

## 〈論 文〉

## 中国の金融構造と企業統治

石 良 平

## 要旨

上場企業の金融構造は企業統治に対して重要な影響を持っている。本文は2000-2004年に中国上場企業のデータを用いて実証研究を行い、以下の結論を得ている。すなわち、国有株と流通株の比率、および資産負債比率などの指標は、企業のパフォーマンスとの間に有意に負の相関関係を持っている。他方、筆頭株主の持株比率および第2-5位大株主の持株比率は、企業のパフォーマンスとの間に有意に正の相関関係を持っている。そのため、国有株の「一株独大」の状況を変え、大株主の支配権を争う株式の比率を高め、外部の関連制度を整備し、債権融資による企業への「ハードな制約」を強化すれば、中国上場企業のガバナンスの効果を改善することができる。

キーワード：企業統治、金融構造、  
企業のパフォーマンス

近代的な企業理論は企業を一組の顕在契約と暗黙契約との有機的な組合せと見なし、しかもこれらの契約が不完備なものであると考えている。コーポレート・ガバナンスのメカニズムは、各種の契約、例えば株権契約、債権契約、経営者と株主の契約、株主と債権者の契約などを統治することである。金融構造はこれらさまざまな統治メカニズムの中で中心的な位置にあり、統治メカニズムの形式と効果を影響する。金融構造は実質的に、資金の背後にある財産権の主体の相互依存・相互作用・共同生成したある種の利益配置の仕方であり、このような利益配置の仕方は企業の統治構造を作り出す。企業の所有者と利益関係者は契約を通じて均衡に達し、

権力配分と拮抗を通じて、契約の条項を実行し、経営者の努力を激励して、企業業績の向上を促進するという目標を達成させる。

## 一 金融構造及びその影響

企業の金融構造は株式融資と債権融資に分けられる。私達はまず株式融資およびその影響を考察する。

株主と経営者の契約関係に対して、ガバナンスの問題は、株主と経営者の目標の不一致に由来する。金融構造の役割は、融資契約の構造設計を通じて株主と経営者の利害衝突を緩和することにある。主な契約設計に正方向と逆方向のインセンティブ契約がある。正方向のインセンティブには、経営者持株、経営者向けのストック・オプション、ワラントなどがある。逆方向のインセンティブには、制度設計を通じて経営者が株主の権益を侵害することを制限する全ての可能な集合である。

企業統治における株権の役割は、主に内部と外部の二重コントロールによって実現される。内部コントロールは主に株主総会での投票権、取締役会に対する監督、代理権の競争などを指している。内部コントロールの有効性は会社株権の集中度、株主の性質、取締役会の投票比率と関係する。内部コントロールが有効に機能できない場合に、株権の企業統治は外部コントロールに転化して、資本市場でのテーク・オーバーによって経営者に圧力をかける。投票権、代理権の競争、取締役会の監督、テーク・オーバーが共同でコーポレート・ガバナンスの基本部分を構成する。

株式金融構造の企業統治への影響は大体下記

の4種類がある。

1. 株権が高度集中する場合。絶対的な支配株主が存在する時、支配株主は通常企業の経営管理に直接参加する。この時、経営者と所有者の利益一致性が非常に高い。しかし、株権の過度集中は、大株主による小株主の利益を侵害する可能性を高め、その結果、他の投資家が専用性のある投資をしたくないことを招く。
2. 少数の株主は支配する場合。会社の株権構造は少数の株主による相対支配であれば、代理人に対する監督は比較的有効である。なぜかというと、彼らがただ乗りの動機が存在しないからである。同時、いくつかの大株主は共存すると、代理権の競争メカニズムが最も有効に役割を発揮でき、経営状況を悪化させた経営者は代理権競争により速やかに交替させられる。
3. 株主性質の影響。異なる性質の株主は異なる監督の動力と能力を持っている。銀行と機関投資家は相対的に内部コントロールに関心を持ち、特に株主としての銀行は最も有効な企業監督の主体と見なされる。その理由は、銀行が情報優位性を生かして経営者に対して非常に強いコントロールを行える。企業が株式を持ち合えば、業務往来の優位性を形成できるが、同時に関連取引を形成しやすい。それに、中国の上場企業には、1つ特殊な株主、つまり「国有株」が存在する。国有株の存在により、上場企業の経営者は行政に任命され、会社統治の失効を誘発する恐れがある。
4. 株権が過分に分散する場合。会社の株権が過度に分散する時、経営者は実際の支配権を掌握しやすい。経営者の利益と株主の利益が通常一致しないため、経営者へのインセンティブと制約のメカニズムは非常に重要になる。取締役会の構造が会社の株権構造によって決められるので、株権構造は会社統治の構造と水準を決定する。

