

中国コーポレート・ガバナンス評価

— 研究と実践

李 維安



はじめに

コーポレート・ガバナンス改革は、アメリカを中心をイギリス、日本、ドイツなどの主要先進国に徐々に拡大し、近年では新興市場国でも展開されている。中国企業にとって、コーポレート・ガバナンス改革は企業変革の中核である。過去三〇年間で、中国におけるコーポレート・ガバナンスは大まかに、コーポレート・ガバナンスの理念導入、構造とメカニズム、ガバナンスモデルと原則、およびガバナンスの質の重視という段階を経過してきた。長年にわたるコーポレート・ガバナンスの検討と蓄積を経て、関連する法律法規、およびポリシーシステムは次第に健全にな

り、多層的なガバナンス監督システムが確立され、上場企業のガバナンス水準も次第に向上している。

中国における上場企業のガバナンスは海外よりも遅れて始まったが、すでにガバナンス構造とガバナンスメカニズムを確立する最初の二つのステップを経て、現在、中国の上場企業のガバナンスは質を中心とした改革と発展の重要な段階に入っており、これに基づいてガバナンスの有効性の向上を実現する必要がある。そのため、コーポレート・ガバナンスの評価方式を通じて、科学的な評価指標を採用し、指数という形式で企業のガバナンスの質を定量的に反映させる必要がある。中国のコーポレート・ガバナンス環境に適応するコーポレート・ガバナンス評価システムと評価指数の確立は、二一世紀におけるコーポレート・ガバ

ンスの質とガバナンス環境を重視する現実的な需要に対応しうるだけでなく、中国のコーポレート・ガバナンス構造とガバナンスメカニズムの完備状況、企業のガバナンスリスクの出処、程度とコントロール、さらに中国企業の持株株主の行為、取締役会の運営、経営層のインセンティブ制約、監査役会の監督および情報開示などの現状、既存リスク、ガバナンス業績などを把握できる。投資家への投資情報の提供を通じて、コーポレート・ガバナンスの現状を把握し、ステークホルダーの権益保護、コーポレート・ガバナンス構造とガバナンスメカニズムの構築などにおいて、企業の現状と問題を観察、分析し、コーポレート・ガバナンスの質と企業価値を向上させる。

一 先行研究

コーポレート・ガバナンス評価は、一九五〇年にジャクソン・マーティンデル (Jackson Martin del) によって提案された取締役会の評価から生まれ、その後、一部の商業組織もコーポレート・ガバナンス評価システムを確立した。コーポレート・ガバナンス評価に関する初期の規範的な研究は、一九五二年に米国機関投資家協会が取締役会を正式に評価するために設計したプログラムであり、その後、コーポレート・ガバナンスの診断と評価について一連の研

究結果が発表された。例えば、一九九三年にサーモン (Salmon) は取締役会の診断をめぐって二二の質問を提案した⁽¹⁾。一九九八年にスタンダード・アンド・プアーズ (Standard & Poor's) はコーポレート・ガバナンスサービスシステムを確立し、二〇〇〇年にコーポレート・ガバナンスコアを商業サービスプロジェクトに拡大して、ロシアの上場企業の五社を評価した。この評価制度は二〇〇四年に改定されて以降、グローバル上場企業を対象として、個別評価と企業評価の二つの面からコーポレート・ガバナンスの採点制度を確立した⁽²⁾。一九九九年、デミノ・ヨーロッパ (Damino Europe) はヨーロッパ企業のガバナンスのため、デミノ・コーポレート・ガバナンス評価システムを通して、スタンダード・アンド・プアーズのコーポレート・ガバナンス評価システムと同様に、マクロ環境とミクロの両方の観点からコーポレート・ガバナンスを評価した⁽³⁾。二〇〇〇年、中信里昂証券 (CLSA) アジアは新興市場向けのCLSAコーポレート・ガバナンス評価システムを確立し、アンケート設定の方法を通して、コーポレート・ガバナンスを評価した。しかし、ほとんどの指標が商業化志向により、コーポレート・ガバナンス指数の選択は限定的であり、システムを形成せずにコーポレート・ガバナンスの一部の側面のみを検討しており、継続的な研究が不足していた⁽⁴⁾。

そのため、南開大学中国コーポレート・ガバナンス研究院は、二〇〇三年に中国初の「中国上場企業コーポレート・ガバナンス評価システム」という体系的なコーポレート・ガバナンス評価システムを確立⁵⁾、二〇〇四年に『中国コーポレート・ガバナンス評価報告書』⁶⁾、中国上場企業コーポレート・ガバナンス指数(CCGI^M)⁷⁾を発表し、上場企業のコーポレート・ガバナンスをめぐる大規模な定量的評価を行う初めての専攻分析機関として、今日まで続いている。これは中国初の非商業的で、大規模なサンプル、および継続的なガバナンス評価システムの誕生を示している。そのほか、Institutional Shareholder Servicesは、メンバーにコーポレート・ガバナンスサービスを提供するため、グローバルコーポレート・ガバナンスデータベースを確立した。他には、Brunswick Warburg⁸⁾、ICLCG (Institute of Corporate Law and Corporate Governance)、ICRA (Information and Credit Rating エージエンシー)、WBコーポレート・ガバナンス評価システム、タイコーポレート・ガバナンス評価システム、韓国コーポレート・ガバナンス評価システム、日本コーポレート・ガバナンス評価システム(CGS, JCGIndex)、中国台湾コーポレート・ガバナンス評価システムなどがある⁹⁾。

上場企業は株式市場の中核であり、上場企業の質が高くなれば、株式市場は健全に発展できる¹⁰⁾。コーポレート・ガ

バナンスの質は、企業の質の基盤と中核である。効果的なコーポレート・ガバナンスの確立には、我が国のミクロ経済で最も重要なシステム構築が必要である。優れたコーポレート・ガバナンスは、株主(少数株主を含む)の利益を保護するだけでなく、企業の独立運営を確保することもできる。これは、所有権と経営権という分離制度の基盤であり、重要な「ソフトパワー」でもある。優れたコーポレート・ガバナンスのうえに優れた管理があれば、投資家に支持される。コーポレート・ガバナンスの有効性は、国有企業改革の成否に関係する。コーポレート・ガバナンスの水準も中小投資家の信頼に影響を及ぼし、資本市場の安定的な発展の基礎となっている¹¹⁾。

