

Discussion Paper Series No.172

中国上場企業（製造業）における株式所有構造と
株主価値との実証分析

毛 衛 兵
経済研究所客員研究員

2011年11月

THE INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH
Chuo University
Tokyo, Japan

中国上場企業（製造業）における株式所有構造と株主価値との実証分析

中国政府は、1993年から国有企業改革の方向を転換し、現代企業制度の確立に向け、国有企業の株式会社への改革に本格的に乗り出した。会社の組織制度として株式会社制度が導入されるようになり、将来の企業組織モデルと位置付けられた。この国有企業改革と連動して、資本市場とりわけ証券市場の創設と整備を行われてきた。

1997年中国共産党第15回党大会において株式制の積極的導入を促進する根拠となったと見られる。党大会の報告において、株式制を次のように評価する。「株式制は現代企業の資本組織形態の一種であり、所有権と経営権の分離に役立ち、企業および資本の運用効率の向上に役立つ。資本主義はこれを利用することができ、社会主義もこれを利用することができる。株式制は公有であるか、それとも私有であるか一概には言うことはできない。鍵は持ち株者が誰の掌中にあるかである。国と集団が株を支配すれば、顕著な公有制を持ち、公有制資本の支配範囲の拡大および公有制の主体的役割の増強に役立つ」。

このような歴史的国有企業改革の経緯があって、中国の証券市場は、資本構成が極めて負債偏重の状態である国有企業の資金調達場であると同時に、国有企業を株式化し、証券市場に上場させることを通じて、所有と経営の分離、および効率的なコーポレート・ガバナンス制度を構築させる場でもある。実際には、中国の上場企業のほとんどは以前の国有企業を改組して上場したものである。劉・伍（2004年）の統計によると、毎年国内新規上場企業の80%以上が国有企業であり、2001年に国内市場の企業78.35%は国有企業であった。さらに国有企業の平均規模が大きいゆえに、その証券市場からの資金調達の80%以上を占めているとも言われている。

本来、証券市場は株主から資金を調達する場であると同時に、コーポレート・ガバナンス機能を有し、企業の主権者である株主から資金を提供された株式会社を効率的に運営するため、経営者に対して重要なインセンティブ付けをする装置である。しかし、国家株保有を重視し、公有制の堅持を崩さない中国証券市場において、国家株が支配する中国上場企業の独特の企業統治構造を生み出した。国家の経営介入がもたらす市場の歪みは問題である。

コーポレート・ガバナンスとは、企業経営者の行動に対しての株主あるいは債権者、従業員などからの監査、規律付けと定義する。所有（株主）と経営が分離された近代企業においても株式会社である以上その主体は株主であるので、企業の目的は株主の効用である株価の最大化であり、ガバナンスを行う主体、あるいはその源泉は株主にある。株主によるガバナンスが十分に機能していれば株価を最大化するような経営を行うことになり、問題は生じない。しかし、なんらかの理由によって経営者が私的利益を求め、かつ株主からのガバナンスが十分でない場合には当然ながら株価最大化行動は保証さ

れない¹。

米国における株主構成と株主価値に関する分析は多くが経営者の株式所有に焦点を当てて行われている。Jesen / Meckling (1976) エージェンシー理論では、企業金融で資本構成のみを論ずるのは不十分であると指摘した。内部者（経営者）と外部者の株式所有を区別する所有構造こそが重要である。100%オーナー経営者以外の場合、経営者の行動が立証できなければ、経営者が株主の利益より自分の私的利益を追求することから、株主と経営者との利益対立問題が生じる。この結果、代理人である経営者が決定する企業行動の目的が委託者である株主の効用最大化から乖離するのである。そのため、株主価値の最大化が実現できないのである。彼らの研究結果によると、内部株主の持ち株比率が高ければ、エージェンシー・コストが低いのである。Morck/Schleifer /Vishny(1988) では、アメリカ公開企業 371 社の 1980 年のデータに基づいて、役員持ち株比率とトービン q で測った株主価値との関係の実証研究を始めて行った。役員持ち株比率とトービン q の間に非単調線形関係が確認された。彼らの分析では、持ち株比率がそれほど高くないレベルではアラインメント (alignment)²効果から経営者持ち株比率は株主価値にプラスの影響を与え、ある一定レベルに達するとエンタrenchment (entrenchment)³効果からマイナスの影響を与えると報告されている。

このような問題を指摘した先行研究は、日本においては佐々木・米沢 (2000)、米沢・佐々木 (2001) がある。佐々木・米沢では日興 500 銘柄のうち製造業 278 社 (1992~96 年度) のデータを用いてトービン q と労働分配率を連立させ、株主構成の他の負債率などをコントロール変数して分析している。役員持ち株と外国人持ち株比率が労働分配率の低下を通じてトービン q を高めること。メインバンクや負債比率もトービン q を低下させることを報告している。換言すれば、外部株主からのモニタリングの弱さ、メインバンクとの密接な関係といった日本型ガバナンスの特徴が強まると、労働分配率が高まることにより株主価値が低くなる傾向があることが実証された。米沢・佐々木 (2001) は株主視点からの過剰投資問題については、青木 (1988) が日本の企業は株主、従業員両者バーゲンニング・パワーに依存して、折衷的目的を追求する複合的な企業であると定式化したものに基づき、検証可能な Sasaki and Yonezawa (2001) のモデルを使って、トービン q が低いにもかかわらず、従業員の厚生を重視する日本型ガバナンスでは、株主の厚生の犠牲の下で、企業が成長することを実証分析によって明らかにした。

中国の株式会社においてはそれが国家株という特殊な株主の下で生じていることが、問題をさらに複雑にしている。中国では国家が筆頭株主として実質的に株主総会など会社機関を通じて企業をコントロールしている。支配株主による搾取行為が株主価値の損

¹ 丸淳子・米沢康博・松本勇樹「東アジアにおける外国人投資家によるコーポレート・ガバナンス」花崎正晴、寺西重郎『コーポレート・ガバナンスの経済分析』東京大学出版社、2003年、313ページ引用。

² アラインメントとは提携と言う意味であり、経営者の株式保有が、経営者（エージェンツ）と株主（プリンシパル）の利害対立を緩和する事を指している。

³ エンタrenchmentとは壟断と言う意味であり、経営者が議決権を持つことによりその地位が安泰になる事をさしている。

失をもたらす例も少なくない。これらの問題に対して、中国では、近年多くの研究報告がされている。

1) 翟林瑜 (2005) では、中国の多くの国有企業が上場後も国家大株主の支配下に置かれ、投資家や銀行の利益をあまり顧みずに資本市場から多くの資金を調達でき、その資金を生産規模の拡大や、事業の多角化に投資ができた。資本市場においての投資家の資本コストと財市場においての企業収益との間のギャップこそ、中国企業を成長させた原因でもあり、規模の拡大と収益の低下というジレンマに陥らせた状態であることを実証分析によって明らかにされている。

2) 今井 (2003) の分析によると、中国上場企業の総資本回転率 (売上高/総資本) を見ると、上場企業の平均水準は 0.6 前後であり、先進国と比較して著しく低い、上場家電企業 28 社をサンプルの分析によれば、国有株主が支配する上場企業は上場後に総資本回転率が低下する傾向が強い、これらの分析から見ると中国の上場企業において過剰投資の問題が発生している企業は少なくないと伺える。

3) 薛爽・楊静 (2006) は 1996~2000 年に上場した 685 社を対象にした研究によると、かなりの調達した資金が委託運用、国際投資、銀行預金、さらに支配株主に占用されるなどの形で遊ばれる状態に置かれている。685 社のうち、上場した年度および以後 3 年間に調達した資金を本業に投入した会社は 394 社 (57.5%)、用途が明らかに変更されたのは 71 社 (10.4%)、上場後未使用資金がある会社は 235 社 (34.3%) に達している。

これらのいずれのケースにおいても、コーポレート・ガバナンスの機能が働いていない中で、株主価値の損失につながるのである。株価最大化が保障されていないことによるものである。

したがって、中国の株式会社におけるコーポレート・ガバナンスの構築は喫緊な課題であるといえよう。

中国のコーポレート・ガバナンスの構築についての研究は多く見られる。たとえば主要な文献として、李維安 (1998)、呉家俊 (1994、1996、) など一連の日本の株式持合いに関する紹介および国有企業改革に関する研究では、株式持合制度で国家株が分散され、国家所有者の架空のものとなり、これによって経営者の経営自主権を保証できると株式持合制のメリットが多いに強調されている。また、任雲 (2002) の結論は国有企業の株式の分散化と多元化を早々に推進すると同時に、銀行中心金融システムとコーポレート・ガバナンス制度を確立することがより望ましい選択であるとしている。更に、市場派の代表である林・蔡・李 (1999) は国有企業の問題は新中国が建立以来、重工業発展優先の国家戦略による政策の失敗と国有企業の政策のもたらした負担などに起因として考えている。そのため、政策による負担などを解除し、公平な市場競争的市場の存在が前提条件としている。この条件が満たされれば、所有者と経営者の間のインセンティブの相違、情報の非対称性、責任の不平等性の解決ができ、国有企業でも有効なコー

ポレート・ガバナンス制度が確立でき、よりよい経済的パフォーマンスを達成できる。したがって、国有企業の私有化や民営化などは、必要条件ではないと主張している。

また、中国でも株式市場の規模と重要性が増大するにつれて、近年株式市場の企業統治上の役割に関わる研究が増えてきている。中国国内では主として学術論文集の『経済研究』、『管理世界』、『上市公司』などで上場企業に関する実証的な論文が発表されている。①孫・黄(1999)②Xu and Wang (1999) ③周業安 (2000) ④于東智 (2001) などがあるが、彼らは上場企業のデータを使って、企業の所有構造と企業パフォーマンスの関係に焦点を当てる研究である。

ところが、上に述べてきた中国のコーポレート・ガバナンスの構築に関する研究および実証分析では、その多くがコーポレート・ガバナンス構築の政策について言及するに留めている。もしくは企業の株式構成と企業業績の相関関係についてのみ分析されているが、その実態のメカニズムを明らかにする研究は行われていない。すなわち規範的な結論として、国家株の比率が低いほど、また法人株の比率が高いほど企業の業績はよいとされているが、所有構造が直接的業績を改善するというメカニズムを通じていかに企業業績や企業パフォーマンスを引き上げるのかが明らかにされていない。したがって、実証結果の理論的含意はあまり明確ではないといえるだろう。

これらに対して本論文の実証分析では、まず、中国の上場企業において大株主、取締役、執行経営者の3者が基本的に一体的な関係に捉えられるというコーポレート・ガバナンスの構造の特徴を把握した上で、米沢・小西・芹田 (2004) の「内部経営者と株主との利害相反のコーポレート・ガバナンス」のモデルを引用し、上海証券取引所に上場している製造業の構成銘柄 168 社の株主構成 (1999~2004 年) と財務指標など (2000~2005 年) の 6 年間のデータを用いて、実証分析することによって、中国の上場企業において一定の株式を保有している経営者と株主との利益相反問題が生じた場合、どのような経路でトービン q で測った株主価値にいかに関与を与えるのかという株主によるコーポレート・ガバナンスのメカニズムを明らかにする。