つぎに、債権金融構造の影響を考えよう。

債権者と企業は契約関係にある。債権者は満期時に元利を回収できないリスクを負担しているため、債権者は主に会社に対して監督を行い、

さらに非常の状況下に支配権を取得する。株権融資に比べると、債権融資は会社の統治において以下のような独特な役割を持っている。

1. 負債自身はインセンティブと制約の効果を持つ。債務契約は企業の経営者に対する“ハードな制約”である。企業にとって、債務は固定な負担であり、会社は十分に多い債務に直面しているならば、経営者は企業経営の改善策に力を尽せざるを得なくなる。たとえ債務に誘発される破産のメカニズムは経営者に最優秀な経営を達成させられなくても、企業を破産の寸前に追い込ませない動機を保證することができる。
2. 債権の存在は株権の所有者を制約する役割があり、株主により企業の経済効率に関心を持たせ、企業経営を監督するインセンティブを与える。いったん企業は債務を償還できなくなると、剰余コントロール権と剰余請求権は株主から債権者に移転される。そのため“破産の脅威”の下で、債務は一つの保証メカニズムとなり、経営者に対して“ハードな制約”を形成する。

## 二 サンプル分析と変数の選択

本文は1999年12月31日までに上海と深圳証券取引所での上場企業をサンプルとして分析する。サンプルの選択は下記の原則に従う、：(1)金融類の上場企業を考慮しない；(2)STとPT種類の上場企業を取り除く；(3)B株とH株を含む会社を取り除く；(4)データ不全とデータ異常の上場企業取り除く。これらの原則により、本文は664軒のA株を発行する上場企業の2000-2004年のパネルのデータを選び取って、そしてSTATASE 8.0を使って、統計分析を行う。

下記の原則により分析変数を選んだ。

1. 会社の経営業績に関わるもの。経営の目的は企業価値の最大化であり、そのため直接に企業業績の指標を使って経営業績を評価する。純資産収益率はデュポンの財務分析モデルの核心指標である。しかし上場企業が株主割当や追加発行のために、関連取引で利潤を不当操作することができ、純資産のデータの真実性を失わせる。そのため本文が総資産の

収益率を用いて、会社の業績を評価する指標とする。

2. 株式の所有構造を表す変数として、本文は下記の4つの指標を使う。(1)株式の集中度を筆頭株主の保有比率で表す。この指標により、株権の集中程度が企業経営に対する影響を分析することに役立つ。(2)国有株の比率。中国証券市場が株権を国有株、法人株と社会流通株に分ける。国有企業から改組して上場する会社において、国有株は支配的な地位にあり、しかも市場で流通できなく、企業経営に対して特殊な影響がある。(3)流通株の比率。異なった業界の上場企業が流通株の割合が違っているため、この指標によって流通株主が企業経営に与える影響力を見る。(4)会社の支配権。上場企業の支配権の争奪は経営に対して特殊な役割を果たし、企業の経営者に潜在的圧力をもたらすことができる。私達は第2～5位の大株主の持株比率をもって、支配権の競争度合いを表す。

3. 負債の比率。多くの研究により、負債は会社のエージェンシー・コストを下げる効果があることが明らかになっている。本文は資産負債比率を用いる。

Panel data changing interception model を利用して分析する。

$$y_{it} = \alpha_i + x_{it}\beta + u_{it} \quad i=1, 2, 3, \dots, n \quad (1)$$

$$t=1, 2, 3, \dots, T$$

$y_{it}$  は  $i$  番の会社が  $t$  年に置ける資産利潤率のベクトルを代表し、 $y_{it} = (ROA_{it})$ ;  $x_{it}$  は解釈変数を代表する、 $x_{it} = (TOP_{it}, SL_{it}, AL_{it}, AB_{it}, TD_{it}, LnIS_{it})$ 。  $\alpha_i$  はインターセプトのピークで

あり、模型の中で漏らされ、個体相違を具現するの変数の影響とモデル時間特性の影響を反映する、 $\beta_i$  は変数ベクトル、 $\beta_i = (\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6)$ 、 $u_{it}$  は模型の中で漏らされた切断面と時間の変化する要素の影響を代表して、それが希望値が0である独立分布仮定を満たす。

