）。だが株主の利益損害に対する法的な救済措置は株主直接訴訟のみに限定されており、会社利益の損害を訴因とする株主代表訴訟を認める規定は今のところ存在しない。

前述の「準則」では、取締役、監査役、上級管理者の業務執行時の違法行為または定款違反行為が会社に損害をもたらした場合、株主は会社が民事訴訟を提起して賠償を求めよう要求できると規定した（24条<sup>69)</sup>。だが以上の規定はいずれも原則を定めたにすぎず、提訴の具体的な手続きを明らかにしていないため、訴訟の実施には困難が伴う。これに加えて裁判官の専門知識不足の問題もあって、従来最高裁判所は証券市場での詐欺・株価操作等に関する損害賠償訴訟を一切受理しない原則を定めていた（康 [2002: 56]）。

しかし虚偽の情報開示や詐欺事件の頻発にもかかわらず投資家救済の法的

手段が欠如している現状は、投資家の市場不信を招き、相場低迷の一因となっている。こうした事態に対応して最高裁判所は2002年1月に司法解釈を発表し、証券市場での虚偽の陳述による損害賠償訴訟を受理する方針に切り替えた。以来1年間の間に900件近くもの訴訟が提起されたものの、原告が勝訴し賠償を獲得した案件は1件もなかったという（康 [2003: 84]）<sup>38)</sup>。

株主代表訴訟に関しては、2003年4月に三九医薬の株主の一人が代表取締役会長の会社利益損害行為に対して提起した損害賠償訴訟が第1号とされる。だが、裁判所は株主代表訴訟の提起には株主全員の同意を得るべきだという理由で受理しなかった（王璐 [2003]）。

最高裁判所は2003年1月に司法解釈「証券市場における虚偽の陳述による損害賠償案件審理に関する最高裁判所の若干の規定」を発表し、証券市場の損害賠償訴訟に関して、提訴の条件と賠償責任の認定および賠償金額の算定方法などを具体的に規定した。これによって株主による損害賠償訴訟の実行可能性が高まり、虚偽の情報開示に対して一定の抑制力を発揮することが期待される。ただしこの司法解釈に対しては、事実上上場企業自体に主要な賠償責任を課すことになるという法理上の問題点も指摘されている<sup>39)</sup>。

法学界では、株主代表訴訟のような取締役・経営者の経営責任追及制度の導入が早くから提唱されている（浜田・虞 [2002]）。株主代表訴訟は、株主の経営監督を強化し、取締役・経営者の逸脱行為を抑止する機能を果たすことが期待される（山田 [2002: 114]）。だがそのためには、経営者の経営決定の効率性や妥当性、経営責任に関して裁判官が適切な判断を下しうることが前提となる。政府が導入に慎重な姿勢をとってきたのは、地方裁判官の経営知識の不足など訴訟審理基盤の不備と、濫訴への懸念が背景にあると考えられる。

伝えられるところでは、最高裁判所は最近、株主代表訴訟を認める新たな司法解釈の起草に着手した。具体的な内容はまだ明らかにされていないが、経営者だけでなく支配株主も責任追及の対象となりうるという（上海法制報 [2003]）。新たな司法解釈の適用に伴って、濫訴や経営者に対する過剰な責

任追及を抑制するために、原告者の適格条件や経営判断の原則などの明確化が必要となるだろう。また裁判官の資質向上と司法制度自体の改革が要請されることは言うまでもない<sup>(40)</sup>。

## 第4節 評価、課題と展望

### 1. 改革の評価

中国は上場企業の不祥事多発への対応として、主としてCSRCを中心とする行政法規・ガイドラインの制定を通じて、企業統治関連制度の整備を急速に進めてきた。制度整備にあたっては、OECD企業統治原則に代表されるいわゆるベスト・プラクティスを意識しつつ、上場企業と支配株主の未分離など固有の問題への配慮もなされている。株主の損害を法的措置によって回復する可能性も開けてきた。政府が企業統治関連制度の整備に多大な努力を傾注してきた背景には、株式会社化と上場を通じて企業経営の効率化を進めるうえで、健全な企業統治の実現が不可欠であるという認識がある。制度改革のスピードという点では、中国は東アジア諸国のなかでも突出した部類に入ることは間違いない。

