

## 第3章

# 上場企業の所有構造と企業統治

### はじめに

1990年代後半の政治・経済環境の転換を契機として、中国の企業改革は大きく加速した。中小の国有・公有企業では、従業員・経営者や外部の主体への売却という形の直接的な民営化が急速に進展し、経営効率の改善と競争の強化という成果をあげつつある。

一方大企業の場合、売却先として相応の資金と経営能力を有する買い手を見いだすことは容易ではない。また大企業の民営化には依然として政治的制約が存在する。このため一括売却による民営化の事例は比較的少なく、国有・公有資本が一定のシェアを保ったまま株式会社形態への改組を行ったうえで、混合所有化を進めていくという方法が広く採用されている。

民営化が目に見える成果に結びつきやすい中小企業の場合と異なり、所有と経営が分離した大企業では、企業所有の改変だけで経営効率の改善が実現するわけではない。経営者が企業価値の増大に努力を傾注するようなインセンティブを与え、モニタリングを行う、いわゆる企業統治（コーポレート・ガバナンス）の仕組みを整備することが不可欠である。

株式会社化の進む国有・公有大企業の企業統治メカニズムを強化するために中国政府は、株式市場への上場を重視している。その背景にあるのは、資本所有を多元化し、また流動可能にすることで、出資者＝株主による企業統治の効率を高めることができるという考え方である。近年では所有形態を問

わず競争力のある企業の上場を進めるという方針から、民間企業の上場数も増加する傾向にある。今後中国ではアメリカや日本と同様、有力企業の大多数が株式市場に上場することになると予想される。

株式会社への改組と株式の上場は、中国大企業の企業統治にどのような影響をもたらすだろうか。株主による効率的な企業統治が可能になるためには、株式市場と企業統治制度の両面でどのような条件が必要になるのだろうか。

このような問題意識に基づく予備的な研究として本章では、中国の上場企業の企業統治に関する最近の研究を概観し、ファクト・ファインディング、実証分析の成果、および規範的結論を整理し、検討を加える。

いくつかの有力な既存研究は、高い法人株比率と良好な企業業績の結びつきを重視し、これを法人大株主による企業統治の効率性を示すものと解釈している。だが、母体国有企業が筆頭株主（国有法人株主）として上場企業を支配している場合、高い法人株比率はむしろ経営陣による事実上のインサイダー・コントロールを示すと考えられる。こうしたインサイダー・コントロールは政府介入の減少によって経営効率を改善する効果をもつと考えられるが、同時に経営陣による株主利益の侵害というリスクを抱えている。複数の法人大株主が相互牽制しつつ企業の外部から経営を監督することで、このようなリスクを抑止することが可能である。

本章ではこのような考え方を踏まえ、今後の上場企業の企業統治について、若干の展望を示す<sup>(1)</sup>。

## 第1節 株式市場と企業統治の概観

### 1. 株式市場の規模と所有形態

中国の株式市場は1990年の上海証券取引所開設および1991年の深圳証券取引所開設により出発した。1992年以降は毎年ほぼ100社から200社の企業が新

規上場しており、株式市場の規模は急速に拡大してきている（表1）。これにともなって、中国の産業に占める上場企業の地位も着実に上昇している（表2）。

中国の株式市場の最大の特徴は、株式が所有主体の属性によって複数の形態に区別されており、それぞれ異なる規制が適用されているという点である。まず、市場での流通が自由であるか規制されているかによって、流通株と非

表1 上海・深圳株式市場上場企業の株式構成

（%）

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
上場企業数(社)	51	180	290	322	529	744	851	949	1,088
流通株計	31.9	28.8	32.9	41.3	35.2	34.6	34.0	35.2	36.6
A株	15.4	16.8	20.9	21.0	21.9	23.0	24.1	26.9	29.0
B株	16.5	6.4	6.1	6.7	6.4	6.4	5.4	4.3	4.2
H株	0.0	5.7	6.0	7.7	6.9	5.2	4.5	3.9	3.5
未流通株計	68.1	71.2	67.1	64.6	64.8	65.4	66.0	64.8	63.3
国家株	44.6	48.1	42.7	38.9	37.7	35.4	34.3	31.6	37.1
法人株	22.1	21.3	23.1	24.5	24.9	26.7	28.2	29.6	24.9
その他	1.5	1.7	1.3	1.2	2.2	3.3	3.4	3.6	1.3
総計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

（注） 1990年の上場企業数7，1991年の上場企業数8。

（出所） 2000年については中国証券監督管理委員会ウェブサイト。中誠信国際信用評級有限責任公司・中国誠信証券評估有限公司主編 [2000]。

表2 鋳工業部門に占める上場企業の比重

（%）

	1996	1997	1998	1999
総資産	6.3	7.0	7.9	8.3
純資産	8.1	9.9	11.3	11.5
売上高	7.0	7.3	7.6	8.0
税引き前利益	56.4	54.6	68.2	49.0

（注）（1） 鋳工業部門は国有および年間売上高500万元以上の非国有企業のみ。

（2） 上場企業の売上高・利益は主業務売上高・利益。

（出所） 表1に同じ。

流通株に分けられる。流通株とは一般投資家向けに発行された株式であり、国内投資家のみ購入可能な人民元建て株式のA株、外貨（米ドルおよび香港ドル）建て株式のB株<sup>(2)</sup>、海外株式市場で上場している株式の総称であるH株の3種類に分かれる。これらの株式はすべて株式市場で自由な売買を認められる。

一方非流通株は、国家株、法人株と従業員所有の株式（設立時またはそれ以前に従業員向けに割当て発行された株式）の3形態を含む。法人株はさらに国有法人株と非国有法人株に分かれる。国家株と国有法人株を併せて、国有株と総称する。これらの株式はいずれも株式市場での流通を厳しく規制されている。国家株と法人株は原則として流通を認められておらず、相対取引での譲渡のみ可能である<sup>(3)</sup>。

上場企業の所有形態を論じるうえで直ちに問題になるのは、国家株と国有法人株の区別である。この二つの概念は、1994年に国家国有資産管理局と国家経済体制改革委員会が定めた「關於股份有限公司国有股權管理暫行辦法」（株式会社の国有株式管理に関する暫定規定）で定義されている（表3）。新設の株式会社と既存の国有企業を改組して設立された株式会社では異なる定義が採用されている。

これまでのところ上場企業は、既存の国有企業の改組によって設立される場合が多数を占める。その場合、上場するに足る優良な資産が既存企業の資産全体の一部にとどまること、上場枠により上場規模が制限されていたことなどの事情のため、既存企業の資産の一部のみが切り離されて上場株式会社に改組されることが多い<sup>(4)</sup>。株式会社側に編入された純資産が母体企業の純資産の50%に満たない場合は、その純資産は母体企業に所属する国有法人株となる（表3の2-3）。他方50%を超える場合は、国家株に分類される（表3の2-2）。一例として、鞍山鋼鉄集団公司是冷却圧延工場、棒鋼工場、厚板工場の資産のみを分離して上場会社に改組した。この場合上場会社に対する集団公司の出資は、「国有法人株」と規定されている。一方同じ鉄鋼メーカーでも邯鄲鋼鉄集団公司の場合は、鉄鋼・鋼材生産関連の資産の大部分を

表3 国家株と国有法人株の定義

	1. 新規設立の株式会社の場合	2. 既存の国有企業を改組して成立した株式会社の場合
国家株	1-1. 国が授権した機関・部局が直接に投資して形成された株式	2-1. 企業がすべての資産を以て株式会社に改組した場合の純資産 2-2. 国有企業が一部の資産を以て株式会社に改組し、株式会社に編入された純資産が旧会社の純資産の50%以上に相当する場合の、編入された純資産
国有法人株	1-2. 国有企業または国有企業の子会社（全額出資または資本支配）が法人資産を以て投資して形成された株式	2-3. 国有企業が一部の資産を以て株式会社に改組し、株式会社に編入された純資産が旧会社の純資産の50%未満である相当する場合の、編入された純資産 2-4. 国有企業の子会社（全額出資または資本支配）が全部または一部の株式を以て株式会社に改組する際の純資産