### 三 データとモデル分析

#### 1. 金融構造変数の統計に関わる記述

(1) 株式の集中度。表2と図1により、中国の上場企業の株式集中度は明確な下降傾向にあり、2000年の45.1%から41.5%まで下がっている。664社のサンプル会社の中で、最高の株式集中度は88.6%である。しかし2006年の全流通改革がほぼ終了しつつあるに従って、株式の集中程度が今後大幅に低下して行くであろう。

(2) 国有株の比率。表2と図2により、中国の上場企業の国有株の比率は株式の集中度の傾向と同じく、2000年の41.2%から35.8%まで下げ、国有株の“独占”現象はだんだん改善されている。

(3) 流通株の比率。図3により、国有株比率の低下にしたがって、上場企業の流通株の比率は上昇し、2000年の37.8%から2004年の41.3%までに上がっている。上昇幅はそんなに大きくないが、2008年の全流通改革終了後、上場企業の流通株の比率は大幅に増加するはずである。

(4) 支配権の競争度。支配権の変動は上場企業の経営者に対して大きな外部監督力となる。第2～5位大株主の持株比率をもって支配権の競争度を表すことができる。図4により、

表1 分析に用いる変数の定義

変数名	説明	記号
株式集中度	第一大株主の持つ株割合	TOP1
国有株の比率	国有株の割合	SL
流通株の比率	流通株の割合	AL
株主支配権の競争度	第2～5位大株主の持株比率の和	AB
資産負債比率	資産負債率	TD
主要業務の収入	主要業務収入の自然対数値	LNIS
総資産収益率	純利潤/総資産	ROA

表2 金融構造変数の統計値

変数		2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
TOP	平均数	45.1007	44.0076	42.9297	41.9567	41.4120
	中位数	44.4900	43.3450	41.6500	39.8530	38.8650
	最大値	88.5800	84.9800	84.9800	84.9800	84.9800
	最小値	0.0650	0.1300	0.3800	0.1100	0.1700
	標準偏差	336.3948	322.7890	315.3631	300.0464	291.9720
SL	平均数	41.1688	40.4866	39.5415	37.3560	35.8341
	中位数	45.3259	44.4905	43.8940	41.3981	39.4723
	最大値	88.5819	88.5819	84.9785	84.9785	84.9785
	最小値	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	標準偏差	632.6529	611.8293	612.6627	632.1474	643.8873
AL	平均数	37.8523	39.5237	40.5601	40.9252	41.2749
	中位数	35.9710	37.8369	39.0622	39.5784	39.9911
	最大値	100.0000	100.0000	100.0000	100.0000	100.0000
	最小値	8.9841	9.8462	9.8462	9.8462	9.8462
	標準偏差	153.7766	154.4681	153.3267	154.6758	155.3798
AB	標準数	13.2423	13.4423	14.0932	14.6382	15.0852
	中位数	9.5300	10.1300	10.9500	12.1400	12.7850
	最大値	56.2500	56.2500	58.8400	58.8200	58.8200
	最小値	0.1100	0.0350	0.2400	0.2070	0.2300
	標準偏差	148.1378	144.0811	147.2033	152.4659	157.3868
TD	平均数	43.7549	45.4592	47.1734	49.1674	50.8490
	中位数	42.8697	44.5324	46.7278	50.4501	51.9794
	最大値	199.8096	162.4086	137.9728	97.9025	97.0181
	最小値	3.0021	5.3525	2.4728	2.7266	2.3176
	標準偏差	333.1827	317.0980	298.9394	299.7839	295.1010