具体的には、王東明 (2002)、川井 (2003) 上場企業の株式所有構造とコーポレート・ガバナンスの実態調査の資料を分析し、中国上場企業において、取締役が基本的に大株主単位から指名派遣されていて、その大部分が企業内部者で執行経営職も兼任しているという事実から、中国の上場企業は実質的に大株主支配によりコントロールされているという支配構造の特徴を把握する。また、従来バーリ (A.Berle) とミーズ (G.Mean) は株主所有の分散化により内部者支配、特に専門的経営者の支配が成立したことを主張した。これにより、大株主支配と内部者支配は、それぞれ別個の存在として並列して、指摘されるのが一般的であったが。川井 (2003) は中国の上場企業はほとんど以前の国有企業の改組をして上場してきたものであり、その支配構造は大株主支配であると同時に内部者支配でもあると捉えられる。中国の上場企業の所有と支配においては、支配株主による株式支配と内部者の経営支配とが並存している状況が特徴的であると分析し

た。

本論文では、これらを踏まえて、中国の上場企業において国家株主は事実上、企業の経営者でもあることから国家株主を内部経営者（＝国家経営者）として概念化する。また、この国家経営者の概念を用いて、実証分析では、株主兼経営者である国家経営者が私的利益の最大化を追求する場合、外部株主である法人株主が存在することによって、設備投資を過剰にするので、株主にとって最適な投資水準からはずれ、株主の厚生が犠牲になり、結果的に株主価値の低下をもたらすとの構造を解明する。

実証分析における本論文の特徴は、以下の2点である。

1) 現段階の中国の株式市場の政府の規制により大部分の非流通株が市場売買できないとの要因を考慮して、株式発行済み実価総額で計算したトービン q での推計を行うケースⅠと非流通株を控除した流通株のみで計算したトービン q での推計を行うケースⅡを二つに分けて、それぞれのケースにおいてトービン q の形成が合理的整合性であるかどうかを確認したうえで、実証分析を行う。

2) 前述の資料の分析結果から、国家は大株主であると同時に上場企業の経営者でもあるというのは中国上場企業の特徴であることから、本論文の実証分析では、国家株主を内部経営者（＝国家経営者）という概念を前提して、理論モデルを用いて、実証分析を行う。

1. 上場企業の株式構成

1) 1990年の中国証券取引上における株式上場の開始以来、上場会社数と発行株式数は大幅な増加を見せて、(表1-1)の通り、2002年末に上海・深圳両証券取引所に上場企業1224社は5462.99億株を発行した。発行済み株式のうち、一般に流通できない株は3512.70億株(全体の64.3%)、流通株は1901.12株(34.8%)になっている。そして非流通株のうち国家株50.06%、法人株18.8%である。このように国家株と国有株を合わせての非流通株は全体の約6割以上を占めており、流通株はわずか3分の1にすぎない。全体株式の大部分は依然として流通制限が認められないという制限されている。この理由は国家株と法人株が公有制の性格を持つ故にこれらの株を流通売買させると「公有制主体」が失われる恐れがある、したがって、その「主体地位」を維持するために売買を統制、禁止すべきであるという考えにある⁴。

以上のように株式市場は非流通株により高度集中しているのは中国株式市場の所有構造の特徴である。

⁴ 川井伸一『中国上場企業—内部者支配のガバナンス—』創土社 2003年 49ページ

(表1-1) 上海・深圳株式市場状況

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
上場会社数(社)	183	291	323	530	745	851	949	1088	1160	1224
発行済株式数(億株)	328.67	639.65	765.63	1110.73	1771.42	2345.35	2908.85	3613.39	4838.35	5462.99
内:A株	300.18	592.63	704.08	1025.3	1646.13	2203.96	2757.88	3439.60	4650.45	5283.64
B株	28.49	247.01	61.55	85.49	125.29	141.37	150.96	173.79	187.90	179.34
実価総額(億元)	3531.01	3690.61	3474.28	9842.38	17529.24	19505.64	26471.17	48090.94	43522.20	38329.13
内:A株	3318.67	3516.03	3310.57	9448.55	17154.19	19299.29	26167.62	47455.75	42245.56	37526.56
B株	212.35	174.57	163.70	394.02	375.04	206.34	303.54	635.19	1276.65	802.57
流通株合計(%)	28.8	32.9	41.3	35.2	34.6	34	35.2	36.6	36.6	34.8
未流通株合計(%)	71.2	67.1	64.8	65.4	65.4	66	64.8	63.3	65.3	64.3
国家株	44.6	42.7	38.9	37.7	35.4	34.3	31.6	37.1	46.2	50.6
法人株	22.1	23.1	24.5	24.9	26.7	28.2	29.6	24.9	18.3	18.8
その他	1.5	1.3	1.2	2.2	3.3	3.4	3.6	1.3	0.8	5.2

出所：丹沢 安治『中国における企業組織のダイナミクス』中央大学出版社 2007年および
今泉慎也・安部誠『東アジア企業統治と企業法制改革』アジア経済研究所 2005年133ページより作成

2) 取締役の派遣母体

中国の上場企業に制度と現実が大きく乖離していることがわかるおいて、大株主の株式所有比率の高さは会社取締役の構成に大きな影響を及ぼしている。実際、上場企業の取締役はいかなる機関から派遣されているのかは上海証券取引所の250社アンケート調査(2000年)では、取締役派遣母体別構成を明らかにしている(表1-2)。最大株主が派遣した取締役は1996年時点では取締役会の44.7%を占めていたが、その後年々上昇し、1999年には53.9%となり、過半数を超えた。したがって、取締役会での意思決定がほぼ完全に最大株主にコントロールされていることになる⁵。

(表1-2) 取締役の平均規模と派遣母体別構成

	(単位:人数、%)			
	1996年	1997年	1998年	1999年
取締役平均人数	10.1	10	9.9	9.9
株主派遣の取締役	6.6(65.3)	6.5(65.2)	6.8(68.8)	6.9(70)
第一株主派遣	4.5(44.7)	4.7(46.8)	5.0(50.2)	5.3(53.9)
第二株主派遣	1.4(13.6)	1.4(13.9)	1.4(14.3)	1.6(15.8)
第三株主派遣	1(9.5)	0.9(9.4)	1(9.6)	1(10)
政府部門派遣	1.3(12.5)	1.0(9.7)	0.7(7.5)	0.6(6.5)
銀行派遣	1.3(12.7)	1.2(11.6)	1.1(10.7)	0.8(8.5)
ノンバンク金融機関派遣	2.3(23)	2.0(19.9)	2.1(20.8)	2.0(20.6)
取引先など関連企業派遣	3.8(37.4)	4.4(44)	4.6(46.4)	4.8(48.7)
その他の企業派遣	3.4(33.6)	3.1(31)	3.2(32)	3.1(31.3)
業種管理部門派遣	0.7(6.6)	0.8(7.7)	0.8(8.2)	0.7(7.1)

注：サンプル数250社の取締役1892人。人数は1社当たり平均取締役人数。構成比率は取締役平均人数を100とした時の構成比率であり、取締役総数に占める比率ではない。部分的に重複しているので構成比を合計すると100人以上になる。

出所：川井伸一『中国上場企業—内部者支配のガバナンス—』創土社 92ページ引用

⁵ 川井伸一『中国上場企業—内部者支配のガバナンス—』創土社 2003年 92ページ

3) 重役の履歴

王（2002）上海証券取引所の上場企業に対するアンケート調査結果では、上場企業の経営者の組織的背景を要約して（表 1-3）の通りである。ここでは組織的背景として企業内昇進、行政主管部門の派遣、他企業から転入の3つ区分し、それぞれに該当する人数を計測している。これによれば、経営者全体から見れば76.3%が企業内昇進である。取締役会長の69.84%、社長の80.56%は企業内から抜擢されており、また、取締役会長と社長に占める前身企業の工場長または副工場長の出身者はそれぞれ75%と78%である⁶（表 1-4）。

以上のように筆頭株主が上場企業の多くの取締役を社内昇進の形で任命し、社内取締役を含む経営者意思決定の権限が強まっているのが伺える。

（表 1-3）上海上場企業重役の履歴

項目	集 計 人 数 (人)	企業内昇進		主管部門		他企業	
		人 数 (人)	比率	人 数 (人)	比率	人数 (人)	比率
董事長（取締役会長）	126	88	69.84%	20	15.87%	18	14.29%
副董事長（副会長）	144	78	54.17%	14	9.72%	52	36.11%
一般董事（取締役）	875	518	59.20%	55	6.29%	302	34.51%
小計	1145	684	59.74%	89	7.77%	372	32.49%
総経理（社長）	108	87	80.56%	9	8.33%	12	11.11%
副総経理（副社長）	328	246	75.00%	18	5.49%	64	19.51%
小計	436	333	76.38%	27	6.19%	76	17.43%

注 1：重役は兼任のケースがある

注 2：一般董事は董事長、副董事長を含まない。

注 3：王東明（2002）が実施した 238 社上場企業の調査

出所：王東明（企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス「上」）『証券経済研究』2002 より作成

⁶ 王東明「企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス「上」」『証券経済研究』2002 41～43 ページ

(表1-4) 上海上場企業重役の履歴

項目	集計人数 (人)	工場長・副工場長		中間管理職		党・政府関係	
		人数 (人)	比率 (%)	人数 (人)	比率 (%)	人数 (人)	比率 (%)
董事長(取締役会長)	132	99	75%	11	8%	20	15%
副董事長(副会長)	156	96	62%	33	21%	25	16%
一般董事(取締役)	994	578	58%	316	32%	75	8%
小計	1282	773	60%	360	28%	120	9%
総経理(社長)	120	93	78%	13	11%	13	11%
副総経理(副社長)	357	220	62%	112	31%	20	6%
小計	477	313	66%	125	26%	33	7%

注1：重役は兼任のケースがある

注2：一般董事は董事長、副董事長を含まない

注3：王東明(2002)が実施した238社上場企業の調査

出所：王東明「企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス「上」」『証券経済研究』第35号2002より作成

(表1-5) 取締役会メンバーの配置・兼任状況

	取締役会長	取締役副会長	常務取締役	取締役	執行取締役	非執行取締役	合計
総経理	174	194	3	443	3		817
常務総経理	0	11	0	48	2		61
副総経理	1	43	7	1070	6		1127
総エンジニア師		5	1	52	1		59
総経済師	1	4	0	31			36
総会計師		2	0	111			113
財務總監		3	0	93	1		97
財務責任者				33			33
総経理助理				19			19
総経弁主任				3			3
無兼任/不明	691	615		4705	26		6042
合計	868	924		6724	40	25	8599

出所：川井伸一『中国上場企業—内部者支配のガバナンス—』創土社 2003 121引用

④ 兼職状況

1999年末時点での取締役と個々経営執行職との兼任状況については、上海とシンセンの上場会社868社の取締役会メンバー8599人における経営者執行職との兼任状況は(表1-5)のとおりである。これによれば取締役総数の約30%がいろいろ経営執行職を

兼任していることがわかる。このように中国上場企業において取締役は兼職によって企業の日常のコントロール権を掌握しており、経営の意思決定において取締役は重要な位置を占めていることはいえる⁷。

以上の事例を見てきたように中国の上場企業において所有と分離が依然として実行されていない状況である。つまり、支配株主による株式支配と内部者の経営支配が並存している状況を示している点が中国上場企業の特徴的である。

2. 上場企業（製造業）の株式所有と株主価値との実証分析

本節では、中国上場企業のコーポレート・ガバナンスのメカニズムを米沢・小西・芹田（2004）のモデルによって、明らかにし、そこに所有の分散をしたにもかかわらず、経営が依然国家経営者によって一極支配されているという中国上場企業の特異な所有と経営の構造の下で、法人株主の存在によって国家経営者が自分の効用を最大化する結果、設備投資を過剰にするので、このことによって株主の厚生が犠牲になり、結果的に企業価値の低下をもたらしているとの構造を上海証券取引上の上場企業の財務データを用いて、分析することを目的とする。