コーポレート・ガバナンス評価に関する海外の学者による代表的な研究は次の通りである。二〇〇三年のGompers、IshiiおよびMetrickによる⁶⁾、米国投資家責任研究センターの二四のコーポレート・ガバナンス条項に基づいて作成されたGインデックス¹²⁾、二〇〇四年のBechtuk、CohenおよびFerrellによる¹³⁾、Gインデックスによって構築されたEインデックスである。これらの指数の実証研究により、優れたコーポレート・ガバナンスが企業価値にプラスの影響を与えることが実証されている。先進国のコーポレート・ガバナンスの理論と実践を参照し、中国市場経済の発展段階の特徴から始め、中国市場の現状をめぐつ

て、変革と進歩を最大限に促進できるガバナンスモデル、適切な解決対策の模索が必要である。

二 コーポレート・ガバナンス評価の研究意義

(1) 政府監督、資本市場の改善発展の促進に有利である。

コーポレート・ガバナンス指数は、コーポレート・ガバナンス水準を反映している。コーポレート・ガバナンス指数が詳細に作成された後、定期的に公開され、監督機関が上場企業のコーポレート・ガバナンス構造とガバナンスメカニズムの運用状況をタイムリーに把握できれば、情報フィードバックの面でも保障となる。このシステムを通して、証券監督機関は上場企業の持株株主行為、取締役会、監査役会、上級管理職の選択とインセンティブ制約メカニズム、情報開示と内部統治などの確立と完備、および存在可能性がある企業の管理リスクなどをタイムリーに理解することができ、監督機関が企業に対して監督管理作用を有効に発揮するのに有利である。同時に、証券監督機関が中国企業のガバナンス状況および関連する準則、制度などの執行状況をタイムリーに把握するのに有利である。

(2) 企業の名譽を高め、証券市場の質の向上促進に有利である。

企業は資金調達と持続可能な発展を考慮し、証券市場と

投資家の前で、企業イメージに十分な注意を払う必要がある。コーポレート・ガバナンス評価システムの確立は、コーポレート・ガバナンス状況を全面的、体系的、またタイムリーに追跡し、その評価結果を定期的に公開できる。これは、中国企業の脆弱な外部環境による制約を補充している。コーポレート・ガバナンス評価状況の適時発表による信用制約は、企業にコーポレート・ガバナンス状況を継続的に改善させ、コーポレート・ガバナンスリスクを最小限に抑え、証券市場の質の向上と信用の強化につながっている。企業の信用は、優れたコーポレート・ガバナンスの構造とメカニズムに基づいて成り立っており、優れたガバナンスを備えた企業が優れたコーポレート・ガバナンスを備えることとなる。コーポレート・ガバナンス指数の作成と定期的な発表は、コーポレート・ガバナンスの状況を追跡することにより、強固な評判制限を形成し、証券市場の質の向上を促進している。各時期のコーポレート・ガバナンス指数の動態比較はコーポレート・ガバナンスの質の変化を反映し、評判制約の形成を助長している。

(3) 企業の科学的な戦略決定、監督メカニズムの改善および診断管理に有利である。

コーポレート・ガバナンス指数により、企業（評価対象）は、企業のガバナンスの全体的な運営、株主行動の管理に関する企業のガバナンス状況、取締役会、監査役会、

経営者などのガバナンス状況、および情報開示、内部統治状況をタイムリーに把握させ、直ちに発生可能性がある問題を診断、解決し、それによって企業のガバナンス構造とガバナンスメカニズムが良好な状態にあることを確保させ、企業の政策決定水準と競争力を高める。定期的に発表されたコーポレート・ガバナンス評価情報は、管理当局にコーポレート・ガバナンスの潜在的なリスクをタイムリーに把握させ、積極的な措置を取って、リスクを低減し回避させる。投資家はコーポレート・ガバナンス評価が提供した企業のガバナンスの質、企業のガバナンスリスクの全面的な情報を利用して、その投資対象を理解することができる。科学的な投資策略に情報資源を提供することができる。

(4) 投資家の投資に鑑別ツールを提供し、投資指導に有利である。

タイムリーに定量されたコーポレート・ガバナンス指数により、投資家は異なる企業のガバナンス水準とリスクを比較し、投資対象のコーポレート・ガバナンスにおける現状と存在可能性があるリスクを把握することができる。同時に、コーポレート・ガバナンス指数、リスク警報とコーポレート・ガバナンスコストおよびコーポレート・ガバナンス業績の動態データに基づき、投資対象企業のガバナンス状況、リスクの動向と潜在的な投資価値を判断し、政策決定水準を高めることができる。これまでの投資家は主に

投資対象の財務指標を分析していたが、財務指標には限界がある。コーポレート・ガバナンス指数が確立され、定期的に発表されることは、情報の公開を促進し、情報の非対称性を低下させ、政策決定の科学性を高める。例えば、一九九二年に設立されたLENS投資管理会社の投資選択原則は、財務評価とコーポレート・ガバナンス評価という二つの面から価値が過小評価された企業、およびコーポレート・ガバナンスを通じて価値を高める企業を見つけることである。米国の機関投資家サービス会社はイギリスのFTSEとともに企業のガバナンス株価指数を確立し、メンバーに企業のガバナンスコンサルティングサービスを提供した。韓国はコーポレート・ガバナンス株価指数も確立した。

(5) コーポレート・ガバナンスのための実証的研究プラットフォームの確立を促進し、コーポレート・ガバナンス研究の水準を向上させる。

「中国コーポレート・ガバナンス指数報告」は理論的研究から定量的研究および実践的研究までのコーポレート・ガバナンス研究を行い、コーポレート・ガバナンスの質、コーポレート・ガバナンスリスク、コーポレート・ガバナンスコスト、コーポレート・ガバナンスパフォーマンス測定などの科学的問題の解決に役立つ。コーポレート・ガバナンス評価の過程における一連の調査と研究の結果は、

コーポレート・ガバナンスに関する実証的研究の開発を成功させるための重要なデータリソースである。このプラットフォームの確立は、コーポレート・ガバナンス理論研究とコーポレート・ガバナンス実践を有機的に組み合わせ、コーポレート・ガバナンス実践に関するコーポレート・ガバナンス理論研究の指導的な役割をさらに強化する。