資料：664社のサンプル会社のデータを筆者計算。

図1 株式集中度の推移

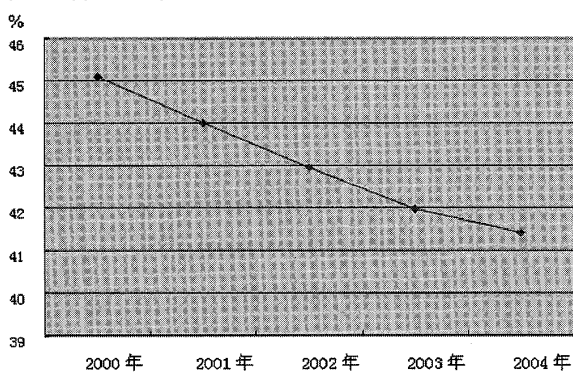


図2 国有株の比重

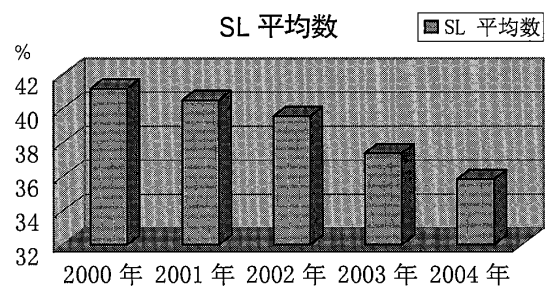
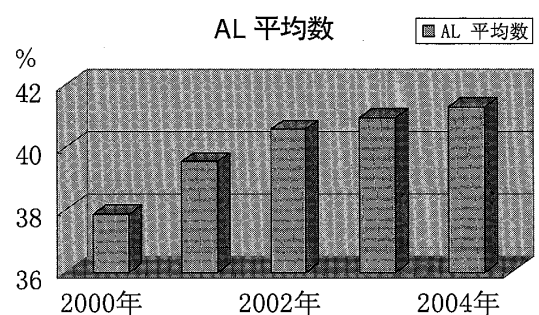


図3 流通株の比重



中国の上場企業の第2～5大株主の持株比率は年々上昇しており、上場企業の支配権の争奪がますます激しくなっていくだろう。

- (5) 資産負債比率。表1と図5により、中国の上場企業の資産負債比率は年々増大して、2000年43.7%から2004年の50.8%まで上

図4 第2～5位大株主の持株比率

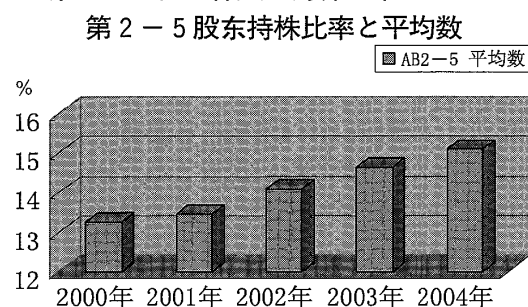
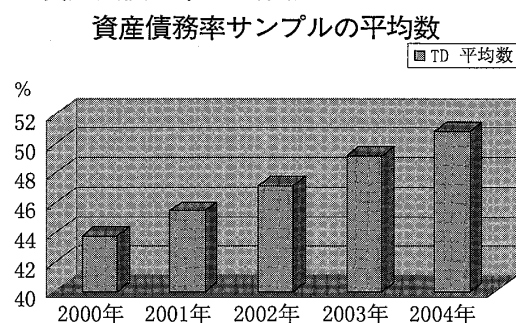


図5 資産負債比率のの推移



がってきている。これは2001年半ばから中国株市場が連続5年にわたる低迷に入ったため、上場企業は株式融資会が減少して、仕方なく代わりに負債による融資をおこなった結果である。負債の増加によって、経営者に対する制約がさらハードになり、上場企業の経営業績向上に役立つ可能性がある。

2.5%まで上がって、2004年に2.2%までに落ちて、中国の上場企業の資産収益率がとても不安定であることがわかる。主要業務が年々成長する一方、資産収益率は低下の傾向が現れ、この点から、中国の上場企業の資金利用効率は高くないことを現れている。

## 2. コントロール変数の統計記述

表3により、中国の上場企業の主業務収入の平均年間成長率が、2000年の10.8%から2004年の11.4%までに増加している。

## 3. 会社経営業績の統計記述

表4により、資産収益率は4.5% (2000年) から2002年まで2.0%に下がって、それから

## 4. 統計分析

全部のサンプルデータに対してGLS回帰を行い、統計結果はテーブル5と同じである。実証により、株権の集中程度、第2～5株主の持つ株割合及び主な業務収入は会社管理功績指標(ROA)と正比例をなすが、国有株割合、流通株割合、債務割合は会社管理功績指標(ROA)と反比例をなす。

表3 主な業務の収入増長率

変数	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
平均値	10.7828	10.8867	11.0294	11.2077	11.4310
中位数	10.7359	10.8841	11.0568	11.2132	11.3941
最大値	14.2459	14.4867	14.8570	15.4665	15.6810
最小値	6.0380	6.7092	5.5415	5.6427	7.9466
標準偏差	1.2993	1.2993	1.4176	1.4384	1.3982