一方、中国の企業統治制度改革には以下に挙げるような問題点が存在することも事実である。

#### (1) 立法と行政法規の関係

近年の中国の企業統治制度の整備は、もっぱら基本法の改正ではなく、行政法規・規定の追加という方法で行われてきているという点にひとつの特徴がある。行政法規中心の制度整備は、中国特有の立法体制・立法思想にも起因する<sup>(41)</sup>。

中国では日本の国会に相当する全人代以外に、内閣に相当する國務院、地

方議会に相当する各地方の人民代表大会も一定の立法権を与えられている。全人代は憲法・刑法・民法など基本法、国务院は行政法規、地方人民代表大会は地方法規（条例に相当）を制定する。全人代は毎年1回2週間程度しか開催されず、立法機能が弱いため、閉会中は全人代常務委員会が一部の法律の制定・改正、補充を行う。

基本法では基本原則を定めるのみで詳細な規定を行わず、特定事項について「関係規定に従うものとする」などの表現をとって、具体的な規定を行政法規に委ねる傾向がある。これに対応して行政法規や地方法規は、基本法の規定を具体化する実施細則的な性格のものが多い。法の制定・改正には長い時間を要するため、基本法制定後新たな状況が生じた場合、法改正を迂回して行政法規の追加や法的解釈の変更によって対応する方が効率的であるという考え方がとられている。

独立取締役制度や累積投票制度の導入にみられるように、法の不足・不備を行政法規により補うこと自体は、企業統治の健全化と少数株主の保護に有益であると評価できる。だが行政法規による法の代替が行き過ぎれば、法の權威を損なう懸念がある（周 [2002c: 802]）。同様の指摘は司法解釈の場合にも当てはまる。法治の確立のためには、行政法規や司法解釈によって立法を代替する現在の体制を改めていくことが不可欠である。

近年、法制度の重要性に対する認識の高まりを背景として、基本法改正への動きが具体化し始めている。すでにふれたように、近い将来全面的な改正を経た新会社法が成立することはほぼ確実である。従来行政法規に依拠して普及が推進されてきた独立取締役制度も、新会社法の規定に盛り込まれる見通しである。証券法改正案はすでに第16期全人代の立法スケジュールに組み込まれ、常務委員会での審議が進められている。破産法改正の動きについてはすでに述べた。基本法改正への積極的な動きは、中国の立法機構が制度変更の需要に応える能力を向上させてきていることを示している<sup>42</sup>。

## (2) 制度間の整合性

近年の中国の企業統治制度整備は、基本的には米英をモデルとする株主主権型企業統治と、取締役会が業務執行と監督を担う単層型構造を志向してきた(川井[2002: 49])。だが会社法制定とその後の制度整備にあたって各国の制度を参照し、積極的に導入してきた結果、制度間の整合性に問題が生じている。

会社法に基づく統治構造には、監督機関としての監査役会と意思決定機関・執行機関を兼ねる取締役会が並立しており、さらに代表取締役会長が監督機関のひとつとして監督権を付与されている。さらに、監査役会設置を義務づける会社法の規定を改正しないまま新たに上場企業統治準則により監査委員会制度を導入したため、一つの会社に3つの監督機関が並存する可能性が生じている。ことに監査役会と監査委員会には、いずれも会計監査職能が付与されているという点で明らかに重複している<sup>43)</sup>。

取締役会に関しては、新たに導入された独立取締役の監督権と従来からの代表取締役会長の監督権の関係が問題になる。米英・日本では経営執行の最高責任者は取締役会の監視の対象である。だが第1節で指摘したように、中国会社法は取締役会に監視機能を与えていない。実質的に経営執行の最高責任者である代表取締役会長は、取締役会に監視されるのではなく、逆に監視するのである<sup>44)</sup>。これは言うまでもなく、執行と監督の分離という企業統治の国際的な通念に適合していない。一方、独立取締役の導入と専門委員会の設置によって、取締役会は事実上監督機能を付与されたことになり、代表取締役会長は当然その監視を受けると理解される。「独立取締役指針」と「準則」のいずれも、両者の監督機能の位置づけを明確にしていない。代表取締役会長の業務執行の妥当性を監視する機能をどの主体が果たすのか、明確にする必要があるだろう。

