



中国国有企業におけるコーポレート・ガバナンス改革への提言 ～シンガポール及び日本との比較法の見地から

楊, 永良

(Degree)

博士 (法学)

(Date of Degree)

2020-09-25

(Date of Publication)

2021-09-01

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第7836号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1007836>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



博士學位論文

中国国有企業におけるコーポレート・ガバナンス改革への提言

～シンガポール及び日本との比較法の見地から

神戸大学大学院法学研究科

専攻:理論法学

指導教員:行澤 一人

学籍番号:157J009J

氏名:楊 永良

提出年月日:2020年7月30日

中国国有企業におけるコーポレート・ガバナンス改革への提言

～シンガポール及び日本との比較法の見地から

目次

序章	1
一 問題提起	1
二 本論文の目的と構成	4
三 国有企業の定義	4
第1部 中国国有企業の株式保有構造とコーポレート・ガバナンス	5
第1章 中国の国有企業改革と国有企業管理体制	6
第1節 国有企業改革の経緯——政府所有権と企業経営権を巡って	6
一 改革開放以前の国有企業とガバナンス構造（1949年～1978年）	6
二 国有企業改革とガバナンス構造（1978年～1992年）	7
三 現代企業制度とコーポレート・ガバナンス（1993年～2002年）	9
四 国有資産管理体制改革（2003年～2012年）	13
五 資産の管理から資本の管理へ（2013年～2020年現在）	16
第2節 中国におけるコーポレート・ガバナンスの制度的枠組み	19
一 制度的概要	19
二 取締役会制度	20
三 独立取締役制度	21
四 国有企業における社外取締役制度	21
第3節 中国国有企業の管理体制	22
一 グループ本社（親会社）	23
二 上場国有企業（子会社）	25
三 国有企業事例分析——中国石油化工企業グループ	26
第2章 中国の株式保有構造と国有企業におけるコーポレート・ガバナンス	28
第1節 中国の株式保有構造と資本市場	29
一 株式市場の設立及び非流通株の形成	29
二 非流通株の改革	30
三 非流通株改革後の株式保有構造	31
第2節 集中的保有構造における上場国有企業のコーポレート・ガバナンスの実態と問題点	33
一 市場規律付けメカニズムの無機能化	33
二 政府である支配株主と少数株主との利益相反	35
三 株主と役人経営者との利益相反	38
小括	38
第2部 シンガポールの政府系企業とテマセク・モデル	39
第3章 シンガポールの政府系企業とテマセク	40
第1節 シンガポールの政府系企業	40
一 政府系企業の設立と発展	40
二 政府系企業の民営化	41

第2節	テマセクとポートフォリオ	42
一	テマセクの発展	42
二	テマセクのポートフォリオ	43
第4章	テマセク・モデルの管理構造	44
第1節	テマセクとシンガポール政府との関係	44
一	テマセクと株主である財務省との関係	44
二	テマセクとシンガポール大統領との関係	45
第2節	テマセクにおけるコーポレート・ガバナンス	46
一	テマセクにおける取締役会制度	46
二	テマセクにおける取締役会の独立性	47
第3節	テマセクの政府系企業に対する管理体制	48
一	テマセクによる政府系企業の管理	48
二	政府系企業における独立取締役	49
小括	シンガポールのテマセク・モデルによる示唆	50
一	シンガポール政府と政府系企業との関係	50
二	取締役会の独立性の確保	50
第3部	日本の株式保有構造とコーポレート・ガバナンス	51
第5章	日本における株式保有構造の変容	51
第1節	株式持ち合いの変遷とその影響	51
一	集中的な保有構造の解体と株式持ち合いの形成（1949年~1972年）	51
二	株式持ち合いの安定化（1973年~1996年）	52
三	株式持ち合いの解消（1997年~2004年）	53
四	株式持ち合いの「復活」と解消（2005年以降）	54
第2節	株式保有構造の多様化	54
一	機関投資家の増加と安定化	55
二	日本における親子上場の変容	55
第6章	日本の株式保有構造における親子会社規制	56
第1節	日本における親子上場	56
第2節	日本法における親子会社関係に対する規制	58
一	親子会社に関する法律規制	58
二	親子会社取締役の責任に関する裁判例	60
第3節	グループガイドラインにおける親子会社に対する規制	65
一	親会社における対応の在り方	65
二	上場子会社におけるガバナンス体制の在り方	65
第4節	機関投資家による親子会社へのモニタリング	67
一	機関投資家によるモニタリング	67
二	スチュワードシップ活動の在り方—スチュワードシップ・コードによる規制	67
小括	日本における上場子会社のガバナンス体制による示唆	68
一	会社法上の規制	69
二	ソフトロー上の規制	69
三	機関投資家によるモニタリング	69
終章		69

第1節 中国国有企業におけるコーポレート・ガバナンスの在り方	69
一 国有企業に関するガバナンスにおける政府の在り方	70
二 国有企業におけるグループ経営の在り方	72
結語	74

序章

一 問題提起

今でも国有企業は多くの国々において、大きな役割を果たしており、世界経済にも大きな影響を与えている。グローバルの企業を対象とした収益ランキングのフォーチュン・グローバル 500 (Fortune Global 500) では、国有企業の数 は 2000 年には 27 社であったが、2019 年には大幅に増加し、FG500 企業の 5 分の 1 を超え、112 社に達している。そのうちの 82 社 (約 73%) が中国の国有企業であり、2000 年の 9 社をはるかに上回っており¹、中国国有企業の国際的な影響力の広がりが見られる。また、中国の国内においては、国有企業が公益事業をはじめ、様々な分野においてサービスを提供しており、国民の日常生活や国の経済を支えている。中国の国内総生産 (GDP) に占める国有企業の割合は 2017 年で 23~28% と推定される²。一方で、国有企業は経営の非効率性という問題を抱えている。国有企業のパフォーマンスを向上させるため、各国政府は、コーポレート・ガバナンスを強化する様々な取り組みを講じてきた。

コーポレート・ガバナンスにおいては、従来、企業の所有権と支配権が分離した場合に、株主と経営者の間に利益相反が生じるという、いわゆる「株主と経営者とのエージェンシー問題」が指摘されている。株式保有が分散した保有構造においては、どのようにプリンシパル (株主) とエージェント (経営者) の利害を一致させ、エージェンシー・コストを削減するのかがコーポレート・ガバナンスの中核であると考えられている。これに対して、支配株主が存在する保有構造においては、支配株主は情報を収集し、経営者を監視するインセンティブを持っているため、従来の「フリーライダー問題」を回避することができる。一方で、支配株主が支配権を利用し、少数株主の利益を犠牲にして自己利益を追求するなどの構造的な危険性が常に存在し得るといふ、いわゆる「支配株主と少数株主とのエージェンシー問題」が生じる。特に支配権 (control rights) がキャッシュ・フロー権 (cash flow rights) を大幅に超えている場合に、こうしたインセンティブが強まると言われている³。このように、株式の保有構造によってコーポレート・ガバナンスには異なったエージェンシー問題が生じる。

そして、株主が国 (政府) である場合、こうしたエージェンシー問題が一層複雑となり得る。政府は法人や個人株主とは異なる特別な所有者である。政府自体は一つの政治組織であり、政府役人と国民の間にエージェンシー問題が存在している。そして、理論的には国民が国有企業の最終的受益者であり、国有資産を運用する政府役人との間に利益相反リスクが生じ得ると指摘されている⁴。すなわち、政府役人が自己利益の追求のため、国

¹ Brandon Pizzola=Robert Carroll=James Mackie 「INSIGHT: The Changing Headquarters Landscape for Fortune Global 500 Companies」 Bloomberg Tax ホームページ (2019.11.15)、<https://news.bloombergtax.com/daily-tax-report/insight-21>、(2020.05.13 最終アクセス)。

² Chunlin Zhang 「How Much Do State-Owned Enterprises Contribute to China's GDP and Employment?」 World Bank (2019)、10 頁。

³ Andrei Shleifer= Robert W Vishny 「A Survey of Corporate Governance」 Journal of Finance Vol. LII, No. 2 (1997) 758 頁。

⁴ Curtis J. Milhaupt=Mariana Pargendler 「Governance Challenges of Listed State- Owned Enterprises Around the World: National Experiences and a Framework for Reform」 Cornell International Law Journal: Vol. 50, No. 3 (2017) 478 頁。

民の利益を犠牲にするおそれがある。そのため、政府が株主の場合、政府と企業とはどう
いう関係にあり、この関係をどのように調整すべきなのかは国有企業のコーポレート・ガ
バナンスの健全性を左右する。

国有企業がコーポレート・ガバナンスの向上に関して、直面する課題は主として以下の
3つが挙げられる。第1は、政府は市場規制、政策立案など行政機関としての機能を果た
しながら、国有企業の所有者としての機能も有している点である。政府が所有権を行使す
る際に、国有企業に不当な政治的な影響力を与えるおそれがある。そして、政府の政策に
より、国有企業が民間企業より有利または不利な立場に置かれるリスクが生じる。

第2は、政府という特殊な所有者はエージェンシー問題を悪化させる危険性がある。政
府が株主権の行使に対して消極的である場合には、「所有者欠如 (absentee owner)」によっ
て株主と経営者との間のエージェンシー問題が顕在化し、ファイナンシャル・トンネリン
グなどの問題が生じてくる危険性が高いと指摘されている⁵。他方で、政府が株主として
積極的に行動する場合には、株主と経営者の利益相反が緩和されるものの、政府が私利私
益 (政治目標や経済戦略など) を追求するために、支配株主の影響力を行使し、少数株主
の利益を損害するおそれがある。

第3は、敵対的買収と破産の脅威による経営者への規律付けが無機能化する点である。
株式が政府に集中している資本構造においては、敵対的買収による会社支配権市場 (the
market for corporate control) が形成しがたいため、国有企業の経営者には敵対的買収の脅
威による規律効果が乏しいと考えられる。また、雇用などに配慮し、政府は経営悪化した
国有企業を破産させないため、経営者は破産の脅威を感じられず、内部統制を強化させる
インセンティブが不足している。

より根本的な点から見ると、国有企業のコーポレート・ガバナンスの問題は、国有企業
パフォーマンスの説明責任から生み出されたものである。この説明責任は複雑なエー
ジェント・チェーン (経営者、取締役会、所有者、省庁、政府と立法機関) に関係しており、
各当事者の説明責任構造をうまく調整することは、良好なコーポレート・ガバナンスを確
立するための重要な課題であると考えられる⁶。

2005年に経済協力開発機構 (OECD) は各国国有企業のガバナンスのベスト・プラクテ
イスをもとに、「国有企業の運営における効率性、透明性及び説明責任をいかに確保すべ
きか⁷」に関する提言として「OECD 国有企業 (state owned enterprise) のコーポレートガ
バナンス・ガイドライン」 (以下「SOE ガイドライン」という) を公表した。簡単に言え
ば、「SOE ガイドライン」は株主としての政府の行動指針である。2005年の「SOE ガイ
ドライン」は、いかにして国有企業の日常経営を政治的な干渉から制度的に保障するの
かに重点を置いていた。そして、「SOE ガイドライン」は国有企業の活発化と国際化につ
れて、説明責任及び社会的責任の強化を中心に、2015年に改定された。本稿では「SOE
ガイドライン」 (2015年) が提言したフレームワークを照らし合わせながら、考察を進め
ていくこととする。

中国の国有企業改革は開始されてから40年以上が経ち、コーポレート・ガバナンスの
発展に大きな進歩を遂げてきた。2018年時点で全国国有企業の94%が非株式制企業から
株式会社や有限会社の形態への改組 (組織変更) を完成させた⁸。そして、中央企業のほ

⁵ Milhaupt ほか・前掲注4、478頁。

⁶ OECD 「OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises 2015 Edition」 OECD (2015)、12頁。

⁷ OECD 「OECD 国有企業 (SOE) のコーポレートガバナンス・ガイドライン 2015年版」 OECD (2015)、3頁。

⁸ 「国资委：目前全国国有上市公司改制面达到94%」 人民網ホームページ (2018.10.15)、

とんどが取締役会を設置し、そのうちの過半数が社外取締役⁹である。また、現在では、会社体制を支える会社法、証券法、契約法、会計法を含む基本的な法的枠組みが確立された。近年は、OECD のガバナンス原則と国際的な基準に向けて、「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」と「上場企業コーポレートガバナンス・コード」が導入されたなど、コーポレート・ガバナンスの取り組みが強化されている。コーポレート・ガバナンスの改善に一定の成果を挙げたにもかかわらず、経営の健全化、効率化からはまだ遠く、ガバナンス制度の構築に改善の余地がまだ多大にある。

中国の株式保有構造を特色づけたのは、政府の多階層的な集中的保有によるピラミッド型の保有構造である。株式市場において、株式は国が集中的に保有され、流動性が低いのが特徴的である。そこで、中国国有企業におけるコーポレート・ガバナンス改革においては、圧倒的な影響力を有する支配株主としての政府の影響力を牽制しながら、いかに経済合理性を基軸とするガバナンスの実効性を確保し、一般株主（少数株主）に対する十分な説明責任を果たさせるかが課題である。このような中国固有の課題を検討するためには、根本的に経済体制の異なる日本や欧米の法制度を表面的になぞらえるだけでは不十分であり、きちんと両者を架橋し、媒介するような視点が必要となってくる。そこで、中国と同じく政府主導の経済体制でありながら、グローバルな金融マーケットとして世界から投資資金を引き寄せることに成功しているシンガポールに着目し、そのユニークなコーポレートガバナンス・モデルを研究することで、中国法において実現可能なガバナンス改革の方向性を提示する。

シンガポールでは、株式の流動性がある程度担保されているが、政府や同族が株式を集中的に保有するガバナンス構造の面においては、中国の株式保有構造と共通点を持っている。しかし、同じ政府が株主であっても、中国の国有企業とは異なり、シンガポールの国有企業（政府系企業、Government-Linked Companies : GLCs）のコーポレート・ガバナンスは世界中から高い評価を得て、成果をあげている。政府系企業の株式はテマセク・ホールディングス（Temasek Holdings (Private) Limited、以下「テマセク」という）が保有している。テマセクはシンガポールの二つのソブリン・ウェルス・ファンド（Sovereign Wealth Fund）の一つであり、シンガポール政府を代表し株主として行動する投資会社である。テマセクが出資している政府系企業は、シンガポールの他の上場企業よりも良好なガバナンス体制を確立している。テマセクは、資本の集中、政府による独占ということを維持しながら、なおも株主の保護、つまり少数株主に対しても説明責任を果たし得るモデルとして注目されている。このことは、政府が所有する国有企業であっても、高品質のコーポレート・ガバナンスを実現する可能性があることを示している。本稿では、シンガポールの制度環境を踏まえて「テマセク・モデル」を分析したうえで、中国に移植する可能性を示唆する。

中国市場の株主構造は依然として国が集中的に保有しているものの、2005 年の非流通株改革によって、少なくとも形式上ほとんどすべての株が取引することが可能となっており、政府の保有株比率は僅かながら減ってきている。そして、中国政府は一般株主に対して更なる開放を実施し、株式を流動化させようとする動きを見せてきた。国有企業が民間資本を受け入れるいわゆる「混合所有制改革」の推進によって、株式保有構造は変わり、一般株主がより増加する傾向にあると考えられる。そこで、よりいっそう上場国有企業において、支配株主を規制し、少数株主の保護の在り方が問われることとなっている。

<http://finance.people.com.cn/n1/2018/1015/c1004-30341703.html>、(2020.05.16 最終アクセス)。

⁹ ここでいう社外取締役は日本法における社外取締役とは異なっており、詳細は第1章-第2節-四を参照。

日本では、株式市場は機関投資家が主導し、株式が比較的分散的に保有されている構造となっている。ただし、中国やシンガポールのような政府という支配株主が存在していないものの、株主構造が流動化していることから、逆に私的な権力（private power）としての親会社の規制が注目される。近年、日本の親子上場いわゆるグループ経営の規制への関心が高まっている。そのため、日本の比較法としての研究部分では、日本法におけるグループ・ガバナンスの在り方を見ていく。そして、極めて流動性が進んでいる市場において、機関投資家によるコーポレート・ガバナンスの向上が期待される。機関投資家が積極的に企業価値の向上に務めるように、2015年に、スチュワードシップ・コードが導入された。そのスチュワードシップ活動の在り方は、これからの中国やシンガポールにおいても参考にしていけるべきことがあるのではないかとと思われる。

二 本論文の目的と構成

そこで、本稿では、中国、シンガポール、日本においてそれぞれ異なる株式保有構造が当該国のコーポレート・ガバナンスにどのような負の影響をもたらしてきたのか、そしてそれは法的にどのように手当てされてきたのかを総合的に俯瞰することにより、中国に適合的なコーポレート・ガバナンス改革を、より普遍的な見地から提案する。

本稿の構成は、以下の通りである。まず、第1部では、中国におけるこれまでの国有企業改革と国有企業の管理体制について検討し、それが行き詰った理由を考える。その後、中国の株式保有構造の特徴を紹介した上で、その保有構造による国有企業におけるガバナンスの課題を明らかにする。次に、第2部では、シンガポールの政府系企業とテマセクがこれまで発展してきた経緯を述べ、テマセク・モデルにおけるコーポレート・ガバナンス体制を分析する。そして、テマセク・モデルにおいては、所有者である政府がいかに企業への介入を自制し、どのような形で政府自身の手を縛るかを考察する。さらに、第3部では、日本の株式保有構造の現在に至る変遷を振り返る。そして、多くの部分で株式の流動性が確保されている保有構造において、主として親会社による主要株主規制を整理する。その後、機関投資家による主要株主へのモニタリング機能について言及し、日本版スチュワードシップ・コードを取り上げる。最後に、終章では、シンガポールと日本からの示唆は、中国にどこまで役に立つのかを検討する。そのうえで、中国国有企業におけるあるべきコーポレート・ガバナンス改革の方向性への提言を試みる。

三 国有企業の定義

「SOE ガイドライン」の定義によれば、国内法によって企業と認められた法人であり、国が所有権を行使する企業、及び、特定の法律によって設立された営利性を持つ法定法人（statutory corporations）は、国有企業とみなされる¹⁰。本稿では、説明の便宜上、公益性の高い国有企業及び金融機関を検討の対象から除外し、「国有企業」という文言を限定的な意味で使う。

中国においては、国有企業の定義は2017年に初めて財政部の行政法規によって明確化された。国有企業とは、国を代表して国务院（内閣相当）や地方政府が所有権を行使する国有独資企業（非株式制）、国有独資会社、及び国有資本支配会社のことをいう。中央と地方の国有資産監督管理機関及びその他の部門によって管轄されている企業とその傘下

¹⁰ OECD・前掲注6、14頁。

の企業も含まれる¹¹。国有独資企業とは、「全民所有制工業企業法」に基づいて設立され、全持ち分を国が所有する非株式制の企業である。国有独資企業以外の国有企業は、すべて会社法に基づいて設立された株式制の企業である。国有独資会社とは、株式のすべてを国が所有している会社である。国有資本支配会社とは、国有資本が会社の発行済株式の過半数を保有している会社を指す。また、国が保有する株式が 50%未満の場合であっても、国が筆頭株主であり、かつ実質的に国が支配する会社は、国有資本支配会社とみなす¹²。本稿では、中国の国有企業改革を検討する際に、特に明記しない限り、国有資本支配会社を念頭に入れて検討する。

シンガポールでは、国有企業は、法定機関¹³ (statutory board) と政府系企業という二種類企業から成る¹⁴。法定機関は政府の経済、政治目標を達成するための公企業 (public enterprise) の形態の一つである。シンガポール政府は、深刻な住宅不足に取り組むために 1960 年 2 月 1 日に最初の法定機関として住宅開発庁 (Housing and Development Board : HDB) を設立した。そして、シンガポールへの外国投資を引き寄せることにより、深刻な失業問題を解決するために、1 年半後の 1961 年 8 月に三つ目の法定機関として経済開発庁 (Economic Development Board : EDB) が設立された。住宅開発庁と経済開発庁の二つの法定機関の設立は、住宅不足と失業問題の解決を成功に導いた¹⁵。その後、政府は生活条件を改善し、住宅、教育、医療など必要なインフラを提供するために、各省庁に法定機関を相次いで設置することとなり、2020 年現在の時点では 65 機関がある¹⁶。また、シンガポールでは、政府が発行済株式の一部または全部を保有する企業は国有企業と呼ばれていたが、1985 年の国有企業民営化以降、政府が持株会社または他の機関を通じて 20% 以上の議決権株を保有する企業は政府系企業と呼ばれるようになった。本稿では、法定機関は高い公益性を持つため、議論の枠から外し、テマセク傘下の政府系企業を中心に検討を進めていく。

第 1 部 中国国有企業の株式保有構造とコーポレート・ガバナンス

中国の国有企業改革は、社会主義体制を維持しながら市場化を進め、42 年にわたって行われてきた。改革が進められる中で、国有企業の保有構造は大きく変動し、国有企業におけるコーポレート・ガバナンスも現代の企業システムに向かって漸進的に進んできた。

¹¹ 財政部「国有企業境外投資財務管理辦法」(2017) 第 2 条。

¹² 国务院国有资产监督管理委员会 財政部「企業国有资产交易監督管理辦法」(2016) 第 4 条 4 項。

¹³ 法定機関とは、議会の法案によって省の下に設立された自治政府機関である。「一般に、省が全般的な政策方針を決定し、その管轄下の法定機関が具体的な施策を策定・実施する」(「シンガポールの政策 (2013 年改訂版) -概要 (行政・公務員制度)」注 4 を引用、<http://www.clair.or.jp/j/forum/pub/series/pdf/j44.pdf>)。法定機関は政府部門から分離され、その職員は公務員ではない。法定機関の管理は取締役会、業務執行取締役 (general manager) によって行われる。取締役会の議長は、通常国会議員、上級公務員または特定分野の傑出した人物 (a distinguished person) であり、管轄する省庁によって任命される。(Jon S.T. Quah 『Public Administration Singapore-style』(Emerald、2010)、42 頁を参照)。

¹⁴ Kenneth Bercuson 『Singapore : A Case Study in Rapid Development』(International Monetary Fund、1995)、24 頁。

¹⁵ Jon S.T. Quah 『Public Administration Singapore-style』、(Emerald、2010)、41 頁。

¹⁶ Singapore Government 「Singapore Government Directory」Singapore Government ホームページ、<https://www.sgdi.gov.sg/statutory-boards/>、(2020.05.18 最終アクセス)。

現在のコーポレート・ガバナンス体制を理解するためには、国有企業改革の過程を振り返ってみるのが有益である。そのため、第1章では、背景知識として、政府所有権と企業経営権の観点からこれまでの国有企業改革の経緯をたどり、コーポレート・ガバナンス体制の変化を紹介したうえで、中国のコーポレート・ガバナンス制度と国有企業の管理体制を考察する。次に、第2章では、中国資本市場の形成から現在に至るまでの経緯を紹介したうえで、株式保有構造の実態を明らかにする。最後に、中国の株式保有構造が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もたらしてきたのかを分析し、抱えている課題を明らかにする。

第1章 中国の国有企業改革と国有企業管理体制

第1節 国有企業改革の経緯—政府所有権と企業経営権を巡って

中国の国有企業改革では、国有資本を残しながら社会主義市場経済を構築し、コーポレート・ガバナンスを有効に機能させるには、政府、所有主体、国有企業との関係をいかに適切に取り扱うかは避けては通れない問題である¹⁷。中国では、政府、所有主体、国有企業との関係を巡ってガバナンス改革が行われてきたが、政府と国有企業の関係においては、政府（所有）と国有企業（経営）は分離できるか、またどのように分離させるのかという課題が未解決のまま残されている。以下では、政府が国有企業との関係に応じて、ガバナンス改革を進めてきた歴史的な経緯を、五つの段階に分けて考察する。

なお、留意すべきことは、1993年までに、国有企業は国が経営する企業という意味で「国営企業」と呼ばれていた。1993年の憲法改正により、国が経営ではなく、所有している企業という意味で「国有企業」と呼ばれるようになった。論述の便宜上、1993年以前の国営企業も一律に国有企業と呼ぶことにする。

一 改革開放以前の国有企業とガバナンス構造（1949年~1978年）

改革開放以前の国有企業は、政府が直接的に所有し、経営していた。この時期の国有企業管理体制の特徴は、行政管理及び中央の計画に強く依存することである。国有企業は、営利目的で経済活動を行う商業組織ではなく、「単位」(working unit) と呼ばれ、政府の計画部門に付属し、労働者に社会福祉を提供する生産組織の一つである。国有企業は従業員に生活必需品を配布し、定年後の生活も保証するなど、社会福祉を提供する役割も担っていた。

(一) 国有企業の外部統制

1949年に中国成立後、中国は計画経済体制を採り、政府が策定した行政計画に基づき国民経済の発展が進められた。生産手段の公有制を基礎とした社会主義の下では、私有制が認められず、社会財産が全国民所有する「国有制」と郷鎮または村が所有する「集団所有制」という2つの所有形態しかなかった。このような経済所有制に応じて、企業は「国営工業企業」と「集団所有制企業」という法人格がない企業形態をとっていた。改革開放

¹⁷ Loup J. Brefort=Stoyan Valtchev Tenev=Chunlin Zhang 「中国的公司治理与企业改革：建立现代市场制度(中文)」 World Bank (2002)、序言、1頁。

初期の1978年に、国営工業企業の数約24%（8.37万社）にとどまっていたが、工業生産総額で見れば77.6%を占めており¹⁸、国民経済の中で大きな割合を占めていた。

国有企業は、行政的な統治方式¹⁹で管理され、政府が経営管理権限を集中的に保持していた。改革開放までの間に、政府が国有企業に経営権限の一部を委譲していたが、あくまでも企業を活性化するための緩和策にすぎず、国有企業の生産から人事までの権限は依然として政府にあった。国有企業は、生産指示を受け、販売ルートが保証され、財政予算から生産目標を達成するための必要な要素が提供される²⁰。その代わりに、国有企業が販売した商品から得た利益のすべては、国に上納する。国有企業は国から割り当てられた生産目標を実行する生産ユニットにすぎなかった。行政化管理により、国有企業経営の非効率性が次第に顕在化してきた。また、従業員は基本終身雇用であるため、モチベーションの低下などにより、国有企業の業績低下にも繋がる。

（二）国有企業の内部統制

この段階では、国有企業に対する所有権と経営権が分離されず、政府は経営権を有する株主である。国有企業内部は、政府から派遣される政府役人が国の計画に従い、企業の生産を管理する。派遣される政府役人は工場長と呼ばれ、国有企業における最高責任者である。1950年代後半から、国有企業では、党委員会指導下の工場長責任制が採用されるようになった。党委員会は企業経営に関する指導権と意思決定を行い、工場長は党委員会の決定を執行し、党委員会に対し責任を負う。この管理制度は1987年まで30年以上の長い間続いた。

二 国有企業改革とガバナンス構造（1978年~1992年）

1978年に、経済体制改革政策として改革開放政策が打ち出された。当時、国有企業の業績が悪化し、経営の非効率性問題が深刻化していた。国は、政府の企業に対する直接所有と経営を維持しながら、国有企業にインセンティブ制度を導入する方針を決めた。政府は、企業の経営権を拡大することによって、企業の経営効率を向上させることを図ろうとした。この時期では、経営権限の分配を中心に調整が行われていた。政府と企業の関係においては、企業に一定の経営権限を与えたが、政府が所有権と支配権を握ることには変わらない。改革の初期段階では、国は企業のインセンティブ付与に重点を置いていた。そして、改革の後半では、請負契約を通じて企業の経営者に比較的に大きな支配権を付与していた。

（一）国有企業の外部統制—企業経営権の拡大

1 「放権譲利」政策（1978年~1984年）

国有企業に一定のインセンティブを与えるため、企業の利益分配制度を中心に調整が行われた。1978年に、政府は経営権の一部を手放し、営業利益の一部を企業に譲るいわゆる「放権譲利」政策が打ち出された。計画経済体制の下では、国有企業が事業に要する資金は政府の財政から支出されていたのと引き換えに、国有企業が挙げた利益のすべ

¹⁸ 岳清唐=蔡昉=李培林=谢寿光『中国国有企业改革发展史（1978~2018）』（社会科学文献出版社、2018）、23頁。

¹⁹ 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。

²⁰ 黄群慧「“新国企”是怎样炼成的——中国国有企业改革40年回顾」蔡昉=李培林=谢寿光 等编『中国经济改革与发展（1978~2018）』（社会科学文献出版社、2018）、206頁。

てを政府に上納する義務があったが、改革後、一部の利益を企業に留保することが認められるようになった。具体的には、①国の計画目標達成後、条件付きで計画外の商品を生産販売すること、②上納後の利益を自由に支配すること、③従業員を自主的に採用すること、④中層幹部とそれ以下の幹部を任命することなど、10項目の企業の経営権限が認められた²¹。この改革によって、国有企業は国が設けた収益目標を達成した後、目標超過分の利益の一部を自由に支配し、ボーナスとして従業員に支払うことも可能となった。この一連の措置を通じて、経営者と従業員のモチベーションを向上させ、企業の経営効率を上げるのが狙いであった。しかし、留保する利益の割合が低くかつ不安定であったため、インセンティブとしては不十分であった。

そして、1983年から、国有企業の利益上納方式を納税方式に改めるという「利改税」など一連の税制改革も行われた。国有企業は一律55%の利潤税を上納し、税引き後の利益を自由に支配することができる。しかし、各企業、業界間の利益率に大きな差があり、その格差を埋めるため、大型企業に追加で調節税を徴収することとなっていた。企業間の納税率が異なるため、国有企業と政府間の交渉が無限に繰り返され、改革のインセンティブ効果を弱めてしまった²²。

2 経営請負責任制（1984年~1992年）

企業の利益上納目標を達成させるために、さらなる経営権限拡大の必要性が認識された。しかし、当時、所有権と経営権の分離は公有制という社会主義の性質を変えてしまうものではないかという懸念が生じ、現代会社制度における所有と経営の分離には至らなかった。その結果、請負契約による経営権の拡大が推進されてきた。1988年に、約93%の国有企業が請負契約による経営請負責任制を実施した。なお、特筆すべきことは、標準化された株式制度ではないものの、当時一部の国有企業では株式会社制度の試行が行われていた²³。

経営請負責任制とは、経営権と所有権の分離の原則に基づき、請負契約の形式で政府と企業の権力分配を確定し、国有企業に損益を自己負担させるという制度である²⁴。国有企業は、上納すべき利益、完成すべき技術改造任務、賃金総額の業績との連動などの内容を政府と3年以上の契約を結び、それ以外は自由に経営できる²⁵。請負契約によって国有企業経営者は比較的大きな経営権が付与された。経営者は今までの行政任命ではなく公開選抜によって選出される。経営者の報酬を企業業績と連動させ、新しく雇用する従業員は従来の終身雇用ではなく、3年期の労働契約で雇用するなど、モチベーションを上げる措置を取っていた。しかし、従業員との労働契約は基本終了されることなく、自動的に更新されるのが一般的であった。また、国有企業の損益が自分の責任となったため、企業の投資資金は、本来の政府財政予算から銀行融資や留保利益に転換された。一方、国有企業に対する補助金が削減されたものの、国有銀行や地方政府からの補助金は依然として存在していた²⁶。

また、経営請負責任制は、国有企業の経営権を拡大させたが、企業経営を監督する仕組みは整っていなかったため、経営者や従業員の賃金が上昇する一方、国に上納する利益が

²¹ 国务院「关于扩大国营工业企业经营管理自主权的若干规定」（1979）。

²² Loup J. Brefort=Stoyan Valtchev Tenev=Chunlin Zhang 「Corporate governance and enterprise reform in China: building the institutions of modern markets (English)」 World Bank (2002)、13頁。

