

中国上場企業の所有構造

川 井 伸 一

I 研究課題

1993年秋に中国の国有企業改革とりわけ大中型企業の改革において「現代的企業制度」の構築が提起され、その一環として「株式制企業」への転換が図られている。「現代的企業制度」の提起のねらいは、旧来の国有企業制度に代えて近代的な会社制度を構築することであり、そのために1) 国有資産所有権の明確化、2) 企業法人財産権と国有資産所有権との区別、3) 出資者および法人の有限責任制、4) 科学的な組織管理制度の構築などを主な課題としている。こうした課題を実現する組織形態としていわゆる「株式制企業」が最適な形態として位置づけられる。「株式制企業」とはほぼ有限会社および株式会社に相当する概念である。従って「現代的企業制度」の設立とは具体的には有限会社と株式会社の組織機構を設立することであり、そのための法律の整備として93年末に有限会社と株式会社を規定した会社法が制定された(94年7月執行)。

またこれより前の1990年から91年にかけて上海と深圳に証券取引所が設立され、以来そこに株式を上場させる企業が現れた。上場企業は「現代的企業制度」の最も先進的な形態として考えられ、この間急速に増加してきている。上場企業は1990年に10社にすぎなかったが、その後91年14社、92年53社、93年183社、94年291社、95年323社、96年530社、97

年745社、98年851社、99年964社となっている。また上場企業の株式発行総数も91年の6.29億株から98年末の2526.72億株に増加した。2000年3月末現在で株式投資者の口座総数は4,754万である（以上「中国証券報」1998年6月1日、1999年5月10日、「中国証券報ネット版」2000年4月28日、5月9日）。

本稿ではこの上場企業をケースに取りあげ、その株式所有構造を検討する。また所有構造と企業の収益性とはどの程度関連しているのかを数量的に検討する。

前者について上場企業の全般的な株式構成についてはすでに紹介されているものの、株式構成において中心的な位置を占める国有株および法人株の具体的な所有構成についてはこれまでほとんど検討されていない。また流通株の構成にも不明な点が多かった。上場企業の大部分はもともと国有企業からの株式会社に改組されたものであり、国有企業の財産所有権そのものが不明確な状況にあったが、株式企業への転換によって国家所有権は具体的にどのように再編されているのであろうか。本稿は1998年度の全上場企業のデータを使用し、これらの点について究明する。

後者について、すなわち株式所有構成と企業の収益性との関係については、最近いくつかの分析がなされている。例えば Xu と Wang (1997) は上場企業約150社を調べて、(1) 株式の集中度と利益性との間に正の相関関係があること、(2) その相関は国家株支配企業よりも法人株支配企業において強いこと、(3) 企業の利益性と法人株の割合と相関するが、国家株の割合とは負の相関があるか、まったく相関がないことを指摘している。この研究成果を引用した中兼和津次は「国家株の割合が高いほど、つまり公有制の程度が高いほど企業の経営効率は下がるのである」と総括している（中兼和津次、2000年）。他方、袁国良ら（1999）は上海の上場企業100社のデータに基づき、国有株比率、法人株比率、個人株比率はそれぞれ企業収益（純資産収益率）との間に有意な関係がないことを指摘している。

中国上場企業の所有構造

従来の国有企業の効率性の低さを踏まえれば国有株比率の高い企業が比較的効率低率であろうとの推定は十分に考えられる。しかし、上記の分析にはいくつか検討すべき問題があるように思われる。第一に、国有株の内部構成について不問としたままで国有株支配企業と法人株支配企業を比較していることである。後に検討するように国有株の代表権者はかなり多様なものとなっており、その中心的な存在は行政当局から授権された企業法人である。この場合、国有株の直接的所有者は企業法人である。他方で多くの企業法人は法人株の所有者でもある。従って、国有株の具体的構成を検討せずに、単純に国有株と法人株を比較する方法には問題があると考えられる。第二にこれらの検討の対象とされているサンプル数が限定されていることである。もし上場企業すべてを取り上げて検討すれば、異なった結果が出る可能性もある。こうした点から本稿の後では1998年度の全上場企業の株式構成と企業収益との関係をいくつかの側面から統計的に検討する。

II 上場企業の所有構造

1 株式所有構成の変遷

上場企業全体の株式構成とその動向をみたものが表1である。

中国の上場企業の株式構成にはいくつかの特徴的傾向がある。すなわち、第一に非流通株と流通株と分割されていることである。株式が上場登録されたとしてもそのすべてが流通市場に参入できるわけではないのである。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にすぎない。株式の大部分は依然として流通が認められていないという制限がかかっている。この基本的理由は、非流通株を構成する国有株と法人株が公有制の性格をもつ故にこれらの株を流通売買させると公有制の「主体的地位」が失われる恐れがあり、従ってその「主体的地位」を維持すべ

表1 全国上場会社の株式構成比率 (%)

株式種類	93年	94年	95年	96年	97年	98年	99年
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	31.5	34.2	31.6
法人株	20.7	22.5	24.6	27.1	30.6	28.3	29.6
発起国内法人株	9.0	10.8	15.9	18.4	22.6	20.9	
発起外資法人株	1.1	1.1	1.4	1.2	1.3	1.4	
募集法人株	10.6	10.6	7.3	7.5	6.7	6.0	
内部従業員株	2.4	1.0	0.4	1.2	2.0	2.0	
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

数字は各年末株式数比率を示す。

(『中国上市公司基本分析2000』, 46頁, 『中国証券報』1999年5月10日より作成)