ここではコーポレート・ガバナンスとは、企業経営者の行動に対しての株主あるいは債権者、従業員などからの監査、規律付けと定義する。所有（株主）と経営が分離された近代企業においても株式会社である以上その主体は株主であるので、企業の目的は株主の効用である株価の最大化であり、ガバナンスを行う主体、あるいはその源泉は株主にある。株主によるガバナンスが十分に機能していれば株価を最大化するような経営を行うことになり、問題は生じない。しかし、なんらかの理由によって経営者が私的利益を求め、かつ株主からのガバナンスが十分でない場合には当然ながら株価最大化行動は保証されない⁸。

中国では国家が筆頭株主として実質的に株主総会など会社機関を通じて企業をコントロールしている。中国政府が証券市場を作ることには2つの狙いがある。1つ目は、80年代の資金調達手段が銀行貸し付けへの転換により、国有企業の資本構成が極めて負債偏重の状態になったため、証券市場を通じて国有企業の資金調達方法を拡大することである。もう一つは政府にとって重要な目的は、国有企業を株式会社に改組し、その企業を証券市場に上場させることを通じて、所有の分散化、所有と経営の分離、および効率的なコーポレート・ガバナンス制度を構築させることである。しかし、中国の上場している株式会社のほとんどは国有企業からの改組転換によって成立したため、株式会社において、従来の国有企業のさまざまな経営資源や制度が継承されている。第3章で見てきたように企業統治構造において、国家大株主による株式所有権を基礎とした経営

⁷ 川井伸一『中国上場企業—内部者支配のガバナンス—』創土社 2003 121～122 ページ

⁸ 丸淳子・米沢康博・松本勇樹「東アジアにおける外国人投資家によるコーポレート・ガバナンス」花崎正晴・寺西重郎『コーポレート・ガバナンス経済分析』東京大学出版社、2003年、313 ページ引用。

権の掌握という特殊な構造である。つまり、国家は筆頭株主として実質的に株主総会をコントロールして、上場会社の董事（取締役）・監事（監査役）・経理（社長）の人選もコントロールしている。筆頭株主は株主としての権利だけでなく、本来、取締役や監査役さらに経営者が持つべき権限まで持っている。

川井（2003）は中国上場企業において、大多数の上場企業の支配株主である国有親会社は、上場会社の所有権を支配していると同時に上場企業の経営者の指名派遣を通してその経営を支配している点から見ると大株主支配と捉えられる。また、国有親会社として上場企業の経営者を派遣することによって、上場企業の取引関係、利益配分および投資などの経営の意思決定を行う内部者としても捉えられる。したがって、中国上場企業の支配構造は大株主支配と内部者支配の一体化支配論と捉えられる。つまり、国家は株主兼実質的上場企業の経営者である。本論文は、このような現段階の中国の上場企業において国家が大株主であると同時に経営者でもあるとの支配構造特徴を踏まえ、国家株主を内部経営者（＝国家経営者）として想定する。このような中国上場企業の所有と経営の構造の下で、法人株主の存在が上場企業の株主価値の低下をもたらしているコーポレート・ガバナンスのメカニズムを実証分析によって明らかにする。

先行研究レビュー

1) 米国の先行研究

企業における利害対立の分析においては、Jesen / Meckling（1976）によりエージェンシー理論という形で大きく発展した。彼らのエージェンシー理論では、経営と所有の分離から生じるさまざまな問題、つまりエージェンシー問題について議論してきた。彼らの論文によると、企業金融で資本構成のみを論ずるのは不十分である。内部者（経営者）と外部者の株式所有を区別する所有構造こそが重要である。100%オーナー経営者以外の場合、経営者の行動が立証できなければ、経営者が株主の利益より自分の私的利益を追求することから、株主と経営者との利益対立問題が生じる。この結果、代理人である経営者が決定する企業行動の目的が委託者である株主の効用最大化から乖離するのである。具体的なエージェンシー問題としては、経営者の私利私欲のための非生産的支出、過剰投資問題、リスク回避、活動水準の低さなどが挙げられる。これらはいずれも株主価値の損失につながる。彼らの研究結果によると、内部株主の持ち株比率が高ければ、エージェンシー・コストが低いのである。したがって、経営者持ち株比率は、コーポレート・ガバナンス上、最も重要な要素の一つであると考えられているのである。

このような背景の下で、米国における株主構成と株主価値に関する分析は多くが経営者の株式所有に焦点を当てて行われている。企業のパフォーマンス尺度としてトービンqを使用して、実証研究を始めて行ったのはMorck/Schleifer /Vishny(1988)である。彼らは、アメリカ公開企業 371 社の 1980 年のデータに基づいて、トービンqで測った株主価値と役員持ち株比率の関係性を回帰分析で検証した。役員持ち株とトービンqの間に非単調

線形関係が確認された。彼らは次のように結果が出ている。経営者の株式保有は、経営者の持ち株比率のあらゆるレンジでアラインメント (alignment) 効果をもたらすが、この比率がある程度大きい区間では、エントレンチメント (entrenchment) 効果が支配的となりうる。経営者の株式が外部からの圧力に対する防御となるには、ある程度大きなシェアを確保することが必要となるからである。また、経営者の持ち株比率が過半数に達すれば、その地位を保全するのに十分な防御となる。そこで、経営者の持ち株比率が 50% に近づくとつれてエントレンチメント効果が頭打ちとなり、それを超えると再びアラインメント効果が支配的になる。その後、Morck/Schleifer /Vishny(1988)が考慮していない経営者以外の株主 (外部株主) が企業のパフォーマンスに影響を与えるに関する実証研究は McConnell/ Servaes (1990、1995 年)、shleifer/Vishny(1997)などの研究がある。McConnell/Servaes (1990、1995 年) は米国企業を対象とした分析で経営者持ち株比率とトービン q で示される株主価値との間には非単調に有意な関係があることを示した。彼らは、1976 年の 1173 社と 1986 年の 1093 社のサンプルを使用して、トービン q と株主構成の関係を実証分析した。トービン q は企業の内部株主の所有構造に非線形的相関関係を持っているという有意の結果が得られた。即ち、持ち株比率がそれほど高くないレベルではアラインメント効果によって経営者持ち株比率は株主価値にプラスの影響を与え、40%~50% レベルに達するとエントレンチメント効果によってマイナスの影響を与えることが報告されている。特に McConnell and Servaes (1990) の検証において、機関投資家の株式の所有金額とモニタリングの能力の点から、機関投資家の持ち株比率がモニタリングによって経営者の規律付けを強めることを示唆している。

2) 日本の先行研究

従来、日本型企业ガバナンスに関する分析はメインバンク効果を中心に焦点が当てられる形で分析が行われてきた。メインバンクの機能及び経済的合理性について、数多くの理論と実証研究がなされて来た。代表的な研究としては、青木 (1992)、池尾・広田 (1992)、岡崎・堀内 (1992)、鹿野 (1994 b)、中谷 (1983)、広田 (1989) 等がある。彼らはこの分野の研究の発展において大きな貢献を果たした。しかし、このような先行研究で指摘された日本型ガバナンスのメリットは経済環境の変遷と共に有効性を失いつつある。むしろ、メインバンクのディメリットが注目されている。

1990 年代のサンプルを用い、日本型ガバナンスが株主価値に与える影響を調べた佐々木・米澤 (2000) よれば、外国人持ち株比率がトービン q に対しプラスで有意の影響を与えている、一方密接なメインバンクの存在が株主価値にマイナスに作用している結果が示された。つまり、日本型ガバナンスの特徴が強まるとトービン q が低くなり、その経路として労働分配率の高さが重要な影響を及ぼしていることが示された。また日本企業を対象とした手嶋 (2004) は従来の欧米の研究と同様に、企業のパフォーマンス尺度としてトービン q を使用し、理論モデルのインプリケーションを検証した結果、日本

企業における経営者の持ち株比率と企業パフォーマンスの間に、非線形な山形の関係があることを示した。具体的に経営者の持ち株比率がほぼ 20%のところでトービン q が最大となるような山型の関係が見出された。経営者の持ち株比率が 0%から増えるにつれて、トービン q がまず増加してやがて低下するという相関関係結果は欧米の実証研究とも整合的である⁹。また、新たな新発見として株式の持合が経営者の規律付けを弱めることを示唆する結果を得られた。

米沢・佐々木（2001）の分析では、標準的な企業金融論による日本の企業分析ではなく¹⁰、青木（1988）による日本企業を株主、従業員両者の目的からなる折衷的な目的を追求する複合的な企業との想定のもとで、日本企業のガバナンスの特徴を定式化し、実証が行われている。具体的に経営者を株主と従業員の間立つ調停者（裁定者）として捉え、どちらに偏るかは株主と従業員のバーゲニング・パワーに依存するとしている。以下では、この一般的な青木の想定に基づいた企業を定式化された検証可能な Sasaki and Yonezawa（2001）のモデルについて紹介をする。

このような定式化した検証可能な Sasaki and Yonezawa モデルを使用して、米沢・佐々木は日興 500 銘柄のうち製造業 272 社（1992～96 年度）のデータを用いて、トービン q が低いにもかかわらず、従業員の厚生を重視する日本型ガバナンスでは、株主の厚生の犠牲の下で、企業が成長することを実証分析によって明らかにした。

3) 中国の先行研究

中国でも株式市場の重要性が増大するにつれて、近年株式市場の企業統治上の役割に関わる研究が増えてきている。中国国内では主として『経済研究』、『管理世界』『上市公司』などで上場企業に関する実証的な論文が発表されている。

(1) 孫・黄(1999)は上場企業の所有権の構造についての研究を行い、株主の保有比率（主に上位一位大株主）が企業統治構造における経営のインセンティブ、M&A、代理権の争奪と企業へのモニタリングに与える影響について、次のような結論が得られた。すなわち、一定集中度、相対支配的株主、ならびに他の大株主の存在する株式会社は、その効果がほぼ最大の傾向にあるということである。また彼らは第一位株主の出資比率のみに焦点を当てて分析を行った。サンプルは 1998 年年末時点の上場 503 社である。説明変数としては第一位株主の比率 PF とその PF^2 二乗とする。被説明変数としてはトービン q の代理指標とする。分析の結果は

$$q = 1.6468 + 1.6602 PF - 1.5540 PF^2$$

⁹ 詳細は手嶋宣之『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス』白桃書房 2004 参照されたい。

¹⁰ 標準的な企業金融論では「企業は自社の株価が最大になるように設備投資、その資金調達を行う」となる。株価を最大にすれば企業の主体である株主の効用は高まるから株主の代理として位置付けられる経営者としてはこの目的を採用する訳である。エージェンシー理論もこの前提から出発する。

(6.67) (1.43) (1.25)

$$R^2 = 0.005$$

である。これによれば、第一位株主の比率が最初に上昇するとともにトービン q は上昇するが、約 50%前後から下降することになることが確認された。この分析結果は、ほぼ McConnell and Servaes(1990)の結果と一致する。ただし R^2 の値に示されるように信頼性があまり高くない、また株主の属性（国家株、法人株）を区別していない。

(2) Xu and Wang (1999) は 1993 年～1995 年の上場会社のデータで株式所有構造と企業業績（株式市場価格/簿率 (MBR)、株主資本収益率 (ROE)、総資産収益率 (ROA) の 3 つとの相関関係の結果では、法人株比率と MBR、ROE、ROA との間にはそれぞれ、有意の正の相関があること、国家株比率と ROE、ROA との間には有意の負の相関が見られる (MBR は有意でない)、流通個人株比率と MBR の間に有意な負の相関が見られる。結論として上場企業のガバナンス機能させるため、法人株のガバナンス役割強化、国家株の売却が必要である。

