



上場会社のコーポレートガバナンス

—上場会社の質の改善に向けた最近の動き—

神宮 健*

要約

1. 上場会社の質が高くなければ資本市場の質は高くない。中国の資本市場を見ると、上場会社の資金占用や粉飾決算の不祥事がたびたび生じ、中国資本市場が投資家から不透明でリスクの大きい市場と見られる一因となってきた。
2. 中国の上場会社の機関設計は、株主総会の下に董事会と監事会が存在しており、形式上は日本に似ている。また、董事会が監査委員会を設立できるため、監事会と監査委員会の両者が存在し得るという特徴がある。このように機関設計は出来ているものの、実際には投資家の信頼を損なう問題が生じている。
3. 上場会社における企業統治の機能不全は、国有企業の上場プロセスに起因するところが大きい。中国の上場会社の多くは、国有企業の再編により設立され、政府や親会社である国有企業が大株主となっている。株主総会や董事会は大株主によって支配され、経営のチェック機能が十分に働かず、少数株主の利益が侵害されてきた。一方、これまでは会社外部からの企業経営に対する圧力が弱かったことも指摘できる。
4. こうした状況を受けて、証券監督管理委員会を始めとする当局は、上場会社の質の向上に動き始めた。特に、2006年は行政的指導により、大株主による上場子会社の資金占用の解決を図り、同時に国有企業の全体上場を促した。並行して、06年には新会社法・証券法が施行され、07年1月には新会計・監査基準も導入されるなど、企業統治の向上につながる法律・規定面の整備も進んでいる。加えて、非流通株改革がほぼ終了したことを受けて、今後はM&Aやストックオプションの利用が本格化し、上場会社経営のインセンティブが高まることも期待される。
5. 上場会社の質の向上を目指す動きが、最近になり急速に出てきた点は注目に値する。無論、どれも緒についたばかりであり、今後の展開が重要なことは言うまでも無い。

I. はじめに

上場会社の質が高くなければ資本市場の質も高くない。中国の資本市場では、歴史的な経緯などから多くの上場会社の質が高いとは言えず、政府高官ですら、利益やその他の指標の観点

* 神宮 健 (株野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表)

から国内上場会社の 70%は国際標準に達していないと発言¹している。実際、これまでも親会社による上場子会社の資金占用や粉飾決算の問題などがたびたび生じ、中国の資本市場は投資家から不透明でリスクの大きい市場とみなされてきた。こうした状況を受けて、証券監督管理委員会（証監会）を始めとする当局は、国务院の「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」（2004年1月、いわゆる「9条意見」）発表以降、上場会社の質の向上に向けて動いてきた。具体的には、新会社法（以下、会社法）の施行（06年1月）、非流通株改革後に活発化が期待されるM&Aの法令面の整備、新会計基準の導入（07年1月）などである。また、当局は行政的な指導によって、大株主による会社資金の流用など、これまで積み残されてきた問題の解決も図っている。

II、上場会社の統治構造

上場会社の経営がうまくいっているか、つまり、資源を効率的に使用して利益が出ているかどうかは、ミクロの投資家の観点からばかりでなく、中国経済全体の資源配分の観点からも重要である。但し、中国の上場会社の状況を見ると、親会社が上場子会社の資金を流用したり、また、経営状況を判断する際に重要な会計情報が操作されていたりといった例が、これまでもたびたび見られてきた。

こうした問題が生じる背景を考える上で、まず上場会社の企業統治（コーポレートガバナンス）能力と深く関係する機関設計を見ることにする。基本的には、以下に説明するように中国の上場会社の機関設計は、株主総会の下に董事会と監事会が存在する形である。

法律・規定の面で、上場会社には株式会社（以下、株式会社）の規定が適用されているが、会社法では有限責任会社の条文が株式会社にもそのまま適用されている場合もあることから、以下では、便宜上、有限責任会社と株式会社²の両方について述べた。また、上場会社については「上場会社定款手引」（2006年改訂）も発表されており、より詳しい規定が定められている。

1. 株主会・株主総会

まず、株主会・株主総会である。有限責任会社の株主会は、株主全体から構成され、株主会は会社の権力機構であるとされている（会社法第37条³）。有限責任会社の株主会の権限は、会社の経営方針と投資計画を決定すること、職工代表（従業員代表）を務めていない董事（取締役）と監事（監査役）を選出及び更迭し、董事と監事の報酬に関する事項の決定すること、董事会の報告を審議し承認すること、監事会または監事の報告を審議し承認すること、など（図表1参照）である（38条）。

株式会社の株主総会の構成、権限も同様である（99、100条）。加えて、株式会社の場合、株主総会で董事、監事を選出する場合、会社定款の規定、或いは株主総会の決議に照らし、累積投票制を実施できる⁴（106条）。

¹ 成思危全人代常務委員会副委員長の発言、Financial Times 07年1月31日。

² なお、有限責任会社と株式会社の相違は、最低登録資本金額が有限責任会社が3万元、株式会社が500万元であること、有限責任会社は一人有限責任会社も可能であるが、株式会社の発起人が2人以上200人以下が必要であること、等である。

