

# 中国の株式会社における インサイダー・コントロール

川 井 伸 一

はじめに

この間、中国の国有企業の株式制転換プロセスのなかで、インサイダー・コントロールの問題が話題になっている。つまり、国有企業およびそれが改組された株式制企業においてインサイダー・コントロールすなわち企業内部者の企業支配の傾向が主要な弊害問題として多くの論者によって指摘されている。従って、その弊害を克服して望ましい中国的なコーポレート・ガバナンスを構築するにはどうすればよいのかが企業制度改革のひとつの主要な論点となっている。本稿では中国の株式会社におけるインサイダー・コントロールについて以下の各面から検討したい。すなわち、第一節では中国における近年の「インサイダー・コントロール」に関する理論を整理紹介する。第二節では中国のインサイダー・コントロールの形成を上場会社の経営組織のありかたから実証的に検討する。第三節ではインサイダー・コントロールが経営効率にどのような影響を与えたのかについて検討する。

## 第一節 インサイダー・コントロールの議論

### 1 「インサイダー・コントロール」概念

#### 1) 青木昌彦の提起

この概念を提起したといわれる青木昌彦によれば「インサイダー・コントロールとは、旧共産主義経済における旧国有企業の民有化（法人化）過程において、企業のコントロール権の實質部分が、法的または事実上、経営者（場合によっては従業員との連合を通じて）掌握されることを指す。こうした意味でのインサイダー・コントロールは共産主義の遺産から生じた進化的現象といえる」（Aoki, 1995, p. 3; 青木, 1995, 159-160 ページ）。また別の箇所では青木は「われわれはインサイダー・コントロールとは、民営化の場合において企業内部者が過半数または実質的な量の株式を所有すること、または企業が国家所有にとどまる場合に企業の戦略的な意思決定において内部者の利益を強く主張することと定義する」と述べている（Ibid. p. 8）。いずれにせよ、青木におけるインサイダー・コントロール現象は社会主義計画経済から資本主義経済への移行期経済（特に旧ソ連と東欧）における現象として位置づけられていた。

この概念の基礎的タームについて少し解説しておく。企業財産の所有権のとらえ方には理論上二つの基準がある。ひとつは残余コントロール権（すなわち法律または契約が規定していない企業資産使用のコントロール権）とするもの（Grossman and Hart, 1980）、もうひとつは残余コントロール権および残余利益請求権（すべての義務を清算した後に残った資産所得の受取を請求する権利）とするものである（Milgrom and Roberts, 1992）。一般に所有と経営が分離している現代の法人会社においては株主は残余請求権者であるのに対して、企業経営者は残余コントロール権を掌握している。しかし、企業経営者が残余利益を株主に還元しないで自らそ

れを支配する場合も考えられる。以上の理解を前提にインサイダー・コントロールを再定義すれば、それは企業経営者または従業員などの内部者が企業財産の残余コントロール権および（または）残余利益請求権を掌握することであると解釈できる。以下の議論では Milgrom=Roberts 説にならって企業内部者が残余コントロール権および残余利益請求権を合法的にまたは事実上掌握する事態をインサイダー・コントロールとする。

合法的なインサイダー・コントロールとは企業内部者が残余コントロール権および残余請求権を合法的にもつことを認められていることであり、この場合、内部者がコントロール可能な株式を所有することまたは支配的な所有者から所有権を正式に授権されている状態を指す。他方、事実上のインサイダー・コントロールとは企業内部者が残余コントロール権と残余利益請求権を法や契約に基づかずに掌握していることである。残余請求権が法的に株主に帰属しているのであれば、株主がそれを経営者に授権することに同意するのでないかぎり、企業内部者がそれを事実上掌握することは、株主に対する権利の侵害を意味する。

## 2) 中国学界における流行

青木のインサイダー・コントロール論が中国の学界に流布する大きな契機になったのは、1994年8月に北京で国家経済貿易委員会と中国経済改革総体設計課題グループが共同開催した国際シンポジウムであった。このシンポジウムで青木は移行経済のコーポレート・ガバナンスにおけるインサイダー・コントロールの趨勢を論じ、その統制のための対策を論じた。かれはインサイダー・コントロールを統制するためには従来の株主主権モデルを適用することは効果がないこと、コーポレート・ガバナンスにおける企業の内部組織の相互補完性を強調、「状態依存的ガバナンス」の理論的可能性を提起したのである。また彼の同僚であった銭穎一は中国における企業改革以降の放権譲利が事実上のインサイダー・コントロールの趨勢

をもたらしたと分析し、その対策として健全な銀行システムによるコントロールの制度設計の重要性を提起した（青木昌彦・銭一穎，1995）。以来多くの中国人研究者がこのテーマを論じることとなった。さて、以下では中国におけるインサイダー・コントロール論をいくつかの点から整理する。すなわち、第一に中国のインサイダー・コントロールの形成要因について、第二に中国のインサイダー・コントロールの性格づけについて、第三にインサイダー・コントロールの役割評価についてである。

## 2 インサイダー・コントロールの形成要因

### 1) 青木昌彦の説明

青木昌彦は比較制度分析の立場から移行経済体制諸国（旧ソ連・東欧）におけるインサイダー・コントロールの形成について次のように説明している。

「1970年代から80年代にかけて経済停滞に陥ったとき、計画官僚機構はその危機を克服するために投資、価格決定などの計画手段のほとんどを企業の経営者に委譲した。その過程で経営者はそれぞれの国有企業の内部で不可逆的な権限を樹立した。そして中央計画官僚の漸進的な後退は、その突然の崩壊によって終わりを告げた。それによって作り出された真空状態を埋めるかたちで、経営者たちはさらにコントロール権を拡大させた」（青木，1995，160ページ）。そしてインサイダー・コントロールの程度を条件づける要因として「最重要なのは共産主義の最終段階における政府支配に対する経営者の自立度と労働者の力、移行期におけるさまざまな利益集団に対する民有化機関の自立度である」（同上）と指摘する。

つまり、計画経済体制の改革の開始にともない政府から企業へのコントロール権限の「不可逆的な」委譲プロセスおよび計画経済体制の崩壊による「真空状態」が経営者のコントロール権を強化させ、経営者の自立性を高めたことがインサイダー・コントロールの形成要因だとする。

## 2) 中国人学者の形成要因説明

中国人学者がインサイダー・コントロールの形成を説明する場合の理論的な説明枠組みは多くの場合において委託-代理理論（エージェンシー理論）に求められる。その基本的な論理は以下のとおりである。

所有者と経営者が分離している大規模な株式会社を前提として考え、不完全市場と人間の限定された合理性、所有者側と経営者側とのあいだの情報の非対称性、株主と経営者における目的関数の相違と機会主義の存在を仮定する。このような条件のもとでは所有者の代理人としての経営者は所有者の利益を最大化するには必ずしも行動しない。経営者として所有者の利益最大化に合致した行動をとらせるためには、経営者側の監督費用、経営者側の保証費用、剰余損失などの費用、すなわち代理コストがかかる。この代理コストの故に、所有者が自らの利益最大化のために経営者を十分にコントロールすることは困難または不可能である。その結果、経営者は自らの利益を優先して経営を行ない、所有者の利益を侵害する可能性がある（モラル・ハザード）。こうした理論的枠組は多くの中国人学者に受け入れられているといつてよい。

以上を前提に、ここでは特に中国の歴史的条件と関連させた説明を整理しよう。

### (1) 国有企業改革の影響

青木が説く「移行経済」における体制的条件は中国の経済改革のプロセスにおいてもある程度において共通していたことから、多くの中国の研究者は1980年代以来の中国における経済改革とくに国有企業改革プロセスが及ぼした影響からインサイダー・コントロールの形成を説明している。

