

中国上場企業の株式所有構造と企業効率

王 東明

1 はじめに

近年、中国上場企業の株式所有構造と企業効率（収益性）との関連性を分析した論文が幾つかある。⁽¹⁾例えば、Xu & Wang（一九九七）は九五年以前の上場企業一五四社を選んで、株式所有と企業効率との相関関係を分析した。この分析では国家株の所有比率が高いほど企業の収益性が低い、法人株の所有比率が高いほど企業の収益性が高い、個人株の所有比率が企業の収益性と殆ど無関係にあるという結果が出た。また、王忠毅（二〇〇一）は東北三省（遼寧、吉林、黒龍江）の上場企業を取り上げ、株主構造と企業パフォーマンスとの関連性を分析し、Xu & Wang（一九九七）とほぼ同様な結論を得ている。つまり、国家株主は企業パフォーマンスに負の影響を与えているが、法人株主は企業パフォーマンスに貢献していることである。

一方、これらの分析結果に対して、袁国良ら（一九九九）は九七年上海の上場企業一〇〇社を分析して、国家株比率、法人株比率、個人株比率はそれぞれ企業収益（ROE：純資産利益率）との間に有意な相関がないことを指摘している。また、川井伸一（二〇〇〇）は九八年の全上場企業を対象に、株式所有比率（国家株、法人株、個人株）と企業の収益性を分析し、袁国良ら（一九九九）とほぼ同様な結果を得ている。この二つの研究は上述のXu & Wang（一九九七）と王忠毅（二〇〇一）の分析結果を支持しないことを示している。

他方、陳曉・江東（二〇〇〇）は市場競争の強い産業と弱い産業に注目し、株式所有構造と企業効率との相関

関係を三つの産業に分けて分析した。その結果は、市場競争の強い電子・家電業において、国家株比率は企業業績に負の影響を与えているが、法人株比率と個人株比率は企業業績に貢献している。国家株比率および法人株比率と企業効率との関係を見る限り、X u & W a n g (一九九七)と王忠毅(二〇〇一)の分析を支持している。しかし、市場競争の比較的弱い商業(地域性が強い、寡占的)と公共事業(寡占的)において、以上の関係は成立しないということである。

なぜ以上のような様々な分析結果が出たのか。恐らく上述の各研究はそれぞれ取り上げているサンプル企業の数、範囲および時期が異なっているため、その分析結果も違つのは不思議ではない。しかし、株式所有構造(国家株、法人株および個人株など)のみから企業業績との関連性を判断するには一定の限界がある。つまり、現在、法人株の大部分は国有法人株であるが、国有法人株と国家株は国有株と見なされ、この二つの間の本質的な区別はできず、究極的に全人民所有に帰属するものと考えられる。その意味から、株式所有構造と企業効率との関連性を分析する際、各産業・業種のそれぞれの特徴、つまり各産業・業種に置かれている市場競争状況も考えなければならぬ。

例えば、国際市場の原油価格が上昇すれば、国内の原油価格にも影響を与えるため、他の経営条件が変化しないと仮定すれば、石油の採掘などの企業は原油価格の上昇によって利益も上がることになる。逆に、石油化学などの企業は原油価格の上昇によって生産コストが上がり、それに伴って企業利益は下がることになるであろう。企業効率の関連要因は様々であるが、このケースからみれば、企業業績は株式所有構造の変化と無関係にあり、各業種の特徴がより重要である。言うまでもなく、企業の経営効率をみるために、株式所有構造だけではなく、各々の業種の特徴も含めて総合的に判断する必要があると考えられる。

はたして、冒頭でみてきたように、国家株の所有比率が高いほど企業の収益性が低い、法人株の所有比率が高いほど企業の収益性が高いという問題設定は正しいかどうか。小稿では、近年上場企業の株式所有構造を概観し、産業別・業種別の株式所有構造の特徴を分析する。そのうえで、前回紹介した上場企業パフォーマンスの資料（「証研レポート」No. 一六〇二）を参考に、産業別・業種別の視点から株式所有構造と企業効率との関連性をみることにしよう。

