

学籍番号:CD152006

コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス
－中国上場企業における検証－

Corporate Governance and Firm Performance: A Study on
Chinese Listed Firms

(要 旨)

大学院商学研究科

博士後期課程 会計・金融 専攻

王 楽

コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス

－中国上場企業における検証－

王楽

1. 目的と背景

本論文は、2000年～2014年の中国の上場企業を分析対象として、企業の所有構造、取締役会の構成及び独立取締役の役割の3つの面から、コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス、企業活動の関係について検討した。さらに、中国経済の喫緊の課題となっているゾンビ企業について、その発生原因と回復過程に関する実証分析を行って、コーポレート・ガバナンス構造がゾンビ企業に与える影響について考察した。

中国では、1978年に改革開放政策に移行してから、経済の高度成長を持続してきた。奇跡の高度経済成長をなした中国の改革開放政策は2つの段階に分けられる。第1段階の1978-1992年は、農村部の改革が中心であり、集団農業を主体とする人民公社の制度から家族を主体とする生産責任制(中国では「聯産承包責任制」という)に変える改革であった。生産責任制の発展に伴い、農民の生産活動が積極的になり、農業の生産性が向上した。こうした農村改革がきっかけとなって、旧来の計画経済体制が見直され、都市部における商品経済及び市場経済への改革に発展していった。1992年に開催された中国共産党第14回全国代表大会において、政治的には社会主義を堅持し、経済的には市場経済を目指す「社会主義市場経済」を基本方針に設定し、改革開放の第2段階に入った。それ以降、国有以外の多種類の企業所有制度が認められ、国有企業の民営化改革や国有企業の「国有国营体制」から「現代企業制度」への転換など、重要な改革が始まった。

1978-2007年のGDPが年間平均9.75%で成長した。1978年当時の1人当たりのGDPは230ドルであったが、2007年時点では2461ドルまで上がった。2008年の金融危機では世界経済の最大の牽引力として中国の存在感が高まり、2010年にはGDP総額が世界第2位になった。しかし、30年間にもわたって高度成長を持続してきた中国経済が2014年から成長にかげりが見え始め、成長鈍化の新たな局面(「新常态」と言われる)に入った。世界の最大の社会主義国家である同時に、市場経済体制を取っている中国において、最も顕著な特徴は国家が経済のあらゆることに主導力を発揮している点であろう。奇跡とも呼ばれた長期にわたる高度成長の原因の探求についてはもちろん、新たな局面(「新常态」)に入ってから諸々の政策的対応を評価する場合でも、政府が強い影響力を示す企業ガバナンスの機能や役割を、十分に考察しなければならない。

そこで、本論文の第2章では、企業の所有構造が企業パフォーマンスに及ぼす影響を分析する。特に、政府株主の「横領の手」と「支援の手」のような相反の理論に対して実証分析で検証する。第3章では、取締役会構造と企業パフォーマンスの関係について検証する。政

府系出身の経営者と役員が企業の収益性、成長性及び財務構造の健全性に及ぼす影響を分析することで、政府株主が企業経営活動を支配する具体的なメカニズムを解明する。第4章では、2001年の独立取締役の導入改革前後の企業の財務情報を使って、独立取締役が企業パフォーマンスへの影響について検証する。第5章では、企業財務状況、ガバナンス構造、特に政府の役割などの面からゾンビ企業の成因を実証分析する。第6章では、本論文の結論を述べる。