資料：664社のサンプルデータを筆者計算。

表4 資産収益率の統計表

変数	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
平均数	4.5284	2.7039	1.9982	2.5025	2.1763
中位数	4.8906	3.3759	2.5681	2.2985	2.0555
最大値	30.1307	21.9852	27.9285	21.9326	40.9781
最小値	-28.6105	-41.1759	-36.0749	-40.7415	-61.2050
標準差	32.6685	34.1412	32.2085	22.5505	43.2237

資料：664社のサンプルデータを筆者計算。

私達はパネルデータのに基づいた固定反応とランダム反応のモデルとに対して公式(1)で回帰分析を行う，テーブル6のように結果を表す。

### 1. 株権融資構造の会社管理の実績に対する影響

- (1) 株権の集中程度。テーブル6のランダム反応の回帰結果により，第1大株主の持つ株割合は会社の管理実績と正比例をなすである。適度な株権集中は我が国会社の管理構造の改善のために役に立つことを証明する。これは，株権の集中程度がわりに高い状況で，株権の構造は比較的安定であり，大株主が更に長期集中する特性があり，更に会社の長期発展戦略を重視する。そのため，適切に上場企業の株権の集中程度を高めて，株主が会社に対する監督効率を高めるだけではなく，ただ乗りの現象も減らし，それに上場企業の安定，持続的な長期発展をはかる。
- (2) 国有株の割合。テーブル6により，国有株の割合は会社の管理効率と反比例をなし，これは理論分析の結論と一致している。我が国の上場企業の特徴な株権構造に，国有株の“代理人”即ち国有資産の管理機構として，会社の管理構造の“積極的な監督者”になることができないである。よく所有権の空席状態が現れ，それによって代理リスクを形成し，内部人員でのコントロールを生じやすい。
- (3) 流通の株の割合。テーブル6により，流通株の割合は会社の管理実績功績と反比例をなすことを表す。我が国で，流通株の持ち主は大体中小株主であり，彼らが主に短期の価格

差を追求するので，会社管理に対する監督の作用を果たすことができない。

- (4) コントロール権が変更された株権割合。第2-5大株主連盟は会社の管理実績と正比例をなし，しかし統計から見ると著しくなくであり，その中  $\beta=0.0215$ ,  $P>|z|=0.220$  である。これは目前に我が国の大部分の上場企業の株権集中程度がわりに高いことを証明する。主に大株主が大部分の株を所有し，代理権を争奪する状況の発生確率をはより小さく，会社のコントロール権の争奪は会社管理に対する影響がより弱いであることを表明する。

### 2. 債権融資の割合

表6のランダムモデルの回帰統計により，資産負債率と経営パフォーマンスの係数  $\beta=-0.1462$ ,  $z=-23.64$ ,  $P>|z|=0.000$  であり，中国の上場企業の資産負債比率は経営パフォーマンスと負の相関関係にある。中国の上場企業の中に，負債が会社管理の実績を高めることに役に立つという理論モデルと矛盾する現象が現れた。主要な原因は，中国の銀行融資に存在する“ソフトな制約”という性質にある。債務者（特に国有の上場企業）と債権者（国有の銀行）はともに国有企業であり，ともに政府の“保護”を受けるために，銀行が上場企業に対する監督力を失っている。そのため，中国の上場企業にとって，資産負債比率の上昇が会社経営のパフォーマンスを改善することができない。

表5 混合回帰の統計分析結果

roa	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t
top1	0.036057	0.0115613	3.12	0.002
sl	-0.02411	0.0050731	-4.75	0.000
al	-0.0199	0.0120535	-1.65	0.099
ab	0.024773	0.0133636	1.85	0.064
td	-0.12462	0.0077349	-16.11	0.000
lnis	1.316232	0.1046629	12.58	0.000
cons	-6.06232	1.390286	-4.36	0.000

資料：STATASE 8.0 で664社のサンプルデータを筆者計算。有意水準は5%。

表6 固定効果とランダム効果の changing interception 回帰統計表

固定効果					ランダム効果				
roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z
top1	0.110558	0.0268328	4.12	0.000	top1	0.028566	0.0152111	1.88	0.060
sl	-0.02055	0.0126357	-1.63	0.104	sl	-0.0285	0.0062066	-4.59	0.000
al	-0.29999	0.0307017	-9.77	0.000	al	-0.04606	0.0156907	-2.94	0.003
ab	0.121386	0.0313373	3.87	0.000	ab	0.021522	0.0175595	1.23	0.220
td	-0.21621	0.0090412	-23.91	0.000	td	-0.1462	0.006183	-23.64	0.000
lnis	2.808751	0.1882643	14.92	0.000	lnis	1.488733	0.0988674	15.06	0.000
cons	-11.7494	3.03272	-3.87	0.000	cons	-5.36466	1.699882	-3.16	0.002
TEST	R-sq: within=0.2300 between=0.1704 overall=0.1304 F(6,2650)=131.93 Prob>F=0.0000				R-sq: within=0.1994 between=0.2747 overall=0.1982 Wald chi2(6)=750.86 Prob>chi2=0.0000				

