

# 上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(1)

## 株主総会と董事会を中心に

王 東明

### 1 はじめに

昨年末、上海証券取引所は、取引所成立の一〇周年記念イベントとして「中国上場企業のコーポレート・ガバナンス(企業統治)」というテーマでの国際シンポジウムを開催した。このシンポジウムで、上海証券取引所は一九九九年末に北京中和応泰管理諮詢有限公司と共同で実施された上場企業のコーポレート・ガバナンスのアンケート調査の結果を発表すると同時に、上場企業のコーポレート・ガバナンス原則(草案)も公表し、各方面の意見を求めている<sup>(1)</sup>。

中国の株式市場は、八〇年代後半の株式会社制度の導入と店頭市場の創設という実験的過程を経て、九〇年代初頭の上海、深圳証券取引所の誕生によって形成された。取引所誕生から一〇年後の二〇〇〇年末現在、両取引所の上場企業は一、〇〇〇社(一、〇八八社)を超え、時価総額は四兆八、〇九一億元(一元約一五円)に達し、アジアで第三位の市場規模になった。また、全国の投資家は五、七九七万人(登録口座数)にのぼり、累積で五、〇〇〇億元以上の資金を調達した<sup>(2)</sup>。計画経済体制から市場経済へと転換する中国経済において、株式市場の形成は直接金融としての資金調達の役割ばかりではなく、国有企業の法人化、株式会社化という企業制度改革にも貢献した。

しかし、国有企業から組織変更して株式会社ないし上場企業に变身した企業において、そのガバナンスの在り方はどのように変化したのか。一部の上場企業は資金調達のみ(「圈錢」)を重視し、肝心な抜本的な企業制度改革にあまり関心を持たず、「換湯不換薬」(湯を換えても薬は取り換えない)という形式的な改革に止まる現象を表わしている。近年では、経営者の腐敗現象が深刻で、チェック機能の不在と経営者モラルの欠如が問題視され、「インサイダー・コントロール」ともいわれるようになり、コーポレート・ガバナンスの在り方は重要な関心事となっている。

企業制度改革のモデルとしての上場企業において、株式会社組織に合わせて形成された株主総会、董事会(取締役会)および監事会(監査役会)という「新三会」は一体実際に機能しているかどうか。「新三会」と国有企業の既存組織である企業党委員会、従業員代表大会および工会(労働組合)という「旧三会」との関係はどのように調整されているのか。現在、国有株(国家株と国有法人株)が発行済株式の五〇%以上を占める上場企業において、そのガバナンスの実体はどうなっているのかを明らかにする必要がある。

小稿では今回の上海証券取引所と北京中和応泰管理諮詢有限公司と共同で実施された上場企業のコーポレート・ガバナンスのアンケート調査の主な内容を紹介し、上場企業の視点から中国型コーポレート・ガバナンスの特徴と問題点を整理することしよう。

### 2 調査対象と内容

一九九九年末に、上海証券取引所(上場部と研究センター)と北京中和応泰管理諮詢有限公司の共同調査は、

上海証券取引所の上場企業を対象にコーポレート・ガバナンスのアンケート調査を実施した。調査内容は上場企業の株式所有、意思決定の在り方、奨励制度および外部環境が上場企業のガバナンスに与える影響、また情報開示、系列取引および中小株主の利益保護などが含まれている。

今回のアンケート調査は、上海証券取引所の上場企業四八〇社を対象に、企業の董事（取締役）、監事（監査役）および上級管理者に延べ一万五六〇件のアンケート調査票を配った。そのうち、企業調査は四八〇件、董事会の秘書は回答、財務調査は四八〇件、財務責任者は回答、個人調査は九、六〇〇件、董事、監事および上級管理者は回答することになっている。

調査の回収状況について、企業調査は二五七件を回収し、回収率は五三・五四％、財務データ調査は二四二件を回収し、回収率は五〇・四二％、個人調査は三、九七八件を回収し、回収率は四一・四四％であったが、比較的高い回収率を得た。