³ なお、条文の翻訳については、森・濱田松本法律事務所訳2005年11月14日版を参考にした。

⁴ 選挙の際、少数株主に配慮した制度。各株主に1株に対して選出される役員数と同数の議決権を与える。各株

図表 1 株主総会の権限

株主総会は会社の権力機構であり、以下の職権を行使する

- 1) 会社の経営方針と投資計画を決定する
- 2) 職工代表を務めていない董事と監事を選出及び更迭し、董事と監事の報酬に関する事項を決定する
- 3) 董事会の報告を審議し承認する
- 4) 監事会の報告を審議し承認する
- 5) 会社の年度財務予算案と決算案を審議し承認する
- 6) 会社の利益配当案または欠損補填案を審議し承認する
- 7) 会社の登録資本金の増加または減少について決議を行う
- 8) 社債発行について決議を行う
- 9) 会社の合併、分割、解散、清算、または会社形態の変更について決議を行う
- 10) 会社定款を修正する
- 11)* 会計事務所の任命・解任を決議する
- 12)* (上場会社定款手引)第41条で規定される担保の事項を審議し承認する
- 13)* 一年以内の、直近年度の監査済み会社総資産の30%を超える重大資産の購買・売却事項を審議し承認する
- 14)* 募集資金の用途変更事項を審議し承認する
- 15)* ストック・オプション・プランを審議し承認する
- 16)* 法律・行政法規・部門規則・会社定款が株主総会の決定を経ると規定するその他の事項を審議し承認する

(注) 会社法をベースに作成。*は、上場会社定款手引の規定

(出所) 「会社法」及び「上場会社定款手引」(2006年改訂)より野村資本市場研究所作成。会社法訳文については、森・濱田松本法律事務所翻訳 2005年11月14日版を参考にした(図表2~4も同様)

2. 董事会

有限責任会社は董事会(日本の取締役会に相当)を設置することになっている。構成員は3人から13人である。ここで、二社以上の国有企業、或いは、二つ以上のその他国有投資主体が投資して設立した有限責任会社は、構成員に職工代表を含めなければならない。その他の有限会社は、職工代表を含めても良い(45条)。董事会は株主会に対して責任を負い(47条)、株主会が開かれていない期間に所有者権利を行使する⁵。具体的な権限には、会社の経営計画と投資案を決定する、会社の内部管理機構の設置を決定する、総経理の招聘または解任及びその報酬事項を決定する、などがある(47条、図表2参照)。

株式会社も董事会を設置し、構成員は5人から19人であり、権限は有限責任会社の場合と同様である(109条)。董事会は、株主総会に対して責任を負う(上場会社定款手引第105条)。また、株式会社の董事会は毎年少なくとも2回は開催されねばならない(会社法111条)。

3. 総経理

有限責任会社は総経理を置くことができ、上述したように、董事会が任命または解任を決定する。総経理は董事会に対して責任を負う。権限は、会社の生産経営管理を主管し、董事会決議を実施することなどである(会社法50条、図表3参照)。董事会が経営の政策決定者であるのに

主は1人に集中して投票することも分散して投票することもできる。

⁵ 封文麗「上司公司治理実践与体系構建」经济管理出版社2005年。

図表 2 董事会の権限

董事会は株主総会に対して責任を負い、以下の職権を行使する

- 1) 株主総会を招集し、株主総会に対して報告する
- 2) 株主総会の決議を執行する
- 3) 会社の経営計画と投資案を決定する
- 4) 会社の年度財務予算案及び決算案を作成する
- 5) 会社の利益配当案と欠損補填案を作成する
- 6) 会社の登録資本金の増加または減少案及び社債発行案を作成する
- 7)* 会社の重大な買収、自社株式の買い入れ、また、会社の合併、分割、解散または会社形態の変更案を立案する
- 8)* 株主総会が授権する範囲内で、会社の対外投資、資産購入売却、資産抵当、対外担保事項、委託理財、関連取引の事項を決定する
- 9) 会社の内部管理機構の設置を決定する
- 10)* 総経理と取締役会秘書の招聘または解任を決定し、かつ総経理の指名に基づき会社の副総経理、財務責任者などの高級管理職の招聘または解任を決定し、その報酬事項と賞罰事項を決定する
- 11) 会社の基本的管理制度を定める
- 12)* 会社定款の修正案を定める
- 13)* 会社の情報開示事項を管理する
- 14)* 株主総会に対し、会社の審査のための会計士事務所の招聘または入れ替えを提案する
- 15)* 総経理の業務報告を聴取し、総経理の業務を検査する
- 16)* 法律 行政法規 部門規則 会社定款により与えられたその他の職権

(注) 会社法をベースに作成。*は、上場会社定款手引の規定

(出所) 「会社法」及び「上場会社定款手引」(2006年改訂)より野村資本市場研究所作成。

図表 3 総経理の権限

総経理は董事会に対して責任を負い、以下の職権を行使する

- 1)* 会社の生産経営管理を主管し、董事会決議を実施し、董事会に業務報告する
 - 2) 会社の年度経営計画と投資案を実施する
 - 3) 会社の内部管理機構の設置案を立案する
 - 4) 会社の基本的管理制度を立案する
 - 5) 会社の具体的規則を定める
 - 6) 董事会に会社の副総経理、財務責任者の任命または解任を提案する
 - 7) 董事会が任命または解任を決定すべき者以外の管理責任者の任命または解任を決定する
 - 8) 董事会により与えられたその他の職権
- また、総経理は董事会会議に出席する。

(注) 会社法をベースに作成。*は、上場会社定款手引の規定

(出所) 「会社法」及び「上場会社定款手引」(2006年改訂)より野村資本市場研究所作成。

対して、総経理は経営の執行者である⁶。株式会社も総経理を置き、同様の権限を持つ(114条)。また、株式会社の場合、董事会のメンバーが総経理を兼任してよい(115条)。

