

〈資 料〉

## 『深圳証券取引所上場会社のコーポレート・ガバナンス調査分析報告』<sup>(1)</sup>

(何 衛東、深圳証券取引所綜合研究所 2003.12.05)

川 井 伸 一

近年、中国の上場会社のコーポレート・ガバナンスに対する研究関心の高潮がみられ、その関連から当該テーマに関する実態調査もいろいろ実施されるようになった。筆者はかつて上海証券取引所のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査(2000)を紹介したことがある<sup>(2)</sup>。その後、湘財証券が2000年に実施した全上場会社に対するコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査が実施された<sup>(3)</sup>。また個別テーマでは全上場会社に対する取締役会のガバナンスに関する資料調査<sup>(4)</sup>、個人株主のガバナンス意識と行動に関するアンケート調査<sup>(5)</sup>などが注目される。

今回紹介する資料は、深圳証券取引所綜合研究所(何衛東執筆)が2002年5月に実施した同取引所に株式上場した会社のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査研究報告である。この調査の目的は、「当面の中国上場会社ガバナンスの全体的状況を理解し、良好なガバナンスを構築し科学的なガバナンスメカニズムを設計し、以って株主および利害関係者の利益を保護すること」を検討すること、また「上場会社ガバナンス準則」の実施課程で現れた困難と問題を理解することを通して、証券監督管理部門に対して「市場監督を強化しコーポレート・ガバナンスを改善する」政

策建議を提出することとされた（報告の「まえがき」）。このような目的関心から、アンケートの設問内容はコーポレート・ガバナンスの広範な領域にわたっている。すなわち、①会社コントロール権の帰属と実現形式、②取締役会の監督、③債権者の監督、④経営者の決定効果、⑤金融機関の融資構造、⑥会社の社会責任などである。調査方法は上記の上場会社の取締役会秘書を対象にして計 500 部のアンケートを送り、うち有効アンケート 397 部を回収した（回収率は 80%）。

何衛東は「まえがき」のなかで本アンケート調査の研究上の意義として以下の三点を指摘している。すなわち、第一に、上場会社のガバナンスの改善に対して政策立案の参考とすること、第二に上場会社の実践（自発的なガバナンス改革）に対して参考と指針を与えること、第三に一定程度の理論的革新をおこなったことである。第三の点は、調査結果を事実として提示するだけでなく、「利害関係者の共同ガバナンス」という理論的な概念枠組みを設定し、それを検証しようとしている点に示される。この概念は、コーポレート・ガバナンスをいろいろな利害関係者から構成される体系として把握し、その最終効果が利害関係者のあいだの相互作用によって決まるとするものである。

こうした理論的検討および統計的検証を行っている点で、本報告は単なる事実報告の域を越えて、理論の実証的研究としての性格を持っている。

本稿は研究報告の本体部分をなす「データ分析と検証」を抄記したのもので、「基本結論」「政策提案」及び「付録」部分は、紙数の関係から割愛した。「基本結論」の内容は、「データ分析と検証」の各節を要約したものであり、従ってこの抄記から基本的に理解できると考えられる。

## 「データ分析と検証」(抄訳)

### 1 株主と株主大会

#### 1) 最終コントロール権の帰属

サンプル会社の約70%の最終支配者は国家とその所属機構である。非国有支配株の会社に比較して国有支配株の会社は規模が大きく、情報開示の質が高いものの、業績の差異は有意ではない。従って、今回の調査結果の提供する経験データは、最終コントロール権の帰属によって上場会社のガバナンス効果を判断する観点、および所有権改革を資本市場発展の前提とする観点を支持していない。ただし、本研究報告の会社ガバナンス効果に対する測定は完全なものではなく、所有権構造と会社ガバナンス効果との相関関係も極めて複雑であるので、今回の調査は一部のデータを提供したにすぎない。

#### 2) コントロール権の移転

上場会社のコントロール権の移転はコントロール権構造の動的な調整過程を反映している。完全に経済的な要因による会社コントロール権の移転はコントロール権構造を合理化する。会社コントロール権の主要な実現形式は経営者の任命であり、従ってコントロール権の移転は通常会社経営者の人事変更に伴う。サンプルはコントロール権の移転がコーポレート・ガバナンス効果に影響を与えることを示している。コントロール権の移転が発生していない会社に比べてそれが発生した会社は業績が劣り、情報開示の質が低い。もしコントロール権の移転が数多く発生すれば、情報開示の質の低下はさらに顕著である。上述の矛盾に対するありうる一つの解釈は、現在の上場会社のコントロール権移転は主に「協議」形式による移転であり、市場メカニズムがまだ真に作用していないからというものである。

