

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

川井伸一（愛知大学）

はじめに

計画経済体制から市場経済体制への移行期にある中国では 1993 年以来、国有企業改革の基本方針として近代的会社制度（「現代企業制度」）の構築を提起し、国有企業を有限会社・株式会社等に転換する試みを開始した。この近代的会社制度の構築の試みは多くの企業で展開されているが、最も典型的には大規模な株式会社、とくに証券市場に上場した株式会社において観察される。これらの上場企業は基本的に大規模な国有企業の改組転換により成立した株式会社であり、上場企業は大規模国有企業の改革の先進的事例と位置づけることができる。現在、中国の株式会社は 1 万社余りあり、そのうち上場されている会社は 1999 年末で 949 社、発行株式総数は 3079.73 億株（『中国上市公司基本分析』2000 年版）。会社法が成立した 1993 年末ではそれぞれ 183 社、387.7 億株であったので、この間に急速に増大している。

会社の統治機構（コーポレート・ガバナンス）とは、狭義には所有と経営の分離を前提に所有者である株主が株主利益と企業の効率的発展をはかる目的のために経営者に対してコントロールを行う仕組みであり、より広義には会社の利害関係者（株主、経営者、従業員、債権者、取引先企業、消費者など）を含め、それら利害関係者の間の関係を調整しつつ、経営者をコントロールする仕組みを指している（注 1）。さて、本稿では主に狭義のコーポレート・ガバナンスの観点から中国上場企業のガバナンスの実態を以下の側面から分析検討する。

第 1 節 所有構造と経営効率

1 全体的な所有構成

表 1 は上場企業の株式所有構成の比率動向を示したものである。株式構成の特徴は、

第一に、非流通株と流通株と大きく分割されていることである。中国では株式会社が上場登録されたとしても株式のすべてが流通市場で取引できるわけではなく、現状は

非流通株が全体の三分の二を占めており、流通株はわずか三分の一を占めるにすぎない。株式の大部分は社会主義公有制の「主体的地位」を維持するとの理由などから依然として流通が認められていないのである。

第二に、流通株は国内居住者用（A株）と外国人用（B株）とに分かれ、別々の市場に分割されていることである。これは国内の証券資本市場に対する外資の参入を規制するためであり、資本取引における人民元の自由交換性はいまだ認められていない。また大陸の証券取引所に上場される株式とは別に香港の証券取引所で上場流通する中国企業発行の株式（H株）が区別される。

第三に、非流通株はそのほとんど（95%前後）が国家株と法人株で構成されることである。国家株の比率はこの間低下傾向を示すが、まだ全株式の三分の一程度を占めている。法人株はほとんどが国有法人株であり、外資法人株はわずかである。その他の非流通株は、内部従業員株および「転配株」（株主割当増資にあたり国家株主が資金制約により引受けられず、その株式権が他者に譲渡されたもの）などである。内部従業員株と「転配株」はこれまでその流通に対して一定の制約がかかっており、非流通株のなかに位置づけられている。

他方で、確かに政策の影響もあり株式所有の多元化や市場化が少しずつではあるが進んでいる。それは国有株比率の減少、法人株比率の増大、流通株比率の増大（このなかには内部従業員株や転配株の流通化も含まれる）などに反映されている。またGDPに占める株式市価総額の比率も1992年の3.9%から1999年末の36.6%へと上昇している（『現代企業導刊』2000年第9期，51頁）。

表1 全国上場会社の株式構成比率 (%)

株式種類	93	94	95	96	97	98	99
未流通株	72.2	66.9	64.4	64.8	65.5	65.9	64.8
国家株	49.0	43.3	38.7	35.4	35.4	34.2	31.6
法人株	20.7	22.5	24.6	27.1	26.7	28.3	29.6
内部従業員株	2.4	1.0	0.4	1.2	2.0	2.0	1.2
その他（転配股）	--	0.2	0.7	1.0	1.2	1.2	
流通株	27.8	33.1	35.6	35.2	34.5	34.1	35.2
A株	15.8	21.0	21.2	21.9	22.8	24.1	26.9
B株	6.4	6.1	6.7	6.4	6.0	5.3	4.3
H株	5.6	6.0	7.7	6.9	5.7	4.7	3.9

（『中国上市公司基本分析』各年版より作成）

また表2は全上場企業の各株式別集中度を示したものである。これによれば、国家株が最も集中度が高く、集中度50%以上が国家株全体の44.7%を占める。法人株も国有株に次いで集中度が高く、集中度50%以上が36.8%を占める。しかも法人株のほとんどが国有企業を支配株主とした国有法人株である。流通株は全体の構成比率は国家

表2. 各種株式の所有集中度分布

集中度%	筆頭株 %	国家株 %	法人株 %	従業員株 %	流通株 %
0-10	12 1.4	40 6.9	126 18.6	182 61.9	47 5.6
10-20	48 5.7	35 6.0	107 15.8	83 28.2	74 8.8
20-30	149 17.6	72 12.4	76 11.2	20 6.8	337 40.1
30-40	143 17.0	84 14.4	64 9.4	5 1.7	230 27.4
40-50	136 16.1	90 15.5	55 8.1	4 1.4	99 11.8
50-60	144 17.1	92 15.8	79 11.6	0	36 4.3
60-70	117 13.9	92 15.8	88 13.0	0	10 1.2
70-80	82 9.7	67 11.5	77 11.3	0	2 0.2
80-90	11 1.3	8 1.4	6 0.9	0	0
90-100	0 0	1 0.2	0	0	5 0.6
総計	842	581 100	678 100	294 100	840 100