2. 第2章の要旨

今まで、中国国内外の学者たちによって、中国政府が株主として企業活動に及ぼす影響に関して、多くの研究がなされてきたが、統一した結論には達していない。Shleifer and Vishny (1998)が最初に提示したように、いろいろな経済体制の下で政治家たちが制度を利用して自分たちの便益を追及したり、政府が「横領の手(*grabbing hand*)」となったりする。さらに、Estrin and Perotin (1991)は政府が企業の株主である場合、企業価値最大化よりも、政治や経済などの目的を優先することを理論的に論じている。中国の上場企業における実証分析の多くは「横領の手」の理論を支持し、政府持株比率の高い企業において利害関係者間の取引が多くなり(Huyghebaert and Wang, 2012)、企業の運営が非効率的になり、エージェンシー問題が深刻になる(Chen and Al-Najjar, 2012)と主張している。一方、地方政府が経済発展を促進するという「支援の手(*helping hand*)」の機能を主張する研究もある(Qian, 2003, Blanchard and Shleifer, 2001)。特に、中国のような法律の執行力が低い環境の下では、政府のような大株主のガバナンス機能が期待されている。政府持株比率と企業パフォーマンスがU字関係にあることを示している研究がある(Tian and Estrin, 2008, Liu et al., 2012, Sun et al., 2002, Wei et al., 2005)。

多くの先行研究は2000年以前のデータを用いて分析しているが、1.2で述べたように一連のコーポレート・ガバナンス関連の改革が2000年以降に行われた。これらの改革を通して企業の所有構造、国有企業の企業統治のメカニズムなどに大きな変更が生じた。大株主は有効なモニタリング機能を発揮してきたが、唯一の監査主体ではなくなるため、当然ながら、国有企業の株式の2/3を占めていた政府持株比率からの影響が変わっただろうと予想される。しかも、景気の状態によって、株主としての政府は企業に対する態度が変化する可能性もある。そこで、本章は1999年、2006年、2013年の3つの時点のガバナンスデータとそれぞれ1年後の財務データを使って、3時点のクロスセクション分析を通じて、株主としての政府と企業パフォーマンスの関係の再検証を行う。さらに、パネルデータを用いて、政府持株比率と企業のパフォーマンスの中期的な関係、及び制度改革とマクロ経済情勢がその関係にもたらす影響を分析する。

本章と先行研究との大きな違いが、ガバナンス変数の処理方法にある。先行研究では国有法人株主と民営法人株主の差異を無視して法人株という1つの項目に分類している。そして、政府と法人が同じ立場にあるという視点から、国家株と法人株を合算して政府持株比率

の変数として使っている先行研究もある。当然、昔は法人株の大部分が国有法人に保有されて、政府の意思に従わなければならなかったが、第2回民営化改革(SSSR)以降、状況が変わった。民営法人が徐々に上位株主になって、企業ガバナンスに重要な影響を及ぼすようになった。法人株を国有法人株の代理変数として使うことや、国家株と法人株の合計値を用いることは実態に乖離している懸念がある。そこで、本章では、国内法人を国有法人と民営法人に分けて、政府持株比率 $State_ratio$ (国家と国有法人の持株比率)、民営法人持株比率 $Private_ratio$ (民営企業の持株比率)の2つの変数を作成した。

本章での主な分析結果として、政府が株主として主に「横領の手」の役割を果たして企業パフォーマンスに悪影響を及ぼしているが、「援助の手」を演じる場合もある。具体的に言うと、経済成長が鈍化する以前に、中央国有企業系と絶対支配権を持っている地方国有企業に対して、パフォーマンスを向上させる効果が観察された。先行研究に提示されている政府の持株比率と企業の収益性、成長性のU字関係が確認された。しかし、「新常态」に入ってから、「援助の手」の効果が消えて、政府株主がもたらすエージェンシー問題が深刻になりつつ、企業のパフォーマンスが損なわれるようになった。

3. 第3章の要旨

これまで、中国国内外の学者たちによって、中国政府が株主として企業活動に及ぼす影響に関する多くの研究がなされてきた。しかしながら、大株主である政府がその影響力を発揮する具体的な経路を十分に分析する文献は多くはない。