この観点からの代表的な議論を要約すれば以下のとおりである（呉建輝、張耀華、武久立、高闖、呉有昌、葉祥松、劉偉など）。

- 1 中国では1980年代以降既存の企業制度を根本的に変えない条件のもとで、「放権讓利」政策により政府の管理権を企業に国有企業に徐々に

委譲する方法を実施した。その結果、政府機関の監督権は次第に縮小するいっぽうで、国有企業の経営者は次第に経営自主権と自己利益の強化をはかるメカニズムが働いた。この企業レベルへの権限委譲によって、企業経営活動に対する行政管理コスト（すなわち行政の調整コストと行政の奨励コスト）を引き下げることができた（費方域、33頁）。

- 2 国有企業が会社制に改組されて後、外部者が会社経営者に対する監督・制約メカニズムが弱いまたは制度化に成功していないこと。とくに大株主である政府機関の監督統制が効かない。政府機関のコントロールの弱さは、明確な所有権代表の主体が不明確であること、政府官僚にはコントロール権と残余請求権が不統一のために情報を取得し監督権を行使する十分なインセンティブが欠けていること、企業経営者に比して企業情報について知らないこと（情報の非対称性）、そのなかで監督を強化しようとすれば高いコストがかかること、などにある。また外部者は経営者に対して有効なインセンティブを与える制度的手段をもたない。
- 3 市場競争のメカニズムの不足。特に中国の株式市場と経営者市場は未熟であるために、市場の情報をとおして外部者が経営者を監督するための有効な手段をもたないこと。
- 4 企業経営者においてコントロール権と残余請求権のあいだの不統一（コントロール権は拡大したが、それに対応して法的な残余請求権が拡大しなかった）および権限と責任の不統一のために、経営者は企業または自己の利益を拡大するかたちで行動しやすいこと（経営者のモラル・ハザード）。

孫寧華（1998）は以上の原因を制度変革におけるノースのいわゆる徑路依存性の概念を利用して説明する。すなわち国有企業の「放権譲利」と経営自主権拡大の選択がその方向を前進させる刺激と慣性（inertia）を提

供したことが改革方向の不可逆性を規定したとする。そして「放権譲利」の結果が経路依存のもとでの既得利益の圧力集団（特に企業内部の経営者と従業員の集団）を形成したこと、それがインサイダー・コントロールの可能性を与えたと指摘した。そしてインサイダー・コントロールの可能性は情報の不十分性と非対称性、インセンティブの相違、責任の不平等という条件のもとで現実のものに転化したと論じた。彼は、このような意味でインサイダー・コントロールは「合理性をもった内部者の必然的な選択」でもあったと主張する。殷徳生（2000）も国有企業改革の経路依存性がインサイダー・コントロールの「自己強化メカニズム」を形成したことを論じている。

## (2) 計画経済時期の影響

次に、一部の中国人学者はインサイダー・コントロールの形成原因を1980年代以降の体制転換期だけではなく、その前の計画経済時期にまで遡って求めている。これは体制転換期の当初の条件を初期条件とすれば、初期条件を規定した要因をさらに歴史的に探ろうとするものである。

例えば、魏傑ら（1996）は、「インサイダー・コントロール」現象は転換期だけでなく、伝統的な計画経済統治期にも存在していた」とし、1950年代の計画経済時期の当初から存在していたとする。つまり伝統的に計画経済体制時期は外部者＝国家機関の企業内部に対する統制は「極強統制」であったけれども、それは「極弱統制」と同様に、外部者の企業管理が効果的なものでなかったとする。実際には事実上の依託－代理関係の下でインサイダー・コントロール問題が生じていたという。

また張春霖（1998）はインサイダー・コントロールの直接的原因を1980年代以降の経営自主権の拡大に求めながらも、「より深層からみると、その出現は計画経済体制の一種の内在趨勢であった。なぜなら、計画経済における「企業」は「社会大工場」のいくつかの職場にすぎず、そこでは中心契約者または企業家は存在していない。このような企業に対して放権

することは当然にインサイダー・コントロールを作り出すしかなかった」(347頁)として、計画経済時期の「企業家の不在」がインサイダー・コントロールの深層の原因であるとする。さらに「企業家の不在」問題の生ずる根源は資本所有者の行為障害にある」と主張する(371頁)。すなわち「旧来の資本流動の体制のもとでは、資本が最終的に企業内部者の手に達する時には資本所有者利益の制約は既に消失している。内部者のコントロール権を制約する唯一のものは、行政機関の関与しか残されていなかった。この故にわれわれは行政関与下のインサイダー・コントロールおよびそれがもたらす企業家不在の問題の根源は、資本流動体制における資本所有者の行為障害(不全)にある」という(378頁)。

林毅夫・蔡昉・李周(1999)はインサイダー・コントロールの原因を直接的に検討しているわけではないが、経済改革期に進んだ所有と経営の分離を計画経済時期の国有企業にも存在していたとみなしている点で特徴的である。かれらによれば、伝統的な大型国有企業では中央から末端企業のあいだに多段階の委託—代理関係が形成され、所有権と経営権が分離していた。この分離は国有企業成立当初から存在していた一種の属性であったという(22ページ)。従って、こうした国有企業において、所有者と経営者との目標とインセンティブの相違、所有者と経営者の間の情報の非対称性、所有者と経営者の間の責任の相違が生じた。こうした条件は前述したように1980年代以降の経済改革期に形成されたとするのが多くの中国人学者の見解なのであるが、林らはそれを計画経済時期の国有企業の一貫した属性とみるのである。そうだとすれば、インサイダー・コントロールの形成要因が潜在的に存在していたということになる。

林らの議論は、政府行政の集権的なコントロール体制のもとで委託—代理関係に基づく経営者のモラル・ハザードの可能性を指摘した点で注目される。ただし、集権的な計画経済システムにおいて委託—代理関係がはたして機能していたかどうかについては再検討の余地があるように思われる。

(3) 民営企業の成長。

一部の上場企業の前身は実際には民営または私営企業である。当時は上場定員を勝ち取るために、ある上級主管部門に所属し「赤い帽子」をかぶる必要があり、ここからいわゆる国有株が派生した。政策環境が緩和されるにつれ、さらに国有株の減少策が推進されるにつれ、この部分の上場企業は民営企業の本来の面目にもどる（王微・李映宏・王君択，2001）。この文脈においては所有と経営の基本的な一致がみられ、従って経営者が合法的なインサイダー・コントロールを行なう条件がある。上場会社において最近注目される現象のひとつは、私営企業家＝資本家による合法的なコントロール状況が出現していることである。かれらは単に経営権を掌握しているだけでなく、株式の支配的部分を所有しているのである。こうした所有と経営（支配）の一致した家族的企業が株式会社さらには上場会社にまで広がりつつあるが、それはいわば合法的なインサイダー・コントロールの形成といえる。経営者の合法的なインサイダー・コントロール傾向は国有または集団所有の小型企業における株式制改革の一環として経営者による株式取得（MBO）がより広範に進んでいることにも見られる（丸川，2000）。

### 3 中国のインサイダー・コントロールの性格

#### 1) 普遍性論

前述のように青木はインサイダー・コントロール概念を旧ソ連・東欧の経済体制移行期という特定な歴史的条件のもとで定義づけをしている。これに対して、魏傑らは（1996）はその概念をより広義なものとして性格づける。すなわち魏傑らは青木の概念規定を狭義なものであるとし、それに対して広義のインサイダー・コントロールを提起した。つまり、経営者が一定の条件のもとで出資者の利益を侵害する活動をインサイダー・コントロールとすれば、それは特定の時期、特定の国に限定されるものではない

(23頁)。つまり、1990年代における社会主義からの移行経済諸国に特有のものではないとする。その理由として第一に情報の非対称性と情報コストの差異を指摘する。例えば、西側の市場経済国家でも子会社が合法的または事実上親会社の利益を侵害する行為は、情報非対称によるインサイダー・コントロール問題と見ることができる。従って、インサイダー・コントロールは移行経済国家に特有の問題ではなく普遍的なものである。また第二に廉価投票権の存在。それにより所有者の権利が希薄化されたこと。第三に企業家階層の欠如。経営者市場の有効な競争とコントロールがないことである(23-24頁)。

こうして彼は、このような条件のもとでは、経済体制や歴史的時期に関わりなく、インサイダー・コントロールは発生しうると主張するのである。ただし、魏傑らは中国と東欧諸国ではインサイダー・コントロール形成の多くの内在的要素があるので、その現象は西欧諸国よりも普遍的であるとす。