(『99 中国上市公司速査手冊』より作成)

株と同様であるが、集中度は低く50%以上の占める比率は6.3%にすぎない。従業員株は極めて分散的で集中度は最も低い。筆頭株主の所有株式の集中度は全体として国家株のそれに近い。それは筆頭株に占める国家株の比率の高さ(60%)を反映している。このように、上場企業の株式所有は国家株や国有法人株において極めて集中度が高く、国家株主や国有法人株主が会社に対して支配的地位を占めているのである。

2 国家株主の構成

(1) 行政機関(国有資産管理局)が最大株主となっているタイプ

上場企業の筆頭株主は多くの場合国家株主であり、1998年末における筆頭株主に占める国家株主の比率は60%に達する。国家株主の構成で注目される点はその株主代表権が特定の機関に統一されたものではなく、さまざまな機関に分散していることである(表3)。この歴史的背景には国有企業の所有権が名目上は国務院にあるとされつつも、事実上は統一されたものではなく、さまざまな国家行政機関に分散所有されてい

たことがある。例えば所有権の担当機関としては、企業主管当局、財政局、物資局、労働部、国有資産管理局などに分かれていた。国有資産管理局は1988年に新設されたもので国有資産の統一管理機関と位置づけられたものの、いまだ力が弱く統一的な所有権代表とはなっていない。

表3. 国家株の代表権主体

(単位:社, %)

	95年	%	96年	%	97年	%	98年	%
集团公司・総公司	46	18.9	106	31.9	179	35.8	247	42.8
公司・工廠	12	4.9	-	-	31	6.2	82	14.2
国資局	66	27.2	100	30.1	131	26.2	119	20.6
資産経営公司	35	14.4	47	14.2	71	14.2	89	15.4
財政局	8	3.3	13	3.9	10	2.0	10	1.7
複数単位所有	13	5.3	6	1.8	33	6.6	63	10.9
企業主管部門	5	1.2	20	6.0	5	1.0	11	1.9
省市政府	1	0.4	1	0.3	2	0.4		
その他	-		-		5	1.0		
不明	59	24.3	39	11.8	33	6.6	21	3.6
合計	243	100	332	100	500	100	577	100

(『中国上市公司基本分析』各年版, 何浚論文(1998年)より作成)

また国有資産の行政管理と資産経営を機能的に分離すべく、行政機関である国有資産管理局とは別に国有資産経営公司を創設することが試みられている。この資産経営公司は国有資産の持株会社としての位置づけを与えられ、国有資産管理局から国家株の代表権を授権されるケースが多くなっている。さらに国有資産管理局が、国有資産経営公司をバイパスして多くの事業性企業に個別に国家株主権を授権する方法も多用されており、多くの法人企業が国家株の授権代表となった。このようにして近年国有株の具体的代表機関は多元化している。その具体的な代表主体は表3にみられるとおりである。国家株の代表機関は、行政機関、国有資産経営公司、事業性企業などに大きく区分できる。まず行政機関は各レベル(省・市・県・特別区など)の国有資産管理局(弁公室)、財政局(庁)、企業主管局などである。行政機関のなかでは国有資産管理局(弁公室)が圧倒的に多く、国有資産管理局(弁公室)に代表所有権を帰属させる傾向が強くみられる。

国有資産管理局の行政レベルでいえば市レベルが圧倒的に多く省や市区、県レベル

はかなり少ない。例えば、1997年の統計では国有資産管理局が筆頭株主となっているケースが117件で、そのなかで市レベルが89、省が17、市区6、県州5であった(『中国上市公司基本分析 1998』より作成)。ただし、国家株主全体に占める行政機関の比率はこの間かなり減少している。

(2) 持株会社としての投資・資産経営会社が最大株主であるタイプ。

国有資産経営公司(投資公司、投資経営公司など)は国有資産の行政管理と経営との分離という政策方針から、国有資産の維持増大を目的にその資産運用を専門業務とする新たなタイプの国有企業である。経営公司は一種の国有持株会社として成長性の高い事業会社に投資し、傘下の投資企業をコントロールすることが求められる。国有資産経営公司は行政管理と国有企業経営との分離(いわゆる「政企分離」)および国有資産の行政管理と資産経営の分離(「政資分離」)という政策的観点から行政機関と国有企業との中間媒介機関として位置づけられる(呉敬連, 1998)。この種の資産経営企業は数を増してはいるものの、その国有株主全体に占める比重はほとんど伸びていない。

(3) 企業集団の中核的企業(集团公司)が最大株主として支配的地位を占めるタイプ。事業性企業は、企業集団の中核企業(集团公司)や総公司、および個別の国有企業(公司・工場)などであり、国家株主に占める比重をこの間急速に高めている。特に企業グループの中核企業である集团公司は、グループ内の持株会社としての性格も与えられており、いまや国家株主の中心的な位置を占めるようになった。集団企業や総公司是行政から国家株主代表権を授権される形をとっており、グループ内部の企業に対する支配株主として経営支配権を掌握している。

3 法人株・流通株

法人株は国内法人株と外資法人株に分かれているが、圧倒的多数は国内法人株であり、外資法人株(発起人株)は98年で全体の約5%を占めるにすぎない。ここでは上場企業317社の筆頭株主である法人株の株主構成をみると、集团公司・総工場180(56.8%)、公司・工場95(30.0%)、投資公司・金融機関26(8.2%)、大学研究機関7(2.2%)などである。法人株主はその大多数が国有企業(資本100%が国有)であり、従って国有法人株といえる。法人株主が「株式制企業」すなわち有限責任会社であるケースはまだ限られている。例えば、筆頭法人株主317社のうち有限会社は112社(35%)、株式会社は18社(6%)にすぎない。法人株主自体の株式企業への転換はまだこれからの課題である。

