

## 川井伸一 『中国上場企業 内部者支配のガバナンス』

白石麻保

### 1. 先行研究における本書の位置づけ

本書は、中国上場企業におけるコーポレートガバナンスの特徴を、多くの先行研究によって明らかにされてきた企業のコーポレートガバナンスの仕組みの諸形態の中から、特に内部者支配と大株主支配に焦点を当て、両者の関係とそれが企業経営にもたらす影響という観点から明らかにしたものである。本書が取り上げている企業コーポレートガバナンスの問題は、未成熟な市場環境内で、効率的な企業経営を如何に達成するかという政策課題から見て、途上国経済論の普遍的テーマである。更に、現存の企業コーポレートガバナンスのあり方とその下で展開される経営者、資本家の行動様式に見られる中国的特徴の解明という点からも、極めて重要なテーマである。実際に、近年の多くの先行諸研究における中国国有企業研究の動向から見ても、コーポレートガバナンスをめぐる諸問題の分析は中心的テーマのひとつとなっている。

### 2. 本書の構成と概要

本書では、この中国上場企業のコーポレートガバナンスの特徴分析に際し、「内部者支配と大株主支配の一体化」という独自の作業仮説を提示し、この仮説に基づく以下の2つの課題を設定して、本書のテーマにアプローチしている。

一つ目の課題は内部者支配と大株主支配の関係の解明である。著者によれば、多くの既存の研究では内部者支配と大株主支配は二つの異質な企業統治の方式として捉えられているが、実際には大多数の株式企業において、大株主支配と内部者支配は一体化されたものとして存在していると捉えられる、という。このことは、通常「大株主支配モデル」が想定するような親企業が上場企業の所有権・経営者の指名派遣の権限を有するだけでなく、中国の大多数の上場企業の支配株主である国有親企業は、経営者の出自、当該上場企業の経営のあらゆる面において当該企業と密接な関係を持っており、当該上場企業の実質的な内部関係者としてみなすことが出来る、という実態を踏まえて、著者独自の新しいアイデ

アイデアとして提示されている。このアイデアは、「内部者支配と大株主支配の二つの企業統治の方式は、実際に実施すると通常同一の形式に収斂する傾向がある」という上海証券取引所における上場会社ガバナンス指針による議論に触発されて出てきている。二つ目の課題は、一つ目の課題を踏まえた上で、上場企業の経営、特に親企業との取引関係、及び上場企業の利潤分配における親企業の対応についての特徴分析である。

著者がこれらの二つの課題に接近した手順をやや詳しく紹介すると以下ようになる。まず、本書の構成は以下のとおりである。

序章	企業統治と内部者支配
第1章	株式会社の形成と株式上場
第2章	上場会社の所有構造
第3章	会社機関の構造と運用
第4章	内部者支配の人的構造
第5章	上場会社の取引構造 「関連取引」をケースとして
第6章	上場会社の利潤配当分配
第7章	中国の企業統治の行方
補論	企業経営者の性格と比較分析

更に、次の要旨からなる各章の展開の中で、課題の追求が行われている。

序章では、中国におけるコーポレートガバナンスの類型、そして本書の重要な視点のひとつとなる「内部者支配(インサイダーコントロール)」論について、中国における当該議論提起の経緯、及び中国における「内部者支配」形成の背景、及びその形態をめぐる議論の整理が行われている。そしてその整理を踏まえ、「内部者支配と大株主支配の関係の解明」とこの枠組みに基づく「上場会社の経営に見られる特徴の解明」という本書の分析課題が設定され、全体の構成が述べられている。

第1章では、中国における上場企業の成立過程とその背景について検討されている。ここで、中国の上場企業は、基本的に国有企業改革政策による国有企業の改組を経て成立した点に顕著な特徴があることが述べられている。具体的には、中国の上場企業は、資本提供や経営者の選抜において国家政府や国有企業との密接な関係が保持されており、通常の市場経済で想定されている株式企業と異なることが指摘されている。

第2章では、上場企業の株式構成についての検討及び株式構成と企業の収益性との関連に関する分析が行われている。ここで、上場企業の全般的な株式構成のみでなく、それまで先行研究においてほとんど検討が加えられなかった、株式構成の中心的な位置を占める国家株、及び法人株の具体的な主体についても詳細に述べられている。また、株式構成と企業の収益性との関連については、(1)筆頭株主の持株比率、国家株比率、法人株比率、

