



中国国有企業ガバナンス改革の視点 : シンガポール・テマセクモデルを参考に

楊, 永良

(Citation)

六甲台論集. 法学政治学篇, 64(1):91-122

(Issue Date)

2017-09

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/81009962>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81009962>



中国国有企業ガバナンス改革の視点 —シンガポール・テマセクモデルを参考に—

楊 永 良

序章

第1章 中国国有企業におけるコーポレート・ガバナンス

第1節 中国国有企業と国有企業改革

第2節 国資委と国有資本運営会社

第3節 上場国有企業における現状とその問題点

第2章 シンガポールのテマセクモデル

第1節 テマセクモデルとは何か

第2節 テマセクと政府との関係

第3節 テマセクとGLCsとの関係

第4節 テマセクモデルにおける取締役会

第3章 中国における「テマセクモデル」の可能性

第1節 外部統治構造のあり方

第2節 内部統治構造のあり方

結び

序章

中国国務院（日本の内閣に相当する。以下、「国務院」という）は2015年9月に、市場に期待されていた「国有企業改革の深化に関する指導意見」（以下、「指導意見」という）を公表し、国有企業改革のガイドラインとして各界からの関心を呼んでいる。「指導意見」は、2013年11月に中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（以下、「三中全会」という）で可決された「改革の全面的深化における若干の重大な問題に関する中共中央の決定」（以下、「決定」という）という国有企業改革案に基づいた具体的な計画案である。

「指導意見」では、国有資産管理体制、現代的な企業制度、市場に基づく経営のメカニズムなど改革の重要領域において2020年までに決定的な成果を上げ、才徳兼備の経営者と国際的な競争力を有する国有中核企業を育成することを目標としている⁽¹⁾。具体的には、国有企業のカテゴリ管理、現代的な企業制度の整備、国有資産管理体制の整備、混合所有制経済の発展、国有資産の流失防止、党の指導の強化及び改革環境の整備などを主要な項目として盛り込まれている。その中で、コーポレート・ガバナンス（企業統治）を中心とする現代的な企業制度の整備、「資産管理」から「資本管理」への転換を中心とする国有資産管理体制の整備、非国有資本（外国資本を含む民間資本）の積極的な受け入れを中心とする混合所有制経済の発展は国有企業改革の柱として推進されている⁽²⁾。

しかし、「現代的な企業制度の整備」と「混合所有制経済の発展」といういずれの方針も初めて提出されるものではない。「政企分離」⁽³⁾（行政管理と企業経営の分離）を含む「現代的な企業制度の整備」という改革方針は1993年の第14期三中全会で初めて提出されてから30年も経過したにもかかわらず、取締役会の形骸化、政府から国有企業の企業経営への不当介入等の状況⁽⁴⁾が改善されていない。学者から国有企業で実現されていたコーポレート・ガバナンスは内部者支配（insider control）と政党による行政関与の混合物だという鋭い指摘⁽⁵⁾もあった。すなわち、国有企業には有効なコーポレート・ガバナンス・システムが十分に確立されていないという問題が次第に顕在化してきた⁽⁶⁾。また、民間企業が国有企業に参入するための平等な競争環境作りがどこまで実現されるのか⁽⁷⁾、シンガポールのテマセク（Temasek Holdings Private Limited、以下「テマセク」という）をモデルとしている国有資

(1) 中华人民共和国中央人民政府「中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见」、http://www.gov.cn/zhengce/2015-09/13/content_2930440.htm、(2016.08.24最終アクセス)。

(2) 国务院国有资产监督管理委员会「国务院国资委举办“四项改革”试点新闻发布会」、<http://www.sasac.gov.cn/n85881/n85901/c1321559/content.html>、(2016.11.22最終アクセス)。

(3) 「中国共产党第14回3中全会で採択された「社会主义市场经济体制立に関する若干問題の決定」では、「産権清晰（明確な国家の国有資産所有権と企業の法人財産権）、「政企分離」（行政府の企業生産経営への不介入）、「権責明確」（明確な出資者の所有者権益と責任、企業の損益自己負担）、「管理科学」（科学的な組織管理制度）」が国有企業改革のキーワードとなり、明記された。」金山権「中国における国有企業の改革と企業統治——外部監督・監査を踏まえ」早稲田商学第438号(2013)452-453頁。

(4) 顾功耘=胡改蓉「国企改革の政府定位及制度重构」现代法学第36卷(2014)82頁。

(5) 张春霖「国有企业改革的新阶段：调整改革思路和政策若干建议」吴敬琏編『比较(8)』（中信出版社、2003）194頁。

(6) 吳淑儀「中国国有企業の企業統治改革—第三者機関の役割」（創世社、2008）7頁。

(7) 三菱東京UFJ銀行「三中全会を機に進展する中国の企業改革：経済レビュー」（2014）1頁、http://www.bk.mufg.jp/report/ecomon2014/monthly_rb0120140730.pdf、(2016.11.9最終アクセス)。

本投資運営会社（以下、「国有投資会社」という）への改組はどこまで可能なのか⁽⁸⁾についても疑問の声があがっている。

中国国有企業改革で一番問題とされるのは政府が所有者として国有企業の日常経営に介入することである⁽⁹⁾。すなわち、政府管理と企業経営との分離、いわゆる「所有と経営の分離」である。これを実現する為に、鍵となるのはコーポレート・ガバナンスである。健全なコーポレート・ガバナンス制度の構築は、現代的な企業制度の整備はもちろん、テマセク並みの国有投資会社の実現、混合所有制の推進などの改革目標の基本になっているともいえる。そこで、本論文では、中国国有企業において如何に健全なコーポレート・ガバナンスを構築するか、検討を行うことにしたい。具体的には、独立性を有する取締役会の建設を中心として検討する。

現在の法律のもとでは、「会社化（公司化）」と呼ばれる株式会社への改組がなされた国有企業においては、職員労働者代表大会によって選任される取締役⁽¹⁰⁾の従業員代表を除き、取締役は出資者としての國務院国有資産監督管理委員会（以下、「国資委」という）によって任命され（中国会社法⁽¹¹⁾ 67条2項、企業国有資産法22条）、取締役会の議長（以下、「議長」という）、最高経営責任者（CEO）の選任も国資委によって指定する。国有持分支配会社及び国有資本参加会社における株主代表、取締役代表は国資委の指示に従って議決権を行使し、職務履行状況を国資委に報告する（企業国有資産法⁽¹²⁾ 13条、企業国有資産監督管理暫行条例⁽¹³⁾ 22条、）。株式会社に改組しない国有独資企業は全民所有制工業企業法⁽¹⁴⁾に従い、取締役会を設置せず党委員会指導の下における工場長責任制を採用する。工場長は政府によって任命する（全民所有制工業企業法7条・44条）。なお、国有独資企業は従来の計画経済の下での企業と性質をほぼ同じくするもの⁽¹⁵⁾とされており、本論文の検討対象から除外することとする。

(8) 三浦有史「中国の国有企業はどこに向かうのか—成長の持続性を左右する改革の暫定評価—」環太平洋ビジネス情報RIM15巻58号（2015）39頁。

(9) 顧ほか・前掲注4。

(10) 以下、中国語の用語は次のように日本語に訳する。股東大会＝株主総会、董事＝取締役、董事會＝取締役、董事長＝取締役会の議長、監事＝監査役、監事會＝監査役会、總經理＝最高経営責任者（CEO）、国有獨資公司＝国有獨資会社、国有資本控股公司＝国有持分支配会社、国有資本参加公司＝国有資本参加会社、廠長責任制＝工場長責任制。

(11) 中华人民共和国公司法（2013）。

(12) 中华人民共和国企业国有资产法（2008）。

(13) 企业国有资产监督管理暂行条例（2003）、以下、「国資条例」という。

(14) 中华人民共和国全民所有制工业企业法（2009）。

(15) 吳淑儀・前掲注6、8頁。

このような制度の下で、取締役の専門性と独立性が保障されておらず、政府が企業の日常経営への不当な介入は窺える。このような現状を打ち破るため、「指導意見」では、国有投資会社への改組を踏み出し、出資者である国資委は人事、経営等を含む「資産管理」から「資本管理」への転換することを提示した。これによって、国有資産の管理構造は国資委－国有企業という二重構造から国資委－国有投資会社－国有企業⁽¹⁶⁾という三重構造へ転換する。これは後述するシンガポールのテマセクモデルにならって、取締役会を核心にする国有企業の管理制度である。国資委の権限を資本管理に絞り、これにより国有企業への介入を最大限に防止する。そして、国有投資会社は市場メカニズムに従い、投資先である国有企業を管理する。健全なコーポレート・ガバナンス制度を構築することによって、国有企業経営の透明性と効率性を高める⁽¹⁷⁾のが狙いである。本論文は、そのような見地から、改革のモデルとされるテマセクモデルを検討し、取締役会を中心に中国国有企業におけるコーポレート・ガバナンス健全化の方向性を探ることとする。

「テマセクの中国化」という議論はもとより本論文が初めてではない。中国国内では、テマセクに関する研究は少なくない。ただ、テマセクモデルを紹介するだけにとどまり、または、国有企業の問題点を指摘し、テマセクを参考に提言する先行研究⁽¹⁸⁾がほとんどである。会社法の観点からテマセクモデルを分析し、中国における制度改革の方向性に関する検討は十分ではないと思われる。本論文は、シンガポールの法律制度を踏まえてテマセクモデルの運営・管理を分析・検討したうえで、中国国有企業におけるコーポレート・ガバナンス制度改革の方向性を示すものである。

まず、第1章で、中国国有企業におけるコーポレート・ガバナンス制度の現状と問題点を検討し、課題を明らかにする。第2章で、シンガポールのテマセクにおけるコーポレート・ガバナンス制度を紹介・分析する。第3章で、「テマセクの中国化」の可能性を分析し、制度改革の方向性について検討する。

なお、本論文においては、株式会社へ改組された国有持分支配会社に焦点を当てて中国国有企業を検討し、特に商業類の上場企業を念頭において分析する。

(16) 国务院国有资产监督管理委员会「中国青年报：国资监管转身——从“婆婆”到“老板”」、<http://www.sasac.gov.cn/n86302/n86361/n86401/c1327329/content.html>、(2016.11.22最終アクセス)。

(17) 呉・前掲注6、4頁。

(18) 莫少昆＝余继业『问道淡马锡』（中国经济出版社、2015）、国网能源研究院『国内外企业管理实践典型案例分析报告』（中国电力出版社、2015）、张清「淡马锡模式中国化与国有企业董事会建设」财会月刊25期（2016）、张占奎＝王熙＝刘戒骄「新加坡淡马锡的治理及其启示」中外管理比较第410期（2007）。