4. 監事会

有限責任会社は監事会(日本の監査役会に相当)を設置し、構成員は3人を下回ってはならない。監事会は株主代表と適当な比率の職工代表を含まなければならない、職工代表の比率は3分の

⁶ 封、前掲書。

1 を下回ってはならない。董事と高級管理職（総経理、副総経理、財務責任者、董事会秘書、会社定款が定めるその他の職員）は監事を兼任できない（52 条）。株式会社の監事会の構成もほぼ同様である（118 条）。

監事会の権限は、会社財務の検査、董事・高級管理職に対する監督、並びに法律等に違反する董事・高級管理職に関する罷免意見の提出、などである（54 条、図表 4 参照）。また、監事は董事会会議に出席できる（55 条）。また、監事会の職権行使に必要な費用は会社が負担することになっている（55 条）。株式会社における監事会の権限も同様である（119 条）。

5. 上場会社の特別規定

会社法では、以上に加えて上場会社について特別規定を設けている。上場会社は独立董事（外部取締役）を設ける（123 条）。また、上場会社の董事が、董事会の決議事項に関わる企業と関連関係を持っている場合、当該決議事項に対して表決権を行使できない（125 条、一部略）と規定されており、関連取引の場合、議決権行使の制限がある。

6. 委員会の設置

さらに、「上場会社統治準則（2002 年）」により、上場会社の董事会は、株主総会の決議により、経営戦略、監査、指名、報酬・評価などの専門委員会を設けることができる。専門委員会のメンバーはすべて董事から組成される。監査、指名、報酬・評価委員会においては独立董事が多数を占め、委員会の召集人を努める。監査委員会のうち少なくとも一人の独立董事は会計の専門家でなければならない（上場会社統治準則 52 条）。

7. 中国の上場会社の機関設計の特徴

以上見てきたように、中国の上場会社の機関設計は、株主総会の下に董事会と監事会が存在し

図表 4 監事会の権限

監事会は以下の職権を行使する

- 1)* 董事会が編成した会社の定期報告について審査を行い、また、書面で審査意見を提出する
- 2) 会社財務を検査する
- 3) 董事、高級管理職の会社職務執行に対する監督を行い、並びに法律、行政法規、会社定款または株主総会の決議に違反する董事、高級管理職に関する罷免意見を提出する
- 4) 董事及び高級管理職の行為が会社の利益に損害を与える場合、董事と高級管理職に是正を要求する
- 5) 臨時株主総会招集を提案する。董事会が会社法に定める株主総会の招集及び進行の職責を履行しない場合、株主総会を招集及び進行する
- 6) 株主総会に対して意見を提出する
- 7) 会社法第152条の規定（株主代表訴訟に関する規定）に基づき、董事、高級管理職に対する訴訟を提起する
- 8)* 会社の経営状況に異常を見つけた場合、調査を行うことができる。必要な場合、会計士事務所、法律事務所などの専門機関を招聘し、その作業に協力してもらうことができる。費用は会社が負担する。

なお、会社定款によりその他の職権を決定できる

(注) 会社法をベースに作成。*は、上場会社定款手引の規定

(出所) 「会社法」及び「上場会社定款手引」（2006年改訂）より野村資本市場研究所作成。

ており、形式上は日本の機関設計に似る。但し、「上場会社統治準則」は、董事会が監査（中国語で「審計」）委員会を設立できるとしている。このため、監事会と監査委員会の両方が存在し得るという特徴がある。これについては、監事会は全般的な事柄や董事・高級管理層をチェックし、監査委員会は会計情報をチェックするといったように役割分担されている例もある。また、監査委員会は監事会の下に入れるべきであるとの考えもある⁷。

Ⅲ、上場会社を巡る問題

以上のように、上場会社の企業統治のための機関設計は出来ているものの、実際には、投資家の信頼を損なう問題が生じている。具体的には、関連会社取引⁸にかかわる資金占用や会計操作などがある。

ここでは、関連会社取引・関連会社間の担保提供について見ることにする⁹。具体的には、上場子会社と親会社・兄弟会社間の関連取引を通じて上場会社の資金が占用されたり、利益操作がなされたりすることで、少数株主の利益が侵害される。

親会社が上場子会社の資金を占用してしまう手段は様々である。親会社が、上場子会社の増資などによる調達資金を勝手に使用するといった直接的な例もあるが、関連取引を通じる場合が多い。具体的には、①製品・原料の購入・販売に関係するもので、上場会社から見れば、親会社に対する売掛金や前払費用の形で、長期間にわたって資金が占用される例である。また、②上場会社に担保を提供させる例も多い。例えば、親会社が銀行融資を受ける場合、その担保を上場子会社に提供させている場合で、当事者が返済できない場合、上場会社が返済義務を負うことになる。さらに、③有償増資を実施するものの、親会社は応募せず、主に少数株主が資金を払い込んだ後、現金配当を実施することで上場会社の資金を流出させることもある。一方、利益操作は、関連会社間の製品・原料売買の際の価格操作や資産売買の際の価格操作によってなされる。

これらの問題の規模を見ると、大株主による資金占用は、2003年時点で約1,100億元に上っていた¹⁰。一方、違反担保（後述する56号令に違反するもの）は、上海・深セン両証券取引所で2003年末145社、272.84億元、04年末は、148社、238.83億元であった¹¹。