流通株比率それぞれと企業の収益性がどのような関係にあるのか、(2) 大株主の所有支配類型と企業の収益性との関係が比較検討されている。

そして、(1) 筆頭株主持株比率や国家株比率、法人株比率、流通株比率それぞれと企業の収益性の関係については、それぞれの株式の性質と企業の収益性との関連性は概して微小であるとの結果が得られている。また、ここでの分析を通じて、同時に国家株を代表する主体の相違により、企業の収益性の平均値が異なること、法人株の株主が外国資本である場合、企業収益性と法人持株比率との間にやや弱いながらもマイナスの相関があること、といった興味深い論点も指摘されている。(2) の大株主の所有支配類型と企業の収益性との関係については、支配的株主の持ち株比率と企業の収益性の相関<sup>1)</sup>等さまざまな論点について検証が行われている。

第3章では、株主総会、取締役会、監査役会の法的位置づけ、実際の性格と役割、及び党組織の会社機関における政策的位置づけと実際の性格について検討が加えられる。ここで、株主総会、監査役会の監督機能があまり働いていないこと、当該企業における内部制約(統制)力としての党組織についてはその力が弱まってきていること、が見出されている。

第4章では、本書の第1の課題である「大株主の所有支配と内部者支配の関係の解明」が行われている。具体的には、取締役、総経理の構成に注目しながら大株主と会社取締役との人的関係が分析されている。ここで、筆頭株主の持ち株比率と取締役の内部者比率の高さの密接な相関が見られることより、このような関係形成の背景を、大株主が(1) 国有資産管理局等の政府機関であるケース、(2) 国有資産経営公司であるケース、(3) 集団公司または事業公司であるケースの3つのケースに区分して検討が加えられている。

そして、(1) と (2) のケースでは、大株主の上場企業に対するコントロールが困難であるために内部者支配が形成され、(3) のケース(現在の上場企業における最も主要なケース)では、所有と経営が基本的に一致することにより、大株主と内部者支配が一体化しているとまとめられている。その一方で、独立取締役を導入していく傾向が新たに見られることも指摘されており、中国上場企業のコーポレートガバナンスの今後の動向への更なる注目が必要であるとされる。

第5章では、内部者支配が行われている上場企業の取引の形態を、特に親会社、更にグループ内の関連企業との取引関係に注目しながら明らかにしている。ここで、上場企業は特に資金面においてグループ内の関連企業に対する重要な供給源となっていることが見出されている。また、資産再編に伴う関連取引についても分析されており、そこでは、主として資産再編による短期における収益の改善が期待されて行われている可能性が指摘され

---

<sup>1)</sup> 本書や今井(2002)も指摘するように、筆頭支配株主と企業収益性との関係に関して先行研究の見解は分かれている。正の関係、負の関係、U字型の関係、逆U字型の関係を指摘するものとさまざまである。その中から次第に明らかになりつつあることは、正・負の相関といった線形の関係という単純なモデルを両者の間に想定することは、不適切であろうということである。最新の業績である Bai et al. (2004) に至っては、両者に3次の関係がありうることをも視野に入れている。

ている。

第6章では、第4章で詳しく検討が加えられた大株主の所有支配と内部者支配との密接な関係に基づいて、大株主所有のもとでの内部者経営支配における利潤配当の実施状況について、特に上場企業経営者の利潤配当をめぐる行動とそれに対する大株主の対応に注目しながら検討が加えられている。そして、利潤配当についての上場企業経営者の案は、大株主が支配的影響力を持つ株主総会では圧倒的多数の支持を得て採択される傾向にあること、そしてこの傾向は、集团公司等の親会社が当該上場企業の支配的大株主である場合には、より一層顕著であることが見出されている。但しその一方で、少数ながらも上場企業経営者の利潤配当案が株主総会で否決され、修正が要求されるケースも一部に見られるようになってきていること、独立の民間機関が議決権を委託され代理出席し、上場企業経営者の利潤配当案を否決する、という事態が発生していることより、今後、本章で見出された先述の傾向が次第に変化していく可能性が指摘されている。

第7章では、中国証券当局の企業コーポレートガバナンスに対する政策的枠組みの設定過程と関連規定がまとめられている。その上で、今後の中国（上場）企業のコーポレートガバナンスのあり方の方向性と、残された課題が議論されている。ここで、中国における株式企業に対する市場コントロールの強化は今後の重要な課題であるが、この課題の解決には、なお長期の時間を要すると総括されている。

最後に補論では、（上場）株式企業の経営者に焦点を当て、その個人的属性、企業組織との関わり方、持株比率や報酬等が明らかにされている。具体的には、彼らは若手で高学歴、高資格の持ち主であること、相対的に高い報酬を得ていること、基本的に持ち株経営者であることが見出されている。また同時に、経営者の報酬が支配株主である親企業から支払われているケースが多く、経営者持株制が現段階では経営者の企業経営に対する有効な動機付けとして機能していない可能性が指摘されている。