第1章 中国国有企業におけるコーポレート・ガバナンス

第1節 中国国有企業と国有企業改革

中国国有企業改革はよく耳にする言葉である。本節では背景知識として、国有企業の定義および国有企業改革をめぐる法と実務の動向について概説したい。

まず、国有企業の定義から説明しよう。中国においては、国有企業に対し特に法律上定義されていない。2003年に、財政部は非公式な定義として公安部への「国有企業認定問題に関する意見書」で初めて国有企業の範囲を定めた。資本構成から政府が100%出資している国有独資企業と国有独資会社は「国有企業」であり、国有資本が50%を超えた持分支配会社も含まれており、持分50%以下の会社は支配の構造が複雑であるとして後日の検討が必要とされている⁽¹⁹⁾。一般的に、現状では「国有企業」とは国有独資企業、国有独資会社および国有持分支配会社（持分50%以下の会社も含む）を指すことが多い⁽²⁰⁾。

国有独資企業は計画経済時代に誕生した、政府が直接に企業を経営する企業であり、国営企業とも呼ばれている。前述の通り、国有独資企業の財産は全民所有とされており、会社法ではなく全民所有制工業企業法によって規制する。国有資本は工場長責任制を中心に取締役会を設置せず、政府から直接管理層等を任命する。行政的な統治方式⁽²¹⁾で経営管理権限が政府に集中する一方、国営企業の経営効率等の問題は経済発展に連れて顕在化してきた。

このような状況の打開を目指し、1978年に政府は中国国有企業改革の第一歩を踏み出した。企業により大きな権限を与えることを内容とした「放権譲利」、国への利潤請負を内容とする「請負責任制」等、一連の措置を打ち出し、全民所有制の財産経営管理権を認め、国営企業の経営自主権の拡大をはかった⁽²²⁾。

1993年、「社会主義市場経済体制」を確立する一環として、初めて「政企分離」、「管理科学」（科学的に企業を管理する）等を内容とした「現代的な企業制度の整備」の目標を提出した。経営と所有の分離をはかり、適正な経営メカニズムと健全なコーポレート・ガバナンスを構築するため、会社法（公司法）が可決され、その翌年の1994年から施行された。現

(19) 中华人民共和国财政部「财政部关于国有企业认定问题有关意见的函」、http://www.mof.gov.cn/preview/qiyesi/zhuantilanmu/qiyecaiwuzhidujianshe/200806/t20080625_53398.html、(2016.12.22 最終アクセス)。

(20) 金碚『国有企业根本改革论』（北京出版社、2002）1頁、周绍朋＝丁德章＝许正中『国有企业改革与发展』（经济科学出版社、2001）4頁、李保民『做强做优世界一流百题问答』（中国经济出版社、2013）146頁。

(21) 金山権『中国企業統治論集的所有との関連を中心に』（学文社、2008）98頁。

(22) 菊池敏夫＝金山権＝新川本『企業統治論—東アジアを中心に』（税務経理協会、2014）48-49頁。

在の中国におけるコーポレート・ガバナンスの基本的な枠組みが確立された⁽²³⁾。会社法の施行によって国営企業を中心とする株式会社への改組が始められ、今まで国有企業における単一所有者の局面が打ち破られた。「国有独資会社」、「国有持分支配会社」、「国有資本参加会社」が生まれ、国営企業も「国有企業」と呼ばれるようになった。2008年に制定された企業国有資産法はこれらの会社を「国有出資会社」と称する（企業国有資産法5条）。

さらに、2015年に公表された「指導意見」に基づいた「国有企業の効能区別と分類に関する指導意見」⁽²⁴⁾では、国有企業が「商業類」と「公益類」に分けられ、国有企業改革はこの新しい分類に基づき推進する。「公益類」国有企業は国有独資を中心として、一定条件を満たす民間資本の参入は認められるとしている。「商業類」国有企業、特に競争性国有企業は市場メカニズムに基づき、取締役会を中心とするコーポレート・ガバナンスの改革を推進する方針を表明した⁽²⁵⁾。本論文も「商業類」国有企業、特に上場企業を検討対象としている。

第2節 国資委と国有資本運営会社

1 出資者兼監督者である国資委

1988年から2003年までの間に、国有企業の出資者権限は国有資産管理局、財政部、大型企業管理委員会等五つの政府機関に分かれており、お互いに牽制することを狙っていた。しかし、権限が過度に分散されるため、権限の重複と責任の不明確が生じ、国有企業の管理が混乱に陥った⁽²⁶⁾。こうした状況のなか、2003年に政府は国有資産管理局等を廃止し、分散された権限を新たに成立した国務院国有資産監督管理委員会（国資委）に集中させた。金融類と文化類国有資産は財政部、実業類国有資産は国資委それぞれが出資者として権限を行使する（企業国有資産法4条・11条）。当時の196社あった中央企業は国資委の傘下に入り、地方の国有企業は地方国資委の傘下におさめた⁽²⁷⁾。その結果、国資委と地方国資委はそれぞれが国を代表し、中央レベルと地方レベルの「分級管理」制度が確立された。

国資委は国有企業に対し、出資者としての株主権を持っており、決議の参加や経営者の選任等会社の経営に関する決定的な権限を有している（企業国有資産法12条・22条）。一方、国資委は国有資産監督機関として国有資産を監督する権限も有している（国資条例13条）。

(23) 金・前掲注21、102頁。

(24) みずほ銀行「2016年の国有企業改革一進む中央企業再編と「強強連合」MIZUHO CHINA MONTHLY9月号（2016）1頁。

(25) 中华人民共和国中央人民政府「关于国有企业功能界定与分类的指导意见」、http://www.gov.cn/xinwen/2015-12/29/content_5029253.htm、（2016.12.24最終アクセス）。

(26) 李祖榮=胡引定=徐川义「国资监管:成绩斐然 挑战犹存」企业文明（2004）10頁。

(27) 邵春保「国资监管格局」（中国经济出版社、2013）60頁。

企業の人事、経営、資産（「管人」「管事」「管資産」）を統合して管理するという方針の下で、国資委が出資者と監督者二つの身分が兼ねている。これは国有企業改革における中核問題の所在である⁽²⁸⁾と思われる。

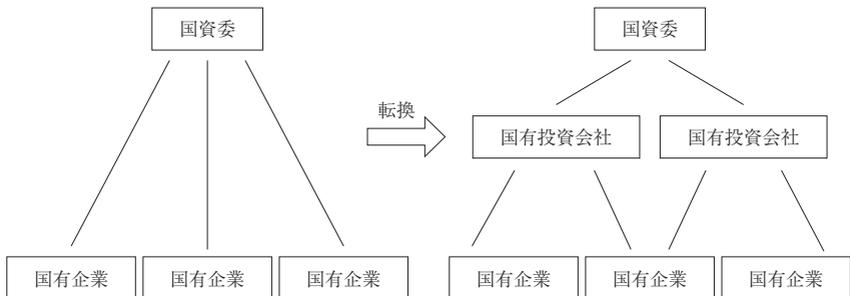
国資委は「出資者」として位置づけているものの、國務院に属す行政機関として株主の権限を行使し、義務を果たす能力は持っていない。まず、国資委は膨大な数の国有企業を管理することは非現実である。国資委が直轄している中央企業の数企業再編、改組等によって、2003年設立当時の196社から2016年12月現在の102社⁽²⁹⁾に減っている。それにもかかわらず、ただ一つの国資委は業界を超えた数多くの企業において、議決権行使や取締役の選解任等の株主権を有効に行使できるか疑問を持っている。プロの経営者ではない国資委が効率よく国有企業を経営することには期待できないであろう。

次に、国資委は出資者として責任を負う能力は持っていない。国資委は一兆元以上の国有資産を管理するものの、企業の資本は企業法人が所有するため、国資委自体は責任を負う財産がない。最後に、前述したように、国資委は出資者と監督者二つの身分が兼ねており、企業の日常経営に政府が介入することは望ましくない。

2 国有資本投資運営会社

政府が出資者として経営者の人事権を握るかぎり、企業の経営は常に行政介入のリスクにさらされている⁽³⁰⁾。政府からの行政関与を防ぎ、政府監督と企業経営の分離をはかるため、「三中全会」では国有投資会社の設立・改組が提示され、図1のように、国有資産の管理構

図1 中国国有資産管理構造



(28) 顧ほか・前掲注4。

(29) 國務院国有資産監督管理委員会「央企名録」、<http://www.sasac.gov.cn/n86114/n86137/index.html>、(2016.12.23最終アクセス)。

(30) 劉平＝今井健一「中国の企業統治と企業法制的改革」今泉慎也＝安倍誠編『東アジアの企業統治と企業法制的改革』（アジア経済研究所、2005）137頁。

造は国資委－国有投資会社－国有企業の三重構造に転換すると思われる。

国有投資会社は国資委が100%株式を保有する持株会社である。国資委が国有企業に対して保有した人事、報酬などの権限は国有投資会社に委任する。プロの経営者を選任し、市場ベースで国有企業を経営する。国有投資会社は主に既存の大型企業の改組によるものであるが、必要に応じて新設されることもある。2016年12月に、国有投資会社に改組された試行企業は2014年の2社から10社まで増えた⁽³¹⁾が、国有投資会社の改組、運営、人事、権限などに関する情報は一切公表されていない。国有投資会社の法的な位置づけ及び国資委から授権するか或いは国から直接に授権するなど、現段階ではまだ明確されていない⁽³²⁾。

国有投資会社の設立・改組によって国資委が一人二役を演じる問題を解消するのが政府の狙いであった。国有投資会社をテマセク並みに運営するには、独立性を持つ取締役会の建設及びプロの経営者の登用が鍵になると思われる。「三中全会」が終わった直後、財政部はシンガポールのテマセクを訪問し、国家発展と改革委員会の副主任も「国有企業改革はテマセクモデルを参考すべき」⁽³³⁾と明言した。これに対し、国資委研究センターの副主任は、国有投資会社は国資委に所属する投資プラットフォームであり、三重構造でもなければテマセクモデルでもない⁽³⁴⁾と強く反論した。国有企業改革に対し、各集団の利益が対立などで、政府内部でさえ意見が分かれており、テマセクモデル並みの改革は難しいであろう。

第3節 上場国有企業における現状とその問題点

1993年の会社法をはじめ、数多くのコーポレート・ガバナンスに関する条例が実施された。ソフトローの面では、中国证券监督管理委员会（以下、「CSRC」という）は2002年に、OECDのコーポレート・ガバナンス・コードをベースに⁽³⁵⁾「上場会社コーポレート・ガバナンス・コード」⁽³⁶⁾（以下、「上場会社コード」という）を公表し、2012年に証券会社に適用する「証券会社コーポレート・ガバナンス・コード」⁽³⁷⁾を発表した。これらの「コード」はコーポレート・ガバナンスの原則に従い、独立取締役及び経営管理層の選任等詳しく規定してお