Ⅳ、問題が生じる背景

1. 大株主支配と「政企」不分離

上場会社における企業統治の機能不全は、国有企業の上場プロセスに起因するところが多い。中国の場合、上場会社の多くは、国有企業改革の中で、国有企業が株式制へ再編されて上場したものである。90年代に、上場枠が地方政府へ割当てられる中で、国有企業は企業内の優良資産

⁷ 公認会計士や証券会社へのインタビューによる。

⁸ 関連関係にある企業との取引。関連関係の定義は、会社法第217条によれば以下の通りである。会社の支配株主、実質的支配者、董事、監事、高級管理職と、その直接或いは間接に支配する企業間の関係、及び、会社の利益移転につながる可能性があるその他の関係。但し、国が持分を支配する株主である企業間では、国に支配を受けているということのみにより、関連関係があるとはしない。

⁹ 会計操作については、神宮 健・李 粹蓉「中国の企業会計・監査制度」『資本市場クォーターリー』2007年冬号参照。

¹⁰ 搜狐財經 2004年7月23日。証監会上場部の発言。

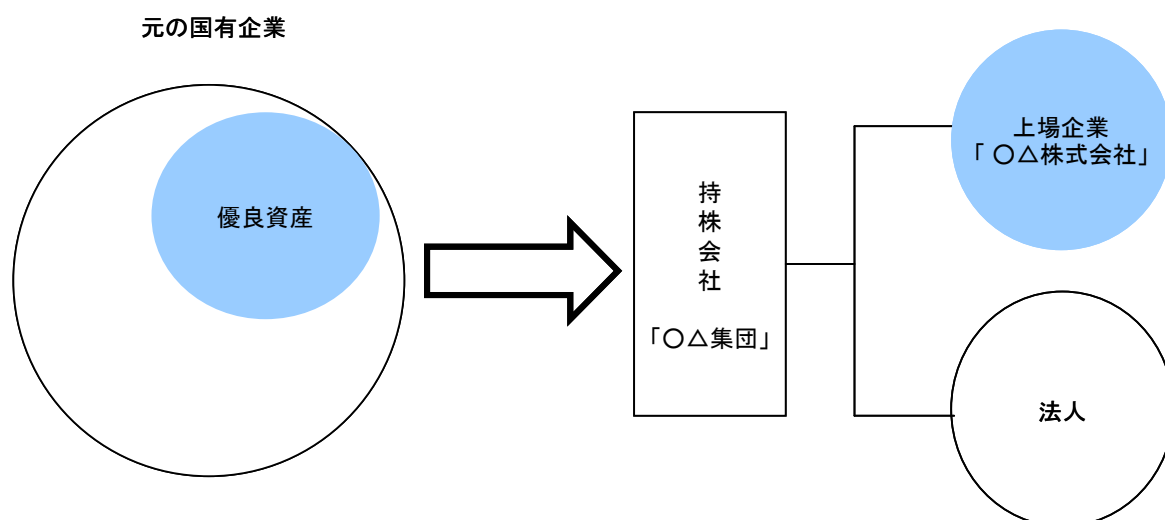
¹¹ 上海証券交易所研究中心「中国公司治理報告（2006）」復旦大学出版社、2006年。

部分のみを「包装」して優良株式会社を作ることによって上場条件を満たし、上場の割り当てを受けた（「包装」上場という）。つまり、国有企業全体が上場したのではなく一部が上場する部分上場であった。元の国有企業は、一例として、持ち株会社（集団）とその傘下の上場会社と未上場部分の法人というように形を変えた（図表5）¹²。

中国の上場会社の大半は、こうした国有企業の再編により設立され、国や親会社である国有企業（上の例では持ち株会社）が大株主となってきた。例えば、非流通株改革直前の2005年3月末時点で、上海・深セン両市場の全上場会社1,333社のうち、1,074社（全体の約8割）が国有株の存在する国有企業である。国有株が30%以上を占める国有相対支配会社は798社（約6割）あり、国有持株比率は単純平均で55%¹³となっている。ここで、国あるいは国有企業と言う場合も、実態的な所属は地方政府（国有資産監督管理委員会、以下国資委、など）、または地方政府に属する国有企業である場合が多い。株主総会や董事会は大株主に支配され、さらに董事長が総経理を兼任する場合もあり、董事会の管理層に対する監督の有効性も低下する。実際には、地方政府が董事長や総経理を任命してきた場合も多かった（「行政提拔制」）。このため、国有支配上場会社は、「政企」（政府・企業）不分離、つまり、地方政府と企業間で機能が分離できていないという問題を抱えてきた。

ここで「企業国有資産監督管理暫定条例（2003年）」を見ると、国資委は専ら出資人としての職責を履行し、政府の社会公共管理の職能は引き受けず、また、出資人の職責を除いて、企業の生産経営活動に直接関与しないことになっている。つまり、国資委は株主としての役割を果たすのみで、地域の雇用維持等の配慮とは無関係のはずである。しかし、実際は、出資者としての目標と行政の目標（例えば雇用維持など）が一致しない場合、行政目標が優先される問題が生じた。特に、昨今のマクロ経済過熱の一因ともされる地方政府間の激しい経済発展競争の中で、各地方政府にとって当該地方の上場会社が経済発展や経済社会安定上、極めて重要な役割を果たし

図表5 国有企業の株式制への再編・上場の典型例



¹² 上場会社に編入した元の国有企業の資産の割合によって、上場会社の株式を政府が保有するか（国家株）、上の例の持ち株会社が保有するか（国有法人株）が決まる。なお、国家株の場合も、持ち株会社が授権されて実質的な株主となっている。