何玉長(1997)はアメリカや日本などの経済先進国における会社においても普遍的にインサイダー・コントロールの現象が存在していたことを指摘し(1960年代のロバート・ラーナーなどの調査を引用)、近代的公司における所有と支配の分離が進んだ結果として、インサイダー・コントロールは客観的な必然性があると論じた。

## 2) 中国的特徴論

インサイダー・コントロールの普遍性を論ずることは、必ずしもその中国的特徴を論ずることと矛盾するものではない。前記の形成要因でも触れたように、中国におけるインサイダー・コントロールの形成には多くの中国的条件が関わっていたことも事実である。従って、中国におけるインサイダー・コントロールにいわば中国的特徴が見られるのは当然でもあるといえる。

費方域（1996，31頁）は残余コントロール権および残余請求権が法律により認められているかどうかを基準にしてコーポレート・ガバナンスを四つの類型に分類している。すなわち，第一に企業内部者が事実上の残余コントロール権を掌握しているが，残余請求権はもっていないタイプ。第二に内部者が事実上残余コントロール権と残余請求権を掌握しているタイプ。第三に内部者が合法的に残余コントロール権を獲得しているが，合法的な残余請求権をもっていないタイプ。第四に内部者が合法的に残余コントロール権と残余請求権を獲得しているタイプ。費方域は，中国の特徴は事実上のインサイダー・コントロールにあるとする（第一または第二の類型）。

この事実上のインサイダー・コントロールが中国の特徴であることは多くの論者によって指摘されている。中国国有企業の場合，経営者に法的な所有権が与えられておらず，従って所有権または授権に基づいて経営のコントロール権や請求権を行使していたわけではないので，合法的なインサイダー・コントロールではなかったのは確かであろう。ただし，改革の過程で経営のコントロール権が経営自主権として経営者に合法的に与えられた点は重要である。

この点を留意しつつ，銭穎一は以下のように中国の特徴を指摘している。（この整理は費方域，32-33頁）すなわち第一に，私有化を通して事実上のコントロール権を合法的なコントロール権に変えることや残余コントロール権をもつ人が同時に残余請求権を獲得することを意図していないこと。第二に，政府が正式な法律法規によって国有企業の経営者に多くの自主権（14項目）を含むコントロール権を明確に与えたこと，制度改革後の有限会社と株式会社の経営者に対して限定された残余コントロール権を与えたこと，第三に企業経営者は事実上および法律上企業資産を使用する多くの有効なコントロール権および合法的なコントロール権を得ていること。経営者が事実上および法律上獲得した残余請求権は多くない。企業利潤は法

律により出資所有者に帰属し、最も主要な所有者は最終コントロール権と残余請求権を行使する国家政府である。

第四に、政企分開と政資分開は政府が企業を直接管理することによる行政コストを引き下げ、政府のコントロール権を下放する目標を達成する主要な実施措置となった。こうして形成された国有資産管理システムでは中央政府の統一所有、地方政府の分級管理監督、企業の独自経営というモデルを採用した。この三者のあいだにおけるコントロール権の配置と利益分配について有効な協調方法をさがせるかどうかは今後の改革が直面する難しい課題であること（この含意は政企分離と政資分離が十分に制度化されていないこと）。第五に、政府は最終コントロール者として企業の主要経営者と財産権に対する任免権および重要事項の決定権を保留、または授権して行使している。授権をとおして一面では行政コストを減少し、経営者のインセンティブを増加させたが、他面で授権を受けた者（代理人）は企業価値最大化の行為を歪曲し、所有者の權益を侵害する恐れがあること（代理コスト）。

以上の第三から第五点に関連して、中国企業のコーポレート・ガバナンスは「行政関与下のインサイダー・コントロール」と性格付けられる（張春霖，1998；吳建輝，1997など）。やや歯切れ悪い表現であるが、中国の実態の一面を衝いていると思われる。劉偉らは（1999）は、その背景として、中国における財産権主体のあいまいさから財産権制約が確立していないこと、その結果政府の国有企業に対する関係が財産権関係（財産権制約）として制度化されず、多分に行政関係（行政制約）として把握される。この行政制約の強弱は企業経営者と政府官員との交際や交渉能力によって決まると説明している。そうだとするならば「行政関与下のインサイダー・コントロール」は多分に流動的な状況でもあり、それが行政のコントロールに転化するか、あるいは純然たる企業経営者のコントロールに転化するかは、結局のところ政府官僚と企業経営者とのあいだの交渉能力次第とい

うことになる。

#### 4 インサイダー・コントロールの役割への評価

インサイダー・コントロールの役割に対する評価は、大きく二つに分かれる。すなわち、インサイダー・コントロールの役割を肯定的積極的に評価する観点と否定的消極的に評価する観点である（錢穎一、1995；何玉長、1997；張春霖、1998）。多くの論者はこの二つの観点をともに受け入れ、インサイダー・コントロールの二面的役割に言及している。

まず積極的役割論について。インサイダー・コントロールの積極的役割を主張する論拠として以下の諸点が指摘される。すなわち、第一に企業内部者の情報優位性とそれによる情報コスト引下げ効果である。内部者は外部者に比べて企業経営につき情報優位性をもつ、それは内部者の意思決定の質を高め、情報の収集コストを節約することに役立つ。第二に、インサイダー・コントロールは経営者が残余コントロール権だけでなく残余請求権をもつことになるので、経営者に対するインセンティブ効果をもつことである。第三に、以上の二つの条件は企業の経営効率と成長を高めるのに有利である。例えば、張春霖（1998）は、「放権譲利の改革過程においては内部者の収入は企業の利潤と一定程度正の相関関係が形成された、それ故に彼らの収入最大化行為は経済利潤最大化行為に接近することができた。この点はインサイダー・コントロールが経済効率を高めることができた根本的原因である」と述べ、経済効率向上に対する経営者のインセンティブ効果を強調している。第四に、インサイダー・コントロールは経営者の経営才能を発揮させ、企業家階層の形成と発展に有利である。

また潘石（1998）は経営者コントロールが中国国有企業の株式制改革の必然的な選択であるとしたうえで、それは社会大生産の要求に基本的に符合し、生産力発展を促進できるものであるとその役割を積極的に評価する。

他方、インサイダー・コントロールの消極的役割については、いわゆる

「インサイダー・コントロール問題」として把握される。具体的には以下のさまざまな弊害が指摘される（葉祥松，2000；何長工，1997）。第一に経営者の過剰な「在職消費」現象である。在職消費とは経営職にともなうさまざまな役得を享受することを指す。それは必ずしも契約に明記されてはおらず，多くは慣行として実施される。その意味では事実上の残余請求権の一種である。第二に経営情報の開示が不足しかつ非規範的であること。第三に経営者の短期利益行為。経営者は企業の長期的発展よりも，自己の在任中における利潤最大化の傾向を示す。第四に過度な投資と国有資産の浪費，国有資産使用効率が極めて低いこと。第五に利潤の増加に対して賃金，奨励金，集団福利などの消費性収入の増加が速すぎ，付加価値の従業員への傾斜分配がみられること。第六に企業内企業に国有の優良資産を集中する，または企業従業員が上場機会に時に「内部株」を有利な価格で購入する。第七に株主への無配当，多額な債務返済の引き延ばし，重大な欠損などの株主利益に対する侵害。とくに小株主の利益に対して軽視。第八に脱税など。

このようなインサイダー・コントロールの弊害現象は必ずしも中国に固有のものではなく，経営者の「モラル・ハザード」または「代理問題」として一般的に理解可能である。ただし，経済体制の移行期にあり会社企業の内外のコントロールの制度化が立ち遅れている中国において，この弊害現象は比較的顕著であると考えられている。

