

中国の企業統治における機関投資家の役割とその課題

霍 麗 艶

中国の企業統治問題の根源が、国有株支配による株式の不合理な構造である。これを克服するためには、株式の全流通化、株主構成の多元化を図ることがきわめて重要である。しかし、株式構造の過剰な安定性を解消することが重要である一方、株式保有の適度の安定あるいは一定の集中も必要である。今後、非流通株の流通可能な株式への転換に伴い、上場会社の株式の流動化が一段と進んでいるなか、国有株の受け皿として、長期的な投資を目的とする機関投資家の役割はますます大きな意義を持つ。中国においては、自らが有する多数の限定条件の下で時間をかけて、独自のシステムを模索しており、市場原理を整合したガバナンスの実現が重要な課題となる。その過程において、法および政策の面で投資先会社のガバナンスを投資家、株主の望ましい方向へと誘導していくとともに、形式的ではなく実質的に最大限に機能しうるインフラを整えることが非常に重要である。機関投資家の課題は、一国の経済政策、企業文化にもかかわる事柄である。果たして日米における資本の「機関化現象」が中国においても進化することが可能であるか、あるいは今後、中国の企業統治における機関投資家の役割がどのように発展し、評価していくかについては断言できないが、機関投資家に対する根本的な考察を抜きにして、将来の中国企業社会のコーポレート・ガバナンス像を語ることはできない。

キーワード： 企業統治 国有株支配の所有構造 株式全流通 資本の機関化現象 機関投資家
投資者保護

目次

- 一、はじめに
- 二、中国における特殊性
- 三、機関投資家に求められる役割
- 四、機関投資家の様態
- 五、機関投資家を育成するための制度的課題
- 六、中国における機関投資家の役割の限界
- 七、おわりに

一、はじめに

中国における企業統治問題の根源は、国有株支配による株式の不合理な構造である。そこから脱出するためには、株式の全流通化、株主構成の多元化を図ることがきわめて重要である。こうした新たな企業統治制度の構築において、機関投資家にどのような役割を期待しうるかが

検討の課題となる。本稿では、中国における企業統治の特殊性を検討した上、機関投資家育成の必要性、可能性および検討すべき課題を考察する。

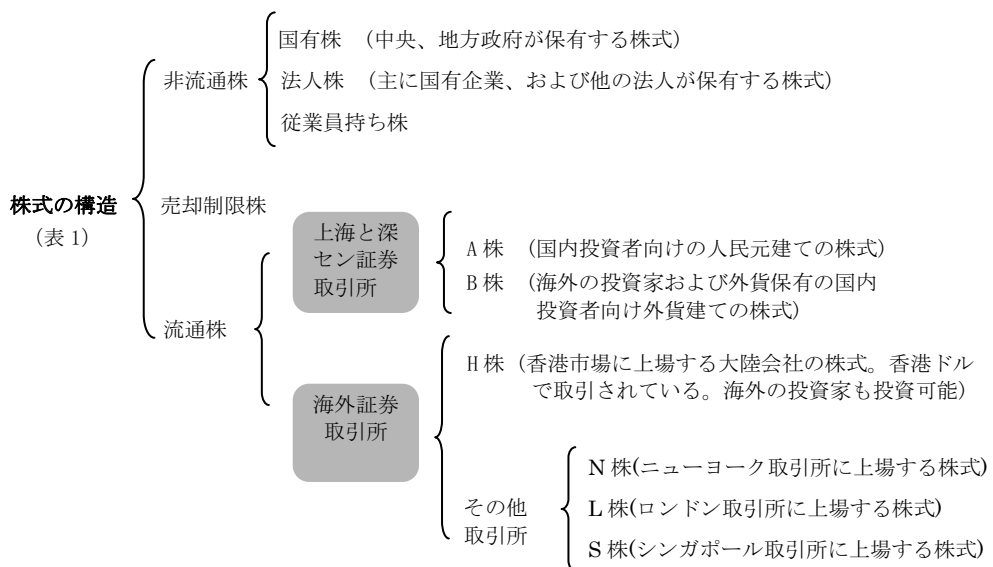
二、中国における特殊性

企業統治の仕組みにおいて決定的なものは、株式の保有構造である。したがって、中国の企業統治における機関投資家の課題を論じるにあたって、中国の特殊性についてとくに認識することが必要である。

1、株式構成の不合理性

中国の株式市場は、国有企業改革の深化とともに急速な発展を遂げているものの、いまだ多くの難問を抱えている。その問題点は、発足したばかりで市場経済の初期段階で、不完全な市場であるがゆえに、普遍的に存在する問題もあれば、中国特有の構造的な問題もある。

中国の株式は、取引所で売買できる流通株と売買できない非流通株に分断されている(表1)。流通株のうちに、国内投資者向けのA株と、外国人および一部の国内投資者向けのB株¹とに分けられ、さらに香港証券取引所で取引されるH株などもある。上海および深セン証券取引所で売買されているのは一部の法人株と個人株である。



注：売却制限株とは、2005年以後、非流通株を流通株へと転換する改革により、国有株、法人株、従業員持ち株のうち、一定の期間内の売却制限が付いている株である。

流通株の株主構成は、圧倒的な多数が個人株主である。個人株主は、小口の投資者が多いため、株価の変動から短期的なキャピタル・ゲインを追求するのが一般的である。主要株式市場の売買代金回転率(表2)をみると、A株市場は2000年まで一貫して300%超を記録しており、投機性の高さが端的に表れている。他のアジア諸国と同様、会社の資金調達の見込では、銀行セクターの占める割合は、債券、株式市場と比べてかなり高く、直接金融の比率は少ない。

たとえば、2003 年の統計によると、銀行からの資金調達は 89.8%を占め、債権による調達は 8.0%であり、株式市場からの調達は 2.2%に過ぎない²。そのため、株式市場は小規模であり、株式時価総額に対し流通株の割合は相当低い。

(表 2) 中国および主要株式市場の売買代金回転率 (単位: %)

年別	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
上海A株	519.4	760.1	535.0	355.3	421.6	504.1	216.7	208.7	268.6
深センA株	309.6	949.7	662.3	411.1	371.6	396.5	190.0	200.7	217.0
東京	26.0	27.1	32.9	34.1	49.4	58.8	60.0	67.9	77.2
ニューヨーク	55.5	59.1	65.7	69.9	74.6	87.7	86.9	94.8	85.6
ナスダック	228.1	237.8	237.5	257.7	303.0	383.9	359.2	319.5	248.5
ロンドン	40.5	40.5	44.0	47.0	56.7	69.3	83.8	97.3	162.1
ドイツ	106.3	129.3	135.2	137.9	116.9	128.6	118.3	125.1	133.6
香港	34.3	44.3	90.9	61.9	50.6	60.9	43.9	39.7	41.5
シンガポール	47.1	39.3	56.3	63.9	75.1	58.5	58.7	53.8	63.5
韓国	101.0	103.8	145.5	207.0	344.9	243.0	218.7	254.4	154.1

(出所: 2004 年版中国証券先物統計年鑑を参照。)

一方、非流通株はきわめて少ない大株主に集中している。2004 年末の統計によれば、上場会社の株式総数が 7149 億株であるが、そのうち、64%に相当する 4543 億株は非流通株であり、さらに非流通株のなかに国有株は 74%を占める³。従業員株の譲渡は厳しい規制がかかっているため、一般に非流通株のなかに位置付けられている。

こうした十分な流動性を有さず、大量の非流通株の存在は、株式市場による会社経営をコントロールする機能の働きが困難であり、市場の健全な発展を阻害する要因となる。この結果、資本市場が会社経営に対し多様なモニターの手段を持つという先進国の理想的なモデルからは、はるかに遠い状態にある。