¹³ Wind 資訊より計算。

ているという事情もある。

このため、会計操作によって上場会社の増資条件を満たし、発行価格を引き上げるといった操作がなされた。こうして得た資金が、関連会社取引を使って、親会社やその傘下の兄弟会社へ流れたり、親会社によって占有されたりした。一方、地方政府や国有企業集団にとって資金調達手段である上場会社が上場廃止にならないように、上場維持のために利益を補填する場合もあった。なお、大株主支配の弊害については、民営企業の場合も企業統治能力が高くないことが示されている¹⁴。

2. 弱いチェック機能

こうした状況下で、内部・外部の経営チェック機能もうまく働かなかった。董事と総経理の間のチェック機能が弱いことは既に述べたが、監事会の董事や総経理に対するチェック機能も高くなかった。

上述した通り、監事は、株主代表の監事か職工代表の監事である。前者は、大部分、大株主が送り出した監事であり、後者は職務上、総経理の下で働いていることになる。また、大部分の上場会社において、監事会の主席は工会（労働組合）の主席が担任しており、工会の主席は、事実上、社内の党委書記（董事長と同一人物の場合も多い）により任命されている。いずれにしても、董事や総経理の行為をチェックしにくい状況である。一方、監査委員会についても、設置している上場会社は少ない模様である¹⁵。

外部からの企業経営に対する圧力が弱かったことも指摘できる。いわゆる、会社の支配権市場の発達が遅れている。非流通株改革以前は、非流通株の協議譲渡の価格と、流通株の取引所での価格が異なるなど、株価が企業価値を示しているとは言い難かった。大株主も、保有する非流通株が取引所では売れないため、取引所の株価には無関心であった。M&A も非流通株の協議譲渡が主体であり、敵対的買収の圧力は無かった。

機関投資家も、これまで規模が大きくなり会社の経営に影響を与えてこなかった。また、会計の情報開示にも問題があった。さらに、企業の総経理など管理者も、主管政府部門が事実上任命してきたため、外部の人材市場の育成が遅れていることもある。

V. 最近の改善に向けた動き

1. 法律・制度上の改善点

このように、内・外部の経営チェック能力に問題を抱えてきたものの、最近になり改善の動きが出てきたことは注目される。

まず、法律・規定が整備されてきた。2006年1月に、新会社法が施行され、2007年1月からは、新会計・監査基準が上場会社に対して適用されている。以下では新会社法について見ることにする¹⁶。

¹⁴ 上海証券交易所研究中心、前掲書。

¹⁵ 2003年で上場会社全体の約20%。楊洋、蔣亜朋「上市公司会計監管問題研究」東北大学出版社、2005年。

¹⁶ 新会計・監査基準については、神宮 健・李 粹蓉「中国の企業会計・監査制度」『資本市場クォーターリー』2007年冬号参照。

新会社法の企業統治に関する重要ポイントは、第一に監事会の権限強化である¹⁷。董事・高級管理職に対する罷免提議権を付与されるなど監事会の職権が強化され、株主総会への提案提出、董事・高級管理職の訴訟提起も可能になった（54、119条）。また、株主総会を董事長が開催しないと現実におきている問題解決のために、株主総会の招集手続きを整備し、監事会や株主（10%以上の株式を保有）が招集・進行できるようにした（41、102条）。さらに、董事会の決議事項への質問・提案や、会社の経営状況に異常を発見した際の調査が可能になった。調査については会計士事務所等を雇って協力してもらうことも可能になり、その費用は会社が負担することになった（55、119条）。

第二に、董事、監事、高級管理職の勤勉忠実義務（法律等の遵守、賄賂横領の禁止など）も新たに設けられた（148条）。また、支配株主、実質支配者、董事、監事、高級管理職は関連関係の地位を利用して会社の利益を損なってはならず、関連関係を有する董事は当該決議事項について議決権を行使できない（21、125条）。さらに、会社資金の流用や、株主総会または董事会の同意を得ていない会社資産の担保提供などの違反行為を禁止し、違反して得た収入は会社に帰属することになった（149条）。

第三に、少数株主の保護の強化である。株主総会が董事、監事を選出する際に、累積投票制を実行できるようになった（106条）。また、株主の財務諸表等に関する閲覧権も強化され（34条）、株主代表訴訟も可能になった（152条）。また、会社に対する会計士事務所への真実で完全な資料提供義務も新たに盛り込まれている（171条）。

第四に、上場会社に関する一節が、特に設けられた。会社法第4章5節「上場会社の組織機構の特別規定」で、ここで独立董事を設けることなどが明記された。これは、「国务院の9条意見」の方針を受けて、特に上場会社の企業統治の向上を図ったものである。さらに、「上場会社定款手引」では、内部董事（つまり、総経理や高級管理職を兼任する董事や職工代表の董事）の人数が、会社の董事総数の半数を超えてはならないとされた（上場会社定款手引96条）。

それぞれ今後の運用が重要になってくるが、これまでの経緯を2001年以降導入が進められてきた独立董事制度を例に見ると、大会社の財務不祥事のケースで、独立董事が情報を知らされていないといったケース¹⁸がある一方で、一部の企業では同制度が機能しているケースもあり、改善は徐々に進んでゆくものと思われる。