### 3) コントロール権の移転と関連する人事変更

60%を超える会社はコントロール権移転の後に取締役会長と総経理を更迭した。これは取締役会長と総経理の二つの鍵となる職位の争奪がコントロール権の主要な実現形式の一つであることを説明している。別に取締役会長を更迭した上場会社の情報開示の質は有意に低下した。これは上場会社のコントロール権の移転前後における情報開示の質の変化が取締役会長の変更と関連し、取締役会長が会社の情報開示行為に比較的大きな影響をもっていることを意味している。総経理の変更は会社業績、情報開示の質と関連がなく、基本的にコントロール権の実現形式により決定される。

### 4) 株式権の集中度

サンプルでは、株式権の集中度が低い会社と比べて、その集中度が高い会社では情報開示の質がよく、規模が大きく、業績がよいが、負債率が高い。一見すると、株式権の集中度が高いほどコーポレート・ガバナンス効果がよいように見える。しかし、高い負債比率は逆の証拠を提供している。高い負債率は債権者がコーポレート・ガバナンスにおいて大きな役割を發揮できることを意味していない。なぜなら、中国の移行経済体制下では十分に発達した社債市場が存在せず、上場会社は主要には銀行から融資を受け、しかも銀行の圧倒的多数は国有であり、国有銀行が企業に融資するかどうかは国家政策の大きな影響を受けるからである。

指摘すべきことは、多くの実証研究の結論とは逆に、今回の調査報告が提供したデータは株式権が高度に集中することによって起こる「大株主が小株主を搾取する」との中国上場会社の主要な委託代理問題の仮説を支持していないことである。本報告の結論にはいくつかの原因が考えられる。第一に、財務業績指標が会社の業績の全貌を反映せずに、株式権が高度に集中している会社は市場業績がよくない可能性がある。第二に、支配大株

主の持株比率は株式権集中の程度を完全には反映しえないこと。第三に会社業績と株式権集中度に共通に作用する他の変数が存在し、本研究報告のモデルではこの変数を含んでいない可能性があることである。

#### 5) コントロール権の実現形式1 人事コントロール

サンプルの大部分(68%)は等額選挙の方式で取締役を選挙している。株主は持株比率に基づき取締役を指名するので等額選挙は大株主が取締役の人選を直接コントロールするのに有利である。サンプルの約20%の会社は累積投票制を採用した。累積投票制は中小株主がその所有する株主を集中して共同の代理人を推挙できるので中小株主の利益を保護するのに有利である。しかし、実証結果では、取締役の選挙方式は会社業績、情報開示の質、会社規模といずれも関係がない。ひとつのありうる解釈は、大株主は取締役の指名を完全に支配しているので、中小株主は取締役の選挙方式に無関心であり、仮に累積投票制や差額選挙を実施しても、中小株主は取締役指名で影響力を発揮できないというものだ。

#### 6) コントロール権の実現形式2 投資コントロール

取締役会および経営層が会社の重大な投資面での失策を防止するために、支配株主は通常一定額の直接投資や債務担保の決定に対して直接にコントロールする。サンプルの大部分の支配株主は(78%)上場会社の投資決定権に対して厳格な支配を実施している。しかしこの種の厳格な投資決定のコントロールは比較的に不良な業績・情報開示の質と相関している。一つの可能な解釈は、上場会社の投資決定権限に対する大株主の厳格なコントロールは上場会社の取締役会の決定権限の不足、投資決定の遅延をもたらし、絶えず変化する市場環境に適応できず、他の会社に立ち遅れてしまうというものである。

前述のコントロール権の帰属とその実現形式に関する五つの方面をまと

めて、それらの間の相関関係の分析を通してコントロール権の帰属とその実現形式がコーポレート・ガバナンス効果に与える影響を全体的に把握した。その結果、国有支配株の会社はコントロール権の移転が比較的少なく、非国有支配株の会社ではコントロール権の移転は頻繁である。国有支配株の会社は株式集中の程度が比較的高く、国有支配株の会社の取締役会投資決定権は比較的小さい。株式集中度が低い会社はコントロール権の移転がさらに容易である。取締役会の投資決定権が大きな会社はさらにコントロール権の移転が容易に発生する。株式集中度が高い会社では取締役会の投資決定権限は非常に小さい。

