

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

汪志平（札幌大学）

1932年に、バーリー＝ミンズが近代株式会社における株式所有の高度分散によって所有権と支配権の分離が提起された。それ以降1970年代までの企業統治に関する研究の主な関心は、支配株主不在の状況下で経営者が株主の利益を損害するまで自己利益を追求することを如何に防ぐべきかということであった[Jensen and Meckling(1976)]。その結果、所有者（多数の小株主）の代理人としての経営者に対して、企業価値の最大化に尽力させるためにはストックオプションなどの株式報酬インセンティブが提供され、また経営者に対する監視を強化するためには社外独立取締役が導入されたのである。

しかし、1990年代に入ってから、多くの国では、株式会社の所有権が高度分散ではなく相当集中しているという事実が研究者たちの関心を引き付けた。たとえば、La Porta et al(1999)は、27の高所得国では64%の大企業に支配株主が存在していることを発見した。また、東アジアの国々では、日本を除いて40%以上の上場企業が家族支配である[Clasessen et al(2000)]と言われている。

Grossman and Hart(1988)によれば、支配株主には、他の株主に渡らない独占できる支配権利益（benefits of control）が発生する。現実には、支配株主は上場企業の資産と現金を自分がコントロールしている他の企業に移転し、中小株主の利益を損害することが各国にしばしばみられる。そのため、世界の大多数の株式会社において主なエージェンシー問題は、従来考えてきた経営者による株主利益の損害よりも、支配株主による小株主の利益侵害の方がずっと重要である[La Porta et al(1999)]。

Johnson, La Porta, Silanes and Shleifer(2000)は、「企業の支配株主が、様々な合法的および非合法的な行為を通じて、企業の資産と利益を自分に移転させ、中小株主の利益を侵害する行為」を tunneling と名付けた。また、法律による小株主の利益保護が不十分な国では、このような tunneling 行為がさらに酷くなる。

中国では、唐宗明他（2002）によると、上場会社の支配株主による小株主の利益侵害が英米より遥かに酷い。たとえば、支配株主が大量の日常的な関連取引や会計政策の任意的変更を通じて、上場会社の利益管理を行い、優良銘柄のイメージを維持しようとする。

李増泉他（2003）は、中国254社の上場企業が1998～2001年の関連取引のデータに基づいて、上場会社と支配株主間の資金占用関係を分析した。その結果、上場企業の所有構造が大株主の資金占用行為に有意な影響を及ぼすと結論づけた。

これらの研究は、中国における企業統治の効率を高めるには、異なる支配株主の動機と行為を具体的に明らかにする必要性を感じさせる。たとえば、支配株主が中小株主の利益を侵害するに当たってどのような方法が利用されているのか、中小株主がどのような反応を示したのか、支配株主の行為に対し機関投資家と独立取締役がどのような行動をとった

のか、支配株主の性格(国有資産管理部門、国有法人企業、民営企業など)によって tunneling 行為に差が見られるのか、等々。

本報告は、中国上場企業の株式所有構造の一般的特徴を指摘した上、近年、事件やニュースになったいくつかの典型例を通じて、資金占用・関連購買・関連販売・資産売買などによる利益管理の実態を解明し、さらにこれらの問題に対する中国監督当局の新しい規制策の有効性を検討したい。