(3) 周業安 (2000) は株主構成即ち、A 株、B 株、H 株、国有株、法人株と ROE の関係を検証した。A 株、国有株、法人株の比率は ROE との正の関係である。B 株、H 株は負の関係であるとの結果を示した。

(4) 于東智 (2001) は説明変数として株式集中度とその自乗、資産負債率、およびダミー変数（国家株、法人株）、12 業種別と非説明変数総資産収益率 (ROA) との相関関係を実証分析した結果。①国家株と法人株の有無は企業業績との相関関係は非有意、②株式の集中度と業績の正の相関であるが、孫・黄(1999)のような逆 U 字の曲線関係はない（ただし、有意ではない）。③総資産と業績との間には比較強い負の相関が見られる。④業種別にはコンピューター業種との相関関係は負の有意だが、商業とは正の有意である。その他に業種との相関関係は有意ではない。

株主構成と企業業績の相関関係に関する他の先行研究は、また陳・江 (2000) 陳・徐 (2001) などがある。結論のいくつかは異なるものがあるものの、総じて国家株の比率が低いほど、また法人株の比率が高いほど企業の業績はよいとされている。しかし、所有構造が直接的業績を改善するというメカニズムを通じていかに企業業績や企業パフォーマンスを引き上げるのかが明らかにされていない。また彼らは多く企業業績の指標を用いている。しかし、これらの指標は長期的な効率を反映していないと株主資本利益率は、資本の構成の違いによってバイアスが生じるという問題がある。また現在の中国の会計基準では利益配分操作 (earning management) の現象が多く発生している¹¹。中国

¹¹ しばしば指摘されるように上場企業では収益率が一定水準を上回らないと増資資格を停止されるため、

証券監督委員会では、株式の増発や IPO の基準は ROE とする。たとえば、株式増資は 3 年連続 ROE が 10%以上である企業のみ認められる。このため、多く企業はこの基準に満たすため会計操作を行っていることが多く報告されている。さらに ROE の指標とする欠点として利潤以外に税率などの要素による影響される。例えば現在中国では法人所得税は 33%としているが、少数民族、経済特区、経済開発区などの減税政策などによる上場企業の ROE が異なる。

3. 基本モデルと上場企業の所有・支配構造の特徴

1) 基本モデル

企業金融論によれば、コーポレート・ガバナンスの定義は企業の多くのステークホルダー（利害関係者）の中、株価最大化を目的とする株主にとって好ましくない株主と経営者間に利益相反が生じた時、いかにエージェンシー・コストを抑制するような規律付けを行うかという「株主によるガバナンス」である¹²。

所有と経営が分離された場合、所有者と経営者の利害対立の問題が生じる。株主は企業の利益に対する請求権を持っているのに対して、経営者は企業経営に関しての実質的コントロール権を持つ。

経営者は「総株主の長期的利益の最大化」を利害調整の規範とする法的義務を負っている。具体的には、総株主の長期的利益の最大化を行動規範として経営を行うべき忠実義務と善管注意義務とを負っている。しかし、コントロール権が経営者に与えられている場合、経営者には忠実義務と善管注意義務が課されるからといって経営者が 100%株主価値最大化に沿って経営を行う保証はない。以下では、所有と経営の分離によって生じる利害対立の問題が発生した場合。この利害対立が企業の設備投資問題を通して株主の価値にどのような影響を与えるのかを米沢・小西・芹田（2004 年）のモデルに従って説明する。

資本（規模）を K 、そのもとでの企業価値を $V(K)$ とする。 $V(K)$ は K に関して逡増的と仮定すると、株価最大化とは $V(K) - K$ の最大化にほかならず、これをもたらす K が効率的な規模、効率的な設備投資となる¹³。

株式の一定割合 α (< 1) を保有している経営者にコントロール権が与えられている場合を考える。経営者は企業価値の一定割合 θ を決めて、それを私的利益として所有（搾取）すると仮定する。この場合、経営者の目的は一般に

粉飾決

算の問題はかなり深刻であると見られる（陳小悦・肖星・過曉艷「配股与上市利潤操縦」『経済研究』経済雑誌社 第 2 期 2000）

¹² 米沢康博・小西大・芹田敏夫著『新しい企業金融』有斐閣アルマ 2004 年 173 ページ参照されたい。

¹³ 効率的な設備投資については米沢康博・小西大・芹田敏夫著『新しい企業金融』有斐閣アルマ 2004 年 106 ページと 120 ページ参照されたい。

$$\alpha [(1-\theta) V(K) - K] + \theta V(K) \quad (2.1)$$

を最大化することとなる。外部株主の純収益は全体で $(1-\alpha) [(1-\theta) V(K)]$ となる。

経営者は $0 \leq \theta \leq \theta^*$ の範囲で θ^* を選ぶことができるとすると、 $\alpha < 1$ であるので θ^* を選ぶことが得策であることがわかる。すなわち、持ち株からの犠牲よりも私的利益からの収入増のほうが多いので最大限の私的利益を追求する。そのもとで最適な K を選ぶと、選ばれる K は株価最大化をもたらさないことがわかる。私的利益は投資負担をしないのでそれ以上の過剰な K を選ぶからであり、これがエージェンシー問題の一例である。要するに、この経営者にコントロール件を与えると効率的な設備投資は保障されないことになる。

$\alpha = 1$ の場合、すなわち株主にコントロール権が配分されている場合には (2.1) 式から θ のいかんにかかわらず、 $V(K) - K$ の最大化が図られることがわかり、ガバナンスが不要であることがわかる。

① 社会的に最適化の場合、 $V(K) = 2\sqrt{K}$ とすると、社会的最適な K は $\theta = 0$ に対応する $K = 1$ となる。

② 株主にとっての最適化の場合、 $(1-\theta) [V(K) - K]$ の最大化であるので、最適な K

は $K = (1-\theta)^2 < 1$ となる。すなわち過少設備である。

③ 経営者にとっての最適化の場合、(2.1) 式を最大化する K は簡単な計算から、

$$K = \frac{1}{A^2} \quad \text{ここで、} A = \frac{\alpha}{\alpha(1-\theta) + \theta} < 1 \text{ であるので、} K > 1 \text{ となる。株主}$$

の視点から見ると企業は過剰設備となる。

このようにコントロール権が経営者に委託されているもとの利益相反問題がエージェンシー問題である。問題は経営者には忠実義務と善管注意義務が課されるからといって経営者が 100% 株主の目的に沿って経営を行う保証ないとする利益相反問題である。

以上のようなエージェンシー問題は理論的には経営者への報酬を適切に与えて株価を最大化するような成功報酬体系にして、解決できるが、その報酬の設定は必ずしも十分ではない場合には、経営者は株主の利益とは異なった方向に企業を導かないように株主によるガバナンスが必要である。また、経営者が株主の利益を大きく損なうような場合、取締役会、株主総会において経営者の交替がありうる。そのため、経営者が交替させられないようにするには私的利益を最大化するだけでなく、株主価値を含めた総価値を最大化する必要がある、それを考慮した経営者の私的利益を次のように定式化することができる。

$$\alpha [(1-\theta) V(K) - K] + \theta V(K) + \lambda (1-\alpha) [(1-\theta) V(K) - K] \quad (2.2)$$

第3項が外部株主の株主価値であり、 λ は株主のガバナンス（交渉力）である¹⁴。つまり、 λ は経営者が株主の利益と相反する行動を抑制し、規律付ける株主のガバナンス（交渉力）を現している。したがって、 λ が大きい場合、株主の交渉力が強いので、経営者は私的利益を搾取することができないので、 $\theta = 0$ となる。

—内部株主と外部株主—

経営者の持株比率は、経営者（内部株主）と株主（外部株主）との利益相反の程度に影響を与える。

（2.2）式を整理すると、

$$[\alpha + \lambda (1 - \alpha)] [(1 - \theta) V(K) - K] + \theta V(K) \quad (2.3)$$

となる。 λ が1より大きい場合には θ はゼロになるのでエージェンシー問題は生じない。そこで、 λ が1より小さい場合に限定すると、経営者（内部株主） α の増加は $[\alpha + \lambda (1 - \alpha)]$ を増加させるのでそれは所有と経営の分離を弱め、過剰な設備が是正される方向に導くことがわかる。要するに、株主のガバナンス効果が十分でない場合には経営者の持ち株比率の増加は株価を高める効果を持っているのである¹⁵。

2) 中国上場会社における国家所有と国家支配の一体化

従来大株主支配と内部者支配は二つの対称的な存在である。両者は異質であることを前提に両者が並存すると多くの既存研究が指摘している¹⁶。しかし、川井（2003年）が分析したように現状の中国上場企業の支配構造は以下の二つ理由から大株主支配と内部者支配と一体されたものとして存在していると捉えている。つまり、国家は株主兼実質的上場企業の経営者である。

（1）大株主支配：

中国の株式会社の株主構造の特殊性（一股独大）からみると、上場会社の支配的大株主が株主総会の支配権を通して自らの代表を取締役会の中に送り、その取締役が経営陣を選出する。つまり、取締役も経営陣も大株主の利益代表になっている。このようにして大株主は会社の経営を支配していると把握するものである。このような上場会社の株式の大部分が大株主によって所有支配されている現状を見れば、大株主支配といえよう。

実際、上場企業の（一株独大）筆頭株主が平均40%以上を保有しているため、実質的に株主総会をコントロールしている。上場企業の董事・監査・経理の人選も、筆頭株

¹⁴ 米沢康博・小西大・芹田敏夫著『新しい企業金融』有斐閣 2004 178～180 ページ引用

¹⁵ 米沢康博・小西大・芹田敏夫著『新しい企業金融』有斐閣 2004 188 ページ引用

¹⁶ 青木昌彦『経済システムの進化と多元化性—比較制度分析序説』東洋経済新報社 1995年 移行期経済体制の諸国における内部者支配の形成について詳しく論証している。また、(Paul, Milgrom and John 1992年)の中には内部者支配の議論も結局企業財産の所有権を企業内部が掌握する実態を指している、参照されたい。

主がコントロールしている。筆頭株主は株主としての権利だけでなく、本来、取締役や監査役さらに経営者が持つべき権限まで持っている。国家が絶対支配株主となっている国有企業が上場会社の大半を占めている。2004年208社の調査結果、筆頭株主の推薦で当選した董事の人数は半分以上を占め、国有株主の推薦で当選した董事長は45%を超えている。独立董事長を除けば、国有株主の董事が平均して董事メンバーの60%以上を占めている。また、2001年942社の調査によれば、大株主から派遣された董事が全体の80.7%に達しており、そのうち、筆頭株主により派遣されたのが株主派遣の董事総数の53.3%を占めている。さらに、筆頭株主が派遣した董事が、96年45%、97年47%、98年50%、99年54%に達し、過半数を超えた¹⁷。第3章で示したように、大株主の株式集中度が高いほど、取締役の内部者比率も高くなるのである。陳・張・張(2000)の調査事例でも確認されている¹⁸。

(2) 内部者支配：

内部者支配と捉えられる決定的要素は親会社と上場会社との密接な一体的な関係であると考えられる。上場会社の大多数はそもそも国有親会社を発起人として親会社からその一部の資産を分離再編して成立している。上場会社の経営者も基本的に親会社から派遣される。また上場会社は親会社との間で密接な取引関係を持っている¹⁹。また利益分配においても親会社が大きな影響を持っている。従って、上場会社は親会社との間に所有、経営者、取引、利益分配などのさまざまな面において密接不可分の特殊な利害関係を持っており、このような親会社は上場会社の内部関係者とみなすことができる。