また、有効回答二五〇社の企業は四四の業種に均等に分布した。業種の前一〇位は総合、商業、機械製造、製薬、紡績、建材、冶金鋼鉄、化学工業、交通運送および電子であり、計一一〇社の上場企業で、全サンプルの四四％を占める。そして、会社登録地の有効回答二五三社の企業は、三〇の省・直轄市・自治区に分布し、省・直轄市・自治区の前一〇位は計一七〇社の上場企業があり、全サンプルの六七％になっている。さらに、サンプル企業の上場時期は一九九二年から一九九八年までの間に比較的均等に分布している。

### 3 調査企業の外部環境

調査企業の外部環境について、有効回答を得た二三五社のうち、「主管部門がある」と答えた企業は一四五社で、サンプル企業の六一・七％を占める。「主管部門がない」と答えた企業は八九社、全体の三七・九％である。「その他」と答えた企業は全体の〇・四％である。多数の企業は依然として行政主管部門の支配下にあることが分かる。

主管部門がある一四五社について、その主管部門の内訳は、国务院または部委（日本の省庁に相当）・部級公司主管が全体の八％、省政府または省級総公司主管が三七％、地・市政府または地・市級総公司主管が四五％、区・県政府主管が全体の六％、集団公司主管が四％である。

しかし、上場企業の大株主について、その「主管部門がない」と答えたのは全体の七・九％である。その意味で、上場企業自身が「主管部門がない」と言っても、その支配的立場にある大株主（国家株主、国有法人株主）が依然に「主管部門がある」ことを示している。

今回の調査から、上場企業の主管部門の内訳は、上場企業の大株主の主管部門の内訳と非常に似ていて分布も近い。上場企業あるいは大株主は何らかの形でその主管部門のコントロールの下にあり、「政企不分」（政府と企業の不分離）の現象が依然存在し、企業の独立性が欠けていることが明らかである。但し、計画経済の時代では、企業は政府の「付属物」であり、経営自主権を殆ど持っていなかった。これに対して、現在国有企業から組織変更して株式会社ないし上場企業になった企業において、政府は企業経営に直接介入する現象が減り、国家株主または国有法人株主の立場が変わって、大株主（所有者）として株主総会や董事会（取締役会）を通じて企業の意思決定や重役の人事などのガバナンスの面に影響を与えていることが、企業の外部環境の大きな変化とも言えるであろう。

調査企業は上場開始から一九九九年末までの間に、平均で五・八回の株主総会を招集した。各年の平均参加人数は二二九人、最高人数は二一三人、最低人数は五一人である。また、「中国証券報」の調査によると、投資家の一六％は株主総会に出席、二％は他人に委任して出席、八二％は欠席という結果が出た。株式会社の最高意思決定機関としての株主総会は、欠席する株主は八割を超え、特に中小株主の出席が極めて少なく、

株主総会は「大株主の総会」あるいは「国有株主の総会」と言われ、「形骸化」していると指摘される。

このような状況は、少なくとも国有株（国家株と国有法人株）が上場企業の発行済株式の五〇％以上を占め、しかも現時点では一般流通できないという株式所有構造と密接に関連しているのではないかと考えられる。

### 5 董事会と董事

#### (一) 董事会の規模と構成

「会社法」の一二二条では、株式会社の董事会のメンバーは五人から一九人によって構成されると規定されている。調査企業の状況は平均で一〇人前後で、その時期的変化は表1で示されている。現在、董事の人数は一〇人前後で、合理的な人数であるかどうか、もし専門の委員会が設置されれば、現在の人数は足りないと取引所は分析している。

また、調査企業の執行董事 (Executive Director: 執行取締役) は董事の五割 (五三・七四%)

表1 調査企業の董事会 (取締役会) の平均人数 (単位: 人)

時期 (年)	上場時	1996	1997	1998	1999
董事会の平均人数	10.30	10.10	9.96	9.90	9.88

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

表2 調査企業の執行董事の平均人数 (単位: 人)

時期 (年)	上場時	1996	1997	1998	1999
執行董事の人数	6.00	6.40	5.90	5.48	5.31
執行董事の比率 (%)	58.25	63.37	59.23	55.35	53.74

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

題解決のための「万能薬」ではないと疑問視する学者もいる。<sup>(6)</sup>

さらに、董事の出身母体つまりどこから派遣されているかについて、表3が示している。すなわち、董事の七割前後は上位三位の大株主から派遣され、筆頭株主からの派遣は五割を超えている。この構図は現在発行され