## 第二節 経営者の組織構造と内部者コントロールの性格

### 1 株式所有の集中と取締役の選出

#### 1) 株式所有集中の状況

中国の上場企業株式について顕著な特徴は，その株式所有の集中性および株式取引の分割・制約性にみられる。まず取引の分割・制約性について

例えば第一に、発行株式が非流通株と流通株と大きく分割されていることである。中国の現状は市場で取引されない非流通株が株式総数の三分の二を占めており、市場で取引される流通株はわずか三分の一を占めるにすぎない。第二に非流通株はその95%前後が国家株と法人株で構成されていること。非流通株は基本的に公有株式であり、社会主義公有制の「主体的地位」を維持し、民間および外資による買収を防止するなどの理由から依然として流通が厳しく制約されている。第三に、流通株は国内居住者用（A株）と外国人用（B株）とに分かれ、別々の市場に分割されていること。これは国内の証券資本市場に対する外資の参入を規制する意図があり、資本取引における人民元の自由交換性ははまだ認められていない。さらに大陸の証券取引所に上場されるA株、B株とは別に香港の証券取引所で上場流通する中国企業発行の株式（H株）が区別される。

株式所有における集中性は国家株と国有法人株があわせて全体の6割あまりを占めていることに端的に示されている。また全上場企業の各株式別集中度をみると表1に示すように極めて高い。例えば、国家株の所有比率50%以上の企業が国家株所有企業全体の44.7%を占める。法人株も国家株に次いで集中度が高く所有比率50%以上の企業が36.8%を占める。筆頭株主の所有株式の集中度は全体として国家株のそれに近い。それは筆頭株に占める国家株の比率の高さ（60%）を反映している。

他方、流通株は集中度が低く50%以上を占める会社の比率は6.3%にすぎない。従業員株は極めて分散的で集中度は最も低い。このように、上場企業の株式所有は国家株や国有法人株による比率が極めて高く、従って株式所有面において国家株主や国有法人株主が上場企業に対して支配的地位を占めているのである。ただし、近年の政策的影響もあり株式所有の多元化や市場化が少しずつではあるが進んでいることも確かである。それは国有株比率の漸減、法人株比率の増大、流通株比率の増大（このなかには内部従業員株や「転配株」の流通化も含まれる）などに反映されている。し

表1 各種株式の所有集中度分布

単位：社，%

所有比率 %	筆頭株 %	国家株 %	法人株 %	従業員株 %	流通株 %
0-10	12 1.4	40 6.9	126 18.6	182 61.9	47 5.6
10-20	48 5.7	35 6.0	107 15.8	83 28.2	74 8.8
20-30	149 17.6	72 12.4	76 1.2	20 6.8	337 40.1
30-40	143 17.0	84 14.4	64 9.4	5 1.7	230 27.4
40-50	136 16.1	90 15.5	55 8.1	4 1.4	99 11.8
50-60	144 17.1	92 15.8	79 11.6	0	36 4.3
60-70	117 13.9	92 15.8	88 13.0	0	10 1.2
70-80	82 9.7	67 11.5	77 11.3	0	2 0.2
80-90	11 1.3	8 1.4	6 0.9	0	0
90-100	0 0	1 0.2	0	0	5 0.6
総計	842 100	581 100	678 100	294 100	840 100

(川井, 2000 a)

かし、これはいまだ株式所有の高い集中度を崩すまでには至っていない。

## 2) 最大株主の類型

次に、上場企業の最大株主に注目して、その株主代表主体を区別すると以下の三つに整理できる（川井, 2000 a, b. 厳密にいうと、従業員持ち株会が最大株主となっているケースもあるが、例外的でありここでは除外する）。

### (1) 行政機関（国有資産管理局）が最大株主

前述のように、1998 年末における筆頭株主に占める国家株主の比率は60%に達する。国家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（表2）。この歴史的背景には国有企業の所有権が名目上は国務院にあ

表2 国家株主の代表権主体

単位：社，%

	1995年 %	1996年 %	1997年 %	1998年 %	1999年 %
集团公司・総公司・持株公司	46 18.9	106 31.9	179 35.8	243 42.6	375 55.5
公司・工廠	12 4.9	—	31 6.2	82 14.2	56 8.3
国有資産管理局	66 27.2	100 30.1	131 26.2	119 20.6	110 16.3
資産経営公司	35 14.4	47 14.2	71 14.2	89 15.4	78 11.5
財政局	8 3.3	13 3.9	10 2.0	10 1.7	11 1.6
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	5 0.7
省市政府	1 0.4	1 0.3	2 0.4	—	1
その他	—	—	5 1.0	—	8 1.2
不明	59 24.3	39 11.8	33 6.6	21 3.6	32 4.7
合計	243 100.0	332 100.0	500 100.0	577 100.0	676 100.0

『中国上市公司基本分析』各年版，何凌（1998）より筆者作成）

るとされつつも、事実上はさまざまな国家行政機関に分散所有されていた事情がある。株主代表としての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みられるものの、必ずしも完全に統一的な国家株所有権代表とはなっていない。国有資産管理局が大株主である状況は次第に減少し、国有資産経営公司や有力な集団企業に株式を譲渡することが進んでいる。

(2) 持株会社としての投資・資産経営公司が最大株主。

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。多くは政府の業種別主管部門や総会社が改組されて成立した。国有資産経営公司は一種の国有持株会社として事業会社に投資し、法人株主として傘下の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（「政企分離」）という課題を解決すべく、行政機関と会社企業とのいわば中間媒介機関として位置づけられる。この資産経営公司は、国务院から国家株の代表権を授権されるケースが多くなっている。この種の国有資産経営企業は数を増してはいるものの、その国家株主に占める比重はほとんど伸びていない（表2）。

### (3) 企業集団または個別の大規模事業企業が最大株主

大規模な事業性企業は、企業集団の中核企業（集团公司）や総公司、および個別の国有大企業（公司・工場）などであり、法人株主の大部分を占めるばかりでなく、国家株主に占める比重をこの間に高めている。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、いまや国家株主の中心的な位置を占めるようになった。集団企業や総公司は多くの場合政府から国家株代表権を「授権」される形をとっており、グループ内部の企業に対して国家株主としての性格を付与されている。この国有資産権の授権政策は国有資産経営公司や企業集团公司を主な対象としているが、個別の大規模国有企業に対しても実施されている。

## 2 取締役会メンバーの構造

すでにみたような株式所有の集中度の高さは、はたして大株主（筆頭株主など）の経営支配をもたらしているのであろうか。たしかに、支配的な議決権をもつ大株主は株主総会において取締役会（以下、董事会）メンバーを選出または解任するうえで決定的な権限をもつ。従って、かれは董事会メンバーを支配できる地位にあるといえる。実際はどうであろうか。

## 1) 董事会メンバーの派遣単位

前述の点を董事会の構成から確認しよう。上海証券取引所のアンケート調査（2000）によれば、董事会メンバーの派遣・出身単位別の人数は表3のとおりである。

表によれば、①サンプル会社は上場してから株主単位が派遣する取締役（以下、董事）人数は基本的に大きな変化がない、かれらの董事会における比率は70%を維持している。ただし、筆頭株主から第3大株主の人数はしだいに増加する傾向にある。②政府部門の派遣する董事人数は年毎に減少する傾向がある。③銀行（債権関係および株権関係のある銀行を含む）からの董事数は次第に減少する傾向がある。④ノンバンク金融機関からの董事数は変動しており、そのなかで比較的大きな比率を占める董事は株式