中国の上場企業の大部分は元の国有企業からの改組・株式会社化によって生まれたものであり、その過程でよくあることは、従来の企業にある一つないし複数の工場と若干の重要部門を一つの株式会社として包装し、その会社を独立法人として登録する。しかし、包装後の会社は上場したとしても、自立的な経営能力を備えていない。多くの場合、材料購買・製品販売・から製品の設計・サポートサービスの提供は、すべて支配株主に握られている。親会社と上場会社の財務・人事・資産の未分離が多く見られる。叶康涛(2005)は、1998年～2003年に上海証券取引所の上場製造企業の合計1804個のサンプルデータの分析結果によると、平均1社当たりの年間関連取引金額は7.93億元(約1億米ドル)、総資産に対する比率は約25%を占め、95%の上場会社は少なくとも一種類の関連取引をしている。取引金額が大きいのは、上場会社と支配株主集团公司との間に行っている製品の購買・販売・売掛金、その他受取勘定、買掛金、その他支払勘定、担

¹⁷ 汪志平「中国の証券市場と企業統治—支配株主の関連取引による利益操作を中心に—」『証券経済学会年報』第42号 2007年。

¹⁸ 陳湘永・張劍文・張偉文「我国上市公司内部人控制研究」『管理世界』管理世界雜誌社 第4期 2000年。

¹⁹ 川井伸一『中国の上場企業—内部者支配のガバナンス』創土社 2000年 川井は上場企業の取引構造の実態について詳しく分析している。145～166ページ参照されたい

保提供、資産の購入などである。

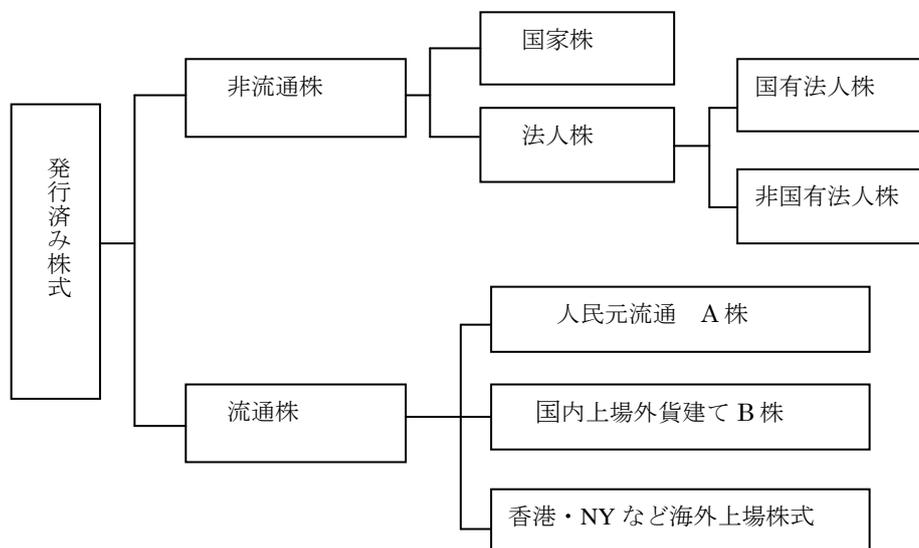
(3) 中国株式の主な所有主体属性

中国株式市場の最大の特徴は、株式所有主体の属性によって複数の形態に区別されており、それぞれ異なる規制が適用されているという点である。市場での流通が自由であるか規制されているかによって、流通株と非流通株に大別される。

① 流通株とは一般投資家向けに発行された株式であり、国内投資家のみ購入可能な人民元建て株式の流通株 A 株、外貨（上海株式市場米ドル、深圳株式市場香港ドル）建て株式の B 株、海外株式市場で上場している株式の総称である H 株の 3 種類に分かれる。これらの株式はすべて株式市場で自由な売買を認められる。

② 非流通株は国家株、法人株と従業員所有の株（設立時従業員向けに割り当てて発行された株式であり）の 3 形態を含む。法人は更に国有法人株と非国有法人株に分かれる。国家株と国有法人株を併せて、国有有株と総称する。これらの株式はいずれも株式市場での流通を厳しく規制されている。国家株と法人株は原則として流通を認められておらず、相対取引での譲渡のみ可能である。

図 1 - 1 中国株式所有主体による分類



4. 仮説と推計

—仮説の設定—

1) 国家株：

第一は、現段階の中国の上場企業において国家が大株主であると同時に経営者でもあるとの支配構造特徴を踏まえ、国家株主を内部経営者（＝国家経営者）と捉える場合において、(2.1) 式の説明にあるように国家経営者の株式保有割合（ α ）が100%より少なく、外部株主（法人株）が存在する場合、内部者である国家経営者は保有株式価値（ $\alpha [(1-\theta) V(K) - K]$ ）の犠牲は部分的となり、それ以上に私的利益価値（ $\theta V(K)$ ）からの効用増加が得られるため、国家経営者が決定する設備水準は $K > 1$ 。株主から見ると企業は過剰設備となる。この状態の下では、(2.3) 式の説明にあるように株主利益に反する経営結果による経営者の交替をさせられるような株主ガバナンスは十分に機能していない現段階の中国（つまり株主交渉力 λ が1より低い段階）においては、国家経営者の持ち株比率（ α ）の増加は法人株の比率を減らすことにより、 $[\alpha + \lambda (1 - \alpha)]$ を増加させるのでそれは所有と経営の分離度を弱め、過剰設備を是正して、企業設備投資を社会的に最適な水準である $V(K) - K$ を最大化にする水準に近づける効果を持つのである。

第二は、国家は移行期経済において一種の暗黙的な保障を提供することによって、倒産のリスクを少なくすることによって、国家株の存在が市場投資家にとって資本コストの低減効果を持つと思われる。

第三は、現在、株式の一極集中から株式の分散化・多元化によって、株主のガバナンス強化を期待している中国政府は、国家株を他の主体へのシフトを進めている、その際、政府は国家株を高く売却する必要があるので、株価最大化のインセンティブは高いと考えられる。

以上の分析によって、国家株の増加は、外部の法人株の存在による過剰設備を抑制し、企業価値最大化の最適な設備水準への接近する効果と国家の暗黙保証あるいは、国家が高く売却のインセンティブとの要因から仮説を設定される。

第一の仮説 $H1$ は国家所有株比率と企業の成長率（ G ）とは負の相関関係、トービン q とは正の相関関係である。

2) 法人株：

法人株が存在する場合においては、(2.1) 式の説明にあるように外部株主である法人株の増加（＝内部経営者株の減少）は過剰投資を促進することから、株主にとって最適な投資水準から外れ、株主価値が損なわれることになるので、株価の低下をもたらすことになるのである。

以上の分析によって、法人株の増加は過剰投資を促進し、株主の価値の低下をもたらす効果があることから仮説が設定される。

第二の仮説 H_2 は法人株式の比率は企業の成長率 (G) に正の相関関係、トービン q と負の相関関係である。

3) 流通株 :

理論上、流通株の株主は株主総会での投票と選挙による取締役の交代という、企業の経営者への監督・支配を行うことができる。しかし、現段階では、中国の流通株は全体株の3分の1しか占めていないため、事実上不可能と言ってよい。しかも中国流通株 A 株の多くは個人投資家である、個人投資家の利益は保護されないと考えられている。個人投資家は不利な立場に立たされている。それは中国では現在、個人投資家の意見を集める(proxy voting procedure)のが欠いている。個人投資家が結構分散していることを考慮すると彼らは株主総会を通じて、取締役会に一席を占めることはできないと考えられ、フリライターの典型的な問題が起こっているのは十分に考えられる。中国の『会社法』の規定により、株主総会の決議採決は、出席株主の株式によって計算されるため、流通株の中の個人株主の利益と法人株の株主の利益に衝突が生じるとき、個人株主の利益がなかなか守られないことになる。『中国証券報』のある調査結果によると、中国の個人株主の内 82%が株主総会に参加したことはないということである。夏冬林(2000)が1997年と1998年に行った中国上場企業の株主総会の状況調査によれば、調査された475社の内、出席株主の所有株式が非流通株式より高いのは30%未満である。したがって、個人株主にとっては、株式総会とは有名無実であると言える。流通株所有者の株式保有の目的は、純粋に利益目的の投資である。個人投資家にとってインカム・ゲインより短期的なキャピタル・ゲイン獲得に重点が置かれていると思われる。以上の分析によって、仮説を設定される。

第三の研究仮説 H_3 は流通株の比率はトービン q と成長率 (G) とは非相関関係である。

4) 外国人株主 B 株

B 株とは、本来中国国内向けの A 株と別に外国人向け株が設けられ、取引されている。売買の対象が主に外国と台湾、香港、マカオなどの海外投資家に限られる。2001年6月に中国国内で B 株への投資が解禁となったが、B 株市場は規模が小さく流動性が低いに加え、選択できる金融商品は少なく、外国投資家の投資意欲をそぐ事になる。また、為替面での制限も外国人投資家の投資に影響を与えている。以上の分析によって仮説設定をされる。

第四の研究仮説 H_4 は外国人株 B 株の比率はトービン q と成長率 (G) とは非相関関係である。

以下は先行研究とほぼ同じ変数を用いて、仮説を検定する。なお、説明変数の中には

国家株、法人株と流通株という三つの比率の間に多重共線性が存在することが考えられるため、同時に使用するのとは不可能である、そこで、まず単独に国有株（*GYG*）の比率を説明変数にし、トービン q と成長率（ G ）を非説明変数にして、推定を行う。次に法人株（*FRG*）、流通株（*PTG*）および外国人株（*WZG*）を説明変数にし、トービン q と成長率（ G ）を非説明変数にして、推計を行う。

5.. 推計式とサンプル

1) 推計式

$$\textcircled{1} \quad \text{トービン } q = a_0 + a_1 \text{FRG} + a_2 \text{PTG} + a_3 \text{GYG} + a_4 \text{WZG} + a_5 \text{LEVER} + a_6 \text{TA} + e$$

$$\textcircled{2} \quad \text{成長率 } (G) = b_0 + b_1 \text{FRG} + b_2 \text{PTG} + b_3 \text{GYG} + b_4 \text{WZG} + a_{b5} \text{LEVER} + b_6 \text{TA} + e$$

—[基本変数]—

—説明変数—

株式構成変数

① *GYG* : 国家株の比率

② *FRG* : 法人株の比率

③ *PTG* : 国内流通 A 株の比率

④ *WZG* : 国内上場の外国人株が含まれるのは 1、含まれない場合は 0 とする

—被説明変数—

$$\textcircled{1} \quad \text{ケース I} \quad \text{トービン } q_1^{20} = (\text{株価} \times \text{発行済み株数} + \text{負債}) / (\text{株主資本} + \text{負債}) \quad 21$$

