

氏名（本籍地）	陳塵（中国）
学位の種類	博士（経営学）
報告・学位記番号	甲第447号（甲（営）第27号）
学位記授与の日付	平成31年3月25日
学位記授与の要件	本学学位規程第3条第1項該当
学位論文題目	中国国有上場会社における経営者報酬とコーポレート・ガバナンスに関する研究
論文審査委員	主査 教授 博士（経営学） 劉永鵬
	副査 教授 博士（経営学） 柿崎洋一
	副査 教授 西澤昭夫

# 学位請求論文審査報告書

## 【論文審査】

### I 学位請求論文の概要

陳塵君から提出された経営学博士学位請求論文「中国国有上場会社における経営者報酬とコーポレート・ガバナンスに関する研究」は、中国経済の成長にとって大きく貢献しえる存在である中国国有上場会社の支配構造（＝コーポレート・ガバナンス）に焦点を当て、そのコーポレート・ガバナンスのもとで選択された経営者報酬の現状、特徴及び問題点や、問題点を生じさせた背景と制度的要因、さらには問題解決の意義とその可能性などについて検討・分析を行った論文である。本論文で、エージェンシー理論をベースに、中国国有上場会社の所有構造における「多重委任」という特徴と、それが故に、大株主が株主権を行使せず、業績によって経営陣を解任することもしない、結果的に中国共産党委員会から派遣された経営者による「内部者支配」というガバナンス構造を形成したという事実を浮き彫りにした。

また、現代の経営においては、経営者とくにトップ・マネジメントの力量とそのモチベーションは、企業経営の効率性と企業の業績に直結するが、前記の中国の独特な支配構造の下では、経営者の経営能力を発揮させる環境もなければ、そのモチベーションを高めるインセンティブも欠落するがゆえに、経営者は株主やその他ステークホルダーのために効率的経営を追求することなく、逆に自分の報酬をできる限り高めようとする、いわば、レント・シーキングに向かうことになる。その際、会社の会計上には交際費や旅費および車両費などの企業経営に伴う費用として計上される経営者の「在職消費」は、グレー・ゾーンの経営者報酬と化し、政策的に低い報酬を強いられている中国の国有上場会社の経営者のインセンティブ要素となる一方で、「在職消費」自体の性格の不明確も手伝い、経営者にとってのレント・シーキングの標的となってしまう、取れるだけとろうとする行為が一般化してしまった。

こうした中国国有上場会社のコーポレート・ガバナンスと経営者報酬の特異性について、本論文では詳細な分析を加えている。この分析によって、中国国有上場会社の自己資本利益率（ROE）と総資産利益率（ROA）は、中国の民営企業や日米欧の主要国の企業より低く、経営の質も見劣るのではないかという問題点を提起した。本論文では、これら問題点の解決に向け、①資産管理会社の機能強化、②経営者の政治任用の廃止、③株主権強化に伴う新たなコーポレート・ガバナンス構造の確立、といった論点を提起している。

### II 本論文の構成

本論文は、序章及び終章を含め、7章で構成されている。

序章では、本論文の研究背景と問題意識を明確にした上で、こうした問題意識に基づき、具体的な研究課題が提示された。第 1 章では、まず、経営者報酬制度の性格を明らかにしてから、その生成過程を分析した。また、米国企業経営者の報酬制度の現状に基づいて考察を展開した。そこでは、業績に連動したエクイティ報酬は経営者のインセンティブに対して特徴的な関係を見出した。さらに、経営者報酬に関する理論動向を纏め、経営者報酬とコーポレート・ガバナンスの関係を明らかにしようとした。

第 2 章では、中国国有企業の全体像について概観する。中国企業制度の変遷と企業形態の変化を辿りつつ、中国国有企業の改革及び現状について検討した。併せて、中国国有企業におけるコーポレート・ガバナンスの変遷についても説明した。さらに、国有資産管理構造と会社機関構造の視点から、中国国有上場会社のコーポレート・ガバナンス構造を考察した。

第 3 章では、中国における経営者報酬に関する先行研究をレビューした上、中国国有上場会社における経営者報酬の現状について分析し、その特徴を明らかにした。さらに、先行研究を踏まえ、中国国有上場会社における経営者報酬の理論構造を提示した。

第 4 章では、中国国有上場会社における経営者報酬の実態を浮き彫りにした。そこでは、既存の中国上場会社における支配構造モデルを分析したうえ、経営者報酬の実態と既存の支配構造モデルから導出される経営者報酬との矛盾点を指摘し、その矛盾を起こした因果関係を明確にした。

第 5 章では、中国国有上場会社の改革の限界を指摘した。中国株式市場の機能不全と経営者市場の欠如が原因で、中国国有上場会社においては、業績連動型報酬の効果が乏しいという結果をもたらした。また、中国国有上場会社における独特の支配構造のもとでは、上場株式会社に求められる経営者報酬とコーポレート・ガバナンスの機能を回復させるために、改革の必要性和方向性、さらに改革に伴う困難さも指摘した。