いずれにしても、法人株主も国家株と同様に企業グループ系統とくにその親会社で

ある集团公司の比重が圧倒的に高い。一般的には企業グループのなかの優良企業を上場させて、グループの中核企業である集团公司が上場企業の支配株主になるケースが極めて多い。またひとつの企業の優良資産（例えば中核的な生産部門）を切り離して独立法人とし、それを上場させる場合も多い。この場合、分割されたもう一方（非上場企業）が上場企業の支配株主となるのが一般的である。

次に株式総数の三分の一を占めている流通株はそのうちの約7割が国内株（A株）で、残り3割が外国人株（B株およびH株、ただしH株は香港株式市場に上場した株）である。国内流通株の株主構成はそのほとんどが個人株主であり、機関株主は極めて少ない。機関株主は、大企業の中の資金運用機関、業種の管理・諮問・投資会社、各種の実業、投資、貿易コンサルタント会社、証券会社・信託投資会社、保険会社などからなり、2000年3月末で計21万4700（口座数）に達しているが、それは株主口座総数4754万の0.5%を占めるにすぎない（「中国証券報ネット版」2000年5月9日）

機関株主のなかで注目されるのが証券投資基金である。2000年3月末現在で証券市場に上場登録している23の投資基金の基金総額は507億元にのぼり、そのほぼ100%近くが流通している。流通株総額に占める投資基金の比重は7%前後とされている（「上海証券報ネット版」2000年5月1日「新一年我国基金企業的發展前景」）。

従来流通が制限されていた株式が近年株式流通市場に参入しつつある、またはその方針が提起された点も注目される。第一に従業員株の流通市場への参入が近年進んでいる。以前割当募集された「内部従業員株」は発行後3年経てば市場で売買できるが、この事例が近年多くなっている。流通可能になった従業員株は流通株全体の約10%を占めると見積もられている。しかも98年11月に証券管理当局は従業員株の発行を取りやめる措置をとったので、近い将来従業員株としての特別枠は消滅するだろう。

第二に、「転配株」（注2）も最近その市場化を促進する政策が提起された。すなわち、証券管理当局は2000年4月から24ヶ月前後の期間で段階的に自由化し市場に流通させることを決定した。現在までの4年間のあいだに株式「転配」を実施した企業は計169社でその「転配株」総量は33.05億株で、それは流通A株全体の4.0%に相当するという（「中国証券報ネット版」, 2000年3月14日）。

第三に、従来流通が原則禁止されていた法人株の流通市場への参入を試験的に認める方針が99年9月に提起された。すなわち国有企業、国有資産持株企業、上場企業が新株の割当て販売をすること、市場で株式を購入することを条件付で承認した。そして11月にはその実験単位候補として10企業が指定された（「中国証券報ネット版」2000年1月13日）。このような措置が進めば将来、流通株の比重は多少とも増大するであろう。

4 株式所有と経営収益性との関係（注3）

1998年度の843社における株式所有率と収益性との相関係数を計測すると、筆頭株式比率と一株当り収益との相関は0.1485、純資産収益率との相関は0.0887であり、相関度は極めて低いといえる。また国有株比率と企業収益性との相関は、一株当り収益との相関0.0159、準資産収益率との相関0.0288であり、これも極めて微小である。法人株の所有比率と企業収益性との相関については、所有比率と一株当りの収益との相関が0.0011、純資産収益率との相関が-0.0283である。流通株所有比率と一株当り収益との相関は0.037、上場企業の純資産収益率との相関は-0.018である。流通外資株（B株）の所有比と一株当り収益との相関は-0.156、純資産収益率との相関は-0.017でマイナス相関である。このように、各種の株式所有比率と上場企業の収益性との間の相関は極めて弱く、必ずしも明確ではない。また国有株比率が高いほど収益性が低くなるとは必ずしもいえない。

ただし、グループ別平均値でみると株式所有比率と収益性とのあいだに一定の正の相関がみてとれる。例えば株式所有比率を踏まえて株主所有支配を類型化すると、表4のようになる。

表4．株主の支配類型と収益性

類型	設定条件	一株当り収益	純資産収益率
単一絶対支配型	$S1 > 50\%$	0.2697	9.313
相対支配型	$S1 > 30, 20 > S2,$	0.2381	7.113
複数均衡支配型	$40 > S1, S2 > 30, S3 < 10$	0.1782	7.726
二者	$30 > S1, S2 > 20, S3 < 10$	0.0503	5.355
三者	$30 > S1, S3 > 20,$	0.213	5.240
三者	$20 > S1, S3 > 10,$	0.1704	7.206
分散・無支配型	$S1 < 10\%$	0.1182	0.062

S1, S2, S3 はそれぞれ筆頭株主, 第二株主, 第三株主の株式所有比率を示す。

（「99 上市公司速査手冊」）

表によれば、単一支配型の企業は収益性が比較的高いこと、複数均衡型の企業は概して単一支配型よりも収益性がやや低いこと、分散・無支配型の企業は収益性が三つのタイプのなかで最も低いこと、がみいだせる。全体の印象は支配的株主の持株比率が高いほど収益性が高くなっている傾向がみてとれる。もっとも、同じ国家株主においてその具体的代表権主体のよって収益性が異なる点は注目される。すなわち、表5は