(注) 国資企発 [1994] 81号「国家国有資産管理局, 国家経済体制改革委員会關於股份有限公司 国有股權管理暫行辦法」第二章第八條。

(出所) 本書編輯組編『實用国有資産管理法律法規匯編』北京：經濟科學出版社，1995年。

一括して上場会社に改組しており、集団公司の出資は「国家株」と規定されている（いずれも設立時点）。

上場企業全体の所有形態に関する統計では、法人株のなかで国有法人株と非国有法人株の区別はなされていない（前掲表1）。このため法人株のなかで国有法人株が正確にどの程度の割合を占めるかを直接知ることはできない。近年まで上場企業の大多数が国有企業の改組により成立してきたという背景から、法人株はほぼ国有法人株と同一視される傾向にある。だが近年郷鎮企業や民間企業の上場や国有株買収が増加しているという事実を踏まえば、法人株の内容にも注意を向ける必要がある<sup>(5)</sup>。

こうした所有形態概念の複雑さと曖昧さは、所有構造と企業統治の関係を

分析する際に大きな問題となる（この点は第3節で論じる）<sup>(6)</sup>。

国家株・法人株の流通制限のため、流通株と非流通株の構成比はこれまでごくわずかしき変化していない。1992年から2000年までの間、流通株の比重は4ポイント強の上昇に止まっている（前掲表1）。しかし非流通株のなかでは、国家株の比重低下と法人株の上昇という傾向が明らかである。これには、(1)国家株の場合は政府財政の制約のため、割当て増資に応じられない場合が多いこと、(2)当初から国家株比率の低い（あるいは国家株のない）企業の上場が増えていること、(3)近年国家株を企業に譲渡する事例が増えていること、などの要因が考えられる。

## 2. 株式市場と企業統治に関する研究

中国でも株式市場の重要性が増大するにつれて、1998年頃から株式市場の企業統治上の役割に関わる研究が増えてきている。中国国内では主として『経済研究』、『管理世界』、『上市公司』などで上場企業に関する実証的な論文が発表されている。国外では本格的な実証研究としてTam [1999], Xu and Wang [1999] があり、日本でも川井 [2000], 王 [2000] が上場企業の数量的な分析を行っている。

上場企業の統治制度に関わる実証研究は、主として次の類型に分けられる。

- (1) 公開資料（年報など）に基づく分析：何 [1998], 呉・柏・席 [1998], 陳・王 [1998], Xu and Wang [1999], 孫・黄 [1999], 葉 [1999], 袁・鄭・胡 [1999], 李曉春 [1999], 李增泉 [1999], 李・鄧 [1999], 彭 [1999], 陳・江 [2000], 劉 [2001], 川井 [2000], 王 [2000]。
- (2) 独自のアンケート調査・インタビュー調査などに基づく分析：中国企業家調査系統 [1998], 田・楊・李 [1998], Tam [1999], 谷・李・高 [1999], 上海証券交易所 [2000]。

これらの研究の多数は、統治制度を中心とする上場企業の実態を整理することを主な目的としている。呉・柏・席 [1998], Xu and Wang [1999],

孫・黄 [1999], 袁・鄭・胡 [1999], 陳・江 [2000], 劉 [2001] など, 企業統治に関連する諸項目を説明変数とし, 企業業績を被説明変数とする計量分析を行う研究も増加している。Xu and Wang [1999] や Tam [1999] は, 実証研究に基づいて, 中国の企業統治のあり方について規範的な結論を導いている<sup>(7)</sup>。

## 第2節 上場企業の企業統治と業績

### 1. 企業統治の実態

中国の上場企業に関する実証研究は, 資料の制約のため上場企業の一部のみをサンプルとして抽出して分析するケースが多い。このため分析の対象となる企業と対象期間は, それぞれの研究で異なっている。だが, 全体としてみると中国上場企業の多数に共通する特徴を見いだすことができる。主として次のような特徴があげられる。

- (1) 株式所有が国家株・法人株など少数の大株主に集中している。
- (2) 取締役会メンバーと社長は内部出身者が多数を占める<sup>(8)</sup>。
- (3) 監査役会も内部出身者主体であり, 経営監督機能は小さいとみられる<sup>(9)</sup>。
- (4) 国有企業を改組して成立した上場企業では, 国有企業一般に比べ行政の介入は強くないが, 経営者人事への党組織の関与は依然として強いとみられる。

以下ではこれらの特徴を中心に詳しく検討しよう。

#### (1) 株式所有の集中度

中国上場企業の株式所有の集中度は, 国際的にみてかなり高い。1995年時点の全上場企業平均では, 上位5株主への集中度が58%に達している (Xu

表4 最大株主への株式所有集中度

	第一株主への集中度			
	1996		1998	
	企業数	比率(%)	企業数	比率(%)
0～10%	8	1.5	12	1.4
10～20%	37	7.0	48	5.7
20～30%	90	17.0	149	17.7
30～40%	95	17.9	143	17.0
40～50%	97	18.3	136	16.1
50～60%	85	16.0	144	17.1
60～70%	80	15.1	117	13.9
70～80%	35	6.6	82	9.7
80～90%	3	0.6	11	1.3
90～100%	0	0.0	1	0.1
総計	530	100.0	843	100.0
平均集中度	43.9	—	45.5	—

(出所) 何 [1998] および川井 [2000] より作成。

and Wang [1999])。何 [1998] と川井 [2000] はそれぞれ1996年と1998年の時点の全上場企業を対象に、所有構造の分析を行っている(表4)。1998年は1996年と比較して集中度がやや上昇している。

1996年時点では、全上場企業のうち国家株が最大株主である企業が54%を占めており、うち24%は出資比率が50%を上回る(何 [1998])。1998年時点でも国家株が最大株主である企業の比率は59.7%に達しており、むしろやや上昇している。これ以外の企業の絶対多数(全体の37.6%)は国内法人株主が第一株主となっている(川井 [2000])。

## (2) 国家株の代表主体と法人株主の属性

国有企業の改組により成立した上場企業の場合、国の持ち分(国家株あるいは国有法人株)の代表権は、行政機関、国有持株会社、母体となった企業や企業集団の中核企業など特定の主体に与えられる。どのような主体が代表



権を有するかは、企業統治にも影響を与えると予想される。

川井 [2000] は1995年から1998年までの期間の国家株代表主体と法人株主の属性について、詳細な分析を行っている。国家株の代表主体は企業と政府機関に大きく分かれる。国家株を有する上場企業のうち政府機関（政府、国有資産管理部門、財政部門、業種所轄部門）が代表権を有するものは、1995年時点では過半近く（46.5%）だったが、1998年には39.8%に低下した。一方、企業が代表権を有するものは1995年の23.8%から1998年の56.3%と飛躍的に増加している。とくに「集团公司・総公司」が国家株の代表権を有する企業の比率の上昇幅が大きい（18.9%→42.1%）。これは国家株の運営を母体の国有企業または企業グループ中核の国有企業に授権するケースが増えていることによるものと考えられる（川井 [2000]）<sup>(10)</sup>。

法人株の具体的な属性について分析した研究は川井 [2000] と田・楊・李 [1998] にほぼ限定される。川井によれば、1998年時点で法人株を最大株主とする上場企業317社のうち、集团公司・総会社が最大株主である企業は180社（56.8%）、単独の会社・工場が最大株主である企業は95社（30.0%）だった。独自にデータを収集した株式会社100社を対象に統治制度の分析を行った田・楊・李 [1998] では、各社の主要な法人株主の属性を詳細に分析している。これによれば、サンプル企業の主要法人株主総数のうち、上場企業と取引関係のある法人株主が58%を占めている。投資会社がこれに次いで25%を占める。ただし田志龍らの研究はサンプル企業の上場の有無を説明しておらず、株式会社一般を対象とするサンプルである可能性がある。