(31) 经济观察报「国资平台公司试点正增点扩面 10家央企工作方案已形成」、<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-12-18/doc-ifxytqx6454272.shtml>、(2016.12.30最終アクセス)。

(32) 麦磊＝王广亮＝顾琴「国有资本投资运营公司与国企改革」中外企业第8期（2016）56頁。

(33) 南方周末「重塑国资委」、<http://www.infzm.com/content/111808>、(2016.12.23最終アクセス)。

(34) 华夏时报「彭建国：淡马锡模式不合中国国情」、http://finance.ifeng.com/a/20140813/12919864_0.shtml、(2016.12.23最終アクセス)。

(35) 菊池・前掲注22、50頁。

(36) 上市公司治理准则（2002）。

(37) 证券公司治理准则（2012）。

り、制度面では整っているとと言えるであろう。

だが、中国では有効なコーポレート・ガバナンス体制が整備されているとは言い難い。国資委が二つの身分による利益相反、政府である大株主と少数株主の関係、取締役会の形骸化及び内部者支配（インサイダー・コントロール）等の問題が挙げられる。市場ベースのコーポレート・ガバナンス・メカニズムが整っておらず、または機能していないのが根本的な原因とされている⁽³⁸⁾。

そこで、本節において、国有企業を母体とする上場企業に焦点を絞り、まず、株式所有構造の観点から中国上場国有企業における集中的所有構造を明らかにしたうえで、それによる企業支配権市場への影響及び支配権移転の影響を検討する。次に、中国における取締役会に関する制度及び現状を紹介し、その問題点を指摘する。最後に、集中的所有構造及び取締役会が監督機能を果たしていないため、内部者支配の問題を指摘する。

1 株式所有構造とコーポレート・ガバナンス

(1) 集中的所有構造⁽³⁹⁾とコーポレート・ガバナンス

中国株式市場で上場している企業は大型国有独資企業の改組によって設立されたものが多い。1990年代から、「社会主義的市場経済」を発展するため、株式会社制度が導入された。国有独資企業は株式会社への改組が進められてきた。しかし、「公有制を主体とする」方針の下で、改組された上場国有企業としても、「国有株」（国家株と国有法人株）は絶対的な支配権を有すべきとされた⁽⁴⁰⁾。一部の国有株は民間に売却し流通株になり、ほとんどの国有化部は非流通株として株式市場での支配的地位を維持してきた。Liuほか（2002）は中国の81.6%の上場会社は国家が最終的に支配しており、そのうちの9%は国家による直接支配し、72.6%が国家による間接的支配している⁽⁴¹⁾と指摘した。国有株の流通により「公有制を主体とする」地位は弱化されるおそれがあり、また、市場が主導する株式市場による国有資産流失などの配慮で、2005年の解禁まで、国有株の流通は行政的な制限がかけられている⁽⁴²⁾。

(38) Lay-Hong Tan & Jiangyu Wang 「Modelling an Effective Corporate Governance System for China's Listed State-Owned Enterprises Issues and Challenges in a Transitional Economy」 *Journal of Corporate Law Studies* (2007) 146頁。

(39) 金・前掲注21、132頁。

(40) 李华『中国上市公司股权结构及其优化』（复旦大学出版社、2004）31頁。

(41) Guy S. Liu=Pei Sun 「The Class of Shareholdings and its Impacts on Corporate Performance: A Case of State Shareholding Composition in Chinese Public Corporations」 *Corporate Governance An International Review* Vol13 (2005) 48頁。

(42) 李・前掲注40、1-30頁。

これにより形成された上場国有企業における株式所有構造は、国が絶対的な支配力を有する集中的所有構造が特徴とされている。

こういう国が大株主という株式構造で、国家株主である株主代表は株主権を握っており、実際に企業を支配している。これにより、内部者支配の問題が生じてくる。また、企業支配権市場によるコーポレート・ガバナンスの健全化は望めない。左ほか（2016）は2010-2014年上海及び深圳証券取引所で上場している公益類国有企業655社、商業類国有企業146社を対象に、重回帰分析によって研究した結果、国有株の持株比率は公益類企業と正の相関関係があるのに対し、商業類国有企業と負の相関関係あることが分かった⁽⁴³⁾。この研究から見ると、公益類国有企業はともかく、本論文検討対象とされた商業類国有企業におけるコーポレート・ガバナンスは、集中的所有構造によるネガティブな影響を受けていると推定できるであろう。

(2) 中国における資本市場と企業支配権市場

企業に対する支配権は企業経営に多大な影響を与えており、合併・買収などのM&Aにより支配権の取得を目的とする企業支配権市場は資本市場の極めて重要な部分となっている⁽⁴⁴⁾。企業支配権市場（Market for Corporate Control）はHenry Mannerが提出した概念である。経営が悪化する企業は敵対的買収の目標とされるおそれがあるため、それに伴い、経営者は交替されるリスクにさらされる⁽⁴⁵⁾。企業支配権市場は外部規制として敵対的買収の脅威及び経営者の交替によって企業のコーポレート・ガバナンスを促進する機能を有しており、企業支配権の移転によりコーポレート・ガバナンスの向上が図られている。

資本市場として一つ肝心な機能は企業支配権市場の形成により企業のコーポレート・ガバナンスを促進することである⁽⁴⁶⁾。企業支配権市場を形成させるには、資本市場自体の健全化は要求されているが、政府が主導する中国の資本市場は有効な企業支配権市場の形成には障壁を与えている。

(43) 左雪蓮=谢在阳「分类治理视角下国有企业股权结构优化—基于801家国有上市公司的实证研究」商业经济研究12期（2016）186頁。

(44) 上海证券交易所研究中心『中国公司治理报告2009控制权市场与公司治理』（复旦大学出版社、2009）7頁。

(45) 余澳『民营上市公司股权结构与公司治理研究』（四川大学出版社、2014）122 - 123頁。

(46) Tan & Wang・前掲注38、152頁。

中国株式市場の一つの特徴は、所有権の高度な集中とそれによる低い流通性である⁽⁴⁷⁾。株式市場において金融機関や投資ファンド等の株式保有比率が高いのが一般的であるが、中国では発行済株式のうち過半数が国に集中している⁽⁴⁸⁾。中国上場企業が発行する株式を大別して、国家株、法人株と個人株に分けられる。そのうち、政府が直接保有する国家株及び、法人株の中で国有企業が保有する国有法人株は一般的に国有株と称する⁽⁴⁹⁾。国有株と法人株は「非流通株」としてCSRCの承認が必要で証券取引所による自由な取引は認められない株であった。非流通株は発行済株式の三分の二を占め、流通株はたった三分の一しか占めていなかった⁽⁵⁰⁾。2005年から始めた非流通株改革によって、非流通株は解禁されつつある。改革から4年間で、流通株の比率は2005年の32.8%から2009年の62%に急上昇し、更に2014年には88.9%に達している⁽⁵¹⁾。しかし、流通可能となった元非流通株を売却しているのは少数株主であり、持株比率5%以上の大株主による売却は7.4%に過ぎない。そのため、大株主が支配する局面は変わっていない⁽⁵²⁾とされている。国有株が支配権を有する企業は上海証券取引所で上場している企業総数の三分の二を占め、そのうち持株比率50%以上の企業は総数の二分の一に達している⁽⁵³⁾。

また、2014年末に上海及び深圳証券取引所で上場している国有企業が全上場企業に占める割合は、2003年の74.86%から37.88%に大幅に減少した⁽⁵⁴⁾。それにもかかわらず、国有株が時価総額に占める割合は86.48%から64.36%に下げずにすぎない⁽⁵⁵⁾。つまり、中国の株式市場では、国有株は依然として支配的な地位にあることを意味する。

そのため、中国の企業支配権市場はその集中的所有構造による特別な一面を持っている。一般的には、支配権をめぐる取引は企業価値の最大化をはかり、経営支配権の移転により

(47) Shiguang Ma=Tony Naughton=Gary Tian 「Ownership and ownership concentration: which is important in determining the performance of China's listed firms?」 View issue TOC Volume 50 (2010)、<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-629X.2010.00353.x/full> (2016.12.30)。

(48) 呉淑儀 「アジアの企業統治改革—中国・香港・ベトナムを中心に」 (創世社、2010) 77頁。

(49) 劉ほか・前掲注30、133頁。

(50) 同上。

(51) 三菱東京UFJ銀行「上海・香港市場の相互開放で新たなステージを迎える中国の株式市場改革」経済マンスリー (2014) 3-4頁、http://www.bk.mufj.jp/report/ecomon2014/monthly_rb01201401029.pdf、(2016.11.9最終アクセス)。

(52) 三菱東京UFJ銀行・前掲注51、4頁。

(53) 上海証券交易所研究中心・前掲注44、76頁。

(54) T. J. Wong 「Corporate Governance Research on Listed Firms in China: Institutions, Governance and Accountability」 Foundations and TrendsR in Accounting, vol. 9 (2014) 271頁。

(55) 同上。

コーポレート・ガバナンスを改善することで長期的に業績を向上させる目的を実現する。それとは異なり、上場国有企業の支配権は前述のように国資委傘下の中央企業または国有企業に握られている。それゆえ、上場国有企業は敵対的買収を仕掛けられるおそれがなく、敵対的買収の脅威による経営改善のインセンティブは不十分である。また、国有株支配権の移転は国有資産の価値を増加することだけでなく、国有経済に対する支配力、財政収入、就職率、行政上の業績なども含めて考えるものである⁽⁵⁶⁾。

これにより、中国の資本市場においては、政府及び国有法人に集中している非流通株が株式の多数を占めているため、企業支配権市場はまだ不完全であることが分かった。

(3) 上場国有企業における支配権の移転及びコーポレート・ガバナンスへの影響

国有企業改革等の政府政策の影響を受けて、国有企業の再編及び改組は盛んに行われている。中央企業の数には2016年12月時点では102社に減り、国資委副主任は中央企業の数には2017年には二桁の時代に入ると表明した⁽⁵⁷⁾。混合所有制経済の推進の一環として、支配権の移転は国有企業間に限られているだけでなく、民間企業及び外資企業への譲渡も積極的に取り組んでいる。

上場国有企業における支配権の移転は政府間で政策による無償譲渡と契約による有償譲渡の二種類に分けられる⁽⁵⁸⁾。無償譲渡は市場ベースでなく政治目的で行われるものであり、ここでは、契約による支配権の移転を念頭に検討したい。