を超え、その殆どは社内取締役と見られる (表2)。し

かし、社外取締役と見られる独立董事 (Independent Director) はわずか八人で、有効回答二、九二八人の〇・三％でしかない。この状況はアメリカ大企業の社外取締役が大多数 (七割以上) を占めることと違つて、<sup>(4)</sup> 社外取締役からの経営チェックと牽制を期待できず、「インサイダー・コントロール」の傾向が強いといわれている。近年、監査役制度がある日本でも社外取締役の起用に関する議論が高まつており、今年三月に法務省は会社の経営機構に関する商法改正素案をまとめ、会社や子会社と雇用関係などが一切なかった「社外取締役」を一人以上登用 (強制) し、条件付きで監査役制度の廃止も認める方針を打出した。<sup>(5)</sup> しかし、中国においては、独立董事制度の導入をめぐつて、それは問

表3 調査企業の董事の派遣元 (出身母体) (単位: 人)

時期 (年)	上場時	1996	1997	1998	1999
大株主からの派遣	7.07	6.60	6.49	6.81	6.92
筆頭株主からの派遣	5.10	4.51	4.66	4.97	5.33
第2位株主からの派遣	1.50	1.37	1.38	1.42	1.56
第3位株主からの派遣	1.02	0.96	0.94	0.95	0.99
政府部門からの派遣	1.37	1.26	0.97	0.74	0.64
銀行からの派遣	1.08	1.28	1.16	1.06	0.84
非銀行金融機関からの派遣	2.21	2.32	1.98	2.06	2.04
関連会社からの派遣	4.45	3.78	4.38	4.59	4.81
非関連会社からの派遣	2.92	3.39	3.09	3.17	3.09
業界の主管部門からの派遣	0.85	0.67	0.77	0.81	0.70

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

表4 調査企業の董事の資質

(単位：人)

時期(年)	上場時	1996	1997	1998	1999
40歳以下の董事人数	2.51	2.11	2.01	2.15	2.35
大卒以上の董事人数	5.96	5.70	5.98	6.33	6.37
男性董事人数	9.21	8.99	8.93	8.93	8.88
党員董事人数	9.40	10.19	9.02	9.09	9.12

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

ている株式の約七割が一般流通できない国家株と法人株という株式所有構成によって大きく影響され、株式所有が上位三位の大株主(特に筆頭株主)に集中していることを物語っている。

## (2) 董事の資質

董事会は經理の任命権を持ち、業務執行の意思決定機関として位置づけられ、そして董事長が業務執行の監督の責任を負うと「会社法」は定めている<sup>(2)</sup>。従って、董事の資質は会社経営にとって極めて重要な要素であると考えられる。

董事の資質は表4を見ればわかる。(1) 四〇歳以下の董事は減少する傾向があり、しかし、九七年以後は増え始めた。(2) 大卒以上の董事は増えており、全体の六割前後を占め、そのうち董事長の大卒以上の比率は六七・七%に達している。その結果は筆者が実施した二三八社上場企業資料調査の上海企業の数字(董事の大卒以上は五五・二二%、董事長は六三・一二%)と近く、やや増えていることもわかる。(3) 董事の九割前後は男性で、近年は少しづつ減っている。(4) 党員董事の比率は男性董事より多く、九九年は九二%である。殆どの董事が党員であることは、国有株主の存在および「党管幹部」(党は幹部を管理する)の原則と密接に関連し、中国的なコーポレート・ガバナンスの一つの特徴としてとらえることができるであろう。同時に、この特徴は中国社会の政治体制そのものを反映しているのではないかと考えられる。

(43)

## (3) 董事の任期

調査された一、八九二人の董事は有効サンプル(三、九七八人)の四七・六%を占め、うち董事長・副董事長は全体の二一・三%、一般董事は七〇・五%、董事会秘書は八・二%になっている。有効回答のうち、勤める期間を三年を超える董事は三二・二%、三年以内は六七・三%である。また殆どの董事(九二・一%)の任期は七年〜九九年の三年間のうちから開始し、また九二・七%の董事は二〇〇〇年以降の三年間のうち、任期を満了する。董事の平均任期はおよそ三年である。