### 3. 本書の意義と当該研究領域における今後の展望

本書の主要な特色は、最初に述べたように従来の先行研究によるコーポレートガバナンスの類型を再度整理しなおすことによって、ガバナンス方式における「大株主支配モデルと内部者支配モデルの一体化」という筆者独自のアイデアが提示されている点で大変オリジナリティに富むことである。著者のこのアイデアが、従来の先行研究によるコーポレートガバナンスの類型に基づきながら、同時に中国上場企業の実態を踏まえて提示されていることより、ガバナンス方式の中国的特徴を、従来のその類型化との関連の中で体系的に捉えることを本書は可能にしている。このことは、当該研究領域において本書が持つ意義として最初に挙げられる点であろう。

第二の意義は、豊富な先行研究、及び中国におけるコーポレートガバナンスをめぐる有識者の見解が整理されている点と、本書における議論が、多様な資料をもとに多角的に分析・検討されながら展開されている点である。序章における研究史の丁寧な整理は、読者

の当該テーマに対する体系的な理解を多いに助けている。また、第1章以下の各テーマは、それぞれが中国上場企業におけるコーポレートガバナンス問題を理解するために重要でありながら、中国上場企業をめぐる制度や実態が複雑であるためにその現状把握が困難な分野でもある。こうした各テーマを、著者は多様な資料の整理を通じて豊富な情報を読者に提供している。以上の点より、本書は中国上場企業におけるコーポレートガバナンス理解のためのテキストとしても最適であるといえよう。

以上の2点の本書の意義を踏まえ、以下では、今後の当該テーマの研究・分析について展望していく。

冒頭に述べたように、中国（上場）企業におけるコーポレートガバナンスの問題は特に近年最も注目される重要なテーマである。中国（上場）企業にとって有効なガバナンスの仕組みを解明しようとするこれらの先行研究では、経営者、株主の属性やコーポレートガバナンスの仕組み及びその機能と市場における当該企業の評価との関係、あるいは当該企業の収益性や生産性への影響に注目しながら分析が進められている。

但し、こうした先行諸研究で取り上げられているガバナンスの仕組みには、本書の著者独自のアイディアである「内部者支配と大株主支配の一体化」という視点は取り入れられていない。先述のように著者のアイディアは、中国の実態を踏まえた上で提示されており、中国（上場）企業のコーポレートガバナンスの仕組みを説明するための重要な視点である。そこで、この視点に基づく中国コーポレートガバナンスの仕組みとその機能の体系的な理解という本書の成果を踏まえて、この「内部者支配と大株主支配の一体化」が、企業の業績や市場における評価にどのような影響を与えるのか、どのような機能の仕方が望ましいのか、等を何らかの検証可能な仮説として構成し、それを観察事実によりテストすることが重要である。この手続きを経ることにより、この視点に基づく中国コーポレートガバナンスに対する理解を更に深めていくことが期待できる。具体的にいえば、先行研究が注目するコーポレートガバナンスのいくつかの仕組みを本書の視点に対する仮説とし、本書が提示する「内部者支配と大株主支配の一体化」という仮説を、それら他の仮説との比較により検証を行うこと、及び、このアイディアが明らかにしたガバナンスの問題とかかわる企業改革による企業の業績への影響、即ち企業改革の効果分析等が必要である。こうした分析は更に、中国（上場）企業におけるコーポレートガバナンスの仕組みの今後の動向を展望する際にも有用であろう。

また、本書の論点と密接にかかわる議論として、コーポレートガバナンスの問題は、(1)株主の利害からの経営者の逸脱、(2)大株主による小株主の搾取、の二つがあるとされる。本書の視点を敷衍すれば、仮に政府が株式企業の所有権を首尾よく手放すことに成功したとしても、(2)の問題は残存し、深刻な影響を企業経営に与える可能性があることになる。この問題は、途上国に普遍的に見られるファミリービジネスの問題でもある。したがってこの意味において、今後は、他の途上国のコーポレートガバナンスとの比較の視点を持つ必要がある。

総じて本書は、中国上場企業のコーポレートガバナンス問題の理解のためのテキストとしても有用であり、また、今後の当該領域の研究・分析を大きく進展させるいくつもの論点を内包しており、今後の研究の起点として大変貴重な当該分野の必読文献であるといえよう（創土社、270p.、2003年、2940円）。

（しらいし まほ・日本学術振興会特別研究員）

### 【参考文献】

- 今井健一（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』第3章、アジア経済研究所、pp.73-104.
- Bai, C. E., Qiao, L., Lu, J., Song, F. M., Zhang, J. (2004), "Corporate Governance and Market Valuation in China" *Journal of Comparative Economics*, 32, pp.599-616.