²³ 岳ほか・前掲注18、82~92頁。

²⁴ 国务院「全民所有制工业企业承包经营责任制暂行条例」（1988）第2条。

²⁵ 同上、第8条・17条。

²⁶ Brefort ほか・前掲注22、15頁。

減少するという事態も起こった²⁷。そして、経営請負責任制は景気の変化にうまく対応できない側面があり、国有企業が利益上納という約束を果たさなかった結果、政府側も約束した経営自主権を十分に与えなかった²⁸。そのため、1980年代半ばから、国有企業の業績が徐々に悪化し、政府におけるソフトな予算制約問題（Soft Budget）も深刻化した。

（二）国有企業の内部統制

国有企業の内部管理制度について、従来続いてきた党委員会指導下の工場長責任制の下では、党委員会が生産管理に対する最終的な決定権を有するものの、企業経営の良し悪しに対する責任は負わず、工場長が負っていた。工場長が権限に対応しない義務を負っているため、結局誰も責任を負わない混乱状態に陥った。このような状況の中で、1984年に、党委員会の指導権が排除され、工場長が企業の生産経営に対する指導権が認められ、いわゆる工場長責任制の試行を始めた。そして、1987年に、工場長責任制は全国まで普及した。さらに、1988年に施行された「全民所有制工業企業法」では、工場長が企業の法的代表者であり、企業の生産経営に対する政策決定権及び行政幹部の使用と選解任などの権限を有するとされている（44条）。企業のトップ人事に関する権限は従来どおり政府にあるため、国有企業の独立性はどこまで担保されるのか、懐疑的であった。

以上のように、経営権拡大及び請負責任制など一連の改革は、あくまでも計画経済体制の枠組みの中で、国有企業の管理制度及び利益分配制度に対する変革に過ぎなかったため²⁹、所有権と経営権の分離にも限界があった。

三 現代企業制度とコーポレート・ガバナンス（1993年~2002年）

この段階では、計画経済体制から社会主義市場経済体制への方針転換によって、国有企業は大きな変革を迎えた。1993年の中国共産党第14期中央委員会第3回全体会議では、「社会主義市場経済体制を建立する若干問題の決定」が採択された。中には、現代企業制度の導入、多元的な所有制の発展など、国有企業改革に関する方針も盛り込まれた。現代企業制度とは、株式会社制度の原則に基づいて国有企業を管理し、政府の所有権と企業の経営権を分離させることを指す³⁰。そして、多元的な所有制の発展とは、国家所有制のほか、個人所有制、民間所有制や外資所有制など多様な所有形態の発展を促進することである。

この方針の下で、会社法が制定され、国有企業の株式会社化が始まった。政府は、会社法に基づき、従来の全民所有制企業（国有独資企業）を有限会社や株式会社へと改組・再編を始めた。1994年に、国有企業2500社が試行企業として選出された。そして、1997年に、その2500社のうち、従来の企業形態を維持したのは13.2%であり、有限会社に再編されたのが38.8%、株式会社に再編されたのが23%であった³¹。

株式会社化と平行して、中小国有企業を中心とした国有企業の所有制改革も始まった。

²⁷ 芳澤輝泰「中国国有企業改革とコーポレート・ガバナンス」（関西学院大学出版会、2004）、60頁。

²⁸ 丸川知雄「中国の国有企業：『問題』から『ハプター』に転換したのか」JRIレビュー3巻4号（2013）、9頁。

²⁹ 林家彬=刘洁=项安波=王宇飞『中国企业发展报告（2016~2017年）』（社会科学文献出版社、2018）35頁。

³⁰ Brefortほか・前掲注22、16頁。

³¹ 周天勇=夏徐迁「我国国有企业改革与发展30年」邹东涛=欧阳日辉編『中国经济发展和体制改革报告No.1』（社会科学文献出版社、2008）、351頁。

所有制改革とは、非株式制国有企業が株式会社に改組すること、及び国有企業の民営化のことである。1995年に「大を掴み、小を放す」（抓大放小）という所有制改革方針が出された。この方針の下では、大型国有企業は政府の所有権が50%以上を保有する持株会社に移行させ、中小国有企業に対しては民営化することを始めた。中核産業にある大型国有企業は吸収合併を通じて、各業界において多数の大型企業グループを形成した。また、株式保有構造の多様化及び資金調達のため、業績のよい国有企業を上場させることにした。2001年末まで、約1200社が上海と深圳の証券取引所に上場した³²。そして、大型国有企業の子会社（上場国有企業）の海外上場も始まった。一方、中小国有企業は、再編、吸収合併、株式を従業員や経営者に売却する、有限会社に改組するなどの形で民営化を実現した。その結果、中小国有企業の数、1995年の24.5万社から2002年の14.9万社に約39.2%を減少した³³。しかしながら、2005年の調査によれば、改制後の株式保有構造について、全国で政府の持株比率は68.63%³⁴であり、依然として高いと考えられた。

この段階では、政府と国有企業との関係においては、国有企業の株式会社化を通じて、政府が国有企業の日常経営を直接に干渉することは法律で禁じられており、政府は国有企業に対して株主としての所有権を行使するにとどまる。つまり、政府所有権と国有企業の経営権は少なくとも形式上分離されていた。一方、政府側においては、国有企業に対して所有権を行使する所有主体の分散化などの問題が浮き彫りになってきた。国有企業側においては、従来国有企業に存在していた「旧三会」（老三会）と呼ばれる党委員会（党組）、労働組合、従業員代表大会は、「新三会」と呼ばれる株主総会、取締役会、監査役会の3つの会社機関と並存することとなり、政治的関与、各機関間の権限衝突などによるガバナンス問題が浮上してきた。

（一）国有企業の外部統制—政府の所有権と監督権

1 国有企業の所有主体に関する改革

政府所有権と企業経営権の分離とともに、国有資産の管理体制も、政府が国有企業の所有者としての権限と行政部門としての行政管理権限を分離させる方向に進んでいる。中央レベルにおいては、1988年に、国家国有資産管理局（以下「国資局」という）が設立された。国資局は國務院に対して責任を負うが、財務部の指導の下に置かれる。そして、国資局と財務部の両方は、国有資産の所有権を行使する所有主体としての権限を持っている。しかし、従来計画経済の下では、国有企業は各業界の経済管理部門が直接に管理していたため、国資局は国有企業に対する管理権限が事実上行使できず、その実権は依然として各行政部門に散在していた。例えば、当時のある大型トラック企業では、企業資産は財政部、収入分配は労働部、インフラ整備は国家計画委員会、技術革新は国家経済貿易委員会によってそれぞれが管理し、そして、人事は中央組織部、人事部、機械産業部が共同で管理されていた³⁵。結局、成立後の国資局の主な役割は、国有資産の登録、調査、保全などに制限されていた。その結果、国有企業の管理を司る部門が多数に及び、方針の統一が

³² Brefort ほか・前掲注 22、28 頁。

³³ 岳ほか・前掲注 18、115 頁。

³⁴ 清家彰敏=馬淑萍「中国国有企業の民営化と国有資産管理体制」財務省ホームページ、https://www.mof.go.jp/pri/international_exchange/visiting_scholar_program/mws1709.pdf、(2020.05.22 最終アクセス)。

³⁵ 国資委「特別策劃国企进化录——政企关系调整史：从分业管理到“全国一盘棋”」国务院国有资产监督管理委员会ホームページ（2019.12.13）、<http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n4423279/n4517386/n13056341/c13087976/content.html>、(2020.05.22 最終アクセス)。

図れず、結局どの部門も責任を負わなくなるという「九龍治水」と呼ばれる混乱の局面に至った。

そこで、1998年に行われた組織の簡素化を目標とした国務院機構改革では、計画経済時代に設立された国有企業を直接に管理する多くの経済管理部門が廃止された。その一部は、国有企業に対する所有権が取り消され、国家経済貿易委員会に再編され、各業界の制度設計や規制改革を行うというものであった。一方で、国資局も廃止され、財務部に所属する下部機関となった。そして、国有企業に対する所有者としての権限は、国家計画委員会、国家経済貿易委員会、労働と社会保障部、財政部、中央大型企業工作委員会（1998年新設）の五つの総合部門に分けられた。各部門はそれぞれ国有企業の計画立案、日常経営活動、労働者と報酬、国有資産の登録と処分、経営者の選解任を担当することとなった³⁶。

国有企業に対する管理権限を分散させることによって、お互いに牽制しあうというのがこの狙いであったが、国有企業管理の混乱した状況は変わらなかった。原因は以下の4つにあった。第1に、所有権を分散させた結果、責任も分散されてしまい、責任を追求するのが困難である。第2に、各管理部門の間に利害の対立が存在している。第3に、中央政府が管轄する国有企業は約4000社もあり、数多くの企業を直接に管理・監督するのが困難である。最後に、国有企業側から見ると、異なる管理問題は異なる部門と交渉する必要があるため、コミュニケーション・コストが高くなり、管理効率の低下にも繋がる。そのため、政府が国資局を廃止し、国有企業に対する所有権を複数の行政部門に分散することは、所有権と経営権を再び政府部門に統合したという点から、改革が後退されたと評価されている³⁷。

中国では、こうした国有企業に対する所有権が分散されており、統一的に所有権を行使する所有主体が不明である状況を、「所有者欠如」（所有者缺位）と呼んでいる。「所有者欠如」により、国有企業が大きな損失を積み上げ、不良資産の増加と国有資産の損害が深刻であった³⁸。

2 政府による外部監督と稽察特派員制度

前述した所有者欠如問題のほか、国有企業の経営権の拡大とともに所有者と経営者のエージェンシー問題も顕在化しており、企業内部者支配（insider control）による国有資産の侵害が多発していた。国有企業の内部監査を強化するため、1990年代前半、各大型企業グループの最上層にある中央政府が直轄するグループ本社のレベルにおいて、コーポレート・ガバナンス改革を試みていたが、グループ本社の経営者は自身が企業内で持つ権限に脅威をもたらす可能性のある改革に対して反発したため、一連の改革は失敗に終わった。

そのため、グループ本社に対する外部監督を強化する目的として、1998年に稽察特派員制度が創設された。稽察特派員公署は稽察特派員によって構成された独立した機関であり、国務院に対して直接に責任を負う。各企業に派遣される稽察特派員チームは稽察特派員一人と助手四人からなるグループである。稽察特派員チームは年2回に対象企業に派遣され、対象企業の会計監査を行う。そして、企業の財務情報に基づき、経営者の経営

³⁶ 李祖荣=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。

³⁷ Brefortほか・前掲注22、25頁。

³⁸ 国資委「国企40年改革的逻辑与展望」国务院国有资产监督管理委员会ホームページ（2018.10.26）、

<http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n4423279/n4517386/n9320196/c9739880/content.html>、（2020.05.24最終アクセス）。

業績を評価し、経営者の留任、昇任または辞任などの意見を述べる。稽察特派員の任期は3年であり、同一会社での再任は認められない。

稽察特派員制度を通じて、政府は、独自の情報収集ルートを確保し、国有企業に対する監督と収集した財務情報の品質を高め、経営者の権限濫用を防ぐことを図ろうとした。そして、稽察特派員は、国有企業におけるいくつか大きな不祥事を暴露し³⁹、経営者の不正行為の発覚に大きな役割を果たした。そのため、翌年の1999年、稽察特派員制度の運用は広範囲に広がった。

しかし、稽察特派員制度は、政府である所有者と経営者間の情報の非対称性を埋めるには不十分であった。また、国有企業と経営者に対する評価は、各稽察特派員の主観的評価によるため、利益相反のリスクが潜んでいる。その結果、2000年3月15日から、グループ本社では、稽察特派員制度の代わりに派遣監査役会（派出監事会）制度を実施した。派遣監査役会は、国務院が派遣される外部監査役から構成する外部監査機関であり、基本的に稽察特派員の役割を引き継いだ。派遣監査役会会議の合意をもって評価を下すところは従来の稽察特派員制度とは異なっている。派遣監査役会は、行政的な性格が濃く、ほかの行政機関と権限の衝突が生じることが多かったため、2018年3月に、派遣監査役会制度は廃止され、国有企業を監督するすべての権限は、政府機関の財務収支の監査を行う国務院直属の審計署に集中された⁴⁰。

（二）国有企業の内部統制—1993年会社法におけるコーポレート・ガバナンス

1993年12月に可決された会社法は、現代企業制度に基本的なフレームワークを提供し、会社の設立、運営、企業形態、機関構造、株式の譲渡と売買、及び合併、破産、清算の手続きに関する法制度を確立した。会社法の下では、株式会社において株主総会、取締役会、監査役会を設置することが義務化された。日本の監査役設置会社と類似している機関設計を採用しているが、従業員を代表する役員を選任する規定など、独特な特徴を持っている。そして、国有独資会社に関して、民間企業との差別的な取り扱いが見られる（20条2項・75条2項・148条・159条等）。

株式会社制度を導入した初期段階では、国が株式会社化された国有企業に対する支配権を維持するため、株主に大きな権限を付与した。会社法では、経営方針の決定、年間予算案及び利益配当への承認など、英米法では経営管理権限と思われる権限を株主に与えていた⁴¹（103条）。

また、取締役会の制度設計は、支配株主である政府が国有企業の経営に関与する手段を提供した。会社法の下では、取締役会会長は業務執行取締役であり、広範な権限が与えられた⁴²。例えば、株主総会と取締役会の招集権限、取締役会決議の執行状況の審査（114条）、及び取締役会機能の代行（120条1項）などの権限を持っている。そして、取締役会会長は会社を代表する権限を有する唯一の法的代表者である（113条2項）。

さらに、従来の国有企業から続いてきた党組織（党委員会または党組）、労働組合、従業員代表大会の3つの機関は、株式会社化された後の国有企業においても依然として機

³⁹ 蔣占華「国有企業外派監事會制度研究」新華網ホームページ（2015.01.28）、
http://www.xinhuanet.com/politics/2015-01/28/c_127432495_2.htm、（2020.05.23 最終アクセス）。

⁴⁰ 曹煦「国有重點大型企業監事會撤并之後：國資監管迎變局」人民網ホームページ（2018.04.03）、
<http://finance.people.com.cn/n1/2018/0403/c1004-29903959.html>、（2020.05.26 最終アクセス）。

⁴¹ Jenny FU, 「State Capitalism and Corporate Law : the governance of state-owned enterprises in China」
Roman Tomasic 『Routledge Handbook of Corporate Law』 (Routledge, 2017)、147頁。

⁴² Jenny・前掲注41、147頁。

能し続けている。中でも、かつては国有企業の最高意思決定機関であった党組織は強力な権限が付与されている。党組織の委員は取締役を兼任し、その筆頭である書記は取締役会会長を兼任するのが一般的である。党組織は意思決定機関の性格を有しており、取締役会の議決権範囲と大幅に重なっているところがあるため、党組織の構成員が取締役を兼任することで、2つの機関の権限・利益の衝突を緩和することが期待されている⁴³。その一方で、党組織の意思決定機能が取締役会決議を形骸化するおそれがあると思われる。

また、国有企業の役員人事は、党の人事部門である組織部と国資委の人事部門である党委員会によって共同で管理する。国有企業の主要役員は基本的政治任用であり、会社の役員と政府の役人（部級または副部級官職）という二重の性格を有している。このような体制は、企業の経営が政治的関与にさらされる危険性が高いと解されている。

四 国有資産管理体制改革（2003年~2012年）

この段階では、政府と国有企業との関係について、政府は国有企業の所有主体に主眼を置いていた。政府は、国有企業に対する所有権を新たに設立された国有資産管理委員会（以下「国資委」という）に集中させ、国資委が株主として大型国有企業（グループ本社）を管理する。国資委は、企業再編を通じて産業構造を調整し、グループ本社におけるガバナンス改革も始めた。また、会社経営の健全化を確保するため、コーポレート・ガバナンスに関する会社法制は大幅な改正が行われた。

（一）国有企業の外部統制—所有主体としての国資委

1 国資委の概要と役割

前述のとおり、所有権を分散させた結果、国有企業の管理が混乱に陥った。こうした状況を打開するため、2003年に、政府は国資委を設立し、分散された所有権限を一つの所有主体に集中させた。金融類（銀行、保険）、文化類（出版社、メディア）、行政類（鉄道、タバコ、郵政）などの分野における国有企業に対する所有権は財政部が所有権を行使することを除き、実業を担うすべての国有企業は国資委が株主としての権限を行使する。中央の国有企業は国資委が直接に管理し、地方の国有企業は各地方の国資委によって管理する。地方の国資委は省レベルで32機関、市レベルで331機関がある⁴⁴。

中央レベルでは、国資委を設立した当時、中央政府の各行政部門が直轄していた中央国有企業196社を国資委の傘下に移行させた。国資委が直轄する196社の中央国有企業は、多数の子会社（上場国有企業）を有する親会社であり、グループ企業の中の本社である。中央企業の国有企業資産総額は、全国国有資産総額の約3分の1を占めている。そして、グループ本社のコーポレート・ガバナンスを改善することは国資委を設立する一つの目的であった。

国資委は、国务院の直属特設機構⁴⁵（正部級：日本の大臣に相当）であり、中央企業の国有資産を直接に監督・管理し、国家を代表し出資者としての権限を行使する機構である

⁴³ 任广乾=田野「党组织参与国有企业公司治理的作用机理剖析」财会月刊第7期（2018）15頁。

⁴⁴ 「地方国资监管之忧：县市级恢复、新建国资委」人民网ホームページ（2013.04.23）、
<http://finance.people.com.cn/n/2013/0423/c1004-21239830.html>、（2019.11.23 最終アクセス）。

⁴⁵ 「直属特設機構とは、政府がある特別な事項や機能行使のために単独で設立した機構である。现阶段では、国务院レベルでの直属特設機構は国資委のみである。」中央编办「直属特设机构」中国机构编制网ホームページ（2011.07.19）、
https://web.archive.org/web/20170704135441/http://www.scopsr.gov.cn/zlzx/bzcs/201203/t20120326_55620.html、（2019.11.22 最終アクセス）。

46. 国有資産を監督する行政機関として、国資委は国有経済の配置を調整し、国家の安全にかかる領域に対する支配力と競争力を確保する義務が付けられている（企業国有資産監督管理暫行条例 2019 年⁴⁷13 条・14 条）。一方で、国有企業の所有主体である株主として、国資委は、国有企業に対して資産の収益を享受し、意思決定への参加及び企業の経営者の選解任などの権限を有する（企業国有資産法 12 条・22 条）。つまり、国資委は政府の監督機関と国有企業の所有主体という二つの身分を兼ねているため、国の政治経済政策と国有企業の商業目標の衝突による利益相反のリスクが存在している。また、「人事、経営、資産を結びつけて管理する」という管理方針の下で、国有企業の日常経営は政治的干渉の脅威にさらされている。

2 国資委が主導する国有企業再編とコーポレート・ガバナンス改革

政府が産業構造の調整を進める中で、その一環として国資委は中央国有企業（グループ本社）をめぐる企業再編を始めた。企業再編を通じて、戦略的分野にある国有企業の資源配分を最適化にすることが期待されていた。再編の結果として、国資委が直轄するグループ本社の数は 2003 年の 196 社から徐々に減り、2012 年の 113 社に減少した。全国的には、国有企業数は 2003 年の 34280 社から 2012 年の 17851 社にほぼ半減した⁴⁸。一方で、各国有企業資産総額の平均額は、2003 年の 2.76 億元から 2012 年の 17.5 億元に大幅に増加した⁴⁹。国資委は国有企業の事業規模を拡大することによって、スケールメリットを図ろうとすると思われる。

また、グループ本社である各中央国有企業は、上場国有企業の親会社として、上場国有企業のコーポレート・ガバナンスにも大きな影響を与えている。それにもかかわらず、グループ本社レベルでは、株式会社や有限会社の形態に改組した国有企業は少数にとどまり、会社法ではなく全民所有制工業企業法に基づいて設立した非株式制の国有独資企業が多数存在していた。国有独資企業では、取締役会などの会社機関は存在せず、経営者の選任は基本的に政治的な方法で選出される状況であった。そこで、コーポレート・ガバナンスのメカニズムをグループ本社に導入するため、国資委は中央国有企業の株式会社化とガバナンス改革を開始した。その結果、有限会社の形態に改組した中央国有企業の割合は、2003 年の 30.4%から 2011 年の 72%に上昇した⁵⁰。国資委の発表によると、2018 年時点で、グループ本社の 68 社、及び中央国有企業の子会社の 98%が改組を完成した⁵¹。しかし、グループ本社の 68 社が占める割合は 70%にとどまっている。グループ本社での改革に対して既得権益者の抵抗感がまだ強いのではないかと推察されている。

そして、グループ本社レベルにおける改組と共に、取締役会制度の試行も始まった。2004 年 6 月に、グループ本社 7 社が試行企業として改革を始めた。2012 年末まで、中央国有企業 117 社のうち、取締役会を設置した企業は 51 社に達した⁵²。2018 年 8 月時点で、

⁴⁶ 国务院国有资产监督管理委员会、「機構概要」国务院国有资产监督管理委员会ホームページ、<http://www.sasac.gov.cn/n2588020/index.html>、(2019.11.22 最終アクセス)。

⁴⁷ 2003 年に公布され、2011 年、2019 年に改正された。

⁴⁸ Ligang Song 「State-owned enterprise reform in China: Past, present and prospects」 Ross Garnaut=Ligang Song=Cai Fang 編『China's 40 Years of Reform and Development:1978-2018』(ANU Press、2018)、357 頁。

⁴⁹ Song・前掲注 48、358 頁。

⁵⁰ 王勇「国务院关于国有企业改革与发展工作情况的报告——2012 年 10 月 24 日在第十一届全国人民代表大会常务委员第二十九次会议上」全国人民代表大会常务委员公报第 6 期 (2012)、749 頁。

⁵¹ 周雷「央企公司制改制基本完成」中华人民共和国中央人民政府ホームページ (2018.04.25)、http://www.gov.cn/xinwen/2018-04/25/content_5285657.htm、(2020.05.30 最終アクセス)。

⁵² LiWen Lin=Curtis J. Milhaupt 「We Are the (National) Champions: Understanding the Mechanisms of State Capitalism in China」 Stanford Law Review Vol.65, NO.697 (2013)、738 頁。

国資委傘下中央企業 96 社のうち、94 社が取締役会を設置し、さらにうちの 83 社では社外取締役が過半数を占めている⁵³。後ほど詳述するが、ここで言う社外取締役は日本法における社外取締役の独立要件とは大きく異なっていることに留意するべきである。一方、取締役会を設置したとは言うものの、取締役会の審議の形骸化、独立性と専門性の不足などの問題が依然として存在しており、中央国有企業のガバナンスはまだ低い水準であった。

さらに、中央国有企業の企業グループ全体の上場を促進する改革も行われた。中央国有企業は、従来の大型国有独資企業の優良資産を切り離して上場させた上場国有企業の親会社で非上場会社である。つまり、上場したのは企業全体ではなく、グループ本社の一部の事業に限られていた。グループ本社自体は上場されず、株式市場のルールや規制を受けないため、コーポレート・ガバナンス体制が十分に整っていないのが問題視された。中央国有企業内部の既得権益者から反発を受け、企業グループの全体を上場させる改革は難航していた。2011 年国資委が主導する中央国有企業グループ全体上場の計画は、グループ本社に阻まれたため、目標を達成することが困難であると報じられた⁵⁴が、一部の中央国有企業ではグループ全体の上場を実現した。例えば、2014 年 9 月に、香港証券取引所に上場している中信集団傘下の中核持株会社が親会社である中信集団の株式 100%を取得し、グループ全体の上場を果たした。

(二) 国有企業の内部統制—2005 年改正会社法におけるコーポレート・ガバナンス

1993 年の会社法を制定する当時、中国は初めて市場経済に踏み込み、会社法制度を導入した。その時代背景の下で制定された 1993 年会社法は、株式会社化された国有企業と民間企業とを区別して扱っていること、会社設立のハードルが高いこと、その他ガバナンス体制設計の不備などの問題点が指摘されていた⁵⁵。そこで、2005 年 10 月に、会社の定款自治の拡大、コーポレート・ガバナンスの健全化などにおいて大幅な改正が行われた。

まず、2005 年改正会社法は、取締役会会長に集中していた強大な権限を分散させ、取締役及び取締役会の役割を強化した。1993 年会社法の下では、取締役会の招集に関する権限は取締役会会長に一任していた。取締役会会長が取締役会を招集しない場合、ほかの平取締役に対抗手段は一切なかった。2005 年改正会社法では、取締役会副会長または取締役の半数以上をもって選任された取締役にも招集権限を付与した (48 条・110 条)。取締役会の審議においては、取締役一人一票の原則が明文化された (49 条 3 項・112 条 2 項)。また、独立取締役制度に関する条文は、一条しかないものの、上場企業で独立取締役を設置することは法改正で義務化された (123 条)。

そして、取締役会の権限を強化した当然の結果として、取締役会会長に与えていた強大な権限は、改正会社法においては弱体化された。改正会社法においては、それまでの「取締役会は必要に応じて取締役会の権限を取締役会会長に一任することができる」という規定 (1993 年会社法 114 条 2 項)、「取締役を正当な理由なく解任してはならない」という規定 (1993 年会社法 115 条 2 項) などが削除された。また、企業の法定代表者の選任に関しては、1993 年会社法では会社法の強行規定として取締役会会長が担任することとさ

⁵³ 王希「我国中央企业已基本建立董事会」中华人民共和国中央人民政府ホームページ (2018.08.30)、http://www.gov.cn/xinwen/2018-08/30/content_5317789.htm、(2020.05.30 最終アクセス)。

⁵⁴ 陈岩鹏「央企整体上市遇阻母公司年内 16 家上市目标“泡汤”」华夏时报ホームページ (2011.11.04)、<https://www.chinatimes.net.cn/article/26105.html>、(2020.05.28 最終アクセス)。

⁵⁵ 朱慈蕴「论中国公司法本土化与国际化的融合——改革开放以来的历史沿革、最新发展与未来走向」东方法学第 2 期 (2020)、93 頁。

れていたのに対し、改正会社法では、定款自治に委ね、業務執行取締役や最高経営責任者（総経理:General manager）から選任することも可能となった（13条）。

次に、改正会社法では、取締役会に対する監督を強めるため、監査役（会）の権限を強化した。監査役（会）が臨時株主総会の招集権、株主総会議案の提案権、取締役と経営陣の責任を追求する訴えを提起することが認められた（54条）。そして、監査役は取締役会会議に出席し、取締役に質問を提出し、自らの意見を述べる事が可能になった（55条1項）。また、監査役は経営の異常に気づいた場合、調査を行うことができるとされ、必要な時には、会計事務所に依頼し、支出した費用は会社が負担することとされた（55条）。しかし、会計事務所の依頼費用以外の調査費用に関しては定めていなかった。この点、2013年の改正会社法では、監査役が職務の執行に必要な費用は会社が負担するという条項が追加された（2013年会社法56条）。一方、監査役が強化されたものの、監査役が取締役と経営陣からの独立性が十分保障されていないため、監督の実効性はどの程度確保できるのか疑問である。

さらに、役員等の責任規制が強化された。初めて役員等が会社に対する忠実義務と勤勉義務を導入した（148条1項）。そして、忠実義務違反となる事由が明確化・拡大され、会社の機会を奪うなどの利益相反も含まれるようになった（149条）。しかし、残念なことに、役員等の勤勉義務の内容に関しては明らかにされなかった。

最後に、ステークホルダーと投資家に対する保護を強化した。株主は法令及び行政法規並びに定款を遵守し、株主の権利を濫用して会社全体または他の一般株主の利益を不当に害してはならない（20条）。また、会社の法人格と株主の有限責任制度を濫用して債権者の利益を損害してはならず（20条）、右の濫用が認められた場合、株主は会社の債務に対して連帯して責任を負う旨が規定されており（60条）、これは法人格否認の法理を明文で採用したものである。さらに、少数株主保護においては、株主の知る権利、株式買取請求権、累積投票制度、株主提案権、株主の質問権などが明確化された。また、株主代表訴訟制度も導入された（152条）。加えて、株主が直接損害を受けた際に、役人等に対して訴訟（直接訴訟）を提起することができる（153条）。

五 資産の管理から資本の管理へ（2013年~2020年現在）

2013年11月に開かれた中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議で出された「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）は、中国の国有企業改革が新たな段階に入ったことを意味する。「決定」では、国有企業のコーポレート・ガバナンスと管理体制に関する改革の大きな枠組みを示した。①国有企業の機能に基づき分類して管理する、②混合所有制を促進する、③資産管理から資本管理に方針転換する、などの内容が含まれている。

2015年9月に、「決定」に基づいた具体的な計画案である「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）が公表された。「指導意見」によれば、国有企業は、公共サービスを提供する公共性の高い「公益類」と商業活動を行う公共性の低い「商業類」という二種類に分けられる。公益類に分類された国有企業は、国の政治経済政策などを考慮して公共利益を第一にして運営されるのに対し、商業類に分類された国有企業は、市場メカニズムに基づいて競争に参加し、株主利益の最大化を目的とする。国資委の傘下にある中央国有企業は基本後者に属している。

また、混合所有制とは、国有企業に民間資本を導入することである。民間資本が参入することで、国有企業の株式保有構造を変えることを通じて、コーポレート・ガバナンスを

改善することが政府の狙いと推察される。国資委の責任者によれば、2019年に、混合所有制改革を行った中央国有企業は70%に達していた⁵⁶。

そして、政府と国有企業の関係においては、国は、政府の所有権と企業の経営権を分離させることに徹し、国有資産の管理方針を、資本を中心とした管理に転換した。また、国資委と国有企業の間に、国有資本投資・運営会社を設置することで、国資委からの介入を遮断することが可能となる。国有資本の管理改革を通じて、国有企業のガバナンスの健全化、とりわけ取締役会の権限の実質化を図り、政府による商業活動への干渉を緩和することが期待される。

(一) 国有企業の外部統制—資本管理への方針転換

前述したように、国資委が行政機関と所有主体（株主）の二つの身分を兼ねており、国有企業を政治的干渉から守るのが極めて困難であった。国資委が国有企業の日常経営に過度に介入することにより、国有企業の非効率性問題が表面化してきた。そのため、政府は、所有主体である国資委が行政部門として国有企業へ介入することを弱めるため、国資委の管理体制を「人事、経営、資産管理」から「資本管理」に転じさせた。その一環として、国資委と国有企業の間に、国有資本投資・運営会社を設置し、構造的な分離を実現した。つまり、従来の「国資委—国有企業」の二重構造から「国資委—国有資本投資・運営会社—国有企業」の三重構造に転換したのである。構造的な分離を通じて国資委からの直接的な干渉を防ごうとする意向が示された。

國務院の実施意見⁵⁷では、国有資本投資・運営会社は、国有資本投資会社と国有資本運営会社に分かれているが、実践上両者の違いを区別することが困難である。そのため、本稿では、両者を国有資本投資・運営会社と呼ぶことにする。国有資本投資・運営会社は、基本既存の中央国有企業であるグループ本社の権限を拡大して再編されたものである。2014年7月から、グループ本社10社が国有資本投資・運営会社の試行企業として選ばれ、改組を行った。2017年に、この10社の利益増加率は25%に達し、すべての中央企業の利益総額の22%を占め、大きな成果を果たした⁵⁸。そこで、2019年に、新たに11社を改組し、現時点で中央企業レベルにおいては、国有資本投資・運営会社の試行企業は計21社に達した⁵⁹。また、地方においても国有資本投資・運営会社への改組が同時に進んでおり、2019年8月時点で142社の改組が完成した⁶⁰。

そして、資本管理への方針転換に伴い、政府は、国資委の経営管理権限を縮小する方向に調整し、企業の経営権を企業に復帰させる取り組みを行った。国資委は、国有資本の配

⁵⁶ 郝鹏「加快实现从管企业向管资本转变 形成以管资本为主的国有资产监管体制」国务院国有资产监督管理委员会ホームページ（2019.12.02）、<http://www.sasac.gov.cn/n4470048/n10286230/n12924139/n12924144/c12927371/content.html>、（2020.05.22 最終アクセス）。

