

書 評

董光哲 著

『中国の上場会社と大株主の影響力
—構造と実態—』

(文眞堂, 2017年9月)

童 適 平

Ⅰ. はじめに

まもなく40年間になる高成長が続いた中国経済には謎が多く存在する。高成長の担い手としての企業の企業統治はその一つである。中国の企業を大きく分ければ、(元)国有企業、民間企業と外資系企業に分類することができる。この中で、企業統治に関して特に興味深いのは国有企業である。経済の市場化に伴い、国有企業の大部分は倒産、あるいは民営化された。民営化と言っても、様々な民営化が工夫され、進められた。株式会社制度を導入して、従来の会社組織から株式会社組織に変えるのは最も多く使用された手法である。株式会社に変わった後、その中の一部はその株式を上場して、上場株式会社になったが、上場したのは全部出資金の一部だけで、大部分は元の出資者(株主)が握ったまま、手放されなかったのである。これは“公的所有”というイデオロギーの制約があったからである。これは中国上場企業の“集中的株式所有構造”の由来である。ところが、国有会社から株式会社に、組織の形式が変わったとしても、“集中的株式所有構造”が存在する限り、自然的に“大株主支配”の企業統治にな

る。この“大株主”を“政府(あるいは抽象的国)”と置き換えれば、元の国有企業に戻る。当然ながら、企業の活性化も困難であるし、所有者の多元化による新たな企業統治問題が発生した。2001年に、“公的所有”の堅持が突破され、上場した元国有企業の株式流通規制が廃止されるようになった。理論上、上場した元国有企業の全部出資金が株式として上場できるようになり、“集中的株式所有構造”が徐々に解消し、“大株主支配”による企業統治の弊害も消えていくはずである。しかし、現状はどうなっているのか。著者が本書を執筆した目的はここにあるであろう。“公的所有”を変えなくても、国有会社から株式会社に、そして、株式を上場して、上場会社になるメリットがある。上場することによって、その企業の情報公開が義務付けられ、この公開情報をもとに本書の実証研究が可能となった。

Ⅱ. 本書の構成と概要

はしがき

第1章 上場会社の会社機関の構造と運用～
取締役会と監査役会を中心に～

第2章 上場会社における監査役の内部的性

格

第3章 中国の企業統治システムと独立取締役の役割

第4章 所有制別の上場会社における大株主の影響力～所有制別の上場会社240社の比較分析～

第5章 上場会社における取締役、監査役の報酬・インセンティブ

第6章 国有独資会社における企業統治～取締役会、監査役会の選出と構成を中心に～

「第1章 上場会社の会社機関の構造と運用～取締役会と監査役会を中心に～」では、まず、中国の『公司法』に基づき、中国上場企業の企業統治の特徴を解説した。

中国の株式会社は、基本的に、意思決定と業務執行を行う取締役会と業務執行を監督する監査役会が明確に分離されるドイツ式の“二層制システム”を採用しているが、取締役会は意思決定機関であると同時に業務執行の監督機関でもあるアメリカ式の“一元的構造”の特徴も取り入れた。アメリカと同じように、取締役会に各種の専門委員会を設けることである。しかし、アメリカの各種の専門委員会は取締役会に対して、決定権を持つのと違い、中国の各種の専門委員会の権限は専門意見を提出することに止まり、決定権は持たない。一方、監査役会は会社内部の監督機関として取締役会及びその構成員と管理層の職務活動を監督する、重要な役割を果たしているが、取締役及び高級管理者に対して罷免提案権を持つものの、ドイツの監査役会のように取締役を解任する権限を持たない点においても、ドイツ式と違う。そして、監査役会に従業員代表の参加は求められているが、大多

数の企業は従業員代表監査役が置かれているかは、上場企業の年度報告書では不明である。たとえ、置かれていても、従業員福祉に関する監督・監査・検査に止まり、企業統治への影響は限られている。つまり、中国の企業統治の権限は取締役会に集中すると言でまとめることができる。

この章では、ほかに、上場企業「2011年度報告書」のデータを使用して、上場企業240社の取締役会と監査役会の人数、メンバーの構成、開催の回数などから詳細にその実態を分析した。