2. 非流通株改革

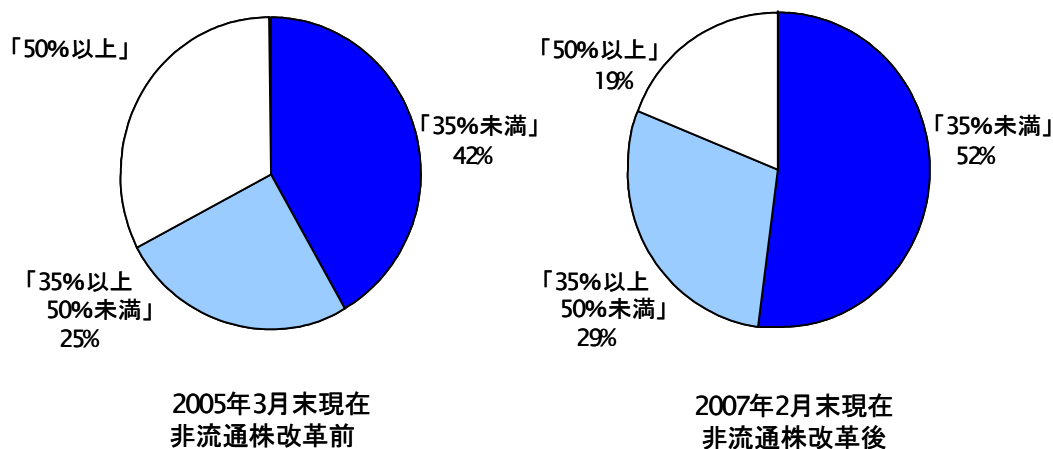
次に、非流通株改革の影響がある。第一に、非流通株改革の過程で、非流通株株主から流通株株主に対価の形で非流通株が無償譲渡されたことから、大株主の支配比率は低下した（図表6）。少数株主の発言権は、数字上は増している。国有資産管理の観点からも、国が伝統産業や競争的産業からは退き、国家経済安定にかかわる産業等にシフトする「有進有退」の動きはさらに進むと思われる。

なお、個別企業の非流通株改革においては、非流通株を少数株主に無償譲渡すると支配権に影響が及びそうな場合、他の対価の支払い方法が選択されている例もあるため、現時点で大株主が

¹⁷ この部分の記述は、神宮 健・李 粹蓉「中国の企業会計・監査制度」『資本市場クォーターリー』2007年冬号を基にしている。

¹⁸ 南方航空の財務不祥事の例。「財経」2006年10期。

図表 6 上場会社における大株主の持ち株比率



(注) 上場会社全体に占める、筆頭大株主の持ち株比率が 35%未満、35%以上 50%未満、50%以上の会社の比率。上場会社数は、2005年3月末 1333社、2007年2月末 1430社。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

支配する構図に劇的な変化が生じたわけではない点には注意が必要である¹⁹。

第二に、大株主・経営者と少数株主の利益が一致し始めた。非流通株改革の結果、今後、国有株や国有法人株などの旧非流通株は、徐々に証券取引所において取引可能になる。これまでは、流通株の価格と非流通株の協議譲渡の価格が異なっていたが、今後は取引所の市場価格が企業価値、つまり会社経営の巧拙を体現するようになると思われる。

非流通株が流通可能になるにつれて、大株主も市場で保有株が売却できるようになるため、最早、市場価格に無関心でいられなくなる。株価を総経理などの業績考課の判断材料にする動きもある。また、「上場会社ストックオプション管理弁法」（2006年1月施行）により、董事・監事・高級管理職に長期的なインセンティブを与える試みもなされている。新会社法と「上場会社定款手引」（2006年改訂）では、董事・監事・高級管理職は、その任期中に保有する自社株を毎年保有株数の25%を超えない範囲で売却できるようになった（以前は購入のみ可能）。

第四に、株価が会社の価値を現わすようになれば、M&Aの環境が整備されることになる。敵対的買収なども考えられるようになり、すぐに機能するかは別として、会社経営に対して資本市場という外部圧力が働く素地は出来てきた。この点では、新しい「上場会社買収管理弁法」（06年9月施行）などが施行され、本格的なM&Aに向けた環境が整いつつある点は注目される。

3. 行政手段による改善

当局の行政手段による状況の改善策としては、2005～6年にかけての親会社による上場会社の資金占有問題解決に向けた動きがあげられる。これは、2004年の「9条意見」を受けて証監会が発表した「上場会社の質の向上に関する意見」（05年10月19日）で打ち出された方策で、2006年末までに親会社による上場子会社の資金占有問題の解決を目指すものであった。つまり、

¹⁹ 非流通株改革において、非流通株主は、非流通株が流通する権利を得るかわりに、流通株主に対して「対価」を支払う。対価には現金や株式（非流通株）の無償譲渡などがある。

親会社は子会社に対して、占有している資金を06年中に完済せねばならなくなった。

この結果、2005年末時点で、上場会社396社で見られ、456億元に上った資金占用は、06年6月末には147社、316億元となり、06年末には17社、92億元まで減少した²⁰。親会社の上場子会社に対する債務返済は、現金による返済の他、子会社に対する持分や子会社からの配当を使って債務と相殺する方法、親会社が子会社の持分を第三者に売却しその代金で返済する方法等による。

取引所は、資金占用問題を長期間隠蔽したり引き延ばしたりした挙句、最後にいかんともし難くなってから漸く開示した企業を厳重に処罰している。公告により、当該企業の高級管理者の公開譴責に加えて上場会社の高級管理者として不適格であるとの公開認定を下している。こうした厳しい方法により、累積してきた負の遺産を清算した。