## (3) 改革の限界

制度整備が急速に進んだのは最近数年のことであり、現時点で企業統治の

実態への影響を推し量ることは難しい。だが比較的是っきりしているのは、企業統治に関わる諸制度の間には補完関係があるため、個別の制度導入にとどまるかぎり、企業統治の健全化には限界があるという点である。

企業統治制度の中心にあるのは、会社法によって規定される所有と経営の関わりあいである。だが企業統治のメカニズムはそれだけで機能するわけではなく、様々な制度と補完しあって初めて効率的な企業統治が可能になる。英米型企業統治の例では、取締役会を中心とする内部統治制度に加えて、機関投資家中心の資本市場、経営者労働市場、非効率な経営支配の淘汰を促進する敵対的買収制度、司法制度などの諸制度が、経営者を監督・制約するうえできわめて重要な補完機能を果たしている (Shleifer and Vishny [1997])。

経済発展と体制転換の途上にある中国がこれらの制度を一挙に造り上げることを期待するのは、現実的ではないだろう。だが中国の場合、最大の問題は、国有株主が圧倒的な支配権を行使する所有と支配の構造である。この構造が変わらないかぎり、経営者の経営行動に対する外部からの監督・圧力のもつ意味は限られている。取締役・経営者等に対する民事訴訟制度の整備は、不当な経営行為を抑止するうえではある程度有益だとしても、経営効率の最大化を保証する役割を果たせるわけではない。

## 2. 展望

本章では上場企業を中心とする中国の企業統治制度改革を検討した。行政法規の偏重や制度間の不整合などの問題はあるものの、企業統治に関わる制度整備の速度という点では、中国は東アジア途上国のなかで際だった実績を上げてきた。急速な制度整備を支えているのは、強烈な経済開発志向を有する共産党政権による制度効率化のあくなき追求である。既得権益層による改革阻害という問題が比較的少ないという事実も、制度整備の推進に有利に働いている。

だが中国の企業統治制度改革は、制度整備に比べてはるかに困難なもうひ

とつの問題——所有構造の問題に直面している。国有株主による支配が企業統治健全化の大きな障害であることはすでに明らかだが、所有構造の変革のためには、中国企業は新たな企業統治主体を見いださなければならない。

1999年10月の中国共産党第16期中央委員会第4回総会では、上場企業の国有株比率引き下げの必要性に初めて明確に言及した。これを受けて国務院は2001年6月、株式公開・増資に伴い一定比率の国有株売却を義務づける通達を公布した。だがこの政策は大幅な株価下落を招き、失敗に終わった。国有株売却による歳入増を重視するあまり流通市場での機械的な売却という方法を採用したことが、失敗の原因だった<sup>45)</sup>。

株価の大幅な下落を回避しつつ国有株比率の引き下げという目的を達成するためには、不特定多数の投資家への売却ではなく、経営に関与する意思と能力を有する投資主体への譲渡を進めるしか途はない。目下のところ国有株の受け皿として考えられるのは、企業内部の経営者・経営幹部、外資系企業、民間企業、そして内外の機関投資家である。

経営者・幹部による買収（management buyout：MBO）は上場企業でもすでに数例実施されているが、不正取引による国有資産流失を招きやすいとして、当局は厳しく規制する方針を打ち出している<sup>46)</sup>。一方、外資による上場企業買収は従来原則禁止されていたが、政府は2002年末に制限を大幅に緩和して奨励に転じた<sup>47)</sup>。だが外資からみて買収の魅力がある業種は、インフラ・金融など市場アクセスの問題が大きい業種に集中する。民間企業による上場企業買収はすでに数十件単位で発生しており、将来的にも国有株の受け皿として最も有望である。だが民間企業による買収後も、筆頭株主による支配という構造には大きな変化がなく、少数株主の「搾取」のリスクは依然として小さくない<sup>48)</sup>。