## (4) 董事の責任対象

董事は誰に対して責任を持つかという質問については、「株主全員(中小株主を含む)」と答えたのは約五割で、「派遣された株主」だけは二割を超えている。株主に合わせた回答は七割前後である。そして、董事会に対して責任を持つのは二割前後である。また、今まで国有企業の「主人公」である「従業員」と「親分」の「政府主管部門」と答えた比率は極めて少なく、それぞれ三・三%と一・九%で、董事の責任対象の意識が大きく変化したことが示されている(表5)。

## (5) 董事の選任権

新しい董事の選任権を誰が持つかについては、二四六社有効回答の

表5 董事は誰に対して責任を持つか

項目	サンプル数(人)	%
派遣された株主	702	21.8
株主全員(中小株主を含む)	1,567	48.7
董事会	707	22.0
經理層	47	1.5
従業員	107	3.3
地域社会	1	0.0
証券監督管理部門	7	0.2
政府主管部門	60	1.9
最終顧客(製品とサービス)	16	0.5
長期相対取引先	1	0.0
貸付銀行	2	0.1
合計	3,217	100.0

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

(44)

表6 董事の選任決定権

項目	サンプル会社数(社)	%
株主総会	195	79.3
董事会	26	10.6
大株主	21	8.5
董事長	4	1.6

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

うち、七九・三%は株主総会を選んだ。董事会からの選任は一〇・六%、大株主の自ら選任は八・五%である。有効回答の中から董事長が直接に決定する企業(四社、一・六%)も出ている(表6)。その他、董事の選任に関しては、二五〇社の有効回答から、大株主から指名推薦の企業は全体の五六・八%で、董事会から指名推薦の企業は全体の三四%である。以上の結果から、董事の選任は大株主の強い支配の下で行われ、大株主は直接に決定し、あるいは董事会と株主総会のコントロールを通じて選任することが多いと取引所は分析している。

## (6) 董事会の専門委員会

今回の調査では、サンプル会社のわずか一四社(全体の五・四%)の董事会は専門委員会を設置した。そのうち投資または融資委員会が多く見られ、次に、審査委員会、財務管理委員会および戦略委員会は一般的である。各委員会のなか、執行董事が最も多いのは価格委員会、非執行董事が最も多いのは戦略委員会、独立董事が最も多いのは戦略委員会と会社体制改革委員会である。また、戦略委員会の董事数は一番多く、生産経営運営委員会の会議数は一番多いことになっている。ここで専門委員会の機能は主に重大な投資プロジェクトの企画運営に偏っており、専門委員会の重要な監督・審査機能はまだ「発展途上」にあると見られている。

## (7) 董事会会議

董事会は株主総会の決議を執行し、業務執行の意思決定機関として、經理の任命や董事長の業務執行の監督な

(単位: 件)

表7 董事会の決議件数

上場時			1996年			1997年			1998年		
平均	最小値	最大値	平均	最小値	最大値	平均	最小値	最大値	平均	最小値	最大値
6.8	0	26	7.4	0	32	8.8	1	35	11	0	39

(注) 原資料の上場時の最大値(2.6)を26に訂正した。

(出所) 1999年上海証券取引所の調査。

どの責任を持ち、企業ガバナンスの中枢的存在であると考えられる。上場開始以来、サンプル企業は平均で一六・三回の董事会を開き、各年の平均は五・四回である。毎回の参加人数の平均は一二人である。董事会の招集は最も多い年は九九年の五・八回で、最も少ない年は九八年の三回である。

董事会の決議の件数は近年増える傾向があり(表7)、董事会の役割は益々重要視されていると見られる。

## (8) M &amp; Aによる影響

調査企業について、流通市場を通じての経営権の獲得を目的とする敵対買収はゼロである。有効サンプル企業二三五社(サンプル企業の九一・四%)について、その株主は流通市場を通じて株式を買収して董事会を改選したケースはゼロである。また、有効サンプル企業二二六社(サンプル企業の九一・八%)について、株主以外の法人と個人は、流通市場を通じて株式を買収して董事会を改選したケースもゼロである。

流通市場を通じての敵対買収は極めて少ない。九三年九月の深圳宝安集団は延中実業を買収するいわゆる「宝延事件」<sup>(9)</sup>が初めてのケースである。九九年一月前後までに、流通市場を通じての敵対買収は一〇件で、そのすべてが五社の「三無企業」(発行済株式は全て流通できる)をめぐるケースである。<sup>(10)</sup>現在、上場企業のM & A(吸収・合併)は主に現時点ではまだ流通できない国家株と法人株の協議譲渡によって行われ、九九年のM & A件数は一九二件