川井、田志龍らのいずれも法人株主の所有形態については分析を加えていない。だが1998年までは上場企業の選定が上場枠を割り当てられた国务院各部門と省レベルの地方政府の推薦に基づいていたため、非国有企業が上場する可能性はきわめて低かった。この事実からみて、少なくとも川井、田志龍らの研究対象時期に関しては、法人株主の大部分は国有企業であり、とくに最大株主の場合は多くが上場企業の母体企業であると考えられる。この状況は現在（2001年3月時点）でも状況は大きく変わっていないと予想される。

集中した株式所有は、筆頭株主が企業経営を強力にコントロールできることを意味する。このことは、筆頭株主が経営効率の最大化を追求することを前提とすれば、企業統治の観点からみてプラスである。だが、筆頭株主はその他の株主の利益を犠牲にして自らの利益を図る場合がある。この場合、過度の集中は企業統治上むしろマイナスである。一方国有株主が筆頭株主である場合、株主の立場からの経営監視が十分行われず、経営陣によるインサイダー・コントロールにつながる傾向がある（これらの問題は第3節で再論する）。

### (3) 取締役会の性格

取締役会の最も鮮明な特徴は、内部出身者の比率が高いことである。1996年時点の全上場企業では、取締役会のうち内部出身者（主管部門出身を含む）の占める比率は平均67%に達している（何 [1998]）。1997年6月から1999年5月の間に上場した企業222社をサンプルとする李・鄧 [1999] の分析によれば、内部出身の取締役が取締役会の過半数を占める企業が全体の39.6%を占めた。上海証券取引所が1999年末に同取引所上場企業を対象に行ったアンケート調査（以下、「上証所調査」）によれば、執行取締役（執行役員を兼任する取締役）が取締役に占める比率は1996年の63.4%から1999年の53.7%に低下してきている（上海証券交易所 [2000]）。執行取締役はほぼ内部出身の取締役と重なると考えれば、取締役会の内部出身者比率は低下してきているものの、依然として平均して過半数を占めている。

何 [1998] では内部出身取締役の比率がインサイダー・コントロールの強さを示す指標（インサイダー・コントロール度、以下I度）であるとみなし、I度と所有形態の関係を調べている。国有・公有企業の改組により成立した企業はI度が72%と、平均（67%）を上回っている。また、株式所有の集中度が高い企業ほど、I度が高くなる傾向がある。

上証所調査では、取締役の派遣母体別構成を明らかにしている（表5）。最大株主が派遣した取締役は1996年時点で取締役会の5割近い比重を占め、1999年には5割を上回っている。平均的な上場企業では、取締役会での

表5 取締役会の平均規模と派遣母体別構成  
(単位：人，かっこ内%)

	1996	1997	1998	1999
取締役会人数	10.1	10.0	9.9	9.9
株主派遣の取締役	6.6(65.3)	6.5(65.2)	6.8(68.8)	6.9(70.0)
第一株主派遣	4.5(44.7)	4.7(46.8)	5.0(50.2)	5.3(53.9)
第二株主派遣	1.4(13.6)	1.4(13.9)	1.4(14.3)	1.6(15.8)
第三株主派遣	1.0( 9.5)	0.9( 9.4)	1.0( 9.6)	1.0(10.0)
政府部門派遣	1.3(12.5)	1.0( 9.7)	0.7( 7.5)	0.6( 6.5)
銀行派遣	1.3(12.7)	1.2(11.6)	1.1(10.7)	0.8( 8.5)
ノンバンク金融機関派遣	2.3(23.0)	2.0(19.9)	2.1(20.8)	2.0(20.6)
取引先など関連企業派遣	3.8(37.4)	4.4(44.0)	4.6(46.4)	4.8(48.7)
その他の企業派遣	3.4(33.6)	3.1(31.0)	3.2(32.0)	3.1(31.3)
業種管理部門派遣	0.7( 6.6)	0.8( 7.7)	0.8( 8.2)	0.7( 7.1)

(注) (1) かっこ内は取締役会に占める比重。

(2) 各項目は相互に一定の重複の可能性がある。

(出所) 上海証券取引所などが上海上場企業480社を対象に1999年末に実施したアンケート調査による。上海証券取引所 [2000: 表1, 表3]。

意思決定がほぼ完全に最大株主にコントロールされていることになる。取引先など関連企業が派遣した取締役も高い比重を占めているが、前項で検討した株式所有の状況からみて、この「取引先など関連企業」は最大株主とかなり重複している可能性がある。李・鄧 [1999] の調査では、サンプル企業のうち74.3%の企業で取締役会が代表する株式が発行済株式の過半数を超えている。これらの企業では取締役会が事実上の最高意思決定機関であり、株主総会の実質的な意義はきわめて小さい。

取締役会の選出に際しても、大株主のコントロールの強さは明らかである。上証所調査によれば、新たに就任する取締役の人選は56.8%の企業では大株主が行い、34.0%の企業では取締役会が行う。

会長・役員の大部分は自社株を所有している。田志龍らの調査では会長の85%、取締役の73.6%が自社株を所有する。平均持ち株数は会長1万2100株<sup>(11)</sup>、取締役が1万419株である。これに1998年の株価単純平均3.3823円を乗じて求めた平均持ち株価額は会長4万1000円、取締役3万5000円であり、

会長・社長クラスの平均年取にはほぼ相当する<sup>(12)</sup>。だが会長・取締役や社長の持ち株が発行済み株式に占める比重は平均的にみてきわめて小さい。李増泉 [1999] の調査では、1999年4月30日時点で取締役会・社長の持ち株状況を開示している上場企業799社の会長・社長の持ち株が発行済み株式に占める比重は平均0.014%にすぎず、最高でも0.69%にとどまっている。

#### (4) 社長の性格

上証所調査によれば、79.1%の上場企業の社長は内部から選抜されている。副社長も同様に大部分が内部出身である。この点は先に述べたように取締役会メンバーが内部主体であるという事実とあわせて、上場企業のインサイダー・コントロール傾向を示唆している。

会長と社長は従来同一人物が兼任するケースが多数を占めた。タンが1995年に実施した調査では、6割の上場企業で会長が社長を兼任している (Tam [1999])。証券監督管理委員会の規制によって兼任の比率はしだいに低下しており、谷書堂らの調査 (1997年300社) では29%となっている (谷・李・高 [1999])。だが呉淑琨らの調査 (1997年上海上場188社) の調査によれば、サンプル企業の53%で副会長 (または取締役) が社長を兼任しており、社長が取締役会メンバーでない企業は7%にすぎない。田志龍らの調査では、会長・社長が兼任である企業は国有株の比率が高く、非兼任の企業は法人株の比率が高いという傾向がある。

#### (5) 監査役会の性格

中国会社法はすべての株式会社に対して、3名以上の監査役から構成される監査役会の設置を義務づけている (会社法第3章第4節)。監査役は主として会社の財務に対して監督を行うこととされている。

田志龍らの調査では、監査役会の構成員は企業内党組織の幹部と従業員または組合代表が主体であり、株主 (法人株主) の代表は13.8%を占めるにすぎない (表6)。李・鄧 [1999] の調査では、サンプル企業の半数では従業