## 7) 小結

中国上場会社に存在する主要な委託代理問題であれ、委託代理問題に対応する会社のガバナンスメカニズムの有効性であれ、いずれもコントロール権の帰属およびその実現形式と密接な関係がある。コントロール権の移転は「インサイダーコントロール」がもたらす代理コストを減少できる。「インサイダーコントロール」は国有支配株の上場会社における主要な問題である。なぜなら、国有支配株の上場会社では支配株主は名義上国有資産の管理部門であるが、実質的に「欠けて」いるので、上場会社の経営者は会社の実際のコントロール権を容易に掌握でき、所有者の利益ではなく自身の利益を最大化しようとする。「人事コントロール」はコントロール権の主要な実現形式であり、コントロール権の移転に伴う人事変動は「インサイダーコントロール」の委託代理問題を有効に抑制できる。しかし、調査結果は、国有支配株会社のコントロール権は、各種の要因を受けて移転が比較的になく、そのためにコントロール権の移転はガバナンスメカニズムとしての有効性がない。国有支配株の上場会社とは違って、非国有支配株の上場会社のコントロール権は頻繁に変更される。しかし、非国有支配株の上場会社の主要な委託代理問題は「インサイダーコントロー

ル」ではなく、「大株主が小株主を搾取する」ことである。「貪欲な」大株主からすれば、コントロール権の移転は有効なガバナンスメカニズムでないばかりか、逆にその「利益を得る」道具である。上述の分析により、今回の調査結果は、コントロール権の移転がコーポレート・ガバナンスにおいて有効な作用を発揮することを支持していない主要な原因を一定程度示している。

もう一つの重要な結論は、当面の市場状況のもとで株式集中度の低い会社と比べて、株式集中度の高い会社のガバナンス効果は比較的に良好であることである。株式集中度の低い会社は多く非国有支配株の会社であるのに対して、株式集中度の高い会社は多く国有支配株会社であることと関連させれば、今回の調査結果は「株式権の分散化、民有化はコントロール権帰属の改革の主要な趨勢である」との流行の主張を支持していない。

## 2 取締役会と執行取締役

### 1) 執行取締役の指名手続き

アンケート調査結果によれば、支配株主が執行取締役を指名する会社は規模が大きい。しかし会社の財務業績および情報開示の質は支配株主が執行取締役を指名するかどうかと有意な相関はない。ひとつのありうる解釈は支配株主が完全に執行取締役の指名をコントロールしているため、その他の株主は代理人の指名を通して取締役会の決議に影響を与えることができないというものである。アンケート調査結果によれば、支配株主以外の大株主が執行取締役候補者を指名したのは18%の会社にすぎず、完全に支配株主が執行取締役を指名する会社は全体の40%を占め、支配株主が執行取締役の人選に対して大きな影響力をもつことを示している。専門の取締役会指名委員会を設立しているのは8社にすぎない。それは取締役会内部の職能分業が明確でないことを示している。

## 2) 取締役会長の指名手続き

アンケート調査の結果によれば、会長の指名手続きは会社ガバナンス効果に対して有意な影響を及ぼしていない。圧倒的大部分のサンプル会社の取締役会長は支配株主が指名した取締役から当選している（87%）。非支配株主が会長を指名した会社はサンプル総数の8%を占めるにすぎない。政策要素により生じた会長の指名手続きの違いがコーポレート・ガバナンスに与える影響を考察するために、本研究報告はグループ分析を行なった。その結果、支配株主が直接会長を任命した会社に比べて、支配株主が会長を間接的に推挙した会社のほうが情報開示の質が高い。ただし業績の差異は有意ではない。この結論は、政策要素は会長指名手続きを変えることを通じてコーポレート・ガバナンス効果に一定程度の影響を与えることを意味している。

## 3) 支配株主のコントロール下の執行取締役比率

アンケート調査では、支配株主が執行取締役を指名する数の多少はコーポレート・ガバナンス効果の差異に直接影響していない。ひとつのありうる解釈は、支配株主が取締役会の決議に対して決定的な影響力をもつという前提のもとでは、何人の代理人を指名して取締役会に送り込むかはあまり意に介さないというものである。

## 4) 執行取締役の親会社と上場会社における兼職

アンケート結果によれば、執行取締役が親会社および上場会社の双方で兼職することは会社の財務業績と弱いマイナスの相関がある。本報告ではこの弱いマイナス相関の因果関係を判定できない。本報告ではコーポレート・ガバナンスを改善する視角から出発して執行取締役の二重の兼職は制限すべきことを指摘するにとどめる。