「第2章 上場会社における監査役の内部的性格」と「第3章 中国の企業統治システムと独立取締役の役割」では、上場企業の企業統治は制度的には整備されたにもかかわらず、不祥事が後を絶たないことに焦点を当てて、上場企業150社の「2010年度報告書」のデータを使用して監査役会と独立取締役の役割について分析した。

第2章の冒頭で、まず、上場企業150社の大株主の持ち株比率と取締役の派遣母体について、各社「2010年度報告書」のデータを使用して、考察した。筆頭株主による持ち株比率はとびぬけて高いだけでなく、取締役の半数以上は筆頭株主を含む大株主により派遣されたことが判明された。つまり、上場企業には、“集中的株式所有構造”と“大株主支配”の企業統治が存在する。これこそ、他の所有者（中小株主）の利益を侵害する温床である。たび重ねた不祥事のほとんどは大株主による中小株主利益の侵害と上場企業資金の占用などである。

“大株主支配”下の取締役会の暴走を防止するために、その外部と内部に監査役会と独立取締役（社外取締役）が設けられた。上場企業の

企業統治はドイツ式の二層制システムを採用する理由はここにある。監査役会に、さらに取締役会に独立取締役の設置が義務付けられ、“二重の歯止め”をかけた。両者それぞれの役割分担が違う。独立取締役は主に取締役会の意思決定の公平性と妥当性に対する監督で、監査役会は取締役会の意思決定の合法性に対する監督であるが、重複の部分も少なくない。

この“二重の歯止め”が機能したであろうか。第2章は監査役会と株主との関係に重点を置いて検証した。取締役会と株主との関係と同じように、監査役会と株主との間に極めて緊密な関係が存在する。株主と関わりがある監査役会メンバーは半数近くに達し、筆頭株主と関わりのあるのは34.7%も占めた。これだけでなく、監査役以外の仕事を兼務している監査役は9割以上を占め、2割弱は2つ以上の職務を兼務している。監査役会主席は半数以上大株主の会社で、4割以上筆頭株主の会社で兼務している。監査役が兼任する職務は多種多様であるが、最も多いのは財務・証券・法律関係で、次に多いのは共産党関係である。特に監査役会主席が筆頭株主の企業で最も多く兼務している職務は共産党関係である。

そして、監査役会と共産党組織との関係についても、本書は紙幅を割いた。監査役会の5割弱、監査役会主席の6割強は共産党員で、監査役会主席の26.6%は共産党委員会書記を兼務する(図表2-16 150社における監査役と党組織との関係を参照。監査役会主席を担当する企業の共産党委員会書記かどうかは明確に示されていない)。このように、本書が指摘したように、“中国の上場会社において、監査役会主席は監査役としての必要な法律、財務、技術に関する専門知識と経験の重視よりも当該会社にお

ける党組織に関する政治思想の仕事への従事を大事にしているように見える”(47ページ)。

監査役会における従業員代表監査役の9割以上も他の職務を兼任している。兼務先は、筆頭株主の企業が8.26%、監査役を担当する当該会社以外が14.68%である。兼任職務を見れば、経営陣、共産党の幹部、財務・証券・法律関係は多いことから、考えれば、筆頭株主の会社、当該会社以外での職務はむしろ“兼務”ではなく、“本職”かもしれない。従業員代表監査役の“職務”は逆に“兼務”であるにとらえることもできる。このとらえ方が成立すれば、従業員代表監査役は従業員利益の保護より株主あるいは派遣会社の利益を優先する監督監視の役割を果たすためかもしれない。また、当該会社の従業員代表監査役の兼任職務を見ても、同じように、経営陣、(共産党の)幹部、財務・証券・法律関係は主流であることから見ても、兼任職務はむしろ本職で、従業員代表監査役は兼務であることが自然である。従業員代表監査役は、どこまで従業員代表監査役として、本来の職権を履行するかは疑問である。