2、大株主支配による企業統治の弊害

国有株および法人株による会社支配の統治構造が中国の特徴といえる。

国有株の株主権を行使する主体は、必ずしも特定の機関に統一されておらず、多岐に分散している。その原因としては、国有株の所有権が名目上国務院にあるとされるものの、事実上、各行政機関、国有資産経営会社および事業性会社などに所有されていたという事情がある。一方、法人株の株主権を行使するのは、会社グループ、とくに親会社たる集団会社の比率が非常に高い。

一般的に、集中した株式の保有は、大株主がその優勢を利用し、会社経営を強力にコントロールすることを意味する。大株主は経営の効率性を追求することを前提とすれば、企業統治の観点からみればプラスである。反面、過度の集中は、多くの弊害を誘発する要因となる。というのは、経営不振で業績が悪いとき、株主の株式売却で株価の下落により経営をコントロール

することにつながると考えられるが、中国では、流通株の割合はきわめて低いので、たとえ売却しても、会社に及ぼす影響は少ない。また、株式保有の過度の集中と非流動化は、株式市場を通じた合併、買収が困難であるため、経営者はその地位を脅かされることもありえない。とりわけ、国有株主が大株主である場合、所有権代表の主体が不明確であるため、所有者の立場からの経営監視が十分に行われず、経営者支配を招く一方である。

そのため、株式市場が「国有企業ための資金調達場」と化し、上場の特権を与えられた会社は上場取引を資金の囲い込む道具として用い、株式市場は巨大な追加利潤を追求する温床となった。上場会社の資金が大株主に占有され、インサイダー取引が多発し、集団会社とその従属する上場会社の利益を横領することが深刻な社会問題となっている⁴。経営者のモラル・ハザードの亢進、経営者による犯罪ケースが後を絶たない⁵。一方、個人株主は散在し結集できず、株主総会での議決事項に影響を与える可能性はほとんどない。より短期的なリターンを優先する個人株主にとっては、直接自己の利益につながる配当金の受取や投機取引には強い関心を持つが、議決権の行使に関心はない。

3、マクロ経済の好調と株価低落、会社業績低迷の矛盾

近年、中国では、高いGDPの成長率が続いている。こうしたマクロ経済の好調が、会社収益の増大を伴い株価上昇の好循環を生むはずにもかかわらず、株価は2001年半ばから下落しつつあり、赤字経営の上場会社が増加する傾向にあった⁶。2006年から株価の急騰で世界的に注目を集めていたものの、2008年からの株式市場は、ほぼ一直線で低落の傾向を続けてきた。それは、北京オリンピックの開催によるインフレの加速に伴う金融の引き締め、加えて、アメリカ発の世界的な金融危機による経済の急ブレーキが原因であった。輸出産業の不振や、内外の経済情勢の悪化を受けて景気が減速したため、会社収益の先行きの不透明感、非流通株改革に伴う需給に対する不安などがマイナス材料となった。

中国の株式市場が長期に低迷状態に陥った重要な原因の一つは、全流通の問題が成功に決着していないということである。大量な非流通株の存在は、株式市場自身の株式価格を調節する機能の発揮に悪影響を与えている。こうしたなか、政策的要因としては、次の点が指摘できる。第一に、2001年6月に国務院は「国有株放出による社会保障資金調達の管理に関する暫行規則」を公布したため、大量の非流通株の市場への流入による需給バランスが崩壊するとの懸念は株の売りを招き、株価は同年半ばの最高値から10月下旬まで30%に急落した⁷。第二に、2001年後半頃から、市場に対する監督管理が強化されたことも原因である。株価操縦、粉飾決算を是正し、投資家の信頼を回復するために、証券監督管理委員会は、2002年から決算開示を従来の年2回から四半期ごとに改めることを発表した。同年6月に、上海および深セン証券取引所では、上場廃止および重大事件に関する情報開示の強化を含む上場規則が改正された。半面、株の買い材料であった政府の政策に変化が生じたとの思惑は、投資家の市場への投資意欲を減退させる効果ももたらした。加えて、上場会社の増資を繰り返した結果、株価が下がり、投資家離れが起きていた。

一方、上場会社の経営悪化のもう一つの要因は、会社グループのなかで好業績の会社や特定の部門を上場させるケースが多いものの、上場により調達した資金が上場会社の経営に回され

るのではなく、親会社に流用されたことで、かえって多くの上場会社が業績不振に陥った。中国においては、大株主が上場会社を資金調達の窓口とみなす傾向がある。大株主とりわけ母体たる集団会社にしてみれば、集団の優良資産を再編して成立した上場会社が、集団に対してさまざまな貢献をするのは当然であるとの風潮が反映されている。

もっとも、こうした業績低迷の根本的な原因は、国有株支配によるガバナンスの不健全にある。国有株主、法人株主が株主の立場から適正な利益配分を求め、会社経営に注文をつけることはあまり期待できない。国有資産を管理する政府官僚などには、国有資産の収益最大化を追求するインセンティブもない。国は大株主であり、政府は行政手段による経営者の人事も行っている。その結果、経営者は是が非でも株式価値を引き上げなければならないというプレッシャーから解放され、会社経営に緊張感はなく、会社業績は低迷した。

三、機関投資家に求められる役割

(一)非流通株を流通株に統合する改革

近年、政府は、非流通株の問題解決を最優先課題として積極的に取り組んでいる。なかでも、注目すべきものが、次の通りである。

1、「債転股」のテスト

2004年9月から、「債転股」の政策がテスト的に施行された。この策は、上場会社の資金を占用する親会社の持ち株の売却により、上場会社に対する債務を相殺し、親会社の借り入れ問題を是正する狙いである。

ところが、膨大な債務と相殺される大規模の株式が市場に放出されると、一時的にせよ、市場需給の均衡を悪化させ、理論的にも株価が下がることが懸念される。しかし、「以股抵債」が一般化されれば、上場会社の債権回収により財務体質の改善を図りうるだけではなく、非流通株の市場への放出が国有株比率の引き下げにつながる。

2、非流通株と流通株の統合

2005年4月より、証券監督管理委員会は、非流通株を流通株に統合する試行作業に着手した。同委員会は、上場会社の株主に株式統合の意向があるか、または全流通に保障が得られるかを基準として試行作業会社を決定した。試行作業会社では、取締役会がまず株式および他の金融派生商品の売買停止を申請し、2日の営業日以内に「全流通改革に関する説明書」など関連する公告を出し、翌日に売買を再開させるよう申請を行う。公告をしなければならない内容の一つである「保障推薦意見書」では、最近3年以内に重大な違法行為の有無、1年以内に証券監督管理委員会または証券取引所から注意などの処分を受けたことがあるか、非流通株式について所有権に関する争議、差し押さえ、凍結などがあるか、といった内容を記載することが義務付けられている。

しかし、非流通株を一度市場に放出すると、市場に流通する株式数が3倍となり、株価の下落を招き、市場の大混乱をもたらす恐れもある。それを防ぐために、非流通株を流通株に転換した後も、市場への流出は、段階的、計画的に行うとの条件が付けられている。2007年6月の「国有株主が保有する上場会社の株式の譲渡に関する暫定弁法」では、非流通株が、流通株に

統合された最初の1年間はロックアップ期間であり、売却することができず、1年後に発行済株式の5%まで、2年後に10%までしか売れないとされている。ただし、上述の制限を超え、または超えなくても支配権に影響を与える場合は、政府の許可が必要となる。2007年10月現在、一部の赤字会社を除けば、対象となる上場会社のほとんどが統合の手続きを終了した。一方、売却制限株および非流通株の数は、2008年末現在、依然として発行済み株式総数の約5割に達している(表3)。

(二) 機関投資家に求められる役割

1、国有株解消の受け皿として株式構造の合理化

一般的に、株式の適度の安定性は、株式市場運営の必要条件であると考えられる。つまり、適度の安定性は、株式構造の硬直性をもたらすほどの高さに達さないのみならず、不安定な保有比率による過剰な投機を招くほどでないある種の状態である。