#### 5) 執行取締役の持株

執行取締役および経営者の持株比率の考察を通して支配株主と執行取締役のあいだの委託代理問題が取締役会決定に対する影響の程度を判断できる。アンケート調査結果によれば、執行取締役の持株比率が少ない会社と比べて、執行取締役の持株比率が多い（総株式数の5%を超える）会社は財務業績が比較的良好である。しかし、圧倒的大部分のサンプル会社（92%）の執行取締役の持株比率は総株式数の5%より低い。

#### 6) 取締役会規模と執行取締役の個人背景

取締役会の規模と執行取締役の専門的素養を考察することを通して取締役会決定過程の集中度と科学性を間接的に推定できる。結果は取締役会規模および執行取締役の専門的素養は会社の業績、情報開示の質、規模、負債比率とのあいだに相関関係があることを示している。取締役会の規模は会社規模と高い正の相関がある。小さい会社と比べて大会社の取締役会には法律と技術知識をもつ取締役が比較的多い。取締役会における専門人材の比率は会社の財務業績と弱い正の相関関係がある。取締役会規模は会社の情報開示の質、負債比率とは相関がない。

#### 7) 取締役会の下部委員会の設置

職責がはっきりし分業が明確である下部委員会は取締役会決定に良好な制度的保障を提供できる。

調査結果では、下部委員会の設置は比較的高いガバナンス効果と相関している。大体四分の一のサンプル会社で取締役会の下部委員会を設置している。下部委員会を設置している上場会社の規模は比較的大きく、情報開示の質が高く、業績も良好である。設置した下部委員会が多いほど業績が良好で情報開示の質も高い。従って、下部委員会を設置しているかどうか、どれほどの下部委員会を設置しているかは、コーポレート・ガバナンス効

果に対し影響をあたえている。

相関分析結果によれば、取締役会における支配株主が指名した執行取締役が多いほど、下部委員会を設置する可能性はより低くなる。執行取締役の持株が多いほど下部委員会を設置する可能性は低くなる。下部委員会を設置するかどうか、いくつの下部委員会を設置するかは執行取締役が法律、技術専門知識を持っているかどうかとマイナスの相関がある。監査委員会の設置は会社の情報開示の質と正の相関がある。

#### 8) 取締役会の決定権限

取締役会の投資権限が小さいことは強力な支配株主のコントロールを意味しており、投資権限が大きいことはインサイダーコントロールと関連している可能性がある。支配株主から見れば、余りに多くの代表を取締役に送る必要はなく、取締役会の投資決定権限を縮小させるだけで支配目的は達成できる。アンケート調査によれば、取締役会の投資決定権限が大きい会社はサンプル総数の42%を占め、投資決定権限が小さい会社は同58%を占める。13%の会社は会社定款に取締役会の決定権限を明確に規定していない。取締役会の投資決定権限が小さい会社に比べて投資決定権限が大きな会社は業績が比較的良好である。情報開示面では両者のあいだに有意な差異がない。

#### 9) 取締役会が重大投資決定権を会長または総経理に授権して行使させる

アンケート調査結果によれば、60%の会社は重大な資産処理の権限を取締役会長または総経理に与えており、40%の会社の取締役会は集団決定の方式で行っている。個人への授権を行った会社のうちで、62%の会社は権限を取締役会長に、36%の会社は総経理に与えている。集団決定を主とする取締役会に対して、個人決定を主とする取締役会は財務業績、規模、情報開示の面で有意な差異が見られない。従って、取締役会が重大な投資決

定権を授権するかどうか、誰に授権するか、こうした授権が正式に確認されているかどうかは、コーポレート・ガバナンス効果に対して有意な影響を与えていない。

#### 10) 執行取締役と経営者の業績評価

取締役業績評価制度の設立は会社の財務業績、情報開示の質と正の相関がある。もし取締役会が比較的大きな投資決定権をもち、取締役会の下部委員会を設置し、執行取締役の持株が少なければ、執行取締役の業績評価はいっそう報酬と関連する。

#### 11) 執行取締役と経営者の報酬形式

アンケート調査結果によれば、大部分の上場会社の執行取締役は、賃金・年度奨励金と手当を主としており、ストックオプション等の長期インセンティブ形式は少ない。もし長期のインセンティブに欠ければ、執行取締役と経営者の短期行為は激しくなる可能性があり、投資者の権益が損害を受ける可能性がある。