表6 監査役会の構成

監査役平均人数（人）	4.6
属性別人員構成（％）	
党組織幹部	35.1
組合代表	25.7
従業員代表	19.3
法人株主代表	13.8

（注） 株式会社100社の資料に基づく。

（出所） 田・楊・李 [1998]。

員代表が監査役会の過半を占めている。谷書堂らの調査では、監査役会の主要な情報源は取締役会への参加、取締役会報告の閲読などであり、独立して調査を行う能力はきわめて限られる。また、監査役会の会計スタッフは大多数の場合会社の会計人員と兼職である。タンや谷書堂らが論じているように、企業の内部人員が主体である現在の監査役会には、経営監督の機能はほとんど期待できない。

#### （6）行政・党組織との関係

上場企業の多数が国有企業の改組により成立しているという事実から、これらの企業の経営に対して行政や党組織が、引き続き一定の影響力を行使することが予想される。非上場企業を含む株式会社を対象とする中国企業家調査系統の調査（1993～94年実施、371社）では、国有企業が株式会社に転換することにより、投資、資産管理、労務・人事管理などの面の経営自主権が大幅に拡大する傾向が見いだされた。だが同調査では、上場企業と非上場企業の間には明確な差がみられない。

国有企業に対しては、一般に主管部門といわれる特定の政府部門が経営監督の責任をもつ。株式会社の場合、株主が企業統治の主体となるという建前からみれば、主管部門の存在は不要になるはずである。現実には、谷書堂らの調査では、サンプル企業（104社）中52.0%の企業は依然として主管部門

を有している<sup>(13)</sup>。だが、株式会社への転換の結果として企業経営に対する主管部門の直接の干渉が減少していることが、同調査の結果からうかがえる。主管部門を有する企業であっても31.3%の企業は、意思決定の結果を主管部門に報告しない。報告する場合でも、すべての決定が主管部門への報告を要する企業は15%にすぎず、46.4%の企業では、少数の重要な意思決定事項のみ主管部門の認可を要する。また、23.8%の企業では、取締役会が必要と認めた場合のみ主管部門に報告するにすぎない。

1990年代に入って国有企業の経営自主権は大幅に拡大してきた。だが、経営者の人事権は依然として行政・党組織が掌握している。上場企業の場合も行政・党組織は取締役会の意思決定に介入することで、事実上会長・社長の人事に関与することが可能である。会長・社長の選出方法については、唯一中国企業家調査システムのみが調査を行っている。これによれば主管部門は、会長の場合39.5%の企業、社長の場合34.4%の企業で選出に関与している。主管部門を有する企業は上場企業の約半数であるという点を考慮すれば、主管部門を有する企業のうち7～8割の企業で会長・社長の人選に主管部門が関与していると考えられる。

田志龍らの調査では取締役会メンバーのうち共産党員の比率は58.0%であるが、会長と社長はいずれも91.0%と、党員比率がきわめて高い。また、谷書堂らの調査では、党委員会書記の32.6%は会長を兼任している。このことから、上場企業（株式会社）でも党組織は経営幹部の選任に重要な役割を果たしていることがうかがわれる。

#### (7) 小規模株主の利益保護

従来上場企業では、株主総会の参加者に対して持ち株数に下限を設けるなどの方法で小規模株主を差別する規定が存在した (Tam [1999], 何 [1998])。比較的近年に行われた谷書堂らの調査では、およそ3分の2の企業で、特定の事項について大株主の投票権に制限を加えるなど、小規模株主の権利を保護する規定を設けている。

### (8) 企業買収の発生状況

孫・黄 [1999] は上場企業 (1994~98年174社) を(1)分散所有型, (2)一定程度集中型, (3)単一株主支配型, の3類型に分け, 所有構造と買収発生率の間の関係を分析している。孫・黄の分析によれば, 買収発生率は分散所有型が最も高く, 単一株主支配型が最も低い (孫・黄 [1999])。

李曉春の分析によれば, 買収や協議譲渡によって第一株主の入れ換えが行われた場合, 一般に業績に正的作用をもたらしている。調査期間の1997年に国有株・法人株の譲渡が行われた68社のうち, 46社で第一株主が変更された。これにともなって純資産収益率が上昇した企業は28社 (60%), 低下した企業は18社 (40%) に及んでいる (李曉春 [1999])。

## 2. 統治制度と企業業績

以上では中国上場企業の主として統治制度に関わる特徴について, 既存研究に基づいて整理を行った。それではこうした上場企業の統治制度は, 企業の効率性 (業績) とどのような関係をもっているのだろうか。これまでの研究は, 統治制度に関わるいくつかの要因と企業業績の関係を数量的に分析している。ここではそのうち主要な研究の分析結果をまとめた。

### (1) 所有形態

上場企業の統治制度と企業業績に関する数量分析の大多数は, 所有形態と業績の関係の問題に集中している。これらの研究では大きく分けて, (1)国有株, 法人株, 流通株のそれぞれの比率, (2)株式所有の集中度, という二つの問題に焦点を当てている。

代表的な研究として, Xu and Wang [1999] があげられる。サンプルは1993~95年の上海・深圳上場企業のパネル・データを採用した。説明変数としては上位株主への株式の集中度と主要3形態 (国家株, 法人株, 流通株) の株式の比重を採用した。被説明変数として, 企業の業績を表す変数として(1)

市場価格／簿価比率（MBR）<sup>(14)</sup>、(2)株主資本収益率（ROE）、(3)総資産収益率（ROA）の3変数を採用した。シュとワンは上場企業の収益率は会計操作の可能性などのため信頼性が低いとして、操作の対象になりにくい市場価格／簿価比率を重視している<sup>(15)</sup>。

Xu and Wang [1999] では、以下のような結果を見いだしている。

- (1) 株式の集中度（上位10名）とMBRで表される企業の業績の間には、有意な正の関係が見いだされた（ただしROEの場合有意でない）。
- (2) 法人株比率と企業業績（MBR, ROE, ROA）の間には有意な正の関係が見いだされた。国家株比率と企業業績（ROE, ROA）の間には有意な負の関係が見いだされた（ただしMBRの場合有意でない）。流通個人株比率と企業業績（MBR）の間には有意な負の関係が見いだされた（ただしROE, ROAの場合有意でない）。
- (3) 法人株比率と企業業績（MBR）の間にはU字型の関係が見いだされる。1995年上海上場企業の例では、法人株比率32%のとき業績が最低となる。この解釈としてシュとワンは次のように考えている。法人株は出資比率が低い段階では企業の長期的価値を損なう利己的行動をとる。この段階では、出資比率が高まると法人大株主の利己的行動が企業価値を損なう度合いが高まる。だが出資比率がある程度を超えると、自己利益と企業価値の一致性が高まるため、企業価値増大を目指すようになる可能性がある。

- (4) 国家株比率と労働生産性の間には有意な負の関係が見いだされた。

シュとワンはこれを、過剰雇用の存在を示唆するものと解釈している。

孫・黄 [1999] は第一株主の出資比率のみに焦点を当てて分析を行った。サンプルは1998年年末時点の上場503社である（赤字企業と流通株式4000万株以下の企業を除外）。説明変数としては第一株主の出資比率（ $PF$ ）とその自乗（ $PF^2$ ）、被説明変数としてはトービンのQ（Tobin's Q）の代理指標として、シュとワンの場合と同じく市場価格／簿価比率（MBR）を採用している。

分析の結果、以下のような関係が検出された。



$$Q = 1.6468 + 1.662PF - 1.5540PF^2 \quad R^2 = 0.005$$

(6.67)    (1.43)    (1.25)    (かっこ内はt値)

これによれば、第一株主の出資比率が上昇すると当初トービンのQは上昇するが、出資比率50%前後から反転して低下することになる（逆U字型）。これはシュとワンの分析とは逆の結論になっている。ただし $R^2$ の値に示されるように、孫・黄の計測の信頼性は高くない。また、シュとワンとは異なって孫と黄は、株主の属性（国家株・法人株など）を区別していない。