きであるという「社会主義公有制主体」論である。このような制約のもとにありながら流通株の比率は次第に増加している。

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、さらに香港で上場流通する株式(H株)というように別々の市場に分割されていることである。これは、証券資本市場に対する外資の参入を規制する政策の反映であり、資本取引における人民元の自由交換性をまだ認めていないことを踏まえた措置である。A株とB株は上海と深圳の二つの証券取引所に上場取引されるが、市場は峻別されている。H株は香港証券取引所に上場され、そこで流通する中国企業発行の株式である。

第三に非流通株はそのほとんど(95%前後)が国有株と法人株で構成されることである。国有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内法人株であり、外資

中国上場企業の所有構造

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財政上の制約により引受けられず、その株式権を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」はその流通に対して強い規制がかかっており、これまで非流通株のなかに位置づけられている。もっとも後述するように従業員株と「転配株」の一部が最近市場で流通されるようになったことは注目される。

要するに中国の株式は複雑に分割され市場も分断されていること、未流通株が極めて大きな比重を占めていることが基本的特徴といつてよい。会社法や証券取引法（1999年7月施行）の基本精神である「同一株同一権利、同一株同一価格の原則」はまだ実現されていない。公有制を前提とした計画経済から市場経済への移行過程において株式市場もまだ形成過程の初期段階にあり規模も小さく、市場の統一化、自由化の目標からは大きな距離がある。

2 各種株式の所有構造

中国の上場会社の全体的な株式構成は前節でみたとおりであるが、ここでは国家株、法人株、従業員株、流通株のそれぞれの所有構成とその特徴をみてみたい。データは1998年度の上場企業843社である（注：1998年度末の上場企業総数は851社なのでほぼ100%に近い。主な資料は『99上市公司速查手冊』、『中国上市公司基本分析1999』）。

1) 国家株

上場企業の筆頭株主は多くの場合国有株主であり、1998年末における筆頭株主に占める国有株主の比率は60%に達する。国有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。この歴史的背景には国有企業の所有権が名目上は國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が、いまだ力が弱く統一的な所有権代表とはなっていない。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会社を創設することが試みられている。この資産経営会社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有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、国有資産経営会社をバイパスして多くの事業性企業に個別に国有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有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2にみられるとおりでである。

国有株の代表機関は、行政機関、国有資産経営会社、事業性企業などに

表2 筆頭国家株の代表主体 (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	243	42.1
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、『99上市公司速查手冊』, 何凌(1998年)より作成) 98年の複数単位所有は重複計算されている。

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は117件で、そのなかで市レベルが89、省が17、市区6、泉州5であった（『中国上市公司基本分析1998』より集計）。ただし、国有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。

次に国有資産経営公司（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（いわゆる「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（呉敬璉等、1998年）。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。

第三に事業性企業は、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、国有株主に占める比重をこの間急速に高めており、いまや国有株主機関の過半を占めるまでになっている。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、いまや国有株主の中心的位置を占めるようになった。これらの集団企業や総公司是国有株主権を行政から授権されて、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強め

ているといわれる。

国有株の授権法人株主のなかで有限会社や株式会社の形態はまだ少ない。筆頭株主である556の国有株主（1998年）をみると、有限会社は162社（29.1%）であり、株式会社はわずか3社（0.5%）にすぎない。有限会社の場合、集団会社が最も多く129社、（国有）資産経営会社が8社、事業会社8社、投資会社5社などとなっている。中国の上場企業は有限責任法人（有限会社、株式会社）を発起株主とするよりも、行政機関や国有企業（集団公司、公司、工場）を発起株主として成立される場合のほうが依然として多いのである。

2) 法人株

非流通の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。ここでは上場企業の筆頭株主である法人株の株主構成（317社）をみてみたい。それを示したのが表3である。

企業グループの構成は企業集団7、集団（総）公司62、集団有限公司63、集団株式会社8、総公司／総廠40である。単独の公司・工場の構成は株式会社11、有限公司35、公司・工場49。金融機関では投資公司21、信託投資公司3、基金・銀行各1である。

表3 法人株の企業形態（317社）

所有権主体	数	%
集団公司・総公司	180	56.8
単独公司・工場	95	30.0
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

法人株主は1998年の筆頭株主のみ
（『99上市公司速查手冊』より作成）

いずれにしても、法人株も国有株と同様に企業グループ系統、とくにその中核企業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（例えば生産部門の中核）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（曹鳳岐、1998年、何志勇他、1998年）。

こうした法人株主は上述のように多くが国有企業（資本100%が国有）であり、中国でいう「株式制企業」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。法人株主の場合は国有株主に比べて株式制企業の比率がやや多いといえるものの、全体的にはまだ少ない。法人株主の株式制企業への転換はまだこれからである。法人株主と上場企業との株式関係は法人株主が主として100%国家資本の国有企業または閉鎖的な有限会社であることもあり、基本的には一方的な所有関係であって双方向的な持合い関係は形成されていない。中国の学界の一部に法人株主の相互持合の形成によって国家株の支配状況を軽減させていくべきだという議論もあるが（呉家俊、1994年）、そのためには支配株主法人の株式会社への転換および法人株の上場流通が前提となるだろう。

3) 従業員株

従業員株は従業員個人が自社株を購入した個人株の一種であるが、原則として内部従業員株としてその流通に対して大きな制約がある。上場企業（海外上場を除く）には二種類の従業員株がある。ひとつは株式会社の株式公開発行の時に当該会社従業員が購入した流通株であり、これは流通株の約10%を占めているという。しかし株式は購入後6ヶ月間は市場売却が認められず、6ヶ月以降に市場で売買することができる。もうひとつは

株式会社が上場する前に従業員に対して割当募集（「定向募集」）したもので、会社が上場されてのち割当募集株は内部従業員株として処理され、上場後3年間は対外的に売却が認められない（「中国証券報」1999年1月6日）。

