

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

4310150002 陳塵

博士学位請求論文要旨

1. 本研究の問題意識

中国国有上場会社は、中国の株式市場に占めるシェアが高く、その企業規模も大きい。それ故に、中国国有上場会社の中国経済におけるプレゼンスが大きく、その業績如何は中国経済自体を大きく左右するほどである。また、国有上場会社には経営者の年俸制が実施されており、経営者報酬は企業業績と連動した長期的なインセンティブ報酬制度を採用している。とくに21世紀に入ってから、中国の国有上場会社は欧米や日本などで普及していた経営者持株制度や、ストック・オプション制度、ならびに株式ベース報酬などの「股権」と呼ばれる報酬ミックスが長期インセンティブの手法として導入され、その効果が期待されていたのである（董, 2017）。

しかし、中国の国有上場会社の経営効率は低下する一方である。自己資本利益率（ROE）は10年で半減し、総資産利益率（ROA）は3分の1近くまで低下した。国策に沿った投資や事業展開で経営規模が拡大した割には利益が伸びていない。その効率性は中国の民営企業や日米欧の主要国企業に見劣り、経営の質の向上が伴っていない実態が浮き彫りになっている（『日本経済新聞』2018年08月19日朝刊より）。

言い換れば、中国国有上場会社の経営者に対するコーポレート・ガバナンスは実効性を持たず、業績向上には結び付いていないのである。中国国有上場会社の業績を上げるためには、経営者の適確なマネジメントが不可欠であり、経営者が業績向上に貢献するインセンティブが必要である。しかし、中国国有上場会社には、経営者の企業業績向上に向けた十分なインセンティブ機能が果たしていないのである。

本論文では、中国国有上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する先行研究を踏まえながら、中国の国有上場会社の支配構造に焦点を当て、そうした支配構造下で選択され得る経営者報酬とその現状について検討した。また、現行の経営者報酬の問題点と問題解決の必要性とその意義についても論述した。さらに、その検討と論述とともに、中国における国有上場会社の経営者の背任・浪費といった社会問題にも触れた。この問題では、国家が所有する株式会社に対する経営者の動機付けというエージェンシー問題が焦点となる。つまり、中国の上場国有会社における独特の所有構造の下では、欧米で採用されているインセンティブ報酬の仕組みが中国国有上場会社の経営者に対して、本当に機能するのか、という問題提起を行った。

2. 本研究の意義

中国では「国家による企業所有と企業管理」のシステムが強固に残っているため、コーポレート・ガバナンスにおいても欧米とは異なる構造となっているのである（李, 2008）。社会主義市場経済に移行しつつある中国においては、株式会社制度が導入されているが、中国に適用できるかは疑問である。即ち、中国的コーポレート・ガバナンスの仕組みを如何に作り上げ、企業経営の健全性と効率性を如何に確保するか、という問題を解決しなければならないのである。ここで、中国国有上場会社に対する支配について具体的に考える際、主要な研究対象の1つとして挙げられるのが経営者支配の問題である。Barle and Means（1932）が、論じたように、企業が大規模化するにつれ企業の所有者たる株主が分散し、経営者は所有せずして企業を支配する主体として強い権力を持つに至るとされた。また、会社の変容は経営技術の複雑化をもたらし、専門的な高い能力を持った経営者が必要とされることとなった。この高い経営能力を発揮するために、経営者報酬について分析することは、中国国有上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する考察に直結するのである。

また、経営者報酬を考察する際に、報酬水準だけではなく、報酬ミックスも重要である。経営者の報酬ミックスを会社業績との連動性が高いものにすることは、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、具体的な成果目標が示されることにより業務が明確になるといったメリットがある。そして、このエージェンシー問題を解消するためには有効なインセ

ンティブ・システムをどのように構築するかを考えなければならない。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も、そもそもコーポレート・ガバナンスの原点になるのである（中村, 2013）。

3. 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うえで、こうした問題意識に基づき、具体的な研究課題を提示した。

第1章では、まず、経営者報酬制度の性格を抑えたうえで、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き、考察を展開した。そこでは、業績に連動したエクゼクティブ報酬は経営者のインセンティブに対する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・ガバナンスの関係性を明らかにした。

第2章では、中国国有企業の全体像について説明した。まず、中国企業制度の変遷と企業形態を概観し、中国国有企業の改革及び現状について検討した。また、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との視点から、中国国有上場会社のコーポレート・ガバナンス構造を明らかにした。

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、先行研究を踏まえながら、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。ここでは、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で、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らかにした。

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が不完備と経営者市場が欠乏しているため、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。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、

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、改革が必要不可欠である。本章では、その改革の方向性と伴う困難さを明確にした。