⁵⁷ 国务院「国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见」中华人民共和国中央人民政府ホームページ（2018.07.30）、http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-07/30/content_5310497.htm、（2020.05.30 最終アクセス）。

⁵⁸ 王倩倩「十项改革试点分析之中央企业国有资本投资、运营公司试点 创新授权经营体制 打造发展新引擎」国务院国有资产监督管理委员会ホームページ（2019.07.10）、<http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n4423279/n4517386/n11702115/c11694240/content.html>、（2020.05.30 最終アクセス）。

⁵⁹ 李婕「新一批11家中央企业国有资本投资公司试点启动」中华人民共和国中央人民政府ホームページ（2019.01.08）、http://www.gov.cn/xinwen/2019-01/08/content_5355718.htm、（2020.05.30 最終アクセス）。

⁶⁰ 王绛「当前国有资本投资、运营公司运行特点及改革趋势」经济观察网ホームページ（2019.08.10）、<http://www.eeo.com.cn/2019/0810/363306.shtml>、（2020.05.30 最終アクセス）。

置、資本運用の効率化、資本収益率の向上、資本安全性の確保などに専念し、国有資本投資・運営会社は国資委に代わって国有企業を経営する⁶¹こととされた。国資委が保有していた国有企業に対する権限を国有資本投資・運営会社に移譲した。2016年、国資委は、中糧集団や国投集団など最初の国有資本投資・運営会社の試行企業に、資産配置、報酬分配、経営陣の選任など18項目の権限を授権した⁶²。そして、2017年に、国資委の機能転換に関する具体案が公表された。この具体案に基づき、国資委が持っていた43項の監督管理事項を廃止または下部に授権することになる。具体的には、上場国有企業の支配株主を直接に規制する権限、中央国有企業の年金と配当等の審査、中央国有企業における監査役会への指導などの26項目に及ぶ事項が廃止された。また、株式の譲渡に対する審査事項などの9項目を国有企業に移譲した。そして、投資計画の策定、経営陣の選任、評価、報酬、国有企業の再編など8項目の権限を国有資本投資・運営会社に授権した⁶³。

さらに、2019年4月19日、国务院が「国有資本授権経営体制改革案」を公布し、資本管理体制に対するさらなる調整を行った。国資委の管理権限をリスト化にし、リストにない事項は企業が自ら決定することができることとされ、国資委は企業の類型別に範囲や程度の異なる権限を与え、定期的に評価し、拡大、縮小または撤回等の調整を行うこととされた。国有資本投資・運営会社には、具体的に、経営戦略と事業管理、人事とインセンティブ報酬、報酬総額と企業の財務管理の3つの権限を与える方針を決めた。しかし、中核企業における人事とインセンティブ報酬に関する権限は授権の範囲内に含まれていないとされる。

(二) 国有企業の内部統制—党の国有企業に対する指導強化

企業の内部統制に関しては、2013年、2018年に会社法改正が行われたが、大幅な変更はなかった。一方で、近年、国有企業における党組織（党委員会または党組）の指導を強化する措置が見られる。2015年の「指導意見」に基づき、2017年4月に国务院は、党の国有企業に対する指導を強化し、現代的な企業体制を構築することを目標とした指導意見⁶⁴を公表した。この指導意見によれば、2017年末までに株式会社化への改組を完成し、2020年末までに国有企業のコーポレート・ガバナンスにおける党組織の役割を固めるという目標を掲げている。指導意見では、党の建設活動を国有企業の定款に記載し、党組織の権限を明確化にし、党組織のコーポレート・ガバナンスにおける立場と発言権を保証することを強調している。

また、2018年の改正「上場企業コーポレートガバナンス・コード」（以下「上場企業コード」という）では、党組織の強化に関する条項が新たに追加されている。「上場企業は、会社法の規定に従い、党組織を設立し、党活動を行う。上場企業は、党組織の活動に必要な条件を提供すべきである。国有資本支配会社は、会社法及び関連する規定に従い、企業の株主構造、経営管理等の実際状況を踏まえて、党の建設活動に関する事項を会社の定款に記載する」（5条）。ここには、国有企業における党組織の指導を一層強化しようとする

⁶¹ 周雷「以管资本为主转变国有资产监管职能」国务院国有资产监督管理委员会ホームページ（2019.11.28）、http://www.gov.cn/xinwen/2019-11/28/content_5456533.htm、（2020.05.29 最終アクセス）。

⁶² 张旭「中粮国企改革破冰：国资委18项授权受让自主经营权」搜狐财经ホームページ（2016.08.03）、<https://business.sohu.com/20160803/n462296381.shtml>、（2020.05.29 最終アクセス）。

⁶³ 国务院办公厅「国务院办公厅关于转发国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案的通知」中华人民共和国中央人民政府ホームページ（2017.04.27）、http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-05/10/content_5192390.htm、（2019.11.23 最終アクセス）。

⁶⁴ 国务院办公厅「国务院办公厅关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见」中华人民共和国中央人民政府ホームページ（2017.04.24）、http://www.gov.cn/gongbao/content/2017/content_5194888.htm、（2020.05.30 最終アクセス）。

意図が示されている。

江蘇人民出版社が、中国に上場している上場会社3412社を対象とした調査⁶⁵によれば、2017年12月31日までに上場国有企業（国有株50%以上）の中で、党の建設などの内容を定款に記載した会社は60.9%となっており、上場民間企業と上場外資系企業はそれぞれ2%、1.9%を占めている。国有企業だけではなく、外資系企業や民間企業にも影響が及んでいることが窺われる。

第2節 中国におけるコーポレート・ガバナンスの制度的枠組み

一 制度的概要

1993年に成立された会社法は、従来の国有企業から有限会社に転換する可能性を示し、中国国有企業のコーポレート・ガバナンス改革の基礎を築いた。会社法を始め、1998年に可決された証券法、及び証券監督管理委員会（CSRC、以下「証監会」という）などの部門が公布した情報開示、合併、会計、関連当事者取引、独立取締役及び証券訴訟など多くの規制が、中国のコーポレート・ガバナンスに関する法的枠組みを確立したと言える。それにもかかわらず、中国では未だ健全なコーポレート・ガバナンスが実現されていないのは、市場メカニズムに基づいたガバナンス規制が欠けており、また確立されたガバナンス体制が機能していないからだと指摘されている⁶⁶。

中国における会社の機関設計は、二重役員会構造（two tier board structure）を採用している。株主総会は企業の最高権力機関として知られており、英米法や日本法における株主よりも経営に関する広い権限を持っている。一方、中国株式市場の集中的な保有構造では、少数株主の利益保護が重要視されるようになった。2002年の「上場企業コード」では、すでに「支配株主、実質的支配人⁶⁷は上場企業及び他の株主に対して信認義務（誠信義務）を負う」という規定を明確に定めている（19条）。そして、2018年の改正会社法と改正「上場企業コード」では、少数株主保護の観点から支配株主及び役人に対する規制をさらに強化している⁶⁸。

取締役会は日本法における取締役会並みの経営権限を有していると考えられる。そして、2001年に、「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）の公表により、独立取締役制度を導入した。2005年の改正会社法において、上場会社に独立取締役を設置することが法律レベルで正式に確立された。

監査役会は、中国のコーポレート・ガバナンス体制の中で最も弱い一環と思われている。監査役会にある監督権限の形骸化が著しいと指摘されている。その主な原因としては以下の3つが挙げられる。第1に、独立監査役制度を確立されておらず、取締役会からの独立性が担保されていない。党組織の筆頭である書記が取締役会会長を兼任し、副書記が監

⁶⁵ 江苏人民出版社「大数据独家发布：“党建入章”对上市公司治理结构的影响」、<http://www.yidianzixun.com/article/0LEGcS3k>、(2019.10.29 最終アクセス)。

⁶⁶ 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* Vol. 7, No. 1 (2007)、146 頁。

⁶⁷ 実質的支配人とは、会社の株主ではないものの、投資関係、契約、その他の手段を通じて会社の行動を実際に支配できる人物を指す（会社法216条3項）。

⁶⁸ 改正会社法（2018）では、21条、69条、124条、147条、148条。改正「上場企業コード」では、35条、51条、

査役会会長を兼任するのが一般的であるため、監査役会会長の行政的地位が監督される側である取締役会会長よりも低く、行政上取締役会会長に報告しなければならないため、監督権限を行使することが極めて困難である⁶⁹。また、監査役候補者の指名は取締役会が決定する。第2に、監査役会と独立性取締役で構成された専門委員会の権限の分配が曖昧な状態である。第3に、会計や法律、管理などの専門知識を持たず、非常勤の監査役が多いため、専門性が不足している。その他、監査役の責任追及の体制が整っておらず、監査役会の規模が小さいなどの原因も挙げられる。そのため、2005年の会社法改正において、機関投資家及び専門家から監査役会を廃止し、企業が独自の監督メカニズムを設計できるようにすることを提案していたが、採用されていなかった⁷⁰。

二 取締役会制度

(一) 構成

中国会社法（最新2018年改正）の下で、小規模の有限責任会社を除き（50条）、取締役会の設置は義務付けられている。有限責任会社では3人以上13人以下、株式会社では5人以上19人以下の取締役によって構成される（44条1項・108条1項）。2名以上の国有株主が投資して設立した有限責任会社は、取締役会に従業員代表を入れなければならない（44条2項）。取締役の任期は定款に委ね、3年以内で再任が認められる（45条1項・108条3項）。そして、取締役会に取締役会会長を置かねばならず、副会長を置くことができる。会長と副会長の選任方法に関しては、有限責任会社は定款に委ねるのに対し、株式会社は取締役会の普通決議によって選任する（44条3項・109条1項）。

また、2018年「上場企業コード」の改正によって、上場会社の取締役会に専門委員会である監査委員会を置く義務が課せられる（上場会社コード38条1項）。そして、必要に応じて、戦略委員会、指名委員会、報酬と評価委員会等専門委員会を置くことができる（同コード38条1項）。各委員会は取締役で組織されるが、各委員会につき、独立取締役がその多数を占めなければならない。さらに、監査委員会の招集者は会計専門家でなければならない（同コード38条2項）。

(二) 職務と権限

取締役会は株主総会を招集し、その決議を執行する（46条1・2号）。経営計画と投資案、内部管理機構の設置の決定を行う（46条3・8号）。そして、年度予算案と決算案、利益配当案と欠損補填案、登録資本金の増減と社債発行案、会社の合併、分割、解散又は会社形態の変更案を作成することができる（46条4~7号）。また、総支配人の選任・解任及びその報酬を決定し、総支配人の指名に基づき副総支配人、財務責任者の選任・解任及びその報酬を決定する（46条9号）。会社の管理制度を定める権限、及び定款に記載するほかの権限を有する（46条10・11号）。

(三) 運営

1 招集

株式会社において、取締役会は取締役会会長が招集・主催する。取締役会会長が職務を

⁶⁹ Jamie Allen=Rui Li 『Awakening Governance: The Evolution of Corporate Governance in China』 (Asian Corporate Governance Association, 2018)、75頁。

⁷⁰ Allen ほか・前掲注 69、71頁。

履行しない場合、副会長が招集・主催する。また、副会長が履行しない場合、取締役の半数以上をもって推薦された1名の実務取締役が招集・主催する（109条）。そして、取締役会が年2回以上開催されることを求められる。招集権者は、取締役会が開催される10日前までに全員の取締役と監査役に通知を発することを要する（110条1項）。また、10分の1以上の議決権を有する株主、3分の1以上の取締役または監査役は、臨時取締役会の開催を提案することができる。提案を受けた取締役会会長は、10日以内に取締役会を招集・主催しなければならない（110条2項）。なお、臨時取締役会招集の通知方法及び通知期限を別途定めることができる（110条3項）。

2 決議

取締役会の決議は、取締役の過半数が出席し、取締役は一人一票の議決権を有し、その過半数をもって決議を行うことが要件である（111条）。取締役会に出席できない取締役は、他の取締役に委任することが認められる（112条・1項）。また、取締役会は議事録を作成し、出席した取締役がこれに署名しなければならない（112条2項）。

三 独立取締役制度

1993年に成立された会社法では、独立取締役制度に関する規定はなかった。現在2018年会社法においては、「上場企業は独立取締役を設置し、その具体的な規定は国務院に委ねる」と条文一つを置くのみである（122条）。

一方、行政法規レベルでは、2001年8月に、証監会が「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）を公表し、上場会社の取締役会に独立取締役を置くことを要求している。2003年6月30日までに、3人以上の独立取締役を確保し、そのうち1名以上の会計専門家を含むことが義務とされている（独立取締役指導意見1条3項）。そして、2002年1月に、「上場企業コード」が公表され、独立取締役のほか、取締役会における専門委員会に関する条項も盛り込まれている。

独立取締役であるためには、当該会社で取締役以外の職務を担任せず、会社と主要株主との間に、独立した客観的な判断を妨げ得るような関係が存在しないということが要せられる（同意見1条1項）。しかし、就任の前当該株式会社またはその子会社の業務執行取締役等であったかどうかは問われていない。独立取締役が当該会社の取締役会専門委員会委員以外の兼任をすることは認められない（上場会社コード34条）。また、独立性を保証するため、大株主の関係者や経営者の親族、会社と取引関係のある者などは独立取締役にとはならず、会社と全く利害関係のない者であることが求められている。独立性のほか、上場会社運営に関する基本知識、関係法律に詳しいこと及び法律また経済等の職務経験も求められている（同意見2条）。

さらに、独立取締役の指名に関しては、取締役会、監査役会、議決権単独または合計で1%以上の株主が独立取締役の候補者を推薦することができる（同意見4条1項）。独立取締役の任期は他の取締役と同じ、再選再任はできるが、連続6年を超えてはいけなるとされている（同意見4条4項）。

四 国有企業における社外取締役制度

国有企業における社外取締役制度は、2004年に、中央国有企業における取締役会制度を試行する一環として、内部者支配問題を解決するために導入された。国有企業と言う社

外取締役は、会社法または「独立取締役指導意見」などで使われている独立取締役の概念とは異なるものである。前述したように、独立取締役の独立要件としては、経営陣からの独立性のほか、大株主からの独立性も求められている。一方、国有企業における社外取締役は、大株主からの独立性が要求されておらず、アメリカ型の独立取締役に近いものであると思われる。

2007年、証監会が公表した上場国有企業におけるインセンティブ報酬に関する「試行弁法⁷¹」によると、社外取締役とは、国有支配株主が法律に基づき指名・推薦し、当該株式会社または持株会社以外の者が務める取締役を指す。社外取締役は、取締役及び取締役会における専門委員会以外の役職を勤めず、会社の業務を執行せず、そして、その会社との間に社外取締役としての職務の公正な遂行を妨げる関係が存在しないこととされている（40条5項）。そのため、独立取締役も社外取締役の範疇に入ってくる。

第3節 中国国有企業の管理体制

中国国家统计局2019年に公表された「第4回国勢調査」によると、中国全体で2018年現在、1857万社ある企業のうち、国有企業は1.3%に当たる24.2万社あり、2013年より10.9%増加した⁷²。国有企業の数も民営企業と比較にならないものの、国有企業がGDPに占める割合は世界銀行の推計で約25%に達し、国有企業が創出した雇用（従業者数）は全体の15.7%となるとされている。

国有企業は大きく中央国有と地方国有の二種類に分かれる。前者は、中央政府が直接所管する中央国有企業と呼ばれる大型企業である。後者は行政階層に応じて、地方政府が管轄する国有企業である。2007年時点で中央国有企業は約58000社で、地方国有企業は116000社ある⁷³。中央企業は地方企業の半数ほどしかないものの、国有資産総額の46%を占めている。中央国有企業は、事業に応じて実業を担う中央企業は国資委が直接所管し、2020年6月時点で97社⁷⁴あり、銀行、保険会社、出版会社及び鉄道会社など32社⁷⁵は財政部が管轄する。

また、株式市場において国有企業も大きな割合を占めている。中国経済総合データベース（CSMAR）のデータによると、2018年に上海と深圳の証券取引所に上場している企業3607社のうち、上場国有企業は30.4%に当たる1097社ある。そして、中央が直轄する上場国有企業計は388社あり、地方（省、市）は709社ある。

前述したように、国資委が主導する再編により、国有企業のグループ化が進んでおり、特に国家経済にとって重要な産業分野においては、大規模な垂直型の企業グループが結成されている。国有企業グループは、100~200社の子会社や孫会社から構成されるピラミッド型の企業群である。企業グループでは、グループ本社を中心にした典型的なピラミッド型支配構造を形成している。グループ本社は中核的な存在であり、その傘下には、上場会社、非上場会社のほか、金融機関や研究機構なども設立されている。グループ本社はグ

⁷¹ 証監会「国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法」（2007）。

⁷² 陈炜伟「超八成！经济普查显示我国民营企业数量占比提升」新华网ホームページ（2019.11.27）、http://www.xinhuanet.com/fortune/2019-11/27/c_1125282264.htm、（2020.05.30 最終アクセス）。

⁷³ Daniel H. Rosen=Wendy Leutert=Shan Guo「Missing Link: Corporate Governance in China's State Sector」Asia Society（2018）at12。

⁷⁴ 国务院国有资产监督管理委员会「央企名录」国务院国有资产监督管理委员会ホームページ（2019.11.08）、<http://www.sasac.gov.cn/n2588035/n2641579/n2641645/index.html>、（2019.11.23 最終アクセス）。

⁷⁵ 搜狐新闻「2019最新最全中央企业名单」、http://www.sohu.com/a/298968285_712322、（2019.08.14 最終アクセス）。

グループ内の情報伝達と経営資源配分の機能を担っているほか、国資委とグループメンバー企業のパイプ役でもある。

国有企業グループのピラミッド支配構造には、3つの大きな特徴がある。第1に、企業グループの頂点にあるグループ本社は、国資委が支配する非上場会社である。第2に、国有企業グループでは、グループ本社を頂点として、株式の連鎖的な保有を通じて傘下企業の支配権を維持しており、三階層以上の多階層構造を形成している。つまり、第二階層の子会社がさらに第三階層、第四階層以下の子会社（孫会社）または関連会社を支配している構造となっている。第3に、企業グループの融資などのために、金融機関を傘下に置くことが多い。以下では、まず、第一階層にあるグループ本社（親会社）、及び第二階層にある上場国有企業（子会社）を概観する。その後、コーポレート・ガバナンスが比較的に健全化された中国石油化工企業（以下「中石化」という）グループを、国有企業グループの具体例として見ていく。

一 グループ本社（親会社）

（一）概要

国資委が直接所管する中央国有企業のすべては各企業グループのグループ本社である。国資委傘下のグループ本社は基本、株式会社制度の導入による改組に応じて、重要な産業を管轄する政府省庁や軍隊から国有独資企業に再編されたものである。例えば、石油大手の中国石油天然気集団の前身は石油工業部（石油工業省）である。2019年新たに国資委の傘下に入った中国安能建設集団有限公司は、武装警察部隊水電部隊から会社化されたグループ本社である。1990年代に、国有企業を上場させるため、一部の優良資産を切り出して上場させ、残りの資産は非上場のグループ本社に再編されることが一般的である。2003年以降、国資委が行った大型国有企業の改組を通じて、グループ本社は会社法に基づいて株式会社形態に再編されたものの、取締役会の設置を完成したのは2018年である。

また、グループ本社の多くは、純粋持株会社ではなく、自らも事業を営むいわゆる事業持株会社である。事業持株会社は事業部門としての機能とグループ本社としての機能が混在しているため、中立的な立場でグループ全体最適の観点から行動することが困難となるとの指摘がある⁷⁶。そのため、2014年からグループ本社を国有資本投資・運営会社、つまり純粋持株会社への改組の試行を行った。国有資本投資・運営会社は、シンガポールのテマセクが一つのモデルとされており、現時点では、試行企業が21社に達した。国有資本投資・運営会社におけるコーポレート・ガバナンスに関する詳しい情報は公表されていないため、本稿では国有資本投資・運営会社に関する詳細な分析を控えることにした。ただ、国有資本投資・運営会社をテマセク並みに運営させるには、政府がどこまで権限を放し、国有企業への干渉を自制するのが肝心なところである。

そして、グループ本社のトップ人事については、株主である国資委の党委員会と中国共産党中央組織部（党の人事を担当する機構）が決定する⁷⁷。中央国有企業の重要性に応じて、トップの役員には行政階級が付けられる。2020年6月5日時点で国資委が公表している中央企業リストにおいて、前半50社は重要骨幹企業と呼ばれる中核企業であり、そ

⁷⁶ 経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）」（2019）16頁。

⁷⁷ 中共中央办公厅、国务院办公厅「中央企业领导人员管理暂行规定」（2009.11.06）、14条。当該仮の「暫行規定」に基づいて作成された正式な「中央企业领导人员管理规定」が2018年に公表されたものの、規定の内容は入手することができないため、古いほうの「暫行規定」を参考するにした。

の取締役会会長、党委員会書記、総経理（最高経営責任者）などの筆頭責任者は基本「副部級」（日本の副大臣に相当）である。一部の役員は例外的に「正部級」（大臣相当）が当てられている。そして、後半 47 社は一般中央企業であり、その筆頭責任者は副部級より一つ下の「正庁級」である。国有企業役員の政治的な選任は、政府による政治的な干渉の可能性を残している。

（二）グループ本社における取締役会

中央国有企業のグループ本社における取締役会の設置に関して、会社法の規定のほか、国資委が 2009 年に公表した「弁法⁷⁸」では、取締役会の運営の標準化に関する規定が定められている。中央国有企業の実業取締役会は、通常 7~13 名の取締役によって構成される。そのうちの過半数は社外取締役でなければならないとされる（22 条）。社外取締役には大型国有企業を管理した経験を持つことが要求されている。そして、社外取締役の中に、財務管理の経験を持つ社外取締役、及び経営陣の選任と報酬管理に関する経験を持つ社外取締役はそれぞれ 1 名以上を置く必要がある（26 条）。取締役会に、指名委員会、報酬・評価委員会、監査委員会などの専門委員会を設置する（28 条）。指名委員会の委員の過半数は社外取締役でなければならない。報酬・評価委員会、監査委員会の委員すべてが社外取締役である必要とされている（29 条）。取締役会会長と最高経営責任者は原則として分担する（29 条）。

一方で、取締役会の権限が明確化されたものの、会社の運営、役員の指名、報酬に関する権限は株主である国資委によって骨抜きされているのが現状である。資本管理への方針転換によって、国資委は 2014 年から一部の権限を企業に移譲する改革を始めた。経営陣の一部の構成員の選任権は企業に与えたものの、最高経営責任者の選任など主要役員人事に関する権限は、依然として国資委が握っている。

また、役員報酬に関して、2015 年に、中央国有企業（子会社を含む）の役員報酬改革が行われ、主要役員の報酬は当該企業の職員平均収入の 8 倍を超えてはならないとされ、そして、収入の開示も義務付けられている⁷⁹。こうした報酬規制を受け、中央企業役員の報酬は事実上大幅に削減された。一部の役員の報酬は約半分まで減少した。新華社通信の報道によると、石油大手の中石油、中石化及び各国有銀行の主要役員の 2015 年の報酬の下げ幅は、前年度に比べて 43.38%~49.79%に達し、国電南京自動化株式会社の最高経営責任者報酬は 68.34%を減少し、最大の減少幅となった⁸⁰。しかし、国有企業における役員と一般職員の報酬格差を縮小した一方、同業界の民間企業（特に外資企業）に比べて報酬の格差がさらに拡大された。それにより、政治的な昇進を求めない役員が、報酬のより高い民間企業に流出してしまう可能性が高くなる。近年、国有企業の人材流出が深刻化しているゆえんである。

最後に、前述したように、党委員会の構成員が取締役を兼任するのが一般的である。取締役会会長は党委員会書記が兼任し、そして、最高経営責任者は党委員会副書記によって兼任する。平取締役は党委員会の委員が兼任することが多い。また、グループ本社の取締役は通常傘下の重要な子会社（上場企業を含む）の取締役を担任している。グループ本社と上場子会社の主要役員の兼任を通じて、グループ本社は上場子会社を実質的に支配することができる。そのため、グループ本社におけるコーポレート・ガバナンスは傘下の

⁷⁸ 国資委「董事会试点中央企业董事会规范运作暂行办法」（2009）。

⁷⁹ 中共中央政治局「中央管理企业负责人薪酬制度改革方案」（2014）。

⁸⁰ 朱开云「央企高管薪酬排行：最高 637.3 万元 最低 6 万元」新华网ホームページ（2016.04.06）、http://www.xinhuanet.com/politics/2016-04/06/c_128866266.htm、（2020.05.30 最終アクセス）。

場国有企業などの子会社のコーポレート・ガバナンスにも大きな影響を及んでいる。

二 上場国有企業（子会社）

（一）上場国有企業の形成—大型国有企業の事業の一部上場

経営権限を拡大した国有企業に対する監督体制の欠如により、1980年代後半から、国有企業の経営業績が悪化しはじめた。国有企業の収益率は、1985年の18%から1990年代初頭には6%未満に低下した。赤字企業が増加し、多大な損失を被ることとなった。国有企業の負債比率は1980年の18.7%であったが、1993年には67.5%にまで上昇した⁸¹。国有企業の利益は減少を続ける一方、政府の財政負担が大幅に増加した。また、当時は社会保障制度が整っていなかったため、国有企業は労働者の医療、住宅、教育などを負担し、雇用を維持する役割を担っていた。国有企業に支出した補助金は、1980年の63億人民元（GDPの1.4%）から1992年には2680億人民元（GDPの10%）に増加したと推定されている⁸²。さらに、国有企業の資金調達による国有銀行の不良債権問題も深刻化していた。

こうした中、政府は新しい段階の国有企業改革を開始した。1993年に、株式会社制度を導入し、従来の国有独資企業から株式会社や有限会社への再編を始めた。1992年当初は、証券取引所を定める「株式有限会社規範意見」では、国有独資企業が株式会社に再編する際に元企業の全財産を改組された会社に投入しなければならないと要求しており、事業の一部だけを独立して上場させることを禁じていた。企業の事業の一部上場によって、存続会社が経営困難になり、労働者の利益や社会の安定を脅かすことを懸念したからと見られる。当時、上場審査基準の一つは、企業が起業して3年以上を立ち、かつ直近3年間営業利益が黒字であることとなっている（株式発行と取引管理暫行条例9条）。しかし、当時のほとんどの大型国有企業は、こうした条件の下では、企業の事業全体を上場させることは極めて困難であった。

政府は国有企業を上場させるために、国有企業の上場要件を緩和し、事業の一部を上場させることを認めた。1994年11月に発布された「株式会社国有株権管理暫行弁法」では、国有企業が株式会社に改組された際に、企業の実際状況に応じて企業全体または企業資産を再編し、上場させることができるとしており、国有企業の事業の一部を上場することを事実上容認した（5条1項）。また、会社法においては、証券取引所が要求している3年間営業利益が黒字という上場要件を認めたものの、発起人が大・中型国有企業の場合、再編される前の国有企業の黒字期間も新設した上場会社の黒字期間に算入するとしており、国有企業の上場要件を緩和した（1993年会社法152条3項）。そこで、1994年から、国有企業が相次いで傘下の優良資産、採算事業を子会社に再編して上場させることになった。こうして、大型国有企業は、企業全体を上場させることなく、事業の一部を切り離して上場させ、その上場子会社の発行済株式総数の過半数を保有する支配株主となり、企業グループのグループ本社となった。

（二）上場国有企業における取締役会

上場国有企業の実務執行取締役、社外取締役及び独立取締役の三種類の取締役が含まれている。業務執行取締役は基本的に会社の内部出身者が兼任するのが一般的である。理論上では、すべての取締役は株主であるグループ本社及び一般株主によっ

⁸¹ 周昊「国有企業分拆上市的法律分析」中国政法大学博士論文（2005）、15頁。

⁸² Song・前掲注48、351頁。

て選任すべきであるが、実際には、業務執行取締役は通常最終株主である国資委と中央組織部によって事前に決定されると指摘されている⁸³。そして、少数株主の利益を保護するための独立取締役も事実上、支配株主が指名するのが一般的であり、少数株主によって選任される例は稀である。そのため、上場国有企業の取締役会は事実上グループ本社または最終株主である国資委が支配している。また、前述したように、上場国有企業の業務執行取締役と経営陣は、グループ本社の業務執行取締役や経営陣の構成員が重複する割合が高いため、取締役の利益相反が構造的に生じやすく、内部者支配問題の原因の一つとなっている。

次に、上場国有企業取締役会の選任、解任、報酬決定などの権限も、グループ本社の取締役会と同じく、事実上支配株主である国資委が握っている。取締役会にある指名委員会は、取締役や経営者を選任する実質的な権限がなく、支配株主が決定した候補者に対して形式的審査を行い、取締役会の審議に提出する手続き的な役割しか果たしていない⁸⁴。もっとも、2014年から、国資委は一部の上場国有企業の取締役会に経営陣の選任権を復帰させ、取締役会による市場メカニズムに基づいた選任の試行に関する動きが見られる。グループ本社においては、副総経理の選任に限られているが、第2階層以下の上場国有企業などの企業においては、取締役会による総経理と副総経理などの経営陣の選任が認められている。しかし、この改革はまだ一部の試行企業に制限されており、試行の進捗も遅いと思われる。

最後に、上場国有企業の独立取締役は独立性と専門性が足りないため、十分に機能していないことが問題視されている。現在独立取締役の選任は、支配株主が大きく影響しており、独立性には疑問が残っている。そして、独立取締役が占める割合に関しては、上場企業の約69%の取締役会では、独立取締役が占める割合は33%~40%である⁸⁵。これは、証監会が要求している3分の1という最低限の基準をкаろうじて満しているに過ぎず、頭数をそろえるための存在と推察されている。また、今まで、独立取締役に学者、退職した政府役人を登用することがメインであったため、業界及び経営の経験が足りないことが指摘されている。2013年に政治的背景を持つ独立取締役は44.9%を占めていたが、同年10月に、中央組織部は、政府役人が退職して3年以内に独立取締役を担任することを禁じる規定を公表した。同規定を受け、2013年から退職した政府役員を登用する割合が徐々に減少した。一方、学者の割合は2012年の42%から2016年の47%に増加した。また、会計専門家、弁護士の割合は20%超を維持しており、経営者の割合は15%~22%の間を変動する。それでも、2016年に、独立取締役に登用される業界の専門家は4%しか占めていない⁸⁶。

三 国有企業事例分析—中国石油化工企業グループ

中国石油化工集团有限公司（以下「中石化集団」という）は、国資委が直接所管する97社の中央国有企業の一つであり、中石化グループの本社である。中石化集団は1998年に設立され、2000年に事業部門を整理して、子会社の中国石油化工株式会社（以下「中石化株式会社」）を設置し、上海、香港、ニューヨーク、ロンドンの証券取引所に上場した。中石化グループでは、支社、子会社、持株会社、研究機構、出版社、金融機関を含めて現

⁸³ Rosen ほか・前掲注 73、29 頁。

⁸⁴ Allen ほか・前掲注 69、59 頁。

⁸⁵ Allen ほか・前掲注 69、85 頁。

⁸⁶ Allen ほか・前掲注 69、89 頁。

時点で 121 社ある。中石化グループは 2019 年世界トップ 500 企業では 2 位であった。

コーポレート・ガバナンスの観点から見ると、中石化集団は 2011 年に、ほかの中央国有企業に比べて早い段階で取締役会を設置した。そして、2014 年に、子会社の中石化銷售公司の株式につき混合所有制改革を始めた。さらに、近年、子会社レベルにおいては、政治的背景を有しない独立取締役を積極的に登用する動きも見られる。一方、国有企業として、役員の報酬、取締役の選任に関しては国の政策から強い影響を受けており、ほかの中央国有企業と同じ側面もある。