陳・江〔2000〕は従来の研究を踏まえつつ、それらが業種ごとに異なる経営環境——とくに競争圧力の強さ——を考慮に入れていなかったことを批判し、業種ごとの競争圧力の格差が所有形態と業績の関係に及ぼす影響を分析することを主な目的とする分析を行った。1995年時点で上場していたA株発行企業で、電子・電器、小売業、公益事業の3業種に属する企業92社の1996～99年のデータをサンプルとして、法人株と流通株の比率、国家株比率、所属業種などを説明変数として、企業業績（ROEおよび主要業務収益率）を被説明変数とする回帰分析を行った。

競争圧力が強い電子・電器産業では、企業業績に対して国家株の比率は有意に負、法人株・流通株の比率は有意に正の関係がみられた。一方小売業（地域独占的性格が強いとみなされる）では法人株・国家株は業績と有意な関係がなく、流通株の比率は有意に負の関係がみられた。独占度が強い公益事業では、所有形態と業績の間に有意な関係はみられなかった。

川井〔2000〕は国家株の代表主体に着目した唯一の研究である。国家株が第一株主である508社（1998年時点）を対象に、国家株の代表別に収益性を比較した（表7）。単独の会社・工場の国家株の代表である場合が最も収益性が高く、集団会社が代表である場合がこれに次いでいる。行政機関または資産経営会社が代表である場合はいずれも収益性が低い。

## （2） 経営者インセンティブと経営者人事

経営者の報酬、持ち株制度などのインセンティブと経營業績の関係について

表7 国家株の代表主体別の収益性

	1株あたり収益 (元)	純資産収益率 (%)
行政機関	0.1773	4.8468
資産経営公司	0.1308	4.0633
集团公司	0.2506	6.9788
単独の公司・工廠	0.2945	9.5464

(注) 本文参照。

(出所) 川井 [2000]。

でも、いくつかの分析が行われている。

李増泉 [1999] は1999年4月30日以前に年度報告を公表した上場企業のうち取締役会・社長の持ち株状況・報酬額を開示している企業748社を対象に、会長と社長の持ち株比率と年度報酬を説明変数、ROEを被説明変数とする回帰分析を行った。また、企業規模（総資産）、所有形態など要因を加えた分析も行った。

持ち株比率、年度報酬とROEの間には有意な関係が見いだされなかった。企業規模と所有形態のいずれも、持ち株比率・年度報酬とROEの間関係には有意な影響を与えていない。しかし、企業規模が大きいほど収益性が低いが、年度報酬は高くなるという傾向が見いだされた。所有形態については、国家株が相対資本支配（20%＜出資比率＜50%）であるときROEが最も高く、国家株が絶対資本支配（ $\geq 50\%$ ）であるとき最も低いという関係が見いだされた。

袁・鄭・胡 [1999] は1997年度の上海上場400社あまりから100社をランダム・サンプリングし、経営陣の持ち株比率と経営陣の報酬を説明変数、純資産収益率を被説明変数とする分析も行った。しかし李増泉 [1999] の場合と同様、有意な関係は見いだされなかった。

彭 [1999] は企業業績と経営者人事について、興味深い分析を行っている。1993年時点ですでに上場していた企業155社の1997年までのデータを利用し、Logitモデルを利用して経営者（会長・社長）の人事変動の発生と企業業績の

間の関係を分析した。企業業績の指標としては、株式市場からみた業績指標として年間・月平均株式純収益率とトービンのQ, 企業会計からみた業績指標としてROE, ROE成長率, 総資産収益率 (ROA), ROA成長率を採用した。その他, 経営者の年齢などの要因を考慮している。また, 経営者の入れ替えとその後の企業業績の関係も分析した。

分析の結果は, 企業業績の指標と社長・会長の人事異動発生の間に関連のある関係が見いだされた。つまり, 業績の悪化した企業では社長・会長の入れ替えが起こりやすい。ただし, 会計的な業績指標の方が, 株式市場からみた業績指標より有意性が高かった。経営者の入れ替えとその後の企業業績の間には, 有意な関係がみられなかった。つまり, 経営者を入れ替えても業績は必ずしも改善していない。彭睿の解釈では, 株式市場は不適格な経営者を排除する機能は果たし始めているが, 適格な経営者を選抜する機能は果たしていない。

### 3. 規範的結論

以上に掲げた分析は, 所有形態と企業業績の関係について, いくつか共通した結論を打ち出している。国家株の出資比率は企業業績に負の影響を与えるのに対し, 法人株の出資比率は正の影響を与える。このような関係はとくに競争的な業種で明確に観察される。流通株に関しては必ずしも分析は一致していない。Xu and Wang [1999] は流通株比率と企業業績 (MBR) の間に負の関係を見いだしているが, 陳・江 [2000] の業種別分析によれば, 競争的な業種 (電子・電器) では正の関係が見いだされる。

Xu and Wang [1999] はこうした分析に基づき, 上場企業の企業統治の効率を改善していくためには, (1)法人株主 (シュとワンはこれを「機関投資家」とみなしている) の役割強化, (2)国家株の売却, の二つの措置を実施していく必要があるという結論を打ち出している。

シュとワンは企業統治に関する最近の研究に基づき, 経営を監督するイン

センティブと能力を備えた大株主の存在は、小株主のフリーライダー問題を解決し、企業価値を高める方向に働くと論じている。また、シュとワンの見方では、国家株主はインセンティブの問題を抱えるうえ、経営陣の行動が企業価値を高めるかどうかを評価する能力をもたない。このため高い国家株比率は企業価値を低めるので、国家株の売却はパレート改善的であると指摘している。経営を監督するインセンティブと能力をもたない小株主による分散所有は、企業価値を高める方向に働かないため、シュとワンは株式所有の一定程度の集中が必要であると指摘している。

数量分析に基づく規範的結論はシュとワンのような見方が主流であるが、一方、定性的な情報を加味してやや異なったモデルを打ち出している研究もある。その代表例であるタンは、従業員参与の中国式インサイダー型モデル (insider-based model) を提唱している (Tam [1999])。タンによれば、近年の中国の企業制度改革は、トップダウン的に英米型の企業統治制度を普及させようとする試みである。しかし企業コントロール権の市場や経営人材の市場など、英米型企業統治の要件が中国には欠けているため、改革の成果は必ずしも大きくない。

タンの見方では、国有株という大株主の存在や、現在のインサイダー・コントロールには一定の効率性がみられることを考慮すれば、中国はむしろ日本やドイツのインサイダー型モデルに近い中国独自の企業統治モデルを目指すべきであるとされる。具体的には、企業特殊的人的資本の形成を前提とすれば、従業員の企業統治参与を強化することで経営者支配とのバランスをとることができる。たとえば、従業員の参加するドイツ型の監査役会 (supervisory board) の設置などの方法が考えられる。

川井は内部統制型を評価するという点で、タンにやや近い考え方を採っている (川井 [2000])。川井によれば、経営者または支配大株主主導の内部統制は公司法の近代的会社像とは乖離しており一定の問題を抱えるものの、効率性の面では評価できる。同時に川井は、今後は市場の外部統制を強化する必要があると指摘する。

### 第3節 所有構造と企業統治

#### —既存研究の検討と研究課題の提示—

所有構造と企業統治の関係は、中国上場企業の企業統治の最も中心的な問題である。本節では、第2節で紹介した既存研究の成果のうち所有構造と企業統治に関わる分析に焦点を当てて検討する。そのうえで、今後の上場企業の企業統治改革の方向を論じる。