資産経営公司<行政機関<集团公司<単独公司・工場という大小関係で企業収益性が高くなっていることを示している。行政機関と資産経営公司が株主である場合は、その他の事業性公司在株主となる場合よりも企業収益が低いことが注目される。このデータだけでは確定的なことは言えないが、国有株主代表が資産経営公司や行政機関の場合には事業性企業の場合より企業の収益性に対する関心やコントロールの度合いが比較的弱いのではないかと仮説も考えられる（張維迎，1999）。

表 5. 国家株（508 社）の代表権主体と収益性

形態	一株収益	所有比との相関	純資産収益率	所有比との相関
行政機関	0.1773	0.1519	4.8468	0.1009
資産経営公司	0.1308	- 0.1724	4.0633	- 0.0853
集团公司	0.2506	0.1951	6.9788	0.1780
単独公司工場	0.2945	0.1819	9.5464	0.1726

（『99 上市公司速查手冊』より作成）

第 2 節 経営者の構成と経営効率

1 経営者の人事構成

株式会社の取締役会メンバー（以下董事）はその形式的な構成からみると、大株主の派遣した董事が大部分を占めるタイプと株式会社の執行経営陣（内部者）が大部分を占めるタイプの二つの状況がある。上場企業 202 社の調査によると、大株主派遣董事が過半数を占めるケースが 81 社（36.5%）、内部者が董事の過半数を占めているケースが 88 社（39.6%）であり、メンバーシップの二大集団を形成している（『上市公司』1999 年 10 期）。前者のタイプは大株主が事業法人（集团公司など）である場合が多く、株主法人の経営者が子会社の董事を兼ねており、従って子会社に対する親会社のコントロールが比較的効きやすい。この場合、董事が執行役職を兼任している事例も多い。例えば、上場企業 315 社（1998 年）のサンプルでは、筆頭株主の法人代表（董事長）が上場会社の会長（以下、董事長）の兼任している事例が 150 社（47.6%）を占め、さらには彼が上場会社の董事長とともに総経理をも兼任している事例も 59 件（18.7%）を占める（『中国証券報』1998 年の各社年報摘要より集計）。

後者のタイプは筆頭大株主が行政機関や資産経営公司の場合に多く、董事会のなかに直接の株主代表がないか、少ない。行政機関の国有資産管理局が大株主である場

合、資産管理局の代表が董事会メンバーに加わることは極めて少ない。むしろ旧来の企業経営者が資産管理局の株主代表権を委任されて董事会メンバーとなる事例がほとんどである。従って、この場合所有と経営は事実上未分離であり、従来の企業経営者が大きな権限を掌握することになり、「内部者統制」の状況となりやすい。

このようにみると、大株主が集团公司であれ、行政機関であれ、大株主の存在はかなりの程度「内部者統制」と共存しているといえよう。この傾向の一般性を初めて実証したのが何浚（1998）である（注4）。何浚論文は、株式所有の集中度と董事メンバーにおける内部者兼任比率は正の相関にあること、つまり、株式の集中度が高い会社ほど董事会における内部者兼任比率が高い（「内部者統制度」が高い）ことを初めて統計的に示した。

要するに、支配的な持株比率を有する大株主は董事会メンバーの大多数を直接派遣したり（集团公司や工場の場合）代表権を委任したりする（国有資産管理局の場合）そしてかれら董事会メンバーの多くが総経理をはじめとする執行役職を兼職している。このような人事構造をとおして「内部者統制」の状況が形成されやすいのである。

しかし、「内部者統制」の状況は決して行政の関与がないことを意味するものではない。上場企業の経営に対する行政機関の関与は董事や総経理の任命などの人事計画、投資計画、資産再編などの会社の重要な決定事項の批准などを通して多少の影響力を及ぼしている場合も多い。谷書堂・李維安ら（1999）の研究はこの点を部分的に明らかにしている。このような事情を考慮して中国の学者のなかには「行政関与下のインサイダー・コントロール」と表現する者もいる。

2 経営者の構成と企業の収益性

さて上場企業の「内部者統治」状況は企業の収益性とどのような関連があるのだろうか。両者の関連についての調査統計によると、内部化の程度が高いほうが低い場合より概して企業の収益性が高い。例えば、董事長と総経理の兼任、分離の状況をみると、兼任の場合のほうが分離の場合より収益性は概して高いことが分かっている。呉淑昆ら（1998）の研究によると、1996年の上場企業188社に対する調査では企業の総資産純利潤率、総資産利潤率、一株当たり収益のいずれにおいても、職を兼任している企業のほうが、両職を分離している企業より高い水準を示している。1998年の843社集計でも、兼職の企業のほうが非兼職の企業よりも純資産収益率や販売利潤率の平均水準が高い結果となっている。

兼任のメリットとして「企業の経営自主権の実現を保証できる、経営目標の実現を保証できる、経営者の才能と経営能力を十分に発揮しやすいことなどが指摘できる。

他方、兼任のデメリットとして自分が自分を監督することの困難さ、他からのチェック機能の欠如、自己規律の欠如による経営者のモラルハザードを生み出す可能性などを指摘できる。中国の上場企業においては、デメリットよりもメリット効果のほうが大きいという意見がある（田志龍，1999，76頁）。一概に言うのは困難だが、現在コーポレート・ガバナンスの制度化がスタートしたばかりの歴史的段階では、有能で強いリーダーシップを発揮できる経営者個人の役割が大きいと考えられる。