表3 上場会社董事会メンバーの派遣単位別人数

	上場時	1996年	1997年	1998年	1999年
株主単位から	7.07(68.6)	6.6 (65.3)	6.49(65.1)	6.81(68.8)	6.92(70.0)
筆頭大株主	5.1 (49.5)	4.51(44.6)	4.66(46.8)	4.97(50.2)	5.33(53.9)
第二大株主	1.5 (14.6)	1.37(13.6)	1.38(13.8)	1.42(14.3)	1.56(15.8)
第三大株主	1.02 (9.9)	0.92 (9.1)	0.94 (9.4)	0.95 (9.6)	0.99(10.0)
政府部門から	1.37(13.3)	1.26(12.5)	0.97 (9.7)	0.74 (7.5)	0.64 (6.5)
銀行から	1.08(10.5)	1.28(12.7)	1.16(11.6)	1.06(10.7)	0.84 (8.4)
ノンバンクから	2.21(21.4)	2.32(23.0)	1.98(19.9)	2.06(20.8)	2.04(20.6)
関連単位から	4.45(43.3)	3.78(37.4)	4.38(44.0)	4.59(46.4)	4.81(48.7)
非関連単位から	2.92(28.3)	3.39(33.6)	3.09(31.0)	3.17(32.0)	3.09(31.3)
業種主管部門から	0.85 (8.2)	0.67 (6.6)	0.77 (7.7)	0.81 (8.2)	0.7 (7.1)
董事会人数	10.3 (100)	10.1 (100)	9.96 (100)	9.9 (100)	9.88 (100)

サンプル数 257 社，董事 1892 人。人数は一社あたり平均董事人数。カッコ内は百分率。関連単位とは株式所有関連，業務関係，債権関係のいずれかをもつ単位のこと。（上海証券交易所，2000）

関係をもつノンバンクからのものである。⑤関連単位からの董事数は年々増加傾向にあり、そのなかで株式関係のある関連単位からの董事が大きな比率を占め、その次に業務関係のある関連単位からの董事、最後は債権関係のある関連単位からの董事となる。⑥業種主管部門からの董事人数は変動している。

董事会のメンバー構成は高度に集中した株式所有構造（前述）を反映するかたちとなっている。すなわち、大株主は株主大会の決議に対する大きな影響力を通して、自らまたはその代理人を董事に選出できる地位にある。具体的には第一位から第三位までの大株主から派遣された董事は実に董事総数の7-8割を占め、97年以降はその比率は上昇さえしている。大株主のなかでは筆頭株主の地位が群を抜いている。表の事例では、筆頭株主から派遣された董事は董事会メンバー総数に占める比率は96年45%、97年47%、98年に50%を上回り、99年には54%ほどに達している。その比率は第二大株主の比率に比べて圧倒的に高い。また1997年の上場企業50社のサンプリング調査によると、筆頭株主の株式所有比率は47.0%であったが、その董事会における代表比率は70.5%にも達していたという（王彬、1998、42頁）。

まさに董事会は上位の大株主から派遣された董事に支配されている状況にある。従って、大株主がその利益を確保するために自ら派遣した董事をととして董事会の意思決定をコントロールできる立場にあることは容易にみてとれる。

董事会メンバーの出身構成に関して李有根ら（2001）は以下の四種類に分けている。すなわち第一に、株式会社設立時の発起人と指定募集法人およびこれに関連した政府機関など。これらの機関は株式会社の成立後に株式会社の法人株主または国家株主となる。それに応じて董事も二つの部分に分かれる。ひとつは引き続き法人株主または国家株主の単位での（代表）職務を継続するもので、いわゆる「法人代表董事」と呼ばれる。法人代表

董事の議席比率は主要には法人株主の持株比率に基づいて決まり、彼らの董事職は一般には兼職である。もうひとつは法人株主や国家株主単位から正式に離脱し、株式会社における専任の経営管理者（〈総経理、副総経理、財務総監など〉で、いわゆる「内部董事」である。

第二に株式会社と取引関係のない社会組織や機関（大学や業種管理協会など）。これらの董事は多くは教授または弁護士、コンサルタントなどの有名な専門家で高い社会的名声と一定の社会的地位と影響力をもつ。いわゆる「専門家董事」である。

第三に株主単位である国有企業の経営者。かれらはもともとの法人株主単位または国家株主単位である国有企業の経営指導者で比較的生望があったこと、そして法人株主または国家株主が株式会社の支配的株主であったことのために、その株式会社の董事に選出された。

第四にすでに法人株主や国家機関からは離れているが、株式会社のなかで非生産性または非経営管理の職位任務（例えば党、紀律委員会、労働組合など）就いていた者（「専務董事」）。

以上の類型区分については、法人代表董事、内部董事、専門家董事、専務董事のあいだの境界が必ずしも明瞭でなく、相互に多少とも重なる部分もあるかと思われる。それはともかく、この類型区分に照らして上場株式会社の董事の構成比率をみると、内部董事が多すぎることに、法人代表董事が多すぎることに、専門家董事が非常に少ないことに、多くの研究文献に基づいて指摘されている（李有根・趙西萍・李懷祖，2001）。

## 2) 董事と執行経営者の兼任状況

現在の中国上場企業のコーポレート・ガバナンスにおける顕著な特徴のひとつはインサイダー・コントロールであるとされる。その現象の組織的特徴のひとつは董事と執行経営者との兼任である。

まず何浚（1998）はこの状況を実証的に明らかにした先駆者の一人であ

る。彼は1996末の上場企業530社の董事会メンバーに占める「内部董事」（彼のいう「内部董事」とは企業内部者である董事を指し、具体的には経営執行職を兼任している董事および職員労働者の董事を指す）の比率を計算し、それを「内部者支配度」として概念化した。それによれば各部門企業の内部董事比率は、工業部門（250社）71.0%、不動産部門（20社）63.7%、総合部門（58社）58.5%、商業部門（48社）66.2%、公共部門（28社）59.4%であった。つまり、これらの部門では董事の大部分が企業内部者で占められているのである。この状況は他の調査事例からも確認できる。例えば、陳湘永・張剣文・張偉文（2000）は、1997-98年に上場した株式会社335社において董事の内部董事比率が54.8%であること、また1996年以前に上場した406社における董事の内部董事比率が67.0%に達することを明らかにしている。

次に、最近の事例における董事と執行経営者との兼職状況についていくつかの調査結果をみてみたい。先の上海証券取引所が行った上場会社257社董事1892人に対するサンプル調査（2000）によると、董事総数に占める「執行董事数」の比率は上場時で58.2%、96年で63.4%、97年59.2%、98年55.4%、99年53.7%であった。これによれば、近年次第にその比率をやや下げていることが注目されるが、董事の大半は執行董事つまり執行経営者を兼任していることがわかる。

2000年2月末における上場会社961社のなかから無作為抽出した100社の董事と執行経営者の兼職状況をみると、兼職比率80%以上が8社、60-80%が10社、50-60%が14社、40-50%が17社、30-40%が16社、30%以下が32社、無効3社となっている（朱国泓，2001）。兼職比率の平均値は不明であるが、恐らく40%台ではないかと推定される。

2000年4月時点での上場会社868社の董事会メンバー8599人における執行経営職との兼任状況を調べる（データは1999年末時点と思われる）と、董事全体の少なくとも30%がいろいろな経営執行職を兼任している

ことが判明する。一部不明のところもかなりみられるので、実際はこの比率よりも高いと考えられる。董事の職位別にみると、董事長の20%、副董事長の21%、常務董事の17%、董事の7%が、それぞれ総経理を兼任している。また副総経理職との兼任をみると、董事長はわずか1人のみだが、副董事長は54人6%が、常務董事は7人39%が、董事は1118人17%が、それぞれ副総経理を兼職している（以上川井，2001b）。他方、執行経営者（高級管理者）の側から董事職との兼任状況をみると、上海証券取引所の前記調査では、執行経営者3978人のうち董事・監事を兼任している者は1046人で、26.3%（有効回答者の32.7%）である。従って、董事と執行経営者との関係を後者の側からみると、兼職率は相対的に低い。しかし、兼職している執行経営者のほとんど（90%余）は総経理、常務副総経理、副総経理の職位にあり、従って兼職董事は会社の日常的経営管理の決定権限を掌握しているといえる。兼職董事は企業的意思決定において重要な位置を占めている。

更に1998年末における上海取引所上場企業416社によると、董事の平均人数は9.78人で、董事のなかで執行経営職を兼任している者の比率は平均で31.2%であった（朱国泓，2001）。