中国の株式保有の構造は、過剰な安定の特徴が現れる。国有株、法人株が3分の2を占め、かつ流通はしないという保有構造では、安定性が高過ぎるため、株式の正常な流動ができない状態に陥った。こうした状態から生じる硬直性は、市場の自主的な調節機能が退化し、非効率性を招致する要因となる。

他方、不安定な保有比率が高過ぎることは、会社にとって安定的な経営と資金調達環境を損なう弊害もある。つまり、安定株主の不在で、短期的な取引を行う株主は、配当および株式の割り当てといった投資収益に関心が強い半面、会社の成長性や長期的利益に対してあまり関心を持たず、これは会社の経営目標の短期化を助長する。

(表3) 非流通株の改革後における種類別の株式の割合(2008年末)

	株式数(億株)	シェア(%)
流通株の合計	12,377	50.8
流通A株	6,703	54.2
流通B株	265	2.1
H株	5,408	43.7
その他の流通株	1	0.0
売却制限付き株の合計	11,822	48.5
売却制限付きA株	11,814	99.9
(国の保有分)	8,200	69.4
(国有法人の保有分)	2,393	20.3
(国内一般法人の保有分)	885	7.5
(国内個人の保有分)	171	1.4
(外資の保有分)	165	1.4
売却制限付きB株	8	0.1
非流通株	179	0.7
発行済株式の合計	24,378	100.0

(出所：財務省財務総合政策研究所「中国研究会」資料による。)

したがって、中国において、株式構造の過剰な安定性を解消することが重要である一方、その合理化を図るために、株式保有の適度の安定あるいは一定の集中も必要である。今後、市場で取引されない非流通株の流通可能な株式への統合に伴い、上場会社の株式の流動化が一段と進むであろう。こうしたなか、安定株主を確保するためには、国有株の受け皿として、長期的な投資を目的とする機関投資家の役割はますます重要な意義を持つ。

2、会社業績の改善

先進国では、高い比率の法人持ち株と良好な会社業績の結び付きが重要視されている。機関投資家の株式保有のシェアがかなり大きくなっていくため、株式を売り抜くのが難しくなっている結果、機関投資家は株式の長期保有に伴い、議決権を利用して投資先会社の経営に提案を行うなど積極的な行動をとるようになってきている。経営を監視するインセンティブと能力を持つ機関投資家による会社経営の関与は、会社価値の増大に係るとの考え方が世界的に浸透している⁸。

中国においては、株式の保有が国に集中しており、散在な個人株主は投機性が強く、実際には、会社業績を追求するインセンティブを持つ主体は存在していない。また、上場会社は成長期にあり、余剰資金を内部に蓄積することを優先し、株主への配当を相対的に抑制する傾向もある。配当可能な資金があるにもかかわらず、無配を選択した会社が大半を占める。こうした配当政策は大株主の支持に支えられ、その結果、個人株主には市場での株価の動向にのみ関心が寄せられ、より短期的なリターンを追求する。

実証的研究では、成長性が同じの会社であっても、資本構造と保有構造が会社業績に与える影響は大きく、国有株の比率が高いほど会社業績が悪く、赤字経営が多いと証明される⁹。国有株主が会社経営を監視する機能を十分に果たせず、非効率な経営の損失をそのまま国に転嫁する。したがって、国有株の比率を引き下げることは、経営効率性の向上につながり、長期的な投資を行う機関投資家は、投資先の中長期的なリターンを求め、安定した会社収益の確保に有益である。

四、機関投資家の様態

近年、政府は株式市場の健全化を図るために、長期的な投資を行う投資家の存在が不可欠であるとの認識を強く持つに至っており、機関投資家の育成を積極的に推し進めている。証券監督管理委員会は、年金基金、保険、証券投資基金の発展を奨励し、有利な環境を創出すると同時に、その管理、監督を強化する立場を示した。関係当局も、投資規制を緩和し(表4)、内外機関投資家の活性化を通じて、資本市場にテコ入れを行っている。

一方、企業統治への関与の仕方をめぐる議論は、機関投資家のタイプ、投資先会社とそれらを取り巻く市場基盤に大きく依存しており、その規模、属性、目的などにおける差異に十分な配慮を払わなくてはならない。また、機関投資家が投資先のガバナンスにおける役割を効果的に発揮しうる基本的な前提は、投資先の株式を大量かつ長期に保有するということである。以下では、現在、中国における機関投資家の様態を敷衍する。

1、証券投資基金

証券投資基金は、中国の資本市場において重要な位置が付けられている。2008 年末現在、証券投資基金は 477 個であり、純資産額が 1 兆 9390 億元に達している¹⁰。

基金の運用は、「証券投資基金法」、および「証券投資基金運用管理弁法」では、分散投資の原則が採用され、同一株式に投資した市場価値が基金純資産価値の 10%を超えてはならないとされる（管理弁法 31 条 1 項）。従来定められた国債に対する 20%以上の投資制限が撤廃され、運用先は、株式、債券および証券監督管理委員会の規定する他の証券に限定されるが、投資比率が規制されていない（基金法 58 条）。

機関投資家が企業統治の役割を果たすための基本的な要件は、投資先の株式を大量、長期的に保有することであると考えれば、大規模の基金にとって株式の大量保有は問題がないであろう。しかしながら、中国における証券投資基金はまだ未成熟であるので、有効かつ適切なポートフォリオを組むことが困難であり、リスク回避の能力も弱い。加えて、個人投資者が多いため、証券投資基金は随時に購入者の解約請求に備えておくため、流動性の高い預金や債券、証券を組み入れる必要がある。また、より多くの投資者を獲得するために、激しい競争のなかで同業者より運用の実績を遂げなければならないという面から、証券投資基金は短期的投資や、株価操作、投機などによる収益を追求する傾向も強い。これらの点を鑑みると、証券投資基金の企業統治に関与することに対する期待が、当面は現実的でないように思われる。

（表 4） 機関投資家による株式投資比率に関する規定

証券投資基金	従来の国債に対する 20%以上の投資比率制限が削除され、基金の運用先は株式、債券および他の証券に限定され、それらに対する投資比率の制限がない。ただし、60%以上の資産を株式市場に投資する基金は株式基金と定義し、80%以上の資産を債券市場に投資する基金は債券基金であると区別される。
保険会社	保険会社による株式投資の割合は、購入時の価格を基準に計算し、前年末時点に会社の総資産規模の 5%を以下とされ、証券投資会社への投資限度額の 15%と合わせて、保険会社の総資産の 20%まで証券市場への直接、間接的の流入が可能となる。
年金基金	株式に対する投資比率が、基金純資産の 20%以下とされ、年金運用者が同一会社の発行済み株式、証券の 5%まで、かつ年金運用者の管理する年金資産総額の 10%を超えてはならない。
適格外国機関投資家 (QFII)	外国機関投資家の総投資枠が 300 億ドル。1 つの QFII につきその投資限度額が 2000 万ドル～10 億ドルとし、機関投資家間の投資枠の取引は禁止されている。上場会社 1 社に対する持ち株比率の上限が QFII 1 社につき 10%以下、QFII 全体で 20%以下とされる。

（出所：近年に公布された相關法規による作成。）

2、保険会社

1980 年代に保険業務を復活させて以来、成長が続いており、2008 年末現在、保険会社は 120

社を数え、保険料収入は 9784 億 1000 万元に達した¹¹。

保険資金の運用ルートは限定され、主に銀行預金であった。近年、大幅な規制緩和が行われ、2002 年の改正保険法では、保険業務以外に直接投資してはならないとの従来の規定も廃止された。「保険機関投資者による株式投資に関する管理暫行弁法」では、保険資金の株式市場への直接投資が容認され、国有株、法人株、転換社債および保険監督管理委員会の規定する他の投資商品の取引も認められる（11 条）。株式投資の割合は、購入時の価格を基準に計算し、前年末時点の会社総資産の 5%以下とされ（33 条 2 項）、同一会社の発行済み株式の 30%以内に限定される（13 条）。2007 年の統計によれば、保険資金の銀行預金は 24・4%であり、債券への投資は資産運用の半分を占め首位となり、証券市場への投資は 18%となった¹²。