中国の株式会社の企業統治健全化を進めるうえでは、筆頭株主を監督・牽制する意思と能力をもった大株主の育成が不可欠である。2002年には全国社会保険基金が保有する上場企業株の委託運営が開始された。2004年2月に公表された「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する国務院の意見」

では、「ファンド管理会社と保険会社を主体とする機関投資家が資本市場を主導する役割を果たすよう促進する」方針が示されている。また2003年からは、審査を経た海外機関投資家に一定枠内で内貨建て証券への投資を認める適格海外機関投資家制度（Qualified Foreign Institutional Investors：QFII）が始動している（2004年10月時点で23社認可）。

最後に、所有制度の改革と共産党支配の関係について指摘しておかなければならない。党・政府のイニシアティブによる制度効率化の追求は、資本の国家所有そのものの変革にまで行き着こうとしている。だが党は国有資本のプレゼンス低下を、どこまで許容しうるのだろうか。あるいは党が最重要企業の国有資本支配をひきつづき確保するとすれば、それは中国上場企業の企業統治のありかたにどのような影響を与えるのだろうか。これらは今後の改革の推移のなかで、解き明かされるべき問題である。

〔注〕

- (1) 中国語の「股份」は日本語の「株式」より広い概念であり、日本の有限会社の「持ち分」に相当する概念を含む。中国では株式会社と有限会社を合わせた有限責任形態の会社を「株式制企業《股份制企業》」あるいは「会社制企業《公司制企業》」と総称する。以下単に「会社」という場合、株式会社と有限会社の双方を含む。
- (2) 新会社法草案は國務院法制弁公室によって起草され、2004年7月から意見聴取が実施されている。草案そのものは公開されていないが、報道によれば条文のほぼ半数が改正対象となっており、修正は400箇所に及ぶ。
- (3) 日米欧との比較からみた中国会社法の特徴については林〔1997〕参照。また瀬々〔2002〕は少数株主保護の問題を中心に、国際比較からみた中国会社法の問題点について詳しく論じている。
- (4) ただし1999年の改正によって、ハイテク分野はこの規定から除外された（第229条第2項）。
- (5) 有限会社の設立は準則主義が採用されており、最低資本金も10万元（サービス等）～50万元（製造・卸売）と株式会社と比べれば低い。
- (6) 董事長の邦訳はかならずしも統一されていない。本章では、日本の代表取締役に相当する権限を有することと、董事会の長という性格を有することを勘案して、代表取締役会長という訳語をあてている。

- (7) 日本の商法では取締役の職務執行に対する取締役会の監督権限を規定している（第260条第1項）。この場合監督権限の対象となるのは、代表取締役の職務執行行為であると解釈される（河本 [1996: 367]）。
- (8) 志村・奥島 [1998: 172] は中国会社法の監査役会の監査機能の弱さを、「監査役会による経営介入を極力排除」しようとする立法者の意図の反映と解釈している。
- (9) 1994年に制定された「株式会社国有株管理暫定規則《股份有限公司国有股權管理暫行弁法》」では、国家資本による資本支配の維持を明文で規定した。
- (10) 「国有単独出資会社とは国家の授権により投資を行う機構または国家が授権した部門が単独で設立した有限会社を指す」（第64条）。この規定が示すように、複数の政府機関が出資して設立された有限会社は、たとえすべて国家資本の出資であっても国有単独出資会社ではない。
- (11) 第72条の解釈については孔祥俊ほか [1997: 511-513] を参照。国務院により正式に授権経営を認められた企業は、2001年9月時点では宝山鋼鉄公司、中国石化集团公司、中国電信集团公司、中国遠洋海運集团公司など数社にとどまるといふ（中国集团公司促進会関係者インタビュー、2001年9月5日）。だが実態上は地方政府も、所轄する国有企業のうち主要企業に対して授権経営の認可を行っている。
- (12) 国家国有資産監督管理委員会の監査役派遣対象は中央所轄の189社に限定される。地方所轄企業については地方レベルの国有資産監督管理機構が派遣を行うとされている。
- (13) 紅光実業（本社・四川省成都市）は1997年6月に上場後、2億元余りの虚偽の利潤計上が発覚し翌1998年12月に特別処理（Special Treatment : ST）対象となり、2000年には事実上経営破綻した。
- (14) 「若干の都市において国有企業破産を試行することに関する問題についての国務院の通達《国務院關於在若干城市試行国有企業破産有關問題的通知》」（1994年10月25日）。同通知の規定する破産試行の適用範囲は、1997年の国務院通達により全国111都市に広げられた（石 [2002]）。
- (15) 最高裁判所は2002年9月に司法解釈として「企業破産案件審理における若干の問題に関する規定」を発表し、株式会社も裁判所での破産案件の審理対象であることを明確にした。
- (16) 上場の関門が狭く上場資格の価値が大きいという事実も、上場企業の破産を妨げる要因のひとつである。また債権者の立場からみれば、債権保護を重要視しない破産制度のもとで破産宣告を申請するより、直接民事訴訟を提起して個別の弁済を要求する方が債権回収の可能性が高いという事情がある。
- (17) 以下、新破産法の制定をめぐる経緯は主として石 [2002] を参照した。