(一) グループ本社—中石化集団の取締役会

2018 年 6 月時点で、中石化集団の取締役会は、社内取締役 1 人、社外取締役 4 人、従業員取締役 1 人によって構成されている⁸⁷。社外取締役は国資委において選任し、過半数を占めている。そして、グループ本社にある党組織の構成員が、グループ本社及び子会社の取締役や経営責任者を兼任することが一般的である。中石化集団の役員ほぼ全員が中石化株式会社の役員を兼任している（

表 1 参照）。

表 1 中国石油化工集団有限公司及び中国石油化工株式会社における主要役員の兼任状況 (2020 年 6 月時点)

	中国石油化工集団有限公司			中国石油化工株式会社		
	党組織	取締役会	経営陣	取締役会	経営陣	監査役会
張玉卓	書記	会長		会長		
馬永生	副書記	取締役	総経理	取締役	総経理	
趙東	副書記	取締役				会長
喻宝才	委員		副総経理	取締役		
蔣亮平	委員					
劉宏斌	委員		副総経理	取締役	副総経理	
凌逸群	委員		副総経理	取締役	副総経理	
李勇	委員		副総経理	取締役		
湯敏				独立取締役		
樊綱				独立取締役		
蔡洪濱				独立取締役		
吳嘉寧				独立取締役		

(出所) 中国石油化工集団有限公司、中国石油化工株式会社ホームページにより筆者作成。

(二) 子会社—中石化株式会社の取締役会

支配株主である中石化集団は、中石化株式会社の議決権の 68.77%を握っており(図 1)、そして、役職の兼任を通じて実質的に中石化株式会社を支配している。理論上、議決権 3% (単独または合計) を持つ株主は取締役候補者を株主総会に提案することができるが(株主提案権: 102 条 2 項)、事実上は国資委及び中石化集団が指名する。中石化集団 2020 年時点で、中石化株式会社の取締役会は取締役 10 人によって構成されており、うち 6 名は中石化集団の取締役、委員を兼任しており、グループ本社の役員が半数を超えている。

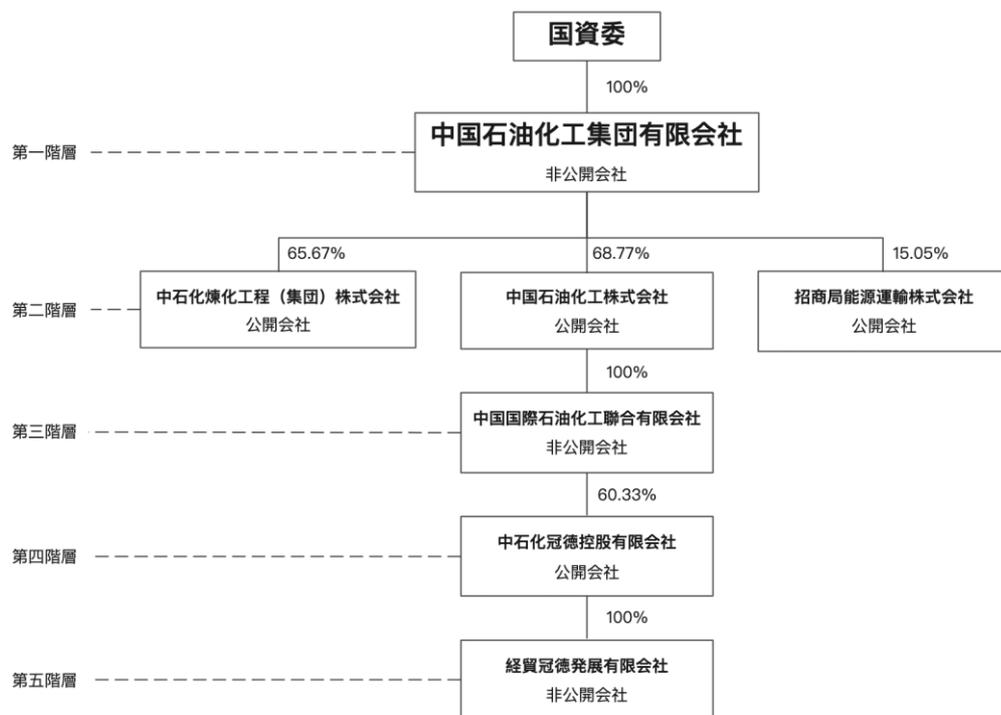
⁸⁷ Allen ほか・前掲注 69、183 頁。

2013 年から、退職した政府役員への登用に対する制限によって、中石化株式会社の取締役会においては、政治的背景を有する独立取締役がなくなり、現在は経済、投資、学者などの背景を持つ独立取締役が多く、一部は民営企業での独立取締役も兼任している。現在独立取締役を担任している 4 人のうち、3 人は経済学博士の出身であり、1 人は世界 4 大会計事務所の一つ、KPMG の公認会計士である。独立取締役の専門性と独立性は、ある程度確保されていると言えるであろう。

そして、2018 年から、中石化株式会社の取締役会には指名委員会、報酬・評価委員会、監査委員会が設置されており、すべての委員会において独立取締役は過半数を占めている。指名委員会の委員長を除き、専門委員会の委員長は独立取締役が担任している。2020 年時点の指名委員会では、委員長は取締役会会長である張玉卓が担任し、独立取締役の湯敏と吳嘉寧が委員を担任する。

取締役の報酬に関しては、国の報酬規制によって、中石化株式会社では、報酬の一部は業績に連動して決定されるが、株式などのインセンティブ報酬規制はまだ導入されていない。

図 1 中国石油化工企業グループイメージ



(注) 中国石油化工企業グループには企業合計 121 社あり、図には書いてあるのは一部の企業である。

(出所) 中国石油化工株式会社 2019 年度年次報告により筆者作成。

第 2 章 中国の株式保有構造と国有企業におけるコーポレート・ガバナンス

中国の金融資本市場が今日の姿に変貌を遂げていくのは1990年代からであり、歴史は比較的浅い。当時、国有企業の経営が悪化し、政府が資本市場を発展させる目的の一つは、国有企業の資金問題を解決することであった。1990年に、上海と深圳に全国規模の証券取引所が開設され、政府は資本市場の発展に向け、本格的に動き出した。開設当初、上場した企業はわずか14社にすぎず、市場に流通したのは発行済株式総数の3分の1程度であった⁸⁸。その後、中国経済の発展及び民営企業の台頭に伴い、株式市場が発展し、2019年時点で両証券取引所に上場している企業は3731社に達している。

設立当時、上場されたのはほとんど国有独資企業から改組された国有企業であった。上場国有企業の支配権を維持するため、政府は大量な株式を保有しており、そして、保有する株式に流通の制限をかけていた。2005年の非流通株改革によって、株式の流通制限が解除されたものの、株式の流通性は依然として低い。中国の資本市場は以下3つの特徴を有している。第1に、所有権が高度に集中している。第2に、非上場親会社がピラミッド型構造を通じて上場企業を支配するのが一般的である。第3に、株式の流通性が低いため、企業の支配権を争ういわゆる会社支配権市場が機能していない。

以下、第1節では、まず、非流通株が大量に存在する中国株式市場を簡単に振り返る。そして、非流通株の特徴と弊害を説明した上で、非流通株改革とその成果を概観する。最後に、改革後の株式構造を考察する。第2節では、集中的な保有構造において、国有企業におけるコーポレート・ガバナンスの問題点を明らかにする。

第1節 中国の株式保有構造と資本市場

一 株式市場の設立及び非流通株の形成

1980年代に、国有企業は経営請負責任制度を中心に改革を行いながら、一部の国有企業では株式会社制度の試行を行った。1984年7月に、国有企業の天橋百貨は中国初の株式会社として試行を始めた。株式は、所有主体に応じて、国有株、企業株と個人株の三種類に分けられた。一方、当時発行された株式は現在の株式とは異なり、株券には利益配当のほか、利率年5.4%、償還期限5年などの事項が記載されており、株券というより債券に近いものであった⁸⁹。

その後、経営請負責任制の問題点が浮き彫りになることにつれて、上海をはじめ、株式制度の試行は各地域にも広がった。そして、1990年11月26日と12月1日に、上海証券取引所と深圳証券取引所がそれぞれ設立され、営業を始めた。証券取引所の設立に伴い、資本市場も急速に発展し、上場会社の数も急増した。1992年に株式制度の試行企業が3700社に達し、そのうちの92社が上海証券取引所に上場していた⁹⁰。当時上場している会社のほとんどが、株式会社に再編された国有企業であった。上場国有企業においても、政府は支配権を維持し、従来の国有企業における管理体制も上場会社に残したままである。そのため、現在においても、上場国有企業における機関設計は、株主総会、取締役会、監査役会と平行して、党組織、労働組合、従業員代表大会が存在している。

前述したように、1980年代後半からは、国有企業の経営業績が悪化し、多くの国有企

⁸⁸ マイケル・ユシーム=ハビール・シン=ネン・リャン=ピーター・カペッリ『チャイナ・ウェイ——中国ビジネスリーダーの経営スタイル』（英治出版株式会社、2019）、270頁。

⁸⁹ 岳ほか・前掲注18、84頁。

⁹⁰ 黄・前掲注20、210頁。

業が大きな損失を被っていた状況であった。銀行の不良債権が増加し、政府の財政負担も重くなってきた。そこで、1993年に、政府は、社会主義市場経済に転換する方針を決め、その一環として、国有企業に現代企業制度を導入することを決定した。同年12月に公表された会社法に基づき、政府は、国有企業の有限責任会社と株式会社への再編を本格的に押し進めはじめた。

一方、株式の流通による国有資産の流失に対する懸念から、上場国有企業に対して支配権を維持する方針を決めた。「株式会社国有株権管理暫行弁法⁹¹」（以下「弁法」という）では、国有企業が株式会社に再編する際に、グループ本社が国家株または国有法人株（当該法人は国有独資企業または国有独資会社でなければならない）の支配権（50%以上、株式が分散している場合は30%以上）を確保しなければならないと要求している（11条）。そして、政府が保有する株式に譲渡制限がかけられた。それ以降、長い間、政府は上場国有企業に対して50%以上の議決権を維持し、株式の譲渡は稀であった。こうした株式市場で自由に売買できない株式は、非流通株と呼ばれ、2005年の改革まで、非流通株は中国株式市場の約3分の2を占めていた。非流通株制度は政府が支配権の維持と企業上場による資金調達の両立を実現させるための結果である。

二 非流通株の改革

（一）非流通株の概要と弊害

中国の株式市場では、大きく流通株式と非流通株式に分けられる。流通株式は決済通貨によってA株（人民元建て）とB株（外貨建て）に分けられ、そして、香港証券取引所に上場した株式はH株（香港ドル）である。非流通株は、議決権及び配当を受ける権利などにおいて、流通株とは差異が全くなく、その所有主体と流通性が大きく異なっている。

中国の株式は所有主体から国家株、法人株、個人株及び外資株に分類されている⁹²。前述した「弁法」によれば、「国家株」とは、国家を代表する政府部門または投資機構が株式会社に投資して取得した株式のことである。そして、「国有法人株」とは、法人株の中で、法人資格を有する国有企業、事業法人等がその法人資産を投資して取得した株を指す。国家株と国有法人株を総称して「国有株」という（2条）。国有株の譲渡は国有資産管理局と省級政府部門の許可が必要であるとされていた（29条）。

国有株のほか、法人株（国内法人株と外資系法人株を含む）、従業員株の流通にも制限がかけられていた。そのうち、従業員株は会社が上場して3年以降は流通することができる⁹³。そのため、非流通株といえば、基本的に国有株と法人株を指すことが多い。非流通株は取引所での売買が制限されているため、契約譲渡またはオークションによって流通されることしか認められなかった。中国では、こうした同一会社において非流通株と流通株が併存する制度設計は「株権分置」と呼ばれる。

1993年に、株式市場における国有株が49.2%、法人株が21.2%を占めており、合わせて非流通株の比率は株式市場の70.4%を占めていた⁹⁴。そして、2005年の非流通株改革まで、非流通株は一貫して6割を超えており、うち国有株は平均36.63%を占める状況であ

⁹¹ 「股份有限公司国有股权管理暂行办法」（1994）、2条。2008年1月31日に財政部によって廃止された。

⁹² 「股份有限公司规范意见」（1992）、24条。

⁹³ 上海証券取引所「如何实现非流通股的减持与流通」、<https://biz.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/jysjs/researchDir/ltb.pdf>、106頁。

⁹⁴ 上海証券取引所・前掲注93、106頁。

った⁹⁵。

高い割合を占める非流通株は、株式市場の公正な価格及び企業支配権市場の形成を妨げる要因となっている。非流通株の価値が市場の株価を反映しないため、流通株の価値に歪みが生じるおそれがある。そのため、一般投資家は株価を通じて、企業におけるコーポレート・ガバナンス及び企業価値を判断することは困難である。また、非流通株の株主は株価に対して関心が薄いため、流通株の株主、いわゆる一般投資家との間で、利益相反の危険性が高いと考えられる。さらに、非流通株の売買は場外取引によって譲渡されるため、取引の不透明や腐敗の原因となると指摘されている⁹⁶。そして、敵対的買収は事実上不可能のため、経営者に対する外部規制は機能していない。最後に、非流通株の株主が政府である場合、政府部門による行政関与から企業の日常経営を守ることは困難であると思われる。

(二) 非流通株の改革と効果

株権分置による弊害を解消するために、従来の非流通株を自由に流通させる改革いわゆる「株権分置改革」が行われた。2004年1月に、政府は「資本市場の改革開放と安定発展の推進に関する若干意見」を発表した。この意見に基づき、同年5月9日に、証券監督管理委員会が試行企業4社を発表し、さらに同年6月20日に、試行企業を42社に拡大した。2005年8月に非流通株改革を全面に始めた。

2005年9月に公表された「上場会社株権分置改革管理弁法」には、非流通株改革の実現に向けてさまざまな要項が盛り込まれている。非流通株を流通させる株主総会の決議は、出席株主の議決権の3分の2以上、かつ、決議に参加した流通株株主の議決権の3分の2以上による賛成を得る必要があるとされていた(16条)。改革後、元非流通株は改革案実施日より12か月以内の売却と譲渡が禁止されていた。そして、前項の条件を満たした上場企業の発行済み株式数の5%超を保有する元非流通株の株主が売却できる株式は、12か月以内には5%まで、24か月以内には10%までとなっていた(27条)。非流通株の流通による売買できる株式の総数が急増し、売却による株価の下落及び流通株主(少数株主)の利益を毀損することが懸念されていたからである。ここからは、株価の暴落を防ぎながら、流通株への転換を漸進的に推進しようとする意図が見て取れる。

株権分置改革によって、非流通株の比率が下がりはじめた。改革後の売却制限によって、非流通株は2005年の61.8%⁹⁷から徐々に2008年の49%まで減少し、はじめて流通株が半数を超えることとなった⁹⁸。そして、売却制限が解除された2009年に、非流通株は一気に25%まで大幅に下がった。その後、非流通株が徐々に低下し、2017年時点では9.8%であり、10%以下となっている⁹⁹。株式市場全体では、2005年に比べて非流通株が大幅に減少し、流通株が株市場の約9割を占めるようになっており、形式的に非流通株改革は成果をあげていると言えるであろう。

三 非流通株改革後の株式保有構造

⁹⁵ Yan Xue 「Capital structure in China: Evidence from Chinese listed companies」 Doctoral thesis, University of Surrey (2007)、129頁。

⁹⁶ 西村晋「中国の非流通株改革が国有企業統治に与える影響」創価大学大学院紀要第28巻(2006)、8頁。

⁹⁷ Xue・前掲注95、126頁。

⁹⁸ 金岡克文「中国非流通株改革の帰結」日本海域研究第44号(2013)、13頁。

⁹⁹ 上海統計「上海統計年鑑」(2018)、表17.10。

非流通株改革を通じて、株式の流通を人為的に制限することがなくなり、上海証券取引所と深圳証券取引所における非流通株はわずか数パーセント程度しか占めていない。こうして、発行済株式のほとんどが株式市場で自由に流通することが可能となっているのであるが、株式の売買によって株式を集中的に保有する構造は果たして緩和されたであろうか。

中国上場企業の所有権の集中度に関するデータは大きく非流通株改革以前（2003~2005年）、非流通株改革後の売却制限期（2006~2008年）、売却制限が完全に解除された以降（2009~2018年）の3つの段階に分けて見てみよう（表2）。非流通株改革以前において、筆頭株主が保有する株式は、平均すると約41.65%を占めており、大株主の上位10名が約61.17%を保有し、所有権が高度に集中している。改革後、非流通株が売却を制限されている期間では、筆頭株主及び大株主の上位10名の株式保有率はそれぞれ約5%を減少した。そして、非流通株が完全解禁された以降、筆頭株主の株式保有率は35%前後で推移しているが、大株主の上位10名の保有率は改革の直後に一時的に希釈化されたに見えるものの、再びやや上昇し、2018年時点で60.13%に戻っている。

表2 中国上場企業の所有権の集中度（2003~2018年）

年	上場企業全体		上場国有企業	
	筆頭株主の 株式保有率	大株主上位10 名の株式保有率	筆頭株主の 株式保有率	大株主上位10 名の株式保有率
2003~2005	41.65	61.17	45.45	62.32
2006~2008	36.36	56.30	39.17	56.53
2009~2018	35.09	59.08	39.16	57.92
2018	33.53	60.13	38.57	59.99

（出所）中国経済総合データベース（CSMAR）により筆者作成。

そして、上場国有企業においては、改革直後に、筆頭株主の株式保有率及び大株主の上位10名の保有率は6%程度を減少したが、それ以降は概ね横ばいで推移している。全体的に見ると、上場国有企業の所有権集中度の変化は企業全体の状況とほぼ一致しており、高位を維持している。

また、上場企業の大株主の上位10名の構成から見ると、国有企業が占める割合は、2003年の20%から2013年の7%まで低下し、金融機関と個人投資家が占める割合は2003年の45%から2013年の72%に上昇した¹⁰⁰。これは、政府が国有企業に対する支配権を戦略的な分野に集中させ、一部の国有企業を民営化させる結果と一致すると考えられる。そして、上場企業の株式を直接保有する支配株主の構成を見ると、国有企業と政府の割合は2003年の70%から2013年の40%に減少し、地方国資委の割合は1%程度にとどまり、中央国資委は上場国有企業直接所有していない¹⁰¹。一方、最終株主の構成においては、地方国資委が占める割合は2003年の11%から2013年の21%に上昇し、中央国資委が占める割合は2003年の2%から2013年の10%に上昇した¹⁰²。つまり、政府の上場国有企業に対する支配は、国有企業による直接支配から、国資委による間接支配に転換した。

¹⁰⁰ Sea-Jin Chang=Sandy Yuan Jin 「The Performance of State Owned Enterprises in China: An Empirical Analysis of Ownership Control through SASACs」 National University of Singapore（2016）、13頁。

¹⁰¹ Chang ほか・前掲注100、15頁。

¹⁰² Chang ほか・前掲注100、17頁。

以上のように、国有企業に対する支配方式は変わったが、非流通株改革の影響によっても、国有株の集中的な保有を分散化させることはできなかった。過去の非流通株は形式的に流通株に転換されても、売却は進んでいないのが現状である。2016年、上海証券取引所における取引の87%が、全投資家の25%を占めている個人投資家によって行なわれているに過ぎず、転換された株式の8割り程度の保有者が変わっていないという¹⁰³。非流通株改革後も、政府の国有企業に対する支配的な地位は変わっておらず、所有権の集中度はほぼ安定して高止まりしていることが分かる。

第2節 集中的保有構造における上場国有企業のコーポレート・ガバナンスの実態と問題点

中国の国有企業においては、政府を代表する所有主体が支配権を握っており、傘下の持株会社を通じて上場国有企業を支配するピラミッド型構造を形成している。上場国有企業においては、支配株主である政府と一般投資家である少数株主の利益相反が構造的に存在している。そして、株主と経営者の関係におけるエージェンシー問題では、政府という特殊な所有者は、情報収集や経営者への監督を通じてエージェンシー・コストを緩和させることに限界があるため、経営者が私益を追求するために企業の利益を犠牲にする利益相反も存在している。経営者が政府役人の場合、経済的利益のほか、政治上の昇進を目標とする可能性が高いと考えられる。

そして、前述したように、中国の株式保有構造は、特定の株主が絶対的な支配力を有する集中的な保有構造である。所有権が高度に集中しているため、それに伴い、株式の流通性も低いのが特徴である。株式の集中度が高く、流通性の低い環境においては、敵対的買収とそれによる経営者の交代が生じにくく、企業支配権市場による外部規制も形成されていないのが現状である。また、政府は雇用や社会安定などへ配慮により、経営が破綻している国有企業を破産させず、銀行や政府の支援を提供しており、経営者は市場からの脅威を感じないため、企業の内部管理体制を整備するインセンティブが不十分であると考えられる。そのため、中国においては、市場からの規律付けメカニズムによってエージェンシー・コストを削減することが期待できるとは言い難い。

以下では、まず外部統制の観点から、国有企業における市場による規律付けのメカニズムの無機能化を分析する。そして、上場国有企業における支配株主としての政府と少数株主との利益相反問題を検討する。最後は経営者が役人である場合、株主とのエージェンシー問題を見ていく。

一 市場規律付けメカニズムの無機能化

(一) 会社支配権市場

会社支配権市場とは、買収や合併(M&A)を通じて企業の支配権を争う市場のことを指す。会社支配権市場においては、経営が悪化する会社は敵対的買収の目標になり、支配権の移転に伴う経営者が交代される脅威は、コーポレート・ガバナンスの外部規制としてエージェンシー・コストを削減する効果が期待される。

¹⁰³ 中田理恵「中国株式市場に依然残る歪み」大和総研グループ(2017.08.14)、
https://www.dir.co.jp/report/column/20170814_012206.html、(2019.11.22 最終アクセス)。

中国においては、2005年の非流通株改革以降、上場企業のM&Aが増加し、M&Aに関する法制度もある程度整っている。国有企業の民営化に伴い、民営企業が国有株を譲り受けるM&Aも増えてきた。一方、世界各国と比べて中国のM&A規模はまだ小さく、また政府がM&Aにおいて主導的な役割を果たしており、市場競争メカニズムの発展を制限しているなどの問題点も指摘されている¹⁰⁴。非流通株改革以降も、国有株は依然として約40%を占めており、こうした集中的保有構造は政府による介入を可能にしている。企業の再編、M&Aは政府が産業構造を調整する手段として使われるにとどまる。

上場国有企業においては、政府は上場国有企業の最終的な支配株主であり、国有企業の支配権の移転は政府の監督下に置かれている。国有企業所有権の移転に関しては、所有権を移転する国有企業、譲り受け企業などのすべては政府が決定し、そして、政府役人が交渉に参加し、決定的な役割を果たしている¹⁰⁵。特に譲渡側が地方国有企業の場合、地方政府の業績への配慮により、地方政府は政治的利益と株主としての経済的利益における利益相反に直面し、少数株主の利益が害されるおそれがあると考えられる。さらに、政府の所有権を実際に行使する政府役人には、所有権の行使によるキャッシュ・フロー権がないため、支配権の移転を利用し、私益を追求することが多発している。

同じ政府部門が管理する出資機関間の支配権の譲渡は通常無償譲渡であり、中央企業と地方政府間の譲渡、民間企業への譲渡などは通常有償譲渡である。国資委は政府を代表する所有主体として、株主権を行使し、所有権の譲渡を決定することができるが、国有企業所有権の譲渡により、政府が出資企業の支配権を失う場合、株主である国資委には決定権がなく、政府の承認を得る必要があるとされている（企業国有資産法53条）。そのため、上場国有企業の支配権の移転はほとんど契約による譲渡であり、敵対的買収による上場国有企業の支配権を獲得することは事実上不可能である。

以上のように、政府が国有企業の株主を集中的に保有しており、上場国有企業のM&Aを主導している。政府による会社支配権市場への介入により、全体的な産業構造が改善される一方、M&Aにおける少数株主との利益相反問題が生じるほか、市場による経営者への規律付けが機能し難いことが懸念される。そもそも、企業支配権市場を形成するには、流動性の高い資本市場が要求されているため、中国株式市場の流動性を高める必要がある。

(二) 国有企業の破産とゾンビ企業

国有企業における職員の雇用及び社会の安定などへの配慮により、政府は国有企業の破産に対しては極めて慎重である。経営が破綻し、経営再建の見込みがない国有企業もただちに破産せず、政府や国有銀行の支援によって存続しつづけるいわゆるゾンビ企業問題を生み出している。

1980年代末から国有企業の経営悪化により、大量のゾンビ企業が生まれた。ゾンビ企業が破産すると大量の失業者が生まれ、社会の混乱を招くおそれがあるため、1994年から、政府は18都市における国有工業企業に対して政策的破産制度（Policy-mandated Bankruptcy）を実施した。政策的破産を実施する企業では、土地使用権を換価処分して得た資金はまず職員の安置（落ち着かせる）に使わなければならない。余剰がある場合、債権者に分配することができる。工業生産を行う国有企業の職員の数は非工業企業のそれを大幅に超えており、大量の職員の解雇による社会安定への懸念により実施された政策

¹⁰⁴ 上海証券交易所研究中心『中国公司治理報告2009 控制权市場与公司治理』（復旦大学出版社、2009）、33~34頁。

¹⁰⁵ 上海証券交易所研究中心・前掲注104、96頁。

であると思われる。国務院によれば、2005年から2008年の間に、政策的破産を実施した国有企業は2116社であり、関連する職員数は351万人に達した。政策的破産制度は職員の権利を守った一方、債権者の債権への侵害、政府役人による偽装破産などの問題ももたらした。しかし、破産法の実施に伴い、2008年より政策的破産制度が廃止された。

2008年の金融危機以降、石炭や鉄鋼を中心に国有企業の過剰生産能力が問題となり、多数の国有企業がゾンビ化した。ゾンビ化上場企業は、2007年の47社から2015年の256社に達し、約4倍に増加した¹⁰⁶。そこで、2014年に、政府は、赤字が3年以上続き、環境基準及び産業政策に合わず、政府や銀行の支援に強く依存する企業をゾンビ企業と定義し、その整理に着手した。中央企業約2000社、地方国有企業7000社超がゾンビ企業と認定された¹⁰⁷。ゾンビ企業は資産譲渡、合併、清算などの形式で市場から退出する。国資委2019年の発表によると、ゾンビ企業の95%の整理が完了し、基本的に完成したと発表した。

以上のように、国有企業が経営破綻となった場合、政府の支援によりゾンビ化した状況が多発していた。政府の介入により、正常な市場秩序が混乱し、公平な競争を妨げるのである。

二 政府である支配株主と少数株主との利益相反

(一) 政府による上場国有企業の経営への関与

1 企業の役員人事及び報酬制度などへの関与

政府は、役員の選任、役員の報酬、及び経営上の意思決定において、大きな影響力を果たしている。上場国有企業（従属会社）においては、実質的な支配力を持つ株主はほとんど非上場のグループ本社（支配株主）である。上場国有企業の取締役の一部は支配株主から派遣されるのが普通である。一方、前述したように、グループ本社の取締役と経営者はほとんど政治任用であり、主要役員は行政階級を有している。そのため、上場国有企業においても、主要役員の一部は、行政階級を有する政府役人である。国資委はグループ本社や政府役人を通じて上場国有企業に関与することができる。

そして、上場国有企業の主要役員の報酬決定手続きや報酬の構成、業績評価において、支配株主については政府の管理を受けている。前述した2015年に行われた中央国有企業における役員報酬の8倍制限及び開示義務に関する規制は上場国有企業にも適用されることは一つの例である。また、国有資産の流失への懸念などにより、当初、政府は株式によるインセンティブ制度に対しては慎重であったが、2014年から、国有企業の混合所有制改革の一環として、インセンティブ制度を導入する上場国有企業数は全体的に上昇する傾向にあった。Deloitte（2019）の調査によれば、2014年にインセンティブ制度を導入した上場国有企業は23社であり、2015年は11社まで激減したが、翌年からまた徐々に増加し、2018年には36社まで増えた。そのうちの64%は制限付き株式を採用し、36%はストック・オプションを採用した¹⁰⁸。2015年、インセンティブ制度を採用する上場国有企業が激減したのは、同年発表された役員報酬規制によるものであると考えられる。同規制の影響により、国有企業の役員報酬は同業界の民間企業より遥かに低く抑えられた。上

¹⁰⁶ 王永钦「“创新”大战“僵尸”」复旦金融评论第5期（2019）、19頁。

¹⁰⁷ W. Raphael Lam=Alfred Schipke = Yuyan Tan = Zhibo Tan 「Resolving China's Zombies: Tackling Debt and Raising Productivity」 International Monetary Fund （2017）、14頁。

¹⁰⁸ Deloitte 「2018-2019年度中国A股上市公司高管薪酬与长期激励调研报告」 Deloitte （2019）、29頁。

場国有企業の報酬制度は国の政策に大きく左右されていることが見て取れる。

2 上場国有企業における取締役会の形骸化

取締役会が独立した会社機関として果たしている役割は比較的弱く、取締役会の形骸化が著しいと言われている。国有企業の実務では、重要な事項の意思決定、経営陣の選任、報酬の決定などにおいて取締役会が行使し得る権限はかなり制限されていると指摘されている。特に取締役会会長及び最高経営責任者など上級管理職を選任する権限は、事実上、上級部門が行使する状況になっている。そして、支配株主と上場国有企業は親子関係にあり、上場国有企業の役員がグループ本社を経営トップを兼務している場合、上場国有企業の意思決定がグループ本社ひいては党組織や政府に影響されることも否定できない。そのため、取締役会にある指名委員会などの専門委員会が果たす役割は非常に限定的である。

また、取締役会は通常、非独立取締役や最高経営責任者が主導するため、独立取締役が果たす役割は非常に限られている。さらに、独立取締役の選任に関しては、上場国有企業における独立取締役の90%が支配株主によって指名されるため、支配株主からの独立性が保証されにくいと指摘されている¹⁰⁹。

(二) 企業グループにおける支配株主と少数株主との利益相反

1 関連当事者間取引

支配株主が存在する会社では、支配株主の利益は少数株主の利益とは常に一致するとは限らず、支配株主が支配権を利用し、自身の利益を追求する可能性があるため、支配株主と少数株主には構造的な利益相反が存在する。支配株主はピラミッド型保有構造を利用し、上場会社が被る損害の大部分を他の株主に負担させつつ、上場会社との取引から独占的な利益を得ることができるため、支配株主が上場会社を搾取するインセンティブは小さくないと指摘されている¹¹⁰。中国の場合、政府が最終的な支配株主であるため、上場子会社及びその株主全体の利益の最大化以外の目標も存在する。2005年の非流通株改革によって、国有株の価値は株価を反映するようになり、支配株主（元非流通株の株主）の利害を少数株主と一致させることに成功した。一方で、渡辺（2011）の実証研究¹¹¹によれば、非流通株改革はある程度支配株主による搾取を緩和したものの、ピラミッド型の保有構造によって支配権とキャッシュ・フロー権との乖離は依然として存在している。とりわけ、関連当事者取引においては、グループ本社等は少数株主との間には潜在的な利益相反の関係にあると考えられている。

企業グループにおける親会社、子会社、兄弟会社間などの関連当事者取引は、法人税、取引相手の調査に関する費用の節約などによるコスト削減、取引の効率化、グループ内利益の最大化等につながっている。一方で、支配株主がその影響力を不当に行使し、関連当事者取引を通じて従属会社及びその少数株主の利益を害することが懸念される。2006年6月30日まで企業財産を横領するいわゆるトンネリング問題が生じる上場企業は147社

¹⁰⁹ 上海证券交易所研究中心『中国公司治理報告 2006 国有控股上市公司治理』（復旦大学出版社、2006）、5頁。

¹¹⁰ 加藤貴仁「支配株主と少数派株主のエージェンシー問題に関する覚書：社外取締役などにどこまで期待できるのか？」東京大学法科大学院ローレビュー第11巻（2016）、227~228頁。