まず、譲渡側から見ると、前節で述べたように、国資委は出資者と監督者二つの身分が兼ねている。出資者としての営利目標と監督者としての政治目標は常に一致するわけではないため、その際、政治目標を達成するために株主としての利益は犠牲されるおそれがある。なぜなら、政府は上場国有企業の株主であるが、事実上株主の支配権を行使するのは出資者でない政府官僚だからである。しかし、政府官僚個人の利益は企業の利益とは直接的利害関係がないため、支配権譲渡側の官僚は、議決権行使による個人利益、就職率等の社会目標、行政上の業績などを実現するために、株主の利益を害する可能性が生じる。

それでは、支配権を民間企業に譲渡したことは上場国有企業のコーポレート・ガバナンスにどのような影響を与えるか。中国国内の実証研究から見ると、出た結論は異なっている。陳昆玉(2006)は1997 - 2000年に上海及び深圳証券取引所で上場した国有企業を対象に、支配権の移転2年前から移転4年後までの6年間にわたって、支配権の移転が企業業績

(56) 上海証券交易所研究中心・前掲注44、76頁。

(57) 中国经济周刊「央企数量明年将进入两位数时代」、<http://www.ceweekly.cn/2016/12/19/174795.shtml>、(2016.12.9最終アクセス)。

(58) 上海証券交易所研究中心・前掲注44、81頁。

に対する影響を研究した⁽⁵⁹⁾。全体的に上場国有企業の支配権の移転は経営業績の改善による影響を与えており、移転後経営者を交代した企業は交代しない企業より業績があがる⁽⁶⁰⁾。だが、支配権の移転は短期的に企業の業績を向上させたが、長期的に改善されていないため、支配権の移転による効果が乏しいという指摘もあり⁽⁶¹⁾、資本市場制度の不完全は主な原因である⁽⁶²⁾。

中国の新興資本市場における企業財産及び投資者保護の制度が整っておらず、個人大株主が個人的な利益のため支配権を濫用するインセンティブは必ずしも国有株主より小さくない⁽⁶³⁾。近年、国有企業の支配権を譲り受けた民間企業が上場国有企業に対する資産流用事件も多発しており⁽⁶⁴⁾、支配権を民間企業に譲渡するより国有株主に譲渡したほうがコーポレート・ガバナンスの質が高いこともある。祝紅梅（2007）の研究によると、支配権移転後の国有企業の一部は移転前より業績が下がっている⁽⁶⁵⁾。

これらの研究から見ると、上場国有企業の支配権移転は必ずしも長期的にコーポレート・ガバナンスや企業業績を高めるわけではない。投資者保護などの制度が整っていない環境の下では、政府の代理人である官僚と民間企業は企業価値の向上より個人的な利益の追求に対する関心のほうが高い。そのため、国有企業の民営化等、人為的に集中的所有構造を分散させることは必ずしもコーポレート・ガバナンス健全化の最善策とは言い難い⁽⁶⁶⁾。現段階では、市場ベースの経営及び法律制度の整備は国有企業におけるコーポレート・ガバナンスの健全化及び経営効率向上の解決策であろう⁽⁶⁷⁾。

2 取締役会とコーポレート・ガバナンス

(1) 取締役会に関する法制度

取締役会はコーポレート・ガバナンスの中心だと言われている。取締役会の運営は企業価値に直接な影響を与えている。中国上場会社のコーポレート・ガバナンス向上を目的として取締役会の制度が整備されてきた。中国会社法の下で、取締役会の設置は義務付けられてい

(59) 陈昆玉『国有控股上市公司控制权转移对经营绩效的影响』（经济科学出版社、2006）94 - 102頁。

(60) 陈昆玉・前掲注59、172 - 176頁。

(61) 唐晓华『新经济格局下的管理创新与大企业竞争力』（经济管理出版社、2014）391頁。

(62) 上海证券交易所研究中心・前掲注44、92頁。

(63) 上海证券交易所研究中心・前掲注44、90頁。

(64) 王玉霞『证券投资学』（东北财经大学出版社、2014）222頁。

(65) 祝紅梅=王勇『上市公司控制权市场功能研究』（中国金融出版社、2007）113頁。

(66) 金・前掲注21、148頁。

(67) 上海证券交易所研究中心・前掲注44、92頁。

る（中国会社法 44 条・67 条・108 条）。取締役会の定員は会社の種類によって異なる。有限責任会社では 3-13 人、株式会社では 5-19 人となっている。（中国会社法 44 条・108 条）。独立取締役の設置は要求されるものの、その具体的な内容は国务院にゆだねられていた。

また、会社法では取締役会の構成に関する規定はないが、CSRC が 2001 年 8 月に公表した「上場企業における独立取締役制度の確立に関する指導意見」（以下、「独立取締役指導意見」という）では、上場会社における取締役会に対し、三分の一以上の独立取締役で構成すべきと要求している⁽⁶⁸⁾。また、利害関係者取引の判断、会計事務所の選解任、外部監査法人への委託、取締役会及び臨時株主総会の招集などの独立取締役に関する権限を定めている。さらに、その翌年の 2002 に「上場会社コード」が公表された。上場会社における支配株主に対する規制、及び取締役（会）、監査役（会）に関する権限、報酬などの条項は盛り込まれている。また、上場企業における取締役会は株主総会の決議により指名委員会、報酬委員会などの専門委員会を設置することができるとされている（上場会社コード 52 条 - 58 条）⁽⁶⁹⁾。

(2) 取締役の選任

取締役の選任はコーポレート・ガバナンスにおいて肝心の一環であり、取締役の独立性にも大きな影響を与える。制度面ではある程度整っているとは言えるだろうが、実践上、法律とのギャップが生じる。前述したように、中国の株式市場では国有株と法人株等の非流通株が大量に存在しており、政府は依然として支配株主である状況の中で、支配株主は事実上取締役会を支配している。世界銀行の調査によると、合計持株比率 68 % の国有株（国資委と国有持株会社）は取締役会において 69 % の議席を占めており、持株比率 30 % の流通株は 4 % の議席しかないことが分かる⁽⁷⁰⁾。

また、上場国有企業では、取締役の候補者は大株主あるいは大株主と取締役会の議長によって決定し、取締役会の名義で提案する⁽⁷¹⁾。2000 年の上海証券取引場の 250 社に対する調査によると、250 社の取締役の中で、筆頭株主から派遣された取締役が 53.9 % を占めており、国有法人株主から派遣された取締役の数を合わせると 70 % に達している⁽⁷²⁾。取締役会の議長

(68) 中国证监会「关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见」、http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/ssgs/gszl/201012/t20101231_189696.html、(2016.11.15 最終アクセス) — (三)。

(69) 中国证监会「上市公司治理准则」、http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/ssgs/gszl/201012/t20101231_189703.html、(2016.11.15 最終アクセス)。

(70) Tan & Wang・前掲注 38、147 頁。

(71) 上海証券交易所研究中心・前掲注 44、63 頁。

(72) 尹相国『中国国有企業の株式会社化—コーポレート・ガバナンス論の視点から』（時潮社、2016）246 頁。

及び CEO の選任の権限も政府である株主にあるとされており、取締役会は議長、CEO の選任に対し最終的な決定権がないため、会社法の規定に反している。

さらに、取締役などの役員の選任に政府からの関与が多いだけでなく、選任された役員も専門的な知識を持っている役員ではなく、中央または地方政府で職経験を有した官僚が多い⁽⁷³⁾。中央国有企業の取締役は通常官職につけるのが普通である。官僚経営者は支配株主である政府の代表として行動する。ここで、二つのエージェンシー問題が生じる。一つは、支配株主と一般株主の間のエージェンシー問題である。官僚経営者は政治目標を実現するため、一般株主の利益は損害されるおそれがある。も一つは、株主の利益と官僚経営者との私益とのエージェンシー問題である。官僚経営者は政府での昇進などの私益を追求するため、企業経営に害をもたらす可能性もある⁽⁷⁴⁾。

(3) 取締役の独立性

(2) で述べたように、政府が支配株主である地位にあるため、取締役とりわけ官僚である取締役の独立性は疑われる。それゆえ、国有企業における取締役会が政府からの関与を受けずに独立した事業判断をすることは到底思わない。2004 年の調査によると、国有企業における取締役会では、92% の取締役は中国共産党員であることが判明された⁽⁷⁵⁾。また、政府は国有企業における「政企分離」を推進しながらも、党の指導を強化することを強調している。「指導意見」では、国有企業における取締役会の議長と CEO は原則として分担されるべきであるのに対し、党の書記は議長を兼任するとされている⁽⁷⁶⁾。中国の政治環境の下では、政府からの政治的介入を完全に防止することはさほど簡単ではないだろう。平取締役の独立性を確保するのが難しい。

また、独立取締役に関して、2001 年に CSRC の「独立取締役指導意見」が発表され、独立取締役制度は中国企業に導入しはじめた。中国上場企業の実態から見ると、独立取締役制度の下で、多くの問題がまだ存在している。

まずは独立取締役の独立性問題である。CSRC の「独立取締役指導意見」によると、独立取締役とは、会社及び主要株主との間に、客観的な独立の判断を妨げうる関係がない取締役

(73) T. J. Wong 「Corporate Governance Research on Listed Firms in China : Institutions, Governance and Accountability」 Vol. 9, No. 4 (2014) 274-275 頁。

(74) 金建植 (田中佑季訳) 「企業支配構造の変化——日本・韓国・中国の経験を素材にして」岩原紳作 = 山下友信 = 神田秀樹 『会社・金融・法 [上巻]』 (商事法務、2013) 167 頁。

(75) Tan & Wang ・前掲注 38、154 頁。

(76) 「中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见」七 (二十四)。

であるとされている⁽⁷⁷⁾。しかし、独立取締役の選任に関する権利は支配株主に集中されているのが現状である。調査では、67.5%の独立取締役は取締役会が決定するのに対し、27.5%の独立取締役は大株主によって指名する⁽⁷⁸⁾。支配株主が取締役会を事実上支配する状況を鑑みると、取締役会が指名する独立取締役であっても独立性に問題がないとは言いきれないであろう。独立性が欠如のため、中国上場会社における独立取締役はよく「花飾り」のような存在だと言われている⁽⁷⁹⁾。

次に、独立取締役の人選も問題とされている。独立取締役が退職した官僚や高校の学者などに兼任されることが多い。上場会社における独立取締役の職業経験から見ると、高校の学者が一番高く40%、官僚は公認会計士または弁護士と同じく20%を占めている⁽⁸⁰⁾。また、独立取締役が他社の独立取締役を兼任するケースが多く、時間的から見ても難しいであろう。