#### 12) 小結

本研究報告の調査結果によれば、サンプル会社の取締役会の決定職能は十分に重視されておらず、それは取締役会の投資決定権が小さく、決定権限が不明確であり、多くの会社が会社定款のなかで取締役会の決定権限と範囲を明確に説明しておらず、取締役会の決定の効果に対して評価していないことなどに顕著に現れている。さらに重要なことは、たとえば一部の会社の取締役会が大きな投資決定権をもち、決定の授権を明確にしても、コーポレート・ガバナンス効果は向上していないことである。これは、これらの措置が形式に流れ、本当に実施されていないことを意味している。

取締役会の決定効果は決定者の専門的素養と密接に関係している。もし

取締役会メンバーが多くの方での専門知識をもち、また専門知識をもつ者の比率が高ければ、決定の効果も高くなる。この点は情報開示の質の面で特に明瞭である。

取締役会の決定の科学性を高める有効なルートは正確な決定手続きを打ち立てることである。調査によれば、取締役会の下部委員会の設置およびその正確な運用はコーポレート・ガバナンス効果に対して積極的な影響を与える。

大部分のサンプル会社の執行取締役の報酬は固定報酬を主とし、長期インセンティブが欠けているため、かれらの決定への動力は不足している。これは取締役会の決定効果に消極的な影響を生んでいる。

### 3 独立取締役

#### 1) 独立取締役の指名

アンケート調査結果によれば、大部分のサンプル会社の独立取締役の指名は取締役会によってなされる（85%）。小部分は大株主および実際の支配株主が指名している（15%）。独立取締役の指名方法は会社の業績と情報開示の質に直接影響しない。相関分析によれば、もし独立取締役が取締役会によって指名されれば、会社のコントロール権移転の発生はより少なくなる。もし独立取締役が支配株主により指名されれば、取締役の選挙方法は等額選挙になる可能性がある。もし独立取締役が支配株主により指名されれば、執行取締役も基本的に支配株主により指名される。

#### 2) 独立取締役の出身背景

独立取締役の第一の出身背景は大学・研究機関である（68%）。大学出身の独立取締役は強い独立性をもつが、活動時間が不足しがちである。第二の出身背景は会計士、弁護士、証券仲介機関である（44%）。かれらは専門知識を持つが、多くは上場会社もしくはその親会社と利益関係をもち、

その独立性は疑わしい。第三の出身背景は企業経営管理の専門家で、退職したCEO、関連企業の執行取締役など。かれらは専門知識をもつが、多くは支配株主と非常に複雑な関係を持っている。

出身背景別に区分した非執行取締役の独立性の程度はコーポレート・ガバナンス効果の優劣と関連していない。単一の出身背景の独立取締役をもつ上場会社に比べて、多様な専門家を独立取締役として招聘した会社の業績は良好である。さらに、非執行取締役の独立性が強い会社は、取締役会人数が多く、執行取締役の持株比率も少ない。

### 3) 独立取締役の人数

調査結果によると、61%のサンプル会社は1~2名の独立取締役を招聘している。取締役会総数の三分の一を超えて独立取締役を招聘した会社は34社にすぎない(9%)。

独立取締役の多い会社ほど以下のそれぞれの特徴と関連している。すなわち、会社の情報開示の質が高く、規模が大きい。取締役会長は非支配株主が指名した代表により担当される可能性が高い。支配株主の指名した執行取締役人数は少ない。支配株会社の職務を兼任している執行取締役人数は少ない。執行取締役の持株は少ない。下部委員会を設置する可能性が高い。執行取締役の業績評価が報酬と関係した業績評価制度を設立している可能性が高い。多くの専門家を独立取締役に担当させている可能性が高い。以上から、独立取締役は取締役会の監督の方面で大きな役割を發揮しており、コーポレート・ガバナンス効果に影響するキーファクターである。

### 4) 独立取締役の兼任

66%のサンプル会社では独立取締役は兼任していない。34%のサンプル会社では兼任がみられる。独立取締役の兼職は会社の業績および情報開示の質に直接影響を及ぼさない。独立取締役の人数が多くなるほど、兼職の

独立取締役も多くなる。独立取締役が多くなると会社が下部委員会を設置する可能性が高くなる。したがって、独立取締役の兼職がその活動の努力水準に影響しているという証拠はない。兼職はさらに高い専門知識・素養と関連している可能性がある。