¹¹¹ 渡辺真理子「国有控股上市公司的控制权、金字塔式结构和侵占行为：来自中国股权分置改革的证据」金融研究第6期（2011）、166頁。

あり、そのうち上場国有企業の支配株主による横領は 88 社であった¹¹²。直接取引、事業譲渡・事業調整、担保提供などの関連当事者取引は支配株主が少数株主の利益を搾取する主な手段とされている。一方、従属会社である上場国有企業が経営悪化により上場廃止などに追い込まれる際に、支配株主は融資のルートを確認するために、関連当事者取引を通じて上場国有企業に利益を供与するいわゆるプロpping (propping) という動きも見られる¹¹³。通常、国資委は支配株主であるグループ本社の唯一の株主であるため、親会社における少数株主の保護の問題は存しないが、親会社債権者保護の問題が残ることになる。

関連当事者取引における支配株主の種類から見ると、中国の株式市場においては、投資家を保護する法律規制は必ずしも十分に整っていないため、民間企業である支配株主は、支配権を濫用し、直接取引などを利用し、私的な利益を追求するインセンティブが政府より強いと考えられる。なぜなら、政府は少数株主の利益を搾取する場合、外部による投資が減少するばかりでなく、国民からの信頼もなくなるという大きなリスクを抱えているからである。そのため、中国では、政府が直接的に支配している上場国有企業では、支配株主である政府が上場国有企業及び少数株主を搾取する誘因はさほど強くないと思われる。また、中央グループ本社は中央政府部門の厳格な監督下にあるため、中央グループ本社が支配する上場国有企業は、地方国有企業が支配する場合よりコーポレート・ガバナンスの水準が高く、少数株主を搾取する可能性が低いと指摘されている¹¹⁴。

2 関連当事者取引に関する法律規制

関連当事者取引規制としては、会社法に基づく手続規制のほか、「上場会社コード」、「企業の会計基準第 36 号—関連当事者の開示」、各証券取引所の「上場規則」、「上場会社情報開示管理弁法」などに基づく開示規制もある。会社法（2018 年最新）では、支配株主が支配権、関連関係を濫用し会社の利益を損害してはならないと明文化されている（会社法 20 条・21 条）。会社の資産を担保として提供する場合、株主総会の承認を得る必要があり、支配株主はこの決議での議決権行使は認められないとされている（会社法 16 条）。深圳証券取引所の上場規則では、株主のほか、取締役会における関連取締役の議決権行使も禁じられている（上場規則 10.2.1 条・10.2.2 条）。そして、関連当事者取引を行った上場会社は、関連当事者取引開示文書、取締役会決議文書、独立取締役の事前承認文書及び意見書などを証券取引所に提出する義務が付けられている（上場規則 10.2.7 条）。また、取引の内容、金額、条件等を記載する関連当事者取引開示文書を公告する義務が課せられている（上場規則 10.2.8 条）。上海証券取引所の上場規則においても類似する規定が見られる。

上場会社（従属会社）の役員は忠実義務と勤勉義務を負っている（会社法 147 条）。関連当事者取引などによって上場会社に損害を与えた場合、上場会社の少数株主は直接訴訟、株主代表訴訟を提起し、役員の損害賠償責任を追求することができる（会社法 149 条・151 条・152 条）。中国法における株主代表訴訟は、会社経営者のほか、会社に損害を与えた「他人」（支配株主を含む第三者）に対しても提起することができることは特筆すべき点である。また、株主総会決議に瑕疵がある場合、株主総会決議の取消訴訟、無効訴訟を提起することができる（会社法 22 条）。さらに、ソフトローの面においては、「上場会社コード」では、支配株主及び実質的支配者が他の株主に対して信認義務を負うことを明確に定めており（上場会社コード 63 条）、支配株主の影響力行使により子会社が損害を被った場合には、支配株主が信認義務違反により損害賠償責任を負うことになる。以上のように

¹¹² 上海証券交易所研究中心・前掲注 109、75 頁。

¹¹³ 上海証券交易所研究中心・前掲注 109、36 頁。

¹¹⁴ 上海証券交易所研究中心・前掲注 109、39 頁。

に、中国の法制度の下では、少数株主に対する保護はある程度整っているとと言えるであろう。一方、株主代表訴訟に関する1%持株比率規制、財産上の請求として訴訟費用が高く株主の負担が重いなど、少数株主保護の観点から不十分な点もまだ見られる。

三 株主と役人経営者との利益相反

Shleifer=Vishny (1997) は、国有企業における管理権限は事実上企業にいる政府役人が握っていると指摘している。これらの政府役人は集中した管理権限を持っているが、キャッシュ・フロー権は理論上すべての国民にあるため、役人は所有していないと指摘されている。さらに、政府役人は政治的な関心によって社会福祉とは非常に異なる目標を持っている。そのため、政府役人は国有企業の利益に対する関心が薄く、権限を利用して自己利益を追求するおそれがある¹¹⁵。

国は政府と国有企業の分離を図り、国有企業における主要役員の行政階級を取り消そうとした¹¹⁶にもかかわらず、国有企業及び国有企業の役員の脱政治化は依然として未完成のままである。国有企業の役員は公務員ではないものの、その任命する機関によって異なる階級が付けられ、同階級の公務員と同じ待遇を享受し、昇進の将来性を有する存在である。つまり、国有企業の役員は純然たる経営者とは異なる「准役人」である¹¹⁷。事実上、中央国有企業の主要役員の約35.5%は、業績などの評価に応じて中央または地方の政府部門に昇進することになる¹¹⁸。本稿では、これらの役員を政府役人とみなす。

前述したように、支配会社と従属会社における役員の兼任により、上場国有企業においても、政府役人を兼任する経営者が散見される。経営者が政府役人の場合、株主と経営者のエージェンシー問題においては、経営者は経済的利益または政治上の昇進などの私益を追求する目標のほか、政府を代表して国の政策を実現する目標も存在するおそれがある。政府の政策目標は必ずしも常に株主利益を最大化する目標とは一致しないため、経営者と少数株主との利益相反問題が生じる可能性がある。また、経営者が私益を追求する場合、政府である支配株主との間にも利益相反問題が存在する。一方、最高経営責任者をはじめ、経営陣を選任する権限は、事実上取締役会にないため、取締役会による経営者への監督機能が形骸化し、経営者に対する監督は不十分であると思われる。2014年、華潤集団、中石油など大型国有企業グループのトップが個人的な利益を得るなど権限の濫用による収賄や汚職が摘発された¹¹⁹。

小括

中国は1978年から国有企業経営の在り方を模索し始め、政府の所有権と国有企業に対する経営権との関係を巡って改革を行ってきた。過去の42年間、国有企業改革は所有権

¹¹⁵ Shleifer ほか・前掲注3、768頁。

¹¹⁶ 「中共中央が国有企業改革と発展に関する若干重大問題の決定」（中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定）（1999）、「国有企業と国有企業の役員に対し、再び階級を付けない」。

¹¹⁷ 杨瑞龙=王元=聂辉华「『准官员』的晋升机制来自中国央企的证据」管理世界第3期（2013）26頁。

¹¹⁸ 劉明浩「共和國的長子們：中國大陸央企領導人管理體制」展望與探索第17卷第3期（2019）、51頁。

¹¹⁹ 法治周末「十大国企企业家犯罪案例：中石油领导骨干被连锅端」新浪财经ホームページ（2015.02.11）、<http://finance.sina.com.cn/china/20150211/002021522661.shtml>、（2020.05.30 最終アクセス）。

と経営権を分離する方向で調整し、国有企業は、政府に付属する生産組織から独立した法人格を有する現代企業に進化を遂げた。中国政府は、国有企業の管理体制を市場メカニズムに基づく資本管理に転換し、国有企業改革を進めている。一方、政府による集中的な保有構造のもとにおいて、上場国有企業におけるコーポレート・ガバナンスの課題として、資本市場の規律付けの無機能化、政府による政治的関与、支配株主と少数株主との利益相反問題などが指摘されている。

第2部 シンガポールの政府系企業とテマセク・モデル

国有企業は一般的に、政治的目標の存在、政府による干渉及び国有企業における政府役人の腐敗などが存在するため、国有企業には通常、経営の非効率性及びコーポレート・ガバナンスの不備といった問題を抱えている。一方で、シンガポールの政府系企業（Government-Linked Companies : GLCs）は、国有でありながら、効率的な経営を実現しており、大きな実績をあげている。コーポレート・ガバナンスの面において、シンガポールの政府系企業は、民間企業と同様の水準に達しており、比較的健全なガバナンス体制を構築している。

政府の株主としての所有者機能と政府の行政機関としての政策立案、市場規制などの行政機能を分離させるために、シンガポール政府は政府系企業に対する所有権を財務省に一任し、財務省が唯一の所有主体として政府系企業に対して株主の権限を行使する。そして、財務省による政治的な影響から政府系企業を守るために、株主である財務省と政府系企業の間、政府が100%所有する投資ファンド（Sovereign Wealth Fund）を設置し、政府系企業を直接管理する。つまり、財務省—投資ファンド—政府系企業という管理体制となっている。

テマセク・ホールディングス（Temasek Holdings (Private) Limited、以下「テマセク」という）はその投資ファンドの一つであり、商業原則（commercial principles）に基づいて、傘下ポートフォリオの株式を保有・売買などを通じた資産運用によって世界でもトップクラスの実績を誇っている。ポートフォリオ中の政府系企業のコーポレート・ガバナンスも国有企業のベスト・プラクティスとして高く評価されている。

シンガポール政府系企業の成功は、シンガポールの地理的、政治的、経済的、文化的などシンガポール固有の条件を前提としているものが多いものの、シンガポール政府がテマセクを介して政府系企業を管理する構造（テマセク・モデル）は、他国の国有企業にとっても極めて示唆に富んでいる。事実、前述のとおり、近年中国の国有企業改革は資本管理に方針転換を図り、テマセク・モデルを参考に国有資本投資・運営会社を設立することに、シンガポールのような三重構造を模索している。

シンガポールと中国は、国有企業の規模、管理体制において大きな違いがあるが、政府が集中的に株式を所有する保有構造においては、共通点を持っている。シンガポール証券取引所のメインボード規則（Mainboard Rules）によると、支配株主とは、発行済み株式の15%以上を保有する株主、または実際に会社を支配する株主である¹²⁰。こうした基準の下では、シンガポール上場企業上位100社の90%以上は、支配株主を有する企業である¹²¹。

¹²⁰ SGX、「Rulebooks Mainboard Rules」SGX ホームページ、http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=1&print=1、（2019.12.21 最終アクセス）。

¹²¹ Ernest Lim 『A Case for Shareholders' Fiduciary Duties in Common Law Asia』（Cambridge University Press、2019）、60頁。

支配株主が存在する企業の支配権は同族または政府が握っており、シンガポール証券取引所上位 100 社のうち、69 社は同族企業であり、26 社が政府系企業である¹²²。そして、2017 年 4 月末時点で、シンガポール証券取引所に上場する政府系企業の数はずか 3.2% であるのに対し、時価総額において全体の 43.9% を占めている¹²³。また、シンガポールにおいても、支配株主がピラミッド型や企業間の持ち合いを通じてその支配を強化するという特徴を持っている¹²⁴。

以下では、まずシンガポールの政府系企業の様態を明らかにし、テマセクの設立に至った経緯を振り返ってみる。その後、テマセク・モデルの管理体制を検討する。最後には、中国に与える示唆を簡単に触れる。

第 3 章 シンガポールの政府系企業とテマセク

第 1 節 シンガポールの政府系企業

シンガポール政府は、法定機関と政府系企業の二種類の公企業を通じて、シンガポールの経済に大きな影響を与えている。そのうちの政府系企業は厳格な商業原則に基づいて運営され、民間企業より高いレベルのコーポレート・ガバナンス体制を整っており、シンガポールの経済発展において戦略的かつ重要な役割を果たしてきた。以下では、シンガポールの政府系企業発展の経緯を概観し、政府系企業の民営化を検討する。

一 政府系企業の設立と発展

1959 年に、イギリスから自治権を獲得したシンガポール（当時は自治州であった）は、経済発展の課題に直面していた。イギリス統治下のシンガポールは東西貿易の拠点として中継貿易（Entrepot Trade）を中心に発展してきた。しかし、1947 年から 1957 年の間、シンガポールでの人口年間増加率は 4.4% に達し、中継貿易及びイギリスの軍事基地からの収入による経済発展は、急速に増加する人口のニーズを満たすには不十分であった¹²⁵。当時失業率は 14%¹²⁶ に達し、世代の 19% と個人の 25% が最低限必要な収入を満たさない貧困状態であった¹²⁷。そこで、雇用創出と経済発展のために、シンガポール政府は工業化路線に転換する方針を決めた。国内が資本不足に陥っているため、外資の導入によって工業化政策を推進することにした。海外資本の導入を促進するために、1961 年に、製造業及びサービス分野での投資促進と産業開発機能を担っている経済開発庁（EDB）が設立された¹²⁸。同庁は製造業において民間企業にとってリスクの高い分野で政府系企業を相次

¹²² Lim・前掲注 121、61~62 頁。

¹²³ みずほ Research & Consulting Unit 「特集 成長市場 ASEAN をいかに攻略するか：多様性と変化から見た事業機会を探る」 MIZUHO Research & Analysis 第 12 号（2017）、76 頁。

¹²⁴ Luh Luh Lan=Umakanth Varottil 「Shareholder empowerment in controlled companies: the case of Singapore」 Research Handbook of Shareholder Power（2015）、8 頁。

¹²⁵ Tan Cheng-Han=Dan W. Puchniak=Umakanth Varottil 「State-Owned Enterprises in Singapore: Historical Insights into a Potential Model for Reform」 Columbia Journal of Asian Law Vol 28, No 2（2015）、72 頁。

¹²⁶ 楊建偉『解读新加坡』（社会科学文献出版社、2017）、7 頁。

¹²⁷ Han ほか・前掲注 125、72 頁。

¹²⁸ Singapore Economic Development Board、EDB ホームページ、<https://www.edb.gov.sg/ja/about-edb/what-we-do.html>、（2019.12.14 最終アクセス）。

いで設立し、自ら事業に関与した¹²⁹。そして、労働集約型産業の発展につれて、石油、自動車などの重工業もシンガポールに入り、その生産主体として鋼鉄会社（National Iron & Steel Mills）など数多くの政府系企業が設立された。このように、政府系企業は政府の経済戦略の一部となり、シンガポール政府は経済移行期に一部の経済部門に関与しはじめ、最初の政府系企業の形成を促すこととなった。製造業が占める GDP の割合も 1959 年の 7% から 1967 年の 33% までに上昇した¹³⁰。

1965 年に、マレーシアから独立するとともに、国内市場の需要が増加する一方、国内の原料不足問題が深刻になっていた。そこで、政府は電気・電子製品を中心とする輸出経済を積極的に発展させていった。また、民間部門では資金力や専門技術の不足する運輸、航空、通信、金融などの分野において政府系企業を設立した。1968 年、民間部門に資金を提供するために、経済開発庁の金融部門を独立させ、DBS 銀行（Development Bank of Singapore）を設立した。

そして、イギリス軍の撤退は政府が経済への関与を一層強化する誘因となった。1971 年、イギリス軍の撤退によって、イギリス軍事基地での雇用がなくなり、シンガポールの国防建設にも大量な資金が必要となり、財政負担が極めて重くなった。当時軍事施設が創出した利益はシンガポール GDP の 20~25% を占めていた¹³¹。イギリスは、自軍の撤退による影響を軽減するために、海軍造船所など資産の一部を象徴的な S\$1（シンガポールドル：SGD）でシンガポール政府に譲渡することとなった¹³²。イギリス軍から受け入れた資産をベースに、1968 年にセンブワン造船所（Sembawang Shipyard）及びケッペル（Keppel Shipyard）が設立され、旧空軍基地が 1975 年にシンガポール国際空港に再建された。こうして、政府は船舶、港湾、輸送事業などリスクが高く、民間部門が手を出しにくいインフラ分野において、政府系企業が設立された。1980 年代以降に設立された政府系企業は、主に元の政府部門または法定機関から転換されたものである。そして、アジア金融危機の後、政府系企業のグローバル化が進み、過去の 40 年間で、政府系企業は国際的で巨大な企業グループに成長した。

二 政府系企業の民営化

以上の経過を辿り、政府系企業は民間部門の脆弱性を補いながら次第に肥大化し、人材の独占や民業圧迫という批判を受けており、国民からの反感が強まった¹³³。その結果、1985 年 3 月に、シンガポールは民営化プログラムを正式に発表し、政府系企業の再編・民営化に踏み出し、上場を始めた。民間部門との競争を避けるために、政府は介入する必要がなくなった事業から撤退することになったが、国家利益にかかわる分野においては、政府が支配権を維持し、残りの株式は証券取引所を通じて売却するという方針を取った。市場が放出された株式を吸収できるようにするため、民営化は 10 年にわたって行われることとされた¹³⁴。

¹²⁹ 中村みゆき「政府系ファンド(SWFs)における投資戦略:シンガポール・テマセク持株会社の事例を中心に」創価経営論集 35(1-3) (2011)、58 頁。

¹³⁰ 莫少昆=余继业『问道淡马锡』(中国经济出版社、2015)、18 頁。

¹³¹ Does State Capitalism Work in Singapore? A Study on Ownership, Performance and Corporate Governance of Singapore's Government-Linked Companies 2011、55 頁。

¹³² Han ほか・前掲注 125、80 頁。

¹³³ 日本政策投資銀行「シンガポールの GLC 論争：政府系企業の役割と存在意義」(2002)、<http://www3.keizaireport.com/report.php/RID/167557/>、7 頁。

¹³⁴ OECD「Privatisation and Capital Market Development in Asia: A Comparative Perspective and Lessons from the International Experience」OECD SUMMARY RECORD (2000)、4 頁。

1986年1月に「公共部門民営化委員会 (Public Sector Divestment Committee)」が設立され、翌年の2月に、同委員会は、民営化の長期的プランを内容としたレポート (Report of the Public Sector Divestment Committee) を公表した。民営化の理由として、同レポートは、第一に、公共部門が行う必要がなくなった商業活動から撤退すること、第二に、政府が保有する株式を流通市場に導入することによって、シンガポールの株式市場を深化・拡大させること、第三に、民間部門との競争を避けること、の3つを掲げている¹³⁵。しかし、非効率的な政府系企業の売却を通じて資金を調達することや、商業企業として機能できるように政治的干渉から解放することなどの理由は見られなかった¹³⁶。経営悪化による資金調達の目的で民営化する多くの国有企業とは異なり、シンガポールの政府系企業の業績はよく、運営も効率的に行われており、膨大な資金を蓄積してきた¹³⁷。

第2節 テマセクとポートフォリオ

一 テマセクの発展

前節で述べたように、経済政策の推進とともに、政府が設立した政府系企業の数徐々に膨大化となった。そこで、政府系企業の資本を効率的に運用・管理するために、政府が所有する持株会社の設立が決定された。そして、1974年6月25日に、財務省の傘下にテマセクが設立され、政府系企業計35社がテマセクの傘下に移管された。

テマセクが設立された根本的な原因は、政府が企業の経営に関与すべきではないという信念、及び政府と公務員は政策に専念すべきであるとの考え方にある¹³⁸。シンガポール政府は自ら行政監督者としての役割と株主としての役割を最初から切り離し、2つの役割の衝突に対する国民の懸念を軽減した¹³⁹。そのため、テマセクは政府が100%所有するが、株主の利益を最大化する商業的な性格も有している。テマセクは、取締役会が商業原則に基づいて運営されており、民間企業と平等に税務署に税金を払い、株主であるシンガポール財務省 (Minister of Finance) に利益の配当を行う義務を負っている。

また、テマセクはシンガポール会社法上の免除非公開会社¹⁴⁰ (Exempt Private Company) として、法定監査の免除対象であり、財務情報の開示、株主総会の開催などの義務が免除されている。そのため、テマセクは、設立されてから2004年までの間に、財務情報を一切公開したことがなかった。その結果、テマセクは部外者にとって謎めいた存在であり、海外投資家に不信感を募らせていた。そこで、情報公開を推進するため、2004年から会社の財務情報及びポートフォリオの業績が載っている年次報告書を発行しはじめた。財務諸表は国際的な会計事務所の監査を受け、年次報告書で公表される。2004年の最初の

¹³⁵ Kernial Singh Sandhu=Paul Wheatley 『Management of Success: The Moulding of Modern Singapore』 (Institute of Southeast Asian Studies, 1989)、448頁。

¹³⁶ Yuen Teen Mak 「Privatisation through market: the Singapore perspective」 OECD ホームページ、<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/2730964.ppt>、(2019.12.15 最終アクセス)。

¹³⁷ Does State Capitalism Work in Singapore? A Study on Ownership, Performance and Corporate Governance of Singapore's Government-Linked Companies 2011、68頁。

¹³⁸ Christopher Chen 「Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China」 36 Nw. J. Int'l L. & Bus. 303 (2016) at313.

¹³⁹ Chen・前掲注138、313頁。

¹⁴⁰ シンガポール会社法(Companies Act, Cap. 50)では、免除非公開会社とは、株主数が20人以下であり、法人としての株主がいなく、または、政府の100%保有会社であり、かつ財務省が官報 (Gazette) を通じて免除非公開会社と認められた会社のことを指す。免除非公開会社は年次報告書の提出などの会社法で定められている一定の義務が軽減される。

格付け以来から、テマセクの信用格付けは S&P (Standard & Poor's) とムーディーズ (Moody's) など国際格付け機関による最高ランクの AAA/Aaa と評価されている。また、政府系ファンド (SWF) として、テマセクはサンティアゴ原則 (The Santiago Principles) を遵守し、LTMI 透明度指数¹⁴¹による評価は最高点の 10 であり、情報開示度が高いことが示されている。

二 テマセクのポートフォリオ

テマセクのポートフォリオは、政府系企業とその他の民間企業から構成されている。テマセクが 1974 年創業時所有していた 35 社のうち、24 社が売却された¹⁴²。設立当時、テマセクの投資はシンガポール国内に限っていたが、2002 年からアジア地域を始め、北米、欧州、アフリカなどの地域にも広がっている。2019 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 26%)、シンガポール国内は 26%、北米は 15%、欧州は 10%、豪州、アフリカ、南米などの地域は 9%を占めている¹⁴³。

2019 年 3 月末時点で、テマセクのポートフォリオは計 49 社あり、そのうち政府系企業 (政府持ち株比率 20%以上の企業) は 25 社であり、約 51%を占めている (表 3)。分野から見てみると、テマセクは輸送・工業、サービス・不動産分野においては絶対的な支配権を有している。そして、テマセクが直接株式を保有する政府系企業は、各企業グループのグループ本社であり、グループ本社の傘下にさらに子会社を持っており、ピラミッド型の株式保有構造を形成している。

表 3 株式保有比率別ポートフォリオ (2019 年 3 月末時点)

分野	会社数 (社)				
	0%以上	15%以上	20%以上	50%以上	100%
金融	13	3	2	0	0
通信・メディア	11	5	4	4	2
輸送・工業	7	7	7	5	3
サービス・不動産	10	10	10	6	3
生命科学・農学	5	0	0	0	0
エネルギー	3	2	2	1	1
合計	49	27	25	16	9

(出所) テマセクホームページより筆者作成

また、テマセクが所有する会社資産の 58%は上場されており、そのうち大型資産 (持ち株比率が 20%以上の資産) は 22%を占めている¹⁴⁴。2018 年、テマセクは市場動向に基づいてポートフォリオを調整した結果、S\$240 億を投資し、S\$280 億を売却した¹⁴⁵。資産

¹⁴¹ Linaburg-Maduell Transparency Index(LMTI)は、政府系ファンドの透明性を評価する国際標準である。

¹⁴² Temasek Holdings 「Temasek Review 2017」、Temasek ホームページ、<https://www.temasek.com.sg/en/our-financials/library/temasek-review>、100 頁。

¹⁴³ Temasek Holdings 「Temasek Review 2019」、Temasek ホームページ、<https://www.temasek.com.sg/en/our-financials/library/temasek-review>、5 頁。

¹⁴⁴ Temasek・前掲注 143、5 頁。

¹⁴⁵ Temasek・前掲注 143、6 頁。

の流動性が高い。

テマセクの年次報告書によると、同社は企業の長期的価値を重視する積極な株主である。ポートフォリオの純資産価値（NPV）は1974年設立当時の\$3.54億（約7000万ドル）であったが、2019年3月末時点で\$3130億（約2310億ドル）まで増加し、目覚ましい成長を遂げた。2016年度の純資産価値は、中国景気の減速や原油安などの影響を受け¹⁴⁶、前の年より大幅に減少したが、翌年の2017年に完全に回復し、2019年まで継続的な成長を見せている。発足以来の株主還元率は15%を保っている¹⁴⁷。

第4章 テマセク・モデルの管理構造

第1節 テマセクとシンガポール政府との関係

テマセク40周年の際に、シンガポールのTony Tan大統領は、政府の政策立案者及び規制機関としての役割と、企業の株主及び事業者（commercial owner）であるテマセクの役割との明確な区別（separation）がテマセクの着実な成長を促し、シンガポールの繁栄に貢献したと述べていた¹⁴⁸。政府は政府系企業への介入を自制する目的で、テマセクを設立し、商業的な運営・管理を望んでいる。テマセクが政治的な方向に導かれないよう、政府とテマセクとの関係調整において工夫をしている。

一 テマセクと株主である財務省との関係

テマセクはシンガポール会社法に準拠して設立され、財務省は唯一の株主である。シンガポール財務省は、テマセクの取締役会には株主である政府（財務省）の代表者が含まれておらず、テマセクの意味決定は政府の関与から完全に独立していると主張している¹⁴⁹。そして、政府の役割は主に次の4つである。①テマセク全体的な投資任務と目標を確立すること、②テマセクが経営陣を監督する有能な取締役会を持ち、そして、その任務を遂行できるよう確保すること、③テマセクのポートフォリオの全体的なリスクを体系的に評価し、資産の種類、分野、地域において適切な多様性を保つこと、そして、グローバルなリスク要素がポートフォリオに対する中長期的な影響を評価し、過度なダウンサイドリスク（downside risk）にさらさないよう確保すること、④政府のポートフォリオ（GIC、MAS、Temasek）の全体的なリスクに基づいて、政府資本の分配を決定すること、である。そして、テマセクは財務省である株主に配当を行い、国際会計事務所の審査を受けた年次決算報告書を提出し、定期的に最新の情報を提供する義務を負っている。

また、テマセクは財務省と政府系企業の間にはさまれており、政府から政府系企業への直接関与を防ぐクッションのような存在である。しかし、一定程度の分離を実現したものの、

¹⁴⁶ 田渉=谷繭子「テマセク、運用資産7年ぶり減 中国依存が裏目」日本経済新聞ホームページ（2016.07.07）、https://www.nikkei.com/article/DGXLASDX07H11_X00C16A7FFE000/、（2019.12.7 最終アクセス）。

¹⁴⁷ Temasek・前掲注143、6頁。

¹⁴⁸ LEE YEN NEE「Temasek's success down to separation of its role from Govt's」Today ホームページ（2014.09.23）、<https://www.todayonline.com/business/temaseks-success-down-separation-its-role-govts>、（2019.12.24 最終アクセス）。

¹⁴⁹ Ministry of Finance「Ask MOF」Ministry of Finance ホームページ、https://www.ifaq.gov.sg/mof/apps/fcd_faqmain.aspx#TOPIC_177、（2019.12.24 最終アクセス）。

最終的な支配株主である財務省が、親会社であるテマセクを通じて、従属会社に関与するリスクが依然として存在している。そのため、財務省の権限には一定の制限がかけられている。テマセクにおける実効的なガバナンスの確保の観点から適切な選解任がなされるよう、財務省が株主として取締役の選解任権限を行使するに際して、大統領による承認が求められている。これを通じて、政府が政治目的で会社資金を流用することを防止する狙いもある。

二 テマセクとシンガポール大統領との関係

(一) 大統領と過去の準備金¹⁵⁰ (past reserves) を保護する制度

シンガポールでは、大統領は行政権を保持しない礼儀的な存在である。1984年8月、当時の首相 Lee Kuan Yew は、大統領の選任を今までの国会選挙から国民による直接選挙に変えることを提案した。当選された大統領は国民を代表し、国家準備金 (national reserves) の管理者及び国家の重要役人を任命する「門番 (gatekeeper)」として行動する¹⁵¹。そして、1991年の憲法改正により、大統領は1993年から直接選挙となり、国家準備金を保護するために、大統領に拒否権を付与した。そして、政府 (第一の鍵) が過去の準備金を利用する際に、大統領 (第二の鍵) の同意が必要とされるいわゆる「ツーキーシステム (two-key system)」が確立された¹⁵²。

そのため、大統領は最終管理者として過去の準備金を利用するすべての予算案を拒否することができる。そして、憲法の第五別表 (Fifth Schedule) に記載されているいわゆる「第五別表機構¹⁵³ (Fifth Schedule Entity)」の年間予算案と補正予算案は大統領の承認を受ける必要がある。そして、過去の準備金を利用する可能性の高い政府や第五別表機構の取引案を大統領に通知し、大統領は拒否権を行使することができる¹⁵⁴。大統領が拒否権を行使する際に、大統領諮問委員会¹⁵⁵ (Council of Presidential Advisers) の意見を聞かなければならない。大統領が諮問委員会の勧告に反対し、予算案を拒否した場合、政府は議会の3分の2をもって大統領の決定を覆すことができる¹⁵⁶。

(二) 第五別表機構としてのテマセク

テマセクは憲法の第五別表機構の一つとして、いくつかの義務が課せられている。第一

¹⁵⁰ シンガポール財務省によると、過去の準備金とは、前の政府の任期満了まで蓄積されてきた準備金のことである。現任政府の浪費による過去の準備金の減少を防ぐために、憲法は政府及び第五別表機構の過去の準備金を保護する。Ministry of Finance・前掲注 149。

¹⁵¹ Kevin Y.L. Tan=Lam Peng Er 「Looking back at the Elected Presidency Design choices and unintended consequences」 Jaclyn L Neo=Swati JHAVERI 編『Constitutional Change in Singapore: Reforming the Elected Presidency』(Routledge, 2019)、3頁。

¹⁵² Valerie Chew 「National reserves」 Singapore infopedia ホームページ、https://eresources.nlb.gov.sg/infopedia/articles/SIP_1487_2009-03-17.html、(2019.12.24 最終アクセス)。

¹⁵³ シンガポール財務省によると、第五別表機構とは、憲法の第五別表に記載されている主要な法定機関と政府企業 (government companies) のことである。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)、シンガポール政府投資公社 (GIC)、テマセクは第五別表機構である。これらの機構の準備金は準備金保護システムの下で保護されている。Ministry of Finance 「Section I: What comprises the reserves and who manages them?」 Ministry of Finance ホームページ、<https://www.mof.gov.sg/policies/our-nation's-reserves/Section-I-What-comprises-the-reserves-and-who-manages-them>、(2019.12.24 最終アクセス)。

¹⁵⁴ Chew・前掲注 152。

¹⁵⁵ 大統領諮問委員会は、6人で構成される。そのうち大統領が2名を指名し、首相が2名を指名し、最高裁判所裁判官が1名を指名し、公職委員会 (PSC) が1名を指名する。

¹⁵⁶ Chew・前掲注 152。

に、テマセクの取締役と最高経営責任者は株主である財務省の選任または解任を受ける際に、大統領の承認が必要とされている。テマセクの取締役会は大統領に対し説明責任を負っている。そのため、首相または他の政府部門がテマセクの管理に関与する権限はない。第二に、テマセクの取締役と最高経営責任者はテマセクの過去の準備金を保護する責任を持っている¹⁵⁷。そして、テマセクの取締役会は、予算案または取引案による過去の準備金が減少する可能性が生じる場合、大統領の同意を取得する必要がある。第三に、テマセクの取締役会会長と最高経営責任者には、半年ごとに準備金に関する決算報告書の提出が求められている。これによって、テマセクを株主である財務省または政府の行政指令による会社利益の損害から守ることを図ろうとしている。