第3節 経営者インセンティブと経営業績

国有企業の経営者の報酬が低いことは周知のことで、それが経営者のモラルハザードを生む原因の一つとなっている。経営者の報酬は所有者の目的にむけた経営者の努力を促すインセンティブと統制の手段として、ガバナンスにおいて重要な位置を占めている。従って、経営者の報酬計画の合理的策定が中国においても大きな課題となっている。現状では上場企業経営者の年度報酬の内容は賃金，奨励金，福利厚生，「在職

表6．主要経営者の報酬

(単位：元，%)

	董事長		董事		監事長		監事		総経理	
平均値	39476		30852		28058		22449		46861	
中央値	30088		20840		19890		16089		33600	
最高値	380000		2061520		128635		349000		430000	
0元	36	14.0	243	13.4	24	10.0	76	9.1	16	4.9
1万以下	13	5.1	153	8.5	12	5.0	114	13.6	16	4.9
1 2万	44	17.1	484	26.8	88	36.8	301	36.0	68	20.7
2 3万	34	13.2	289	16.0	40	16.7	168	20.1	52	15.8
3 4万	43	16.7	215	11.9	28	11.7	81	9.7	50	15.2
4 5万	22	8.6	126	7.0	14	5.8	32	3.8	37	11.2
5 10万	49	19.1	244	3.5	26	10.9	54	6.4	64	19.4
10 20万	12	4.7	44	2.4	7	2.9	7	0.8	18	5.5
20 30万	3	1.2	7	0.4	0	0	2	0.2	5	1.5
30万超	1	0.4	2	0.1	0		1	0.1	3	0.9
(n)	257	100	1807	100	239	100	836	100	329	100

(『中国証券報』掲載の1998年度各社年報摘要より集計)

消費」(注5)などから構成されるが、各企業の年度報告で開示される報酬には統一の基準がなく、各企業によって構成内容が異なる場合が多い。しかも、公表されない部分も少なくない。従って、年報の統計結果は正確性および比較可能性に問題があると指摘されている(『上市公司』1998年8期)。この点を前提としつつも、公表された経営役職者の年報酬額は表6のとおりである。

表6から見て取れる特徴点は、第一に上記の経営者のなかで多くの者が就任している本公司から報酬を受け取っていないことである。実際には彼らのほとんどは親会社から給与を受け取っていると考えられる。従って、企業財務上において上場会社が独立した財務会計単位とは必ずしもなっておらず、多くの経営者が株主代表である親会社に帰属していることを示している。

第二に、報酬受領者の報酬分布はかなりの広がりがあるが、平均額は総経理が4.7万円で最も高く、次に董事長の3.9万、監事長は2.8万で比較的低い。日常の経営に直接責任を負う総経理が最も高額な報酬を受け取っている傾向がみられる。1998年度の122社年報統計でも、経営者の報酬支給状況は「経理職を重視するが、監事を軽視し、董事をいっそう軽視する」傾向があるという(『中国証券報』1999年3月10日)。

では総経理の報酬は企業の収益性を反映しているのだろうか。この点についてはいくつかの調査結果がある。例えば、王賢英(1998)は97年度の上場企業78社における総経理の年報酬と企業の収益性(一株当り収益と純資産収益率)との相関係数を計測して、両者にほとんど関連性がないことを示している。また魏剛(2000)は1998年度の上場企業791社データをもとに全体的な数量分析を行い、経営者の報酬と企業の経営成果とのあいだには顕著な正の相関関係がないことを示した。つまり、年度報酬は経営者に対する顕著なインセンティブ作用を果たしていないと結論づけている。

この背景要因としては、第一に旧来の国有企業の賃金制度の影響が指摘できる。国有企業の経営者の報酬は比較的低かっただけでなく、かつ賃金格差が少なかったことである。賃金格差の顕著な拡大に対してもまだ多くの経営者に抵抗感があるようだ。第二に、経営者の報酬が企業の経営成績を積極的に反映するよう形で制度化されていないことである。これには前述のように、「在職消費」に見られるような一種の灰色の非貨幣収入が依然として大きな役割を果たしていることも含まれる。第三に、制度化の低さと関連するが、「現代的企業制度」としての株式会社に形のうえで転換したけれども、独立した法人としての管理制度への転換が不十分で、特に財務管理上上場企業が親会社と一体化されているケースが多いことである。会社本体からの報酬が低いまたはゼロにも関わらず、経営者が会社経営に努力し、良好な成果を上げている企業も多いが、こうした点は親会社との一体性から検討されなければならない。

経営者の株式保有やストックオプションについても新たなインセンティブ手段として導入されているが、企業業績とのあいだの相関関係がみられず、従って経営者のインセンティブとして有効に機能していないことが指摘されている（『上市公司』1999年第10期，魏剛 2000）。

以上から、上場企業における経営者の報酬の制度化はまだ改革への一步を踏み始めた段階であり、経営者へのインセンティブ要因としても、リスク責任上の制約要因としてもあまり機能していないといえよう。