兼職の典型的な形態として董事長と総経理の兼職が考えられる。同一人物が両者を兼職している企業は、1995年末時点では全上場会社339社のうち155社、45.7%（「上市公司基本分析96年」）であった。1996年末時点で同576社のうち302社、52.4%（97年「上市公司速査手冊」）。1998年末時点で同813社のうち247社、30.4%（99年「上市公司速査手冊」）。1997-1998年に上場した企業335社のうち81社24.2%（「管理世界」2000-4）、1999年末時点で同868社のうち174社、20.0%（「巨潮互聯資訊網」の経営者データ）である。このように兼職の比率は次第に低下する傾向にあるが、もともとかなり高い比率であった。（川井，2001b）そこでは株主を代表し会社法人の代表である董事長が同時に総経理として日常の経

営権限を掌握しているものであり、いわば所有権代表と経営権代表を一手に代表しているのである。インサイダー・コントロールの主要な条件の一つと考えられる。

以上から要するに、上場企業の董事と執行経営者が多くの場合においてかなりの程度人的に重なっていたといえよう。

### 3 株主所有の集中と内部者支配の関係

董事が基本的に大株主単位から指名派遣される一方で、董事の多くが企業内部者で執行経営職も兼任しているという事実は、大株主、董事、執行経営者の三者の関係が基本的に一体的な関係にあることを想定させる。つまり大株主の所有比率の高さ、董事会における大株主代表比率の高さ、そして董事会における内部者比率の高さはそれぞれ対応している関係にあることを想定させる。このなかで前二者のあいだの関係は理解しやすい。つまり支配的な株式所有比率をもつ大株主はみずからの一存で大多数の取締役を選出できる権限をもつのである。

しかし、前二者と後者すなわち内部者比率の高さととのあいだの関係は必ずしも明瞭ではない。バーリ=ミーンズのいわゆる所有と経営の分離論によれば、企業の大規模化と株式所有の分散化が専門経営者の自立化=経営支配つまり内部者の経営コントロールをもたらしたとされている。言い換えれば、株式所有の集中化は大株主の経営支配をもたらすのであって、経営者の支配をもたらすものではない。この点で中国の上場会社の事例は、市場経済における所有と経営の分離とは異なり、所有と経営が基本的に一致した状況であり、そこにおいて所有の集中と内部者の支配とが并存している状況を示している点で極めて特徴的である。ではなぜ所有の集中と内部者の支配が共存しているのだろうか。

この点で注目すべき研究は、何浚（1998）が株式所有比率と董事（取締役）における内部者比率とは正の相関関係にあることを実証的に明らかに

表4 株式集中度と内部者比率の関係 (1996年末, 530社)

最大株主持株比 (%)	0-10	10-	20-	30-	40-	50-	60-	70-	80-
会社数	6	22	70	75	72	69	62	30	0
内部者統制度	45.5	45.0	57.1	59.1	72.0	76.9	83.5	93.1	—

内部者統制度=内部者董事数/董事総数×100, 平均董事数9.7人, うち平均内部董事数6.5人 何浚 (1998), 54頁。

したことであろう。具体的には表4のとおりである。つまり、株式所有の集中度が高いほど、董事の内部者比率も高くなるのである。言いかえれば、大株主の株式所有支配と「内部者支配度」とはまさにパラレルに対応する関係にある。この点は他の調査事例でも確認されている (陳湘永・張劍文・張偉文, 2000)。

なぜ株主の所有支配の強さと内部者比率の高さは密接に相関しているのだろうか。両者の関係の構造メカニズムを明らかにする必要がある。

ここでは大株主をいくつかの主体別に分けて董事会・経営者との関係を検討してみたい。ここでは筆頭株主の組織類型に沿って大株主を三つの類型に分けて分析する。

- 1 国有資産管理局など政府機関が大株主のケース。 上場企業の最も主要な国家株主の一つとしての政府国有資産管理局が筆頭株主となっている企業をみると、国有資産管理局から直接董事を派遣することは極めて少ない。管理局からの派遣董事が董事長になるケースはほとんど見当たらない。地方の国有資産管理局にとって、個々の企業の董事会に株主代表を派遣するほどにスタッフの余裕がないこともある。つまり国有資産管理局がその派遣董事を通してコントロールを行使することはあまりない。むしろ、国有資産管理局は、多くの場合において

その財産管理下にある企業または企業集団の中核である集团公司の董事長が国有資産管理局から国家株の代表権を授権されている事例が多い。この場合、国有資産管理局は所有者としてのコントロール権を董事長に委任しているので、董事長が所有者としてのコントロール権を董事会および執行経営者に対して如何に發揮するかがポイントになる。しかし、前述のように董事長は往々にして総経理を兼任しているか、または総経理以下の内部経営者を董事会のメンバーとして推薦選択する傾向もある（この点について上海証券取引所の調査（2000）では250企業における新董事の人選にあたって34%の会社では董事会により指名されたという）

こうした場合には、従来企業または企業集団の経営者が傘下の上場会社の董事長を兼務してコントロール権を掌握することにより、結果として内部者支配の状況が生まれやすい。他の政府機関が国家株主代表になっている場合にも同様な状況が考えられる。

- 2 国有資産経営公司が大株主のケース。 新たな企業である国有資産経営公司／投資公司が筆頭株主である場合に、国有資産経営公司の派遣代表が傘下企業の董事会メンバーに加わっている事例は多くはない。かつ資産経営公司の派遣代表が執行職兼任の董事長に就任しているケースは見当たらない。董事会に資産経営公司の派遣董事がいない場合は、内部出身のまたは他の大株主派遣の董事長に委任していると推察される。
- 3 集団企業／事業公司が大株主のケース。 この場合においては筆頭株主である親会社（多くの場合発起人会社である）からのメンバー派遣が一般的である。親会社は企業グループの中核企業である集团公司・総公司あるいは単独の国有企業（単独発起人）であり、そのなかにはそれぞれ政府当局から国家株代表権を授権されるケースまたは自ら国有法人株主となるケースが多い。

親会社傘下の上場会社の董事はどれぐらい親会社からの派遣代表によって兼任されているのであろうか。1998年度上場企業315社の統計によれば、上場企業の董事長のうちで親会社代表（董事長）を兼ねるものが150人で47.5%の比率を占めている。また上場企業において董事長が総経理を兼任しているものが132人で41.9%。さらに両者とともに兼ね備えているケース、すなわち本公司董事長が総経理を兼任し同時に親会社代表（董事長）でもあるものが59人で18.7%を占めた（川井，2001a, b）。この統計結果からみれば、実に上場企業の董事長の半数近くは親会社の代表（董事長）によって占められている。言い換えれば支配的な法人株主代表（＝親会社董事長）が子会社である上場企業の董事長を兼任しているのである。また董事長の2割近くは親会社代表とともに本公司董事長兼総経理ということで三つの権力を兼ね備えている。また親会社の総経理などの経営執行職が子会社の総経理を兼任している事例も少なくない。要するに、集団企業の子会社または単独企業の改組として成立した上場企業では親会社や旧国有企業の経営者が董事さらには執行経営者として比較的強いコントロールを發揮しているといえる。

また国有企業を株式会社に改組するパターンとの関連からいえば、共同発起の場合よりも単独発起の場合のほうが親会社の経営支配が強い。共同発起の場合は各法人の持株比率に応じて董事会にメンバーを派遣するのが普通である。単独発起の場合は、旧来の国有企業がまるごと株式会社に転換されるか、国有企業の優良資産を分離しその部分を株式会社に転換する。後者において旧来の国有企業は圧倒的な支配株を有する親会社となり、子会社である上場企業の董事の大部分または全員が親会社からの派遣である場合が多くみられる。

以上にみられるように、事業性企業の場合、親会社は子会社である上場企業の董事会および執行職に対して強い人事支配力を及ぼしてい

る。ここにおいては法人株主である親会社と上場企業の経営者とは事実上一体的関係にある。つまり大株主支配は同時に内部者支配でもあるといえる。このような状況のもとでは、支配的株主＝親会社代表が子会社の経営を強くコントロールして経営効率的であるというメリットがあるものの、両者が一体的関係にあるゆえに所有と経営の分離や権限責任関係があいまいになりやすいデメリットがある。こうした親子会社の一体的関係から生ずる問題を改善し、上場会社の親会社からの自立性を強化する目的から、1999年5月中国证券监督管理委员会は、上場企業の総経理が支配株主法人の経営執行職を兼任すること、および上場会社の経営執行職は当該企業から報酬を受け取るべきで親会社から報酬を受け取ることをそれぞれ禁止する通知を出している（『経済参考報』1999年5月29日）。