また、シンガポールの憲法と法律の下では、シンガポールの大統領と株主である財務省は、過去の準備金の保護に関するものを除き、テマセクの投資、売却またはその他の意思決定には関与することができないとされている¹⁵⁸。そのため、過去の準備金の保護に関する事項を除いて、取締役会と経営陣は経営意思決定において完全な意思決定権を有する。

第2節 テマセクにおけるコーポレート・ガバナンス

一 テマセクにおける取締役会制度

(一) 取締役会の権限と運営

シンガポールでは、テマセクや政府系企業を規制する特別な法律は設けておらず、会社法の規定に委ねられている。テマセクの取締役会は、一階層取締役会（one-tier board）制度を採っており、業務執行取締役と非業務執行独立取締役（non-executive independent director）から構成され、業務執行機能及び監督機能を担っている。具体的には、取締役会はテマセクの全体的な長期的な戦略目標、年度予算案、監査済みの年次決算報告書、重要な投資及び売却の計画、重要な資金調達計画、最高経営責任者の任命及び後継者計画、取締役会の変更などの事項に対する意思決定の権限を有している。また、取締役会が有効に権限を行使することができるよう、取締役会は経営陣に対し補足情報や説明を求める権限を持っている。

テマセクの取締役会は、四半期ごとに2日間にわたって行われる。必要とされる場合、さらに頻繁に開かれる可能性もある。そして、四半期ごとの取締役会会議には、経営陣及び業務執行取締役が参加できず、非業務執行独立取締役のみが出席する「執行会議（Executive Sessions）」が行われる¹⁵⁹。執行会議では、決議の一部として最高経営責任者とその後任者計画が可決される。また、電話またはビデオ会議による決議への参加が認められている。取締役会とその専門委員会の決議は、出席した取締役の過半数をもって決議する。しかし、書面による持ち回り（circulation）決議の場合には、取締役の3分の2以上の賛成を必要とされている¹⁶⁰。

(二) 取締役会の専門委員会

取締役会の中に、特定の権限が委任される3つの専門委員会が設置されている。各委員

¹⁵⁷ Temasek・前掲注142、52頁。

¹⁵⁸ Temasek Holdings、Temasek ホームページ、<https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/corporate-governance>、(2019.12.24 最終アクセス)。

¹⁵⁹ Temasek・前掲注142、54頁。

¹⁶⁰ Temasek・前掲注142、54頁。

会の委員長は、経営陣から独立した非業務執行独立取締役が務める。

1 執行委員会

執行委員会は取締役会を代表して行動する権限を有している。そして、取締役会に委任された範囲内において、執行委員会は監督、管理、資金調達、合併、買収、株式保有構造の変更、配当政策と経営上重要な意思決定などの事項に関する審査・承認する権限を行使することができる¹⁶¹。

2 監査委員会

監査の独立性を保証するため、監査委員会は非業務執行独立取締役のみによって構成される。監査委員会は、内部統制システム、財務報告プロセス、会計監査のプロセス、コンプライアンスの監視プロセス等を審査することによって、取締役会が担う監督機能の発揮を促進する。また、外部監査においては、監査委員会は、外部監査範囲、監査の結果、外部監査人の独立性を審査する。必要に応じて、外部の法律や会計専門家を依頼することができる。

内部監査部門（Internal Audit）は監査委員会をサポートする。内部監査の独立性を確保するために、内部監査部門は、行政上最高経営者に直属し、職務上監査委員会に報告する仕組みをとっている。また、内部監査が有効に機能できるよう、内部監査部門はすべての記録、財産や職員のことを入手する権限を持っている。そして、定期的な監査のほか、内部監査部門は、取締役会、監査委員会または経営陣の要求に応じて特別な監査を行うことができる。

3 リーダーシップ開発&報酬委員会

リーダーシップ開発&報酬委員会は、取締役及び最高経営責任者の後任計画などのリーダーシップ・プランを取締役に提出し、業績判断及び報酬計画に関する方針を策定する権限を持っている。

二 テマセクにおける取締役会の独立性

国有企業取締役会の独立性は、取締役会の規模と構成にある程度依存しており、多くの国は、OECDによる「SOEガイドライン」に従い、国有企業の取締役会に独立取締役を設置することを義務付けている¹⁶²。独立取締役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が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切れないが¹⁶³、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¹⁶⁴と示されている。

シンガポール会社法は独立取締役の設置に関する規定は定めていないが、シンガポールの「コーポレートガバナンス・コード2018」（以下「コード2018」という）によれば、

¹⁶¹ Agung Wicaksono 「Corporate Governance of State-Owned Enterprises: Investment Holding Structure of Government-Linked Companies in Singapore and Malaysia and Applicability for Indonesian State-Owned Enterprises」 Dissertation at the University of St. Gallen（2009）、101頁。

¹⁶² OECD 「Working Party on State Ownership and Privatisation: Practices Board of Directors of State-Owned Enterprises: An Overview of National Practices」 OECD（2012）29頁。

¹⁶³ Urska Velikonja 「The Political Economy of Board Independence」 North Carolina Law Review Volume 92（2014）863-864頁。

¹⁶⁴ DC Clarke 「The Independent Director in Chinese Corporate Governance」 Vol31 Del. J. Corp. L. 125（2006）168頁。

独立取締役とは、行動、性格、判断において独立しており、会社及びその関連企業、主要株主及びその役員の間には合理的な判断を妨げる関係がなく、会社の最善の利益のために独立した判断を行う取締役のことである（2.1条）。「コード2012」では、取締役の3分の1以上が独立取締役であることを求めていたが（コード2012 2.1条）、2018年の改正においては、独立取締役に関する3分の1規制の条項は削除され、取締役会は適切なレベルの独立性と多様性を保つべきである（2条）ことに変更された。そして、取締役会会長に独立性がないと判断された場合¹⁶⁵、取締役の過半数が独立取締役でなければならないと定めている（2.2条）。

テマセクにおいては、政府や株主である財務省からの政治的な関与のリスクがあることを踏まえ、テマセクの中長期的な企業価値向上に向けた、独立した意思決定を担保する必要がある。そのため、テマセクの取締役会は、非業務執行独立取締役を中心に構成されている¹⁶⁶。テマセクの非業務執行独立取締役は、経営陣からの独立性だけでなく、政府からの政治的な関与を防ぐため、株主である財務省からの独立性も求められている。2019年3月末時点では、テマセクの取締役会は取締役13人から構成され、そのうちの11人が非業務執行独立取締役であり、取締役の85%を占めている。テマセクの非業務執行独立取締役は各民間部門のエリートから構成された多国籍の精鋭集団である。テマセクの取締役会には、ツイッターの取締役、世界銀行の元総裁である Robert B Zoellick、インベスツール（Investor AB）投資会社の元最高経営責任者である Marcus Wallenberg なども含まれており、テマセクの独立取締役の人選に関して、その候補者は十分に検討されたものと言えよう。そして、テマセクは、取締役会会長と最高経営責任者との責務の分担を求めている。現在の取締役会会長は、非業務執行独立取締役である Lim Boon Heng が勤めており、最高経営責任者は業務執行取締役の Ho Ching が兼任する。

全体的に見ると、テマセクの取締役会設計は「コード2018」の規定と一致している。そして、シンガポール政府は、国有企業であるテマセクの経営に干渉することを控えており、SOE ガイドラインの勧告を満たしている¹⁶⁷。しかし、周知のとおり、2002年からテマセクに就任した HO Ching は現首相 Lee Hsien Loong の夫人である。HO Ching が就任してからテマセクが商業企業としての性格が強まったという指摘もあったが、少なくとも水面下においては、テマセクが政治的な影響を受ける可能性は残っていると考えられる。

第3節 テマセクの政府系企業に対する管理体制

一 テマセクによる政府系企業の管理

テマセクは、ポートフォリオ企業の運営には関与せず、商業上の意思決定や運営をそれぞれのポートフォリオ企業の取締役会および経営陣に委ねており、ポートフォリオに対する管理は増資・減資・保有などの方式を通じて行われていると述べている。テマセクの活動方針と運営趣旨を掲げている「テマセク憲章（Temasek Charter）」では、テマセクは、

¹⁶⁵ 以下のいずれかの条件に満たす場合、取締役会会長に独立性がないと判断される。①独立取締役ではない、②最高経営責任者を兼任している、③最高経営責任者とは近親者である（つまり、その人の配偶者、子供、養子、継子、兄弟、姉妹、親）、④最高経営責任者との間に密接な関係を有している（近親者ではないものの、公平な判断に影響する可能性がある関係）、⑤経営陣の構成員である。「コーポレートガバナンス・コード2018」注8。

¹⁶⁶ Temasek・前掲注142、52頁。

¹⁶⁷ OECD「OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises 2015」OECD（2015）、18頁。

積極的な株主としてポートフォリオ企業の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構成される多元的な取締役会の形成をサポートすることに努めているとされている¹⁶⁸。

そのため、一般的に、テマセクは政府系企業における取締役会を支配するために候補者を任命したり、優先株を保有したりすることはない¹⁶⁹。ただし、政府系企業に単独で20%以上の株式を保有する支配株主がいる場合のみ、テマセクは取締役の候補者を任命することがあると指摘されている¹⁷⁰。Chen (2016) の調査では、テマセクのポートフォリオ企業の17社計176人の取締役のうち、テマセクと直接な関係を持っている取締役（テマセクの取締役または顧問）は9人しかいない¹⁷¹。

また、政府系企業の企業価値向上にとって最適な人選が選ばれるよう、テマセクは政府系企業の要請に応じて、自らのネットワークを活用し、候補者を推薦するなどのこともあるが、テマセクからの候補者の提案を受けるか否かは最終的に政府系企業において判断を行う。政府系企業の経営陣が政府やテマセクから派遣されるケースも想定されるが、シンガポールの法律下では、政府系企業は、取締役会に政府代表者や従業員を入れる義務を有していない¹⁷²。

政府系企業における経営陣の指名については、支配株主であるテマセクは、実質的には選解任権限を有するものの、経営陣の選解任に関する最終的な決定権限を独立取締役が過半数を占めている政府系企業の実業取締役会に委ねることとなっている。そのため、政府系企業が独立した立場で後継者計画に関する方針を策定し、経営陣を指名することが可能となる。政府系企業の企業価値向上のために最適な経営陣の選任を行うことは、少数株主だけでなく、テマセクにとっても、グループ全体の利益になると思われる。

二 政府系企業における独立取締役

シンガポールの民営化運動により、政府系企業の多くが上場し、一般投資家が政府系企業においては広く存在している。上場政府系企業においては、支配株主であるテマセクと少数株主との間に利益相反が生じるおそれがあるため、政府系企業はテマセクや政府からの独立性が求められている。そして、こうした独立性を確保するため、政府系企業の実業取締役会における独立取締役の割合が過半数を占めている。政府系企業の実業取締役には、少数株主の利益を保護し、政府系企業としての独立した意思決定を担保する重要な役割が期待されている。

Chen (2016) が2010年~2013年シンガポール証券取引所に上場している上位50社を対象とした調査¹⁷³では、テマセクが5%以上の株式を直接または間接保有している会社は17社あり、そのうちの9社の持株比率は50%を超えている。そして、テマセクが株式を保有する上場会社の取締役会の規模はほとんど変わらず、平均規模は他の上場会社よりやや小さくて10人であり、また、すべての会社にはテマセクや政府によって指名された取締役はいない¹⁷⁴。つまり、テマセクが主張しているように、テマセクは政府系企業を含むポ

¹⁶⁸ <https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/our-purpose>

¹⁶⁹ Chen・前掲注138、324頁。

¹⁷⁰ Isabel Sim 「Does State Capitalism Work in Singapore? a Study on Ownership, Performance and Corporate Governance of Singapore's Government-Linked Companies」 UWA Business School Doctoral Thesis (2011)、74頁。

¹⁷¹ Chen・前掲注138、350頁。

¹⁷² Chen・前掲注138、334頁。

¹⁷³ Chen・前掲注138、325~333頁。

¹⁷⁴ Chen・前掲注138、336~337頁。

ートフォリオの経営管理に関与していないことを裏付けている。

シンガポールの上場会社はシンガポール証券取引所の上場規則¹⁷⁵ (SGX Listing Rules) に従い、取締役会の3分の1以上は独立取締役で構成されなければならない。前記 Chen (2016) の調査によると、上場会社上位50社の独立取締役は取締役総数の過半数を超えている。そして、主要株主であるテマセクがいる上場会社においては、独立取締役の平均人数は7.7であり、上位50社平均の5.7人より高いことを示している。テマセクは、傘下の政府系企業を含むポートフォリオの取締役会における独立取締役を促進しており、一部の取締役会では、独立取締役が8割を占めている¹⁷⁶。

小括 シンガポールのテマセク・モデルによる示唆

一 シンガポール政府と政府系企業との関係

政府と国有企業との関係をいかに適切に調整するのは国有企業におけるコーポレート・ガバナンス体制において最も肝心な問題である。これに関して、シンガポール政府は、政府系企業に対し、終始して手を伸ばせば届くところにある (at arm's length)。つまり、政府は政府系企業に対して監督をしながら、企業の独立性を尊重し、一定の距離を置いている。

テマセクを設立する原因の一つは、シンガポール政府が自身による干渉を制限し、市場原理に則って政府系企業を運営することである。この点は、テマセクの運営方針にも反映されている。テマセクの政府系企業に対する管理は資本運営にとどまり、経営上の管理は政府系企業それぞれの取締役会が行われている。他方、テマセクの設立によって、シンガポール政府と政府系企業の間にクッションを入れたものの、財務省がテマセクの唯一の株主であるため、政府が、テマセクを通じて、政府系企業の経営に介入する余地もないとは言えないであろう。それにもかかわらず、シンガポール政府は、大統領による監督、独立取締役などの制度を通じて、自らの手を縛り、政府系企業が民間企業のように運営されることを保障し、政府からの干渉を阻止している。したがって、テマセク・モデルは、シンガポール政府が政府系企業への介入に対する自製の土台の上に立っていると言っても過言ではない。

二 取締役会の独立性の確保

取締役会がどれだけ独立して経営上の意思決定を行うかことはコーポレート・ガバナンスの健全化において一つ重要な要素である。取締役会の独立性を確保するために、シンガポール政府は以下のいくつかの点において工夫している。

第1に、政府から取締役会独立性を確保するため、取締役の選任において、株主である財務省はテマセクの取締役を選任する権限を持っているが、その選任は大統領の監督を受けている。そして、テマセクの取締役会には、政府を代表する役人を入れる制度がなく、事実上政府は政府役人を取締役として選任することを避けているように見受けられる。

¹⁷⁵ SGX 上場規則(Mainboard) 210(5)(c)/ (Catalist) 406(3)(c)、2022年1月1日より施行される。SGX 上場規則が施行されるまでに「コーポレートガバナンス・コード2012」に独立取締役に関する3分の1規制 (2.1条) は引き続き有効である。

¹⁷⁶ Chen・前掲注138、347頁。

また、特段の事情がない限り、テマセクは政府系企業取締役の選任を避けている。

第2に、経営陣から取締役会の独立性を守るため、テマセクや政府系企業のいずれの取締役会においても、最高経営責任者と取締役会会長は分担されており、独立取締役は過半数を占めている。さらに、取締役会は最高経営責任者を含む経営陣を選任し、経営陣の報酬を決定する権限を有している。

第3に、独立取締役の多くは各業界のエリートであり、取締役会にある専門委員会の委員長は独立取締役が担任する。

第3部 日本の株式保有構造とコーポレート・ガバナンス

ス

戦後長い間、日本の株式保有構造は、株式持ち合いによる安定株主が中心であった。そして、1997年代後半から、バブル崩壊の影響を受け、金融機関と企業を中心に、株式の持ち合いの解消が進んでいた。株式持ち合いの解消に平行して、海外機関投資家を中心とする株式保有が次第に増加し、現在では海外機関投資家の株式保有比率は30%前後で安定して推移している。一方、すべての企業が一律に進展したわけではなく、株式保有構造は多様化になり¹⁷⁷、主要企業の多くは比較的に分散的な保有構造であるが、支配株主が存在する企業も少なくない。2018年時点で、上場企業のうち支配株主を有する企業は17.2%を占めている。一方、日本では、支配株主による搾取の問題は深刻でないと指摘されている。そのため、以下では、まず株主持ち合いの形成から解消までの経緯を辿ったうえで、株式保有構造の多様化を考察する。その後、自由主義諸国の資本市場が完全に自由化された状況における主要株主規制を、日本を例として見ていくことにする。

第5章 日本における株式保有構造の変容

第1節 株式持ち合いの変遷とその影響

一 集中的な保有構造の解体と株式持ち合いの形成(1949年~1972年)

戦前の日本の株式保有構造は、一族に支配されている財閥本社が傘下企業を通じて株式を集中的に保有するというピラミッド構造となっていた。戦後証券取引所による取引が再開され、財閥解体により、旧財閥が保有していた大量の株式が市場に放出されるとともに、従業員を中心とする個人株主が大幅に増加した。また、証券民主化運動もあり、1949年度末時点において、上場企業の株式うちの69.1%が個人保有であった¹⁷⁸。

1950年代前半に財務危機を契機に、一部業績の悪化した企業の増資の過程で、銀行と取引先企業の保有比率が上昇した¹⁷⁹。その要因の一つとして、独占禁止法の改正による株

¹⁷⁷ 宮島英昭=新田敬祐「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・『復活』と海外投資家の役割」宮島英昭編著『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』（東洋経済新報社、2011）143頁。

¹⁷⁸ 西山賢吾「第2期持ち合い解消下での株式保有構造の変化」財界観測75巻4号（2012）36頁。

¹⁷⁹ 宮島英昭「日本企業の株式保有構造：歴史的進化と国際的特徴（日本私法学会シンポジウム資料

式保有制限の緩和が、金融機関を中心とする株式の買い集めを加速したことがある。また、高度成長期の前半に、増資は事業会社が成長するための重要な資金調達源であった。当時、増資は株主割当が中心であったが、成長企業の増資テンポに合わせられない個人株主は、保有株の一部を売却することによって増資に応じた¹⁸⁰。そして、株式の流動性が高まり、株式の買い占めが行いやすくなったため、一部の企業経営者は株式買い占めの危機にさらされ、安定株主化を試みた¹⁸¹。金融機関や事業法人等の安定保有比率は、1950年の23.6%から1955年の36.8%に急増していたが、その後安定保有比率の伸びが鈍化し、1964年には47.9%にとどまった¹⁸²。

そして、1963年のケネディ・ショックなどによる株式市場の下落をきっかけに、大量の株式が売却され、需給バランスが崩れた。過剰株式を買い上げるために、日本共同証券と日本証券保有組合などの証券会社が相次いで設立された。証券会社は売却株を場外で直接購入し、その後、銀行、生命保険などの金融機関や関連会社への売却することが多かったと指摘されている¹⁸³。その結果、企業グループを中心に持ち合いの動きが進行した。また、1960年代半ばから、経済協力開発機構（OECD）への加盟及び資本の自由化にともない、海外投資家による敵対的買収に対抗するため、持ち合いによる安定保有が一層進展した¹⁸⁴。また、財閥系都市銀行は、オーバーボローイングに移行していく過程で、株式持ち合いというスキームを使って、融資先企業の資本構成の是正を図ろうとした¹⁸⁵。

二 株式持ち合いの安定化（1973年~1996年）

1970年代初頭から、金融機関や事業会社などのインサイダー保有比率は50%を超え、安定株主を中心とする保有構造に転じた¹⁸⁶。1970年代の半ばに、個人や機関投資家の保有株式を合計した保有比率は平均して35%前後であるのに対し、インサイダーによる保有比率は55%に達した¹⁸⁷。インサイダーによる保有比率は、1980年代の初期まで、比較的安定した水準で推移した。

1980年代の後半から、金融機関の株式保有比率は、1985年の39.8%から1990年の43%へとやや上昇したのに対し、事業法人等の保有比率は30%前後でほぼ横ばいであった（表4）。当時は株価の上昇を背景として、金融機関が主要な受け手となった新株発行による資金調達が大量に行われたのが要因であった。そして、株式持ち合い比率も、15%前後で安定的に推移しており、1987年度末の15.1%から1996年度末には15.3%にやや上昇した¹⁸⁸。

株式保有構造と経営機構：日本企業のコーポレート・ガバナンス」旬刊商事法務2007号（2013）18頁。

¹⁸⁰ 宮島・前掲注179、19頁。

¹⁸¹ 伊藤正晴「株式持ち合いの変遷と展望」金融7月号（2011）18頁。

¹⁸² 宮島英昭「戦後日本企業の株式所有構造：安定株主の形成と解消（コーポレート・ガバナンス特集(2)宮島英昭早稲田大学商学部教授責任編集）」フィナンシャル・レビュー68号（2003）205頁。

¹⁸³ 伊藤・前掲注181、18頁。

¹⁸⁴ 西山・前掲注178、37頁。

¹⁸⁵ 菊地浩之『1950年代における旧財閥系企業の株式所有構造』（政治経済研究所、2011）66頁。

¹⁸⁶ 宮島ほか・前掲注177、109頁。

¹⁸⁷ 宮島ほか・前掲注177、109頁、図2-1参照。

¹⁸⁸ 宮島ほか・前掲注177、111頁、表2-1参照。

表 4 投資部門別株式保有比率の推移

年度	政府・地方 公共団体	金融機関	a. 都銀・ 地銀等	b. 信託銀行	a+bのうち		c. 生命保険 会社	d. 損害保険 会社	e. その他の 金融機関	証券会社	事業法人等	外国法人等	個人・ その他
					投資信託	年金信託							
1970	0.6	31.6	15.8	—	2.1	—	10.0	3.7	2.1	1.3	23.9	4.9	37.7
1975	0.4	35.5	19.0	—	2.2	—	10.2	4.4	2.0	1.4	27.0	3.6	32.1
1980	0.4	38.2	19.9	—	1.9	0.4	11.5	4.6	2.3	1.5	26.2	5.8	27.9
1985	0.3	39.8	20.9	—	1.7	0.8	12.3	4.1	2.4	1.9	28.8	7.0	22.3
1990	0.3	43.0	15.7	9.8	3.7	0.9	12.0	3.9	1.6	1.7	30.1	4.7	20.4
1991	0.3	42.8	15.6	9.7	3.4	1.0	12.2	3.9	1.4	1.5	29.0	6.0	20.3
1992	0.3	42.9	15.6	9.9	3.2	1.2	12.4	3.8	1.2	1.2	28.5	6.3	20.7
1993	0.3	42.3	15.4	10.0	2.9	1.4	12.1	3.7	1.1	1.3	28.3	7.7	20.0
1994	0.3	42.8	15.4	10.6	2.6	1.6	12.0	3.7	1.1	1.2	27.7	8.1	19.9
1995	0.3	41.1	15.1	10.3	2.2	1.8	11.1	3.6	1.0	1.4	27.2	10.5	19.5
1996	0.2	41.9	15.1	11.2	2.0	2.4	11.1	3.6	0.9	1.0	25.6	11.9	19.4
1997	0.2	42.1	14.8	12.4	1.6	3.8	10.6	3.5	0.9	0.7	24.6	13.4	19.0
1998	0.2	41.0	13.7	13.5	1.4	4.7	9.9	3.2	0.8	0.6	25.2	14.1	18.9
1999	0.1	36.5	11.3	13.6	2.2	5.0	8.1	2.6	0.9	0.8	26.0	18.6	18.0
2000	0.2	39.1	10.1	17.4	2.8	5.5	8.2	2.7	0.7	0.7	21.8	18.8	19.4
2001	0.2	39.4	8.7	19.9	3.3	6.0	7.5	2.7	0.7	0.7	21.8	18.3	19.7
2002	0.2	39.1	7.7	21.4	4.0	5.8	6.7	2.6	0.7	0.9	21.5	17.7	20.6
2003	0.2	34.5	5.9	19.6	3.7	4.5	5.7	2.4	0.9	1.2	21.8	21.8	20.5
2004	0.2	32.0	5.2	18.4	3.8	3.9	5.2	2.2	1.0	1.2	22.1	23.3	21.3
2005	0.2	30.9	4.7	18.0	4.3	3.5	5.1	2.1	1.0	1.4	21.3	26.3	19.9
2006	0.3	30.7	4.6	17.6	4.6	3.5	5.3	2.2	1.0	1.8	20.8	27.8	18.7
2007	0.4	30.5	4.7	17.3	4.8	3.5	5.4	2.2	0.9	1.5	21.4	27.4	18.7
2008	0.4	32.0	4.8	18.8	5.0	3.5	5.3	2.1	0.9	1.0	22.6	23.5	20.5
2009	0.3	30.6	4.3	18.4	4.7	3.4	5.0	2.0	0.9	1.6	21.3	26.0	20.1
2010	0.3	29.7	4.1	18.2	4.4	3.2	4.5	1.9	1.0	1.8	21.2	26.7	20.3
2011	0.3	29.4	3.9	18.6	4.5	3.0	4.3	1.8	0.8	2.0	21.6	26.3	20.4
2012	0.2	28.0	3.8	17.7	4.5	2.5	4.1	1.6	0.8	2.0	21.7	28.0	20.2
2013	0.2	26.7	3.6	17.2	4.8	2.1	3.7	1.4	0.7	2.3	21.3	30.8	18.7
2014	0.2	27.4	3.7	18.0	4.8	1.8	3.6	1.4	0.7	2.2	21.3	31.7	17.3
2015	0.1	27.9	3.7	18.8	5.6	1.5	3.4	1.3	0.7	2.1	22.6	29.8	17.5
2016	0.1	28.4	3.5	19.6	6.3	1.3	3.4	1.2	0.7	2.2	22.1	30.1	17.1
2017	0.1	28.7	3.3	20.4	7.2	1.2	3.2	1.1	0.7	2.0	21.9	30.3	17.0
2018	0.2	29.6	3.1	21.5	8.4	1.1	3.2	1.0	0.7	2.3	21.7	29.1	17.2
最高(年度)	0.9(1986)	44.1(1988)	20.9(1985)	21.5(2018)	8.4(2018)	6.0(2001)	12.8(1986)	4.8(1979)	2.6(1987)	2.3(2018)	30.3(1987)	31.7(2014)	37.7(1970)
最低(年度)	0.1(1999)	26.7(2013)	3.1(2018)	7.3(1986)	1.4(1998)	0.4(1982)	3.2(2018)	1.0(2018)	0.7(2017)	0.6(1998)	20.8(2006)	2.7(1978)	17.0(2017)

(注)

1.1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。

2.2004年度から2009年度まではJASDAQ証券取引所上場会社分を含み、2010年度以降は大阪証券取引所または東京証券取引所におけるJASDAQ市場分として含む。

(出所) 東京証券取引所2018年度株式分布状況調査

三 株式持ち合いの解消（1997年~2004年）

1990年代に入って金融機関の株式保有比率は低下に転じ、これまで築いてきた相互保有の解消の動きが見られはじめた。特に、1990年代の後半から、バブル崩壊にともなう経済環境の悪化の中で、1997年の銀行危機を境に、企業と銀行間を中心とする持ち合いの解消が急速に進んでいた。銀行等金融機関の不良債権問題が深刻化すると同時に、バブル崩壊後の株価低迷による株式保有リスクも高くなった¹⁸⁹。そして、銀行は不良債権等問題の処理のために、保有する企業株の売却を積極的に進めた。加えて、2002年には銀行の株式保有を直接的に制限する「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」が施行された。そして、銀行は、パフォーマンスが高く、銀行依存度の低い企業の株式を中心に株式の売却を行った。それに対して、流動性が低く、銀行依存度の高く、相互に依存関係にある企業の株式を売却すれば、顧客企業が財務危機に陥る可能性があったため、保有を継続した¹⁹⁰。こうした売却を進めた結果、銀行の株式ポートフォリオの劣化問題も招いた。銀行の保有比率は、1996年から2001年までに6.4%低下し、さらに2001年から2004年ま

¹⁸⁹ 宮島・前掲注179、20頁。

¹⁹⁰ 宮島ほか・前掲注177、122頁。

でに 3.4%低下した¹⁹¹。

他方、主要銀行の信用格付けが低下する中で、企業にとって銀行株を保有するリスクが大幅に上昇した¹⁹²。また、株式持ち合いは投資家からの強い批判にさらされ、説明責任が求められるようになった。そして、パフォーマンスが高く、資本市場への接近の容易な事業会社が、売却する傾向が強く、逆に、銀行の依存度が高く、メインバンクとの関係を維持している企業では、銀行株の売却率が低い傾向がみられた¹⁹³。企業の株式売却は、銀行による持ち合い解消売りへの対応とみられ、企業間の持ち合い解消は著しく少なかった¹⁹⁴。こうした結果、金融機関の保有株式売却を中心とする解消売りによって、株式持ち合い比率は、1996年の15.3%から2004年には9.4%へと大幅に低下した¹⁹⁵。

四 株式持ち合いの「復活」と解消（2005年以降）

2000年代に入ると、敵対的買収などの影響を受け、株式持ち合いの解消は緩やかではあるが、株式持ち合い比率は低下している。ところが、2005年前後頃からは株式持ち合いの解消が停滞し、そして、2006年度から2008年度にかけて、小幅に留まったが3年連続で上昇するなど株式持ち合い「復活」の動きが見られた¹⁹⁶。ただ、この「復活」の動きは、敵対的な大株主の脅威にさらされた一部の企業の間に限定され、その変化の規模は解消局面と比べてはるかに小さく、「復活」という表現自体が、厳密に言えばやや過大評価と言えようと指摘されている¹⁹⁷。

そして、2009年度からメインバンクの保有株の削減により、株式持ち合い比率は全体として再度低下し始めた。表4の株式保有比率を見ると、2009年以降、「事業法人等」の保有比率はほぼ21%程度で横ばいとなっている。「都銀・地銀等」の保有比率は、2008年度の4.8%から直近の2018年度は3.1%へと緩やかで連続して低下している。このことは、2008年のリーマン・ショックを契機とした金融危機において、銀行が保有株式のリスクを考慮する結果ではないかと思われる。全体的に見ると、株式持ち合い比率は小幅な低下が続いており、野村資本市場の調査によれば、2017年度の株式持ち合い比率は7年連続で過去最低を更新したという¹⁹⁸。最新の2019年度の調査では、2018年度の株式持ち合い比率は、有価証券報告書における政策保有株式の拡充によって、2017年度に比べ0.6ポイント上昇したが、企業が持ち合いの復活などを目的に株式保有を増やしたからではなく、緩やかな持ち合い解消は2018年度も継続したと評価できると指摘されている¹⁹⁹。

第2節 株式保有構造の多様化

¹⁹¹ 宮島ほか・前掲注177、114頁。

¹⁹² 宮島・前掲注179、21頁。

¹⁹³ 宮島ほか・前掲注177、122頁。

¹⁹⁴ 宮島ほか・前掲注177、121頁。

¹⁹⁵ 宮島ほか・前掲注177、138頁。

¹⁹⁶ 西山・前掲注178、39頁。

¹⁹⁷ 宮島ほか・前掲注177、130頁。

¹⁹⁸ 西山賢吾「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2017年度）」野村資本市場クォーターリー（2018）2頁。

¹⁹⁹ 西山賢吾「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2018年度）」野村資本市場クォーターリー（2019）2頁~3頁。

一 機関投資家の増加と安定化

1990年代に入ると、海外機関投資家の国外投資の活発化にともなって、日本における海外投資家の株式保有比率が徐々に上昇した。日本の株式市場における「外国法人等」の株式保有比率は1990年の4.7%から1996年には11.9%に上昇した(表4)。