2 株式所有構造と企業効率

中国上場企業の株式所有は一般流通できる流通株と流通できない非流通株に分類される（表1）。流通株は国内投資家向けのA株、海外投資家向けのB株および海外上場のH株から構成され、現在発行済株式の三割前後を占める。非流通株は国家株、法人株（発起法人、外資法人、応募法人）および従業員持株などから構成され、発行済株式の六割以上を占める。

特に、国家株比率は最も多い。この九年間の変動軌跡をみると、まず四割前後から一時的に五割近くにまで上昇し、その後は三割にまで減り、九八年以後は、大型国有企業の上場が増えることによって再び増え、現在は四割前後になっている。また、国家株比率は法人株比率との間に負の相関関係がある。つまり国家株比率が増えると、法人株比率が減り、逆に、国家株比率が減ると、法人株比率が増えるという現象がみられる。

表1 中国上場企業の株式分布 (単位：%)

年末	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. 非流通株	69.25	72.18	66.98	64.47	64.75	65.44	65.89	65.02	64.28
国家株	41.38	49.06	43.31	38.74	35.42	31.52	34.25	36.16	38.90
発起法人株	13.14	9.02	10.79	15.93	18.42	22.64	20.90	19.13	16.95
外資法人株	4.07	1.05	1.10	1.40	1.23	1.34	1.42	1.31	1.22
応募法人株	9.42	10.59	10.64	7.30	7.53	6.72	6.03	6.16	5.65
従業員持株	1.23	2.40	0.98	0.36	1.20	2.04	2.05	1.19	0.64
その他	0.00	0.05	0.16	0.74	0.95	1.18	1.25	1.08	0.92
2. 流通株	30.75	27.82	33.02	35.53	35.25	34.56	34.11	34.98	35.72
A株	15.87	15.82	21.00	21.21	21.92	22.79	24.06	26.34	28.43
B株	14.88	6.37	6.06	6.66	6.45	6.04	5.30	4.60	4.00
H株	0.00	5.63	5.96	7.66	6.88	5.74	4.75	4.03	3.28
合計(1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期實統計年鑑』百家出版社、2001版、138頁より作成。

表2 筆頭国家株主の代表主体

(単位:社)

	95年		96年		97年		98年	
	数	%	数	%	数	%	数	%
集团公司・総公司	46	18.9	106	31.9	179	35.8	243	42.1
公司・工場	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	242	100.0	332	100.0	500	100.0	577	100.0

(注) 98年の複数単位所有は重複計算されている。
(出所) 川井伸一(2000)、6頁より作成。

そもそも上場企業の圧倒的多数(約九五%)はもともと国有企業から株式会社に改組されたものであり、元の国有企業資産は国有株(国家株、国有法人株)に変更され、様々な代表主体(国有資産管理機関あるいは様々な国有法人)によつて管理されるようになってきている。その代表主体は統一の基準がなく、現在主に集团公司・総公司、国有資産管理局(国資局)、国有資産経営公司および公司・工場となっている(表2)。

また、法人株は発行済株式の二割前後を占め、その大部分は国内法人(発起法人、応募法人)であり、外資法人は極めて少なく、発行済株式の1%前後である。上述のように、九割以上の上場企業の前身がもともと国有企業であったため、国内法人の大部分も国有法人と推定されており、国家株と国有法人株を合わせた国有株の比率は発行済株式の六割前後を占めると考えられる。そして、上場企業の筆頭株主である法人株の株主構成は表3で示している。集团公司・総公司の比率は五割を超えている。

以上のように、近年の国家株は三割、五割、法人株は二割、三割、流通株は三割前後で変動し、それを企業の収益力と照らしてみれば、企業の収益力(ROE、EPS)は全体として減少する傾向にある(表4)。それをみる限り、九七年以前に、国家株比率は企業の収益力(ROE)との間に正の相関関係を示している。法人株の場合は、九三年から九七年までに、企業の収益力(ROE、EPS)との間に負

表3 法人株の企業形態(317社)