担保問題については、2003年の56号令「上場会社と関連方の資金往来と上場会社の対外担保の規範化に関する若干の問題の通知」により、支配株主及びその他の関連会社が上場会社に担保提供を強制することが禁じられた。最近の動きを見ると、資金占用の場合と同様、06年には違反担保が減少したとの報道もある。また、担保に関して経営管理層が処分された会社数は、05年の25社前後から、06年には10社前後になった²¹。

4. 全体上場

行政的手段は過去の問題を解決できるが、資金占用の問題を根本的に解決するわけではない。この点では、部分上場ではなく、国有企業全体を上場させることで上場会社とその関連会社取引の問題を定義的に解決することが可能である。

全体上場（「整体上場」）の例は以前からあるが、非流通株改革以降、増加している背景には、証監会が全体上場の推進を打ち出したことがある²²。全体上場は、2007年の資本市場の注目点の一つである。

非流通株改革以降の、当局の全体上場についての考え方を見ると、まず、「上場会社の非流通株改革に関する指導意見」（2005年8月23日）で、①非流通株問題解決の後、業績の良好な大型企業が、その支配する上場会社の第三者割当増資を通じて、全体上場を実現することを支持する。また、②上場会社が株式等の多様な支払い手段を使い、買収・株式交換などによってM&A・再編を行うことを支持し、上場会社の強化を推進する、とある。

次に、「上場会社の質の向上に関する意見」では、「優良企業が資本市場を利用して、より強くなることを支持する」（意見14）としている。具体的には、国有企業が資本市場を利用し、優良な資源が上場会社に集中するようにして、優良大型企業が全体上場を実現することなどに言及している。

全体上場の方法には、大きく分けて第三者割当増資と株式交換合併の2種類がある。第三者割当増資の例としては、包鋼株式会社（内蒙古の大手鉄鋼会社）の例がある（06年11月発表）。包鋼株式会社は、包鋼集団（親会社）に対して、30億株を第三者割当増資することで、集団に属する鉄鋼を主な業務とする資産・会社を買う（図表7）。これにより、包鋼株式会社は、製錬等の上流工程を備える鉄鋼会社になる。増資による影響のみを取り上げると、包鋼集団の包鋼株