1997年以降、企業と銀行間を中心とする株式持ち合いの解消に並行して、日本国内外の機関投資家による株式保有が増加し、中でも特に海外投資家の株式保有比率が急増した。日本の国内機関投資家の代表とされる投資信託と年金基金の株式保有比率を見てみると、1990年代後半から2000年代初頭にかけて、いずれも増加する傾向にある。この背景には、1998年の金融システム改革法によって銀行による投資信託の窓口販売が解禁されたことなどを受けたことにあると思われる。事実、「投資信託」の株式保有比率は、1998年の1.4%から2008年の5%へと上昇した(表4)。そして、厚生年金基金の資産運用規制の緩和・撤廃によって、自由な資産運用が可能となり、年金信託の株式保有比率は1990年代前半には約1~2%であったが、1990年代後半から上昇に転じ、2001年度には6%強に至っている²⁰⁰。

そして、表4によれば、主要な国内外の機関投資家である「信託銀行」と「外国法人等」の株式保有比率は1996年の23.1%から、2006年の45.4%に大幅に上昇した。そのうち、「外国法人等」の株式保有比率は1996年には11.9%であったところ、2006年には27.8%へと倍以上に増加した。

しかし、機関投資家保有比率の上昇は企業間で不均等であった²⁰¹。機関投資家による株式保有は、特に海外投資家の銘柄選択は企業規模や海外売上高比率、取締役会の組織構造などの要素に影響されるため、パフォーマンスの高い大規模な上場会社に集中する傾向があると指摘されている²⁰²。その結果、中小規模の上場会社では、機関投資家の株式保有比率はなお低く、安定株主の優位が維持されている状況は変わらなかった²⁰³。

その後、金融危機の影響を受けて、海外機関投資家である「外国法人等」の株式保有比率は、リーマン・ショック時の2008年度は23.5%に低下したものの、翌年から再び保有比率を高め、2013年度には30.8%に達し、初めて30%を超えた(表4)。2013年から直近の2018年まで、海外機関投資家の株式保有比率は30%前後で安定に推移しており、日本株式市場の約3割を占めている。他方で、2008年から2015年にかけて「信託銀行」の株式保有比率はほぼ横ばいになっていたが、2018年度は前年度比プラス1.1ポイントの21.5%で5年連続の上昇となり、調査開始以来、過去最高となった²⁰⁴。

二 日本における親子上場の変容

宮島ほか(2011)の実証研究によれば、日本の親子上場の形成は主に、戦後改革機の産業組織再編による事業部の分離独立、及び新規事業や関連産業の上位企業救済による

²⁰⁰ 石本尚「日本企業の株式保有構造の変遷と制度的背景(日本経済を考えるシリーズ51)」ファイナンス(2015)81頁。

²⁰¹ 宮島英昭=保田隆明「株式所有構造と企業統治:機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか(特集 コーポレート・ガバナンス(3))」フィナンシャル・レビュー121号(2015)10頁。

²⁰² 宮島ほか・前掲注177、114頁。

²⁰³ 田中亘「株式保有構造と会社法:「分散保有の上場会社のジレンマ」を越えて(日本私法学会シンポジウム資料 株式保有構造と経営機構:日本企業のコーポレート・ガバナンス)」旬刊商事法務2007号(2013)31頁。

²⁰⁴ 東京証券取引所「2018年度株式分布状況調査の調査結果について」(2019)。

資本参加、という 2 つの経路からなる。発行済株式総数の 33%以上を保有される上場子会社は、1965 年に 10.5%を占めており、1975 年には 15.5%に増加した。日本の長期安定的な親子関係は 1990 年代半ばまで続いた。そして、1997 年以降、事業再組織化の過程で、安定していた親子関係において、完全子会社化による親子上場の解消が急速に進んだ。他方で、IT やサービスなど成長性の高い産業を中心に、子会社の新規上場や買収による上場企業グループの形成も進展した。その結果、子会社の新規上場と完全子会社化の動きが交錯しながら、従来市場に占める上場子会社のシェアがほぼ安定的に推移していた。1995 年には 17.3%であったが、2005 年には 15.3%へのやや減少した。

もともと、2018 年 10 月以降、経産省のコーポレート・ガバナンス・システム研究会（第 2 期）で、グループ全体の企業価値向上を図るためのガバナンスを適切に運営・強化するための在り方が議論されたことをきっかけとして、ここ最近、企業統合や事業統合による親子上場の解消の動きが活発化している。そして、上場子会社が 2019 年 12 月 20 日時点で 288 社であり、過去 3 年は年平均で 6 社減のところ、過去 1 年では 15 社が減少している。親子上場の解消が加速しており、今後も続いていくと思われる。

第 6 章 日本の株式保有構造における親子会社規制

近年の日本の資本市場は、株式持ち合いの解消により、海外機関投資家を中心とする機関投資家によって主導されて発展してきた。現在日本の主要企業の多くでは、単独で支配力を発揮できるほどの規模で株式を保有するいわゆる支配株主が存在せず、比較的分散的な保有構造を有していると思われる。大株主といっても、たいてい当該企業の発行済株式数に占める保有割合が 3~5%程度であり、大株主名簿には数パーセントずつ保有する株主が数多く並ぶのが現状であると指摘されている²⁰⁵。そして、33%の議決権保有を基準とした場合には、1985 年~2008 年の間に、日本の上場会社のうち支配株主がいる会社の比率は 20%前後で推移していたが²⁰⁶、経済産業省が策定した「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」以下「グループガイドライン」という）によれば、2018 年時点において、東証上場企業のうち支配株主を有する企業は 628 社（上場企業の 17.2%）であり、そのうち親会社が上場企業である上場子会社は 311 社（8.5%）であった。

他方で、近年親子上場への関心が再び高まっており、日本企業のグループガバナンスの在り方が新たな課題となっている。グループ経営を行う企業において、支配株主のいる上場子会社はコーポレート・ガバナンスの観点から数多くの問題が指摘されている。支配株主と上場子会社の少数株主との利益相反が構造的に存在しているため、子会社管理を含めたグループ経営におけるガバナンスの在り方が問われている。その実務上の一つの対応策として、2019 年 6 月に経産省がグループガイドラインを公表した。

第 1 節 日本における親子上場

グループガイドラインでは、本来、子会社を上場させる固有の意義は、子会社が資本市場から直接資金調達を行う手段を持つことで持続的な成長を実現し、新規事業への成長資金の供給を通じて産業育成や企業価値の向上を図ることにあると挙げられている。そ

²⁰⁵ 新田敬祐「株主構成の変容とその影響」ニッセイ基礎研レポート（2008）8 頁。

²⁰⁶ 宮島英昭=新田敬祐=穴戸善一「親子上場の経済分析：利益相反問題は本当に深刻なのか」宮島英昭編著『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』（東洋経済新報社、2011）294 頁。

して²⁰⁷、子会社を上場させることによって、株式連動型の報酬制度を導入することも可能となり、子会社経営者のインセンティブを引き上げる効果も期待されている²⁰⁸。親会社にとっては、市場価格に基づき子会社に対する間接なモニタリングが可能となり、事業の戦略的な調整により効率性を高め、企業グループ全体のシナジを維持することができる²⁰⁹。このことは、グループガイドラインで「上場子会社を保有している理由」に対する企業アンケートの調査結果からもうかがえる。上場子会社を保有する理由としては、社員のモチベーション維持・向上や優秀な人材の採用、取引先からの信用確保、上場企業としてのブランドやステータス維持などを挙げる企業が多いと指摘されている²¹⁰。

一方で、子会社が上場している場合、上場子会社においては、支配株主である親会社と上場子会社の少数株主である一般株主の間に構造的な利益相反リスクが内包されている。支配株主の存在がもたらす株主間の利益相反問題が顕在化し得る局面として²¹¹、親会社との関係において、①直接取引や②一部事業部門の譲渡・関連事業間の調整、③完全子会社化などが実施される場合（以下「利益相反取引」という）には、支配株主に有利な取引条件の設定によって、少数株主の利益が毀損されるおそれがある。特に、事業分野が競合・重複している場合や、親子の経営トップが兼務している場合には、少数株主の利益が害されるリスクが高いと指摘されている²¹²。

もともと、中国では、政府や一族に支配される非上場会社が企業グループの頂点に立ち、ピラミッド構造を通じて傘下の上場子会社を支配しているのに対し、日本の親子上場構造は違う特徴を持っている。日本では、親会社傘下の上場子会社の階層構造は単純であり、基本的に第二層までにとどまり、第三層以下が上場されているケースは例外的なものであると指摘されている²¹³。上場子会社である金融機関を傘下に置くケースもほとんどないと言われている²¹⁴。そして、企業グループの頂点にある支配株主は公開会社であり、その株主構成が高度に分散されているのが一般的である。2005年度末時点で、上場親会社の筆頭株主の平均持株比率は10.1%、3大株主合計の平均持株比率は20.8%であり、いずれも市場全体の平均比率よりも低い²¹⁵。

日本における親子上場問題に関して、倉橋（2019）は、上場親会社の経営者は搾取するインセンティブを持つとは考えにくいとしたうえで、親会社による搾取は上場子会社の株価低迷や親会社の保有財産の価値毀損を招きかねないとし、経済的なインセンティブが不十分であるため、親会社が上場会社である場合に限って、利益相反問題が深刻化することは自明でないと指摘されている²¹⁶。むしろ、支配株主は株式保有が分散している上場会社である場合のほうが、支配株主が自然人または閉鎖会社である場合と比べて、従属会社である上場子会社を搾取するインセンティブが小さいとさえ指摘されている²¹⁷。実務上の観点から、親会社と子会社間の取引であるからこそ実現する利益というものが存在しており、資本関係を前提とした信頼に基づく親子会社間の取引は、かえって取引の費

²⁰⁷ 経済産業省・前掲注 76、126 頁。

²⁰⁸ 倉橋雄作「支配株主の存在をめぐるガバナンス問題(上)：株主間の利益相反問題への実務対応」旬刊商事法務 2212 号（2019）6 頁、8 頁。

²⁰⁹ 宮島ほか・前掲注 206、302 頁、303 頁。

²¹⁰ 経済産業省・前掲注 76、120 頁。

²¹¹ 経済産業省・前掲注 76、121 頁。

²¹² 経済産業省・前掲注 76、121 頁。

²¹³ 宮島ほか・前掲注 206、296 頁。

²¹⁴ 宮島・前掲注 179、24 頁。

²¹⁵ 宮島ほか・前掲注 206、296 頁。

²¹⁶ 倉橋・前掲注 208、7 頁。

²¹⁷ 加藤・前掲注 110、228 頁。

用を縮減し、グループシナジーの創出を可能とすることが指摘されている²¹⁸。

そして、宮島ほか（2011）の実証研究では、新規公開後の子会社においても、親子上場の状態を安定に維持する成熟した上場子会社においても、搾取による子会社のパフォーマンスの劣化は観察されないと示され、むしろ、上場子会社のパフォーマンスが独立企業と比較して有意に高いことが指摘されている²¹⁹。

以上のように、日本においては、親子上場を利用したファイナンシャル・トンネリングなどの問題が深刻なる可能性が構造的に小さいと言えるであろう。

第2節 日本法における親子会社関係に対する規制

一 親子会社に関する法律規制

（一）内部統制システムの構築

会社法では、大会社かつ取締役会設置会社に対し、取締役の業務執行が法令や定款に適合することを確保するための体制、および当該企業やその子会社からなる企業集団の業務の適正を図るために必要なものとして法務省令で定める体制の整備を義務付けられている（会社法 362 条 5 項・会社法施行規則 100 条 1 項 5 号）。

（二）親子関係等の情報開示義務

株主間の利益相反問題への対処として、適切な情報開示が重要である。支配株主を有する上場会社に関しては、一定の形による情報開示を義務付けられている。まず、公開会社の事業報告においては、①会社の状況に関する事項の中で重要な親会社及び子会社の状況（会社法施行規則 119 条 1 号・120 条 1 項 7 号）、②会社役員に関する事項の中では、会社役員（会計参与を除く）の重要な兼職の状況（会社法施行規則 119 条 2 号・121 条 8 号）、③株式会社の株式に関する事項では、上位となる十名の株主の情報（会社法施行規則 119 条 3 号・122 条 1 項 1 号）などの開示が要求されている。

次に、支配株主との取引に関する開示に関して、連結財務諸表提出会社が親会社との間に重要な取引を行っている場合には、有価証券報告書上の「関連当事者に関する事項」の項目において、「関連当事者との取引に関する注記」として、親会社との取引のうち重要な取引に関して、取引の内容、金額、条件等を記載する必要がある（連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則 15 条の 4 の 2・会社計算規則 112 条 1 項）。そして、親会社との重要な取引において、子会社の利益を害さないよう、この重要な取引が会社の利益を毀損したかどうかの取締役会の判断と理由を事業報告に記載しなければならない（会社法施行規則 118 条 5 号）。また、監査役会の監査報告において、事業報告の上記開示事項に関する監査役等の意見を記載する必要がある（会社法施行規則 129 条 1 項 6 号・130 条の 2 第 1 項 2 号・131 条 1 項 2 号）。

さらに、ソフトローの面においては、東京証券取引所に上場する会社は証券取引所の上場規則にも規制されている。まず、子会社の上場審査については、親会社やその企業グループの企業内容の開示などの状況も勘案され、親会社からの独立性が審査される（東京証券取引所上場審査等に関するガイドライン II 3 条）。そして、子会社が上場した後、取引

²¹⁸ 倉橋雄作「支配株主の存在をめぐるガバナンス問題(下)：株主間の利益相反問題への実務対応」旬刊商事法務 2213 号（2019）24 頁。

²¹⁹ 宮島ほか・前掲注 206、307 頁~325 頁。

所が定めた適時開示における支配株主等に関する事項を開示することが義務づけられている（有価証券上場規程 411 条 1 項・同施行規則 412 条）。そして、支配株主との間に重要な取引等を行う場合には、当該取引が他の少数株主にとって不利益なものではないことに関する意見を入手し、そして、当該意見に関する必要かつ十分な適時開示を行うことが求められている（有価証券上場規程 441 条の 2、同施行規則 436 条の 3）。さらに、コーポレート・ガバナンスに関する報告書における支配株主との取引等における少数株主保護方策等に関して情報開示が義務付けられている（有価証券上場規程 419 条 1 項・同施行規則 415 条 1 項）。以上のように、子会社が種々の情報開示義務を負っており、こうした規制によって支配株主である親会社を間接的に規制し、少数株主との間の利益相反リスクを軽減することが期待されている。

（三）相互保有株式の議決権制限

会社法では、一定の例外を除き、子会社が親会社の株式を取得・保有することは禁止されている（会社法 135 条）。また、株式の持ち合いをしている関係の間で議決権総数の四分の一以上を保有されている会社は、その支配会社の議決権を行使することができないと規定されている（会社法 308 条 1 項）。

（四）株主総会決議の瑕疵及び支配株主の不法行為責任

支配株主である親会社の議決権行使により、親子会社間または兄弟会社間の利益相反取引において、不利な取引条件を強いられ、株主総会特別決議による承認がなされた場合には、少数株主は株主総会決議取消しの訴えにより争う余地がある（会社法 831 条 1 項 3 号）。また、支配株主の議決権濫用により、株主総会決議の内容が法令違反または決議自体が存在しないに当たる場合、株主総会決議無効確認または不存在確認の訴えを提起することができる（会社法 830 条）。

他方、不利な条件による支配株主である親会社との取引等により上場子会社の利益が害された場合、上場子会社又はその少数株主は、親会社又は親会社取締役に対して、債権侵害の不法行為責任を追及し得る場合があるとの見解もある²²⁰（民法 709 条・会社法 350 条）。

（五）取締役の善管注意義務・忠実義務

取締役は、会社と委任関係にあるため、職務執行につき善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務（善管注意義務会社法 330 条・民法 644 条）、及び忠実義務（会社法 355 条）を負っている。上場子会社の少数株主が利益相反による損害を被る場合、子会社取締役には善管注意義務違反による損害賠償責任が生じる。たとえ親会社から派遣された者や親子両会社を兼務している場合であっても、子会社の取締役として、その会社自体の利益のために、善良な管理者の注意をもって忠実にその職務を遂行することが要求される²²¹。しかも、この忠実義務違反が生じた責任が会社債権者の利益を害する場合には、株主総会による当該責任の免除は認められないと指摘されている²²²。そして、支配株主等との取引により上場子会社の利益が害された場合、少数株主は上場子会社の取締役に対して、株主代表訴訟により、上場子会社に対する任務懈怠責任を追及することができる（会社法 847 条・423 条）。

²²⁰ 江頭憲治郎『株式会社法 第 7 版』（有斐閣、2017）、449 頁。

²²¹ 大隅健一郎「親子会社と取締役の責任」旬刊商事法務 1145 号（1988）43、44 頁。

²²² 大隅・前掲注 221、43 頁。

(六) 取締役の責任追求—株主代表訴訟と多重代表訴訟

株主代表訴訟制度は、少数株主保護機能として大きな意味を持っている。上場子会社において、取締役の違法行為によって損害を受けた子会社が取締役の法的責任を追求する訴えを提起しない場合に、上場子会社の株主が会社の代わりに訴えを提起することができる(会社法 847 条)。日本会社法においては、株主代表訴訟提起権は単独株主権であり、1 株の株主でも行使することができる。そして、株主代表訴訟は財産上の請求でない請求にかかる訴えとして裁判所への申立手数料は一律 1 万 3000 円となる。

また、企業グループにおける親会社の株主を保護する観点から 2015 年施行の改正会社法により多重代表訴訟が新設された。多重代表訴訟は、親会社の株主が子会社の役員等の責任を追求する代表訴訟制度である(会社法 847 条の 3)。多重代表訴訟を提起できるのは、最終完全親会社等の発行済株式 1%以上を、6 ヶ月以上引き続き保有する株主である。そして、訴訟対象となれるのは、親会社が 100%出資し(つまり完全子会社である)、かつ最終完全親会社等の総資産額の 5 分の 1 を超えている子会社である。グループ経営による子会社の利益への配慮により、多重代表訴訟は株主代表訴訟よりも厳格な要件となっている。

二 親子会社取締役の責任に関する裁判例

(一) 子会社取締役の子会社に対する責任

1 日産車体株主代表訴訟事件(横浜地判平成 24 年 2 月 28 日判例集未掲載)

本件は、子会社がグループ会社間のキャッシュ・マネジメント・システム(CMS)への参加につき、子会社取締役の責任を否定した事例である。

B 社は A グループの中心たる A 社の子会社である。Y は A 社及び B 社の取締役を兼務する者である。B 社が A グループの資金を管理する CMS を通じてグループ企業に無担保、無保証かつ低い金利で多額の資金を融資してきた。B 社の株主は、B 社の融資に関して同社の取締役 Y には忠実義務(会社法 355 条)・善管注意義務(会社法 330 条・民法 644 条)違反の責任、また、本件融資は B 社が親会社である A 社の権利行使に関し、A 社の完全子会社に対して行った財産上の利益の供与であって禁止規定違反の責任がある(会社法 120 条 1 項)として、融資差し止め(会社法 360 条)や損害賠償(会社法 423 条)を求める株主代表訴訟を提起した。

横浜地裁は、忠実義務・善管注意義務違反に関しては、「本件 CMS への参加を継続し、資金を預託し続けた Y の判断が、経営上の判断として、その裁量を逸脱した不合理なものであったということとはできず、その判断が善管注意義務違反や忠実義務違反を構成するとは認められない」と判示し、利益供与の禁止に関しては、「本件預託は、B 会社の利益のためにされたものと認められ、株主である A 会社の権利の行使に関してなされたものであるとは認められない」と判断し、株主の請求を棄却し、取締役の責任を否定した。

本件で最も重要な争点となったのは、①本件 CMS に参加し続ける必要性・合理性、及び②本件預託が子会社の余剰資金運用方法としての合理性、の 2 点にある。裁判所は、①について、子会社が当該期間において潤沢な資金を有し、資金調達必要性が低かったとはいえ、会社が存続する以上、資金需要が変動するものであって、本件 CMS のような安定的な資金調達仕組みへの参加を継続することは不合理であったとは言えないと判示した。また、②について、裁判所は、現金を含む経営資源をどのように配分するのは取締

役会に委ねる経営上の判断として、取締役の裁量を認めた²²³。

2 その他の子会社取締役の責任に関連する裁判例

(1) 佐藤食品工業損害賠償請求事件（名古屋高判平成 25 年 3 月 28 日資料版商事法務 350 号 45 頁/金融・商事判例 1418 号 38 頁）

子会社が親会社の発行するコマーシャル・ペーパー（CP）を購入することを通じて親会社に資金を支援することについて、親会社の CP を引き受けなければならない特段の事情がないとして、子会社取締役の善管注意義務違反（会社法 330 条・民法 644 条）があるとして、会社法 423 条 1 項に基づき、損害賠償責任が認められた裁判例がある。

(2) 春日電機取締役の違法行為差止仮処分命令申立事件（東京地決平成 20 年 11 月 26 日資料版商事法務 299 号 330 頁）

会社から支配株主たる会社に多額の貸付を行った場面において、貸付の必要性が提示されず、返済を確保する手段を講じていないため、支配株主たる会社への貸付が不合理であり、当該貸付けは被支配会社取締役の忠実義務（会社法 355 条）・善管注意義務（会社法 330 条・民法 644 条）に反するものとして、子会社監査役による取締役の違法行為差止の申立て（会社法 385 条 1 項）を認めた事例がある。

(二) 親会社取締役の子会社株主・第三者に対する責任

1 雪印食品損害賠償請求事件（東京高判平成 17 年 1 月 18 日金融・商事判例 1209 号 10 頁）

本件は、親会社取締役の不法行為及び親会社の影響力の行使により、子会社の業績を悪化させ会社解散に至ったとの子会社株主の主張が認められなかった事例である。

A 社は、上場会社 B 社の発行済み株式総数の約 65.6%の株式を有する B 社の親会社である。A 社が製造販売した乳製品を喫食した消費者に食中毒を発症する事故が続発したことを原因として、A 社グループのブランドの信用が低下し、A 社及びその子会社で肉食製品の加工製造販売等を業とする B 社が販売する食製品の売上げが減少し、その経営状態が悪化した。その後、B 社は、牛海綿状脳症（BSE）の国内発生に伴う牛肉販売不振対策として立てられた救済買上制度を悪用して対象外の牛肉も対象牛肉であると偽って売却する牛肉偽装事件を起こし、これが発覚したため、販売する食製品の売上げが極端に減少し、経営危機に陥った。B 社は、解散して清算会社となり、その株式は無価値となった。B 社の個人筆頭株主は、B 社取締役らの不法行為、親会社である A 社取締役らの不法行為責任、さらに A 社自体の不法行為責任（民法 709 条、旧民法 44 条 1 項など）に基づく損害賠償請求を求めて、訴えを提起した。

東京高裁は、親会社取締役に対する損害賠償請求について、「本件食中毒事故発生後、B 社の業績も悪化し、その株価も値下がりしたことが認められるが、上記の A 社の取締役である Y2~Y5 らに、本件食中毒事故に続き、更に業績を悪化させる本件牛肉偽装事件が発生することまで予見し得たとはいえないことはもとより、B 社の解散は適法な株主総会の決議によるものであって、株主自治の原則に照らし、これを不法行為といえるものでないから、本件食中毒事故と B 社の経営状態の急激な悪化による解散ないし株価の急激な再下落の間には相当因果関係があるとは直ちにいえまいというべきである」として、親会社の取締役らに過失があることを認めなかった。

²²³太田洋=森本大介「日産車体株主代表訴訟横浜地裁判決の検討(上)：子会社少数株主保護に関連して」旬刊商事法務 1977 号（2012）、19 頁、太田洋=森本大介「日産車体株主代表訴訟横浜地裁判決の検討(下)：子会社少数株主保護に関連して」旬刊商事法務 1978 号（2012）、76 頁。

2 その他親会社取締役の第三者に対する責任に関する裁判例

(1) 損害賠償請求事件（京都地判平成4年2月5日判例時報1436号115頁）

親会社の代表取締役が100%子会社の実質的所有者として、事実上子会社の業務執行を継続的に行ない、子会社を支配していた場合には、子会社の事実上の取締役に当たるとした上で、重大な過失により他の取締役の任務懈怠行為に対する監視義務を怠ったときには、これにより生じた第三者（子会社債権者）の損害を事実上の取締役の責任として、商法（平成17年法律87号改正前）266条の3（会社法429条）に基づく損害賠償責任が認められた判例がある。

(2) 損害賠償請求事件（大阪地判平成8年8月28日判例時報1601号130頁/判例タイムズ937号164頁）

親会社（生協）が全額出資する子会社が放漫経営により破産した場合において、子会社取締役を兼任する親法人理事が子会社に対する監督義務を怠ったことは、子会社取締役としての忠実義務違反といえると同時に、親法人理事による子会社債権者に対する不法行為を構成するとして、旧民法44条1項などにより親法人の子会社債権者に対する損害賠償責任を認めた。

(三) 子会社管理に関する親会社取締役の親会社に対する責任

1 福岡魚市場株主代表訴訟事件（福岡高判平成24年4月13日資料版商事法務360号44頁/金融・商事判例1399号24頁）

本件は、親会社取締役が子会社に対する監視義務を怠ったことにより、親会社取締役としての忠実義務・善管注意義務違反が認められた事例である。

取締役Yらは、親会社A社の取締役であり、同社の完全子会社であるB社の取締役を兼務していた。B社は、問題とされる不良在庫の処理を図り、A社との間で「ダム取引」（一定の預かり期間内に売却できなければ、期間満了時に買い取る旨を約束した取引）が行われるようになった。そして、不良在庫の存在を認識した平成14年春ころから、B社は不良在庫を一時的に解消する手段としてA社を含む数社との間で「グルグル回し取引」（ダム取引により生じた在庫商品をいったん買取り、さらに一定期間売却できなければ期間満了時に買い取る旨を約束して複数の業者の間で同じことを繰り返すという取引）を始めた。これにより、不良在庫と含み損がさらに増加した。その後、A社は、B社の再建計画を作成し、B社に巨額な本件貸付を行った。本件貸付後、B社の再建が困難となり、A社の取締役会において、B社に対する債権を放棄する旨の決議を行った。A社の株主は、同社の取締役Yらに対し、忠実義務（会社法355条）・善管注意義務（会社法330条・民法644条）違反に基づくA社に対する損害賠償（会社法423条）を求める株主代表訴訟を提起した。

第1審（福岡地判平成23年1月26日資料版商事法務327号51頁/金融・商事判例1367号41頁）では、福岡地裁は、取締役Yらが「個別の契約書の確認、在庫の検品や担当者からの聴き取り等のより具体的かつ詳細な調査を」すれば、「不良在庫の適切な処分及びグルグル回し取引の中止など」の対策をとることにより損害の拡大を防止することが可能であったといえる。にもかかわらず、……調査義務を怠った点に、忠実義務及び善管注意義務違反が認められる。」と判示しており、親会社取締役による子会社の監視義務違反が認められた。

そして、控訴審（福岡高判平成24年4月13日）では、福岡高裁は、グルグル回し取引等により巨額の架空売上げ・利益を計上することは粉飾決算の原因となり、「営業上の必

要な いし短期間の資金繰りの必要等からのやむを得ない経営上の事情等があるときに、後にそれに対する適正な回復処理が行われることを前提に、例外的な場合に限って行われたものでない限り、会社経営上において違法、不当なものであることは明らかである。」とした上で、取締役 Y らは子会社の「非常勤」取締役ではあっても、不良在庫の発生原因を調査して対応すべきであったにもかかわらず、子会社が経営困難に陥った原因を解明しないまま、回収の望めない貸付を行った点につき、その経営判断には合理性がなく、親会社 A 社に対する忠実義務及び善管注意義務違反があったと判示して控訴を棄却した。

上告審（最判平成 26 年 1 月 30 日判例時報 2213 号 123 頁/金融・商事判例 1439 号 32 頁）では、善管注意義務違反については上告が棄却され、遅延損害金の請求については、取締役の会社に対する遅延損害金の利率は、商事法定利率である年 6%ではなく、民事法定利率である年 5%である（民法 404 条）として、一部破棄差戻しされた。

2 その他の子会社管理に関する親会社取締役の責任に関する裁判例

(1) コスモ証券株主代表訴訟事件（大阪地判平成 14 年 2 月 20 日判例タイムズ 1109 号 226 頁）

親会社が関連会社（連結子会社）の清算に際して資金を提供する場面において、親会社の取締役が同社の少数株主（同社にはさらに親会社があった）に対する配慮が欠かせず、同社の大株主の利益を図るために同社の少数株主の利益を犠牲にしてはならないと判示しつつ、本件の資金提供は取締役に認められた裁量の範囲内であるとして、親会社取締役としての親会社少数株主に対する忠実義務（会社法 355 条）・善管注意義務（会社法 330 条・民法 644 条）違反による損害賠償責任（会社法 423 条）を否定した。

(2) 野村証券株主代表訴訟事件（東京地判平成 13 年 1 月 25 日判例時報 1760 号 144 頁/資料版商事法務 203 号 194 頁/金融・商事判例 1141 号 57 頁）

親会社の孫会社が米国証券取引委員会規則に違反し、課徴金を課された場面において、親会社と子会社は別個独立の法人であって、親会社取締役が実質的に子会社の意思決定を支配したと評価し得る場合で、かつ、親会社取締役の指図が親会社に対する善管注意義務や法令に違反するような特段の事情のない限り、子会社取締役の業務執行の結果子会社に損害が生じ、さらに親会社に損害を与えた場合であっても、直ちに親会社に対する責任は生じないとして、親会社取締役の善管注意義務（会社法 330 条・民法 644 条）違反による損害賠償責任（会社法 423 条）を否定した。

(3) 損害賠償請求事件（東京地裁平成 23 年 11 月 24 日判例時報 2153 号 109 頁/判例タイムズ 1402 号 132 頁）

100%子会社による不動産の取得について親会社取締役としての調査等に関する善管注意義務（会社法 330 条・民法 644 条）又は忠実義務（会社法 355 条）違反があったとして損害賠償を求めた事案において、本件不動産の購入の前提となる調査の必要性及び程度についての判断に著しく不合理な点が認められないとして、会社法 423 条に基づく親会社取締役の損害賠償責任を否定した。

(四) 小括と判例の分析

1 子会社の利益が侵害される場合

親子会社関係においては、親会社の影響力の行使により子会社の利益が害されるおそれがある。特に親子会社間や兄弟会社間の利益相反取引において、子会社の利益が毀損され、子会社の少数株主と債権者を保護する必要性が大きい。親子会社間の不公正な取引により子会社の損害が生じた場合、当該損害を回復するために、子会社取締役の責任を追及

する方法と、親会社取締役の責任を追及する方法が考えられる。

(1) まず、子会社取締役の責任を問う法的根拠として、①忠実義務・善管注意義務違反による子会社取締役の損害賠償責任、②利益供与の禁止規定違反による子会社取締役の供与利益額の弁済責任がある。この点、子会社取締役の責任について、経営判断原則が妥当することに注意が必要である。取締役の経営判断がその裁量範囲内にあるかどうかの判断枠組みとして、判例によれば、①経営判断の前提となった事実の認識に重要かつ不注意な誤りがないこと、②事実認識に基づく意思決定の過程及び内容が通常の企業経営者として著しく不合理な点がないこと、が広く認められている²²⁴。前掲日産車体株主代表訴訟事件（横浜地判平成24年2月28日）では、裁判所は経営判断原則が適用されることを前提に、子会社取締役の経営判断がその裁量を逸脱した不合理的なものではないと判断された。もっとも、力関係により親会社との関係で利益相反の可能性が高いため、裁判所は当該取引に対する合理性についてはより慎重に判断しようとしている様子もうかがえる（前掲佐藤食品工業損害賠償請求事件（名古屋高判平成25年3月28日）、春日電機取締役の違法行為差止仮処分命令申立事件（東京地決平成20年11月26日資料版商事法務299号330頁））。