²⁰ トービン q の理論 (Tobing's theory) とは、アメリカの経済学者ジェームズ・トービンが提唱した投資理論であり、トービン q は株式市場で評価された企業価値を資本の再取得価格で割った値として定義される。株式市場で評価された企業価値とは、株式市場が評価する企業の株価総額と、債務の総額との和である。これは、いまこの企業が解散して所有者がすべて入れ替わると仮定したときそのときの株主と債権者が受け取る事のできる金額を表している。他方、資本の再取得価格とは、現存する資本を全て買い換えるために必要となる費用の総額のことである。 q が 1 より小さい場合、市場が評価している企業の価値は現存の資本ストックの価値より小さい。すなわち、現在の資本ストックの価値は過大であり、企業は資本ストックを使って財を再生産するよりも、資本ストックを市場で売却したほうが利益が上がることを意味する。市場はこの企業の価値が既存設備の価値よりも低い評価しているため、企業は投資を控えるべきであり、場合によっては既存設備の縮小 (マイナスの投資) を求められる。一方、 q が 1 より大きい場合、市場が評価している企業の価値は現存の資本ストックの価値よりも大きい。すなわち、企業は資本ストックを使って財を再生産するほうが大きな価値を生み出すので、資本ストックを増やして財を増産したほうが有利となることを意味している。市場はこの企業の価値が既存設備の価値よりも高いと評価され、場合によって投資の拡大を求められる。(藪下史郎、大阿久博、蟻川靖浩 『トービン金融論』 東洋経済新報社 2003 年、小林孝雄 「株式のファンダメンタル・バリュウ」 西村清彦、三輪芳朗編 『日本の株価・地価—価格形成のメカニズム』 東京大学出版社 1990 年 参照されたい)

²¹ B 株の株価は 1 米ドル = 8.27 人民元 (RMB) で計算する。

$$\textcircled{2} \text{ ケースII トービンの } q_2 = (\text{株価} \times \text{流通株} + \text{負債}) / (\text{株主資本} + \text{負債} - \text{売り出し価格} \times \text{非流通株数})$$

(注：トービンの q_2 は非流通株を控除した場合)

$$\text{成長率 (G)} = \text{固定資産成長率} = (\text{固定資産の増減} + \text{原価償却}) / \text{前期固定資産} \times 100\%$$

$$\textcircled{3} \text{ 資産収益率 (ROA)} = (\text{営業利益}^{22} + \text{支払い利息}) / \text{総資産} \times 100\%$$

—コントロール変数²³—

$$\textcircled{1} \text{ 負債比率 (LEVER)} = \text{総負債} / \text{株主資本}$$

$$\textcircled{2} \text{ 総資産 (TA)}^{24}$$

データの作成と説明

なお、今回トービンの q の計算に当たって、現段階の中国の株式市場の政府の規制により実際に市場で売買されている流通株は基本統計量に見られるように発行済み株数の中 31.48%しか流通されていないとの要因を考慮して、株式発行済み実価総額で計算したトービンの q_1 でのケース I と非流通株を控除したトービンの q_2 でのケース II を二つに分けて、それぞれ検定を行う。

2) サンプル

本分析対象は、上海証券取引所に 99 年 6 月 1 日以前に上場した製造業²⁵の構成銘柄 168 社からなる。このユニバースについて株主構成 (1999 年年～2004) と財務指標、株価など (2000 年～2005 年) の 6 年間のデータなどをベースに分析を行う²⁶。説明変数であるガバナンス構造は各年大きく変動している訳ではなく、むしろ安定的である。このような理由から標準的なパネル分析を行うのではなく、企業ごとに、各変数の時系列平均値をとり、この平均値に関してクロスセクション分析を行うことにする。時系列平均値をとることにより、トービンの q の測定誤差は散布されることが期待され、より安定

²² 「営業利益」は財務費用が引かれている点において、日本の会計制度での「営業利益」と異なっている。中央監査法人編 (2000) 『中国会計監査基準—国際化時代の中国新制度の解説』、中央経済社参照された。

²³ これらのコントロール変数は、トービンの q や企業の市場価値に関する先行研究を踏まえたものであり、本論文でほぼ同様のコントロール変数が使用されている。

²⁴ 総資産 (TA) は、回帰分析では自然対数を取った値を使用する。

²⁵ この業種別は中国証券監督委員会 (CSRC) によって分類される。製造業をサンプルとするのは、製造業企業の市場価値が事業規制などの影響を受ける可能性が少ないという理由による。また銘柄構成についてはその後上場廃止と ROA、成長率がマイナス 100%以下とプラス 100%以上、トービンの $q-10$ 以下と +10 以上異常値の会社を除き。

²⁶ 株主所有構成は各年度末の値となるが、因果関係の問題から、株主所有構成と株式市場の評価により決まる株主価値との関係を調べるには翌期の実価総額を対応させた法が良いと思われるため、トービンの q の算出場合の時価総額、企業業績 ROA と固定資産成長率などは 1 年ラグをとった。

した計測結果が得られることになる。データの財務指標（貸借対照表、損益計算表）と株主所有構成は金融界（www.jrj.com.cn）証券之星(www.finance.stockstar.com)および上海証券交易所（www.sse.com.cn）から得られたものによる。

表 1-6 各変数の記述統計量

	平均値	中心値	最小値	最大値	標準偏差
トビーン q_1	2.417	2.121	1.260	6.780	0.927
トビーン q_2	1.420	1.816	-8.99	9.410	3.197
国家株所有比率 (<i>GYG</i>)	30.22%	31.55%	0.00%	84%	23.50%
法人株株所有 (<i>FRG</i>)	29.14%	22.50%	0.00%	76.33%	22.85%
流通A株 (<i>PTG</i>)	31.48%	33.16%	0.00%	66.16%	14.95%
<i>ROA</i>	3.13%	3.53%	-19.71%	20.30%	5.02%
成長率 (<i>G</i>)	12.66%	14.41%	-60.07%	36.14%	12.79%
負債率 (<i>LEVER</i>)	50.98%	50.00%	12.00%	176%	20.65%
総資産 (<i>TA</i>) 万元	267146	167714	33490	2614533	317595

5. ケース I とケース II の推計結果

1) ケース I の推計結果 (トビーン q_1)

表 1-7 推計結果 トビーン q_1

変数	トビーン q_1	トビーン q_1	成長率 (<i>G</i>)	成長率 (<i>G</i>)
	推計 I	推計 II	推計 I	推計 II
定数項	16.630 (11.831)***	18.150 (13.953)***	-0.631 (-2.638)***	-0.838 (-3.427)***
国有株所有比率 (<i>GYG</i>)	0.018 (0.075)		-0.084 (-2.073)***	
法人株所有比率 (<i>FRG</i>)		0.507 (2.258)***		0.098 (2.341)***
流通株所有比率 (<i>PTG</i>)		-2.418 (-5.171)***		0.174 (1.984)***
外国人株所有比率 (<i>WZG</i>)		-0.157 (0.864)		0.0003 (0.009)
負債率 (<i>LEVER</i>)	0.404 (1.487)	0.475 (1.957)***	-0.058 (-1.260)	-0.051 (-1.124)
総資産 (<i>TA</i>)	-0.677 (-10.332)***	-719 (-12.284)***	0.038 (3.422)***	0.042 (3.866)***
\bar{R}^2	0.405	0.539	0.095	0.144
<i>n</i>	168	168	168	168

注：1) ()内は*t*値である。

2) ***, **, *はそれぞれ1%、5%、10%の水準で有意であることを示す。

—仮説の推計結果—

1) 国家株

国家株がトービン*q*に対して非有意、成長率(*G*)に対して負の有意との結果が確認された。

2) 法人株

法人株はトービン*q*に対して正の有意、成長率(*G*)に対して正の有意との結果が確認された。

3) 流通株

流通株はトービン*q*₁に対して負の有意、成長率(*G*)に対して正の有意との結果が確認された。

4) 外国人株(B)

外国人株(B)はトービン*q*₁、成長率(*G*)に対してすべて非有意であるとの結果が確認された。

—確認推計式と推計結果—

確認推計式—1. トービン*q*₁ = $a_0 + a_1 ROA + a_2 LEVER + e$

確認推計式—2. $G = b_0 + b_1 \text{トービン}q_1 + b_2 LEVER + e$

確認推計式—3. $G = c_0 + c_1 ROA + c_2 LEVER + e$

表1-8 推計結果

変数	トービン <i>q</i> ₂	成長率(<i>G</i>)	成長率(<i>G</i>)
	推計 I	推計 II	推計 III
定数項	2.788 (11.328)***	0.257 (7.758)***	0.016 (0.538)***
<i>ROA</i>	-6.445 (-3.919)***		1.467 (7.057)***
トービン <i>q</i> ₂		-0.043 (-4.276)***	
負債率(<i>LEVER</i>)	-0.331 (-0.830)	-0.045 (-1.088)	0.125 (2.480)***
\bar{R}^2	0.098	0.112	0.242
n	168	168	168

注：1) ()内は*t*値である。

2) **、*、*はそれぞれ 1%、5%、10%の水準で有意であることを示す。

- (1) 推計式—1にしたがって、トービンの q を被説明変数にした推計結果である。推計計の結果トービン q_1 と ROA 説明変数の符号条件は見出されていない。本来資本効率が低下すると株価が下がり、 q の低下をもたらすことは直感的である。しかし、この式の回帰結果においてはマイナス有意に現れている。合理的整合性が見られない。
- (2) 推計式—2に従って、固定資産成長率を非説明変数としての推計結果である。前述のようにトービン q の理論によると、トービン q が 1 より大きくなると、企業は資本ストックを使って財を再生産するほうが大きな価値を生み出すので、資本ストックを増やして財を増産したほうが有利となることを意味している。したがって、本来なら符号条件はプラスになるはずだが、理論的符号条件に反してマイナスに有意で現れている、合理的整合性が見られない。
- (3) 推計式—3にしたがって、回帰の結果である。固定資産成長率と ROA は正の相関関係である。合理的整合性が見られる。

以上推計式①と推計式②にしたがって、推計結果が示しているように 1) 国家株がトービン q に対し非有意、成長率 (G) に対し負の有意。2) 法人株がトービン q に対して正の有意、成長率 (G) に対して正の有意。3) 流通株がトービン q に対して負の有意、成長率 (G) に対して非有意。4) 外国人株 (B) がトービン q に対して非有意、成長率 (G) に対して非有意それぞれ結果が確認されたが、確認推計式—2と確認式—3の推計結果は符号条件の合理的整合性が得られない。そのため、以下は非流通株を控除したトービン q_2 を使用して、ケース II で推計を行う。

2. ケース II の推計結果 (トービン q_2)

ケース II では、今回のサンプル 168 社の非流通株 (国家株と法人株の合わせ) 統計平均値は 59.36%を占めている。そのため、現在の中国の株式所有の 2 元構造の特殊性を考慮して、以下では非流通株を控除した場合のトービン q_2 を使用して、ケース I と同様に推計式に従って、それぞれ推計を行う。

— 推計式 —

$$\textcircled{1} \text{ トービン } q_2 = a_0 + a_1 \text{ FRG} + a_2 \text{ PTG} + a_3 \text{ GYG} + a_4 \text{ WZG} + a_5 \text{ LEVER} + a_6 \text{ TA} + e$$

$$\textcircled{2} \text{ 成長率 } (G) = b_0 + b_1 \text{ FRG} + b_2 \text{ PTG} + b_3 \text{ GYG} + b_4 \text{ WZG} + a_{b5} \text{ LEVER} + b_6 \text{ TA} + e$$

表 1-9 推計結果 トービン q_2

変数	トービン q_2	トービン q_2	成長率 (G)	成長率 (G)
	推計 I	推計 II	推計 I	推計 II
定数項	-13.591 (-2.260)***	-12.812 (-2.074)***	-0.631 (-2.638)***	-0.838 (-3.427)***
国有株所有比率 (GYG)	2.810 (2.740)***		-0.084 (-2.073)***	
法人株所有比率 (FRG)		-3.895 (-3.653)***		0.098 (2.341)***
流通株所有比率 (PTG)		2.102 (0.947)		0.174 (1.784)*
外国人株所有比率 (WZG)		0.261 (0.301)		0.0003 (0.009)
負債率 (LEVER)	-0.566 (-0.487)	-0.834 (-0.723)	-0.058 (-1.260)	-0.051 (-1.124)
総資産 (TA)	0.678 (2.419)***	0.708 (2.545)***	0.038 (3.422)***	0.042 (3.866)***
\bar{R}^2	0.083	0.126	0.095	0.144
n	168	168	168	168