所有権主体	数	%
集团公司・総公司	180	56.8
単独公司・工場	95	30
投資・金融機関	26	8.2
大学研究所	7	2.2
その他	4	1.2
不明	4	1.2

(注) 法人株主は1998年の筆頭株主のみ。引用資料の会社数は計算ミスがあったため、1社が足りない。
(出所) 川井伸一(2000)、8頁より作成。

表4 中国上場企業の収益力

時期(年)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
ROE: 純資産利益率(%)	14.28	14.50	13.98	10.80	9.62	9.48	7.36	8.06	7.52
EPS: 1株当り純利益(元)	0.37	0.35	0.32	0.25	0.23	0.23	0.18	0.20	0.20

(出所)『中国上場企業基本分析』の各年版より作成。

の相関がある。流通株は企業の収益力との間に関連性がみられない。

3 産業別の株式所有構造と企業効率

産業別の株式所有構造と企業の収益力は表5・表6で示されている。それをみると、国家株比率が比較的高い工業、不動産および公共事業のうち、公共事業は六つの産業の中、企業の収益力を示す指標(売上利益率、ROE、EPS)が総合的に最も高い。逆に、不動産の収益力は売上利益率を除けば、最も低い。

一方、法人株比率が比較的高く、国家株比率が比較的低い金融、総合および商業のうち、金融の売上利益率は六つの産業の中に比較的高いが、総合および商業の業績には目立った特徴がなく、強いて言えば、商業は比較的低い。

ここで交通、通信および電力・ガス・水道などの公共事業は収益の安定性を示し、企業のパフォーマンスが良い。逆に、不動産は九〇年代半ば頃のバブルの影響で、業績が低迷している。産業別でみる限り、企業効率は株式所有構造との間に関連性が低いことと言えるであろう。

4 業種別の株式所有構造と企業効率

業種別の株式所有構造(表7 1、表7 2)からみると、国家株比率が比較的高い業種(三%前後)は採掘、食品・飲料、製紙・印刷、石油化学・プラスチック、金属・非金属、電力・ガス・水道、建築、交通・運送・倉庫および不動産である。これらの業種のうち、企業の収益力(売

上利益率、ROE、EPS)が比較的高い業種は採掘、電力・ガス・水道および交通・運送・倉庫である。企業の収益力が中位な業種は食品・飲料、製紙・印刷、建築および金属・非金属である。企業の収益力が低い業種は石油化学・プラスチックと不動産である。また、法人株比率が比較的高い業種(三割以上)は紡績・アパレル、木材・家具、電子、金融・保険、サービス、マスコミ・文化および総合である。これらの業種のうち、企業の収益力が比較的高い業種は木材・家具とサービスである。企業の収益力が中位な業種は紡績・アパレル、電子、金融・保険およびマスコミ・文化である。

表6 中国上場企業産業別の企業収益力

時期(年)	1997	1998	1999	2000
工業(社)	481	564	637	667
売上利益率(%)	19.90	20.20	20.18	19.81
ROE:純資産利益率(%)	11.25	8.22	8.55	7.13
EPS:1株当り純利益(元)	0.26	0.19	0.21	0.18
商業(社)	85	85	99	115
売上利益率(%)	14.38	14.51	18.12	19.16
ROE:純資産利益率(%)	9.07	6.36	6.02	7.09
EPS:1株当り純利益(元)	0.23	0.15	0.13	0.19
不動産(社)	26	26	27	28
売上利益率(%)	26.99	24.89	20.53	25.52
ROE:純資産利益率(%)	4.28	-3.61	2.85	6.22
EPS:1株当り純利益(元)	0.11	-0.08	0.06	0.13
金融(社)	4	4	4	4
売上利益率(%)	34.76	48.09	32.95	27.74
ROE:純資産利益率(%)	10.77	13.12	10.89	6.64
EPS:1株当り純利益(元)	0.23	0.28	0.18	0.15
公共事業(社)	63	69	83	90
売上利益率(%)	30.56	31.07	30.68	28.82
ROE:純資産利益率(%)	13.89	11.82	10.61	9.82
EPS:1株当り純利益(元)	0.29	0.27	0.26	0.27
総合類(社)	120	131	160	179
売上利益率(%)	17.39	16.83	17.22	15.71
ROE:純資産利益率(%)	12.15	8.21	9.49	7.52
EPS:1株当り純利益(元)	0.30	0.21	0.22	0.21