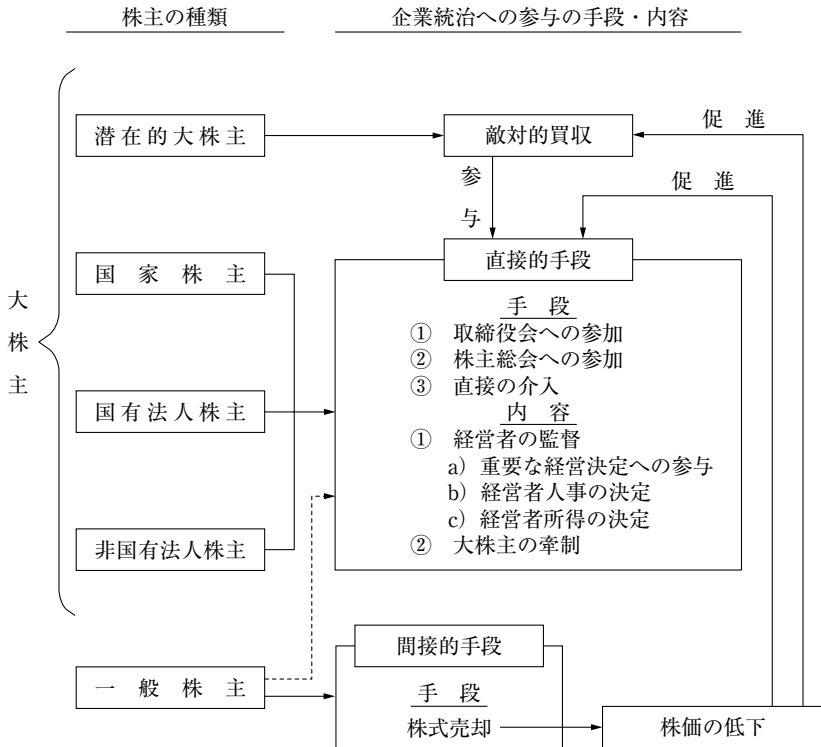
#### 1. 所有構造と企業統治の関係

企業統治への株主参加のあり方は、出資比率の大小によって大きく異なると考えられる。ここでは株主を単独でまたは連合して企業の意思決定に参加しうる程度の出資比率を有する大株主と、それ以外の一般株主に分け、企業統治への参加形態を整理してみよう(図1)。第1節で論じたように、中国の場合大株主は(1)国家株主、(2)国有法人株主、(3)非国有法人株主の3形態に分類される。これに加えて、市場または相対の株式購入によって新たな大株主が現れることがある。これはいわば「潜在的大株主」とみなすことができる。

一般株主は形式上、株主総会への出席によって直接企業統治に参加する機会をもつことができる。だが日本やアメリカの場合と同様に中国でも、株主総会で実質的な意思決定が行われることはほとんどない<sup>(16)</sup>。一般株主の企業統治への参与は事実上、株式の売却という間接的手段にほぼ限られているといつてよいだろう。

一方大株主は、取締役会への参加や経営陣との直接のコミュニケーションによって、経営者の人事・待遇を含む企業の重要な意思決定を直接左右することができる。一般株主の株式売却による株価低下は、大株主が経営に直接介入するよう促すという効果をもつ。敵対的買収によって新たな大株主が企

図1 株式市場を通じた企業統治——概念図



(出所) 筆者作成。

業統治に参加するケースは増加しており、それによる業績改善効果もみられるが、上場企業全体からみればまだ少数である（前節第1項参照）<sup>(17)</sup>。

前節でまとめたように、上場企業の所有構造と経営効率に関する既存研究は、国家株比率と法人株比率が企業の業績にそれぞれ負と正の影響を及ぼすと指摘している。この指摘の背後にあるのは、国家株の代理人たる政府部門は企業価値を最大化するような形で企業統治を行うインセンティブと能力に乏しく、一方法人大株主は相対的にそうしたインセンティブと能力に富んでいるという考え方である。シュとワンが指摘しているように、大規模株主の

存在が企業統治の効率を高めるという議論は、近年の企業統治研究で比較的支持されている論点の一つである<sup>(18)</sup>。

だが、国家株主と法人株主の企業統治上の効率性に関する既存研究の議論は、計量分析の結果の解釈をめぐっていくつかの問題点を抱えている。とくに法人大株主がどのような主体であるかという点は、上場企業の企業統治の現状に関する見方を大きく左右する重要な問題である。また、既存研究の解釈とは異なる因果関係が存在する可能性も指摘しておく必要がある。

#### (1) 法人株代表主体の属性の問題

シュとワンに代表される既存研究の最大の問題点は、国家株と法人株を代表する主体の属性がほとんど考慮されていないという点である<sup>(19)</sup>。とくにシュとワンの研究では国家株と法人株を単純に対比することで、あたかも法人株がすべて非国有法人株であるかのような印象を与えてしまっている<sup>(20)</sup>。

だが実際には第1節で論じたように、法人株は国有法人株と非国有法人株という性格の異なる二つのカテゴリーを含んでおり、依然として前者の比重が高いとみられる。さらに重要であるのは、筆頭国有法人株主のうちかなりの部分は、上場企業の母体企業であると推測されるという点である。このような企業では、上場企業と母体企業の経営陣が人的にほぼ重複していることが多い。この場合、(シュとワンが想定しているように)大株主が企業の外部にあって経営陣を監督するという見方は当てはまらない。こうした企業の業績が(他の条件を一定として)国家株主を筆頭とする企業の業績より平均的に優れているとしても、その原因を企業統治の主体としての法人株主の効率性に帰することはできず、別の解釈が必要になる。

注目する必要があるのは、国有株の株主権限が母体企業に授権されることで、経営陣が政府との関係で強力な経営自主権を獲得するという点である。授権により上場企業の国有法人株主となった企業は、国有資産管理局部門との協議なしに自主的に株主権限を行使することを認められる。配当収入は企業自身の収入としてよく、国有資産管理部門への上納の必要はない<sup>(21)</sup>。母

体企業と上場企業の経営陣が人的に重複していることを前提とすれば、上場企業の経営陣は、事実上筆頭株主に準ずる機能を有することになる。

国有株の授権によって経営陣は大幅な経営自主権を獲得する。これは一種のインサイダー・コントロールといえる状況であるが、政府による恣意的な介入が減少すれば、むしろ経営改善の効果をもつ可能性がある。

インサイダー・コントロールは拡張志向の冒険的な投資や過大な役員報酬などの弊害を生みやすい。だが、これに対しては一定の抑止メカニズムが働く。第1に、財市場の競争圧力が強ければ（製造業の多くの業種がこれに該当する）、非効率な経営はただちに業績の悪化に結びつく。企業業績が顕著に悪化すれば経営者の待遇は低下を避けられず、また彭睿の研究が示唆するように（前節第2項参照）、最終的には経営者の入れ換えに結びつく可能性が高い。国有株の場合、究極の株主である政府当局が国有株の授権を停止して人事権を発動することになる<sup>(22)</sup>。競争的な市場の存在と人事権発動の可能性は、経営者の行動を規律づける効果をもつ。経営者が企業特定の人的資本形成を行っていれば、経営者としての地位を失うことによる将来所得の減少が大きい。この場合経営者はいっそう自律的に効率的な経営を行うよう努めるだろう<sup>(23)</sup>。

他方、この抑止メカニズムには大きな限界がある。つまり、企業業績が顕著に悪化しないかぎり機能しないという点である。経営陣の報酬と企業業績に相関性がみられないという事実は、外部による経営監督の弱さを示すものと考えられる（前節第2項(2)参照）。この限界を補ううえで、筆頭株主以外の法人大株主の出資比率が増加して外部からの経営監督が強化されることは有益だろう。

以上のように、法人株の複雑な属性を考慮すると、法人株比率と企業業績の間に存在する正の関係を外部の大株主による効率的な企業統治の結果とみなすことには問題がある。国有法人株主が事実上上場企業と一体である場合は、筆頭法人株主の出資比率の大きさはむしろ経営陣による経営支配の強さを意味するとみる方が適当である。筆頭株主以外の大株主の出資については、