- (18) 中屋 [2001] はこの点に関する優れた論考である。なお中屋の論点に対する王京濱 [2002] の批判と中屋 [2002] の反論も参照のこと。
- (19) 以下、所有構造に関する記述は主として今井 [2003] による。
- (20) 正確には第三の非流通株として株式会社への改組時に従業員に有償・無償で分与された従業員株がある。だが従業員株の比率はきわめて低く、また1998年以降新規発行を禁止された。
- (21) 国家株の構成比は低下傾向にあったが、2000年以降は国家株比率の高い基盤産業部門の大型企業上場が相次いだため、再び上昇する傾向を示している。
- (22) 中国上場企業に関する既存研究には、国有株・国家株・国有法人株の区別の不正確な理解に基づくものが少なくないため、注意が必要である。具体的には国有株と国家株の同一視 (Xu and Wang [1999])、非流通株と国有株の同一視 (白井 [2002]) など。
- (23) 本章では紙幅の都合上詳論しないが、近年上場企業の民営化進展に伴って、民間資本が支配する上場企業の企業統治が重要な問題として浮上りつつある。
- (24) 厳密には(3)の支配会社は母体企業以外にも、母体企業から国有株の譲渡を受けて支配会社になった例などが含まれている。こうした例は比較的少数に属するが、今後国有企業の再編により増加するだろう。
- (25) 会社法では有限会社・株式会社を問わず純粋持株会社の設立を認めていないが、「國務院の規定する投資会社と持株会社」は例外とされる (第12条)。新会社法草案では、純資産に対する対外出資比率の制限 (現行50%) を撤廃することにより、事実上純粋持株会社を認める方向が打ち出されていると伝えられる。
- (26) 川井伸一はこの構造を「大株主支配と内部者支配の一体化」と評している (川井 [2003: 20])。
- (27) 山東省済南市所在の中国最大級の国有オートバイメーカーである輕騎グループの経営破綻は、近年の典型的な事例である。中国輕騎集団公司を中核とする輕騎グループは、1992年に主要生産部門を済南輕騎オートバイ株式会社《済南輕騎摩托車股份有限公司》に再編し、翌1993年に上海市場上場を果たした。以来グループは済南輕騎の上場・増資やグループ企業への担保提供によって調達した資金に依存して急速な規模拡大を実現し、中国最大級のオートバイメーカーに成長した。だが過剰な規模拡張は未収金の急増を招き、2003年に実質経営破綻した。同グループは1997年に国家重点支援対象の企業グループ (全520社) に選ばれており、急速な規模拡張が地元山東省政府と中央政府の期待に支えられていたことがうかがわれる。
- (28) 特別処理は主として(1)2会計年度連続の赤字計上または(2)1株当たり純資産が株式の額面価額を下回るなど、財務上の異常が発生した上場企業を対象とする。特別処理銘柄は1日の値動きを上下5%以内に制限される。