である。<sup>(1)</sup>

## 6 むすびにかえて

以上の調査結果から見てきたように、上場企業の外部環境は国有企業と比べると大きく変化した。しかし、「政企不分」（政府と企業の不分離）の現象が依然存在し、政府主管部門は「直接命令」ではなく、国家株主と国有法人株主という大株主の立場に変わって株主総会や董事会を通じて企業の意思決定や重役の人事などのガバナンスの面に影響を与えてくることになっている。従って、株主総会の形骸化、「インサイダー・コントロール」などが現れ、「党管幹部」（党は幹部を管理する）の原則が上場企業にも維持され、中国のコルポレート・ガバナンスの一つの特徴となっている。そして、大株主の影響力は董事の責任対象の意識調査と董事の選任権に関する調査からも見ることが出来る。また、董事会の専門委員会の設置という新しい動きもあり、近年の董事会会議数と決議の件数も増えており、董事会は業務執行の意思決定機関として重要視されていることがわかる。

今回は株主総会と董事会に関する内容を中心に紹介したが、残る調査内容は別の機会で紹介することにしよう。

## 注

- (1) 上海証券取引所「上市公司治理問卷調査結果与分析」、上海証券取引所「上市公司治理指引（草案）（征求意见稿）」、「上市公司」二〇〇〇年第二期。
- (2) 「中国証券報」二〇〇一年一月八日。

- (3) 「中国証券報」一九九九年六月二六日。

- (4) 九一年に米国の大規模な公開会社の社外取締役の比率は平均で七五%である。荒巻健二（一九九四）「コルポレート・ガバナンス（企業の統治の在り方）——米国の経験と我が国企業の実態、今後の課題——（上）」『ファイナンス』、一九九四年七月号を参照。

- (5) 『日本経済新聞』二〇〇一年三月二八日。

- (6) 羅培新、毛玲玲「論独立董事制度」『証券市場導報』二〇〇一年二月号。

- (7) 「会社法」の第一二二条、一一四条を参照。

- (8) 二三八社上場企業（上海：二三三社、深圳：一〇五社）の資料調査は、一九九六年から一九九九年前半までの「上場公告書」と「目録見書」（『中国証券報』）の中の会社重役の履歴書を整理したものである。上海上場企業の董事の大半以上の比率は五五・二二%、董事長は六三・二二%である。深圳上場企業の場合は、董事は四八・八四%、董事長は六三・六四%である。拙稿「中国上場企業の株式所有構造とコルポレート・ガバナンスの実態」『証券経済研究』（第二三号）、二〇〇〇年一月。拙稿「企業調査から見た中国のコルポレート・ガバナンス（2）——経営者の資質と昇進経路を中心に——」『証研レポート』（No. 一五八七）、二〇〇〇年一〇月号を参照されたい。

- (9) 葛榮根「隔岸觀火『宝延事件』」『中国証券報』一九九八年一月二六日。

- (10) 「三無企業」とは国家株、法人株および外資株という「非流通株」のない企業をいう。その発行済株式は全て流通できる株式である。現在、上海証券取引所に上場している「三無企業」は方正科技（以前の延中実業）、華晨集團（以前の中華実業）、愛使股份、興業房産、飛樂首飾の五社がある。伐木人「資産重组の深層思考」『中国証券報』一九九九年一月一日。林凌「拳牌——現在の公司不簡單——收購戰略、反收購戰略和公司治理」『上市公司』二〇〇〇年第九期。

林凌、董紅、詹凌蔚「股權結構与企業重組的互動研究」『證券市場導報』一九九九年第二期を参照。

(11) 陳崢嵘「要約收購・資産重組市場化的必然選択」『證券市場導報』二〇〇一年第二期を参照。

参考文献

- (1) 上海証券取引所「上市公司治理問卷調查結果与分析」『上市公司』二〇〇〇年第二期。
- (2) 上海証券取引所「公司治理・國際經驗与中国的实践」二〇〇〇年一月一八日。
- (3) 上海証券取引所「中国上市公司治理國際研討会」二〇〇〇年一月二日至三日。

(おう とうめい・主任研究員)