(2) 次に、親会社またはその取締役に対する責任追及の根拠として、学説上は、①出資返還禁止の原則違反（親会社に有利な取引価格の設定が、実質的に親会社に対する出資の払戻しになる）による親会社の公正な取引条件に基づく価格との差額返還義務、②子会社株主としての誠実義務または支配株主としての信認義務、③事実上の取締役としての責任、④子会社取締役の忠実義務・善管注意義務違反に加功したことによる債権侵害の不法行為責任、などの法律構成を挙げる²²⁵。

親会社取締役の子会社に対する管理について親会社取締役の責任を問う場合があるが、これは基本的には子会社に対する内部統制システム構築の問題であると解される²²⁶。また、子会社保護の観点から、親会社の子会社に係る内部統制システム構築義務違反に基づき、親会社役員の特第三者責任を追求する可能性も指摘されている²²⁷親会社取締役の子会社株主・債権者に対する不法行為責任については、原則として親会社と別の法人格である子会社の経営判断が独立性を保っていると認められる限り、簡単には認められない（不法行為との関係では因果関係が認められない）が（前掲雪印食品損害賠償請求事件（東京高判平成17年1月18日）、100%親子会社であって、親会社取締役が同時に子会社取締役を併任していたり、実質的に子会社の経営判断を主導していたような場合には、そのような立場に基づいて責任が認められる余地が出てくる（【事実上の取締役論】前掲京都地判平成4年2月5日・大阪地判平成8年8月28日）。もっとも、自然人が事実上の取締役と認定される裁判例はあるが、親会社を事実上の取締役と認定する例はないようである²²⁸。

2 親会社の利益が侵害される場合

親会社取締役の子会社管理に関する親会社に対する責任については、原則としては、親

²²⁴ 太田ほか・前掲注223、75頁、大塚和成「子会社救済と親会社取締役の責任」取締役の法務102号（2002）、46頁。

²²⁵ 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣、1995）101~102頁、船津浩司『「グループ経営」の義務と責任』（商事法務、2010）85~88頁、神作裕之「親子会社とグループ経営」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、2013）79頁。

²²⁶ 親会社取締役は親会社の資産としての子会社株式を適正に管理する義務があることから、親会社取締役の子会社管理義務を認める見解として、船津・前掲注225、230~231頁。

²²⁷ 神作・前掲注225、79頁。

²²⁸ 神作・前掲注224、79頁注53参照。

会社取締役の経営裁量の範疇にあり、責任を問うことは困難であるが、「親会社と子会社の特殊な資本関係に鑑み、親会社の取締役が子会社に指図をするなど、実質的に子会社の意思決定を支配したと評価しうる場合であって、かつ、親会社の取締役の右指図が親会社に対する善管注意義務や法令に違反するような」（前掲野村証券株主代表訴訟事件（東京地判平成13年1月25日））特段の事情がある場合には、親会社に対する善管注意義務違反を肯定する余地が出てくる。より具体的には、100%親子関係にある親会社取締役が子会社取締役を兼ねているような場合には、子会社取締役としての監視義務違反が親会社に対する関係でも重大な過失（経営判断との関係では著しく不合理）と評価される余地がある（福岡魚市場株主代表訴訟事件（福岡高判平成24年4月13日）参照）と言える。

第3節 グループガイドラインにおける親子会社に対する規制

「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）」は経産省内に設置された「コーポレート・ガバナンス・システム研究会」による成果である。グループガイドラインはコーポレートガバナンス・コードの趣旨を踏まえ、実務対応の観点から子会社を保有するグループガバナンスの在り方を示す実務指針であり、コーポレートガバナンス・コードを補完するものであるとされている（1.2）。グループ会社間取引や事業分野調整等において、従属会社の少数株主の利益保護を配慮し、親子会社の情報開示の強化や独立社外取締役の活用などの対応策が詳しく挙げられている。

一 親会社における対応の在り方

（一）親会社による投資家に対する説明責任

グループガイドラインでは、親会社は、上場子会社という形態の問題を踏まえ、子会社上場の意義が時の経過により変化し得ることに留意しつつ、グループ全体としての企業価値向上や資本効率性の観点から、上場子会社として維持することが最適なものであるか、定期的に点検することが重要であるとされている。そして、上場子会社として維持する場合には、親会社は、特に以下の2点について、取締役会で審議し、情報開示を通じて投資家に対して十分な説明責任を果たすことが求められるとされている。具体的には、①子会社上場の意義を踏まえつつ、グループ全体の事業ポートフォリオ戦略との整合性や、上場子会社の少数株主利益に配慮し、上場子会社を維持することの利益が、グループとしての企業価値を最大化する観点から上場子会社として維持することの合理的理由があるかについて具体的に説明すること、②親会社は、支配株主として如何に上場子会社の少数株主の利益に配慮し、上場子会社のガバナンス体制の実効性を確保するかに関する考え方を説明することである（6.2.1）。

（二）グループのリスク管理における事前の協議

グループガイドラインでは、親会社は、上場子会社における大規模な取引やM&Aなどのグループとしてのリスク管理上必要な事項、及び上場子会社の企業価値に重大な影響を与え得る業務執行に関する決定事項については、上場子会社による独立した意思決定が担保されることを前提に、事前の協議を求めるとも合理的であるとされている（6.2.2）。

二 上場子会社におけるガバナンス体制の在り方

(一) 上場子会社の独立性の確保

上場子会社においては、支配株主である親会社と少数株主との間に利益相反リスクがあることを踏まえ、上場子会社としての中長期的な企業価値向上に向けて独立した意思決定を担保するため、実効的なガバナンス体制が構築されるべきであるとされている

(6.3.1)。上場子会社の独立社外取締役は、経営陣による業務執行を監督する役割のほか、支配株主である親会社との利益相反を監督し、少数株主の利益を確保する役割も期待されている。そのため、独立社外取締役には、経営陣からの独立性だけでなく、支配株主からの独立性も求められるとされている (6.3.2)。

また、社外取締役としての独立性要件もかなり厳格化されている。上場子会社における独立社外取締役は、少数株主の利益保護という重要な役割を果たし、少数株主や資本市場からの十分な信頼を得るため、少なくとも10年以内に親会社で業務執行を行っていた者は独立社外取締役としては選任しないこととすべきであるとされている(6.3.3)。そして、親会社は、上場子会社の独立社外取締役の選解任権限を行使する際に、少数株主利益の保護に配慮し、少数株主の過半数 (Majority of Minority) の賛同を得られるような独立社外取締役の選任を促進するなど、上場子会社のガバナンス確保に十分配慮するべきであるとされている (6.3.3)。

(二) 利益相反に対応する実効的なガバナンスの仕組みの構築

上場子会社は現行の規律付けにとどまらず、利益相反リスクに適切に対応し、少数株主利益を保護するため、独立社外取締役の有効活用をはじめとしたガバナンスの構築が求められる。その実効的なガバナンスの仕組みとして、取締役会における独立社外取締役の比率を高めること (1/3 以上や過半数等) を目指すことが基本であるが、立社外取締役の候補人材の不足等により、このような対応が直ちに困難である場合であっても、実務的に可能な対応として、「重要な利益相反取引」が発生する具体的な局面において、独立社外取締役 (又は独立社外監査役) のみ又は彼らが過半数を占める委員会において、少数株主の利益保護の観点から審議・検討することとし、取締役会においてもその審議結果が尊重される仕組みをつくることが検討されるべきであるとされている。そして、同委員会が審議すべき重要な利益相反取引の範囲及び権限を明確にすることも求められている(6.3.4)。さらに、上場子会社は、そのガバナンスの方策について、投資家への説明責任や資本市場からの信頼確保の観点から、積極的に情報開示を行うべきであるとされている (6.3.5)。

(三) 上場子会社の経営陣の指名の在り方

資本多数決の原則の下で、支配株主である親会社は、上場子会社の経営陣の選解任にして、実質的な権限を有しており、その指名プロセスにも大きな影響を与えている。上場子会社の経営陣は、少数株主の利益に配慮しつつ、企業価値向上のために、独立した立場でその後継者計画を策定し、候補者の指名を行うべきであり、親会社から提案された候補者についても、その適格性について客観的に判断すべきであると指摘されている (6.4.2)。そして、上場子会社の指名委員会の独立性を担保するために、親会社から独立した独立社外取締役が中心となるべきであるとされている (6.4.3)。

(四) 上場子会社経営陣の報酬の在り方

上場子会社の経営陣の報酬については、親会社は支配株主として株主総会決議を通じた決定権限を有しており、上場子会社の経営陣に親会社の利益を優先する不適切なインセンティブを与えるおそれがあると指摘されており、上場子会社としての企業価値の向

上への適切なインセンティブとなるよう、上場子会社において独立した立場で検討されるべきであるとされている（6.5.2）。グループガイドラインでは、上場子会社の経営陣の報酬政策については、親会社が定めたグループ全体としての報酬政策も踏まえつつ、少数株主の利益にも配慮し、上場子会社の企業価値向上への適切なインセンティブとなる報酬設計とすることが期待されるとされている（6.5.3）。

第4節 機関投資家による親子会社へのモニタリング

本節では、まず機関投資家の増加は、コーポレート・ガバナンスにおいていかなる役割を果たしているのかを検討し、次に、企業の企業価値の向上や持続的成長を促すための日本版スチュワードシップ・コードにおいて、機関投資家によるスチュワードシップ活動の在り方をみていく。

一 機関投資家によるモニタリング

機関投資家には、議決権行使（発言：Voice）や保有株式の売却（退出：Exit）を通じて²²⁹、投資先企業のコーポレート・ガバナンスに影響し、当該会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促進することが期待されている。このことに関して、宮島ほか(2015)の実証研究²³⁰では、まず、株式売却いわゆる退出の面においては、機関投資家がパフォーマンスの高い企業に投資する傾向があるため、機関投資家の株式売却による圧力は実質的に経営者に作用しており、経営者に対して新たに台頭してきた機関投資家の意向を配慮し、企業価値やパフォーマンスの向上に影響を与えるようにさせると指摘されている。そして、発言によるガバナンスの効果に関しては、海外機関投資家の保有の増加が、独立社外取締役の導入など企業内部のコーポレート・ガバナンス改革を促すことが示唆される。

また、近年議決権行使助言会社の存在感も強くなっており、不祥事や不透明な経営が明らかになるなど保有株が株主価値を減じるようなことが起こり得る場合は、取締役選任議案に反対することなどの助言を機関投資家に行う可能性がある。これによる圧力が、企業のパフォーマンスに影響を与えるのではないかと思われる。そして、支配株主のいる上場子会社においては、特に機関投資家の株式保有比率が高い場合、少数株主（個人投資家など）に比べ情報の非対称性が小さく、機関投資家のエンゲージメントによる親会社へのモニタリング効果も期待できるのではないかと推察できる。

二 スチュワードシップ活動の在り方—スチュワードシップ・コード

による規制

世界的に株式市場に占める機関投資家の株式保有割合が高くなり、機関投資家のスチュワードシップ活動は受益者である顧客や投資先企業に大きな影響を与えている。機関投資家に適切に受託者責任を果たせるために、英国が2010年に世界で初めてスチュワードシップ・コードを導入した。日本においても、国内外の機関投資家が資本市場の約5割を占めており、機関投資家によるスチュワードシップ活動の在り方が重要視された。こう

²²⁹ 宮島・前掲注179、22頁。

²³⁰ 宮島ほか・前掲注201、20頁、33頁~34頁。

した中、「車の両輪」といわれる 2014 年の「日本版スチュワードシップ・コード」（金融庁が策定）と 2015 年の「コーポレートガバナンス・コード」（取引所の有価証券上場規程として策定）が動き出した。ソフトローとしての両コードの共通の特徴は、「プリンシプルベース・アプローチ（原則主義）」と「コンプライ・オア・エクスプレイン（Comply or Explain）」の 2 つである。

日本版スチュワードシップ・コードは、これまで「物言わぬ株主」といわれる保険会社や年金などの機関投資家に対して、「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことを強調している。宮島ほか（2015）の実証結果によれば、第一生命保険会社が 2014 年の株主総会での反対行使比率はわずか 2.3%、主要機関投資家 18 社の平均の 19.3%をはるかに下回っており、「物言う株主」の意思表示といった観点からは物足りない印象を受けると指摘している²³¹。スチュワードシップ・コードの策定から三年を経て、機関投資家の行動が変化しつつある。

他方で、実務上の問題点も浮き彫りになった。アセットオーナーの運用機関である一部の大規模な公的年金がエンゲージメントへの関心が必ずしも高くないこと、運用機関と顧客との利益相反、パッシブ運用における対話の量と質が不足していることなどの課題が生じた²³²。その対応策として、2017 年改訂スチュワードシップ・コードにおいては、アセットオーナーによる運用機関のスチュワードシップ活動のモニタリング、運用機関のガバナンス・利益相反管理等、議決権行使結果の個別開示、パッシブ運用を行う運用機関に積極的な経営者との対話・議決権行使への取り組みを促す、などの要請が盛り込まれた。その結果として、多くの機関投資家において個別の議決権行使結果の公表やスチュワードシップ活動報告の公表が進んでおり、独立取締役の増加など投資先企業のガバナンスにも良い影響をもたらしたと考えられる²³³。

そして、2019 年公表された改訂案では、個別の議決権行使にかかる賛否の理由の開示、企業との対話を含むスチュワードシップ活動及びその結果の開示、それにコードの各原則の実施状況の自己評価に関する説明や情報提供などを要請した。加えて、インベストメント・チェーンの複数層的なエージェンシー関係における議決権行使助言会社に対して、利益相反管理体制の整備、助言策定プロセスの公表、企業との積極的な意見交換などが「原則 8」として新たにコードに追加された。これは、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントを含む機関投資家向けサービス提供者が運用機関やアセットオーナーのスチュワードシップ活動の質に大きな影響を及ぼし得ることを踏まえて導入されたものである²³⁴。

小括 日本における上場子会社のガバナンス体制による示唆

²³¹ 宮島英昭=小川亮「第 1 回：国内機関投資家の『物言う株主』化に期待」独立行政法人経済産業研究所（2015.04.30）、<https://www.rieti.go.jp/projects/fcga2011/columns4/01.html>、（2019.12.30 最終アクセス）。

²³² 田原泰雅=染谷浩史=安井桂大「スチュワードシップ・コード改訂の解説」旬刊商事法務 2138 号（2017）16 頁~18 頁、20 頁。

²³³ 森岡和宏=藤田直文=西原彰美「コーポレートガバナンス改革のさらなる推進に向けた検討の方向性：『スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議』意見書(4)」旬刊商事法務 2199 号（2019）12 頁。

²³⁴ 森岡ほか・前掲注 233、13 頁。

親子会社関係において、支配株主である親会社と上場子会社の少数株主との間に構造的な利益相反リスクが存在しており、特に親子会社間、兄弟会社間の利益相反取引の場面において、親会社の影響力の行使により少数株主の利益が損なわれる可能性が高い。そのため、子会社株主の保護を図る必要性が大きいと考えられる。

一 会社法上の規制

日本会社法においては、少数株主を保護する事前の予防的対策として、大会社における内部統制システムの構築義務、親子関係等の情報開示義務、相互保有株式の議決権制限、取締役の忠実義務・善管注意義務などの規制が挙げられる。そして、事後的な救済手段として、株主権の濫用による支配株主の不法行為責任追求、株主総会決議の瑕疵を争う訴訟、株主代表訴訟を通じての子会社取締役の責任追及などが定められている。

二 ソフトロー上の規制

企業グループにおいて、上場子会社はグループの一員でありながら、独立した法人格を有する会社である。グループガイドラインでは、上場子会社としての独立した意思決定を担保するという考え方を踏まえ、上場子会社に関するガバナンスの在り方を提言している。

独立取締役は上場子会社の独立性を確保する大きな役割を果たしており、少数株主の利益を保護する役割も期待される。独立取締役は親会社からの独立性が重要であるため、独立取締役を選任する際に、親会社は少数株主の意見にも配慮すべきである。そして、独立取締役の選任議案に関して少数株主の過半数の賛同を得られたかどうかについて情報開示を行う。また、重要な利益相反取引、子会社の経営陣の指名、子会社経営陣の報酬決定について、少数株主を保護するといった観点から、子会社が親会社から独立した立場で意思決定を行えるよう、独立取締役を中心とした委員会（指名委員会、報酬委員会等）で審議し、親会社は上場子会社における検討に対し、不当な影響を与えないよう配慮すべきである。

他方で、親会社においては、上場子会社として維持することの合理的な理由及び上場子会社のガバナンスの実効性について、情報開示を通じて十分な説明責任を果たすことが期待される。

三 機関投資家によるモニタリング

機関投資家の議決権行使または退出により、上場子会社の企業内部統治の整備を促進させることが期待できる。

終章

第1節 中国国有企業におけるコーポレート・ガバナンスの在り方

国有企業におけるコーポレート・ガバナンスの主要な目的は、経営陣が政府から政治的な関与を防ぐことが一般的である。政治的な関与によって、企業としての商業的志向が歪み、少数株主や国民の利益が害されるかもしれない。シンガポールのテマセク・モデルにおいては、テマセクと政府系企業は商業的志向で運営され、政府からの政治的な関与は構造的に制限されている。そして、日本には、国家である支配株主がないものの、近年の親子上場問題に関して、グループ経営の在り方が問われる。親会社である支配株主に対する規制が参考になれると考えられる。以下では、シンガポールと日本の規制、及び「SOEガイドライン」の提言に触れながら中国国有企業におけるコーポレート・ガバナンス改革の基本的な考え方を示す。

一 国有企業に関するガバナンスにおける政府の在り方

(一) 所有者としての政府の在り方

政府は、政策立案、市場規制などの機能を担う行政機構でありながら、国有企業の所有者でもある。行政機能と所有者機能の衝突を避けるため、所有権と経営権の分離といった観点から、政府は国有企業が独立した法人格を尊重し、行政的な手段による企業経営への介入を控えるべきである。シンガポールでは、シンガポール政府は政府系企業への介入を自制し、テマセク・モデルを通じて、政府による行政的関与を防ぐ体制を構築し、市場原理に則って政府系企業を管理し、成果をあげている。一方で、中国においては、政府は、政府と国有企業の関係において、所有権と経営権の分離を図ろうとしたが、うまく調整できなかった。1980年代の経営企業経営権の拡大政策及び1990年代以降株式会社制度の導入によって、国有企業の経営権の政治・行政からの独立性を確保しようとしたが、政府は国有資産を守る責任を背負っており、国有資産の流出を避けるため、行政的な監督・介入を維持してきた。その根本的な原因は、政府による監督体制及び国有企業におけるコーポレート・ガバナンス体制が整っていないところにあると考えられる。近年、中国では、テマセクをモデルとした国有資本投資・運営会社の試行を始めたが、政府にある所有権と経営権の分離を徹底しない限り、テマセク・モデル並みの成果をあげるのは難しいであろう。

(二) 政府による国民に対する説明責任

理論上、国民全体が国有企業の最終的な所有者である。政府は国民のエージェントとして国民の利益のために行動すべきである。政府は、国有企業という形態の問題を踏まえ、企業の長期的利益及び国民全体の利益の観点から、国有企業として維持することは最適なものであるかについて定期的に見直すべきである。政府は国有企業として維持する理由、国の所有権政策について、国民に対して情報開示を通じて説明責任を果たすべきである。これは、政府が国家所有を正当化する理由を周期的に評価及び開示するという「SOEガイドライン」の主張と一致する。

そして、国有企業として維持する必要性がなくなった企業は、株式市場などを通じて、部分民営化または完全民営化にすることが考えられる。これについて、シンガポールでは、1985年から政府系企業の民営化に踏み出し、国家利益にかかわる分野では、政府が所有権を維持し、政府の介入の必要性がなくなった事業は証券取引所を通じて売却することにした。中国では、1990年代から、漸進的でありながら、国有企業の部分的上場、中小国有企業の売却、混合所有制などの改革を通じて、国有企業の民営化を推進してきた。しかしながら、株式市場における国有株の割合は依然として高い割合を占めており、企業のガバナンスに良くない影響を与えている。また、情報開示においても不十分である。

(三) 所有主体としての国資委の在り方

政府が所有権を一つの所有主体に集中し、株主として会社の法的構造に従って行動すべきである（II-D・F²³⁵）。株主の基本的な権利には、株主総会における議決権行使、会社に関する情報の獲得、取締役・監査役を選任・解任、企業の基礎的変更に関する事項（定款変更、合併・会社分割等、解散等）及び株主の重要な利益に関する事項（株式併合、剰余金配当等）が含まれている。その他、国有企業の所有主体が、国有企業の責任と目標、国有企業の情報開示政策、市場原理に基づく報酬政策、透明性のある取締役の指名プロセス等を策定・開示することはベスト・プラクティスであると考えらるべきである。

中国では、グループ本社または国有資本投資・運営会社において、国資委は唯一の株主または支配株主である。国資委が取締役会を通じて企業の経営への関与を防ぐため、取締役候補者の選任プロセスを透明化するほか、選任プロセスに対する監督も強化すべきである。これについて、テマセク・モデルにおいて、テマセクの株主である財務省は、取締役、最高経営責任者の選任・解任につき、国民の利益を代表する大統領の承認が必要とされていることが参考になる。中国においては、全国人民代表大会（以下「全人代」という）が国民の利益を代表するため、例えば全人代に国資委が指名した取締役候補者を承認する権限を与えることは一つの案として考えられる。

そして、グループ本社や国有資本投資・運営会社の設置によって、国資委が直接的に上場国有企業に関与することは切断されているものの、支配株主としての国資委が親会社を通して上場国有企業の経営に介入する危険性は残っている。これに関して、シンガポールでは、大統領がテマセクの実業取締役等の選任に対して承認する権限を有しており、その反面、テマセクの実業取締役会は大統領に対し、説明責任を負っている。これを通じて、支配株主の権利濫用を防止しようとする意図が見て取れる。中国では、上場国有企業に対する政治関与の現状から考えると、グループ本社の取締役会に、やはり全人代に対して一定の説明責任を負わせるべきではないかと思われる。

(四) 公平な市場環境の確保

政府は、国有企業が経済活動において、民間企業に比べて有利または不利な立場に置かれず、公平な競争環境を維持すべきである（III）。国有企業が市場において、融資、納税等について民間企業と同じ条件で行うべきであり、国有企業という立場で優遇を受けるべきではなく、また、国の公共政策の実行により不利益を被るべきではない（III-F）。公共政策の目標を実行するための資金は政府が負担すべき、そして、開示すべきである（III-C・D）。

中国では、国有企業は長い間にわたって雇用など社会機能を担っており、国有企業の破産による失業などを避けるために、政府が資金を提供し、国有企業を維持していた。こうしたゾンビ企業の問題が深刻化となり、近年中国政府はゾンビ企業の処理に取り組み、2019年にはほぼ完成と発表した。一方で、国有企業が公益類と商業類に分類され、商業類国有企業は社会機能を剥がし、競争に参加する狙いであったが、実際に分類を行うのは政府であるため、地方政府は既得権益を守り、民間資本の参入または競争を避けるため、一部の商業類に属す企業を公益類に分類することがあると言われている²³⁶。

²³⁵ 「SOE ガイドライン」第II章D、Fと意味する。以下同様。

²³⁶ 李晓曼「国有企业分类改革的目标与路径」、中国网（2018.05.14）、http://www.china.com.cn/opinion/think/2018-05/14/content_51293584.htm、（2020.05.30 最終アクセス）。

二 国有企業におけるグループ経営の在り方

中国の国有企業はグループ本社を中心とした企業グループの形態をとっており、グループ本社が多階層保有構造を通じて上場国有企業を支配しており、ピラミッド構造を形成している。また、グループ本社は基本国資委が100%所有する非上場会社であり、親子間や兄弟間で事業分野が重複する場合が多い。さらに、親子の経営トップが兼務することが一般的であるため、従属会社の少数株主の利益が害されるリスクがより高まると想定される。これについては、日本のグループガイドラインにおける上場子会社のガバナンス体制を参考に、提言を行う。

(一) 親会社における対応の在り方

グループ本社は、グループ全体としての中長期の企業価値向上を実現するために機能し、子会社が上場する場合、支配株主として少数株主との間の利益相反問題に配慮すべきである。

1 グループ本社による保有構造の調整と情報開示

中国では、国有企業グループは、グループ本社を中心としたグループであり、その傘下に多数の上場または非上場の子会社が存在する。こうした多階層構造による支配権とキャッシュ・フロー権の乖離が生じ、少数株主との利益相反リスクがより高まるといった問題が指摘されている。こうした問題を踏まえ、グループ本社は、グループとしての企業価値の最大化の観点から、子会社が上場国有企業として維持することが最適なものであるか、定期的に見直すべきである。

中国の多階層的なピラミッド構造における支配権の乖離を緩和するために、少なくとも第三階層以下の上場国有企業を維持する合理性を再検討する必要があると思われる。上場国有企業として維持する意味がなくなった場合、完全子会社にするか、民営化（一部または全部を売却）にするかを選択することができる。また、外部規制によるガバナンスを強化するため、グループ本社自体の上場も検討すべきである。

上場国有企業として維持する場合には、その合理的な理由や上場国有企業企業のガバナンスの実効性確保について、情報開示を通じて投資家に対して説明責任を果たすべきであると考えられている。この点に関して、テマセクは、テマセク憲章及び年次報告書を通じて投資家に対して説明責任を果たしている。

(二) 上場国有企業におけるガバナンス体制の在り方

1 上場国有企業の取締役会の在り方

企業グループにおいて上場子会社のガバナンス体制の構築は基本、いかに上場子会社としての独立した意思決定を担保するか、といった問題をめぐって行われる。独立取締役には上場子会社の独立性を確保するための重要な役割が期待される。

上場国有企業の取締役会に独立取締役を設置する場合、独立取締役の実効性を担保するため、独立取締役の独立性と占める割合を確保すべきである。中国、シンガポール、日本のいずれの国にいても、独立取締役には経営陣からの独立性が要求されるほか、少数株主の利益を保護するため、親会社からの独立性も求められる。シンガポールでは、親会社であるテマセクの取締役会においても、子会社である政府系企業においても、独立取締役は過半数を占めている。そして、民間部門からの各業界の専門家が専任されることが多い。

一方で、中国では、グループ本社は非上場会社であるため、独立取締役を設置する義務がなく、その代わりに、社外取締役（支配株主からの独立性は求められない）を設置している。上場国有企業においては、独立取締役を設置したものの、取締役会における割合は3分の1という最低限の基準を満たす程度にとどまっている。そして、独立取締役の専門性及び親会社からの独立性について、まだ疑問が残る。

グループ本社は、上場国有企業における独立取締役に関する選任・解任権限を行使する際に、上場国有企業のガバナンスの実効性に十分は配慮すべきである。そして、独立取締役を選任・解任する決議において、少数株主の過半数の賛同を得られたかどうかについて、情報開示を行うべきである。これについて、シンガポールでは、親会社であるテマセクは、取締役の選解任の権限を有するものの、政府系企業において20%以上の株式を保有する他の支配株主がいる場合を除き、独立取締役を含む取締役候補者の任命を、独立取締役を中心とした指名委員会に委ねている。

また、上場国有企業を政治的な影響から守るため、行政機関出身の取締役を過度に選任することを避けるべきである（II-C）。そして、政府役人を取締役として選任するにあっても、職務的な基準及び市場原理に基づくべきである。シンガポールにおいても、政府系企業を取締役会において、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者が取締役に選任されることがある。しかし、シンガポール政府は、優秀な人材を政府に吸収するエリート選別体制を確立している。政府系企業に派遣される政府役人は、政府役人でありながら経営者として豊富な経験及び高いスキルを持っている。つまり、政府役人であるからこそ、ただちに非効率性を意味することでもないのである。

2 上場国有企業経営陣の指名の在り方

最高経営責任者を任命・解任することは、取締役会の主要な権限の一つであり、経営監視機能を果たすには必須な権限である。ベスト・プラクティスとしては、国有企業を取締役会は、最高経営責任者を選任・解任し、経営陣の報酬を決める権限を持つべきである（VII-B）。一方、資本多数決の原則において、支配株主は国有企業の経営陣の選解任に関し、実質的な権限を持っている。

中国では、総経理（最高経営責任者）、副総経理を始め、上場国有企業の経営陣を選任する権限は、事実上親会社であるグループ本社が持っており、上場国有企業の経営陣がグループ本社から派遣されるのが一般的である。上場国有企業の指名委員会の委員長も親会社から派遣される非独立取締役の場合が多い。近年、一部の上場国有企業において、経営陣の一部の選任について、上場国有企業を取締役会に権限を復帰させる試行を始めた。しかし、試行はまだ一部の上場国有企業にとどまり、上場国有企業を取締役会が選任できるのは副総経理に限られており、総経理の選任は今までのとおりである。

上場国有企業の指名委員会は、委員長を含めた独立取締役を中心とすべきである（VII-H）。そして、上場国有企業の指名委員会は、少数株主の利益に配慮しつつ、企業価値向上のために、独立した立場でその後継者計画を策定すべきであり、親会社から推薦される経営陣の候補者が企業価値の向上に相応しいかについて、独立した立場で審査し、必要な場合はグループ本社に対して、候補者の見直しを促すことも検討されるべきである。グループ本社は、上場国有企業の経営陣の候補者を任命するにあたって、上場国有企業の意見を聴取し、不当な影響を与えないよう配慮すべきである。そして、最高経営責任者の任命は、職務的な基準及び競争に基づくべきである（VII-B）。また、中国のグループ本社は非上場会社が多く、コーポレート・ガバナンスの整備においてまだ不十分なところがある。そこで、グループ本社による不当な影響（政治的または経済的）を避けるために、グループ本

社は、経営陣の指名・任命手続きを、情報開示を通じて透明性を図るべきである。

3 上場国有企業経営陣の報酬の在り方

政府またはグループ本社がグループ全体の役員報酬を策定する際に、社会公平のほか、子会社と企業全体としての企業価値の向上への適切なインセンティブを与えるよう、上場国有企業の意見を含めて検討すべきである。上場国有企業の報酬委員会は、少数株主の利益にも配慮し、企業価値を向上させる報酬設計となることが期待される。現状では、中国の上場国有企業の経営陣の報酬政策は、支配株主または政府が策定することが多数である。国有企業の役員報酬が一般職員の報酬との格差が広がらないよう、制限をかけられており、民間企業の役員報酬と比べて低い水準にある。近年、一部の上場国有企業の役員報酬について、その選任される方法によって報酬政策を決める報酬設計が見られる。すなわち、政府が派遣される行政階級を有する役員の報酬は国の報酬規制を受ける一方、市場メカニズムに基づいて選任される役員の報酬は、市場基準で決めるとうのである。

結語

政府と国有企業との関係をいかに調整するかは国有企業改革において最も肝心な問題である。国有企業のコーポレート・ガバナンスは株主である政府の所有権政策に大きく影響されるため、政府は所有者として、国有企業に対して放任も過干渉も避けるべきである。中国とうい新興国市場においては、法制度や社会制度がまだ未成熟であるため、国有企業の完全の民営化は必ずしもよい選択肢ではないと思われる。そこで、政府と国有企業との関係調整について、参考になれるのはシンガポールである。シンガポールのテマセクは、政府が国有企業に対する監督機能を果たしながら、国有企業の独立した法人としての独立性を尊重し、成果をあげたモデルを提供している。シンガポール政府系企業の成功は、その独特の政治、経済などの環境に基づくものであるが、シンガポール政府が政府系企業と一線を引き、政府系企業への介入を自制することは成功に導く最も肝心なものではないかと思われる。その上で、支配株主規制が整備されたと言える日本の親子会社に関する規制を参考に、今後、国有企業グループ経営のガバナンスの在り方を探っていくべきである。