第3章で、独立取締役の適任性と独立取締役を取り巻く環境を重点に独立取締役の役割について分析した。

適任性については、独立取締役の学歴、年齢と職業を中心に分析を展開した。総じて、独立取締役の学歴も年齢も社内取締役のそれより高い検証結果が得られた。学歴と年齢を適任性の判断基準でよいのかは筆者が疑問を持つが、他の判断基準が欠乏するため、仕方がないかもしれない。職業に関して、大学教員が4割弱を占め、協会と学会の役員も高い比率(33.15%)を占めた。大学教員、協会と学会の役員は本来に経営のプロとして、専門的な立場から企業経

営に公正で適正なアドバイスを提供できるであろうか。「公司法」が独立取締役の設置を上場会社の要件と定めたため、大学教員を迎えて、会社を飾り、ステータスアップに利用したり、または上場企業の給与設定は比較的に自由で独立取締役の高給で第一線から退いた政府役人である協会や学会の役員を慰める手段として利用したりする可能性が高い。独立取締役の前職が一番高い比率を占めたのは政府機関関係者であることもこの可能性を唆す。

独立取締役を取り巻く環境については、株式所有構造から分析が進められた。上場会社150社の内、106社の筆頭株主は国家と国有法人である。109社の代表取締役は上位5位株主からの派遣で、103社は筆頭株主からの派遣である。また、150社の内、代表取締役が総経理（社長）を兼任する会社は100社である。さらに、筆頭株主からの派遣取締役が社内取締役の半分以上を占める会社は71社、調査対象の47.33%を占めた。その内の8社は全員筆頭株主からの派遣である。このように、“集中的な株式所有構造”の中、たとえ独立取締役は独立取締役としての素質が十分にあって、取締役会の議題に対して、反対意見を提出したりすることができても、大多数の議決に与える影響は非常に小さいと思われる。大株主との間に対立が生じた場合、独立取締役を罷免、更迭することは簡単であるため、独立取締役の役割も非常に限定的である。

以上の分析をしたうえ、「第4章 所有制別の上場会社における大株主の影響力～所有制別の上場会社240社の比較分析～」では、上場企業の「2011年度報告書」のデータを使用して、上場企業を国有資本参加企業と非国有資本参加企業に分けて、それぞれ120社を選んで、その

特徴を比較し、分析を進めた。国有資本参加企業とは政府を含む多数の出資者によって形成された企業法人で、非国有資本参加企業とは上位10の大株主に国有株（国家と国有法人が所有する株）が含まれていない企業法人と定義された。

（1）両者の株式所有集中度。筆頭株主株式所有比率の企業数と筆頭株主株式所有比率が50%以上の企業数には若干の違いが見られた。非国有資本参加企業より国有資本参加企業の筆頭株主株式所有比率は若干高いものの、大きな差は見られなかった。一方、国有資本参加企業筆頭株主株式所有比率が50%以上の企業は23.33%を占めるのに対して、非国有資本参加企業のそれは13.33%である。つまり、上場企業の株式所有集中度が共に高いが、筆頭株主による集中度は、非国有資本参加企業より国有資本参加企業の方が高い。

（2）（代表）取締役と大株主との関係。僅少の差があるものの、ともに緊密な関係が見られた。つまり両者とも大株主からの派遣が主流で、代表取締役は7割以上、取締役は4割以上になるが、派遣された（代表）取締役の職務は、国有資本参加企業はほとんど大株主企業の経営陣、もしくは経営陣・党の幹部（経営と党を双方兼ねている）のに対して、非国有資本参加企業のそれは、第一位は大株主企業の経営陣であり、第二位は個人出資者である。

（3）（代表）取締役と総経理との関係。国有資本参加企業において、総経理を兼務する取締役は99名で、大株主と関りがあると思われる取締役は24名しかない。関りのない（その定義が不明である）のが75名である。この調査結果が正しければ、取締役が総経理を兼務する会社99社の中、大株主が直接経営に参加するのはわず

か四分の一弱しかないことになる。筆者の直観と大きく違う。また、第三章の分析(71ページ)とも若干矛盾するような気がする。非国有資本参加企業のそれは107名、44名と63名である。