三 中国コーポレート・ガバナンス評価の 研究と応用——ガバナンス指数

コーポレート・ガバナンス評価の最終的な目的は、コーポレート・ガバナンスの研究と実践のための参考資料とガイダンスを提供することである。理論界では、中国内外の学者がさまざまな方法でコーポレート・ガバナンス指数を構築し、それに基づいて、コーポレート・ガバナンスのさまざまな側面とその影響について有意義な説明と研究を行っている。

(一) 中国上場企業のガバナンス指数の特徴

南開大学中国コーポレート・ガバナンス研究院は長期にわたってコーポレート・ガバナンスの理論と応用を結合する研究に力を入れ、研究チームはコーポレート・ガバナンスに対して基礎理論の研究を堅持しつつ、コーポレート・

ガバナンスの応用研究を並行して行っている。このチームは一九九九年からコーポレート・ガバナンスの質に関する評価研究を開始した。始めはコーポレート・ガバナンスの理論研究からコーポレート・ガバナンスの原則、応用に関する研究をし、その後、ガバナンス原則からガバナンス評価と指数の研究にさらに拡大した。研究分野は、ガバナンス構造研究からガバナンスメカニズム研究、ガバナンス理論研究からガバナンス実践研究、国内ガバナンス研究から多国籍ガバナンス研究、伝統的ガバナンス研究からネットワークの研究へと続いてきた。現代のガバナンス研究から民営ガバナンス研究まで、被統治者のガバナンスに関する深い研究から統治者のガバナンスに関する研究までなど。理論研究については、ガバナンスを中心とする理論的な枠組みを構築し、ガバナンスの研究分野は単一法人から企業グループ、多国籍企業およびネットワーク組織などに広がられた。

コーポレート・ガバナンス評価の研究と応用は、コーポレート・ガバナンス実践に指導的な意義を持っている。中国企業はガバナンス環境、ガバナンス構造とメカニズムなどの面で、他国の企業とは大きな違いがあるため、直接に国外評価システムを国内に移植すると必ず「水土不服」（気候風土にあわない）現象が発生する。中国上場企業コーポレート・ガバナンス指数(CCGITM)は、中国の

コーポレート・ガバナンス環境の特殊性を十分に考慮し、国際的事例を参考にして、中国企業が置かれている法律環境、政治制度、市場条件および企業自身の発展状況と結びつけて、中国の特色を持つ企業評価指標体系を構築し、科学的な方法でコーポレート・ガバナンス状況を評価しているため、中国コーポレート・ガバナンス状況を正確に反映することができる。

(二) 中国上場企業コーポレート・ガバナンス指数の 開発プロセス

中国上場企業コーポレート・ガバナンス指数(CCGI_{NK})の研究開発は、進歩的な動的最適化プロセスを示している。具体的には、CCGI_{NK}の形成は四つの段階を経ている。

第一段階…「中国コーポレート・ガバナンス原則」の策定、研究である。中国経済体制改革研究会の協力を受けて、二〇〇一年に発表した「中国コーポレート・ガバナンス原則」は、中国証券監督管理委員会の「中国上場企業コーポレート・ガバナンスガイドライン」およびPECC組織の「東アジアガバナンス原則」に吸収参照され、コーポレート・ガバナンス評価指標システムの確立に参照基準を提供している。

第二段階…「中国上場企業コーポレート・ガバナンス評価指標制度」の構築である。二年間の調査を経て、二〇〇

一年一月に開催された第一回コーポレート・ガバナンス国際シンポジウムで「中国における三種類の外資系企業に関するコーポレート・ガバナンス調査報告書」が発表された。二〇〇三年四月には改訂を加え「中国上場企業コーポレート・ガバナンス評価指標制度」を提案し、二〇〇三年一月の第二回コーポレート・ガバナンス国際シンポジウムでは、コーポレート・ガバナンス評価指標制度を中心に中国内外の専門家から意見を求めた。これまでの研究成果とコーポレート・ガバナンス専門家の提案によると、コーポレート・ガバナンス指数体系は最終的に、株主ガバナンス指数、取締役会ガバナンス指数、監査役会ガバナンス指数、経営層ガバナンス指数、情報開示指数、ステークホルダーガバナンス指数という六つの側面における合計八〇を超える評価指標が決定された。

第三段階…CCGI_{NK}と『中国コーポレート・ガバナンス評価報告書』が正式に確立される。評価指標システムと評価基準に基づくCCGI_{NK}が構築され、二〇〇四年に最初の『中国コーポレート・ガバナンス評価報告書』が発表された。この報告書はCCGI_{NK}を適用して、中国上場企業の大規模なサンプル(二〇〇二年のデータ)に定量的な評価と分析を初めて実施し、その後、年に一回のコーポレート・ガバナンス報告書を毎年発行している。

第四段階…中国上場企業コーポレート・ガバナンス評価

システムの応用段階である。第一、監督機関と協力し、調査結果を改革戦略に転換している。評価データをもとに『中国上場企業コーポレート・ガバナンス基準改正報告書』が『上場企業コーポレート・ガバナンスガイドライン(二〇一八年)』の改訂に貢献し、もとの中国保険規制委員会に対して、初めて科学的な保険会社ガバナンス評価基準と評価システムを構築した。二〇一九年、国有資産監督管理委員会は、中国における国有上場企業の発展に関する最初の報告書を発表した。第二、実際のコーポレート・ガバナンス問題解決のため、コーポレート・ガバナンスの診断、地域評価を実施した。この応用研究の成果は、国家エネルギーグループのような二〇以上の国有企業、中国工商银行など一〇以上の重要な金融機関、上海、深圳など地域の国有資産監督管理委員会を対象に運用されている。二〇一七年以降、評価システムを応用し、深圳における上場企業のコーポレート・ガバナンス状況を四年連続で評価した。第三、CCTV Finance 50 Index などの開発、研究を支援しつつある。CCTV Finance 50 Index、CCTV Governance Leading Index は、中国上場企業のコーポレート・ガバナンス指数に基づいて作成された。CCTV Finance 50 Index に基づいて、毎年「CCTV上場企業トップ10」が選ばれ、投資家に投資価値の面で役割を果たしている。それ以外に中国上場企業グリーンガバナンス指数(CCGI)を継