保険会社は、積み立てられた責任準備金が特別に認められない限り引き出されないで、長期的かつ安定した資金であり、流動性としていない性格を帯びる。一方、保険会社にとっては、効率的な資金運用の必要性が生じてくる。というのは、保険料は一定の予定利子で割り引いて計算されるので、責任準備金を投資に運用し、少なくとも予定利率分を稼がない限り、将来の保険金支払いが確保できなくなる。そのため、一般的に、保険会社は、総資産における株式投資の割合が低いという特徴があるのみならず、投資先会社との共生をより重要視する面もある¹³。すなわち、保険会社にとって株式の保有は投資より、投資先との取引関係、経営者との人間関係を円滑にすることを目的としがちである。このような事情から、保険会社の投資先におけるガバナンスの関与は、なお消極的であろう。しかし、保険会社は長期的、安定な機関投資家として、株主構成の合理化ないし国有株の全流通に伴う株式市場の安定性の実現に、貢献は大きい。

3、年金基金

中国においても、人口の高齢化が急速に進むなか、年金制度は定年退職者の急増に直面している。半面、人口大国で経済発展の途上国であるので、十分な社会保障基金が用意できない難問も抱えている。今まで年金基金の運用は、国債と預金の方式しか認められなかったため、金利の変動は直接に積立金の運用収益に影響を及ぼしていた。

2003 年に年金基金による株式投資が解禁された。2008 年末現在、内外において運用している年金基金の総額は 5625 億元に達している¹⁴。年金基金の運用については、2004 年 5 月 1 日に実施された「企業年金基金の管理に関する試行弁法」では、分散投資、リスク分散の原則の下で、投資範囲は、預金、国債、金融債、社債、投資性保険商品、証券投資基金および株式を含む他の良好な収益性を持つ金融商品と限定される（46 条）。株式への投資比率は、純資産の 20%以下とされる（47 条 3 項）。年金運用者は、同一会社の発行済み株式または証券の 5%まで、かつその管理する年金資産総額の 10%を超えてはならない（49 条）。現在、年金基金の委託者は、銀行、保険会社および信託銀行となり、その投資管理者は、保険会社および基金管理会社となっている。

年金基金の性格を考えると、前述したコーポレート・ガバナンスにおける役割を果たすための基本的な要件たる株式の大量、かつ長期的保有は、年金基金にとっては可能である。財政省および証券監督管理委員会によれば、IPO（新規公開株）を発行した国有株保有の上場会社が、

IPO 発行時の 10%の国有株を全国保障基金理事会に振り替えることになる。社会保障基金理事会も、地方自治体が保有している企業の株式や、大規模なインフラプロジェクトへの投資を重視する方針を出した。現在、国債および預金が主流の運用方法であるが、人口の高齢化、年金制度の成熟により給付額の増大とそれに伴う拠出金の増加という状況変化において、年金基金の運用効率の重要性が一層増している。今後、年金基金の株式保有の増大につれ、アメリカの実態および日本での議論がなされているように、中国のコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の演じる役割は、年金基金の発展に期待されうるといえる。

4、外国機関投資家

株主の多様化を図るために、近年政府は、外国投資者に国有株、法人株を譲渡する政策を本格的に打ち出した。代表的には、次のものが挙げられている。

2002 年 11 月 4 日の「上場会社の国有株および法人株の外国投資者への譲渡に関する通達」では、外国投資家への国有株、法人株の譲渡が正式に認められた。ただ、外国投資家による投資が禁止される産業分野の国有企業の国有株および法人株は、外国会社への譲渡をしてはならない。外国投資家を相手に会社の国有株と法人株を譲渡する場合、「外国投資産業指導目録」に従わなければならない。中国側の絶対的な支配または相対的な支配が必要とされる場合は、譲渡された後、その支配的地位を維持しなければならない。上場会社の国有株と法人株が外国会社に譲渡された後、上場会社は依然として既存の関連政策を遵守する義務があり、外国投資会社の待遇を受けることができない。2005 年 12 月 31 日の「外国投資家による上場会社への戦略投資の管理に関する規則」では、外国機関投資家が株式構造の改革を完了した上場会社に投資する際の具体的な手順、および規制事項が明確化された。

また、2006 年 8 月 24 日に、「適格外国機関投資家 (QFII: Qualified Foreign Institutional Investors) の国内証券投資に関する管理規則」が公布された。2006 年末までに、野村証券など日系会社を含む 52 社の外国機関投資家が QFII 資格を取得し、批准された投資額は 90.45 億ドルに達した。QFII が保有している株式は、その総資産の 77% を占め、全流通株式の時価総額の 3.9% である¹⁵⁾。

こうした政策の実施は、外国投資家の市場参入により株主構成の合理化を図り、内国企業のガバナンスの改善につながる。とりわけ、投資の効率性を重視する外国投資家の投資手法を国内市場に浸透することを通じて、市場の投機性を和らげ、高パフォーマンス銘柄に投資し会社の成長を促すことも期待されている。

なお、これらの規定は、行政機関による公布されたものが多く、各部門間には協調関係が足りず、整合性が欠けている。また、具体的な内容に関しては、抽象的な定めが多くみられ、関連する法制度も整備されていない。加えて、国内会社のガバナンスの不健全さ、会社情報の透明性の欠如、中国市場に対する信頼があまり高くないため、外国機関投資家による市場の参入、およびそれに期待されている効果の実現を妨げる要因となりかねない。

他方、外国機関投資家は投資の効率性を追求し、資金を頻繁にシフトさせ、市場の安定性に影響を与える可能性も潜在する。とりわけ、外国機関投資家の保有比率の増加により、国内会社の支配権を海外に移ってしまうことも危ぶまれる。したがって、中国では、世界有数の外国

投資受入国でありながら、外国資本に対しての制限も数多く設けられている。とくに近年、資金の流入が対外貿易の収支黒字を拡大させ、人民元の上昇に拍車をかけるという懸念から、許可される QFII の数および投資枠は制約されている。そのため、現在、外国機関投資家による株式の保有比率、規模も大きくない。こうした現状から、外国機関投資家が投資先のガバナンスに直接的に関与し、影響力を発揮することは、少なくとも目下の段階では期待できないようにも思われる。

五、機関投資家を育成するための制度的課題

以上触れたように、中国において、証券投資基金、保険会社、年金基金および外国機関投資家が、国有株解消の受け皿として、株式構造の合理化の実現、株式市場の安定に重要な役割が求められている。

しかしながら、2007 年末現在、各種の機関投資家が保有している株式は、全流通株A株の時価総額の 4 割にとどまっている¹⁶。機関投資家が投資先のガバナンスにおける役割を果たす基本的な前提は、投資先の株式を大量かつ長期に保有することであると考え、現在中国では、企業統治の役割を機関投資家に求めることはあまり現実的ではない。加えて、市場の不健全さや法制度の欠如、機関投資家自身の未成熟性などの問題も抱えており、資本市場を介した企業統治の機能は短期的には期待し難いように思われる。しかし、株式保有構造の変化につれ、年金基金などの長期的な投資を行う機関投資家は、株主として積極的に投資先のガバナンスに関与する可能性が大きい。そのような時代に備え、機関投資家の育成、およびその役割を発揮するためのインフラを整えることが、検討に値する重要かつ不可避の課題である。