(出所)『中国上場企業基本分析(2001)』より作成。

表5 中国上場企業産業別の株式所有構造(単位:%)

年末	1997	1998	1999	2000
1.工業(社)	481	564	637	667
国家株	38.74	36.41	38.17	39.31
法人株	29.88	28.24	26.15	23.02
その他	2.87	3.13	2.76	2.08
流通株(A株・B株・H株)	28.51	32.22	32.92	35.59
合計	100.00	100.00	100.00	100.00
2.商業(社)	85	85	99	115
国家株	28.91	29.81	33.82	31.54
法人株	31.25	29.19	29.90	27.39
その他	5.47	6.83	4.90	4.15
流通株(A株・B株・H株)	34.38	34.16	31.37	36.93
合計	100.00	100.00	100.00	100.00
3.不動産(社)	26	26	27	28
国家株	37.63	38.78	34.26	38.26
法人株	23.66	21.43	20.37	16.52
その他	2.15	2.04	8.33	5.22
流通株(A株・B株・H株)	36.56	37.76	37.04	40.00
合計	100.00	100.00	100.00	100.00
4.金融(社)	4	4	4	4
国家株	21.54	20.93	20.83	19.38
法人株	33.85	36.05	40.00	40.31
その他	1.54	1.16	0.83	0.00
流通株(A株・B株・H株)	43.08	41.86	38.33	40.31
合計	100.00	100.00	100.00	100.00
5.公共事業(社)	63	69	83	90
国家株	43.56	37.44	31.28	39.59
法人株	28.53	32.05	35.62	25.77
その他	3.68	3.33	3.88	2.47
流通株(A株・B株・H株)	24.23	27.18	29.22	32.16
合計	100.00	100.00	100.00	100.00
6.総合(社)	120	131	160	179
国家株	24.67	26.07	27.01	27.60
法人株	40.09	37.14	36.36	32.35
その他	4.85	5.00	4.28	2.49
流通株(A株・B株・H株)	30.40	31.79	32.35	37.56
合計	100.00	100.00	100.00	100.00

(出所)『中国上場企業基本分析(2001)』より作成。

表7-1 中国上場企業業種別の株式所有構造 (単位: %)

年 末	1997	1998	1999	2000
1. 農・林・畜・漁業(社)	15	19	23	29
国家株	34.69	30.73	29.57	32.01
法人株	33.67	34.08	33.26	25.16
その他	5.10	4.19	3.90	2.07
流通株(A株・B株・H株)	26.53	31.01	33.26	40.76
2. 採掘(社)	6	8	14	14
国家株	44.19	37.77	11.91	40.09
法人株	47.61	34.40	60.86	26.69
その他	0.68	1.35	0.52	2.14
流通株(A株・B株・H株)	7.52	26.48	26.70	31.08
3. 食品・飲料(社)	32	42	48	52
国家株	39.49	37.51	32.80	36.25
法人株	33.64	29.97	32.32	28.66
その他	2.64	2.54	2.73	1.30
流通株(A株・B株・H株)	24.23	29.97	32.15	33.79
4. 紡績・アパレル(社)	32	41	52	58
国家株	32.08	29.87	27.71	27.16
法人株	36.93	31.15	35.66	31.79
その他	3.91	4.23	5.14	5.02
流通株(A株・B株・H株)	27.07	34.74	31.49	36.03
5. 木材・家具(社)	1	1	1	2
国家株	0.00	0.00	4.17	29.63
法人株	62.50	62.50	62.50	25.93
その他	0.00	0.00	0.00	0.00
流通株(A株・B株・H株)	37.50	37.50	33.33	44.44
6. 製紙・印刷(社)	13	18	20	21
国家株	49.15	45.25	42.32	39.88
法人株	15.59	13.13	13.48	13.89
その他	9.15	8.66	5.91	2.98
流通株(A株・B株・H株)	26.10	32.96	38.30	43.25
7. 石油化学・プラスチック(社)	88	100	116	121
国家株	38.86	54.11	38.89	39.37
法人株	30.27	38.85	25.52	23.87
その他	1.37	2.42	2.08	0.99
流通株(A株・B株・H株)	29.49	4.61	33.51	35.77
8. 電子(社)	16	18	21	22
国家株	30.56	27.58	24.55	17.72
法人株	38.68	37.47	39.82	38.09
その他	1.16	1.25	1.91	0.59
流通株(A株・B株・H株)	29.59	33.70	33.72	43.60
9. 金属・非金属(社)	68	77	93	100
国家株	45.35	41.26	53.21	54.72
法人株	26.57	28.32	20.45	14.51
その他	2.13	2.60	1.97	3.54
流通株(A株・B株・H株)	25.95	27.82	24.37	27.24
10. 機械・計器(社)	118	141	158	171
国家株	34.01	32.74	32.37	33.02
法人株	32.16	29.30	28.59	25.90
その他	2.97	2.88	2.61	2.22
流通株(A株・B株・H株)	30.86	35.08	36.43	38.87
11. 製薬・バイオ(社)	41	44	53	59
国家株	32.25	33.50	33.66	30.92
法人株	30.37	27.40	25.76	27.79
その他	4.85	6.85	5.79	1.44
流通株(A株・B株・H株)	32.54	32.25	34.79	39.86