続して発表し、二〇二〇年にはCCGIに基づく中国初のグリーンガバナンス株価指数も発表された。

(三) 中国上場企業コーポレート・ガバナンス指数の構成

中国上場企業が直面するガバナンス環境の特徴に基づき、南開大学中国コーポレート・ガバナンス評価研究グループは、コーポレート・ガバナンス理論研究、コーポレート・ガバナンス原則、コーポレート・ガバナンス評価システムおよび多数の実証研究、事例研究の成果をまとめ、二〇〇三年にコーポレート・ガバナンス評価システム、二〇〇四年に『中国コーポレート・ガバナンス評価報告書』とCCGI[※]を発表した。その後、二〇〇四年、二〇〇五年に最適化され、すべての関係者の意見が広く求められ、六つの側面の評価指標が適切に調整された。上場企業のガバナンス評価の実証研究を通じて、一部の顕著ではない指標を調整し、企業に対してガバナンス評価の実施を通じて、システムの有効性を絶えず検討し、最適化を行う。ステークホルダーなどの新しいコーポレート・ガバナンス研究成果の導入を通して、各方面の意見を聞き、広く検討を行っている。法律法規の変化のようなガバナンス環境の変化に緊密に注目し、評価システムにタイムリーに反映させている。評価指標体系は表1のようである。

表1 中国上場企業コーポレート・ガバナンス指数評価指標体系

指数 (目標層)	コーポレート・ガバナンス評価の 6つの側面 (ガイドライン層)	コーポレート・ガバナンス 評価の各要素 (要素層)
中国上場企業の コーポレート・ ガバナンス指数 (CCGI ^{NK})	株主ガバナンス (CCGI ^{NK} _{SH})	上場企業の独立性 上場企業関連取引 中小株主権益保護
	取締役会ガバナンス (CCGI ^{NK} _{BOD})	取締役の権利と義務 取締役会の運営効率 取締役会組織構造 取締役報酬 独立取締役制度
	監査役会ガバナンス (CCGI ^{NK} _{BOS})	監査役会の運営状況 監査役会規模構造 監査役会の適応能力
	経営層ガバナンス (CCGI ^{NK} _{TOP})	経営層任免制度 経営層の執行保障 経営層のインセンティブ制約
	情報開示 (CCGI ^{NK} _{IR})	情報開示の信頼性 情報開示の関連性 情報開示の適時性
	ステークホルダーガバナンス (CCGI ^{NK} _{STH})	ステークホルダーの参加度 ステークホルダーの協調度

出所：南開大学中国コーポレート・ガバナンス研究院の「中国上場企業コーポレート・ガバナンス評価システム」より。

指標体系はコーポレート・ガバナンス指数の根本であり、異なる環境には異なるコーポレート・ガバナンス評価指標体系が必要であり、CCGI^{NK}は中国市場の多くの重要な特徴を反映している。この評価指標体系は中国の上場企業が直面しているガバナンス環境の特徴に基づき、企業の内部ガバナンスメカニズムに重点を置き、コーポレート・ガバナンスの情報開示、中小株主の利益保護、上場企業の独立性、取締役会の独立性および監査役会の参加ガバナンスなどを強調し、株主ガバナンス、取締役会ガバナンス、監査役会ガバナンス、経営層ガバナンス、情報開示とステークホルダーガバナンスの六つの側面から、一九の二級指標を設け、具体的には八〇以上の評価指標があり、中国上場企業コーポレート・ガバナンス状況に対して全面的、系統的な評価を行う。

四 二〇二一年中国コーポレート・ガバナンスの分析

二〇〇三年から二〇二一年まで一九年間の中国コーポレート・ガバナンス評価データによると、中国コーポレート・ガバナンスの評価対象数は二〇〇三年の九三一から二〇二一年の四一三四に増加した。中国の上場企業の全体的なガバナンス水準は、過去二〇年間で上昇傾向を示しており、ガバナンス指数は二〇〇三年の四九・六二から二〇二一年の六四・〇五に上昇している（図1）。

(一) サンプル組成

二〇二一年に評価されたサンプル企業の本数は四一三四社で、そのうちメインボードは二〇六二社で、金融機関九九社、非金融機関一九六三社である。中小企業ボード（SME）は九六五社で、金融機関一八社、非金融機関九四七社である。創業ボード（チャイネクスト）は八九二社で、金融機関五社、非金融機関八八七社である。STARマーケットは二一五社で、いずれも非金融機関である。サンプル産業の分布状況から見ると、製造業サンプルは二六四七社でサンプル全体の六四・〇三%を占め、続いて情報通信、ソフトウェア、情報技術サービスが合計三四〇社で

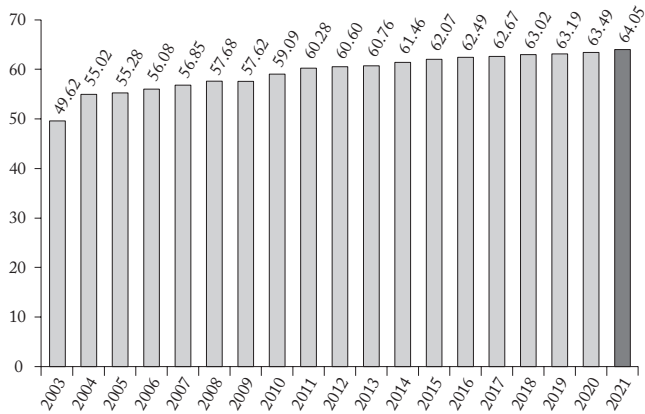


図1 中国上場企業コーポレート・ガバナンス指数
(2003-2021年)

八・二二%を占めている。サンプル株主の分布状況から見ると、国有持株会社と民営持株上場企業は計三六八社で八八・七三%を占めている。上場企業の地域分布の割合状況から見ると、経済発達地域では、広東省六七三社でサンプルの一六・二八%、浙江省五一八社でサンプルの二一・五

三%、江蘇省四七九社でサンプルの一・五九%、北京市三七九社でサンプルの九・一七%、上海市三三八社でサンプルの八・一八%、山東省二七社でサンプルの五・四九%などの占有数が多い。海南省、甘肅省、貴州省、内モンゴル、チベット、寧夏、青海省などの西部の発展途上地域のサンプル量が少ない。特に寧夏と青海省が最も少なく、一四社と一社で、地域の経済発展状況と上場企業数に関係があることを反映している。サンプル会社がA株上場企業の市場プレートタイプ区分統計によると、四七・四八%のサンプル、計一九六三社はメインボードで、計九四七社は中小企業板(SME)で二・九一%を占め、創業ボード(チャイネクスト)は計八八七社で二・四六%を占め、STARマーケットは二・一五社で五・二〇%を占めている。また、計一二二社の金融業上場企業が二・九五%を占めている。