1、投資家の利益保護に関する政策、制度の整備

中国において、機関投資家を育成するためには、投資家、株主とりわけ少数株主の利益を如何に保護するかが先決な課題であると思われる。なぜなら、国有株支配の構造がある限り、弱者である投資家、少数株主の利益保護は難しいからである。絶えない不祥事の発生は、投資家、少数株主の株式市場に対する不信を招き、かれらの市場に積極的に参加する意欲を害し、深刻な社会問題となっている。

近年、投資家、少数株主の利益保護に関する法の不備を補うために、政府は法律、行政規則などの形でその改善に取り組みつつある。なかでも、もっとも代表的なものは次の通りである。

(1) 大株主の権限濫用に対する抑制

大株主の権限濫用を抑制するために、2002 年に策定された「上場会社のコーポレート・ガバナンス準則」では、大株主の行為規範を定めるに至った。準則では、大株主が、取締役、監査役の候補者指名にあたって、法律、行政法規および会社定款に定める要件、手続を厳格に遵守することを要求し、株主総会、取締役会を超えて上級管理者を選任し、解任してはならないとされる (20 条)。取締役を選任する際、大株主が発行済み株式の 30%以上を有する上場会社では、累積投票制度を導入しなければならない (31 条)。上場会社の独立性を保つために、会社と大株主間に人員、資産、財務、機構および業務など 5 つの面での分離が求められている (22 ～27 条)。準則は、大株主の誠実信用の義務を初めて提起した。

また、2006年に改正された「上場会社定款のガイドライン」第39条では、「大株主および実際の支配者が会社、公衆株主に対し信義義務を負う。大株主および実際の支配者が、法によって出資者の権利を享受し、利益の配分、資産の再編、対外投資、資産の占用、借金の担保などの方式を通じて、会社および公衆株主の合法的利益を害してはならないと、大株主の義務が強化された。

さらに、2005年の改正会社法では、大株主は、関連関係を利用して会社の利益に損害を与え場合、賠償責任を負わなければならないとし（21条）、大株主の会社および他の株主に対する賠償責任が法定化された。さらに、刑法およびその改正案(2006年6月29日に通過した「刑法改正案(六)」)は、大株主が支配権を濫用して、信義義務に違反した場合の刑事責任を定め、虚偽の陳述罪を増加し、上場会社資産の「掏空(欠損を出す)罪」という新たな罪名も加えられた。

こうした一連の関連規定により、大株主の権限濫用を抑制し、少数株主の利益保護が期待されている。

（2）少数株主に対する救済

一方、少数株主の利益を保護するために、2002年1月16日に最高裁判所は、「証券市場の虚偽の表示による民事賠償案件の審理に関する通達」を発した。その後、1年間に約900件の訴訟が提起されたが、株主が勝訴し賠償を得たケースは少ないとみられる¹⁷。その原因は、証券監督管理機関の行政決定が裁判所の案件受理の前提要件であるため、多くの場合原告側が立証し難い。また、賠償額の算定基準を具体的に定めておらず、賠償額の算定に依拠もなく、執行には難しい。

それを受け、2003年1月に同裁判所は、「証券市場の虚偽の表示による民事賠償案件の審理に関する若干規定」を公布した。この若干規定では、虚偽の陳述により発生した民事賠償案件の訴訟条件、損害と虚偽表示の因果関係および損害賠償の範囲、賠償額の算定方法などがより具体的に定められた。それにより、株主により損害賠償訴訟の提起が容易となり、証券市場に存在する虚偽の情報開示を抑えることが期待されている。その後、大慶聯誼石化会社の3名株主（後300名が追加参加）が、虚偽の情報開示による損害賠償の訴えをハルビン中級裁判所に起こした¹⁸。

ただ、虚偽の陳述による民事損害賠償訴訟の手続きに関しては、共同訴訟と単独訴訟に限られ、株主代表訴訟としては認められていない。2005年会社法では、株主代表訴訟制度が導入され、株主、とりわけ少数株主の利益保護には意義が大きい。しかし、株主代表訴訟制度の具体的な運用の詳細については言及されていない。制度趣旨を有効的に機能させるためには、最高裁の司法解釈を早急に制定することが望まれている。

（3）「類別表決制」の実施

2004年1月31日に、国务院は「資本市場の改革開放と安定的な発展を推進するに関する若干意見」を公表した。この「若干意見」は、年金基金、保険会社などの長期貯蓄性資金が株式への投資比率を高め、機関投資家育成の必要性を提起した。また、非流通株の処理にあたって資本調達を重視する一方、投資家の合法的権益を保護し、株主へのリターンを軽視する傾向や、大株主による上場会社の資産を横領するなどの問題を是正しなければならないとの立場を明ら

かにした。

こうした基本方針の下で、2004年12月7日に証券監督管理委員会は、「社会公衆株主の合法的権益の保護を強化するに関する若干の規定」を発表した。なかでも、とりわけ注目すべきものは、新株発行、社債、転換社債の公募や、株主が上場会社に対し債務履行にあたり当該会社の株式の充当、傘下会社の国外における分割と上場、および純資産の20%にあたる資産の買収など重大な事項に関しては、全株主ではなく流通株式の半数以上の同意を得なければならない、いわゆる「類別表決制」の創設である。

「類別表決制」は、総会の決議を一般株主全員で持つてしても否決できないことを考慮し、投資家、少数株主に一定の権限を与え、これを通じて流通株と非流通株に分けられた株式構造の弊害を是正する重要な一歩であると評される¹⁹。それを受け、最大手鉄鋼メーカー宝山鉄鋼は、2004年9月下旬に取締役会が大規模の増資を決定したが、機関投資家、少数株主の強い反発で、会社が株主総会直前に増資方法の一部を修正した。また、大手自動車メーカー福田汽車の新株発行による増資計画が、流通株主（発行済み総数の34.25%を占める）の同意を得られず株主総会で否決され、流通株主たる華夏成長基金、同益基金など機関投資家の反対意見が反映されたという²⁰。

しかし、類別表決制では、手続きなど具体的な措置は示されておらず、かかる実効性がどこまで効くのかについて疑問も持たれるようになる。とりわけ、投資家、少数株主の利益保護の基盤が非常に弱い現実のなかで、少数株主の利益を確実に保護しうするためには、大株主の権限濫用により少数株主に実際の損害を与えたとき、大株主に具体的な賠償責任を負わせる法的措置を講じるべきである。

他方、「類別表決制」は、資本多数決の論理に反し、多数派株主の利益が害される可能性も想定される。たとえば、重大事項の決定につき大株主の議決権が排除される場合、少数株主が自身の利益を追求するために不当な決議を行ったことによって、大株主の利益を害することになりかねない。とくに、議決権排除と関連する制度が十分に整備されていないなか、大株主の利益保護もなお問題となる。したがって、中国では、資本多数決の原則と少数株主の利益保護の要請を合理的に協調し、バランスがとれた制度を工夫することが必要である。そのため、外国の経験を参照し、議決権行使の例外規定を設けるべきである。たとえば、一定の数の株式を有する株主に対して議決権行使を制限すること、決議事項と利害関係のある株主は、議決権行使ができないことなどが考えられる。と同時に、法的には、株主総会決議の瑕疵に関する救済措置の充実も不可欠である。

2、受託者責任の明確化

中国の法体系、社会風土において、信託関係といった理念がしっかり根を下ろしているわけではない。市場経済に相応しい資産運用業者の出資者に対する受託者責任が十分に整えられておらず、受託者責任の法理が判例、学説上確立されていない状況にある。受託者責任に関しては、信託法および各資産運用業法に散見されているが、そこで、年金基金を例として、受託者責任の規制情况进行を検討する。

「企業年金基金管理試行弁法」によれば、年金資産は受託者、投資管理者などの個人および

法人の財産と独立し、分別管理の義務が定められる（4条）。また、基金の運用にあたって、誠実、信用、謹慎、有効に行う義務が受託者などに課される（8条）。しかし、受託者責任の核心的内容といわれる忠実義務、善管注意義務について詳細な定めはない。信託法においても、受託者が「誠実、信用、謹慎、有効」に管理すべき義務を負うと概括的な規定にとどまっている²¹。