本章は、中国上場企業の10業種の産業について、1999年、2006年、2013年の3時点のガバナンスデータとそれぞれ1年後の財務データを用いて3時点のクロスセクション分析を行い、政府が株主として経営陣の任命など企業の人事を支配することが企業のパフォーマンスに与える影響を分析した。さらに、3時点の結果を比較することで、その前後のマクロ経済の環境変化および制度改革が政府系出身経営者/政府系出身独立取締役と企業パフォーマンスの関係にもたらす影響を観察した。本章と先行研究との大きな違いは、ガバナンス変数の処理方法にある。先行研究ではCEOの任期、兼任などの属性に関して様々な検討がされているものの、政府との関係の有無と企業パフォーマンスの関連性を分析した研究はまだ少ない。このため、本章では独立取締役を政府との関係の有無に基づいて分類し、企業パフォーマンスへの影響を分析した。本章のもう一つの貢献は、第2回目の民営化改革などの制度改革および経済全体の減速というマクロ経済の環境変化がもたらし得る影響を考慮し、経営陣の政府との関係の有無と企業パフォーマンスの関係を検討したことである。

本章の分析結果をまとめると以下の通りである。第1に、中国上場企業のCEOと取締役の選任には、株主が大きな影響力を持つ。政府が大株主の場合、政策を確実に実行するために政府と密接な関係を持つ経営者を任命し、経営面にも影響を及ぼしている可能性が高い。本章の実証分析の結果はそのことを示唆している。つまり、企業が上場後も所有構造および組織構造などのガバナンス構造に大きな変化はなかった2000年以前においては、国有企業

で働いたことがある CEO や中央政府に勤めたことのある CEO などの政府系 CEO は企業パフォーマンスを悪化させている。法制度が完備されていない状況では、政府系 CEO は政府の代表として政治的な目的を実現したり、「横領の手」を貸したりする可能性が高い。しかし、国有資産監督管理委員会が設立され、2 回目の民営化改革が実施されると、株主としての政府が以前より企業価値の最大化を重視するようになった。その結果、一般投資家との間の利害相反問題が軽減され、政府系 CEO が企業パフォーマンスに与える影響がプラスに転換した。しかし、2012 年以降になると、経済成長の鈍化によるマクロ経済環境の悪化の影響で、政府系 CEO のエージェンシー・コスト問題が再び顕在化し、再び企業のパフォーマンスを悪化させた。中国政府は、このエージェンシー問題を抑えるため、2010 年から黨員幹部と官僚の企業における就任/兼任に対する規制を強化したが、これは中央企業及び中央企業が出資している企業において有効であると思われる。それは、中央政府に近いほど法律の効力が高く、制度強化の効果が中央国有企業において発揮されやすいと考えられるためである。パネルデータを用いて中期的な影響を分析したところ、政府系 CEO 全体としては統計的に有意な影響を与えているとは言えないが、政府から一番大きい影響を受け、且つ法律の拘束力が最も強い環境に置かれる中央政府出身 CEO が企業の収益性をより向上させることが明らかになった。

第 2 に、企業パフォーマンスに及ぼす影響について、外部から雇った CEO と企業内部出身 CEO の間で 2000 年では統計的に有意な差は観察されないが、2007 年からは外部出身 CEO が企業パフォーマンスを向上させる効果が認められた。21 世紀に入ってから、一連の制度改革によって上場企業全体のガバナンス構造が改善されたこともあり、政府からの干渉が少ない民営企業では、外部者ゆえにリストラなどのコスト削減を実施しやすく、また、外部で得た知識を活用して改革を推進できることが示唆された。

第 3 に、独立取締役が企業のパフォーマンスに与える影響は限定的であった。全体的に見ると、政府系独立取締役は企業の収益性、成長性に影響を及ぼしていない。また、取締役会の規模と独立性の向上は、期待された助言機能と監視機能を果たすことにはならず、組織の肥大化しかもたらさないと推察される。