(出所)『中国上場企業基本分析(2001)』より作成。

表7-2 中国上場企業産業別の株式所有構造(単位: %)

年 末	1997	1998	1999	2000
12. その他製造業(社)	7	9	12	15
国家株	29.93	24.62	38.87	35.38
法人株	37.23	41.71	30.04	26.77
その他	3.65	3.02	2.12	2.15
流通株(A株・B株・H株)	29.20	30.65	28.98	35.69
13. 電力・ガス・水道(社)	32	32	37	41
国家株	45.33	30.26	30.46	45.22
法人株	28.67	42.58	37.51	23.34
その他	3.53	3.21	4.38	1.37
流通株(A株・B株・H株)	22.47	23.96	27.65	30.07
14. 建築(社)	12	15	18	18
国家株	54.27	47.32	39.40	45.39
法人株	16.77	16.34	24.58	17.25
その他	5.18	4.88	5.63	1.34
流通株(A株・B株・H株)	23.78	31.46	30.39	36.01
15. 交通・運送・倉庫(社)	27	30	37	41
国家株	50.77	51.31	43.73	44.90
法人株	19.43	15.06	23.42	19.15
その他	3.13	2.55	2.82	2.81
流通株(A株・B株・H株)	26.67	31.09	30.04	33.13
16. 通信・情報(社)	41	44	50	54
国家株	36.20	34.06	30.28	29.72
法人株	28.67	28.07	30.74	29.06
その他	5.26	5.23	3.24	1.80
流通株(A株・B株・H株)	29.87	32.64	35.75	39.43
17. 卸売・小売・貿易(社)	83	85	91	96
国家株	34.31	34.54	30.93	32.77
法人株	25.53	24.10	26.12	25.24
その他	6.59	7.49	4.98	2.46
流通株(A株・B株・H株)	33.58	33.88	37.98	39.53
18. 金融・保険(社)	4	4	4	4
国家株	14.74	15.00	15.48	15.24
法人株	35.79	36.67	36.13	36.59
その他	3.16	3.33	2.58	0.00
流通株(A株・B株・H株)	46.32	45.00	45.81	48.17
19. 不動産(社)	29	30	31	31
国家株	41.27	42.74	37.83	35.82
法人株	19.91	18.13	18.28	20.46
その他	3.56	3.50	8.33	5.52
流通株(A株・B株・H株)	35.26	35.63	35.57	38.20
20. サービス(社)	28	31	37	39
国家株	27.32	30.42	32.73	29.43
法人株	40.85	38.02	33.51	34.32
その他	2.92	3.42	2.26	2.33
流通株(A株・B株・H株)	28.91	28.14	31.51	33.92
21. マスコミ・文化(社)	9	10	10	10
国家株	8.43	4.57	4.08	12.44
法人株	62.65	59.43	57.65	50.72
その他	4.82	9.14	8.16	6.70
流通株(A株・B株・H株)	24.10	26.86	30.10	30.14
22. 総合(社)	76	79	84	85
国家株	13.81	14.65	14.36	14.27
法人株	44.09	41.01	38.31	37.49
その他	6.02	6.85	6.34	2.93
流通株(A株・B株・H株)	36.09	37.49	40.99	45.31