(4) 大株主による監査役会への影響力。大株主からの派遣と思われる監査役会主席の割合、国有資本参加企業は56.9%、非国有資本参加企業は39.64%である。両者とも、派遣された監査役会主席はほとんど全員、派遣した大株主の企業に職務を兼任する現象が見られる。最も多い職務は経営陣であるが、二番目に多いのは、前者は共産党の幹部であるのに対して、後者は大株主の企業の幹部(その定義は不明)になっている。ちなみに、この現象は監査役会主席だけでなく、監査役と大株主との関係にも見られる。

最後に、国有資本参加企業も非国有資本参加企業も、若干の程度の差があっても、所有制と関係なく、株式の所有は単独株主への集中度が高い構造を持ち、多くの(代表)取締役は大株主より派遣され、そして、総経理を兼任することによって、大株主は直接経営に関わる。このため、中国上場企業は株式が上場しても、所有権と経営権の分離はあまり進んでいないとも言える。上場企業のエージェンシー問題はそれほど重要ではない。また、アメリカや日本と性質的に違い、従来の所有者と経営者との間ではなく、所有者である大株主と大株主の代表(代理人)である取締役との間に発生することは、国有資本参加企業において大株主と監査役会との関係は非国有資本参加企業より緊密の原因だと解釈した著者の見方に同感した。

所有者である大株主と大株主の代表(代理人)である(独立)取締役(監査役)との間に

発生するエージェンシー問題はいかに対応されているのかは、「第5章 上場会社における取締役、監査役の報酬・インセンティブ」の内容である。

アメリカや日本を習って、中国の上場企業も“株権奨励制度”を導入した。取締役、監査役と主要経営幹部(総経理、副総経理と財務責任者)の報酬は金銭報酬と株権奨励から構成されるようになった。報酬は、取締役会が所属の報酬と考課委員会の意見に基づいて、株主総会に提案して、議決を得てから決められている。

この章は上場企業200社「2011年度報告書」の報酬に関するデータと分析を詳細に行い、その実態を突き止めようと試みた。

2011年度、上場企業200社の金銭報酬の平均値は52.04万元で、国有資本参加企業は58.22万元で、非国有資本参加企業は47.25万元である。本書が指摘したように、これは年度報告書が公表したデータで、大株主の企業とその他の関連企業から受け取る報酬が非公開であるため、実際の金銭報酬の金額は把握できない状況である(145ページ)。社内取締役の中、当該企業からのみ報酬を得ている622名の平均報酬は58.53万元、国有資本参加企業は69.41万元、非国有資本参加企業は50.89万元という。監査役の中、当該企業からのみ報酬を得られる監査役の平均報酬は24.18万元で、国有資本参加企業は33.88万元で、非国有資本参加企業は15.54万元である。監査役の報酬は、取締役と比べ、不思議に低い。その原因の究明は行われていない。

株権奨励については、株権奨励を行った企業は、200社のうち、101社に上り、国有資本参加企業は48社で、非国有資本参加企業は53社になる。人数を見ると、264名で、全部の23.2%を

占めた。

大株主の企業とその他の関連企業から金銭的報酬が支給される国有資本参加企業の方が非国有資本参加企業より高い、逆に、株権による奨励の比率は非国有資本参加企業の方が国有資本参加企業より高いことについて、大株主の利益を最大化するように、国有資本参加企業は派遣した取締役と監査役に対して、金銭的報酬を利用したのに対して（159ページ10行、とされたが、正しいのは、“親会社とその他の関連企業は”，国有資本参加企業に派遣した取締役と監査役に対して）、非国有資本参加企業は株権による奨励を活用したと結論づけた。