(4) 取締役の報酬

国有企業における取締役の報酬制度及び長期的なインセンティブ制度はまだ確立されていないとされている。国有企業の管理職の報酬は政府から制限をかけられている。2002年では、中央国有企業における管理職の報酬は従業員平均年収の12倍以内に制限されており、地方は各地方政府によって制限をかけている⁽⁸¹⁾。そのゆえ、国有企業における管理職の報酬は市場価格より低い。上海証券取引所が上場会社208社に対する標本調査⁽⁸²⁾では、業務執行取締役の平均年収は15万元（約250万円）しかない。社外非独立取締役は一般的に無報酬であり、208社のうち社外非独立取締役に報酬を払うのは7社しかない⁽⁸³⁾。2013年独立取締役の年収調査では、年収1 - 10万元のが一番多く80.3%、10万元以上のが15.4%を占めている⁽⁸⁴⁾。

(77) 中国证监会・前掲注68、一（一）。

(78) 中国证券报・中证网「(特别报道)中国独董调查及制度反思」、http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/200507/t20050728_723944.html、(2016.12.9最終アクセス)。

(79) 中国证券报・中证网「独立董事要“独立” 尚需制度跟进」、http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201407/t20140729_4462696.html、(2016.12.9最終アクセス)。

(80) 中国证券报・中证网「中国独董生态调查」、http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201407/t20140729_4462580.html、(2016.12.9最終アクセス)。

(81) 黄再胜「国企高管薪酬为什么会存在政府管制?——一种基于行为合约理论的解释」中国社会科学院经济学部=中国博士后科学基金会編『全球化下的中国经济学2009上册』(经济管理出版社、2009)649頁。

(82) 上海证券交易所研究中心『中国公司治理报告2004 董事会独立性与有效性』(复旦大学出版社、2004)2頁。

(83) 同上。

(84) 中国证券报・中证网「中国独董生态调查」・前掲注80。

取締役と独立取締役の年収格差も大きいことが分かる。

2015年、国有企業管理職の報酬改革が行われ、中央企業管理職の報酬は「基本年収」、「業績連動年収」及び「インセンティブ報酬」の三つに分けられた。管理職の基本年収は従業員平均年収の12倍から7-8倍に収められた一方、業績に高く評価された経営者に対し業績連動年収を支払う。業績評価が不合格の場合、業績報酬はゼロになり、「基本年収」と「業績連動年収」は4:6の割合であるとされている⁽⁸⁵⁾。これは官僚経営者の個人利益を企業業績と連動して、官僚経営者にインセンティブを与えるためであると思われる。一方、国有企業におけるプロの経営者（非官僚経営者）は市場並みの報酬水準を設定している。これは、民間から来たプロの経営者を確保する狙いとされている。

しかし、国有企業における管理職の報酬に関する開示制度は整っておらず、管理職の報酬はまだ不透明な状況にある。外部からの監督は期待できないと思われる。

3 内部者支配

内部者支配とは「企業内部者が残余コントロール権および残余利益請求権合法的または事実上掌握する事態⁽⁸⁶⁾」であるとされている。川井（2003）は企業内部者が株主の授権を受けずに事実上残余請求権を掌握することは株主に対する権利の侵害であるとしている⁽⁸⁷⁾。すでに取り上げたように、中国上場国有企業においては、政府（国資委）または国有持株会社が支配的な地位を有し、株主総会での議決権行使によって取締役会を支配している。取締役会における支配株主の取締役代表の割合が高い。この意味では、支配株主による株式支配と内部者の経営支配とが並存しており、所有と経営が依然として一致している状況に近い⁽⁸⁸⁾。さらに、取締役会の議長とCEOを含む経営陣が親会社、子会社などで兼任することが多く、複雑な構造になっている⁽⁸⁹⁾。それゆえに、政府である株主が経営者を十分に監督することが困難になる。一方、取締役会、独立取締役及び監査役会が有効な監査を行なっておらず、内部者支配問題が生じる。

内部者支配問題の弊害として、短期的な利益を追及するため企業の長期的な利益が損害されること、経営者が大株主である政府の言いなりになり少数株主の利益を損害すること、及

(85) 京华时报「央企高管薪酬改革即将启动 收入不超职工平均工资8倍」、http://www.china.com.cn/cp-pcc/2015-01/04/content_34468273_2.htm、(2016.11.8最終アクセス)。

(86) 川井伸一『中国上場企業：内部者支配のガバナンス』（創土社、2003）9頁。

(87) 同上。

(88) 川井・前掲注86、123頁。

(89) 金・前掲注21、201頁。

び会社経営に関する虚偽情報開示などの問題が挙げられている⁽⁹⁰⁾。これに対し、川井(2003)は内部者支配によって経営効率を向上させるという研究も存在することを指摘したうえで、内部者支配を示す取締役会の内部者比率と経営効率とあいだには必ずしも明確な相関性があるとはいえないとした⁽⁹¹⁾。

第2章 シンガポールのテマセクモデル

「三中全会」で国有投資会社の設立により国資委の権限は資本管理に転換するという国有企業改革方針が決まった。国有資産管理における三重構造のモデルとしてシンガポールのテマセクモデルに関心が向けられており、中国では話題になっている。実は、政府がテマセクモデルを取り上げるのは初めてではない。もともと国資委はテマセクモデルの妥協の産物だと言われている⁽⁹²⁾。国資委が設立した翌年の2004年に、担当者はシンガポールを訪問し、テマセクモデルを考察した。同年10月に、テマセクが北京で事務所を設立し、中国企業との連携を始めた。国資委はテマセクをモデルとした試行企業をいくつか設立したが、記録的な成果は出せなかった⁽⁹³⁾。今回は初めて国家レベルで国資委の機能転換をはかり、テマセクモデルは本格的に推進されると思われる、再び注目を集めるわけである。

テマセクはシンガポール政府が100%の株式を保有する国有投資会社である。運用資産残高は設立当時の3.54億シンガポールドルから2016年3月末時点で2420億シンガポールドル(約19兆6千億円)に上昇した。設立以来の株主還元率は15%を保っている⁽⁹⁴⁾。資産運用実績は世界でもトップクラスとされている。

本章では、テマセクモデルの概要を紹介したうえで、テマセクと政府との関係、テマセクと傘下のGLCs(Government Linked Companies: 政府系企業)との関係、テマセクにおける取締役会を検討する。

第1節 テマセクモデルとは何か

1965年独立後のシンガポール政府は雇用を確保するために製造業を促進し、運輸、造船などを中心に数多くのGLCsが設立された。1970年代初めから、雇用が安定となり、経済方

(90) 朱学军『公司治理结构对企业财务管理的影响』(经济日报出版社、2014)13頁。

(91) 川井・前掲注86、140-143頁。

(92) 南方周末・前掲注33。

(93) 莫少昆=余继业『解读淡马锡』(鹭江出版社、2008)122-138頁。

(94) Temasek Review 2016、<http://www.temasekreview.com.sg/downloads/temasek-review-2016.pdf>、7頁、(2016. 11. 9最終アクセス)。

針は労働集約型産業から資本集約型産業に転換され、IT企業に取り組み始めた。また、石油危機により石油関連のGLCsも設立された⁽⁹⁵⁾。GLCsの数が増加するに連れて管理が困難となっている。そこで、1974年に財務省の傘下にテマセクが設立され、GLCs計36社はテマセクに移管された。

テマセクはシンガポール会社法（Companies Act）に基づいて設立され、シンガポール政府の資産を投資・管理する持株会社である。シンガポール財務大臣⁽⁹⁶⁾（Minister Of Finance）は株主として100%の株式を保有する。財務大臣は意思決定及び監督に専念し、テマセクは国有資産の投資・管理を行う。いわゆる財務省 - テマセク - GLCsという三重管理構造を採っている。

テマセクは法定機関でもなければ、政府機関でもない。テマセクは民間の株式会社と同じく、取締役会及び経営陣によって商業原則に基づき運営し、税務署に税金を払い、株主に剰余金の配当を行う。株主への配当はテマセク自らの会計原則に基づいて行われ、株主である政府はその配当金額の50%を支出として使用することができる。また、テマセクはシンガポール憲法における第五別表機関⁽⁹⁷⁾（Fifth Schedule Entity）の一つとして、引当金は憲法に保障されている。過去の引当金を使用するには、総統の承認が必要となっている。これはテマセクが非商業（政治）で資金を運用することを防ぐためである⁽⁹⁸⁾。取締役及びCEOの選任・再任・解任に関する事項も総統の同意を得る必要がある⁽⁹⁹⁾。

また、テマセクは免除非公開有限責任株式会社（Exempt Private Limited Company、以下、「EPLC」という）であるため、法定監査の免除対象とされており、会計情報は公開しなかった。外部者にとって謎めいたテマセクに対し、海外投資家も不信感を抱いていた。それゆえ、2004年に、情報公開を推進するため、その活動方針を示す「テマセク憲章（Temasek Charter）」を公表し、同年から年次報告書を出版しはじめた⁽¹⁰⁰⁾。財務諸表は国際的な事務所によって審査し、年次報告書に公表される。テマセクの質が高い情報公開はS&Pなど国際的な格付け機関に最高のAAAと評価されている。

(95) 陳元『中国经济热点研究丛书 国有资产管理体制改革研究』（中国财政经济出版社、2004）191頁。

(96) シンガポール財務大臣は社団法人である。同上。

(97) その他のシンガポール憲法における第五別表機関：シンガポール政府投資公社（GIC）、中央積立基金（CPF）、シンガポール金融管理局（MAS）、住宅開発庁（HDB）、JTCコーポレーション。

(98) Dan W. Puchniak & Luh Luh Lan「Independent Directors in Singapore Puzzling Compliance Requiring Explanation」NUS Law Working Paper 2015/006号（2015年）38頁。

(99) テマセクホームページFAQS、<http://www.temasek.com.sg/abouttemasek/faqs#en>（2016.11.7）。

(100) 野呂瀬和樹=井ノ口雄大「シンガポールにおける政府系ファンドと政府系企業の「協奏」テマセク・ホールディングスとGLCの強さの背景」知的資産創造（2013年）37頁。

テマセクは設立時、シンガポール国内に限って投資を行った。2002年から、アジア地域の株式などへの投資も始まり、米州、欧州にも広げている。2016年3月末まで、シンガポール以外のアジア地域の投資比率は40%（中国25%）、シンガポール国内は29%、北米、欧州、豪州などは27%、その他の地域は4%を占めている。中国景気の減速や原油安などの影響を受け⁽¹⁰¹⁾、2016年3月末の運用資産残高は2420億シンガポールドルで前の年より大幅に減少したが、10年前より1130億シンガポールドル大幅に増加した。10年期、20年期の株主還元率は6%であり、設立以来の株主還元率は15%を保っている⁽¹⁰²⁾。テマセクはシンガポールにおける株式市場47%の株式を所有しており⁽¹⁰³⁾、シンガポールの経済に強い影響力を持っている。