シュとワンが想定するような企業統治効果が働くと考えられるだろう<sup>(24)</sup>。

## (2) 因果関係の方向の問題

計量分析の解釈に関連してもう一つ重要であるのは、因果関係の方向をどうみるかという問題である。(1)では法人株比率の高さが経営効率の改善の原因であるという考え方を前提に論じた。だが、二つの事象の間に逆の因果関係が存在する可能性や、二つの事象のいずれも同一の第3の事象に起因している可能性も排除できない。

第1節で論じたように、上場企業全体でみると国家株比率の低下と法人株比率の上昇という趨勢が観察される。これには既存企業の国家株比率低下と、国家株比率の低い（あるいは国家株のない）企業の新規上場増加という二つの要因が指摘できる。

既存企業で国家株比率の低下が生じる一つの要因は割当て増資の実施である。増資を行うにあたっては過去一定の業績を達成している必要があるため、業績の比較的良好な企業ほど増資を行いやすく、したがって国家株比率の低下が生じやすい<sup>(25)</sup>。つまり、良好な業績が国家株比率の低下の原因となるという、既存研究の解釈とは逆の因果関係が存在する可能性がある。

新規上場企業については、株式上場に対する規制の緩和により、後年に上場した企業ほど業績が良好である傾向がある<sup>(26)</sup>。さらに、同一の上場企業でも一般に上場直後ほど業績が良好である。このことと新規上場企業ほど国家株比率が低いという傾向を併せて考えると、上場年次の新しさという共通の要因が、国家株比率の低さ（つまり法人株比率の高さ）と企業業績の間に見かけ上正の関係を生じさせているということも考えられる。

これらの問題がどれほど重要であるかについては、現段階では判断に必要な情報を欠いている。今後は国家株比率の低下（法人株比率の上昇）の要因や上場年次と業績の関係などの要因を、計量分析に取り込んでいくことが必要である。

## 2. 企業統治改革の方向

中国の上場企業は売上高では全体の8%程度を占めるにすぎないが、税引き前利潤では5割前後に達する（鉱工業のみ）。つまり上場企業全体としては、非上場企業と比較して業績ははるかに優れている。上場にあたって厳しい審査が行われていることを考えれば、業績の格差はほとんど当然である。

問題は、上場時の好業績が持続しない場合が多いという点である。中国の上場企業には上場後3年前後で業績が大幅に低下するという傾向が存在することが指摘されている（葉 [1999]）。急激な業績悪化が経営破綻にまで行き着く事例も散見され、企業経営の安定性を高めることが重要な課題となっている。

企業経営の不安定性には二つの要因が考えられる。第1は、インサイダー・コントロールの問題である。国有法人株を筆頭株主とする上場企業の多数は、インサイダー・コントロールの問題を抱えているとみられる。これが経営の不安定要因になりうることはすでに論じた。第2は、大株主の弊害の問題である。大株主は一般に小株主に比べて企業統治の主体として効率的であるが、同時に小株主の権利侵害によって自らを利し、ひいては企業価値を損なう行動をとる可能性がある<sup>(27)</sup>。中国の株式市場では筆頭株主が上場企業との取引を通じて上場企業の利益を移転する行動が普遍的に観察され、株式集中の負の側面は明らかに存在する。

このような問題に対処するためには、筆頭株主と上場企業の間を分離し、複数の大株主が相互に牽制しながら経営を監督する体制を整備することが不可欠である。中国証券監督管理委員会は2000年に、筆頭株主と上場企業の財務・人事・業務面での分離を要求するいわゆる「三つの分離」政策を導入した。だが筆頭株主への株式集中度がきわめて高い現状では、上場企業との分離の貫徹には時間がかかるだろう。

外部から経営を監督する主体としては、年金基金、投資基金などの機関投資家が重視される。中国でも政策当局は機関投資家の育成に力を入れ始めて

いる。2001年6月には、国有企業が株式会社に改組して株式公開を行う場合、第1次発行・増資の際に調達額の10%相当の国有株を売却することを義務づける規定が公布された<sup>(28)</sup>。これにより、機関投資家による株式所有の比重はいつそう高まっていくことが予想される。だが、既存の基金は未だ萌芽的段階にあり、短期投資や甚だしくは相場操作による収益を追求する傾向が強くなり、企業統治の主体としては未成熟である<sup>(29)</sup>。

そもそも株式市場が企業統治上一定の役割を果たしているとみられる国は、少数の先進国に限られている(Shleifer and Vishny [1997])。市場の機能を支える法制度や企業統治の主体となる機関投資家が未発達な中国で株式市場を通じた企業統治が実現するには、相当の時間が必要とされることは間違いない。有力な法人株主が支配する企業の場合を除き、多くの上場企業では株主が企業統治上果たす役割は当面限られたものにならざるをえないだろう。

前節で述べたように、タンは現在の中国が株式市場による企業統治の条件を十分備えていないという見方に基づき、従業員参与のインサイダー型モデルを提唱している。こうしたモデルがうまく機能するためには、従業員が企業経営に対して十分なコミットメントを有していることが前提条件となる<sup>(30)</sup>。だが上場企業が一般的にこの条件を満たしているとは考えられない。

## おわりに

本章では既存研究に基づいて、上場企業の企業統治に関わる諸側面と、企業統治の効率性に関する実証分析および規範的結論を整理して批判的に検討した。既存の実証分析は、法人株主が企業統治に果たす役割を評価する傾向がある。だがこれらの分析には、国家株・法人株の株主権限の具体的な行使主体がほとんど考慮されていないという重要な問題が存在する。実際には法人株の行使主体は上場企業の母体の国有企業である場合が少なくない。この場合企業統治はむしろインサイダー・コントロール的な色彩が強いと考えら

れる。

結局のところ、上場企業の企業統治の構造は、一部の既存研究が想定しているほど単純ではない。今後上場企業の企業統治を分析するにあたっては、国家株・法人株の株主権限を誰がどのように行使しているのか、企業の意思決定において経営陣、政府および外部株主などの主体がどのような役割を果たしているかなど、ミクロ的な情報を分析に取り込んでいくことが不可欠だろう。

〔注〕

- (1) 以下では資料の制約のため、主に国有企業改組の上場企業に重点をおいて議論する。ただ、株式所有の集中と筆頭株主企業・上場企業の未分離、インサイダー・コントロールなどの問題は、郷鎮企業など公有企業系の上場企業にも存在するとみられる。
- (2) B株の取引は従来国外主体に限定されていたが、2001年2月に国内投資家に対して開放された。
- (3) 混合所有化政策の一環として、1999年より流通市場への国家株の段階的売却の試行が開始されている。2001年3月時点までに2社の上場企業の国家株の一部が売却された。
- (4) 1997年までは毎年上場企業数と上場規模の枠が定められ、中央官庁と省レベルの行政区に対して枠の割当てが行われていた。この制度は1998年に廃止された。
- (5) 上場時の発行趣意書では一般に国有法人株・一般法人株の別が記載されており、これを集計すれば（上場時点での）法人株の内部構成を知ることができるが、集計には膨大な手間を伴うという問題がある。
- (6) 上場企業の所有構造に関する論文でも、国家株と国有株の区別が厳密に行われていない例が散見される。本章では既存研究を引用する際、原出典の誤表記と判断できる場合はすべて本文中の定義に基づく表記に正した。
- (7) この他、上場企業のケース・スタディは多数発表されているが、経営行動や合併・買収などを主題とするものが多く、これらを統治制度と関連づける分析はまだ現れていない。
- (8) 以下、取締役会、取締役、会長、社長はそれぞれ中国語の董事会、董事、董事長、総経理に相当する。
- (9) 以下、監査役、監査役会はそれぞれ中国語の監事、監事会に相当する。
- (10) 国有資本経営権の「授権」については、今井 [2000] 参照。