注：1) ()内は t 値である。

2) ***, **, *はそれぞれ 1%、5%、10%の水準で有意であることを示す。

—推計結果—

1) 国家株

国家株は株主価値であるトービン q に対して正の有意、成長率 (G) に対し負の有意の関係が見出され、仮説 H_1 が支持された。この結果は、国家大株主が所有者であると同時に株式会社の経営を直接支配するという支配構造の中国の株式会社において外部株主 (法人株) の存在によって、国家経営者の決定する設備水準は株主にとって過剰設備が生じる。この場合では国家株の増加は所有と経営との分離度を弱め、過剰投資を抑制し、設備投資は社会的最適の水準に近づく効果を持つことを示唆する。したがって、現在中国政府が株式の分散化によって、多元的株主主体によるコーポレート・ガバナンスの構築の過程において、国家株の放出する際、株式の所有権が他の株主主体に移ると同時に、企業の経営権も譲り渡さなければならないのである。

2) 法人株

法人株がトービン q に対して負の有意、成長率 (G) に対して正の有意が確認され、仮説 H_2 が支持された。この結果は、国家大株主が所有者であると同時に株式会社の経営を直接支配するという支配構造の中国の株式会社において、外部株主である法人株の

増加（＝内部国家経営者株の減少）によって、投資が過剰に促進されることから過剰投資を生じ、株主にとって最適な投資水準からはずれ、株主の価値が損なうので、株価の低下をもたらす結果を示唆する。

したがって、外部株主である法人株主が所有権を持つと同時に経営権も持てれば、経営陣の内部化され、過剰設備が是正され、企業価値が高まるのであろう。

3) 流通株

仮説 *H3* の通り流通株比率はトビーン q_1 と成長率（*G*）に対して非有意が確認され、仮説が支持された。流通株がほとんど分散した個人投資家が占めている中国株式市場においてフリライターの典型的な問題が起こっていることを示唆する。

4) 外国人 B 株

外国人 B 株は仮説 *H4* の通り外国人持ち株比率がトビーン q_1 と成長率（*G*）に対して非有意が確認され、仮説が成立された。

—確認の推計式—

確認推計式—1. $\text{トビーン } q_2 = a_0 + a_1 \text{ ROA} + a_2 \text{ LEVER} + e$

確認推計式—2. $G = b_0 + b_1 \text{ トビーン } q_2 + b_2 \text{ LEVER} + e$

確認推計式—3. $G = c_0 + c_1 \text{ ROA} + c_2 \text{ LEVER} + e$

表 1-10 推計結果

変数	トビーン q_2	成長率 (G)	成長率 (G)
	推計 I	推計 II	推計 I
定数項	0.513 (0.580)	0.153 (5.791) ***	0.016 (0.538)
ROA	11.343 (1.922) ***		1.467 (7.057) ***
トビーン q_2		0.006 (2.139) ***	
負債率 (LEVER)	1.083 (0.755)	-0.070 (-1.490)	0.125 (2.480) ***
\bar{R}^2	0.022	0.040	0.242
<i>n</i>	168	168	168

注：1) ()内は *t* 値である。

2) ***, **, * はそれぞれ 1%、5%、10% の水準で有意であることを示す。

—確認推計結果—

- (1) 確認推計式—1にしたがって、*ROA* を説明変数とトービン *q* を被説明変数に推計結果は正の有意である。トービン *q* は *ROA* を反映して合理的に形成されているのが確認された。
- (2) 確認推計式—2にしたがって、成長率 (*G*) を非説明変数としての推計結果は正の有意である。成長率 (*G*) はトービン *q* に依存して決定されているのが確認された。
- (3) 推計式—3にしたがって、回帰の結果である。固定資産成長率と *ROA* は正の関係である。合理的整合性が確認された。

6. 推計結果のまとめ

以上の実証分析では、ケース I の場合において確認推計式にしたがって推計した結果は合理的整合性が得られなかった。そのため、現段階の中国の株式市場の大部分の政府の規制により非流通株が市場売買できないとの要因を考慮し、ケース II において、非流通株を控除したトービン q_2 を用いて推計を行った。その結果、確認式において合理的整合性が得られたため、ケース II は、現段階の中国のじょう上場会社のガバナンス構造をもっとも適切な実証分析結果であると判断する。以上の実証分析結果では、国家が大株主兼経営者として支配している現段階の中国上場企業において、国家が経営者として私的利益の最大化を追求したため、外部の法人株の増加が投資を過剰に促進する。このため、株主にとっての最適投資水準から外れ、株価の最大化が実現ができなくなり、結果として株主価値の低下をもたらすというガバナンス構造になっていることが明らかにされたのである。

実証分析では、1) ほとんど個人投資家の保有により分散された流通株と保有比率の断然少ない外国人株が非説明変数に対し、すべて有意が得られなかった。そのことが現段階の中国上場企業においても少数株主のフリーライダー問題により、有効なガバナンス効果を発揮できないことを示唆している。一方比率の多い国家株と法人株はそれぞれのガバナンス効果を発揮し、トービン *q* で測った株主価値と成長率 (*G*) に影響を与えている。2) 法人株が成長率 (*G*) に対してプラス、トービン *q* にマイナスの影響を与えていることは、国家が大株主であると同時に経営者でもあるとの支配構造の下では、外部株主である法人株主の増加が設備水準を過剰に促進させ、過剰投資の発生をもたらしていることを示唆する。この設備水準は株主にとっての最適投資水準からはずれるので、株主の価値が低下する結果をもたらす。3) 国家株が成長率 (*G*) に対してマイナス、トービン *q* にプラスの影響を与えていることは、株主兼経営者である国家経営者の所有株式比率の増加による過剰設備の是正効果があることを示している。つまり、株主

のガバナンス効果が十分でない現段階の中国の上場企業において、国家株の増加は所有と経営の分離度を弱め、設備水準を社会的最適な水準に近づけるような働きをもっているといえる。

中国企業だけでなく、日本企業や東アジア企業も株主利益が重視されていないガバナンス構造になっている。つまり、株主利益が必ずしも最優先されていない点は中国企業と日本企業やアジア企業と似ていると言える。しかし、日本の企業では株主の厚生を犠牲にしたもとの、従業員の厚生が重視されているガバナンス問題とされている。ピラミット式支配と所有構造を持つ東アジアの企業においても、経営陣は支配株主に完全にコントロールされている点が中国企業と似ているといえる。しかし、東アジア企業では経営陣は支配株主の親族などであるが、中国企業では経営陣は国家である。

以上の分析結果は今後の中国の国有企業改革において重要な意味を持つ。株主重視への規律付けが効かない現段階の中国のコーポレート・ガバナンスの下では、経営権の移転を伴わない所有権のみを分散させることは、株主視点からみると過剰設備を促進し、株主価値の低下をもたらす結果となる。このような理由から、国家株の放出する際、所有権が他の株主主体に移転するので、所有権の移転と同時に経営権も譲り渡さなければならない。国有企業を株式市場に上場させることを通じて、コーポレート・ガバナンス制度の構築を求めるならば、まず、現在の国家大株主による企業の一極支配から、所有権と同様に経営権の移転されることが必要である。

参考文献

日本語

愛知学泉大学経営研究所・中国国家経済体制改革委員会・経済体制管理研究会『中国の企業改革』
税務経理協会 1995年

愛知学泉大学経営研究所・中国国家経済体制改革委員会・経済体制管理研究会 『中国の企業経営』
税務経理協会 1995年

青木昌彦 『日本経済の制度分析—情報・インセンティブ・交渉ゲーム』 筑摩書房 1988年。

青木昌彦、伊丹敬之 『企業の経済学』 岩波書店 1993年

青木昌彦・奥野正寛 『経済システムの比較制度分析』 東京大学出版社 1996年

青木昌彦 ほか『東アジアの経済発展と政府の役割—比較制度分析アプローチ』 日本経済新聞社 1997年

石原亨一「中国は国有企業をどのように改革するのか」『アジア研ワールド・トレンド』アジア経済研究所 1995年

伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重 『日本の企業システム』有斐閣 1993年

今泉慎也・安部誠 『東アジア企業統治と企業法制改革』アジア経済研究所 2005年

今井健一「中国国有企業の所有制度の再編—大企業民営化へ途」『社会科学研究研究』〈東京大学社会科学研究所紀要〉第54巻第3号 2003年

- 上原一慶「中国の国有企業改革—現状と展望」佐々木信彰『現代中国経済の分析』世界思想社 1997年
- 王京濱『中国国有企業の金融構造』御茶ノ水書房 2005年
- 王東明「中国における株式会社制度の導入」『証券経済研究』財団法人日本証券経済研究所 5月 1996年
- 王東明「企業調査からみた中国のコーポレート・ガバナンス（上）」『証券研究所』財団法人日本証券経済研究所 第35号 1月 2002年
- 王東明「企業調査からみた中国のコーポレート・ガバナンス（下）」『証券研究所』財団法人日本証券経済研究所 第35号 5月 2002年
- 汪志平「中国における株式会社の所有構造と支配構造」『証券経済研究』財団法人日本証券経済研究所 1996年
- 汪志平「中国の証券市場と企業統治—支配株主の関連取引による利益操作を中心に—」『証券経済学会年報』証券経済学会事務局 第42号 2007年
- 小佐野広『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社 2001年
- 川井伸一『中国企業改革の研究—国家・企業・従業員の関係』中央経済社 1996年
- 川井伸一『中国の上場企業—内部者支配のガバナンス』創土社 2003年
- 虞 建新『中国国有企業の株式会社化』信山社 2001
- 翟林瑜「中国資本市場整備の現段階と課題」『日中経協ジャーナル』日中経協協会 4月 1999年
- 翟林瑜「中国上場企業のジレンマ：規模の拡大と収益の低下」『証券経済研究』日本証券経済研究所 2005年
- 許海珠『中国国有企業改革の戦力的転換』幌洋書房 1999年
- 国谷知史「国有企業と株式制度」『中国研究月報』中国研究所 1994年
- 呉敬連『現代中国経済改革』（青木雅彦監訳日野正子訳）NTT出版 2007年
- 小宮隆太郎『現代中国経済 - 日中の比較研究 - 』東京大学出版会 1989年
- 小宮隆太郎「日本企業の構造的・行動的特徴」伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重(編)『日本の企業システム—第I巻 企業とは何か』有斐閣 1993年
- 佐々木隆文、米澤康博「コーポレート・ガバナンスと株主価値」『証券アナリストジャーナル』東京証券アナリスト協会 9月号 2000年
- 座間 紘一「中国の国有企業改革と経済構造の転換」『日中経協ジャーナル』日中経済協会 NO55 1998年
- 座間 紘一『中国国有企業の改革と再編』学文社 2006年
- 徐涛「中国大中型国有企業における株式会社制度導入の現段階—不完備契約理論による考察」第42回アジア政経学会西日本部会大会報告レジメ
- 首藤恵、松浦克己、米澤康博『日本の企業金融』東洋経済新聞社 1996年
- 総合研究開発機構編『中国经济改革の新展開—日中経済学術シンポジウム報告』NTT出版 1995年
- 曹 岐「市場経済機能する企業制度の確立—中国企業の株式改革を論ずる」『第9回日中企業管理シンポジウム報告論文』中国企業管理協会、日中人文社会科学交流協会 1993年