第2節 テマセクと政府との関係

テマセクが政治的な方向に導かれないよう、シンガポール政府は初めから企業の長期的な価値向上に向けたシステムの構築を検討した⁽¹⁰⁴⁾。こういうシステムを構築するため、前述したように、テマセクはEPLCとして会社法の下で設立された。GLCsがテマセクに移管され、シンガポール財務大臣はテマセク株式の100%を所有する。図2のように、テマセクは政府とGLCsとの間の「仲介役」のような存在として位置づけられている。テマセクによって政府からGLCsの日常経営への関与を防ぐのが狙いであった。

しかし、このような構造では、一つリスクが生じる。テマセクは会社法上の独立な法人であり、日常経営は取締役会に委ねるにもかかわらず、財務大臣はテマセク唯一の株主である⁽¹⁰⁵⁾。この観点から見ると、テマセクは政府全額出資の親会社であり、財務大臣はGLCsの最終完全親会社の支配株主になるわけである。このように、「仲介役」としてのテマセクは政府とGLCs一定程度の分離を実現したものの、政府がテマセクにおける唯一の株主としての地位は政府からの行政関与のリスクが大きい⁽¹⁰⁶⁾。

(101) 日本経済新聞「テマセク、運用資産7年ぶり減 中国依存が裏目」、http://www.nikkei.com/article/DGXLASDX07H1I_X00C16A7FFE000/、(2016.12.7最終アクセス)。

(102) Temasek Review 2016・前掲注94、7頁。

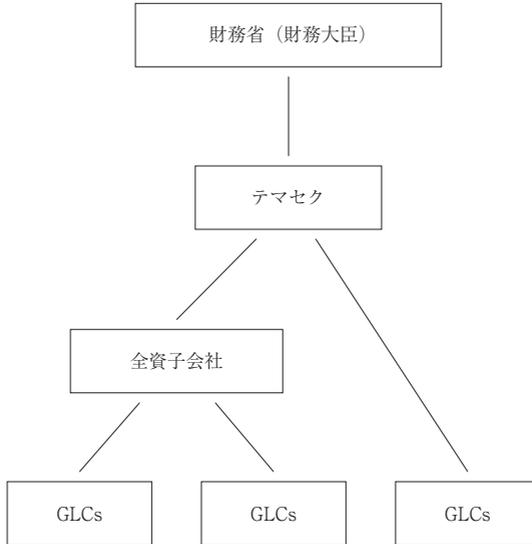
(103) 张清「淡马锡模式中国化与国有企业董事会建设」财会月刊25期(2016)65頁。

(104) Today「Temasek's success down to separation of its role from Govt's」、<http://www.todayonline.com/business/temaseks-success-down-separation-its-role-govts>、(2016.12.27最終アクセス)。

(105) TAN Cheng-Han & Dan W. PUCHNIAK & Umakanth VAROTTIL「State-Owned Enterprises In Singapore Historical Insights Into a Potential Model For Reform」NUS Law Working Paper 2015/003号(2015年)21頁。

(106) Puchniakほか・前掲注98、37頁。

図2 テマセクモデル構造



このリスクを減らすために、政府は健全な監督システムを構築し、支配株主による支配権濫用を抑制するため取り組んだ。まず、財務大臣がテマセクにおける唯一の株主としての地位を利用して政治利益を獲得することを防ぐため、財務大臣がテマセクにおける取締役の選解任に関して総統⁽¹⁰⁷⁾の同意が必要とされている⁽¹⁰⁸⁾。この制限はシンガポール憲法にも盛り込まれ、テマセクは重要な国有持株会社であることを示している⁽¹⁰⁹⁾。総統は非執行の地位におり、また営利事業への参与も禁止されているため、総統が取締役及び CEO の選解任における財務大臣より大きな権限を持っていることはテマセクが不適切な行政関与から保証している⁽¹¹⁰⁾。また、テマセクの定款では、財務大臣ではなく取締役会が配当の金額を決定する権

(107) シンガポールは内閣制を採用しており、総統は統治権がない礼儀的な存在である。実際の統治権は首相にある。1993年から、総統は重要な人事や財政案に対する差止め権を与えられている。

(108) Temasek Review 2016・前掲注94、66頁。

(109) Puchniakほか・前掲注98、37頁。

(110) Isabel Sim & Steen Thomsen & Gerard Yeong 「The State as Shareholder : The Case of Singapore」 NUS Business School (2014) 16頁、https://bschool.nus.edu.sg/Portals/0/docs/FinalReport_SOE_1July2014.pdf、(2017.1.7最終アクセス)。

限を有している⁽¹¹¹⁾。これは政府が政治目的で会社資金を流用することを防止するためであるとされている⁽¹¹²⁾。

また、テマセクが政治目的で投資・ダイベスメントを行うことを防止し、公正な価格で取引することを保障するため、憲法第五別表機関として総統に報告することが義務付けられている⁽¹¹³⁾。しかし、総統は投資及びその他の経営に関する意思決定には関与しない⁽¹¹⁴⁾。そして、前述した通り、引当金の使用なども総統の同意が必要とされており、取締役会及び CEO はテマセクにおける過去の引当金を保護する責任を持っている⁽¹¹⁵⁾。

第3節 テマセクと GLCs との関係

1 GLCs とは何か

シンガポールの GLCs (Government Linked Companies) は政府が直接的または間接的に株式を保有している企業であり、2008年から国会によって GLCs は政府の持株会社を通して 20%以上の議決権株を保有する企業であると定義された⁽¹¹⁶⁾。テマセクが設立された際に傘下に移転された GLCs は 36 社ある。その後、テマセクの投資により、一番多い時期に直接的に株式を保有する企業は 44 社に達し、そのうち、持株比率 50%以上のは 27 社がある⁽¹¹⁷⁾。1980年代から GLCs の民営化が進められた。合併、買収または売却により、2016年3月末時点でテマセクが直接的または間接的に株式を保有しているのは 11 社である⁽¹¹⁸⁾。また、2002年からアジアを中心にテマセクの海外進出も始まり、海外への投資は年々増加する傾向を示している。テマセク傘下にある「20%以上の議決権株を保有する企業」と定義された GLCs は減っており、持株比率 20%以下の企業が増えてきた。そのため、テマセクは傘下にある企業を GLCs ではなく投資先企業 (portfolio) と呼ぶようになっていく。2016年3月末時点で、テマセクの主要投資先企業は中国などの企業を含む 35 社がある。

2 GLCs に対する管理

テマセクは増資・減資・保有などの方式で投資先企業である GLCs を管理する。また、「テ

(111) 同上

(112) Puchniak ほか・前掲注 98、37 頁。

(113) Sim ほか・前掲注 110、16 頁。

(114) テマセクホームページ FAQs・前掲注 75。

(115) Temasek Review 2016・前掲注 94、65 頁。

(116) 野呂瀬・前掲注 100、30 頁。

(117) 莫ほか・前掲注 125、69 頁。

(118) Temasek Review 2016・前掲注 94、100 頁。

マセク憲章」によって自ら GLCs の日常経営への関与を制限している⁽¹¹⁹⁾。「テマセク憲章」はソフトローとして法的な拘束力がないにもかかわらず、憲章に違反することは自らの信用を損なうおそれがある⁽¹²⁰⁾。憲章によると、テマセクは積極的な株主として、GLCs における健全なコーポレート・ガバナンス体制の構築を促進し、優秀かつ経験豊富な人材によって多面的な取締役会を構成する。しかし、テマセクは GLCs の運営及び管理には関与せず、GLCs における取締役会と経営陣によって運営する。

テマセクは GLCs の取締役会が経営陣から独立したことを求めている。取締役会は独立かつ経験のある非業務執行取締役を中心に構成すべきとされている。一般的に、テマセクは GLCs における取締役会に自らの株主代表を入れることはない。GLCs の必要に応じて、テマセクは自らのコンネクションを利用し各 GLCs に経験豊富な人材を推薦することはできるが、最終的な選択権は各 GLCs にある。

また、権限のバランスを保つために取締役会の議長と CEO との分担も要求されている。議長が CEO を兼任する場合、取締役会の同意を得る必要があるとされたうえで、独立取締役の一人を代表独立取締役に任命すべきとされている。これらの要求はシンガポールコーポレート・ガバナンス委員会 (CGC) が公表したコーポレート・ガバナンス・コードの内容と一致している。テマセクの要求に対し、各 GLCs はこれらの意見に従うかどうかの最終的な決定権を持っている⁽¹²¹⁾。これに対し、テマセクは株主議決権を行使する権利を保留する⁽¹²²⁾とされている。憲章で明示したように、テマセクは権力を有するものの、直接の関与は控えている。テマセクが自らに課した GLCs への管理に対する制限は、政府がテマセクを通して GLCs の経営に介入することを防止する観点から見ても意義を持っている。

最後に、GLCs に勤める官僚は高い専門性が要求され、厳しい選別を経て入職する。就職後、選別も続けられ、実績で評価するシステムが整っており、実績を残せない官僚は解雇されるおそれがある。実績評価であるため、GLCs に就職した官僚は中国国有企業にいる官僚と違って、行政上の業績などの配慮は必要ない。厳しく選別される一方、優秀な官僚は市場並みの高い報酬をもらえる。また、GLCs に就職した官僚は再び官庁に異動されることもよくあり、その際、GLCs に残した成果は評価され、相応のポジションが与えられる⁽¹²³⁾。

(119) テマセクホームページ 企業プロフィール、http://www.temasek.com.sg/abouttemasek/corporateprofile/charter_context、(2017.1.7 最終アクセス)

(120) Puchniak ほか・前掲注 98、38 頁。

(121) Puchniak ほか・前掲注 98、38 頁。

(122) テマセクホームページ FAQs・前掲注 75。

(123) 野呂瀬・前掲注 100、35-36 頁。

第4節 テマセクモデルにおける取締役会

テマセク及びGLCsの成功を支えるのは取締役会であると言っても過言ではない。独立取締役を中心に構成された取締役会はテマセクモデルにおける核心であるとされている。テマセクはEPLCとして独立取締役を設置する義務はないにもかかわらず、テマセクの取締役会は民間企業から来た非業務執行独立取締役を中心とする14名(2016年3月末時点)多国籍の取締役で構成されている⁽¹²⁴⁾。企業全体から見ると、テマセクは29カ国から来た490名の従業員で構成された多国籍精鋭集団であり、そのうち37%は「非シンガポール人」であり⁽¹²⁵⁾、取締役だけでなく従業員もグローバル化していることが分かる。

また、「有効な監督を実現するため」⁽¹²⁶⁾GLCsにも経営陣から独立した取締役が求められている。独立取締役はテマセクモデルのコーポレート・ガバナンスにおいて極めて重要な特徴であろう⁽¹²⁷⁾。