(二) 中国の上場企業のガバナンスの概要

二〇二一年の評価サンプルでは、上場企業のコーポレート・ガバナンス指標の平均値は六四・〇五であり、二〇二〇年の六三・四九から〇・五六増加している。そのうち、中国上場企業コーポレート・ガバナンス指数(CCGI_{NK})の最大値は七四・九七、最小値は五一・六六、サンプルの標準偏差は三・六〇である。図2は中国上場企業コーポレ

ト・ガバナンス指数分布を示している。
四一三四社のサンプル会社のうち、CCGI_{NK} IとCCGI_{NK} IIに到達した会社はなく、CCGI_{NK} IIIが一三六社、CCGI_{NK} IVに到達したのは三四〇九社でサンプル全体の八二・四六%を占め、二〇二〇年の八三・五九%と比べて減少した。CCGI_{NK} Vの会社は五八九社で一四・二五%を占

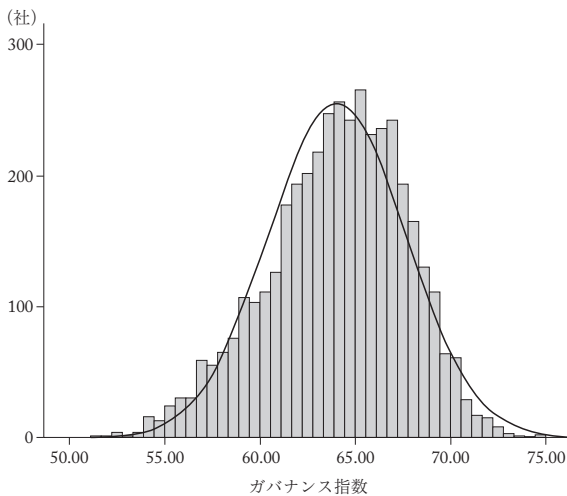


図2 中国上場企業コーポレート・ガバナンス指数分布 (2021年)

表2 コーポレート・ガバナンス指数等級分布

コーポレート・ガバナンス 指数等級		コーポレート・ガバナンス 指数等級分布	
等級	ガバナンス指数	数値	比率 (%)
CCGI ^{NK} I	90-100	—	—
CCGI ^{NK} II	80-90	—	—
CCGI ^{NK} III	70-80	136	3.29
CCGI ^{NK} IV	60-70	3409	82.46
CCGI ^{NK} V	50-60	589	14.25
CCGI ^{NK} VI	50以下	—	—
合 計		4134	100.00

出所：南開大学コーポレート・ガバナンスデータベースより。

一六年〇・一八%、二〇一五年〇・〇四%、二〇一四年〇・
 一二%、二〇一三年〇・二六%、二〇一二年〇・二一%、二
 〇一一年〇・六七%、二〇一〇年三・三三%を占める)。表
 2を参照。
 二〇二一年には、中国上場企業コーポレート・ガバナ
 ス指数が六一を超える地域の数は三〇になり、三二の地域

め、二〇二〇年
 の一四・八四%
 と比べて、下
 降傾向を示して
 いる。上場企業
 コーポレート・
 ガバナンス指数
 が五〇未満の会
 社はない(二〇
 二〇年にこのよ
 うな会社の占め
 た比率は〇・〇
 五%で、二〇一
 九年〇・〇六%、
 二〇一八年〇・
 〇九%、二〇一
 七年ゼロ、二〇
 一〇年三・三三%を占めていた。このうち、二八の地域の指
 数が六二を超え、二〇の地域の指数が六三を突破し、上場
 企業のコーポレート・ガバナンス能力は沿岸部から内陸部
 に向かって徐々に上昇する傾向を呈している。業界別にみ
 ると、二〇二一年の金融機関のコーポレート・ガバナンス
 指数は一位で、科学研究と技術サービス業、製造業、情報
 通信、ソフトウェアと情報技術サービス業、水利、環境と
 公共施設管理業などの業界が続いている。そのほか、賃
 貸・ビジネスサービス業、宿泊・飲食業、農林牧畜・漁
 業、不動産業、鉱業、卸売・小売業などの業界のガバナ
 ス指数が低い。地域によってガバナンス水準に一定の違い
 があり、河南省、安徽省、北京市、広東省、江蘇省、上海
 市、山東省、江西省、浙江省、福建省、四川省、湖南省の
 ガバナンス指数の平均値は高く、黒竜江省、青海省、海南
 省などのガバナンス指数の平均値は低い。持株株主の性質
 によって、ガバナンス水準に大きな違いが現れ、二〇二一
 年民営持株上場企業のガバナンス指数は、再び国有持株上
 場企業を上回り、民営持株上場企業の中小株主権益保護、
 情報開示の質、ステークホルダーの協調能力などが明らか
 に改善された。

(三) 具体的な側面状況分析

株主ガバナンス、取締役会ガバナンス、監査役会ガバ

表3 中国上場企業コーポレート・ガバナンス総体状況

ガバナンス指数	2020年	2021年
コーポレート・ガバナンス指数	63.49	64.05
株主ガバナンス指数	67.86	68.45
取締役会ガバナンス指数	64.95	64.93
監査役会ガバナンス指数	59.65	59.65
経営層ガバナンス指数	59.12	59.32
情報開示指数	65.27	65.60
ステークホルダーガバナンス指数	63.32	66.42

出所：南開大学コーポレート・ガバナンスデータベースより。

ンス、経営層ガバナンス、情報開示、ステークホルダーガバナンスの六つの側面から、四一三四社の上場企業のコーポレート・ガバナンス状況を分析した結果、取締役会ガバナンスが低下し、監査役会ガバナンスが同じ水準を保つて、その他は上昇傾向を示した。

株主ガバナンスに関しては、株主ガバナンス指数が上昇し続け、中小株主の取締役指名権と大株主の株式の質入れと凍結が大幅に改善された。二〇二一年の中国上場企業の株主ガバナンス指数は六八・四五で、二〇二〇年より〇・五九上昇した。二級指標から見ると、独立性は〇・八四上昇し、中小株主の権益保護は一・〇八上昇し、関連取引の指数は〇・三減少した。独立性の上昇の主な原因は、役員と持株株主の間の独立性が強まり、上場企業の経営層が持株株