- (11) サンプル企業のうち会長が20万株を有する1社を除いた平均である。
- (12) 李増泉 [1999] によれば、1998年4月30日時点で取締役会メンバーと社長の報酬を開示した上場企業748社の会長・社長の平均年収は4万9000元だった。
- (13) 株式会社では、主管部門が国有株主の代表者という新たな名目で引き続き企業経営を監督するという現象がみられる。サンプルの代表性がより高いとみられる上証所調査の場合、主管部門をもたない企業の比率は36%にとどまる。上証所調査は主管部門と上場企業の関係に触れていないため、本文では谷書堂らの調査結果を掲げた。
- (14) 市場価格/簿価比率(**market-to-book-value ratio: MBR**) = (各年の株式終値 × 発行総数) ÷ 純資産簿価。
- (15) しばしば指摘されるように、上場企業では収益率が一定水準を上回らないと増資資格を停止されるため、粉飾決算の問題はかなり深刻であるとみられる(葉 [1999] および呂 [2000] 参照)。このため、利潤率(とくに特別損益を含む総収益率)を業績の指標として採用することは問題が多い。ただしMBRの場合も、中国の株式市場の投機性を考慮すると、市場で決定された株価総額がどれだけ「真の」企業価値を示すものであるか疑問が残る。
- (16) 近年企業買収をめぐる大株主間の紛争で、株主総会の場で一般株主の投票が流れを左右する事例が発生している。だが上場企業全体からみればごく例外的な現象にすぎない。
- (17) ただし近年敵対的買収の事例は増加している模様であり、将来的には経営者にとって現実の脅威となる可能性がある。
- (18) 企業統治研究の流れと大規模株主をめぐる論点については、Shleifer and Vishny [1997] 参照。
- (19) 国家株と国有法人株の区別については第1節で述べたが、この区別が厳密に行われていない可能性もある。上場企業に関する主要な公開資料をみても、同一の企業の同一年について、国家株と法人株の区分が資料により食い違っていることがある。また、同一の主体が代表する国家株(国有法人株)が、ある年に突然国有法人株(国家株)に区分変更されるという現象もみられる。
- (20) 陳・江 [2000] では国有株を「国家株と国有法人株を含む」株式、法人株を「国有法人株を含まない」発起法人株および募集法人株と定義している。だが発起法人株は国有法人株であるケースが大部分を占めることから、陳と江が国有法人株を含む通常の意味の法人株を国有法人株と非国有法人株に分類する作業を行ったのかどうか疑問がある。陳と江の定義は法人株の概念に関する誤解に基づいている可能性がある。
- (21) 第1節第2項で論じたように、既存の国有企業を改組して成立した企業であり、その国家出資分を母体企業が管理する場合であっても、国家出資分が「国家株」に分類される場合と「国有法人株」に分類される場合がある。国

家株を授権される企業は、株主の行使、配当収入の帰属、株式の譲渡などの権利・義務について、国有資産管理部門との間に協議書を取り交わす必要がある。配当収入は国有資産管理部門を通じて政府財政に納入しなければならない。なお、国家株授権企業の経営自主権は国有法人株授権企業と比べれば小さいが、政府部門が国家株を直接保有している場合と比べれば大きいと考えられる。

- 22) この意味で中国上場企業のインサイダー・コントロールは「状態依存的」であるとみなすことができる。通常の場合では経営側が意思決定を事実上支配しているが、業績が顕著に悪化すれば大株主は人事権を行使して介入する。
- 23) 経営者が企業特定の (firm-specific) 人的投資を行っているということは、その企業の経営者という地位を離れることで失う利益が大きいということの意味する。企業の経営効率が低下すれば株主が経営者人事の入れ換えを要求する可能性があるか、企業の存続が危機にさらされる可能性がある場合、経営者は自発的に規律ある経営を行うと考えられる。
- 24) 本章執筆完了後に入手した劉 [2001] では、江蘇省所在の上場企業（工業）を対象に、筆頭株主の属性によって①国家株、②国有法人株、③非国有法人株の3区分に分類して利潤率の比較を行った。それによれば、最近年（1999年）では非国有法人が資本支配する企業が最も高く、国有法人が資本支配する企業が最も低いという結果が得られた。劉の分析は本章の推察の反証となる可能性があるが、執筆時期の都合上本文にはこの点を反映できなかった。
- 25) この点については丸川知雄氏のご教示を受けた。
- 26) 株式市場の初期（1990～92年頃）は、比較的規模の小さい企業のみ上場を認められた。また、優良資産のみ分離する形の上場は当初認められなかった。
- 27) Shleifer and Vishny [1997] 参照。大株主が従業員報酬の抑制などによって、従業員の企業特人的投資を損なう可能性も指摘されている。
- 28) 国務院「減持国有股籌集社会保障資金暫行辦法」（2001年6月12日公布）。
- 29) 2000年には上海証券取引所関係者の内部レポートにより、多数の投資基金が違法な相場操作を行っていることが暴露された（『財経』2000年10月号特集記事参照）。
- 30) これは経営者の場合と同様、従業員の企業特人的投資の大きさによって左右される。

〔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『現代中国の構造変動2 経済』東京大学出版会)。
- 王東明[2000]「企業調査から見たコーポレート・ガバナンス」(『証研レポート』〈財団法人日本証券経済研究所〉No. 1586およびNo. 1587)。
- 川井伸一[2000]「国有企業改革における統治機構の問題—上場企業を事例にして—」(『中国経営管理研究』創刊号)。

〈英語文献〉

- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny [1997] "A Survey of Corporate Governance," *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 2, June, pp. 737-783.
- Tam, On Kit [1999] *The Development of Corporate Governance in China*, Massachusetts: Edward Elger.
- 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〉

- 陳曉・江東[2000]「股權多元化, 公司業績与行業競争性」(『經濟研究』第8期)。
- 谷書堂・李維安・高明華[1999]「中国上市公司内部治理的実証分析」(『管理世界』第6期)。
- 何浚[1998]「上市公司治理結構の实証分析」(『經濟研究』第5期)。
- 李東明・鄧世強[1999]「上市公司董事会結構, 職能的实証研究」。
- 李曉春[1999]「国家股和法人股的流動性問題研究」(『經濟研究』第1期)。
- 李增泉[1999]「激勵機制与公司績效—一項实証研究」(『上市公司』10月号)。
- 劉小玄[2001]「上市公司的股權結構与績效的分析」(劉小玄編『中国企業發展報告(1990~2000年)』北京: 社会科学文献出版社)。
- 呂宏亮[2000]「上市公司利潤操縱手法剖析」(徐衛國他編『中国資本市場新紀元』北京: 經濟科学出版社)。
- 彭睿[1999]「上市公司經營者選擇機制分析」(『上市公司』10月号)。
- 上海証券交易所[2000]「上市公司治理問卷調查結果与分析」(『上市公司』12月号)。
- 孫永祥・黃祖輝[1999]「上市公司的股權結構与績效」(『經濟研究』第12期)。
- 田志龍・楊輝・李玉清[1998]「我国股份公司治理結構的一些基本特徵研究—对我国百家股份公司的实証分析—」(『管理世界』第2期)。

- 吳淑琨·柏傑·席西民[1998]「董事長与總經理兩職的分離与合一」(『經濟研究』第8期)。
- 葉國鵬[1999]「我國現有上市公司制度效率的初步考察」(『管理世界』第5期)。
- 袁國良·鄭江淮·胡志乾[1999]「我國上市公司融資偏好和融資能力的實証研究」(『管理世界』第2期)。
- 中國企業家調查系統[1998]「股份制：中國企業制度改革之路—股份制企業調查報告一」(中國企業家調查系統編著『中國企業家隊伍成長与發展報告』北京：經濟科學出版社)。
- 中誠信國際信用評級有限責任公司·中國誠信證券評估有限公司編[2000]『中國上市公司基本分析2000』北京：中國科學技術出版社。