近年、3年間の制限期間が過ぎて従業員株が市場で流通される事例が多くなり、99年には122社の従業員株26億1387万株が上場流通可能となった（122社の流通A株102億4321万株の25.5%を占める）。また2000年上半年には62社の従業員株17億214万株が流通可能となる予定である（62社の流通A株42億8093万株の39.8%を占める）（www.listcom.com.cn/stock/Reports/sszhg2.htm）。

従業員株の主体は単に労働者だけでなく、経営管理層も含む。上場企業の場合、経営者（董事・監事および執行役員）は一般に株式を所有しているケースが極めて多い。98年の上場企業経営者6000人の一人当たり平均持株数は11691株である（「中国証券報」の上市公司年報摘要データより計算）。その政策的ねらいとして経営者の報酬インセンティブの強化と株主意識の付与などが指摘されている。しかし、株式総数に占めるその比率は微々たるものであり（1997年706企業で0.048%、「中国証券報」1999年2月4日）、その効用はあってもわずかなものであろう。

従業員持株会は数多く存在し、持株会の株式は従業員集団名義で保有されている。従業員個人はその持分に応じて利潤配当を得るにとどまる。上場企業における持株比率が大きな従業員持株会としては、茂名石化実華株式会社の筆頭株主として茂名石化公司従業員互助会が株式総数の48.6%を所有しているケース、また深川市鴻基（集団）株式会社の筆頭株主として同市鴻基（集団）労働組合が株式総数の34.2%を所有しているケースが目される。しかし、第10位までの株主に入る従業員持株会は20社にすぎず、そのうち「参政資格」をもつ〔持株比率5%以上、第3位までの株主〕のは14社にすぎない（「上市公司」1999年4期）。また持株会の所

有ではないが、従業員株の占有比率が高い上位5社は、魯銀投資集団の48.5%、福建九州集団47.9%、山東東阿阿交42.3%、烟台東方電子情報産業40.5%、アモイ国際貿易集団の38.5%である。これらは大きな持株比率を示しているが、持株会などの統一的代表権をもたないために、従業員株主の影響は極めて小さい。

4) 流通株

前述の表1にみられるように、流通株は株式総数の三分の一を占めており、そのうちの約7割が国内株（A株）で、残り3割が外資株（B株およびH株）である。国内流通株の株主構成については不明の部分が多いが、圧倒的多数が個人株主と考えられる。

また証券投資基金も流通株主の構成要素となっている。最初の証券投資基金は1998年3月に発行された。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507億元であり、そのほぼ100%近くが流通している（「中国証券報ネット版」2000年5月9日）。現在、投資基金の主要な出資者は機関投資家であり、99年の10大出資者に占める機関投資家の比重は74%余りに達しており、98年の40%から34ポイント余りの急速な増加を示している（「上海証券報ネット版」2000年4月10日）。機関投資家は、大企業の中の資金運用機関、各種の実業会社、投資会社、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月末現在で計21万4700に達している（「中国証券報ネット版」2000年5月9日）。

投資基金全体の流通株総額に占める比重は7%前後とされているが（「上海証券法ネット版」2000年5月1日）、産業分野によって異なる。例えば、2000年3月末における22の新基金の投資額（市場価格）が各業種の投資総額に占める割合は、電子通信が最も高く38.6%、次いで総合業種11.3%、商業貿易旅行業7.4%、エネルギー5.5%、交通運輸5.1%、機械製造5.0%、生物製薬4.9%、石油化学4.0%、紡織服装3.3%、冶金

3.3%，建材建築 2.4%，金融不動産 2.2%，家電 1.9%，自動車・部品製造 1.3%などとなっている（「中国証券時報ネット版」www.securitiestimes.com.cn/data/qtbb/jjhy.htm）。

また従業員株の一部が株式市場に売却流通しており、その比重はほぼ流通株の 10%程度を占めていることはすでにみた。

国有株・法人株の「転配株」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、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ている。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、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。とくに上海証券取引所に上場している会社に多く、100社が「転配株」26.3億株を保有し、それは上海流通A株総数の6.2%占める。深圳証券取引所では上場企業69社が「転配株」6.7億株を保有し、深圳流通A株総数の1.6%を占めるという（「中国証券報ネット版」2000年3月14日、<http://202.84.17.6/csnews/ztbd/20000314/GB/z31426.htm>）

上場企業においては会社法により社会公開発行株式数の下限が規定されている。すなわち、資本額が4億元以下の場合、公開発行株式は株式総数の25%以上を占めるべきこと（かつ株券の額面価格で人民元1000元以上をもつ株主数が1000人以上いること）、資本額が4億元を超えた場合は公開発行株式の比率は15%以上でなければならない。しかし、流通株が株式総数の過半数を占める企業は53社（全851社の6.2%）と少ない。流通株100%の企業はわずか5社しかない。ただし、流通株の構成については統計上の制約もあり、まだ不明の部分が多い。

3 規模別の所有類型

上場企業の株式規模別の配置は表4のとおりである。

これによれば、上場企業の規模と国有株比および外資株比とのあいだに

中国上場企業の所有構造

表4 規模別の所有構成（上場企業 843 社）（単位：社，％）

株式総数	会社数	比率％	国有株％	法人株％	流通株％	外資株％
10 億以上	29	3.4	42.8	22.8	18.2	12.8
5-10 億	52	6.2	40.7	26.3	20.5	9.8
4-5 億	37	4.4	36.1	23.1	24.8	12.9
3-4 億	91	10.8	32.7	28.9	30.0	5.1
2-3 億	174	20.6	32.7	27.2	31.0	3.4
1-2 億	329	39.0	29.2	30.9	33.4	1.1
0.5-1 億	128	15.2	26.4	35.6	33.3	0