#### 5) 独立取締役はどのように情報を獲得するか

独立取締役は主に取締役会秘書から情報を得ている（91%）、取締役会長と総経理から得ている（64%）、大多数の会社は書面資料を進んで独立取締役に提供している（89%）、自分で情報を得るのは38%（120社）。独立取締役の情報源は相当全面的である。独立取締役が単一のルートから情報を取得する会社に比べて、多くのルートから情報を取得している会社は情報開示の質が高く、規模も大きい。独立取締役が主観的情報だけしか得られない会社に比べて、主観、客観双方の情報を得られる会社は情報開示の質が高く、業績もよい。情報を有効に取得し、情報をできるだけ多く取得し、多くの方面から情報を取得することは、独立取締役がコーポレート・ガバナンスにおいて役割を発揮するための根本的保証である。

#### 6) 独立取締役と執行取締役の情報非対称

大部分のサンプル会社では（86%）独立取締役と執行取締役とのあいだに顕著な情報非対称性は存在していない。

#### 7) 独立取締役の報酬

約四分の一のサンプル会社の独立取締役の平均年報酬は2万円で、平均年報酬が2万から5万円までの間が61%を占める。5万元以上が13%を占める（39社）。独立取締役の報酬水準は独立取締役の効能役割の発揮程度（主観的評価）と、また支配株主の独立取締役の人選に対する指名とのあいだに有意な相関はない。サンプル会社の独立取締役の報酬制度はいま

だ独立取締役に対する有効なインセンティブを生んでいない、また彼らの独立性に有意に影響していない。

#### 8) 独立取締役の活動内容

調査結果によれば、活動内容は重要決定への参与（90%）、専門意見の提供（75%）、経営者の研修（20%）、関連取引に対する意見発表（90%）、情報開示への監督（71%）など多くの内容にわたる。決定の参加、専門コンサルティング、業務研修は決定職能に属し、関連取引への意見発表と情報開示の審査は監督職能に属する。相関検定によれば、独立取締役の決定参与程度は会社業績と有意な正の相関をもち、独立取締役の監督職能の発揮は会社業績と情報開示の質に有意な影響をもつことが示された。独立取締役の監督職能に比べて、決定参与職能のほうがより明らかな役割を發揮している。

#### 9) 独立取締役の役割の主観的評価

取締役会秘書からみた独立取締役の役割評価について十分に役割を發揮している会社は41%、部分的に役割を發揮している会社は56%である。圧倒的多数の会社では独立取締役制度の存在は有意義であると認識している。独立取締役が役割を發揮するのが困難であることの原因について、最も主要な原因は会社の事務に参与する時間と精力が限られていること（92%）、第二の原因は全面的な情報を得られずに執行取締役とのあいだに情報の非対称性があること（15%）、第三の原因は大株主の制約を受けて独立性が欠けていること（14%）、第四の原因はインセンティブが欠けていること（7%）および自身の素養の低下（7%）である。この結果からみて、活動時間の不足は独立取締役の役割発揮に影響する最も主要な障害であり、従って独立取締役の取締役会議参加の回数に最低限度を設定し、それを独立取締役業績を評価する主要な根拠とすることを政策建議したい。

#### 4 監査役会の監督

##### 1) 監査人数

サンプル会社の平均監査役人数は3人で、監査役の人数と会社規模は高い正の相関がある。

監査役人数が3人より少ない会社に比べて、監査役が比較的多い(5人超)会社は情報開示の質が高い。国有株支配の会社の監査役人数は非国有株支配の会社のそれより顕著に多い。約59%のサンプル会社では監査役は親会社と上場会社での兼職がみられる。この点では、支配株主は監査人に対するコントロールを完全には放棄していないことを意味している。

##### 2) 外部監査

独立取締役と異なり、独立監査役は大多数の上場会社でいまだ重視されていない。調査結果では99%のサンプル会社では外部監査人を招聘している。しかし、外部監査人の加入はコーポレート・ガバナンス効果を高めていない。外部監査人が少ない(3人未満)会社と比較して、外部監査人の多い(3人超)の会社は情報開示の質が低く、会社規模が小さく、コントロール権の交替が頻繁である。また独立監査人を招聘している会社はひとつもない。このことは、独立取締役に比べて外部監査人がコーポレート・ガバナンス効果を高める面での貢献は極めて小さいことを意味している。

##### 3) 監査役会の招集人

監査役招集人の構成は以下の順である。支配株主代表48%、工会主席19%、党委書記17%、従業員代表9%、中小株主代表7%。取締役会長および総経理の二つの職位に比べて、支配株主の監査役会招集人に対する重視の程度は低い。これは監査役会招集人が会社コントロール権争奪において最も重要な地位を占めていないことを意味している。相関分析によれば、