第4節 経営者に対する監督メカニズム

1 内部監督

会社機関（株主総会，董事会，監事会）による総経理に対する監督はどのように機能しているのだろうか。それぞれの機関の運用について簡潔にみてみたい。

（1）株主総会 上場企業における株式所有の集中度の高さ（つまり大株主の株式所有比率の高さ）を反映して、株主総会の株式代表権は大株主に高度に集中している。従って、株主総会は事実上「大株主総会」となっており、筆頭の大株主が決議権を独占できる地位を占めているケースが多い。例えば、1998年年度では、単独の筆頭株主が株式の絶対過半数を所有している事例が354社で全上場会社の42.0%を占める。筆頭株主が30%以上を所有する事例は計633社で全体の75.2%を占める。このように単独または少数の支配株主が株主総会の決議権を独占している事例が圧倒的に多い。従って、株式総会の決議、特に董事会や経営者に対する監督は、単独または少数の支配株主に決定的に依存している（いわゆる「一言堂大会」）。他方、少数株主は株主総会の決議に対して何ら決定的な影響力を持つことができない。

それでは、支配株主は董事会や経営者に対する監督権を十分に行使しているのだろうか。それを考察する手がかりとして決議の採決状況をみてみたい。株主総会の決議提案は当年度の董事会から提案される。また決議提案の作成には董事を兼ねる総経理や副総経理が大きな役割をはたしているといわれる。従って、株主総会の決議の採決状況は董事会や総副経理に対する株主の対応、言い換えれば承認または監督の状況を示していると考えられる。このような観点から株主総会の決議状況をみたのが表7である（黄余海・王賢英，1998）。

表7からは、決議が100%の表決（つまり満場一致）で採択されている総会が極めて多い点が注目される。さらに99%以上の表決で採択されたものを含めるとほぼ満場一致で承認された事例は全体のほぼ8割以上を占める（もっとも利益分配案は7割足

らずで低い)。この事態は、筆頭株主をはじめ支配的大株主の全員が決議案を承認したことを示している。株主（特に国家機関株主）の経営情報不足や監督インセンティブの弱さなどを考えると、大株主が董事会決議案に対して積極的な監督作用をはたしているとみるのは困難である。多くの中国側の研究者も株主総会の形式性と監督の機能不全を指摘している。

表 7. 1997 年株主総会主要議案の表決結果

(単位：社数)

議案 表決結果	董事会 活動報告	監事会 活動報告	財務決算 予算報告	利潤分配 案	会社定款 修正案	配 股 案
50 - 90%	5	7	8	14	5	
90 - 95%	10	12	12	29	10	
95 - 99%	26	12	37	52	27	
99 - 99.9%	34	41	49	72	37	
100%	201	189	175	143	184	45

上海証券交易所のみの統計

(『上市公司』1998年第9期, 16頁)

(2) 董事会

株主総会で選出される董事会は企業経営の意思決定機関としてだけでなく、総経理以下の執行経営者に対する監督機関としての役割を与えられている。しかしながら、董事会が総経理を監督する役割は多くの場合効果を発揮していない。

第一に、董事会メンバーの構成問題がある。すなわち董事の大部分が「内部」経営者あるいは、大株主派遣の董事に占められていることである。前者の場合はすでに見たように株式所有の集中度が高いほどその傾向が強くなる。この場合、董事会の執行経営者に対する監督は事実上自己に対する監督となり、その有効性は低い。このような事例は大株主が政府機関（国有資産管理局）や国有資産経営公司、あるいは国有企業がまるごと改組されて株式会社になった場合などに顕著にみられる。他方、後者の場合は大株主が事業性の親企業（集团公司または工場）の場合に多く見られる。この場合は親企業の内部経営者の大部分が子会社である上場企業の董事会メンバーに派遣され、同時に彼らの主要部分が経営執行を兼任するケースが多く見られる。従って、人株主の所有と上場企業の経営とは基本的に一体となっており、これもこ一種の「内部者」支配の状況とみてよいだろう。従って前者の場合と同様な問題を抱えている。

第二に、董事の監督能力またはインセンティブにおける主体的問題がある。監督能力については董事が専門知識不足や情報の非対称性の故に経営者を監督する能力に制

約があること、インセンティブについては大部分の董事は当該上場から報酬を得ていないこと、また報酬を得ている場合も企業の業績とは関係ないこと、さらに董事会の誤った意志決定に対して個々の董事が責任を負いうる体制となっていないこと、などである。こうした結果、董事として執行経営者を監督する主体的動因が不足している。

(3) 監事会

株主総会から選出される監事会は董事会および執行経営者を監督すべきことが規定されている。しかしながら、その活動の実態は表8に見られるように、非常に多くの監事会は本来の役割を發揮しえていないといわれる(いわゆる「形同虚設」問題)。

表8. 監事会 1997 年会議内容の状況 (78 社)

会議の内容	会社数	比率
監事会主席を選挙しただけ	16	20.5
監事会活動報告を審議しただけ	7	9.0
監事会主席の選挙 + 監事会活動報告の審議	8	10.3
監事会主席の選挙 + 株式大会に提出する報告の審議と決議	30	38.5
会社財務および上記項目内容の検査	14	17.9
董事及び経理に対する定性評価および上記項目内容	3	3.8

(程国平論文『国有資産管理』1998年12期)

監事会の監督機能が弱いことの原因として以下の諸点が指摘されている。すなわち、第一に、監事会メンバーが主に企業内部の管理職によって構成されていること。具体的に主要には企業内の党委員会委員や規律委員会委員、労働組合幹部、会計監査部幹部などの中間管理職、および労働者代表などである。外部の株主代表は極めて少ない。かれらは日常の管理活動において総経理の指導を受ける立場にあり、かれらの賃金、昇進その他の待遇は総経理が決定権をもっている。つまり監督者である監事は監督される総経理に従属する関係にある。従って、監事会が総経理に対して有効な監督を行うことは極めて困難である。