（『99 上市公司速査手冊』より作成）外資株は流通外資株（B，H 株），なお上場企業の最低資本金額は 5000 万元とされている。

は正の相関がみられ、規模が大きくなるにつれて国有株と外資株の比率が高くなる傾向がある。逆に企業規模と法人株比および流通株比とのあいだには負の相関でみられ、規模が小さくなるほど法人株比と流通株比が小さくなる傾向がみられる。つまり、全体として資本規模と株式所有構成とはかなり関連していて、現状では大規模な資本調達は依然として国家資本と外資により多く依存する状況にあるといえよう。中国の株式流通市場はまだ発行株式の約三分の一程度にすぎず、資本調達面で大きな制約がある。

4 株式別の集中度

1) 筆頭株主の株式所有比率

上場企業の株式所有の集中度をみるために、まず筆頭株の集中度をみてみたい。筆頭株主の持株比率の平均値は 45.5% であり、それ自体極めて高い比率である。ただし、持株比率はかなりの幅があり、その分布状況は表 5 にみられるように 20% 台から 50% 台まではほぼ均等に分布している。1998 年の事例では筆頭株主が絶対過半数を占めているのが 354 社で全体の 42.0% を占める。30% 以上の株式を占める事例は計 633 社（75.2%）と

表5 筆頭株主の株式所有比分布

比率	97会社数	%	98会社数	%
0-10	16	2.1	12	1.4
10-20	46	6.0	48	5.7
20-30	136	17.9	149	17.6
30-40	130	17.1	143	17.0
40-50	119	15.6	136	16.1
50-60	132	17.3	144	17.1
60-70	105	13.8	117	13.9
70-80	67	8.8	82	9.7
80-90	8	1.1	11	1.3
90-	1	0.1	0	0

備考：97年は761社、98年は842社の統計
 (『中国上司公司基本分析』98、99年版より作成)

表6 上場企業の株式集中度の国際比較 (%)

	平均値	中央値	標準差	最小値	最大値
中国	59.0	60.7	14.6	6.5	98.4
アメリカ	25.4	20.9	16.0	1.3	87.1
日本	33.1	29.7	13.8	10.9	85.0
ドイツ	41.5	37.0	14.5	15.0	89.0

株式集中度は上位株主5者の株式総数に占める比重を指す。
 (周清傑論文『経済理論と経済管理』1999年1期)

圧倒的多数である。このように上場企業の株式所有分布は筆頭株主に大きく傾斜していることが特徴であり、ここから筆頭株主が経営に大きな影響を及ぼすことのできる地位にあることがわかる。

上場企業の株式集中度について中国と他国を比較すると、中国の特徴がいわゆる明瞭である(表6)。中国の上場企業は旧来の国有企業を株式会社に転換して形成されたものがほとんどであり、また国有株と法人株の非流通性という株式市場の性格を考えれば、このような高い株式集中度は不思議ではない。

中国上場企業の所有構造

表7 各種株式集中度の分布状況 (単位:会社数, %)

集中度	国有株 %	法人株 %	従業員株%	流通株 %
0-10%	40 6.9	126 18.6	182 61.9	47 5.6
10-20	35 6.0	107 15.8	83 28.2	74 8.8
20-30	72 12.4	76 11.2	20 6.8	337 40.1
30-40	84 14.4	64 9.4	5 1.7	230 27.4
40-50	90 15.5	55 8.1	4 1.4	99 11.8
50-60	92 15.8	79 11.6	0	36 4.3
60-70	92 15.8	88 13.0	0	10 1.2
70-80	67 11.5	77 11.3	0	2 0.2
80-90	8 1.4	6 0.9	0	0
90-100	1 0.2	0	0	5 0.6
総計	581 100	678 100	294 100	840 100
平均値	31.4	29.7	3.0	30.8

(『99 上市公司速査手冊』より作成)

2) 株式タイプ別の集中度分布

株式タイプ別の集中度(各社の株式総数に占める各種株式数の比率)の分布状況についてみたのが表7である。1998年度の全上場企業の統計である。

これによれば、最も集中度が高いのが国有株で集中度50%以上が国有株全体の44.7%を占め、全体の平均値は31.4%である。法人株も集中度が高く、50%以上の比率が36.8%で全体の平均値は29.7%である。流通株の平均値は国有株並に高いが、50%以上占める比率は6.3%とかなり低い。従業員株は極めて分散的で平均値は3%に過ぎず、50%以上占めるケースは一件もない。前表でみた筆頭株主の分布状況に一番近いのはやはり国有株であり、筆頭株主に占める国有株の比率の高さ(60%)を反映している。

Ⅲ 所有構造と収益性

1 筆頭株主の所有比率と収益性

さて、最初の課題設定に答えるために、株主の所有構成と投資先企業の収益性との関連を検討してみよう。まず上場企業の筆頭株主の所有比率と上場企業の収益性との関連についてみてみたい。ここでは収益性の指標として一株当たり収益と純資産収益率、販売利潤率を取りあげる。

全サンプル843社の筆頭株主所有比率と収益性との相関係数を計測すると一株当たり収益との相関は0.1485、純資産収益率との相関は0.0887、販売利潤率との相関は0.0308である。いずれも正の相関であるものの、相関度は極めて低く、相関はほとんどないといってよかろう。

次に、筆頭株主を順位別にグループ化し、そのグループ平均値でみた場合はどうであろうか。それを一覧したものが表8である。

表8のケースでは50番ずつをグループ化していき、それぞれのグループの平均収益性を計算した。この場合、筆頭株主の所有比率グループ順位と収益性との間に負の相関がみられること、つまりグループ順位数が大きくなる（つまり順位が下位になる）ほど平均収益性も落ちていることが読みとれる。具体的には一株当たり収益との相関は-0.8213、純資産収益率との相関は-0.6455、販売利潤率との相関は-0.1692である。特に前二者との相関度はかなり高く、筆頭株主比率の平均所有比率が高いほど上場企業の平均収益性が高くなっていることが明瞭である。しかし、販売利潤率との相関は弱くほとんど関係ない。