招集人を株主代表が担当していれば、情報開示の質は比較的高い。召集人が会社内部者（工会主席，党委書記または従業員代表）による場合は，会社規模は大きく，独立取締役の報酬は低く，会社の外部監査役は少ない。

#### 4) 監査の報酬

基本的に監査役は株式またはストックオプションなどの長期インセンティブを持っていない。外部監査役は手当でのみ受け取り，内部監査役は賃金が主な報酬である。

#### 5) 監査の情報取得

監査役の情報取得の主要なルートは取締役会の列席が91%，その他のルートを通して情報を取得する会社は少ない（4%）。これは情報の非対称性のために監査役の役割が大きく制約されていることを示している。

#### 6) 監査の職能と役割

大部分の上場会社では監査役は独立性を持っていると考えられているが（81%），監査役の独立性はその職能発揮に有意な影響を与えていない。約三分の二のサンプル会社では独立取締役と監査役は職能が重複しており，監査役が独立性をもつかいなかは重要ではなく，鍵は独立取締役が十分に役割を発揮できるかどうかであると考えられている。監査役の職能の範囲についても疑問をもたれている。会社法は監査役会に株主総会の招集権限を賦与しているが，監査役会が真にその権力を行使した会社は一つもない。また監査役に対する業績評価を行っている会社は全体の39%にすぎない。大部分の会社は監査役の職能と役割を十分に重視してはいない。

## 5 会社経営者の職能と役割

### 1) 総経理の任命

支配株主が総経理を任命する会社はサンプル総数の46%を占める。会社内部の昇進メカニズムを通して総経理を任命した会社は総数の39%を占める。公開招聘の形で総経理を任命した会社は5%を占める。グループ別t検定によれば、支配株主が総経理を任命した会社は規模が大きく、情報開示の質も高い。

### 2) 総経理と取締役会長との兼任

上場会社コーポレート・ガバナンス準則（2002年1月7日公布）に基づけば、取締役会長と総経理の二つの職位は異なる者が担当すべきであるが、51の会社では二つ職位の兼職現象が存在している。取締役会長と総経理という二つの鍵となる職位を支配することはコントロール権の主要な実現形式の一つであるので、両者の兼任は強力な支配株主のコントロールと自然な結びつきがある。大部分の会社（77%）の総経理は執行取締役が担当している。ただし、40社の総経理は取締役メンバーではない。相関分析によれば、総経理が支配株主により任命されると総経理は取締役会長を兼任する可能性が高い。支配株主が任命した取締役の数が少ないと、総経理が会長を兼任することが少なくなる。支配株主が独立取締役の指名をコントロールしている場合は、総経理は会長を兼任する可能性が高い。またt検定によると、総経理と取締役会長の兼任は会社の業績および情報開示の質に有意な差異を生んでいない。従って、本報告研究の結論は「総経理と取締役会長の兼任はコーポレート・ガバナンスを弱める」との流行の論点を支持していない。

### 3) 総経理の変更

株式上場以来、支配株主の変更を原因とすることを除いて、約64%の

会社で総経理の交替が発生した。総経理変更における第一の原因は仕事の異動または年齢、体が仕事の需要を満たせないことである。グループ別 t 検定によれば、総経理の変更が生じたことがある会社に比べて、変更がまだない会社は規模が大きく、業績が良好で、負債率が低い。これは総経理の変更は会社業績と密接な関係があることを意味している。もし取締役会会長が総経理を兼任している場合、総経理の変更は比較的少ない。

#### 4) 上場会社の経営者と支配会社職務の兼任

大部分の会社（85%）の執行経営者（原文：高級管理人員）は支配株をもつ親会社で兼職している。これは、会社管理層に対するコントロールが支配株主コントロール権の主要な実現形式でもあることを意味している。t 検定によれば、執行経営者の親会社との兼職がみられるサンプル会社に比べて、その兼職がない会社は情報開示の質が高い。従って、上場会社の執行経営者が支配株親会社での兼職を減少させることは、一定程度コーポレート・ガバナンス効果を高める可能性がある。

#### 5) 経営者の業績評価

アンケート調査では、約 224 の会社（56%）は完備した経営者業績評価制度を制定している。66 の会社は（16%）は経営者業績評価制度がまだない。その他の会社はその制度を制定したがまだ報酬とリンクしていない。t 検定によれば、まだ経営者業績評価制度がない会社に比べて、完備した経営者業績評価制度を設立した上場会社は規模が大きく、業績が優れ、情報開示の質も高く、コーポレート・ガバナンス効果もよい。従って、完備した経営者業績評価制度を制定することはコーポレート・ガバナンス効果を高める重要措置である。相関性検定によれば、コントロール権の移転が少ない会社では完備した経営者業績評価制度を設立している可能性が高い。執行取締役が支配株親会社で兼職していない上場会社、執行取締役業績評