第二に、監事の選出過程において董事や総経理が大きな影響力をもっていること。実際において株主代表から出される監事候補者は董事が指名しており、また従業員代表の監事候補者の選出において総経理が決定的な役割を果たしているという。つまり、董事や総経理を監督すべき監事候補者は基本的に被監督者により指名されるのである。従って、監事が自らを指名する董事や総経理を監督することは困難であり、大きなリスクを負うことになる。

第三に、監事会の地位が相対的に低いこと。企業に対する監督権を行使する主体として監事会以外に、党委員会、規律委員会、行政監察部門、会計監査部門、従業員代表大会などが存在しており、このような多重な監督チャネルのなかで主管部門の支えがない監督機関は唯一監事会だけである。従って、監事会は他の監督機関に比べていのである。

第四に、監事側の情報の非対称性およびインセンティブ不足（具体的には監事の報酬低いか報酬支払いを受けない）のために、監事が進んで監督をおこなうことには大きな制約がともなう（以上、程国平 1998）。

（４）党委員会

内部の監督機関としては「会社法」により規定された上述の機関のほかに、旧来の国有企業における指導的組織として党委員会がある。上場企業のなかにも依然として党委員会が組織され、しかも経営に大きな影響力を行使している。会社における党委員会の法的位置づけ、特に会社機関に対する関係は依然としてあいまいさをかなり残しているが（注6）、党委員会の会社機関（特に董事会と監事会）に対する指導は党委員会委員が董事会と監事会の主要メンバーを兼任することを通して実現される方針がとられている。実際、党委員会の指導的メンバーは正副董事長あるいは正副総経理を兼任している場合が一般的である（Tam, 1999）。

このような構成を前提にすれば、党委員会の董事会や執行経営者に対する監督も、監督者と被監督者が実際には重複しているために難しい面をもっている。しかし、企業内の党組織は特別な政治組織であり、経営者人事や重要な経営事項に関する意思決定の過程において党委員会の審査承認が不可欠の手続きとされている。従って、党委員会は新設の会社機関に比べて、執行経営者に対する監督（主に事前の）を発揮しえる能力をもっている。その意味では、党委員会は当面において経営者に対する監督チェック機能をはたすうえで比較的有効であると考えられる。

2 外部監督

他方、外部からの監督、すなわち市場および行政からの経営者に対する監督はどうであろうか。コーポレート・ガバナンス理論では市場の監督メカニズムとして株式市場、金融市場、経営者市場などであり、これらの市場を通して企業経営者にコントロールがかかる仕組みの構築が構想されている。以下、それぞれを簡単にみてみたい。

（１）資本市場について。

中国の資本市場、特に株式市場は 1990 年に証券取引所が設立されてからまだ 10 年の歴史にすぎない。株式市場の規模は株式発行規模において急速に拡大したが、市場

はまだ統一性，公開性，市場性において立ち遅れている。すなわち、株式市場は前述のようにいくつかに分断され分立されており、相互の交換可能性がないばかりか、株式総数の約三分の二を占める国有株と法人株が市場に流通していない。従って、これらの株式の譲渡は市場外で当事者間の内部取引で行われており、行政的性格が色濃くある。

株式市場における株価は、株式総数の約三分の一を所有する個人株主の投機的な売買動向を反映するいっぽうで、株式の大部分を所有する国家株主や法人株主が売買の主体として市場から排除されているので基本的に歪なものである。国有株主と法人株主は支配的な安定株主であるために、株価の下落に際して個人株主の株式買収によって企業が乗っ取られる可能性はありえない。多くの個人株主は企業の長期的な発展（それに応じた株価の長期的な上昇）には関心がなく、もっぱら株式売買価格差による短期的なキャピタル・ゲインに関心を向けた。他方、経営者は利益分配に際して株主に対して配当せずに、内部留保に向ける傾向が顕著にみられた。国家株主などの支配的大株主はその分配案を追認した。個人株主はこの点に対する反対意見を株主総会で表明することがあったとしても、その持株の圧倒的少なさの故にその影響力は極めて弱い。

1998年から登場した投資基金などの機関投資家は個人株主にかわる機関株主として注目されるが、それが株式流通市場に占める比重はまだ極めて小さい（2000年初時点で約7%）。政府当局は投資基金を株式市場の重要な担い手として育成する方針のようであるが、将来機関投資家が経営者に対する有効なコントロール主体となりうるかどうかは現在のところ未知数である。

（2）金融機関のコントロール

銀行などの金融機関からのファイナンスは上場企業の資金調達額のほぼ半分を占めている。その意味では銀行の対企業ファイナンスにおける監査機能は重要な位置を占めている。近年銀行は債権者としての監視機能を強めつつあるが、近い将来において銀行がコーポレート・ガバナンスの最も主要な担い手となる可能性はかなり低いと思われる。第一に、銀行自体が近代的会社制度および独立した商業銀行への転換の課題をかかえており、不良債権に対して自己責任を負うことができないからである。第二に、株式市場においては商業銀行の企業持株保有が原則的に禁止されているほか、投資銀行の持株比率はまだ極めて小さい。従って、銀行は直接金融においても影響力の行使は大きく限られている。

（3）行政機関のコントロール

多くの上場企業の大株主が国家行政機関（例えば国有資産管理局）であることはす

でにみたが、国有資産管理局が上場企業に対して十分なコントロールを發揮しているとは言いがたい。すでに見たように、国有資産管理局は多くのばあい集团公司や工場に対して株主代表権を授権しており、上場企業に対するコントロールは一般に弱く、間接的である。