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た。

4. 本論文の結論と主な成果

本論文は、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コーポレート・ガバナンスに焦点を当て、その実効性のなさと、業績向上に結び付いていない原因を分析したものである。本論文では、まず、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。また、このガバナンス構造のもとで、中国独特の経営者報酬ミックスが存在し、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を指摘した。さらに、中国の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上、中国国有上場会社改革の方向性と困難性を指摘した。本論文の結論と成果は、以下のようにまとめることができる。

(1) 経営者報酬とコーポレート・ガバナンスとの関係を明確にしたことである。株式上場会社の経営者は、株主をはじめとする多様なステークホルダーのもと、グローバル化や IT などの技術パラダイムの変化といった複雑な経営環境を乗り切り、高い会社業績を示すことが求められている。これを実現するには優れた経営知識や能力が不可欠だが、優れた経営能力を持つ経営者は少ないことで、経営能力が高い経営者ほど高額な報酬を得ることになるのであった。この高額な報酬は、希少性に依拠するレントである。だが、経営者が経営能力に依拠しないレントを追求する活動、即ちレント・シーキングが生じることも知られている。レント・シーキングは経営者と株主とのエージェンシー問題である。このような経営者によるレント・シーキングを回避するインセンティブとして、現代の株式上場会社においては、業績を経営者の高額報酬と連動させる報酬ミックスが採られている。優れた経営能力を持つ経営者は、その能力を発揮し、高い業績を実現することで、高額報酬としてのレントを享受することになるのである。

(2) 中国国有上場会社において、経済的合理性に基づく会社経営を目指して、

会社改革を行い、上場会社としての体制整備を図ろうとしている。こうしたガバナンス構造のもと、株主は業績評価を基準にした経営者の任免や、報酬の多寡、業績見通しなどを踏まえて検討し、決議するのである。しかし、現実には、中国国有上場会社の大株主は、欧米などの株主と違う構造下にあるのである。株主でありながら、その株主権を行使せず、業績によって経営陣を解任することもしないのである。その結果、共産党委員会に任命され、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するのである。この構造のもとでは、先進国で見られているような上場会社の経営は株主による強いプレッシャーのもと、経営者は企業収益（＝株主収益）の最大化を追求するといった行動は、中国国有上場会社の経営者にはあまり見られないのである。その結果、国有上場会社では、経営者が株主総会からの制約ではなく、事実上共産党の直接統治下に置かれてしまうのである。これは、中国の国有上場企業の独特な支配構造を生み出したのである。

（３）中国国有上場会社には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てき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。というのは、中国国有上場会社においても、有能な経営者にレントを与えようとする報酬ミックスが存在してはいるが、さまざまな政治的理由で、そのレントの享受が規制されているのである。こうした政治的理由による規制によって、中国国有上場会社の経営者がレントとしての相応な報酬を得られず、業績を上げようとするインセンティブを喪失してしまうのである。言い換えれば、中国国有上場会社の経営者には、形式上レントの享受権を有しながらも、実際には手に入っていないという歪な構造となっているのである。

（４）前述した構造のもとで、レントとしての報酬ミックスが機能する条件を欠いているため、中国国有上場会社の経営者に十分なインセンティブを受けていない状況にある。それが原因で、中国国有上場会社の経営者はレント・シーキングを追求する道を走ってしまう。その具体的な行動が、「在職消費」の報酬化とその收受である。「在職消費」が国有上場会社の経営者にとってインセンティブとなったことで、会社の業績向上は、経営者の在職消費額の増加を可能にしたからである。とはいえ、「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。それはまた、「在職消費」を正当なインセンティブとして認めかねなくなる。結果的に、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しようとするため、不況時においても費用が加算され、利潤をさらに圧縮することになるのである。それによって、中国経済において重要な地位を占めている国有上場会社でありながら、その相応の役割を果たしていない構造となってしまったのである。

(5) 中国国有上場会社に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、行使されていない。そして、ガバナンス機能回復条件としては、株主権の行使を強化する必要があるのである。つまり、中国国有上場会社の人事任免権を株主に返還し、株主総会を通じて、株主による経営者の任免を行うべきである。また、経営者の行動を株主意向に一致させるためには、業績に連動するインセンティブ報酬が重要な手段の1つと考えられる。その業績連動型インセンティブ報酬を果たすためには、まず、業績を反映した株価が形成される株式市場を機能させることが必要である。中国国有上場会社の収益力向上には、①資産管理会社の機能の再生、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、などが必要不可欠である。そのためには、徹底した改革が必要である。改革にはさまざまな障害と困難がともなう。本論文では、中国国有上場会社のコーポレート・ガバナンス改革の重要性と共に、改革の障害と困難さをも指摘した。