終章では、本論文の結論と研究の成果を纏め、残された研究課題を提示している。

### III 本論文の理論的貢献

本論文の理論的貢献を次のように纏めることができる。それは、①中国国有上場会社のガバナンス構造は、大株主支配（＝形式論）のもとでの内部者支配（＝実態論）という特殊な構造であることを明らかにしたこと、②このガバナンス構造のもとで、欧米と類似した報酬ミックスが導入されながら、機能しないだけでなく、これに代わる中国独特の経営者報酬が存在すること、③その中身は「在職消費」が大きなウェートを占めていることと、「在職消費」の性格、役割ならびに問題点を指摘したこと、④中国共産党委員会から指名された経営者がレント・シーキングの一環として「在職消費」の増大を追求する因果関係を明らかにしたこと、である。具体的には、以下のような内容になる。

(1) 経営者報酬とコーポレート・ガバナンスとの関係を再確認したことである。コーポレート・ガバナンスは経営者に対する規律付け（モニタリング）である一方で、経営者への

インセンティブもその重要な内容構成である。経営者報酬の問題は、まさにこのインセンティブの根幹を成すものである。経営者の報酬水準と報酬ミックスは、会社の業績との連動性を高めることによって、経営者に対する株主のエージェンシー・コストを削減することに繋がるうえ、経営者にとっては具体的な成果目標を示すことによって業務が明確になり、モチベーションを高めるという効果を持つ。そして、このエージェンシー問題を解消するための有効なインセンティブ・システムをどのように構築するか、さらに、株主の利益を最大化するために経営者の行為をどのように規制するのか、といった 이슈がコーポレート・ガバナンスの原点になるのである。これら点について、本論文では再確認することができた。

(2) 中国の国有上場会社の独特な支配構造を浮き彫りにしたことである。中国国有上場企業の大株主は欧米諸国の株主と違って、その株主権をほとんど行使せず、業績によって経営陣を解任することもせず、その結果、共産党委員会から派遣された経営者による内部者支配というガバナンス構造になったのである。今まで、中国国有上場会社のガバナンスを巡っては、研究者の間においても、「大株主支配」とか、「内部者支配」とか、さらに「大株主+内部者の共同支配」とか、などの論争があったが、本論文では、「大株主支配（＝形式論）のもとでの内部者支配（＝実態論）」というオリジナルな見解を提出した。

(3) 中国国有上場会社における経営者へのインセンティブとして、欧米諸国などで形成された経営者の報酬ミックスが導入されているものの、その実効性が伴っていない。むしろ、政策的にその機能は抑制されていた。それが原因で、中国国有上場会社の経営者にはレント・シーキングに向かうインセンティブが働き、その具体的な行動は「在職消費」の報酬化とその収受になる、といった事実を指摘したことである。「在職消費」とは、経営職に付随するさまざまな役得（特別の利得や特権）であり、企業会計でいえば、交際費や車両費などに相当するものである。「在職消費」が国有上場会社の経営者にとってはその収入増の手段と化し、インセンティブ要素となりながらも、この「在職消費」を業績に連動させる実質的な仕組み自体が欠如しているため、不況時になると、「在職消費」は詐取まがいになる可能性を秘めている。その結果、中国国有上場会社の経営者は会社の業績に関係なく、費用となる「在職消費」を収受することを優先するため、会社の費用増につながり、企業利益を圧迫する一因となる。これこそ、中国経済に重要なプレゼンスを占めている国有上場会社がなぜ成長せず、中国経済を牽引するエンジンになりえない原因の一端を構成する。

本論文では、「在職消費」の中国国有上場会社の経営者にとってのインセンティブ効果を認めつつも、その経営業績に結びつく仕組み自体の欠如という欠陥を指摘した上で、結果的に経営者のレント・シーキングの中身になってしまう問題点を浮き彫りにしたのである。

(4) 中国国有上場会社においては株主権が集中され、株主権行使の法的基盤が存在しているにもかかわらず、実際には行使されていない、といった現実を明らかにしたことである。

中国国有上場会社の大株主は「国」ではあるが、誰がここでいう「国」を代表するのかは必ずしも明確とは言えない。中国の国会に当たる「人民代表大会」も、行政機関トップである「国務院」も、さらに、2001年以後新たに組成された「国有資産管理監督委員会」も、どれもが国有株主の資格を有するが、どれも最終的な責任を取らないでいる。ましてや、これら機関の上に共産党委員会が君臨しているのである。

本論文では、上記のような大株主支配もとでの株主権不行使の因果関係を明確にした上、株主権強化に伴う新たなコーポレート・ガバナンス構造確立の必要性および方向性と、コーポレート・ガバナンス改革には、さまざまな障害と困難を伴うことを指摘した。

### **【審査結果】**

本論文には、日本語表現に若干の不適切な部分が散見される。また、一部のイシューに関してはさらなるデータ分析の必要性があると思われる。しかし、これらは論文の独創性や論理性に影響を与えるものではなく、論文全体の質を落とすものではないと考えられる。

本学位請求論文は、その内容の独創性と有用性、ならびに論理展開の一貫性等を鑑み、博士学位論文の水準に達していると考えられる。また、経営学研究科（経営学専攻）の博士学位審査基準に照らしても妥当な研究内容であると認められる。したがって、所定の試験結果と論文審査に基づき、本審査委員会は全員一致を持って陳塵君の経営学博士請求論文は、本学博士（経営学）の学位を授与するに相応しいものと判断する。