他方、行政の主管部門はどうであろうか。現在、上場企業の大部分は行政主管部門をもっている。例えば、104社の調査によると54社(52%)が上級の主管部門を持っている(谷書堂・李維安・高明華, 1999)。この場合に主管部門が上場企業に対してどの程度のコントロールを發揮しているかについては不明の部分も多いが、一部の企業において主管部門が董事や総経理を指名し、重要な経営決定事項について批准権を行使している。上記の調査結果では、主管部門が董事を指名するケースは104社の20%を占め、董事会決定については「すべてを主管部門に報告し、その批准を経てから実施できる」ケースが全体の14%、「少数の重大決定を主管部門に報告し、批准を得なければならない」ケースは46%、また上場企業の人事長期計画を主管部門が制定するケースは19%をそれぞれ占めている。行政主管部門から転換した業種別の資産経営公司の場合も自ら上場企業の大株主を兼ねつつ、一定の行政的コントロールを發揮していると考えられる。独立した会社法人として規定された上場企業も、このように行政コントロールから決して自由な存在ではない。これは上場の株式企業のほとんどが行政支配の国有企業からの改組転換により成立したという歴史的事情を多少とも反映している(いわゆる「経路依存性」)。

まとめ

以上の検討から要するに、現段階の上場企業のガバナンスは主に内部者統制型であり、外部統制は行政部門を除いてかなり弱い。こうした内部統制型のガバナンスは経営効率や利益性の点で比較的高いパフォーマンスを示している。この点は現在における内部統制型のガバナンスのメリットであるといえよう。確かに事業精神に富み活動的で能力のある経営者が企業経営をリードし好成績をあげている事例は多い。しかし、他面において現在のガバナンスのありかたは経営者の経営行動にインセンティブを与え、経営行動を監督規制する制度的仕組みが実質化されていない。会社法の規定する近代的会社像とはかなりの乖離がある。その結果、有能な経営者であっても監督規制を含め経営行動の制度化が低いために、時間の経過とともに様々なモラルハザード現象が発生し「腐敗の経営者」に変質することになる。経営者の選任や解任も制度化されていない。従って、将来的には内部者統制型のガバナンスを基本にそれを規範化する

るとともに、市場のコントロールを次第に拡大強化するような制度選択が重要な課題となるだろう。

注：

- (1) 中国ではコーポレート・ガバナンス問題は1990年代における学术界の主要な論点の一つになっている。その動向については鄭海航主編（1999）『中国企業理論五十年』経済科学出版社，を参照。
- (2) 「転配株」とは 株主割当増資にあたり国家株主が財政上の理由により引受けできず、他の法人株主などに権利が譲渡された株式のことで、これまで流通が制限されていた。
- (3) 株式所有の集中度と経営効率については、最近いくつかの実証研究が発表されている。
- (4) 何は「内部者」のなかに一部の政府関係者も含めている点では少しの曖昧さを残している。1995年時点の董事会における内部者統制度は高いが、最近は多少とも低下しているように思われる。とくに董事長が総経理を兼任する事例は近年減少している。
- (5) 在職消費とは、国有企業の経営者がその職位に基づき獲得した無料の消費または手当のことを指す。具体的には大きな住宅および私用車の分配、公費を利用した飲食、娯楽、内外の旅行などを含む（魯現祥「国有經濟中的“在職消費”」『国有資産研究』1996年第5期）。もっとも、この現象は国有企業に限らず、株式制企業にもみられる。
- (6) 何玉長（1997）はこの関係を「主次型」、「兼職型」、「参与型」等に分類している。「主次型」とは会社機関（新三会）が主であり、主にその役割を發揮する一方、党委員会などの「老三会」は企業の経営活動に直接関与せず、企業経営活動の外線に位置し、企業経営活動に対して保証・監督・サービスを提供するタイプを指す（何玉長『国有公司産權結構与治理』上海經濟大学出版社）。

参考文献：

- 田志龍『経営者監督与激励 - 公司治理的理論与实践』中国發展出版社，1999年
- 田志龍・楊輝・李玉清「我国股分公司治理結構的一些期特徵研究 - 对我国百家股分公司的実証分析」『管理世界』1998年第2期。
- 何維達『公司治理結構与案例』経済科学出版社，1999年
- 曹鳳岐『股分制与現代企業制度』企業管理出版社，1998年
- 何志勇等『上市公司 - 聚变時代中権力の獲得与利用』西南財啓大学出版社，1998年
- 吳淑昆・柏傑・席西民「董事長与総経理兩職的分離与合一」『經濟研究』1998年第8期

何峻「上市公司治理結構的實証分析」『經濟研究』1998年第5期
程國平「公司監事會功能需要強化」『國有資產管理』1998年第12期
魏剛「高級管理層激勵與上市公司經營績效」『經濟研究』2000年第3期
王賢英「中國上市公司老總年薪多少」『上市公司』1998年第8期
黃余海·王賢英「股分大會濃縮股市精華」『上市公司』1998年第9期
吳淑昆等『經濟研究』1998年第8期
谷書堂·李維安·高明華「中國上市公司內部治理的實証分析」『管理世界』1999年第6期
張維迎『企業理論與中國企業改革』北京大學出版社，1999年
On Kit Tam (1999) The Development of Corporate Governance in China, Edward
Elger. (譚安傑『中國企業新體制 - 督導機制與企業現代化』商務印書館(香港)1998)