むしろ、忠実義務に関しては、会社法に取締役の忠実義務の規定が設けられているため（148条）、その定めを年金受託者に類推適用できると解釈される。また、「企業年金基金の管理に関する試行弁法」に定める受託者の禁止行為、つまり、受託者が自己およびいかなる第三者の利益を図ってはならないとの規定は（16条2項）、利益相反防止策として忠実義務に関わるものであるとみることができる。善管注意義務についても、明文の規定は設けられていないものの、同弁法における年金資産の株式、国債、社債などの有価証券に対する投資比率の限定、および無限責任を負う可能性のある投資への禁止などは、善管注意義務の内容にあてはまるものであると理解できる。

しかしながら、これらの定めは至極簡単である。とくに、利益相反義務に関しては、利益関係者の範囲が明確に定められておらず、取引制限も欠けているため、防止策としては十分に機能するかが問題となる。年金受託者は、年金資産の全部または一部の運用に関し広範な裁量権を与えられ、年金投資の管理者、帳簿管理者を選別し、それらの者を監督する権限を有する。ところが、受益者、加入者の最善利益を図るという視点から、年金受託者はそれらの者を如何に監督するかが不明である。實際上、厳しい競争のなかで、企業年金設立の際、投資管理者などが先に決まり、かれらが年金受託者を選ぶといった本末転倒のケースがしばしばみられている。他方、受託者の管理費は基金純資産の0.2%以下と限定され、受託者が収益を確保するために、帳簿管理者、投資管理者を置かずに自ら運営、投資している例もある²²。こうした年金受託者の監督機能は、どこまで期待しうるかが危惧される。とりわけ、年金委託者と投資管理者は、単に委任関係だけではなく、事業上の利害関係も抱えるので、かれらは年金加入者のためにその責任を如何に尽くすかが、検討すべき事柄となる。受託者の範囲が年金受託者にとどまらず、実際に年金資産の投資運用に携わる全ての者を包括すべきである。忠実義務、善管注意義務は、運用機関にも適用されるべく、かかる義務を怠ったことにより、受益者、加入者の損害に対し賠償責任を負う規制の強化が必要である。

上述した年金基金の例から、中国における受託者責任規制の状況をみることができる。思うに、資本市場が発展途上であり、受託者の範囲、責任の内容に関する法律、規則が不明確であり、立法の遺漏が目立っており、その執行、遵守も非常に不十分である。投資のプロである受託者は委託者の信頼を得て扱った資金を管理し、運用する以上、明確な受託者責任制度の導入、とくにその責任を確実的に履行する制度的な保障措置は、投資家保護の観点からも必要不可欠である。今後、中国において、受託者責任にかかわる制度の規整、解釈論および学説の発展が課題となってくる。当面、政府部門の監督管理がきわめて重要である。

3、議決権信託制度の導入

中国において、議決権信託制度が採用されていない。個人株主は会社の政策決定に影響を及

ばしにくい現状を是正し、議決権信託制度を早急に導入すべきである。

ただ、年金、保険会社、証券投資基金などがその母体会社たる国有企业、あるいは国有株主、法人株主による支配される場合が多く、こうした公的性格を持つ機関による議決権行使の妥当性については、さらに検討する余地がある。とりわけ、国や地方政府が再び大量の株式を保有すると、資本市場のメカニズムが機能しにくくなるという教訓を強調しておきたい。国や地方政府が議決権を行使する場合、国が直接会社を支配し、経営に影響を与えることが危惧される。半面、意思なき株主が大きな割合を占めることは、株式会社制度の論理に反し、合理的ではない。

この問題に対し、アメリカでは、公的年金も議決権を行使している。日本の場合、公的年金が議決権行使の是非について賛否が分かれ²³、公的性格の強い厚生年金基金が自己運用の部分に限って議決権の行使が行われている。中国の実態に鑑み、国が直接的に議決権を行使しないことを原則とし、運用受託機関を通じて間接的に行使することが望ましい。具体的には、議決権の行使は、もっぱら受益者、加入者の利益を増大するために行われるものであり、受託機関は自らの裁量に基づいて行うべきである。受託者は、議決権行使の基本的な考え方を「管理運用方針」に明示するとともに、運用機関に対しその行使状況の報告を求めるべきである。

4、機関投資家の内部統制システムの完備

加入者、受益者の利益保護を図るために、機関投資家内部における監督システムの整備、リスクの回避、投資ルールの制定などコンプライアンスの改善が急務である。激しい競争と複雑、多様な市場環境に機動的に対応するために、資金運用マネージャーに大きな権限を与えている。半面、二重の委託関係における資金運用マネージャーには、必ず投資家の利益と一致する行動をとるとは限らず、いわゆるエージェンシーの問題も生ずる²⁴。換言すれば、実質的株主でないだけに、資金運用マネージャーの行動から生ずるエージェンシー問題は、公開会社の経営者と株主の間に生ずる場合よりも難しい。

投資顧問業者、親会社が保険会社、投資会社などを設立し、会社を実質的に支配し、不正な投資運営や権限の濫用行為が潜在する。とりわけ、親会社が国有株主に支配されている場合、自ら設立した投資会社に取り締役を送り込み、さらに取締役会トップのポストを握って投資政策に影響を与え、関連取引の可能性も想定される。それを防ぐために、機関投資家の取締役会構成員の半数以上がその投資顧問会社、親会社と利害関係のない者であるとすべく、社外取締役制度を機関投資家にも導入することが妥当である。社外取締役の資格要件は、「上場会社における社外取締役制度に関する指導意見」に定める基準を適用すべきである。また、外部監査機関によるチェックシステムの充実も必要であろう。

機関投資家における情報開示の強化も課題である。中国において、情報の非対称性、情報操縦の現象が深刻化している。誰が会社の大株主であり、誰が会社の意思決定に大きな影響を与えているのかは、投資家にとって重要な情報であるが、会社の実態を投資家に対して十分に開示していない。たとえば、証券監督管理委員会の「証券投資基金管理に関する暫行弁法の実施細則第五号——証券投資基金の情報開示に関する指針」では、公告書、年度報告および中期報告の内容と形式を明確化し、発起人などがその保有する基金額、前10位の株主の名称、持分比

率を開示しなければならないとされる。にもかかわらず、上記の事項について、ほとんどの基金が開示していない。

投資家の市場に対する不信感を払拭し、投資家に合理的な判断材料を提供するために、開示された情報の真実性、信頼性の確保、実効のある開示措置の整備が必要である。受益者、加入者に対する開示は、証券取引法上の規則を適用すべきである。親会社の株式保有者別の状況、機関投資家の大株主、役員の状況を開示の内容として義務付けるべきである。素人である投資家が多い現状を考慮し、より一層理解しやすい開示書類の作成が望ましい。

5、会社法への対応すべき課題

機関投資家の育成およびその役割を果たすために、会社法において少数株主権を重視する制度の整備が必要である。一般に、資本多数決の理論では、無視されがちな少数株主の権利をどの範囲内で保護すべきかが、立法政策的にきわめて難しい課題であるといえる。ところが、中国の現状をみる限り、あえて法政策的には少数株主権を重視する措置をとるのが賢明である。機関投資家の株主活動を容易にするには、とくに次の事柄を検討すべきである。