- (29) 周・華 [2001] 参照。EVAはコンサルティング会社スターン・ステュワートが開発した経営指標であり、無リスク投資収益率（代理変数として国債投資収益率を利用）にリスク・プレミアムを加えて得られた株式資本の機会費用を、調整後の営業利益から控除して算出される。
- (30) 2003年6月に南京航天晨光株式会社に対して立ち入り調査を行ったCSRC南京事務所は、同社に対する業務改善命令のなかで「企業統治準則に基づく専門委員会の設立を実施していない」ことを指摘し、早急に設置することを求めている（南京航天晨光股份有限公司關於中国証監会南京特派弁巡檢問題整改的公告）。
- (31) 2001年9月には、巨額の粉飾決算ののち経営破綻した鄭百文グループの独立取締役が、監督義務不履行を理由としてCSRCに10万元の罰金を科されている。
- (32) そもそも、独立取締役制度の普及が最も進んでいるアメリカでも、その企業統治上の有効性については見解が分かれている（劉 [2003] および Cairncross [2003: 15-17] 参照）。
- (33) 2004年2月に国务院が発表した資本市場制度整備推進の方針（「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する国务院の意見」）を受け、CSRC関係者は「指針」の改正により独立取締役の機能を強化する方針を表明している（上海証券報網絡版 [2004]）。
- (34) 企業統治準則の中国語原文は国有資産監督管理委員会のウェブサイトからダウンロードできる（<http://www.sasac.gov.cn/zcfj/gzjw/qyss13/200304/0415-104.htm>）。日本語訳と解説は周 [2002a: 2002b; 2002c] がある。
- (35) 累積投票制度とは、取締役選挙に際して、各株主の投票権数を持株数に取締役候補者数をかけた積とする制度である。この制度によって少数株主は、その投票権数を合わせて一人または候補者の人数を下回る数人の候補者に集中して投票することが可能になる。
- (36) ただし2001年時点で実際に累積投票制度を導入した企業は10社に満たないとされる（王中傑ほか [2002: 71]）。
- (37) 事実、「準則」の草稿段階では株主代表訴訟に関する規定が盛り込まれていたが、正式発表の段階では削除された（企業統治準則意見徵取稿《公司治理準則 [意見徵求稿]》第24条）。同条項が削除された経緯は明らかでないが、本文で述べたような懸念に基づく反対論があったためと思われる。
- (38) ただ、2002年11月には旧紅光実業の株主11名が同社と上場時の主幹事会社を訴えた損害賠償訴訟では、成都中級裁判所の調停により約22万元の賠償支払いが確定している。
- (39) 管曉峰氏（中国政法大学金融法センター）の見解によれば、同法では個人責任の訴訟保全について規定がないため、取締役等個人を対象とする賠償請

求訴訟は実効性が低い。このため企業自体が主要な賠償請求対象とならざるをえないが、株主全体の所有に属する企業に賠償の責を負わせることは法理上問題がある（康 [2003: 85]）。