価を行っている会社，さらには会社内部から昇進した総経理のいる上場会社は，いずれも完備した経営者業績評価制度を設立している可能性が高い。

#### 6) 取締役会秘書の効能と役割

取締役会秘書が執行経営者を兼任していることは会社財務業績と正の相関がある。取締役会秘書の専門背景（財務，法律・技術）は秘書がコーポレート・ガバナンスにおいて発揮する役割に有意な影響を与えない。

#### 7) 経営者の報酬

サンプル会社の執行経営者の報酬は固定報酬が主であり，経営者の年収と普通労働者の賃金の差は比較的小さい。約65%のサンプル会社における経営者の平均年収と普通労働者の平均年収との差は5倍以内である。45%の会社の経営者は会社の株式を持っていない。会社の株式を持っている経営者の持株比率はすべて1%以内である。t検定によれば，経営者の平均年収が普通労働者の平均年収の5倍以上ある場合，会社の財務業績は良好で情報開示も充分，会社ガバナンス効果も高い。相関性検定では，株式集中度が高いと経営者と一般労働者との収入格差は小さい。取締役会内部に専門委員会を設置していると経営者と一般労働者の収入格差は大きい。経営者の持株と会社の財務業績とは正の相関関係がある。従って，科学的な経営者報酬制度を設立し，経営者と一般労働者の収入格差を合理的に広げ，株式またはストックオプションなどの長期インセンティブを与えることは，コーポレート・ガバナンスをよくする重要措置である。

## 6 融資構造

サンプル会社の融資方法選択の順序は，短期借入れ（41%），株式割当増資（30%），利潤留保（12%），長期借入れ（8%），新株発行（7%），社債発行（1社）である。74%の会社は株式融資をとくに選好する。26%の

会社は債権融資を 선호する。株式融資を 선호する理由は以下のとおり。融資コストが低い59%、元本返済の必要なし、配当はコントロール容易、財務リスクを低めることができる(28%)。債権融資を 선호する理由は以下のとおりである。債券利息はコスト算入可能、税金を節約できる(58%)、負債融資コストは株式融資コストよりも低いという主観的感覚(22%)、負債融資は株式融資よりも困難(12%)。圧倒的大部分の会社(96%)は債権融資額が低く、外部融資総額の10%以下にすぎない。上場会社がまだ債券を発行していない主要な原因は、証券管理当局の社債に対する要求が高い(43%)、債券発行過程が煩雑(29%)、投資者の債券に対する興味なし(13%)である。大部分の会社(70%)が望む負債比率は50%である。

要するに、債権融資の額が低く、コストが高い(主観判断)ので、債権融資はサンプル会社の融資方法の選択では次善の地位にある。銀行からの短期融資は多いけれども、銀行は上場会社に返済危機が生じた時にはじめてコーポレート・ガバナンスに対して干渉するにすぎない。従って、支配株主の役割と比べて、会社債権者のコーポレート・ガバナンスにおける役割は極めて限定されている。

## 7 会社の社会的責任

86%の会社の主要製品商標の知名度は「国内ブランド」に限定されている。サンプル会社と主要な供給企業とのあいだで維持される協力関係は3~10年前後である。圧倒的大部分の会社(98%)は重大な経営決定を行う際に、主要な債権者、供給業者、ユーザーの利益を考慮し、かれらの意見を聞いている。t検定によれば、社会責任、会社のイメージおよび信用価値を重視するサンプル会社は、そうでない会社に比べて、業績が優れ、情報開示が充分で、コーポレート・ガバナンス効果が良好である。

## 注

- (1) 原文は下記の HP アドレスを参照。  
<http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2003-12-17/13220693.PDF>
- (2) 川井伸一（2001）「中国上場企業のコーポレート・ガバナンス」『経営総合科学』第 77 号
- (3) 馬慶泉主編（2001）中国証券業協会 2001 年科研課題研究報告『中国証券市場発展前沿問題研究 2001』上冊・中国金融出版社。
- (4) 王中傑主編（2002）『2002 年上市公司董事会治理藍皮書 現状、問題及思考』中国経済出版社
- (5) 深圳証券交易所綜合研究所（2002）「研究報告 中国股市個人投資者狀況調査」巨潮資訊 <http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2002-05-10/571541.PDF>