次に、同じ筆頭株主であってもその株式の所有性格によって企業の収益性がどの程度異なるのであろうか。表9は該当する全サンプルの状況（国有株506社、国内法人株320社、外資法人株10社）をみたものである。

一株当たり収益については全843社の平均値が0.2245であるので、筆頭

中国上場企業の所有構造

表 8

株式比率順位	一株当収益	純資産収益率	販売利潤率
TOP1-10	0.2617	12.858	20.121
1-50	0.3174	11.678	26.058
51-100	0.2846	9.958	27.934
101-150	0.2219	9.116	27.474
151-200	0.2694	8.724	24.535
201-250	0.2501	8.4688	22.325
251-300	0.3036	10.44	22.885
301-350	0.2442	7.329	21.068
351-400	0.286	9.03	28.147
401-450	0.2009	-18.912	28.303
451-500	0.2403	9.302	25.551
501-550	0.2122	5.955	28.396
551-600	0.2398	4.181	22.378
601-650	0.1703	0.673	23.022
651-700	0.1005	-21.271	23.799
701-750	0.186	-1.761	27.299
751-800	0.1697	1.859	21.953
801-842	0.1003	-24.051	25.877

(『99 上市公司速査手冊』(新華出版社)より作成)

表 9 筆頭株主所有比(所有別)と収益性

筆頭株主	一株収益 a	a と所有比の相関	純資産収益率 b	b と所有比の相関
国有株主	0.2230	0.1187	6.5125	0.1001
法人株主	0.2526	0.1887	6.8894	0.1847
外資株主	-0.0173	-0.3837	-3.740	-0.3146

備考: 国有株 2 件, 法人株 1 件それぞれ極端な事例を除外した。

(『99 上市公司速査手冊』より作成)

法人株主は全サンプル平均値よりも収益性がやや高く、筆頭国有株主は全サンプル平均値よりもやや低い結果となっている。純資産収益率では全843社の平均値が2.075であるので、筆頭国有株、筆頭法人株ともに平均値よりかなり高い値を示している。両者の純資産収益率はほぼ同水準だが、法人株がやや高い。外資法人株はいずれも投資先企業への経営に参画している場合と考えられるが、企業の収益はいずれもマイナスとなっている点は注目される。ただしサンプル数が少ないので直接比較するのは困難である。

株主の所有比率と企業の収益性との相関をみると、国有株と法人株の場合は正であるが、相関性はどちらも極めて弱い。強いて比較すれば法人株のほうが国有株に比べ企業収益との相関性がみられる。他方、外資法人株の場合弱いマイナスの相関であり、外資法人株の比率が高いほど投資先企業の収益性が低くなる傾向を示している。この点もサンプル数の少なさのため有効性に限界がある。

2 株式別の収益

1) 国有株と企業収益

国有株の所有比率と上場企業の収益性とのあいだにはどのような関係がみられるのであろうか。課題でも言及したように両者のあいだにはマイナスの相関、つまり国有株比率が高くなると企業の収益性が低くなるのであろうか。

全843社の個別サンプルにおける国有株比率と企業収益性との相関をみると、一株当たり収益との相関は0.0159、準資産収益率との相関は0.0288であり、極めて微小である。前にみた筆頭株主の場合よりも更に弱い。この面からいうかぎり、袁国良ら（1999年）の分析結果と同様に両者の相関はないといってよい。

次に、株式所有比率のグループ順位別の平均収益を計算すると、表10のようになる。ここにおいて持株比と収益性とのあいだにはある程度の相

中国上場企業の所有構造

表 10 国有株の持株比率と収益性

株式比率順位	一株収益	純資産収益率
1-50	0.2848	9.645
51-100	0.2907	9.705
101-150	0.2143	7.135
151-200	0.2442	7.342
201-250	0.2658	8.758
251-300	0.2443	7.351
301-350	0.1128	-23.375
351-400	0.2351	5.566
401-450	0.0867	-6.726
451-500	0.1721	6.968
501-550	0.2156	-14.067
551-580	0.151	-1.553
581-842	0.2527	3.451

(『99 上市公司速査手冊』より作成)

関がみてとれる。株式比率のグループ順位と一株当たり収益との相関は-0.4895、純資産収益率との相関は-0.4404である。言い換えれば、株式所有比率（正確にはグループ別平均値）と企業収益とは正の相関であり、その程度は筆頭株ほど強くはないものの一定の相関がみられる。以上の分析結果からみるかぎり、国有株比率と企業収益性とのあいだにマイナスの相関関係はみいだせない。従って、国有株比率が高くなるほど企業収益率が低くなるとはいえない。むしろ結果は、両者の相関はないか、もしくはかなり弱い正の相関であるといえる。

国有株においてもその代表権主体の相違によって企業の収益性が異なるのであろうか。その状況をみたものが表 11 である。

表 11 によれば、興味深いことに国有株の代表形態の違いにより、企業の収益性（平均値）も異なることがわかる。すなわち、資産経営公司<行政機関<集团公司<単独公司・工場であり、右側ほど企業収益性が高い。

表 11 国有株（508 社）の形態と収益性

形態	一株収益 a	a と所有比の相関	純資産収益率 b	b と所有比の相関
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 上市公司速査手冊』より作成）

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が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企業の収益性に対するインセンティブや経営に対するコントロールの度合いが比較的弱いのではないかと考えられる（張維迎，1999年）。

また資産経営公司の場合を除き、各株主形態の持株比率と企業収益性とのあいだには正の相関がみられる。ただし、極めて弱い相関にすぎない。また注目されるのは国有資産経営公司の場合、その持株比率と企業収益性とのあいだには微弱なマイナスの相関がみられることである。国有資産経営公司は当初の政策期待とは異なって、資産経営の効率性発揮にむけて効果的なコントロールを未だ実行できていない。