主会社で兼任する割合が二〇二〇年の六・七〇%から二〇二一年の五・三〇%に下がった。中小株主権益保護指数が上昇したのは、会社定款に中小株主が取締役を指名する条件を明確に規定した企業が占める割合が一・八%上昇したためである。株主指名取締役が保有する株式の割合を三%以上に引き上げる企業は一・一六%減少した。民営企業の融資環境が改善され、大株主の株式の質入れと凍結が総株式に占める割合は三・四八%減少した。

取締役会ガバナンスに関しては、取締役会のガバナンス水準は全体的にやや低下し、独立取締役制度指数と取締役会の運営効率指数は明らかに低下している。二〇二一年、中国上場企業取締役会ガバナンス指数の平均値は六四・九三で、二〇二〇年より〇・〇二低下し、取締役の権利と義務指数は二〇二〇年より〇・〇四低下し、取締役会の運営効率指数は〇・一一低下した。取締役会の運営効率指数の低下は主に理事長と社長の両職兼任などの面に現れ、二〇二一年の両職兼任の割合は三二・二九%で、二〇二〇年より一・五九%上昇し、そのうち民営持株会社の両職兼任割合は四三・三九%で、二〇二〇年より三・〇五%上昇した。監査役会ガバナンスに関しては、人事などの監査役会の構造の後退傾向が表れ、監査役の適任能力が向上した。中国上場企業監査役会ガバナンスは、会社のガバナンスの六つの側面の中で低いレベルにあり、向上が遅く、停滞して

いる。二〇二一年、中国上場企業監査役会ガバナンス指数の平均値は五九・六五で、二〇二〇年と同じ水準を保っている。監査役会の規模構造指数が低下し続けていることは、監査役会の規模構造が完備されていないだけでなく、かえって後退傾向にあることを示している。主に上場企業の監査役会規模および従業員監事設置に現れ、二〇二一年監査役会規模の平均値は三・四七で、三人を超える会社の割合は二〇・四一%にとどまり、二〇二〇年比べて二三・三八%さらに低下した。ほとんどの会社は「会社法」の強制コンプライアンスの基準を満たしているだけである。監査役の適任能力の向上は監査役会の会長、監査役の学歴の向上に反映されている。

経営層ガバナンスに関しては、経営層のガバナンス状況は安定的に上昇している。そのうち、インセンティブ制約指数はやや上昇し、メインボード以外の上場企業の保障メカニズムの完備は強化されなければならない。二〇二〇年中国上場企業経営層ガバナンス指数の平均値は五九・三二で、二〇二〇年より〇・二〇上昇した。経営層ガバナンス指数の中の三つの指数から見ると、経営層任免制度指数の平均値は六二・三七、執行保障指数の平均値は六二・〇八、インセンティブ制約メカニズム指数の平均値は五四・一五である。このうち、執行保障指数は〇・二五ポイント下落し、主な原因は創業ボード（チャイネクスト）とSTARR

マーケットの会社経営層が関連部門で兼任する割合が六・八五%上昇したのである。インセンティブ制約指数は〇・九一上昇し、主な原因は経営層報酬インセンティブ指数が二・二〇%上昇し、役員上位三人の報酬平均値が一〇・三八万月上昇したことによる。任免制度指数は〇・一五低下し、主な原因は取締役会長と社長の兼職割合が〇・三八%上昇したからである。

情報開示に関しては、情報開示の質が回復し、信頼性、関連性、適時性の三つの指標が改善された。二〇二一年の情報開示指数は二〇二〇年と比較して、約〇・三三増加し、信頼性、関連性、適時性という三つの指数はそれぞれ〇・二七、〇・二〇、〇・六六上昇した。信頼性向上の要因は上場企業が内部統制の質を強化したからである。内部会計監査の意見が否定的または表れていない会社の数は六一%減少した。

ステークホルダーに関しては、ステークホルダーの協調度が大幅に改善されたが、新上場企業のステークホルダーのガバナンス参加度は弱点である。ステークホルダーの協調度の得点は改善され、そのうち上場企業の公益寄付の平均値は七三・六〇%増加した。定期報告書または社会責任報告書に債権者の権益保護、サプライヤーの権益保護を開示する会社の割合はそれぞれ二・九九%と二・〇七%増加した。二〇二一年に違反処罰を受けていない上場企業の割合

は二八・七三%上昇した。

おわりに

中国におけるコーポレート・ガバナンスは、三〇年以上にわたる発展を経て、実用的な問題から研究対象へと徐々に拡大し、さらに大学に学科が新設されるまでになった。

コーポレート・ガバナンス評価研究は、コーポレート・ガバナンスメカニズムの改善に理論的ガイダンスを提供している。ガバナンス指数の応用を通して、コーポレート・ガバナンスの状況を分析し、経営者がガバナンス問題をタイムリーに発見し、改善するのに役立つだけでなく、投資家が投資対象のガバナンス効率の評価、投資の評価ツールと識別基準を提供し、情報の非対称性の程度の削減、企業に効果的な評判制限の形成、監査機関に効果的な監督情報の提供などに有益である。二〇二一年中国上場企業コーポレート・ガバナンス指数(CCGITM)の評価結果に基づき以下の結論が導き出された。

第一、企業のガバナンス水準は著しく向上したが、ガバナンスの有効性には欠点がある。ガバナンスシステム、ガバナンス能力は、カバナンスシステムの改革、カバナンス能力の向上を背景として、ガバナンスの質は全体的に向上する傾向にあり、そのうち株主ガバナンス、経営層ガバナ

ンス、情報開示とステークホルダーガバナンスはそれぞれ〇・五九、〇・二〇、〇・三三、三・二〇上昇した。しかし、監査役会のガバナンスの向上は緩やかで、取締役会ガバナンスが下落した。ガバナンスのコンプライアンスに基づいて、上場企業はガバナンス有効性の向上という困難に直面している。

第二、優れたガバナンス会社の牽引作用が強化された一方、新上場企業のガバナンスレベルが低い。ガバナンス等級の変化から見ると、二〇二一年にCCGITM IIIレベルに達した上場企業は五七社から一三六社に増加し、一三八・六〇%増加した。ただし、新上場企業の割合は、監査役会規模、投資家関係管理などの面で上場企業に遅れをとっている。