一方、取締役（監査役も同様）は大株主の派遣、関連企業での兼職等が横行する。社内取締役総数1,108名の内、622名は当該企業のみから報酬など、380名は親会社とその他の関連企業のみから、106名は両方から報酬を受け取る。大株主の企業とその他の関連企業から報酬が支給された取締役会の社内取締役構成員を半数以上占めた企業は99社に上り、うち、国有資本参加企業は69社、非国有資本参加企業は30社である。代表取締役が大株主の企業とその他の関連企業から報酬を受け取った企業は103社で、国有資本参加企業は67社、非国有資本参加企業は36社である。国資本参加企業100社の内、大株主の企業とその他の関連企業から報酬を受け取る社内取締役がいるのは92社で、うち、大株主の企業とその他の関連企業から報酬を受け取る社内取締役1名だけの企業はわずか5社で、親会社とその他の関連企業から報酬を受け取る社内取締役が複数いる企業は大多数である。

このように、兼職兼務が横行する状況の中、担当企業からの報酬は報酬の一部だけにすぎず、取締役（監査役）報酬の真相究明は容易で

はない。これだけではなく、取締役（監査役）報酬に、ほかにも二つの疑問がある。

第一、そもそも大株主支配の企業に報酬の決定の合理性と妥当性。本書が指摘したように、報酬と考課委員会は取締役会の下部組織で、その権限はアドバイスだけにとどまること；取締役会に掌握された株主総会の議決は必ずしも中小株主を含む株主全員の意見が反映されないこと；報酬と考課委員会のメンバーは主に独立取締役から構成されるが、前述のように、独立取締役といえども、取締役会と対立する環境はほとんど整っていないため、報酬と考課委員会は適正な意見を提出しているとは思わない。

第二、株権奨励を報酬の一部として、大株主（所有人）と取締役（委託人）の関係を説明しようとしたが、恐らくデータの制約により、株権奨励の量的アプローチを行わなかったので、当然、報酬の中の量的把握はできないで終わってしまった。

「第6章 国有独資公司における企業統治～取締役会、監査役会の選出と構成を中心に～」は、国有独資公司を取り上げて、企業統治を観察した。国有独資公司とは中国政府が単独所有する企業のこと、国有企業改革で最後に残った国有企業である。国有独資公司与政府、そして、企業との関係は、一般的に、政府の国有資産監督管理委員会—国有独資公司—国有資本参加企業の構図になっている。本書のタイトル（上場企業…）から少し離れたが、中国の上場企業の企業統治を理解するのに役立つためだと思われるか、本章を加えたかと思う。多くの示唆が与えられた。

まずは、国有独資公司には取締役会と監査役会というシステムが導入された理由は何であろうか。国有独資公司是国有独資だから、別に—

般投資者から資金を調達する必要性もないし、独資だから株主総会も設けられていない。また、取締役会や監査役会のメンバーは国有資産管理委員会が派遣するメンバーと従業員大会が選出するメンバーから構成され、代表取締役と副代表取締役も国有資産管理委員会が指名することになっているので、所有と経営は一体化しているのです、一般意義のエージェンシー問題が存在しない。

つぎ、2009年から外部取締役制度が導入され、この外部取締役は国有資産監督管理委員会が、選抜、派遣する。外部からではあるが、着任したら、その企業の“専属外部取締役”になる。この外部取締役と（非外部）取締役の区別はどこにあるか、何の目的で外部取締役を置いたのかは理解しがたい。

第三、1999年から、共産党書記は代表取締役を兼任することができるようになった背景には何があったのか。国有企業改革の早い時期から“工場長責任制”が導入された。国有企業経営不振の原因の一つは工場長をはじめとする経営陣と党組織との間の足の引っ張り合いにあると認識されたからである。共産党書記が代表取締役を兼任すれば、この足の引っ張り合いを無くすことができれば、どうして、早く“共産党書記責任制”を実施しなかったであろうか。

本書は読者の理解を助けるために、とても参考になるケースを提示してくれた。旧上海化学工業局から変身した上海華誼（集団）公司の例である。上海華誼（集団）公司は、上海市国有資産監督管理委員会が授権した国有独資公司で、傘下には多数の国有資本参加企業がぶら下がっている。上海市国有資産監督管理委員会から、当然、資産の維持増大や雇用の安定、利潤の増加などのノルマが課されていると同時に、