2) 法人株と企業収益

法人株の所有比率と上場企業の収益性との相関については、全 843 社の個別サンプル統計ではほとんど相関がみられない。すなわち、所有比率と一株当りの収益との相関は 0.0011、純資産収益率との相関は -0.0283 である。強いて相関度を比較すれば、法人株の場合は国有株よりもさらに弱いか、マイナス相関となっている。

他方、前と同様に法人株の所有比率グループ順位別に平均収益を見た場合はどうだろうか。表 12 はそのデータ結果を示したものである。

中国上場企業の所有構造

表 12 法人株の所有比率と収益性

株式比率順位	一株収益	純資産収益率
1-50	0.2496	9.554
51-100	0.2682	-13.037
101-150	0.2384	6.015
151-200	0.3347	11.672
201-250	0.1777	3.959
251-300	0.1631	0.426
301-350	0.2454	8.74
351-400	0.0238	-58.996
401-450	0.1374	2.504
451-500	0.2657	9.51
501-550	0.2992	9.786
551-600	0.0923	2.969
601-650	0.2463	7.24
651-677	0.1653	2.857
678-842	0.2877	9.746

(『99 上市公司速査手冊』より作成)

これによれば、株式所有比順位と一株当たり収益との相関は -0.1548 、同様に純資産収益率との相関は 0.0883 となる。この相関度は筆頭株主の場合と比べて小さいことはいうまでもなく、国有株の場合に比べてもさらに小さい。従って、法人株の所有比率と企業収益との関係はほとんどないといつてよい。

法人株主の具体的な形態は前述の表3にみたが、それぞれの形態において上場企業の収益性はどのような水準なのであろうか。それをみたものが表13である。

これによれば、総会社が法人株主の場合に上場企業の収益性が比較的高いこと、逆に投資会社・金融機関が法人株主の場合には上場企業の収益性がかなり低いことがみてとれる。後者の点は注目される。本来投資会社は投資先の資本収益性を重視し、投資先企業の資産増大に強い関心をもつと

表 13 法人株の諸形態と収益性

法人株の形態	一株当たり収益	純資産収益率
集团公司	0.2570	7.8537
総公司	0.3168	10.7489
単独公司・工場	0.2642	5.4832
投資公司・金融機関	0.0800	-2.1031
大学・研究所	0.2638	9.2986
有限公司	0.1621	1.5874
株式有限公司	0.1853	-55.2674

備考：集团公司は極端な事例1件を除外した。法人株はすべて筆頭株主320ケース（『99上市公司速查手冊』より作成）

考えられる。しかし、法人株主としての投資公司の場合、その投資先企業の収益性が最も低い水準を示している。この点は先の表11でみた国有株としての資産経営公司の場合と同様な結果となっている。投資経営公司は国有株としても法人株主としても、投資先企業の経営効率に対するコントロールまたは関心がいまだ弱いのではないかと考えられる。

法人株主としての集团公司は、国有株主（授権代表）としての集团公司に比べて投資先企業の収益実績に強い影響を及ぼしているのであろうか。両者の投資先上場企業の収益率はほぼ同水準であること、法人株主の場合のほうが国有株主の場合よりもやや高い結果となっていることがわかる。

他方、法人株主としての単独公司是、国有株主としての単独公司の場合に比べて、投資先企業の収益性は明らかに低い（特に純資産収益率）。この事例で明らかなことは、法人株が支配株主である上場企業の収益性は国有株が支配株主となっている場合に比べて高いとは必ずしもいえないことである。

また、法人株主が「株式制企業」（有限会社と株式会社）の近代的形態をとっている場合をみると、非「株式制企業」形態の場合に比べて、投資

先企業の収益性は総じて低い結果となっている。この点は近代的な株式会社企業としての法人支配株主の投資先企業に対するガナンスのありかたに問題がありうることを示唆している。ただサンプル数の少ないこともあり、今後の検討課題としたい。

3) 流通株と企業収益

最後に流通株の所有比率と上場企業の収益性との関連についてみてみよう。全 843 社の個別サンプルにおける両者の相関は極めて微小である。すなわち、流通株所有比と企業一株当り収益との相関は 0.037、企業の純資産収益率との相関は -0.018 である。従って、この面からいえば両者の関連はないといえることができる。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が、微小であり相関はほとんどない。

では、流通株所有比率のグループ別順位で平均収益をみたらどうだろうか。これを整理したのが表 14 である。これによれば、法人株所有比グループ順位と上場企業一株当り収益とのあいだの相関 (-0.1379)、および純資産収益率とのあいだの相関 (0.1733) はいずれも極めて小さい。従って、流通株所有比率と上場企業の収益性はほとんど相関がない。他方、同様の方法で、流通外資株（B 株）の所有比のグループ別順位と上場企業の収益性との関連を分析すると（ただし所有比ゼロを除いた 94 件のみの統計）、一株当り収益との相関は -0.4897 、純資産収益率との相関は -0.2028 である。つまり外資流通株の所有比率と企業一株当り収益とのあいだには弱い正の相関がみられる。

以上から国内流通株の所有比率は上場企業の収益性に対してほぼ無関係であるものの、外資流通株（B 株）の所有比率と企業収益性とは弱い正の相関にある。B 株に対する外国人投資家は企業経営の収益性に対して比較的敏感に反応していると解釈できそうである。