- (40) 従来の裁判制度の問題点のひとつとして、法廷での審理よりも裁判所内部の審判委員会の判断の方が決定的であるという点がよく指摘される。特に社会的に影響の大きい案件の場合、審判委員会は純粋な司法判断以外に様々な要素を考慮して判断を下す。審判委員会に対して地方政府や党組織が指示を与える場合もある。株主代表訴訟は民事訴訟の原則に従い、被告の会社所在地の地方裁判所で提起されることになる。この場合、地方政府が管轄下の企業と経営者を庇護するために、審判委員会に影響力を行使する懸念がある。
- (41) 中国の立法体制の特徴については、志村・奥島 [1998: 8-11] を参照。
- (42) 2003年3月の全人代では広東代表の李東生・TCLグループ総裁を中心とする代表グループが会社法の改正提案を提出するなど（深圳商報 [2003]）、実業界を中心に会社法改正を求める声が高まっていた。
- (43) 会社法では監査役会の職能について「会社の財務検査」を第一に掲げている（第126条第1項）。一方上場企業統治準則では監査委員会の職能について、外部監査機構の指名・変更提案に加え、会社内部の監査制度の監督、財務情報およびその公開状況の検査などを掲げている（第54条）。
- (44) 会社法には代表取締役会長が取締役の業務執行を監視するという明確な条文はないが、実務上は取締役会メンバーの大半が社内取締役つまり執行役員であるため、実質的に代表取締役会長が彼らの業務執行を監視することになる。
- (45) 国有株市場売却始動の直接の契機となったのは、企業統治改革よりもむしろ年金基金補填のための財源調達が必要だった。同政策の経緯については今井 [2003] を参照。
- (46) 国有資産監督管理委員会「国有企業の制度改革規範化に関する意見」（2003年11月1日国务院認可）。
- (47) ただし中央直轄の国有製薬企業である三九グループが債務危機に陥った際、国有資産監督管理委は上場子会社三九医業の国有株をインドネシアの華僑系財閥に売却するという計画を承認しなかった（『日本経済新聞』2004年6月4日報道）。このことは外資による重要国有企業の買収に中央政府が依然慎重な態度をとっていることを示している。
- (48) 国有上場企業多数の買収を通じた事業拡張を経て、2004年上半期に財務危機に陥った徳隆グループは典型的な事例と言えらう。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 今井健一 [2000] 「コーポレート・ガバナンスの中国的課題」(中兼和津次編『経済——構造変動と市場化』シリーズ現代中国の構造変動 第3巻, 東京大学出版会)。
- [2002] 「上場企業の所有構造と企業統治」(丸川知雄編『中国企業の所有と経営』日本貿易振興会アジア経済研究所)。
- [2003] 「中国国有企業の所有制度再編——大企業民営化への途」(『社会科学研究』〈東京大学社会科学研究所紀要〉第54巻第3号)。
- 王京濱 [2002] 「中国国有企業の株式会社化は『社会主義』を強化するものなのか——中屋信彦氏の『中国における国有企業の株式会社化と資金調達システムの変革』をめぐって」(『中国研究月報』第56巻第2号)。
- 河本一郎 [1996] 『現代会社法(新訂第七版)』 社団法人商事法務研究会。
- 川井伸一 [2002] 「中国的コーポレート・ガバナンス原則の形成」(『経営総合科学』第79号, 9月)。
- [2003] 『中国上場企業——内部者支配のガバナンス』 創土社。
- 志村治美 [1994] 「中国会社法の成立」(『ジュリスト』No.1042, 4月1日)。
- 編著 [1998] 『中国会社法論』 晃洋書房。
- 志村治美・奥島孝康編 [1998] 『中国会社法入門——進む企業改革と経営近代化』 日本経済新聞社。
- 周劍龍 [2002a] 「中国の『上場会社のコーポレート・ガバナンスの原則』(翻訳)」(『獨協法学』第57号)。
- [2002b] 「中国型コーポレート・ガバナンスの動向——『上場会社のコーポレート・ガバナンスの原則』を中心に(上)」(『国際商事法務』Vol.30, No.5)。
- [2002c] 「中国型コーポレート・ガバナンスの動向——『上場会社のコーポレート・ガバナンスの原則』を中心に(下)」(『国際商事法務』Vol.30, No.6)。
- 白井早由里 [2002] 「中国の上場企業の特徴と収益性の分析——中国株式市場の現状と問題点」(『中国研究月報』第56巻第10号)。
- 瀬々敦子 [2002] 「中国会社法の少数株主保護制度に関する比較法的考察」(『国際商事法務』Vol.30, No.8)。
- 田中信行 [2003] 「中国証券法の生まれ出ずる悩み」(『社会科学研究』(東京大学社会科学研究所紀要) 第54巻第3号)。