### 第三節 インサイダー・コントロールの経営効率への影響

第一節ではインサイダー・コントロールが経営効率に対する影響として二つの理論的観点があることをみた。つまり、ひとつは経営効率の発揮に積極的な役割を果たすとみなすもの、もうひとつは経営者への監督不足によりそのモラル・ハザードを生み、結局経営の効率にマイナスの影響をもたらすというものである。実際はどうかであろうか。ここでは取締役会におけるインサイダー・コントロール程度と経営効率との関連について、これまでの研究成果を紹介しつつ検討してみたい。

#### 1 内部取締役比率との関連

この点で示唆的なのは先に見た何凌（1998）の実証的データである。彼は上場企業において株式の所有の集中度と内部取締役比率とのあいだには顕著な正の相関関係があることを見出した。他方で株式の所有集中度と経

営効率とのあいだには正の相関関係があるのであれば、内部取締役比率と経営効率とのあいだにも正の相関関係があることになる。はたしてこの推論は成立するのであろうか。株式の所有集中度と経営効率のあいだの関係については、両者のあいだに顕著な相関関係があるとするもの (Xu, Wang, 1997; 許小年・王燕, 2000), 二次の相関関係 (逆U字) があるとするもの (孫永祥・黄祖輝, 1999), はっきりした関係を見いだせないとするもの (袁国良など1999), 局所的な関係はあるものの根本的実質的な影響関係はないとするもの (劉小玄, 2001) など、いろいろな検証結果が出ており、必ずしも定説はない。従って、以上から全般的な関係を一概に論ずることは困難であるが、法人所有株に限って言えば、その所有集中度と経営効率の正の相関があることが検証されている (許・王, 劉小玄)。従って、もしこれを前提とすれば内部取締役比率と経営効率とのあいだに正の相関を推定することは可能であろう。

李有根・趙西萍・李懷祖 (2001) は、1998年と99年に新たに上場した91社をサンプル対象として取締役の構成類型と経営効率との相関関係を仮説検証している。構成類型としては内部取締役比率、法人代表取締役比率、専門家取締役比率を説明変数として、被説明変数として純資産利潤率 (ROE) と総資産利潤率 (ROA) をとる。仮説としてそれぞれの説明変数の比率が高すぎたり低すぎたりしたときは経営効率が低く、中間の適当な比率のときには経営効率が高くなることを設定。回帰分析の結果、仮説を支持するのは法人代表取締役比率とROEのあいだの関係だけであって、それ以外の組み合わせの場合、いずれも有意ではなく仮説は否定される。つまり、インサイダー・コントロールの程度を示すと考えられる内部取締役比率と経営効率とのあいだに有意な二次相関はないことが示された。

他方、呉淑琨・劉忠明・範建強 (2001) は、上場会社の「非執行董事」比率と会社の効率 (ROA) との関係を検証している。ここでいう「非執行董事」とは上場会社のなかで経営執行職務を担当していない取締役を指

表5 董事会の構成と会社の財務効率との相関

独立変数	ROA	標準差
非執行董事の比率	0.047***	0.017
両職完全一致	0.010	0.013
両職部分一致	0.020*	0.011
総経理の変更有無	-0.003	0.006
董事長の変更有無	-0.015**	0.007

\*\*\* 1% 有意 \*\* 5% 有意 \* 10% 有意

(呉淑琨・劉忠明・範建強, 2001, 75 頁)

す。つまりそれは董事のなかから上述の内部董事を除いた人々にほぼ相当すると考えてよい。かれらは、1999 年年報のなかの 476 社をサンプルとして、董事会の構成と総資産利潤率（ROA）との線形回帰分析を行っている。その結果は表5のとおりである。これによれば、非執行取締役比率と ROA とは有意な正の相関関係があることを示している。ただしその相関は極めて弱いものである。

## 2 董事長＝総経理の兼任状態との関連

董事と執行経営者の兼任状況の典型事例として董事長と総経理の兼任が考えられる。董事長と総経理はそれぞれ取締役会の責任者＝法人代表、執行経営者の代表として最も重要な職であり、その他の董事及び執行経営者に比べて大きな影響力をもつと考えられる。いわゆるインサイダー・コントロール状況も董事長と総経理の兼職の場合が多い。

この兼職状況と会社の効率との関連について呉淑琨・柏傑・席西民(1998)が実証分析を行っている。かれらは上場会社 188 社における総経理と董事長・副董事長・董事の兼職状態（完全兼職 77 社、部分兼職 99 社、完全分離 12 社）と株式構成、資本構成、監事会規模と構成、董事の持株

表6 兼職状態と会社の財務効率（平均値）

兼任状態	純利潤率	総資産利潤率	株主資本利潤率	一株当たり収益
完全兼職	9.1	10.2	15.9	0.412 元
部分兼職	8.0	9.4	16.2	0.401
完全分離	7.2	8.5	15.9	0.393

（呉淑琨・柏傑・席酉民，1998，25頁）

状況および会社の財務効率などとの相関関係を検証した。ここでは企業の財務効率との関連についてだけみてみたい。その結果は表6のとおりである。ここでいう完全兼職とは董事長と総経理が同一人物により兼任される状態、部分兼職とは董事（董事長を除く）と総経理が同一人物により兼任される状態、完全分離とは非董事が総経理を担当している状態をそれぞれ指す。

このデータによれば、利潤率指標は兼職状態から分離状態に進むに従って低下する傾向をみせる（ただし、株主資本利潤率は除く）。この事実から兼職程度と会社効率は正の相関関係にあるとの仮説を推定できる。この仮説に対して著者たちは検定を行なった結果、いずれの指標においても有意な相関がないこと、従って仮説が成立しないことを結論づけている。

他方、前述の呉淑琨・劉忠明・範建強（2001）の最近の研究では、表5に見られるように、董事長と総経理の完全兼職はROAと有意な相関がみられないこと、他方で董事（董事長を除く）と総経理の兼職はROAと有意な正の相関が見られることを示している。

以上の限られた検討結果からすれば、兼職の度合いが強ければ、会社の財務効率が向上するとは必ずしもいえない。言い換えればインサイダー・コントロールを示す取締役会の内部者比率と財務効率とあいだには必ずしも明確な相関性があるとはいえない。ただし法人代表の董事比率と経営効

率とのあいだに一定の有意な相関が示されている。董事の性格や構成がどのような経営効率に影響を及ぼしているかの検討は、最近開始されたばかりの状況であり、今後の重要な課題である。

## 終わりに

以上、中国上場会社におけるインサイダー・コントロールの形成、性格、役割について理論と実態の両面から検討を試みた。移行経済下の中国におけるインサイダー・コントロールは、青木が指摘した旧ソ連・東欧諸国の場合と同様にその形成発展には「径路依存性」と「制度的補完性」が見られる。その意味では、それはかなり長期的な存在となる可能性が高い。中国政府当局はインサイダー・コントロール問題を是正する政策措置としていくつかの選択肢を用意している。例えば、情報開示の透明性の確保、国家からの特別査察員の派遣、株主代理投票、投資基金制度の育成、独立董事制度の導入、親子会社間における執行役員兼任の制限などである。

最近特に注目されているのが独立董事制の導入である。この政策は中国証券監督管理委員会が1999年にまず中国域外（香港、ニューヨーク、シンガポールなど）に上場した中国企業に導入する指示を出し、そして2001年5月末には、域外だけではなく国内（上海、深圳）の証券取引所に上場した会社を含めて独立董事制度を導入するための「指導意見（意見請求稿）」を公布した。それによれば内外の上場会社は2002年6月末までに指導意見の要求に基づいて会社の定款を改正し、取締役会メンバーの三分の一以上を独立董事（うち少なくとも一名の会計専門家を含む）としなければならないと規定する。独立董事とは「会社で董事以外の職務を担当せず、かつ招聘を受けた上場会社およびその主要な株主とのあいだに本人が独立的客観的判断を行なうのを妨げる関係が存在しない取締役」であり、つまり当該会社およびその主要株主と利害関係のない外部取締役のことを