表 14 流通株の所有比率順位と収益性

株式比率順位	一株収益	純資産収益率
1-50	0.1572	-16.451
51-100	0.1415	-1.169
101-150	0.1965	8.392
151-200	0.2836	10.495
201-250	0.3617	7.819
251-300	0.2066	2.306
301-350	0.2149	8.653
351-400	0.2571	-16.562
401-450	0.2186	7.272
451-500	0.2237	-18.171
501-550	0.2881	9.642
551-600	0.2532	3.365
601-650	0.2527	9.254
651-700	0.3444	11.787
701-750	0.2722	10.435
751-800	0.0959	0.044
801-840	0.0026	-3.329

(『99 上市公司速査手冊』より作成)

3 株主の支配類型

上場企業の株式所有構成から、株主の支配パターンを類型化すると大きく以下の三つの類型に整理できる。

- ① 単一支配型 これは単独の筆頭株主が支配するものであり、絶対支配型と相対支配型に区分できる。絶対支配型は筆頭株主が株式総数の過半数を所有する場合である。この事例は上場企業 843 社のうち 355 社 (42.1%) を占め、極めて多い。この絶対支配型の筆頭株主は株式総会で一般の議決権の過半数を掌握しているので、自らの意のままに総会決議を支配できる。

相対支配型は筆頭株主が持株比率 30%以上 50%以下で且つ第二株主の持株比率が 20%以下の場合とする。この場合は、筆頭株主の持株比

率は株式総数の過半数に達してないが、第二株主の持株比率とのあいだに相当の格差をもっており、従って事実上の支配的な地位にあると考えられる。このような可能性のあるケースは計 235 社 (27.9%) ある。ただし、相対的支配というように第二株主以下の対応によっては (第二株主以下が筆頭株主に非協力的な場合) 筆頭株主が株主総会を支配することが困難な場合もありうる。いずれにせよ、単一支配型は筆頭株主の意思が支配的力を持ち、経営に決定的な影響力を行使できる立場にある。

- ② 複数均衡支配型 この類型は支配的な株主が複数いて、その持株比率にあまり差がない場合である。具体的には支配的株主の持株比率の差が 10 ポイント以内の場合を考える。この場合は支配的株主が二者の場合と三者の場合を区別できる。二者の均衡支配型のケースは筆頭株主と第二株主の持株比率の差が 10 ポイント以内で、且つ第二株主と第三株主の持株比率の差が 10 ポイントを超えて、第三株主の持株比率が 10% 未満の場合を想定する。このようなケースは計 21 社 (2.5%) ある。また三者の均衡支配型は筆頭株主と第三株主との持株比率の差が 10 ポイント以内で、第三株主の持株比率が最低 10% 以上の場合を想定する。このようなケースは計 10 社を数える。

均衡支配型は複数の支配的株主が経営に大きな影響力を及ぼすことができる場合であり、単一支配型に比べて支配的株主の相互の関係如何が大きな意味をもつ。理論的には相互が協調的一体的な関係にあるケース、相互が競争的な関係にあるケース、そして両者のあいだの中間形態が考えられる。相互が一体的なケースは第一の単一支配型に近くなるが、相互競争的なケースは相互のチェック抑止機能がかかる可能性が強くなる。

- ③ 分散・無支配型 この類型は株式構成が極めて分散していて、筆頭株主の持株比率が 10% 未満とかなり低い場合である。従って支配的株主が不在のケースと考えてよい。このように事例は計 12 社数えられる。実際には株式構成が非常に分散化している場合には 10% 以下の持株比

率でも、支配的影響力をもつことも可能であろう。しかし、前述のように筆頭株主の持株比率10%未満の事例は、極めて少ないのが実情である。

さて、ここでは以上の株主の所有支配類型について、それが企業の平均収益性とどのような関連をもっているかを検討する。それをみたのが表15である。

分析結果によれば、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、収益性がよくなっている傾向がみてとれる。今までの株式集中度と収益性との相関分析をあわせて考えると、持株比率の高い単一的な支配株主ほど収益性との相関が高いといえそうである。

4 株式規模と収益

上場企業の資本規模別の平均収益について整理したものが表16である。これによれば、企業の株式規模と収益性との相関はほとんどない。全サン

表 15 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

(『99 上市公司速査手冊』より作成)

中国上場企業の所有構造

ブル個別統計（843社）では株式規模と一株当たり収益との相関（ -0.0501 ）、株式規模と純資産収益率との相関（ 0.0054 ）はいずれも微小であり、相関なしといえる。ただし、グループ順位別の平均株式数と平均収益とのあいだをとると一部にかなりの相関がみられる（表17）。

これによれば、平均株式数と一株当たり収益とはかなり強いマイナス相関

表 16 企業規模と収益性

企業規模	一株当たり収益	純資産収益率
10 億元以上	0.2045	5.8770
5-10 億	0.1853	7.1376
4-5 億	0.1891	1.6581
3-4 億	0.1949	-9.0257
2-3 億	0.2418	7.4821
1-2 億	0.2370	3.9453
0.5-1 億	0.2160	-5.2815

（『99 上市公司速査手冊』より作成）

表 17 企業の順位段階別規模と収益性

順位段階別	平均株式数	一株当たり収益	純資産収益率
1-100 位	115772.7 万	0.1777	4.508
101-200	35900.7	0.2001	-7.615
201-300	27307.6	0.2276	7.492
301-400	21350.9	0.2328	-3.601
401-500	17253.5	0.2468	5.713
501-600	14028.9	0.2732	9.758
601-700	11420.3	0.2133	6.342
701-800	8792.7	0.2180	5.416
801-843	6067.6	0.2423	-25.381

（『99 上市公司速査手冊』より作成）

(-0.7085)であり、純資産収益率との相関は微小(0.166)でほとんど関係ない。つまり、株式資本規模が大きくなると一株当たり収益は減少する傾向がみられる。以上の点は岑成徳(1999年)の分析結果によっても確認される。一株当たり収益でみるかぎり、株式資本における規模収益性は働いていないと考えられる。