- 中央監査法人編 [2000] 『中国会計監査基準——国際化時代の中国新制度の解説』中央経済社。
- 中屋信彦 [2001] 「中国における国有企業の株式会社化と資金調達システムの変革——鉄鋼業における改組事例をもとにして」(『中国研究月報』第55巻第9号)。
- [2002] 「中国における国有企業の株式会社化と国有資本支配——王京濱氏の批判に応える」(『中国研究月報』第56巻第10号)。
- 浜田道代・虞建新編 [2002] 『日中企業法制金融法制の展開』名古屋大学法政国際教育協力研究センター。
- 林薫 [1997] 「中国国有企業改革の法的側面——「両権分離」と「産権問題」」(『開発援助研究』Vol.4, No.4)。
- 山田泰宏 [2002] 「取締役の責任追及と制度の制度設計——株主代表訴訟制度を中心に」(浜田道代・虞建新編 [2002] 所収)。
- 劉平 [2003] 「中国の株式会社における独立取締役の導入とボード・システムの改革」(『中国経済研究』第1巻第2号)。

〈英語文献〉

- Cairncross, Frances [2003] “Who Is in Charge?” *The Economist*, October 25, pp.15-17.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny [1997] “A Survey of Corporate Governance,” *The Journal of Finance*, Vol. LII, No.2, June, pp.737-783.
- Xu, Xiaonian and Yan Wang [1999], “Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies,” *China Economic Review*, 10, pp.75-98.

〈中国語文献〉

- 陳学栄ほか編 [2002] 『2002中国証券市場分析与預測』世界知識出版社。
- 高潮生 [2002] 「破解股市迷思」(『財経』2002年7月20日号)。
- 胡汝銀ほか編 [2003] 『中国上市公司成敗実証研究』復旦大学出版社。
- 康偉平 [2002] 「証券糾紛受理：一個“有条件”的開端」(『財経』第53/54号)。
- [2003] 「証券民事訴訟行百里半九十」(『財経』第76号)。
- 孔兵 [2003] 「完善制度，促進獨立董事勤勉盡責發揮作用：困境獨立董事制度有効性深層問題觀察与思考」(『上海証券報』網絡版，10月13日〈<http://finance.sina.com.cn>：2003年10月24日アクセス)。
- 孔祥俊ほか編 [1998] 『公司法及配套規定新釈新解(上)』人民法院出版社。
- 上海法制報 [2003] 「權益保護又有重大『利好』」1月1日  
(<http://www.shfzb.com/20030101/content/20030101A00931006.htm>：2004年1月26日アクセス)。
- 上海榮正投資諮詢有限公司 [2003] 『中国企業家價值報告(2003年)』網絡版(上

海榮正投資諮詢有限公司)。

上海証券交易所研究中心 [2003]『中国公司治理報告 (2003年)』復旦大学出版社。

上海証券報網絡版 [2004]「証監会有関負責人提出以四大措施完善独董制度」

(<http://finance.sina.com.cn/y/20040206/0722619309.shtml> : 2004年2月12日 アクセス)。

深圳商報 [2003]「広東代表疾呼——公司法非改不可！」3月12日

(<http://www.sznews.com/n/ca213075.htm> : 2004年1月26日アクセス)。

施東暉・孫培源 [2003]「中国上市公司治理水平評析」(『上市公司』第4期)。

石東 [2002]「破産之變」(『財經』総第60期, 2002年5月20日)。

王璐 [2003]「首例上市公司股東代表訴訟未獲受理」(『上海証券報』2003年4月

<http://news1.jrj.com.cn/news/2003-04-22/000000548384.html> : 2004年1月26日アクセス)。

王中傑ほか編 [2002]『2002年上市公司董事会治理藍皮書』中国經濟出版社。

謝飛 [2004]「中国《新破産法》草案披露 “惊現” 自然人破産」(『21世紀經濟報道』1月14日 <http://finance.sina.com.cn/g/20040114/0713602249.shtml>)。

宣偉華・李辰 [2002]「『上市公司治理準則』若干問題評析」(『上市公司』2002年第7号)。

中国誠信信用管理有限公司ほか編『中国上市公司基本分析』[各年版] 中国財政經濟出版社。

周焯焯・華彬 [2001]「誰在創造財富・誰在毀滅財富——2000年中国上市公司財富創造和毀滅排行榜」(『財經』8月20日号〈総第43期〉)。