指す。独立董事は会社全体の利益を守り、特に中小株主の利益が侵害されないことに注意を払うことを職責とすると規定された。これを通して会社のインサイダー・コントロール問題を解決し、コーポレート・ガバナンスを改善しようとするのである。

報道によれば、2001年7月現在で、国内上場会社のなかで独立董事を設立したのは204社で独立董事数は314名に達したという（新華社、2001年7月17日）。独立董事制度の設立がインサイダー・コントロールの是正に対して効果的であるかどうか、どの程度の役割を果たしているのか、大いに注目されるところである。この点は今後の検討課題としたい。

#### 参考文献

- Masahiko Aoki (1995) Controlling Insider Control: Issues of Corporate Governance in Transition Economies, in *Corporate Governance in Transitional Economics Insider Control and the Role of Banks*, edited by Masahiko Aoki, Hyung-Ki Kim, the World Bank.
- Xiaonan Xu and Yan Wang (1997), Ownership Structure, Corporate Governance and Firm's Performance; The Case of Publicly Listed Chinese Stock Companies, *World Bank Policy Research Working Papers, No. 1794*, World Bank
- (1999) Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies, *China Economic Review* 10
- Sanford Grossman and Oliver Hart (1980) Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation, *The Bell Journal of Economics* 11
- Jensen M.C. and W.H.Meckling (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3
- Paul Milgrom and John Roberts (1992), *Economics, Organization & Management*, Prentice Hall (奥野正寛ほか訳『組織の経済学』NTT出版、1997年)
- On-Kit Tam (1999) *The Development of Corporate Governance in China*,

- Edward Elger
- Cyril Lin (2000), *Public Vices in Public Places: Challenges in Corporate Governance Development in China, the Informal Workshop on Corporate Governance in Developing Countries and Emerging Economies*, OECD Development Centre
- 青木昌彦・錢穎一 (1995)『*軌道經濟中的公司治理結構——內部人控制和銀行的作用*』中國經濟出版社
- 譚安傑主編 (1997)『*改革中的企業督導機制*』中國經濟出版社
- 何玉長 (1997)『*國有公司產權結構與治理結構*』上海財經大學出版社
- 朱光華・段文斌 (1998)『*企業的本質，治理結構和國有企業改革*』南開大學出版社
- 曹鳳岐 (1998)『*股份制與現代企業制度*』企業管理出版社
- 田志龍 (1999)『*經營者監督與激勵 公司治理的理論與實踐*』中國發展出版社
- 劉偉・高明華 (1999)『*軌道期的國有企業重組*』上海遠東出版社
- 張維迎 (1999)『*企業理論與中國企業改革*』北京大學出版社
- 鄭海航 (1999)『*中國企業理論五十年*』經濟科學出版社
- 葉祥松 (2000)『*國有公司產權關係和治理結構*』經濟管理出版社
- 程合紅・劉智慧・王洪亮 (2000)『*國有股權研究*』中國政法大學出版社
- 梁祖晨 主編 (2000)『*創建中國公司制——國有大中型企業公司制改革跟蹤研究*』中國經濟出版社
- 劉小玄編著 (2001)『*中國企業發展報告 (1990~2000年)*』社會科學文獻出版社  
第10章「*上市公司的股權結構與績效分析*」
- 梁能主編 (2000)『*公司治理結構：中國的實踐與美國的經驗*』中國人民大學出版社
- 上海證券交易所 (2000)「*上市公司的治理結構*」『*上市公司*』2000年第12期。
- 費方域 (1996)「*控制內部人控制*」『*經濟研究*』第6期
- 張春霖 (1998)「*國有企業的治理結構改革，從融資角度分析*」『*企業的本質，治理結構和國有企業改革*』南開大學出版社。
- 張春霖 (1995)「*存在道德風險的委託代理關係：理論分析及其應用中的問題*」『*經濟研究*』第8期。
- 錢穎一 (1995)「*中國的治理結構改革和融資結構改革*」『*經濟研究*』第11期。
- 吳建輝 (1997)「*國有企業『內部人控制』成因分析*」『*國有資產管理研究*』第6期
- 吳有昌 (1995)「*國有企業內部人控制的成因及對策*」『*改革*』第4期
- 武立久 (1997)「*克服政府過度干預與內部人控制的二律背反*」『*國有資產研究*』6期。

- 張耀華（1998）「対国有企业委託人問題的初步探討」『改革与理論』第4期。
- 高園（1998）「内部人控制与公司治理論綱」『F31 工業企業管理』第1期
- 魏傑・徐有軻（1996）「論產權關係与内部人控制」『改革探索 經濟學家』第5期
- 潘石（1998）「内部人控制企業論質疑」『当代經濟研究』第1期
- 孫寧華（1998）「国有企业治理結構創新的制度經濟學分析」『上海經濟研究』
- 王微・李映宏・王君拓（2001）「内部人控制原因何在」『證券時報』6月27日
- 李響（1998）「内部人控制，公司治理結構与融資方式的選擇」『上海經濟研究』第5期
- 殷德生（2000）「国有企业内部人控制：路徑，现状与約束」万解秋・張暉明等  
『公司制与国有企业再生』所収，復旦大学出版社
- 李有根・趙西萍・李懷祖（2001）「上市公司的董事会構成和公司績效研究」『中国工業經濟』第5期。
- 何凌（1998）「上市公司治理結構的實証分析」『經濟研究』第5期。
- 朱国泓（2001）「上市公司財務報告舞弊的二元治理——激勵優化与會計控制強化」  
『管理世界』第4期。
- 吳淑琨・柏傑・席酉民（1998）「董事長与總經理兩職的分離与合一」『經濟研究』第8期。
- 孫永祥・黃祖輝（1999）「上市公司的股權結構与績效」『經濟研究』第12期。
- 袁国良・鄭江淮・胡志乾（1999）「我国上市公司融資偏好和融資能力的實証研究」  
『管理世界』第3期。
- 吳淑琨，劉忠明・範建強（2001）「非執行董事与公司績效的實証研究」『中国工業經濟』第9期
- 王彬（1998）「上市公司与其大股東關係研究」『證券市場導報』第1期。
- 陳湘永・張劍文・張偉文（2000）「我国上市公司内部人控制研究」『管理世界』第4期
- 許小年・王燕（2000）「中国上市公司的所有制結構与公司治理」梁能主編『公司治理結構：中国的經驗与美国的經驗』中国人民大学出版社
- 林毅夫・蔡昉・李周（1999）閔志雄監訳『中国の国有企业改革——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
- 青木昌彦（1995）『經濟システムの進化と多元性——比較制度分析序説』東洋經濟新報社
- 小佐野広（2001）『コーポレート・ガバナンスの經濟學——金融契約理論からみた企業論』日本經濟新聞社
- 李維安（1998）『中国のコーポレート・ガバナンス』稅務經理協會
- 王東明（2000）「中国上場企業の株式所有構造とコーポレート・ガバナンスの實

- 態』『証券経済研究』23号
- 金堅敏(2000)「中国企業のコーポレート・ガバナンス」『中国経済』ジェトロ, 2月
- 川井伸一(2000a)「中国上場企業の所有構造」『愛知経営論集』142号(愛知大学経営学会)
- 川井伸一(2000b)「国有企業における統治機構の問題——上場企業を事例にして」『中国経営管理研究』創刊号
- 川井伸一(2001a)「国有大企業の株式会社化と内部者支配」『中国における体制改革と西部大開発』国際金融センター(JCIF)研究報告書
- 川井伸一(2001b)「中国の上場企業経営者に関する基礎的分析」『経営総合科学』76号, 愛知大学経営総合科学研究所
- 丸川知雄(2000)「中小公有企業の民営化:四川省のケース」『中国研究月報』Vol. 54, No. 4