(1) 議決権の行使

会社法は、累積投票制度の弊害や諸外国の立法²⁵を参照し、定款自治で累積投票制度を採用している（106条）。しかし、会社側が導入するかしないかを定款に任せると、かかる制度が実際に機能できるかの問題が生じてくる。とりわけ、現実の問題としては、中国において、会社の株式が大株主に集中されており、たとえ全ての個人株主が一人に議決権を委託しても、大株主に対抗できない。個人株主の株主総会の出席と議決権の行使状況についての調査では、今まで総会に出席して議決権を行使したことがないと解答したのは、調査全体の9割に達した。つまり、個人株主は、基本的に株主総会に出席して投票権を行使し、自らの権益を積極的に行動するとはしない。その原因は、大多数の個人株主が総会の決議は大株主によって決められるので、たとえ自分が出席しても総会の決議にまったく影響力を持っていないと考えられ、一種のフリーライダー心理も窺える。

累積投票制度は、大株主の権限濫用を抑制する有効な手段と考えられる。ところが、定款自治の原則を認めると、大株主に支配される会社において定款でその制度を排除することが可能である。そうすると、制度導入の趣旨が問われる。したがって、国有株支配の下で個人株主が会社経営に確実に参加し、その制度を現実的に利用しうるために、立法論として累積投票制度は、強制主義の原則をとるべきであろう。

また、株主が株主総会の場で議決権の行使を通じて、取締役の解任などにより経営を監視し、自らの利益を保護することが可能である。そのため、株主が会社の財産および経営状況を詳細、正確に得ることが前提である。会社法では、株主総会開催の時間、場所および審議の事項を開催の20日前に株主に通知し、臨時総会の場合開催の15日前に株主に通知すると具体化されている（103条1項）。しかし、計算書類などを株主に送付することが認められていない。総会開催の20日前から財務会計報告を会社で閲覧ができるとはいえ、株主が広範囲に分布し、遠隔地の株主は閲覧に行くことは考えられない。そうすると、多くの株主は議決権を行使するのに必要最低限の計算書類さえもらえず、議決権の適切な行使が不可能になる。少数株主が株主総会

で議決権を行使しやすいために、計算書類など詳細な資料を株主に送付すべきである。それにより、株主は議案の内容をより時間をかけて、賛否の判断を下すことに資する。

(2) 株主提案権

株主提案は、会社と株主との間の意思疎通を促進する機能を有し、たとえ株主提案が株主の多数の賛成を得ず総会決議として成り立たなくても、その内容が正当なものである限り、他の株主の注目を集め、経営者にとって無視できない有力な批判的意見となる。

会社法の下で、単独または合同で会社の発行済み株式の3%以上を有する株主は、総会開催の10日前に臨時提案を書面で取締役会に提出することができる(103条2項)。ただ、株式の保有期間が規制されていない。今後、日本およびアメリカの証券取引所での上場が増加することが想定され、日本法の6ヶ月²⁶およびアメリカSEC規則の1年間の保有期間も参考とすべきであろう。

六、中国における機関投資家の役割の限界

1、機関投資家のインセンティブの不足

機関投資家にとっては、それぞれの問題を抱えながらも、資産運用の効率化という目的は企業統治に関与する誘因である。しかし、機関投資家がガバナンスに参加するかどうかは、機関投資家のインセンティブに左右され、かかる株主行動は集合行為のジレンマも存在する²⁷。また、機関投資家には、投資先会社に対し株主としての側面と、受益者のために資金を運用する受託者としての側面とがある。こうした両面性は、機関投資家の企業統治において果たす役割に重要な影響を与えている。機関投資家が、問題のある投資先会社の株式を保有し続けることにより成功の保証はない限り、会社経営に介入するためのさらなるコストを支出することは困難である。

現在、中国における年金基金、保険会社、証券投資基金といった機関投資家が、株主一般の利益を図るために積極的に経営監視を行うことはあまり期待し難い。なぜなら、第一に、中国の機関投資家が自身の成長期にあり、短期的な利益のために行動する傾向は、現状では、経営監視を行うのに相応な費用を負担するインセンティブがあるとは考えられないからである。第二に、株式保有の規模が、機関投資家の企業統治に関与するインセンティブに影響する点である。機関投資家の規模、保有比率と投資先会社のパフォーマンスの向上との間に正比例の関係を仮定すれば、大規模の機関投資家のほうがガバナンス問題に介入するインセンティブが大きくなると考えられる²⁸。しかし、現状は、国有株を段階的に市場に放出されているものの、厳しい制限も設けられている。中国では、社会主義的市場経済の路線を堅持する限り、国有株支配構造およびこれを支える法制度や政策が急速に変わる可能性は、あまり高くないようにも考えられる。国有株比率の引き下げがどこまで容認されるかが、今後の中国の企業統治のあり方に大きな影響を与える。こうしたなか、機関投資家の保有規模の増大も相当時間がかかるであろう。

2、機関投資家の役割を発揮する条件の欠如

アメリカにおいて、会社は株主利益を最大化するために運営されなければならないという考

え方が鮮明である。理論上、所有と経営の分離の下で、経営者が株主利益のために忠実に働く仕組みを機能させるために、経営者と利害関係のない独立した者が取締役会に送られ、株主の代理人として経営監視を行っている。実際上においても、機関投資家はチェック機能を発揮する具体的な手段は、独立した取締役と連携して経営者を規律付け、株主利益の最大化の実現に積極的な役割を果たしている。要は、アメリカの機関投資家による成功した株主活動では、機能する取締役会制度が必要な前提である。

中国の企業社会では、こうした前提的条件はあまり整えられていない。そのため、機関投資家の役割がどのぐらい期待できるかについて多くの問題が残される。思うに、中国において、大株主が顔の見えないものだけではなく、国家権力と重なって会社を支配する地位を確立している。会社のシステムはいまだ旧体制からの影響を受け、取締役が政府主管部門や、地方政府により派遣される場合も多くみられ、取締役会の機能が形骸化している²⁹。近年、上場会社において社外取締役制度が導入されたといっても、肝心となる社外取締役の人事は、旧態依然で政府主管部門、地方政府、取締役会トップなどの主導で行われており、社外取締役と会社の癒着現象も浮き彫りにされている。

こうしたなか、社外取締役は、投資家、少数株主の利益のためにどのような役割を果たしているのかについて疑問も持たれるようになる。また、アメリカにおいて、機関投資家が株主活動を行うときは、投資先会社に独立した取締役の選任に関与するのが一般的である。半面、独立した取締役が選任母体たる機関投資家の利益を代表するものの、本当に株主全体のために経営監視をしているかどうかとの議論もなお存在する。この点に関し、中国の場合、その弊害を如何に乗り越えるかについては、さらに検討する必要がある。とりわけ、所有と経営の分離がいまだ進んでいない状況の下では、公的性格を持つ機関投資家の成長に伴い、機関投資家による支配に陥ることもありうる。それを避けるために、機関投資家を含む大株主に対し、権利と責任のギャップを小さくする制度の検討も課題であろう。

七、おわりに

中国の株式市場は、国有株の問題を抱え、信頼性、透明性に欠け、風評に基づき短期的取引を行う個人投資家が多いといわれる。機関投資家の育成が遅れ、市場から経営を規律付けるためには、複雑な課題が山積している。

近年、中国においても、「物を言う株主」が現れた朗報があった。深センと香港証券取引所に上場する大手家電メーカー広東科龍電器が資金流用の疑惑で、2005年5月に証券監督管理委員会が同社に対して調査を始めた。同社の株主たる嚴義明弁護士が、同年7月2日に一般株主に呼びかける文書を公開した。文書では、臨時総会の招集に加え、3名の社外取締役、および取締役会会長を含む3名の取締役の罷免など計19項の議案を提出し、それらの議案の提案権および総会での通過を獲得するために、1ヶ月かけて委任状を集めたという³⁰。

中国の企業社会は、自らが有する多数の限定条件の下で時間をかけて、独自のシステムを模索しており、市場論理を整合したガバナンスの実現が重要な課題となっている。その過程において、法および政策の面で、投資先会社のガバナンスを投資家、株主の望ましい方向へと誘導