経営に関する多くの権限が与えられている。

ここでユニークなのは取締役会の構成員5人のうち、2名は上海市国有資産監督管理委員会からの派遣、外部取締役は2名（当然、上海市国有資産監督管理委員会からの派遣）、従業員代表は1名である。代表取締役と取締役兼総裁（社長）は上海市国有資産監督管理委員会からの派遣、また、代表取締役は上海華誼（集団）公司の党書記で、取締役兼総裁は党副書記で、従業員代表は労働組合の幹部で、外部取締役は別の国有企業の経営者であった。全員共産党員である。監査役会にも同じ現象が見られる。構成員は2名しかない。主席と従業員代表である。「公司法」の5名以上の法規制を明らかに違反しているが、その理由については不明である。監査役会主席は上海市国有資産監督管理委員会からの派遣で、上海華誼（集団）公司の党紀律検査委員会書記でもある。同時に上海華誼（集団）公司の子会社と持ち株会社3社の監査役会主席も兼任している。従業員代表も上海華誼（集団）公司の子会社の党書記と代表取締役を兼任している。

Ⅲ．企業改革の方向性と企業統治

株式会社組織は既に中国経済と社会に浸透した。所有と経営の分離により、より良い経営が行われ、企業の成長を導く。中国国有企業の改革も早い時期からこの所有と経営の分離に重点を置いて進められてきた。しかし、本書で見られたように、所有と経営の分離だけでは不十分である。なぜなら、所有者は必然的と言ってもいいくらいに経営に影響力を与えようとする。特に、所有者は国という比較的抽象な概念の場合、株価の上昇、利潤、売上に安住する

ことなく、その影響力を具体化したい。人事権、直接経営に参加する権など。特に、所有者の力関係で、一方の所有者は他の所有者より圧倒的な力を持っていれば、制約なしに経営の掌握が可能である。形式上は、所有と経営が分離するが、内容的には、いろいろな形で所有が経営に関わってくる。本書の研究は如実にこの事実を明らかにした。だから、所有と経営の分離を実現するには、所有の分散も不可欠である。所有が分散すれば、所有者同士が相互に制約し合い、恣意的に経営に関わることができなくなり、はじめて所有と経営の分離が実現する。しかし、この所有の分散には時間がかかる。特に、中国国有企業改革において、国有資産の流失問題はしばしば取り上げられ、この所有の分散は阻まれた。“株式所有の集中構造”と“大株主支配”の変化には先のことになりそうである。

一方、中国経済は高成長が続き、増収増益の企業も少なくないし、国有企業をより大きくより強く作り上げようとしている雰囲気が強まっている。これを持って取締役会、独立取締役、監査役会などを内容とする企業統治は有効に機能したと結論を付けることができるであろうか。

高成長の結果とその原因の相互関係を実証するのには、中国経済高成長の源泉（かつては外資企業など）などマクロの分析だけでなく、業績の良い企業所在の分野、業績向上の原因など

ミクロ的な分析も不可欠であるため、安易に結論が得られないと思われる。

しかし、一つだけ明らかである。党政分離、行政メカニズムの改革を目的とする国有企業改革の方向が正しかったのである。上海華誼集団のケースで示されたように、共産党書記長が代表取締役を、共産党紀律検査委員会書記が監査役会主席を兼任することは、経営者による企業経営と監査役会の機能を形骸化することになる。

「共産党章程」第四十三条では“党の各レベルの規律検査委員会は同じレベルの党委員会と上部の規律検査委員会の二重指導の下で与えられた責務を果たす”と書かれている。つまり、党委員会書記が代表取締役を兼任し、党規律検査委員会書記が監査役会主席を兼任すれば、取締役会と監査役会との関係は、指導と非指導、支配と被支配の関係になる。共産党幹部が企業の経営と監査のリーダーを兼任することによって、「党企一体化」を実現し、組織の簡素化による効率の向上が分かるが、党は政治組織で、利益最大化を追求する経営組織である企業とは、それぞれの使命が違う。著者は第6章の終わりに指摘したように、“会社の意思決定において、会社の方針が党の方針と対立する場合には、どのように意思決定が行われるかなどについては興味深い問題として残る”（184ページ）。

（獨協大学経済学部教授
・当研究所客員研究員）