おわりに

以上、上場企業の株式所有構造および株式所有比率と企業収益との関係について、いろいろな角度から分析検討を加えてきた。上場企業の株式構造は今後、中国のWTO加盟に伴う貿易産業の自由化と競争の激化、更には資本自由化圧力の増大などの国際的条件により、また政府当局による近代的企業制度の確立や株式市場の規範化と自由化にむけての条件整備という国内的条件により、いっそう大きく変動する可能性がある。今後の動向に注目したい。他方、株式所有構造と企業収益性との関連に注目したのは、ひとつには従前の分析結果に対する疑問にあった。いまだ分析は十分とはいえないが、両者の相関の有無と程度について一定の解明を試みた。両者の関連に注目したもうひとつの、より重要な理由は、上場企業のコーポレート・ガバナンスの構造に対する関心であり、株式所有構造と企業効率(収益性)とのあいだに想定されるいろいろな媒介要因(経営者、従業員、債権者、取引先、消費者、国家など)とその関連構造をガバナンスの観点から究明することにある。本稿はその前提作業である。

参考文献

[基本文献]

『中国上市公司基本分析』1998年、1999年、2000年版(中国科学技術出版社)

『99上市公司速查手冊』1999年(中国証券報公司部・電子情報部、中国証券報新証広告公司編、新華出版社)

『中国証券報』、『上海証券報』、『中国証券時報』、『上市公司』(以上ネット版を含

む)

[参考文献]

- 田志龍 (1999)『經營者監督与激励—公司治理的理論与实践』中華發展出版社
- 王益 (1998)『企業的結構, 環境与運行機制』中国金融出版社
- 何維達 (1999)『公司治理結構的理論与案例』經濟科学出版社
- 曹鳳岐 (1998)『股分制与現代企業制度』企業管理出版社
- 王建主編 (1998)『資本市場發育与国有企业改革』中国经济出版社
- 金碚 (1997)『何去何從—当代中国的国有企業問題』今日中国出版社
- 吳敬璉 (1994)『現代公司与企業改革』天津人民出版社
- 吳家俊 (1994)『日本的股分公司与中国的企業改革』經濟管理出版社
- 趙濤 (1998)『股分制—現代企業的重要形式』中央党校出版社
- 張揮明 (1998)『中国国有企業改革的邏輯』山西經濟出版社
- 周正慶 (1998)『証券知識讀本』中国金融出版社
- 張育軍 (1998)『中国証券市場發展的制度分析 1978-1997』經濟科学出版社
- 張維迎 (1999)『企業理論与中国企業改革』北京大学出版社
- 胡繼之 (1999)『中国股市的演進与制度變遷』經濟科学出版社
- 馬洪編 (1999)『中国市場發展報告』中国發展出版社
- 勵以寧・曹鳳岐主編 (1998)『中国資本市場發展的理論与实践』北京大学出版社
- 魏傑 (1998)『構建新的国有資產管理体制』江蘇人民出版社
- 何志勇他主編 (1998)『上市公司—聚變時代中權力的獲得与利用』西南財經出版社
- 史忠良・吳家俊主編 (1998)『国有企業戰略性改組研究』經濟管理出版社
- 吳敬璉・張軍・劉世錦・陳小洪等 (1998)『国有經濟的戰略性改組』中国發展出版社
- 陳佳貴・黃速建主編 (1999)『企業股分制改造概論』經濟管理出版社
- 陳曉雲 (1998)『中国股票市場』商務印書館國債有限公司
- 中国(海南)改革發展研究院編 (1997)『資本市場与国有企业改革—資本市場与国有企业改革國債研討會文集』民主与建設出版社
- 李揚・王国剛 (1999)『中国資本市場的培育与發展』經濟管理出版社
- 遲福林主編 (1998)『国企改革与資本市場』外文出版社
- 林毅夫・蔡昉・李周 (1997)『充分信息与国有企业改革』上海三聯書店, 閔志雄
監訳・李粹蓉訳 (1999)『中国の国有企業改革—市場原理によるコーポレート・ガバナンスの構築』日本評論社
- 何凌 (1998)「上市公司治理結構的實証分析」『經濟研究』第 5 期
- 岑成德 (1999)「对各行業上市公司的統計分析」『中山大学學報: 社科版』第 2 期

- 李劍銘 (1999) 「公司化改造以来我国企業治理結構實証分析」『改革』第 4 期
- 孫永祥・黃祖輝 (1999) 「上市公司的股權結構與績效」『經濟研究』第 12 期
- 田志龍・楊輝・李玉清 (1998) 「我国股分公司治理結構的一些基本特徵研究—
对我国百家股分公司的實証分析」『管理世界』第 2 期
- On Kit Tam (1999) The Development of Corporate Governance in
China, Massachusetts: Edward Elger (譚安傑 (1998) 『中国企業新体制—
督導機制與企業現代化』商務印書館 (香港))
- Xiaonian Xu and Yan Wang (1997) Ownership structure, Corporate
Governance, And Firms' Performance; The Case of Chinese Stock
Companies, World Bank Policy Research Working Paper no. 1794
- Xiaonian Xu and Yan Wang (1999) Ownership structure and corpo-
rate governance in Chinese stock companies, China Economic
Review, no. 10 pp. 75-98
- 李維安 (1998) 『中国のコーポレート・ガバナンス』税理經理協會
- 中兼和津次編 (2000) 『現代中国の構造變動 2 經濟—構造變動と市場化』東京
大学出版会
- 植竹晃久・仲田正機編著 (1999) 『現代企業の所有・支配・管理』ミネルヴァ書
房
- 深尾光洋・森田泰子 (1997) 『企業ガバナンス構造の国際比較』日本經濟新聞社