していくとともに、形式的ではなく実質的に最大限に機能しうるインフラを整えることがきわめて重要である。機関投資家の課題は、一国の経済政策、企業文化にもかかわる事柄であり、法の領域からのみ論じ尽くせるものではなく、経済学的な課題も内包する。果たして日米における資本の「機関化現象」が中国においても進化することが可能であるか、あるいは、今後、中国の企業統治における機関投資家の役割がどのように発展し、評価していくかについては断言できないが、機関投資家に対する根本的な考察を抜きにして、将来の中国企業社会のコーポレート・ガバナンス像を語ることはできないといえよう。

-
- ¹ B株市場は、人民元が自由に兌換できない条件の下で外資を調達する場所として1992年2月に設立された。しかし、上場する会社数はA株市場の1割にも満たず、かつ流動性も欠くため、早くもA株市場との価格差は5〜6倍に達し、長期低迷の状態にあった。2001年6月1日より外国投資家に限定されたB株は、外貨預金口座を持つ国内投資家にも購入可能となった。今後、AとB株市場の統合が予想されている。
 - ² 中国人民銀行の2003年3、4半期の「中国貨幣政策執行報告」による。
 - ³ 2005年5月17日中国情報局記事参照。
 - ⁴ 2006年末現在、380社の上場会社が親会社に占用された総額336億円の資金返済を受けた。一方、また返済されていない上場会社は17社で、占用された資金額は92億元に及んだ。そのうち、三九医薬集団がその子会社の資金37億元を占用しており、返済すべき総額の40%を占めている。夏麗華「証監会新聞發言人盤点清欠，17家未清欠公司人將被迫及法律責任」『中国証券報』2007年1月8日第1版。
 - ⁵ 調査では、2005年上半年に、取締役会会長、経理を更迭したのは176社に達した。解任理由の約3割は、横領、詐欺などの経済犯罪が絡んだという（日本経済新聞2005年9月6日16面）。
 - ⁶ 一方、中国のマクロ成長の牽引役は非国有会社であるといわれ、上場会社の大部分が元の国有企業であるため、株価にはほとんど反映されない点も指摘される。
 - ⁷ 株価の低迷が長引くなかで、2002年6月23日に証券市場を利用する国有株の放出、およびそこから得られた資金による社会保障制度の確立と関連する規定の実施を中止するとされた。
 - ⁸ 「OECDコーポレート・ガバナンス原則（1999年5月）」1F参照。
 - ⁹ 曹延平「資本構造、株式所有構造、成長チャンス企業と企業業績」2003年11月15日に南開大学に開かれた「第2回コーポレート・ガバナンス国際シンポジウム」における講演稿を参照。
 - ¹⁰ 世界の市場調査資料「中国のファンド2008〜2009年」による。
 - ¹¹ 人民網2009年8月26日記事参照。
 - ¹² 沙銀華「中国保険法改正によって保険資産の運用方法はさらに拡大へ」『ニッセイ基礎研』（2009年6月）。
 - ¹³ 企業統治における保険会社の性格については、李秀宓「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割（2・完）ーアメリカ法を中心としてー」法学64巻5号（2000年）643頁参照。
 - ¹⁴ 『中国統計年鑑』、『中国保険市場発展報告（2008）』による。
 - ¹⁵ 孫傑「中国における機関投資家の発展と課題」季刊『中国資本市場研究』2007 Autumn参照。
 - ¹⁶ 中国証券登記決算公司2008年の統計資料を参照。
 - ¹⁷ 銀広廈実業会社が虚偽の年度報告で株主に11万円の損害賠償を命ぜられた（人民法院報2004年12月

18 日)。

¹⁸ 中国法制日報 2004 年 1 月 25 日。

¹⁹ 一方、非流通株の実質的な運営者たる国有資産監督管理委員会は、「流通、非流通いずれも平等」と強く反対する(中国情報局 2004 年 9 月 27 日)。

²⁰ そのほか、上海証券取引所に上場する重慶百貨大樓は、2004 年 12 月 27 日に開いた臨時総会において、増資議案が個人投資家を中心とする流通株の 57%が反対に回ったため、否決された。反対票の非流通株主を含めた全株主に占める比率は、僅か 2%に過ぎない(日本経済新聞 2004 年 10 月 7 日 14 面、12 月 29 日 14 面参照)。

²¹ いわゆる「誠実、信用」義務は、一般的には「誠信原則」と解され、民法通則における誠信原則(民法通則第 4 条)に由来するものと考えられる。誠信原則は、大陸法上の概念であり、日本法上の信義原則に類似するとの見方もみられる(王利民「試論誠実信用原則」民商法研究第 4 卷(第 2 版)(法律出版社、2001 年)60 頁)。日本における信義原則は、民法上の原則の一つであり、広範かつ柔軟に用いられている法理であり、民法の全域、さらに民法を超えた領域でも援用されている(内田貴『民法 I(第 2 版補訂版)』(東京大学出版社、2000 年))。また、日本では、受託者責任に匹敵する概念が信義原則であるとの見解もある(上村達男「投資顧問業者の注意義務研究会報告書の意義」金法 1625 号 18 頁)。中国における誠信原則は、その法源を強調すれば、必ずしも英米法における受託者責任と同一のものではないが、近時、その機能に着目し、受託者責任として捉える傾向が強くなりつつある。しかし、中国における誠信原則の内容が相当抽象的であり、かかる原則が具体的に問題とされる事例も今のところほとんどみられていない。この点、中国においてその原則の中身を一層具体化させる研究、判例の蓄積が必要である。

²² 郭建華「受託人資格争議 銀行養老金公司被擱置」中国企業年金網 2007 年。

²³ 議論の状況については、相原隆「機関投資家の株主行動(1)―株主によるコーポレート・ガバナンスとその課題―」法と政治 53 卷 4 号(2002 年)847 頁以下参照。

²⁴ チャールズ・D・エリス(大和正典訳)「機関投資家時代の証券運用」(日本経済新聞社、1987 年)58 頁。

²⁵ 累積投票制度は、少数株主の代表を取締役に選出できるように考案された取締役の選挙方法であり、紛れもなく少数株主を保護する制度である。他面、取締役会に党派的对立を持ち込み、会社業務の運営を阻害する危険が大きいとの指摘もある。現在では、委任状争奪戦や敵対的買収を招きかねないという点も含め、弊害のほうがかローズアップされているようである。その制度の母国であるアメリカ各州の会社法において、これを認める規定も次第に削除された(小林俊明「株式会社における機関投資家の役割と累積投票制度(1)」法学論集 28 卷 1~4 号(1995 年)199 頁以下)。日本においても、累積投票制度が認められているが、定款により採用しない旨を定めることができるので(会社法 342 条 1 項)、実際には、ほとんどの会社では定款でその制度を排除している状況にある(江頭憲治郎『株式会社法(第 2 版)』(有斐閣、2008 年)358 頁以下参照)。

²⁶ なお日本会社法 303 条 2 項では、公開会社以外の株式会社は 6 ヶ月を下回る期間を定款で定めることができる。

²⁷ 株主にとって、経営陣をモニターすることから得られる利得、他の選択たとえば、株式を保有してもモニターしなかったり、株式を売却したりするなどの選択による利得より高いという条件が整えば、株主は集合財(会社の構成員たる株主集団の共同利益)のために働くインセンティブを有する。しか

し、経営陣をモニターすることが、株主全員にとって結果として株主の利益になるのに、誰もモニターに参加しようとしらないという集合行為のジレンマが存在する（李秀宓・前掲（注 13）652 頁以下参照）。

- ²⁸ 上田亮子「英国のコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割—その実効性と限界—」国際商事法務 29 巻 1 号（2001 年）38 頁。
- ²⁹ 拙稿「中国会社法における取締役会のコントロール機能（1）」法学雑誌 51 巻 1 号（2004 年）222 頁以下参照。
- ³⁰ 日本経済新聞 2005 年 7 月 13 日 9 面。