資料：STATASE 8.0 で 664 社のサンプルデータを筆者計算。有意水準は 5%。

#### 四 総括

金融構造、資本構造と会社業績の関係についての研究は、国際的にもまだ明確な結論がない。本文は中国の上場企業の金融構造と業績の関係に関する分析に通じて、パネルデータ・チェンジングインターセプト・モデルを使用して会社の株式融資、債権融資と会社経営業績について、実証研究を行って、以下の結論を得た。

すなわち、国有株の比率、流通株の比率、資産負債比率は会社業績と負の相関関係にあり、第1位大株主の持株比率、第2～5位大株主の持株比率は会社業績と正の相関関係にある。しかし、統計で第2～5位大株主の持株比率と会社業績の相関関係が有意性が低い。

この研究結果から、以下のインプリケーションが得られよう。経済体制の転換過程において、大株主支配型の所有構造は中国の株式構造の必要な過渡形態である。その所有構造の制度優位性を十分に発揮するには、国有株の独占状況を変える必要があり、国有の法人株主あるいは非国有法人に会社の支配権を掌握させ、それに大株主間の支配権を競合できるような外部の環境を強化することは、中国の上場企業のパフォーマンスを高めることに役立つであろう。また、企業に対する負債のガバナンス機能を生かすた

め、企業の債券市場を育成すべきである。こうすれば債権融資の“ハードな制約”に直面する会社の経営効率を改善することができよう。

#### 参考文献

- 1) 安仙, 郑淑华: 股权分置改革及其对资本市场的影响 [J], 商场现代化, 2005, (11).
- 2) 陈春霞: 我国信用制度变迁中的企业融资方式选择 [M], 北京: 经济管理出版社, 2004.
- 3) 陈小悦, 徐晓东: 股权结构, 企业绩效与投资者利益保护 [J], 经济研究, 2001, (11).
- 4) 洪正: 论中国上市公司资本结构的主导决定因素及其变迁逻辑 [J], 经济评论, 2005, (3).
- 5) 胡国柳, 董屹: 上市公司股权结构与资本结构选择的实证分析 [J], 财经科学, 2005, (5).
- 6) 金鑫: 上市公司股权结构与公司治理 [M], 北京: 中国金融出版社, 2005.
- 7) 李斌: 融资和治理结构研究 [J], 数量经济技术经济研究, 2002, (12).
- 8) 李朝霞: 中国公司资本结构与融资工具 [M], 北京: 中国经济出版社, 2004.
- 9) 王玉荣: 中国上市公司融资结构研究 [D], 北京: 对外经济贸易大学, 2004.
- 10) 吴晓求: 中国上市公司资本结构与公司治理 [M], 北京: 中国人民大学出版社, 2003.

- 11) 阎薇：我国上市公司治理结构剖析 [J]，财经问题研究，2004，(2)。
- 12) 杨兴全：上市公司融资效率问题研究 [M]，北京：中国财政经济出版社，2005。
- 13) 张兆国：中国上市公司资本结构治理效应研究 [M]，北京：中国财政经济出版社，2004。
- 14) Faccio, M. L. , Lang, H. P. and Young, L. Debt and Corporate Governance. University of Cattolica del Sacro Cuore[R], working paper, 2001.
- 15) Mao, Connie X. Interaction of the Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, (22).
- 16) Mayer, Colin and Sussman, Oren. A New Test of Capital Structure[R]. AFA 2005 Philadelphia Meetings, SSRN, Working Paper Series, 2005.
- 17) Modigliani, Franco, and M. Miller. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment[J]. American Economic Review, 1958, (58).
- 18) Williamson, Oliver. Corporate finance and corporate governance[J]. Journal of Finance, 1988, (43).
- 19) Xiao nian Xu, Yan Wang. Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies[J]. China Economic Review, 1999, (10).
- 20) Zingales, luigi. Corporate Governance[R]. NBER Working Paper, 1997, (6309).