丹沢 安治 『中国における企業組織のダイナミクス』中央大学出版社 2007年
 田中信行「中国における株式制度の実験過程」『中国研究月報』中国研究所 5月号1994年。
 竹内実編訳『中華人民共和国憲法集』蒼蒼社 1999年
 中央監査法人編 『中国会計監査基準—国際化時代の中国新制度の解説』 中央経済社 2000年
 手嶋宣之『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス』白桃書房 2004年
 唐燕霞 『中国の企業統治システム』お茶の水書房 2004年
 中兼和津久『中国経済発展論』 有斐閣 1999年
 中兼和津次編『現代中国の構造変動2 経済—構造変動と市場化』東京大学出版社 2000年
 仲田正機 『比較コーポレート・ガバナンス研究—日本・英国・中国の分析』中央経済 2005年
 花崎正晴・寺西重郎『コーポレート・ガバナンスの経済分析』財団法人東京大学出版社 2003年
 広田真一「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」 橘木俊詔、筒井義郎編『日本の資本市場』日本評論社 1996年
 丸山知雄 『中国企業の所有と経営』アジア経済研究所 2002年
 万成博・丘海雄『現代中国国有企業』 白桃書房 1997年
 三菱総合研究所『中国情報ハンドブック』蒼蒼社 1997年
 養谷千風彦 『計量経済学』 東洋経済新聞社 1997年
 藪下史郎、大阿久博、蟻川靖浩『トービン金融論』東洋経済新報社 2003年
 米沢康博・小西大・芹田敏夫著『新しい企業金融』有斐閣アルマ 2004年
 米澤康博・佐々木隆文、「コーポレート・ガバナンスと過剰投資問題」『フィナンシャル・レビュー』 財務省総合政策研究所 2001年
 李維安著 『中国のコーポレート・ガバナンス』税務経理協会 1998年
 李捷生「中国国営大企業における「混合型」経営の展開—首都鉄鋼公司の事例を中心に」『季刊中国研究』中国研究所第22号 1991年
 林毅夫、蔡凡、李周 『中国の国有企業改革』日本評論社 1999年
 林毅夫他『中国経済発展』渡辺俊夫監訳 日本評論社 1997年

中国語

薛爽・楊静『上市公司 IPO 募集資金と投向、使用効率及其对股權再融資成本的影响』上海財經大學會計學院 Working Paper 2006
 陳湘永・張劍文・張偉文「我国上場公司内部人控制研究」『管理世界』管理世界雜誌社 第4期 經濟出版社 2000年
 陳小悦・肖 星・过晓艳 「配股与上市利润操纵」『經濟研究』經濟雜誌社 第2期 2000年
 陳小悦・徐晓東「股權結構、企業績效与投資者利益保護」『經濟研究』經濟雜誌社 第11期 2001年
 陳晓・江東「股權利多元化、公司業績与業界競争性」『經濟研究』經濟雜誌社 第8期 2000年
 鄧力群・馬洪・武衝主編 『当代中国的經濟管理』中国社会科学出版社 1985年

- 國家經濟體制改革委員會 『中國經濟體制改革年鑑』 改革出版社 各年版
- 谷書堂·李維安·高明華「中國上市公司内部治理實証分析」『管理世界』第4期經濟出版社 1999年
- 國家經濟體制改革委員會編『中國經濟體制改革年鑑』 改革出版社 1998年
- 河浚「上市公司治理結構的實証分析」『經濟研究』 經濟雜誌社 1998年
- 黑愛堂 『經濟工作學習資料』 中國經濟出版社 1995年
- 黃速建 「關与企業產權制度改革的若干問題」 『中國工業經濟研究』 中國經濟出版社 1995年
- 黃運成 「股分公司產權結構与法人治理結構」 『財貿經濟』 中國社會科學院 1996年
- 黃小安·張岡「中國上市公司股權融資偏好分析」『經濟研究』經濟雜誌社 第11期 2001年
- 劉國光 「國有銀行与國有企業的協調改革問題」『經濟研究』經濟雜誌社 1995年
- 劉國光·周桂英編 『中國改革全書·工業企業體制改革卷』 大連出版社 1991年
- 劉慧勇·趙克義·李主編『債轉股理論与政策運作』 中國物價出版社 2000年
- 柳隨年·吳群敢 『中國社會主義經濟略史』 北京週報出版社 1987年
- 劉駭民·伍超明「虛偽經濟与實體經濟關係模型」『經濟研究』經濟雜誌 4月 2004年
- 劉少波·戴文慧「我國上市公司募集資金投向變更研究」『經濟研究』經濟雜誌社第5期 2004年
- 呂宏亮 「上市公司利潤操縱手法剖析」 徐衛國 他編 『中國資本市場新紀元』 北京經濟出版社 2000年
- 梁能主編『公司治理結構：中國的經驗与美國的經驗』 中國人民出版社 2000年
- 睨吉祥 「論當前國有資產管理的十大關係」 『改革』 改革出版社 1995年
- 陸正飛·叶康濤「中國上市公司股權融資偏好分析」『經濟研究』 經濟雜誌社 第4期 2004年
- 藩岳主編『中國國有經濟總論』 經濟科學出版社 1997年
- 青木昌彥·錢穎一『轉軌經濟中的公司治理結構』 中國經濟出版社。1995年
- 史中良·吳家駿·中國工業經濟研究与開發促進會組織編寫『國有企業戰略性改組研究』 經濟管理出版社 1998年
- 馬家駒『中國經濟改革的歷史考察』 浙江人民出版社 1994年
- 孫永祥·黃祖輝 「上市公司的股權結構与績效」『經濟研究』經濟雜誌社 第12期 1999年
- 丁蘭·劉麗平「關与制定《國有企業財產監督管理條例》的幾個問題」『中國工業經濟研究』 中國經濟出版社 第3期 1994年
- 施東輝·孫培源「中國上市公司治理水平評析」『上市公司』第4期 2003年
- 夏冬林 「我國上市公司股東大會功能分析」『會計研究』 財政會計出版社 第3期 2000年
- 郁光華「比較公司管理制度研究的政策意義」『經濟研究』經濟雜誌社 3月号 1996年
- 于東智「股權結構、治理效率与公司績效」『中國工業經濟』 中國工業經濟雜誌社 第5期 2001年
- 王保喜「國有資產是這樣流失的」『國有工業經濟研究』 中國經濟出版社 1994年
- 王開國『現代企業產權改革与管理實務』 新華出版社 1995年
- 王 光「國有企業改革視點全面展開九五重點在難點取得突破」『瞭望』新聞週刊第44期 1995年

叶康涛「關連交易、會計信息有用性与内部代理成本」北京大學會計系 Working Paper 2005 年

吳家俊「現代企業制度与企業法人財產權論」『經濟研究』經濟雜誌社 2 月号 1996 年

吳家俊『日本的股分公司与中国的企業改革』經濟管理出版社 1994 年

吳敬連「建立現代企業制度应当解決的幾個問題」『中国工業經濟研究』中國經濟出版社 1994 年

吳敬連・汪海波 編『經濟理論与經濟政策』北京經濟管理出版社 1986 年

吳淑琨「股權結構与公司績效的 U 型關係研究 1997—2000 年上市公司的實証研究」『中国工業經濟』中國社會科學院工業經濟研究所 第 1 期 2002

許小年「以法人機構为主体建立公司治理機制和資本市場」『改革』改革出版社 第 5 期 1997 年

叶康涛「關連交易、會計信息有用性与内部代理成本」北京大學會計系 Working paper 2005 年

張承耀「内部人控制問題与中国企業改革」『改革』改革出版社 1995 年

鄭海航『国有企業虧損研究』經濟管理出版社 1998 年

中國社會科學院工業經濟研究所『中国工業發展報告』經濟管理出版社 1999 年

中國企業家調查系統「宏觀改革と企業發展：企業家的反应与希望」『管理世界』中國經濟出版社 1 期 1995 年

中國企業調查系統企業問卷調查報告「对中国股分制企業發展的調查与分析」『管理社会』中國經濟出版社 1994 年

周业安「金融抑制对中国企业融資能力影响的實証研究」『經濟研究』第 2 期 經濟雜誌社 1999 年

朱剛・睨吉祥「国有企業產權問題研究」『經濟研究』經濟雜誌社 1994 年

周小川・陸百浦「中国金融体系的不良財產問題」『大思路』中國發展出版社 1999 年

周业安「金融抑制对中国企业融資能力影响的實証研究」『經濟研究』經濟雜誌社第 2 期 1999 年

年鑑統計

『中国經濟体制改革年鑑』國家經濟体制改革委員會・改革出版社 各年版

『中国統計年鑑』中國統計出版社 各年版

『中国統計摘要』中國統計出版社 各年版

『中国年鑑』中國統計出版社 各年版

英語

Aoki M.H Patrick and P. S heard “The Japanese Main System: An Introductory Overview” Aoki. M and H. Patrick, eds. *The Japanese Main Bank System, Oxford University Press* 1994

Cho Myeong-Hyeon “Ownership structure, investment, and the corporate vale: an empirical analysis” *Journal of Financial Economics* 47, 1998

China and Mongolia Department, East Asian and Pacific Region Report “Reform of State-owned Enterprises”, *The World Bank China* Jun, 1996

David L Kang and Age B Sorensen “Ownership Organization and Firm performance” *Annual Review*,

Sociology 24, 1999

Hanazaki Masaharu “The Asian Crisis and Corporate Governance –Ownership Structure, Debt Financing, and Corporate Diversification-” *Discussion paper series No.62,The Institute of Economic Research Chuo University* 2004

La. Porta, R.,F.Lopez-de-Silanes and A.Shleifer , “Corporate Ownership Around the World the World” *The Journal of Finance*,Vol.IIV,No.2April,1999

Jensen Michael C. and Willian Meckling “Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and capital structure” *Journal of Financial Economics* 3, 1976

Lang L.H.P. and R.M. Stulz “Tobin’s corporate Diversification and Firm Performance” *Journal of Political Economy* 102 1994

Mork, Randall, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny “Management ownership and market valuation: An empirical analysis” *Journal of financial Economics* 20, 1988

Mc Connell, John J. and Henri Servas “Additional evidence on equity ownership and corporate value” *journal of financial Econimics* 39, 1990

Mc Connell, John J. and Henri Servas “Equity ownership and the two faces of debt” *journal of Financial Economics* 13, 1995

Milgrom P. and J. Roberts “Economics, Organization and Management” Prentice Hall, 1992(奥野正寛、伊藤秀史、今井晴雄、西村里、八木浦訳 『組織の経済学』 NTT 出版 1997 年)

Perfect S.B. and K. W. Wiles ‘Alternative Construction of Tobin’s q: An empirical Comparison’ *Journal of Empirical Finance*1 1994

Sasaki Takefumi and Yasuhiro Yonezawa “The difference between Japan Government problem and agency problem: A study for Japanese manufacturing firm “ *Mimeo* 2001

Shleifer A. and R. W. Vishny “A Survey of Corporate Governance” *Journal of finance*52 1997

Sun Q. and W.Tong “ China Share Issue Privatization : the Extent of its Success”, *Journal of Financial Economics* 70, 2003

Xu and Y.Wang “ Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies ” ,*China Economic Review* 10, 1999

参考 URL

<http://www.jrj.com.cn/> 「金融界」

<http://www.sse.com.cn/> 「上海証券交易所」

<http://www.csrc.com.cn> 「中国証券監督管理委員会」

<http://www.finance.stockstar.com> 「証券之星」