第三、民営持株上場企業のコーポレート・ガバナンス水準が国有持株上場企業を超え、中小株主の権益保護、情報開示の質、ステークホルダー協調能力などが改善された。民営持株上場企業のガバナンス指数が〇・七三上昇し、国有持株上場企業を超えて、〇・一五%上昇した。そのうち、民営持株上場企業の大株主の株式の質入れと凍結が総資産に占める割合は三・四八%減少した。内部会計監査非標準意見を持つ会社の数は四九二減少した。監督管理部門に違反処罰を受けていない会社の割合は三一・一六%上昇した。

第四、国有上場企業の取締役会ガバナンスは民営持株会社に引き続き遅れており、取締役に對する監督、インセンティブの強化がカギとなっている。株主部門では、国有上場企業は、取締役と会長でそれぞれ四七・四一%、五七・二三%を保有しており、民営持株会社は二五・七四%、四七・九八%を占めている。国有上場企業の上位三名の取締役の平均報酬は二六〇・二一万元で、株式を保有する取締役の割合は一七・九一%で、民営持株会社の場合は二九四・七七万元、五五・〇八%である。

第五、金融機関ガバナンスが下降し、国有持株金融機関と民営持株金融機関のガバナンス格差が拡大した。金融機関ガバナンス指数は〇・二二減少し、そのうち国有持株はわずかに上昇、民営持株金融機関ガバナンスは大きく低下し、国有持株と民営持株で金融機関ガバナンスの格差はさらに拡大した。民営持株金融機関が五年間に現金配当を実施した年数の平均値は〇・三三減少し、取締役、監査役選挙で累積投票制を実施した会社の割合は三・八%減少した。内部で他の役員を務める割合は一九・一四%上昇し、他の専門委員会の設置個数の平均値は〇・一七%減少した。

第六、創業ボード登録制の改革効果が現れ、STARマーケット関連取引が上昇した。創業ボードにおいて、登録試験の実施、情報開示と違反処罰強化の結果は、創業ボード上場企業の情報開示指数は二・三二上昇し、株主ガ

バナンス指数は一・〇三上昇した。STARマーケットガバナンス指数は二〇二〇年と比べ、〇・二五%上昇しただけである。主な原因はSTARマーケット会社の関連取引の増加で、STARマーケット上場企業の関連取引が総資産に占める割合は〇・二〇%から一・一九%に上昇した。

第七、新型コロナウイルスの影響で、ステークホルダーの理念がさらに普及、深化され、持続可能な発展モデルの重要性が浮き彫りになり、社会責任、環境保護などのステークホルダーをめぐる理念が広く認められている。二〇二一年に上場企業の公益寄付は七三・六〇%増加し、社会責任報告書の開示会社の割合は〇・四六%増加し、専門的な環境保護機関、職員を設けた上場企業は二倍に増加し、ステークホルダーの協調性が明らかに改善された。

以上の評価結論に基づいて、中国の上場企業のコーポレート・ガバナンスの質を高め、上場企業の向上発展を促進するために、筆者は以下の七つを提案する。

第一、上場企業の独立したガバナンスを強化し、コーポレート・ガバナンスの有効性を高める。現在、上場企業のコーポレート・ガバナンスはコンプライアンスを満たしたうえで、ガバナンス構造とガバナンスメカニズムの革新を強化しなければならない。上場企業の両職兼任割合を下げ、取締役会専門委員会の運営効率を高める。監査役会の規模を適切に拡大し、監査役会の専門委員会制度を導入

し、会社の監査役の選任および任命に関する経験、要求を強化し、監査役会のメンバーの中に少なくとも一人の会計専門家が在るべきであり、監査役会の情報開示を強化すべきである。

第二、登録制度を全面的に実施し、上場企業のコーポレート・ガバナンス基準を高める。すでに上場企業のコーポレート・ガバナンス実践に基づき、新上場企業の取締役会の独立性、監査役会の設置、投資家関係管理などの面でのコンプライアンスの要求を増加させ、取引所の監督年限を延長し、上場企業のコーポレート・ガバナンス格差を縮小している。優れた上場企業のガバナンスランキング、コーポレート・ガバナンス特別テーマ指数シリーズを発表し、正方向の誘導を強化した。全面的に上場企業のガバナンスレベルの向上により、市場登録制の前進が着実に進むことを保障する。

第三、民営持株上場企業の混合所有制改革の参入基準を下げ、経済型ガバナンスメカニズムの導入を加速させる。上場企業の買入れ株式の投票権、配当権を制限し、中小株主の権益を保護する。内部会計監査制度を普及させ、情報開示の質を高め、コンプライアンスシステムをアップグレードし、コンプライアンスコストを削減する。

第四、国有持株会社の取締役と経営者の原動力メカニズムの問題を解決し、行政化なしのインセンティブシステム

を構築する。市場志向の給与とシステム内の給与の「組み合わせ」を徐々に実現する。基本報酬、業績報酬、職責履行手当を含む多層報酬の組み合わせを確立する。株式所有権が企業の範囲をカバーすることを開拓し、株式所有権の割合制限を緩和し、長期的なインセンティブ効果を完全に確保する。

第五、金融機関のガバナンスリスクを防止するには、統一的な金融機関ガバナンス基準を導入する必要がある。統治対象となる金融機関の位置付け、取締役会の運営効率など第三者ガバナンス評価、金融機関のガバナンスリスクに対する前向きな対応を強化する。金融リスクの蓄積を防ぐために、金融機関がデジタル金融、グリーンガバナンスなどの専門委員会を設置することを奨励し、株主訴訟などを含む株主権益救済メカニズムを整備し、金融機関向けの統一されたガバナンスガイドラインを導入する。

第六、登録制度条件の下で企業のコーポレート・ガバナンスの監督を完備させ、科学技術イノベーション企業の参入ガバナンスから過程ガバナンスへの転換を推進する。登録制度は、科学技術イノベーション企業の参入基準を緩和しつつ、上場後の技術企業のガバナンスの向上、企業の関連当事者取引のレベルの抑制、中小株主の利益保護の強化に焦点を当てるべきである。上場しているオフショア登録企業の株式保有構造の徹底的な監督を強化する。中国のA