本節では、独立取締役を中心にテマセクモデルにおける取締役会の構成、取締役の独立性及び機能を明らかにしたい。

1 テマセク及びGLCsにおける取締役会

取締役会が独立した判断を下すことができるかどうかは、コーポレート・ガバナンスの一つの要素として挙げられている⁽¹²⁸⁾。構成員である取締役の独立性は取締役会の独立性に大きな影響を与えている。取締役会における独立取締役の数多ければ多いほどコーポレート・ガバナンスによいとは言いが切れないが⁽¹²⁹⁾、独立取締役の数は取締役会の独立性と正の相関関係がある⁽¹³⁰⁾とされている。

シンガポール会社法は独立取締役の設置を要求していないのに対し、コーポレート・ガバナンス・コード(以下、「コード2012」という)は取締役会メンバーの三分の一以上は独立

(124) Temasek Review 2016・前掲注94、52頁。

(125) 莫少昆=余继业『问道淡马锡』(中国经济出版社、2015)95頁。

(126) テマセクホームページFAQS・前掲注75。

(127) Puchniakほか・前掲注98、40頁。

(128) Christopher Chen「Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises Te Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China」36 Nw. J. Int'l L. & Bus. 303 (2016) 343-344頁。

(129) Urska Velikonja「The Political Economy of Board Independence」North Carolina Law Review Volume 92 (2014) 863-864頁。

(130) DC Clarke「The Independent Director in Chinese Corporate Governance」Vol31 Del. J. Corp. L. 125 (2006) 168頁。

取締役で構成されるべきである⁽¹³¹⁾としている。また、議長がCEOを兼ねているなど強い利害関係を持っている場合に、取締役会メンバーの半分以上は独立取締役とすべきである⁽¹³²⁾と定めている。シンガポール証券取引所で上場している企業は「コード2012」に従い、独立取締役を設置することが義務付けられている。「コード2012」によると、「独立」取締役は、会社、関連会社及び10%以上の株式を保有する株主またはその役員との間に、独立した経営判断を妨げる関係がない取締役である⁽¹³³⁾。

テマセクの取締役会は「コード2012」に従い、非業務執行独立取締役を中心に構成された⁽¹³⁴⁾。2016年3月末時点で取締役会構成は下記の通りである⁽¹³⁵⁾。表1で示したように、テマセクの取締役会では、非業務執行独立取締役は71%の高い比率であり、「コード2012」が要求される三分の一を大幅に超えた。さらに、テマセクにおける外国籍取締役は21%を占めている。

また、取締役会の議長とCEOは分担されている。議長に勤めるのは全国労働組合会議中央委員会（NTUC）の元事務総長のLIM Boon Hengであり、CEOはLee Hsien Loong首相夫人のHO Chingが勤めている。取締役全員は経営陣から独立した取締役であるとされている⁽¹³⁶⁾。

表1：取締役会構成

種類	該当取締役の人数	総人数	割合
非業務執行独立取締役	10	14	71%
外国籍取締役 (非シンガポール籍)	3	14	21%
女性取締役	1	14	7%

注：表1はテマセク2016年年次報告書に基づき筆者が作成したものである。

テマセクだけでなく、GLCsの取締役会も独立取締役を中心に構成されている。2014年テマセクの投資先企業であるGLCs23社を対象とした調査⁽¹³⁷⁾では、GLCsの取締役会における

(131) CGC「Code of Corporate Governance 2May 2012」、http://www.mas.gov.sg/~media/resource/fin_development/corporate_governance/CGCRevisedCodeofCorporateGovernance3May2012.pdf、(2017.1.8 最終アクセス) 4頁、2.1条。

(132) CGC・前掲注131、4頁2.2条。

(133) CGC・前掲注131、4頁2.3条。

(134) Temasek Review 2016・前掲注94、52頁。

(135) Temasek Review 2016・前掲注94、54頁。

(136) Puchniakほか・前掲注98、40頁。

(137) Puchniakほか・前掲注98、41頁。

独立取締役の比率は 64.87 % であり、「コード 2012」が要求される三分の一を遥かに超えている。また、調査では、GLCs が「独立」と認めた 148 名の独立取締役は確かにシンガポールの業界で有名かつ高いスキルを持っており、経営陣からの独立が認められている人物であるとされている⁽¹³⁸⁾。さらに、2013年にシンガポール上場企業 Top50 を対象とした調査⁽¹³⁹⁾によると、GLCs の独立取締役は平均値より高く、テマセクが直接的に株式を保有する GLCs における独立取締役の数はずっと高い傾向にあることが判明された。

この観点から見ると、テマセクが主張する「経営陣から独立した取締役」という基準は確かに守られており、テマセク及び GLCs における独立取締役の独立性は認められると言えるであろう。

2 独立取締役と政府との関係

1 で説明したように、テマセク及び GLCs の独立取締役は経営陣から独立している。しかし、財務大臣が唯一の株主である構造の中では、テマセク及び GLCs における取締役会は政府からも独立していると言い切れることはできないであろう。言い換えれば、テマセクは「仲介役」として政府と GLCs を分離する役割を果たしているのであろうか。

本章第 2 節及び第 3 節で述べたように、GLCs への政治関与を防止するため、政府及びテマセクの株主権は制限をかけられている。しかし、これらの制限は政府とテマセクから不当な政治介入を防ぐのと同時に、政府とテマセクが GLCs に対する監督も弱まっている⁽¹⁴⁰⁾。このような仕組みの下で、テマセク及び GLCs の取締役会における高い割合の独立取締役は重要な意味を持っており、テマセクモデルに一番肝心な部分と言ってよいであろう。

しかし、独立取締役の割合が高いものの、政府と一定の関係を持っている独立取締役の割合も少なくない。調査によると、テマセクに在任中の独立取締役のうち、5 人はシンガポールの政府機関或いは法定機関に、在任中または在任したことがあることが分かった⁽¹⁴¹⁾。また、「独立」と認められた GLCs の独立取締役 148 人のうち、50 % (74/148) は政府機関或いは法定機関に、在任中または在任したことがある⁽¹⁴²⁾とされている。さらに、周知のとおり、現在テマセクの CEO は首相夫人の HO Ching である。2002 年に、当時取締役会の議長に務めている S. Dhanabalan はテマセクの CEO に就任することを HO Ching に依頼した⁽¹⁴³⁾。その

(138) Puchniak ほか・前掲注 98、42 頁。

(139) Chen・前掲注 128、343-344 頁。

(140) Puchniak ほか・前掲注 98、42 頁。

(141) Puchniak ほか・前掲注 98、41-42 頁。

(142) 同上。

(143) 莫ほか・前掲注 125、37-38 頁。

半ヶ月後、HO Ching はテマセクの CEO に就任し、HO Ching が首相夫人である身分は世間
に不信感を与え、国民の人々から不評を買った⁽¹⁴⁴⁾。このように、政府と関係を有する独立取
締役の独立性も疑われなくもない。

これに関して、Puchniak (2015) の深い調査はこの疑問点を解消した。まず、GLCs の取
締役会に「独立」と認められた 148 人のうちの半数は、政府とオフィシャルな関係がないこ
ことを示した⁽¹⁴⁵⁾。それに加えて、政府機関或いは法定機関に、在任中または在任したことがあ
る 74 人の独立取締役のうち、70.73 % は政府部門ではなく、シンガポールの法定機関に就任
した⁽¹⁴⁶⁾。シンガポールの法定機関は議会議案に基づき成立した、自治権を有し、行政部門か
ら独立した法定組織であり、職員は公務員ではない⁽¹⁴⁷⁾とされている。すなわち、その半数
の独立取締役が持つ政治性はそれほど強くはないと推測してもいいだろう。

また、シンガポールの社会環境から見ると、シンガポール政府はエリート選別体制を確
立しており、国から補助金などを受けたエリートたちは政府機関に就職する義務が課され
ている⁽¹⁴⁸⁾。それで、エリートは政府に吸収され、政府機関に就職することとなるわけであ
る。政府機関に入れることは、ある程度優秀であることを意味していると言ってもよいであ
らう。事実上、GLCs にいる 148 人も業界に認められ、高いスキルを持っている人物であ
る⁽¹⁴⁹⁾。また、一番議論された HO Ching も、2002 年に就任してから、テマセクの内部改革を
行い、海外戦略を展開し、顕著な実績を収められた⁽¹⁵⁰⁾。

テマセク及び GLCs における独立取締役が監督機能を果たし、企業が株主の長期的な利益
のために運営することを保障している。独立取締役の監督機能が果たされることによって、
制限がかけられている株主権による GLCs に対する監督力の弱化問題は解消される。また、
多くの独立取締役の採用は、望ましいコーポレート・ガバナンスのシグナルとしても機能し
ている⁽¹⁵¹⁾。

(144) 同上。

(145) Puchniak ほか・前掲注 98、42 頁。

(146) 同上。

(147) Wikipedia 「Statutory boards of the Singapore Government」、https://en.wikipedia.org/wiki/Statutory_boards_of_the_Singapore_Government、(2017.1.8 最終アクセス)。

(148) 野呂瀬・前掲注 100、35-36 頁。

(149) Puchniak ほか・前掲注 98、41 頁。

(150) 莫ほか・前掲注 125、39-43 頁。

(151) ダン・W・プチニャック＝ルー・ルー・ラン著 渡邊彰子訳「シンガポールにおける独立取締役
—コンプライ・オア・エクスプレイン・コードの難問」アジア・太平洋会社情報提供制度研究会編
『アジア地域における会社情報提供制度の実情と課題』（商事法務、2016 年）54-56 頁。莫ほか・前掲
注 125、39-43 頁。

第3章 中国における「テマセクモデル」の可能性

シンガポールの GLCs は中国の国有企業と同じく国の経済に占める割合が極めて高い。テマセクの設立によって三重構造の国有資産管理体制が確立され、テマセクは財務省と GLCs の間にある「仲介役」として機能している。テマセクは直接的に GLCs の企業経営に関与せず、投資・ダイベスメント及び必要に応じる株主権の行使により、GLCs に対する管理を行う。政府（財務省）は監督に専念し、テマセク及び GLCs の経営に介入せず、テマセクを通して GLCs への監督・管理を行う。テマセクモデルは、独立取締役を中心とする取締役会により政府及びテマセクからの政治関与を防止するとともに、GLCs に対する効率的・効果的な監督を実現した。1974年に設立されてから顕著な成果を挙げた。