(出所)『中国上場企業基本分析(2001)』より作成。

企業の収益力が比較的低い業種は総合である。⁽⁵⁾

以上のように、国家株比率の高い業種はエネルギー、石油化学および金属・非金属という重工業とインフラ関連に属する企業が多い。これらの業種は一部を除けば、国の重点産業であると同時に、寡占的な業種でもある。

一方、法人株比率の高い業種は主に紡績および電子産業などの軽工業とサービス業であり、国の重点産業でないため、国家株比率が比較的低く、逆に法人株比率が高くなっている。しかし、市場競争が寡占的な業種より激しいため、企業の収益力からみれば、軽工業とサービス業は寡占的な業種より低いことが明らかである。

5 むすびにかえて

以上、上場企業の株式所有構造と企業効率（収益性）との関連性をみてきた。ここで少なくとも産業別・業種別の株式所有構造と企業効率との関連性を分析せずに、安易に国家株の所有比率が高いほど企業の収益性が低い、法人株の所有比率が高いほど企業の収益性が高いという結論を支持することができない。また、株式所有構造は国の産業政策と関連し、企業効率も各産業・業種に置かれている市場競争状況と密接に関連していることが以上の分析から明らかである。勿論、より詳細な産業別・業種別の株式所有構造と企業効率との相関分析が必要であるが、それを今後の課題にしたい。

注

(1) Xu & Wang (一九九七)、袁国良ら(一九九九)、川井伸一(二〇〇〇)、王忠毅(二〇〇一)を参照。

(2) 九八年の採掘業では、一部の企業が九七年の国家株を九八年の法人株へと変更したため、国家株の数字は大きな変動

がみられる。

- (3) 拙稿「中国上場企業のパフォーマンス」『証研レポート』(No. 一六〇二)二〇〇二年一月号の表3 1と表3 2を参照。
- (4) 木材・家具は「社」だけで、その代表性は限界がある。ここでは二〇〇〇年の数字を除く。
- (5) 拙稿「中国上場企業のパフォーマンス」『証研レポート』(No. 一六〇二)二〇〇二年一月号の表3 1と表3 2を参照。

参考文献

- (1) Xiaonian Xu and Yan Wang (1997), Ownership Structure, Corporate Governance, and Firms' Performance: The Case of Chinese Stock Companies, World Bank Policy Research Working Papers, No.1794, World Bank, Washington DC.
- (2) 袁国良・鄭江淮・胡同乾(一九九九)「我国上市公司融資偏好和融資能力の実証研究」『管理世界』、第二期
- (3) 川井伸一(二〇〇〇)「中国上場企業の所有構造」『愛知経営論集』第一四二号、七月。
- (4) 陳曉・江東(二〇〇〇)「股權多元化、公司業績与行業競争性」『經濟研究』第八期。
- (5) 梁能編(二〇〇〇)『公司治理結構：中国的实践与美国的經驗』中国人民大学出版社。
- (6) 徐二明・王智慧(二〇〇〇)「我国上市公司治理結構与戰略績效的相關性研究」『南開管理評論』第四期。
- (7) 陳小悅・徐曉東(二〇〇二)「股權結構、企業績效与投資者利益保護」『經濟研究』第一期。
- (8) 王忠毅(二〇〇二)「中国東北上場企業の株主構造と企業パフォーマンス」『証券經濟学会第五六回全国大会の報告』

(おつ) とつめい・主任研究員)