²⁰ 各種報道による。

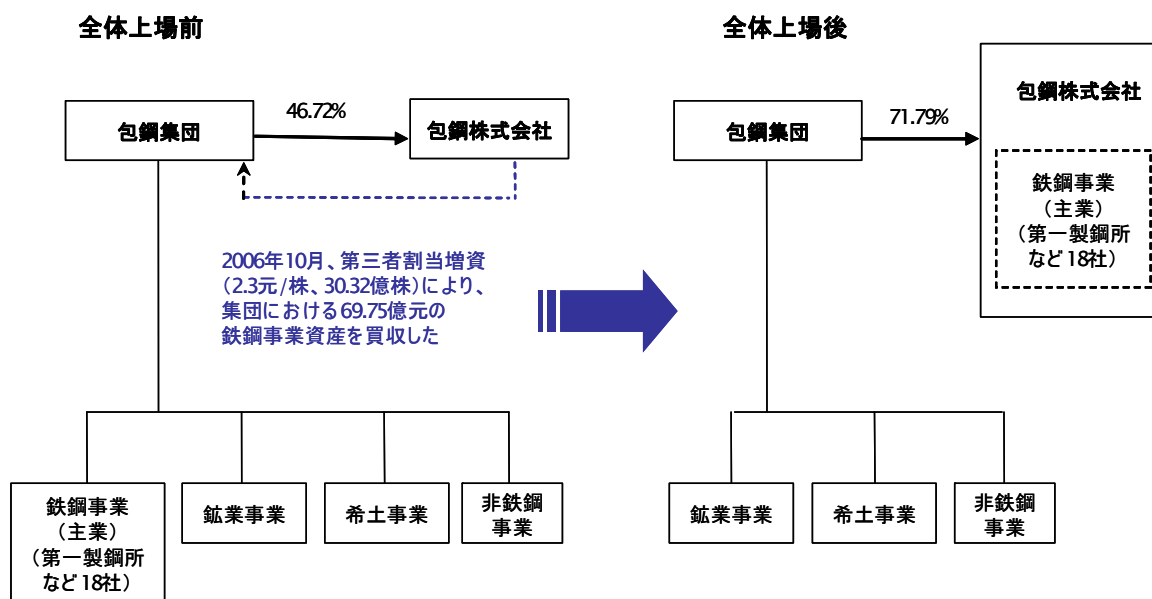
²¹ 上海証券報 2006年12月22日。

²² 実際には、主要業務のみ集中させて上場させる場合も全体上場と言われている。

式会社の株式の保有比率は約 47%から約 72%へ上昇する。

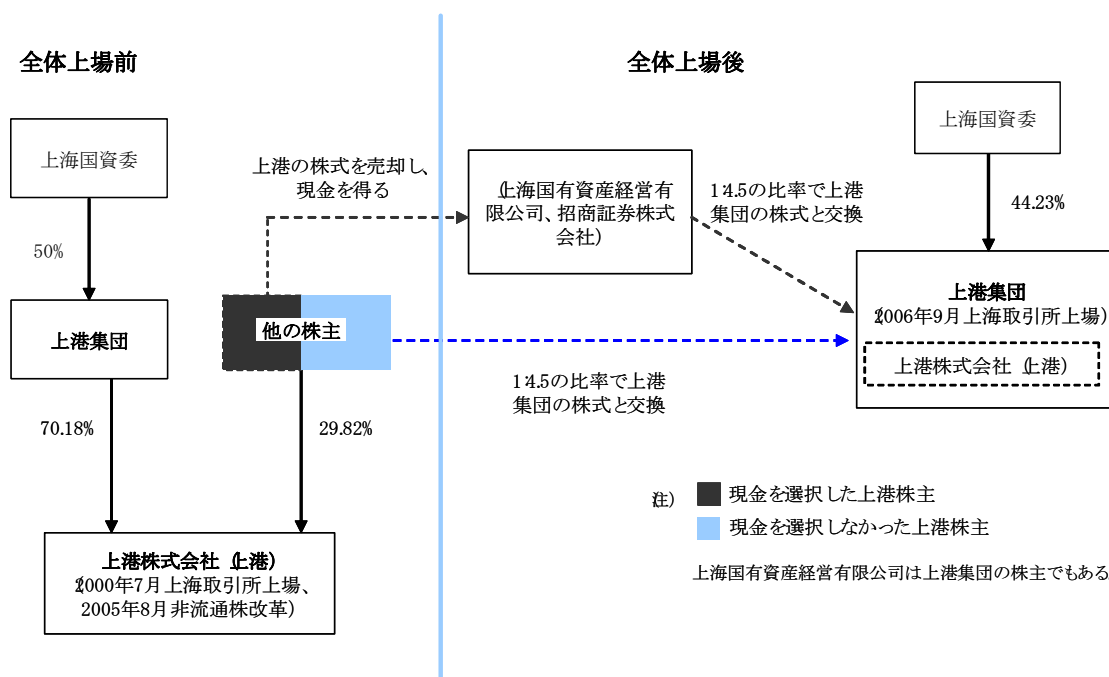
株式交換の例としては、2006年10月に全体上場した上港集団（中国本土最大の港湾会社）がある。上港（株式会社）の株式の約7割を保有する上港集団が、残りの株主の所有する上港の株式1株を上港集団の株4.5株と交換する形で上港を吸収する（図表8）。そして、上港集団が上場会社となる。なお、このケースでは新会社が上場することになるので、通常のIPOの手続が

図表7 包鋼集団の全体上場



(出所) 各種報道より野村資本市場研究所作成

図表8 上港集団の全体上場



(出所) 各種報道より野村資本市場研究所作成

なされた。

全体上場は、優良資産を集中でき、大株主にとってもメリットがある。以上の例から推察できるように、親会社にとっては、上場会社に対する持株比率が増え（あるいは、上港集団の場合、上港集団の大株主である上海国資委等にとっては、所有していた株式が上場会社の株式になり）、本格的な全流通時代を迎えつつある中で、今後、必要ならば上場会社の株式を売却して現金化できるようになる。

全体上場を業種別に見ると、06 年末時点では、鉄鋼関連が約半数を占めている。以前に部分上場した会社が多く、また、関連取引が大きいことから全体上場のケースになりやすいと指摘されている。

5. 外部チェック機能

上場会社の企業統治改善に対する外部からの圧力としては、最近、巨額資金を集めるファンドが登場するなど、市場における機関投資家の存在感が増してきたことは注目される。個人株主は、企業の情報開示が改善されて、関連取引の価格等を得られたとしても、専門知識がないために的確に判断できない場合が考えられる。一方、機関投資家のアナリスト等には、情報分析力があり、情報を株価に反映させることが期待できる。また、最近では、QFII（適格外国機関投資家）制度を通じた海外の有力機関投資家の市場参入も増えており、彼らを通して国際的なレベルで企業経営がチェックされることも期待される。

Ⅵ. 終わりに

上場会社の質の一層の向上は、2004 年の国务院の「9 条意見」において取り上げられた後、2005 年 10 月の「上場会社の質の向上に関する意見」を経て、ここ 1 年間に資金占用の改善、全体上場の推進など具体的な動きが本格化してきた。現在終盤を迎えている非流通株改革は、これまで国有支配株主が突出していた株主構造の変化への第一歩であり、新会社法・証券法の施行と関連規定の改訂により、企業統治のチェック機能も強化された。また、非流通株改革の結果、市場の株価が上場会社の企業価値を反映する方向に向かうと考えられている。これにより、M&A やストックオプションの本格的な利用を通じて経営のインセンティブが高められると期待される。これらは、個別の上場会社の質を高める動きであるが、質の高い企業を新たに上場させることで、株式市場全体の質を向上させる方向も明らかである。2006 年には、新会社法・証券法を受けて上場基準・手続きなどが改訂されている。また、海外市場でも上場できる実力のある大型企業を国内に上場させた。

このように、個別の上場会社の質及び市場全体の質の向上を目指す動きが、急速に出てきた点は注目に値する。無論、どの動きも緒についたばかりであり、今後の展開が重要なことは言うまでも無い。

著者紹介

神宮 健 (じんぐう たけし)

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

1961 年生まれ。1983 年早稲田大学政治経済学部卒、1988 年 University of California Los Angeles (UCLA)アンダーソン・スクール卒、経営学修士。

1983 年野村総合研究所入社。米国野村総合研究所、経済調査部経済調査室長、同アジア経済研究室長、香港野村総合研究所、野村証券北京代表処などを経て現職。

主要著書に『日本再生への処方箋』（共著）などがある。



Chinese Capital Markets Research