これに対し、中国の国有企業改革は30年を超えて行われてきた。1978年に、計画経済下の国営企業は「企業自主権の拡大」という方針により国有企業の第一歩を踏み出した。その後、国有企業は「経営請負制」などの段階を経て国有企業の株式会社化に乗り出した⁽¹⁵²⁾。それから、現代的な企業制度の整備を目標として国有企業の改組、混合所有制等の措置は打ち出された。株式会社制度の導入により、国有企業はコーポレート・ガバナンスを構築し、巨大な成長を遂げた。しかしながら、国有企業改革は長年にわたり続けられてきたにもかかわらず、政府から国有企業への政治関与は止まっておらず、「政企分離」は未だに実現されていない。2013年の「三中全会」では、「政企分離」を実現するため、テマセクモデルと見なされる国有投資会社の設立は取り上げられた。

前述したように、テマセク並みの「政企分離」を実現するには、独立取締役を中心とするコーポレート・ガバナンスの構築は鍵となっている。本章では、テマセクモデルと比較しながら、外部統治構造と内部統治構造二つの部分を分けて「テマセクの中国化」及び如何にコーポレート・ガバナンスを構築すべきかを検討したい。

第1節 外部統治構造のあり方

1 国資委と国有投資会社との関係

国資委が所有者と監督者という二つの身分を兼ねている問題を解消するため、国有投資会社は設立・改組された。2016年12月に、国有投資会社に改組された試行企業は2014年の2社から10社まで増えた⁽¹⁵³⁾が、国有投資会社の改組、運営、人事、権限などに関する情報は

(152) 尹・前掲注72、120頁。

(153) 经济观察报「国资平台公司试点正增点扩面 10家央企工作方案已形成」、<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-12-18/doc-ifxytqax6454272.shtml>、(2016.12.30最終アクセス)。

一切公表されていないため、国資委と国有企業との関係を踏まえて説明していきたい。

2003年に、国資委が設置されると同時に、地方では国有企業を管理する持株会社も設立された。しかし、持株会社は相変わらず官僚と共産党員が中心⁽¹⁵⁴⁾であり、政府からの行政関与は続いている。北京にあるBSAM (BeiJing State-Owned Assets Management) は傘下の国有企業の人事に対し決定的な権限を持っている。また、職員の評価制度の設置、上場国有企業の子会社の設立に対する承認⁽¹⁵⁵⁾など、大きな権限を有し、企業の経営に強い政治的介入を与えている。さらに、国有企業の取締役会に株主代表を派遣することもできる。

国有投資会社はテマセクのように商業原則に基づき行動すべきであると考えている。国資委からの行政関与を防ぐため、国資委が株主として有する国有投資会社における取締役及びCEO等を選任・解任する株主に制限をかけるべきである。テマセクモデルでは、財務大臣がテマセクにおける唯一の株主としての地位を利用して政治利益を獲得することを防ぐため、財務大臣がテマセクにおける取締役の選解任に関して総統の同意が必要とされている。中国でも、国資委が選任した取締役、CEOに対し最終的な選択権を持っている機関を設置する必要はあると思う。また、これらの権限を保障する法律制度の整備も必要である。

2 国有投資会社と国有企業との関係

国有投資会社の設置によって国資委が直接的に国有企業を関与することは切断されている。しかし、国資委が国有投資会社を通して国有企業の経営に介入する危険性は残っている。そのため、国有投資会社から国有企業への関与も制限すべきである。テマセクはソフトローである「テマセク憲章」によって自らGLCsの日常経営への関与を制限しているが、中国では、上場国有企業に起きている政治関与の現状から考えると、法律によって国有投資会社の株主権を制限したほうが望ましいであろう。

3 制度環境の整備

シンガポールでは、GLCsの性質に即して競争性企業と非競争性（独占）企業という二種類に分類した。国の安全、資源などに関わる分野におけるGLCsは非競争性企業として、シンガポール国会議案に基づき設立された法定機関によって管理する。シンガポール経済開発庁、シンガポール公共事務局（PUB）など六つの法定機関は各機関の下にある国有企業を自主的な経営権を有する。一方、競争性国有企業はテマセク、シンガポール政府投資公社（GIC）、中央積立基金（CPF）、シンガポール金融管理局（MAS）、住宅開発庁（HDB）、

(154) Tan & Wang・前掲注38、152頁。

(155) 同上。

JTC コーポレーション等のシンガポール憲法における第五別表機関により、商業原則及び市場メカニズムに基づいて運営する。

シンガポールが国有資産の管理においては分野によって分類し、持株会社または法定機関が管理するのに対し、中国では、分野によって分類するのではなく、中央レベルと地方レベルの「分級管理」制度を取っていた。「分級管理」制度では、分野や業種などを問わず、一つの国資委または地方国資委によって管理し、国有企業を管理するのが一層難しくなる。政府はこの問題を認識し、2015年「指導意見」では、国有企業の性質に即して「商業類」と「公益類」に分類することとした。この分類方法はシンガポールの分類方法と似ており、分野別で国有企業を管理する方針に調整したと思われる。分類管理により、商業類国有企業、いわゆる自由競争的な領域に属する企業は、株式会社への改組を実施し、市場メカニズムに基づいて経営する。商業類国有企業は経営業績、国有資産の価値増幅及び市場競争力を評価する⁽¹⁵⁶⁾。また、商業類国有企業への株式規制は緩和され、民間資本の参入は可能となっており、混合所有制は進められる見込みである⁽¹⁵⁷⁾。この一連の改革は、テマセクモデルが導入しやすい環境づくりにもなると思われる。

4 国有株の減少

すでに分析したように、上場国有企業の支配権移転は必ずしも長期的にコーポレート・ガバナンスや企業業績を高めるわけではないが、全体的に上場国有企業の支配権の移転は経営業績の改善によい影響を与えている。国有企業の民営化等、人為的に集中的所有構造を分散させることは必ずしもコーポレート・ガバナンス健全化の最善策とは言い難いという指摘もある⁽¹⁵⁸⁾が、現在中国政府は混合所有制改革を推進しており、国有株の非流通性は改善され、それに伴い、集中的所有構造は自然に分散されつつあると思われる。

集中的所有構造を分散させるには、民間資本による国有企業への参入、新たに提唱された国有資本による非国有企業への出資などの方法は挙げられている。また、国有株を公正な価格で流通株の株主への売却、公開な市場で競売の方法で売却、国有株を無議決権優先株への

(156) 三菱東京 UFJ 銀行「国有企業改革の指導意見がようやく公布 - 企業の管理から資本の管理へ」(2015) 5 頁、https://reports.btmuc.com/File/pdf_file/info001/info001_20150930_001.pdf、(2016.12.9 最終アクセス)。

(157) みずほ銀行 産業調査部。「2015 年「中国国有企業改革」のゆくえ - 混合所有制はチャンスとなるか」Mizuho Short Industry Focus (2015) 4 頁、https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/bizinfo/industry/pdf/msif_132.pdf、(2016.12.9 最終アクセス)。

(158) 金・前掲注21、148頁。

転換などの方法で推進すること⁽¹⁵⁹⁾も挙げられている。

第2節 内部統治構造のあり方

1 取締役会

テマセクの取締役会は民間企業から来た非業務執行独立取締役を中心として構成されている。独立取締役を中心に構成された取締役会はテマセクモデルにおける核心であるとされている。テマセクは独立取締役を設置する義務はないが、シンガポール「コード2012」の基準より遥かに超えた割合の独立取締役を設置している。また、テマセクだけでなく、GLCsの取締役会も独立取締役を中心に構成されている。

国有投資会社及び国有企業の取締役を任命する際、市場メカニズムに基づく基準によって選任すべきである。経験豊富かつ高いスキルを持っている取締役によって取締役会全体の専門性を上げることができる。また、最大限に政治介入を防止するため、官僚、党員が取締役を担任することは望ましくない。この点に関して、「指導意見」では、国有企業における取締役会の議長とCEOは原則として分担されるべきであるのに対し、党の書記は議長を兼任するとされている。中国の政治環境の下では、政府からの政治的介入を完全に防止することはさほど簡単ではないだろう。

しかし、テマセクモデルにおいても、在任中の独立取締役は政府機関或いは法定機関に、在任中または在任したことがある独立取締役の割合が半数を占めている。それにもかかわらず、独立取締役が監督機能を果たし、企業が株主の長期的な利益のために運営することを保障している。そのため、官僚または党員であるから、取締役にならないわけでもない。シンガポールの場合、政府はエリート選別体制を確立しており、優秀な人材は政府に吸収されるため、官僚であるとして豊富な経験及び高いスキルは持っている。

そこで、国有投資会社及び国有企業の取締役を任命する際に、官僚・党員を問わず、市場基準で選考し、有能な官僚は分相応の報酬をもらえる取締役となることができるとすべであると考えられる。また、シンガポール政府のようなエリート選別体制の確立も重要であろう。

2 報酬制度

テマセクは市場基準に基づいて取締役及び職員の報酬制度を整っている。短期的、中期的及び長期的なインセンティブ制度が整備されている。

中国国有企業では取締役報酬と従業員報酬との格差を広げないように、取締役の報酬は市

(159) Tan & Wang・前掲注38、152頁。

場平均の報酬にも達することができない。その結果、取締役が個人的な利益を追求するため、株主の利益を損害することは多発している。国有投資会社及び国有企業においては、市場の基準で取締役及び職員の報酬制度を整備すべきである。また、近年、政治的昇進の可能性を業績連動報酬とする場合、企業業績と正の相関関係があるという研究もある⁽¹⁶⁰⁾。

3 情報開示

テマセクはEPLCであるため、総統に報告する義務はあるが、民間への情報開示は強制されていない。2004年から、テマセクは海外投資のため、国際的な事務所によって審査された財務諸表及び年次報告書を公表した。一方、中国では、中小企業はいまでもなく、上場企業においても、公開された情報は少ない。情報開示に関する制度の整備も必要であると思われる。

結び

コーポレート・ガバナンスの発展はその国の経済、政治と文化に強く影響されている。従って、中国の国有企業のコーポレート・ガバナンスを構築する際に、社会主義市場経済という環境の影響を念頭に置いておくべきである。国有企業改革は政府が主導して行われている。そのため、政府が自らをどう位置づけるのかが重要である。国有企業改革は30年以上行われてきた。国有企業の経営は改善されつつあるにもかかわらず、政府（国資委）と国有企業とのあいだにどういう関係が存在すべきかはいまだに明らかにしていない。また、国有企業改革は国有企業と政府との関係だけでなく、政府内部各部会の利益関係をどのように調和するかも重要であろう。財務部はテマセクモデルを目指す一方、国資委内部ではテマセクモデルを否定する声もある。国資委は資本投資運営会社の改組を盛んに行なってきたが、「資本管理への転換」という方針が提出されて3年を経っても、未だに国資委のホームページに企業の人事、経営、資産（「管人」「管事」「管資産」）という活動指針が掲げられている。テマセクモデルを導入するとしても、政府が自ら国有企業の日常経営への介入に制限をかけないかぎり、テマセクの中国化は難しいであろう。

(160) 金・前掲注74、167-168頁。