株市場に復帰する海外上場企業は、監査役会の設置を改善する必要があることは明らかである。

第七、グリーンガバナンスを全面的に推進し、企業の社会責任としてグリーンガバナンスへのアップグレードを主導する。なるべく早く包容性を中核として、企業のグリーンガバナンス規則を制定し、グリーンガバナンスをコーポレート・ガバナンス構造とガバナンスメカニズムに統合し、企業の社会責任のアップグレード版を作成する。公益系国有企業、金融機関などはESGに優先的に従って情報開示を行い、相応の監督管理評価と結びつけ、企業が社会責任の概念を革新し、ESG投資をグリーンガバナンスにアップグレードするように導いている。

〈謝辞〉本論文の執筆にあたって、愛知大学の唐燕霞先生、白美蘭様より貴重なご助言を賜り、天津财经大学の秦嵐博士には多くのご協力をいただきました。心から感謝申し上げます。

注

- 〈1〉 W. J. Salmon, “Crisis Prevention: How to Gear up Your Board,” *Harvard Business Review*, 71, No. 1, January-February, 1993.

〈2〉 Standards and Poors’ Company, “Standard & Poors’ Corporate Governance Scores. Criteria, Methodology and Definitions,” 2002. (2004 revised)

〈3〉 Deminor-Rating System. www.deminor-rating.com, 1999.

〈4〉 中信里昂証券(亞洲)『公司治理評分体系』二〇〇〇年。

〈5〉 南開大学公司治理研究中心公司治理評価課題組「中国上市公司治理評価系統研究」『南開管理評論』二〇〇三年第三期。

〈6〉 南開大学公司治理研究中心公司治理評価課題組『2004中国上市公司治理評価研究報告』商務印書館、二〇〇七年。

〈7〉 李維安等「中国上市公司治理評価与治理續効の実証研究」『管理世界』二〇〇四年第一期。

〈8〉 Andrea C. Rutherford and Jeffrey R. Costello, *Measuring Corporate Governance Risk in Russia*, Moscow: Brunswick Warburg, 1999.

〈9〉 葉銀華・李存修・柯承恩『公司治理与評等系統』台北：商智文化出版社、二〇〇二年。

〈10〉 成思危「讓股市日趨健康」『資本市場』二〇〇七年第一期、八一—四頁。

〈11〉 侯捷寧・陳清泰「協會承擔四項任務」『證券日報』二〇一二年二月一六日。

〈12〉 P. Gompers, J. Ishii and A. Metrick, “Corporate Governance and Equity Prices,” *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 118, Issue 1, 2003, pp. 107-156.

〈13〉 L. A. Bebhuk, A. Cohen and A. Ferrell, “What Matters in

Corporate Governance?" *Review of Financial Studies*, Volume 22, Issue 2, 2009, pp. 783-827.

<14> 郭樹清「良好的公司治理与成熟的資本市場互為前提」『証券日報』二〇一一年二月二日。

参考文献

- Bebchuk, L. A., A. Cohen and A. Ferrell, "What Matters in Corporate Governance?," *Review of Financial Studies*, 2009, Vol. 22 No. 2, pp. 783-827.
- Demior-Rating System. www.demior-rating.com, 1999.
- Gompers P, J. L. Ishii and A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, Issue 1, 2003, pp. 107-156.
- Li, W., "Corporate Governance Evaluation of Chinese Listed Companies," *Nankai Business Review International*, Vol. 9, Issue 6, 2018, pp. 437-455.
- Li, W., Y. Xu, J. Niu and A. Qiu, "A Survey of Corporate Governance: International Trends and China's Mode," *Nankai Business Review International*, Vol. 3, Issue 1, 2012, pp. 4-30.
- Rutherford, Andrea C. and Jeffrey R. Costello, *Measuring Corporate Governance Risk in Russia*, Moscow: Brunswick Warburg, 1999.
- Salmon, W. J., "Crisis Prevention: How to Gear up Your Board," *Harvard Business Review*, 71, No. 1, January-February, 1993.
- Standards and Poors' Company, "Standard & Poors' Corporate

Governance Scores: Criteria, Methodology and Definitions," 2002. (2004 revised)

成思危「讓股市日趨健康」『資本市場』二〇〇七年第一期，八一—四頁

郭樹清「良好的公司治理与成熟的資本市場互為前提」『証券日報』二〇一一年二月二日

侯捷寧・陳清泰「協會承擔四項任務」『証券日報』二〇一二年二月一六日

李維安等「中國上市公司治理評估与治理績效的實証研究」『管理世界』二〇〇四年第一期

南開大學公司治理研究中心公司治理評估課題組「中國上市公司治理評估系統研究」『南開管理評論』二〇〇三年第三期

南開大學公司治理研究中心公司治理評估課題組『2004中國上市公司治理評估研究報告』商務印書館，二〇〇七年

葉銀華・李存修・柯承恩「公司治理与評等系統」台北：商智文化出版社，二〇〇二年

中信里昂証券（亞洲）『公司治理評分体系』二〇〇〇年

平田光弘・李維安「中國の市場經濟移行におけるコーポレート・ガバナンス」『一橋論叢』一一五卷五号，一九九六年，九〇五—九二五頁

平田光弘・李維安「中國・市場經濟移行期の企業統治制度——中國の改革モデルを中心として」『世界經濟評論』一九九六年五月号，五三一—六九頁

平田光弘・李維安「中國国有企業改革におけるM&Aと法人持ち株——企業外部統治制度の構築」『一橋論叢』一一七

卷五号、一九九七年、六四五―六六三頁

平田光弘・李維安「日中企業の統治問題——新しい動きをめぐって」『IIRワーキングペーパー』一橋大学イノベーション研究センター、一九九七年

李維安「中国における株式会社化に関する一考察——A・B株の一本化を中心として」『三田商学研究』三八卷二号、慶應義塾大学、一九九五年、七三―七八頁

李維安「計画経済の企業統治制度に関する考察——比較企業統治制度論の視点から」『三田商学研究』三九卷二号、慶應義塾大学、一九九六年、一二五―一四一頁

李維安「中国の企業統治制度の転形」中国社会科学研究会編『東瀛求索』一〇卷、一九九九年、四五―六〇頁

李維安「中国上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する実証分析」『三田商学研究』四八卷一号、二〇〇五年、一六七―一七六頁