第 4 に、上位 10 位株主の持株比率の合計値を使って、上場企業の所有構造の集中度を測ってみた。集中度は平均 55% の高いレベルであるが、企業パフォーマンスを改善させる効果が観察された。中国のような法律システムなどが完備ではない途上国において、高い集中度は有効なガバナンス手段として評価されることが分かる。

総じて、政府との関係がある CEO には、企業の収益性と成長性を悪化させる傾向がみられる。しかし、ガバナンス機能を強化する改革が実施されて以降は、その影響がプラスに転じることもあった。これは、人事を支配するという手段を通して、その方針を効率的に実施しているためだと考えられる。一方、独立取締役の属性の影響は軽微であった。

4. 第 4 章の要旨

本章の目的は、独立取締役の導入が企業パフォーマンスに与える影響について実証的に分析することである。コーポレート・ガバナンスが解決しようとする一つの重要な課題はエージェンシー問題である。特に、経営者と株主の間に利益相反の可能性があるため、不完全な契約を補完するために様々な手段を駆使して、株主の利益あるいは企業価値の最大化を目的として経営者の行動を規律付ける必要がある。独立取締役はその一つの手段として2000年前後に世界中で広く採用され、その有効性に関しても多数の研究が行われてきた。

先行研究は欧米を中心とする分析が一般的である。その理由の一つとしてイギリスは独立取締役の導入改革の先駆者として制度の成熟度が高いことが挙げられる。アメリカも70年代に企業のスキャンダルをきっかけとして社外取締役を導入しており、これに続く。一方、東南アジア、南米、そして中国などの途上諸国はアジア通貨危機以降、コーポレート・ガバナンスの不健全性の問題の深刻さを認識してから、1990年代末から2000年代初頭にかけて独立取締役を導入し始めた状況にある。したがって、一般的に先進国に比べて、途上国の独立取締役の導入自体は遅れており、その人数と取締役に占める比率も低い水準に留まっている。実際、多くの先行研究が言及しているように、途上国と英米を代表とする先進国とでは、法律システムの頑健性、法律の強制力、所有構造など、いろいろな方面から大きく異なっている。しかしながら、筆者の知る限り、途上国を対象として独立取締役の導入が企業パフォーマンスへの影響を分析する文献は少ない現状にある。

以上の問題意識の下で中国の上場企業を対象として分析を行い、途上国のガバナンス構造の改革に有益なインプリケーションを提示することが本章の目的である。中国は固有な特徴を有しており、国家の経済上の支配力が強い。したがって、国家株主(政府株主)などに注目しながら、独立取締役がどのような役割を果たすのかを検証する。さらに、中国の2001年の独立取締役の導入の制度改革という外生的なショックを用いて分析することで、内生性問題に対処する。

本章の主な分析結果は、以下の通りである。第一に、独立取締役の導入改革によって導入された独立取締役の人数が多いほど、企業の収益性が良くなることから、取締役会の独立性を高めることで企業業績を向上させることが分かった。第二に、独立取締役は企業の資金調達コストと経営管理コストを削減することと関係があるというものである。ただし、生産販売上の費用を抑えられない点には注意する必要がある。第三に、低い報酬が経営者に十分なインセンティブを与えられていない前提の下では、独立取締役の導入は経営者及び取締役全体の報酬を上げて、業績の連動性を高めることで、インセンティブの不足問題を低減する。

5. 第5章の要旨

2016年2月4日に国务院が公表した「鉄鋼業の生産能力過剰の解消と財務危機から脱出するための所見」では、2016年から5年以内に、粗鋼の生産能力を1~1.5億トンに減らすことが目標として掲げられている。そして、その翌日に公表された「石炭業の生産能力過剰の解消と財務危機から脱出するための所見」で、政府は初めて公文書で「ゾンビ企業」に言

及した。2016年の年初以来、「ゾンビ企業」に対する銀行部門からの資金支援を停止するように中央政府が何度も指示したが、効果は乏しかった。その原因は、統一された「ゾンビ企業」の定義がなかったからである。中国政府は、公表した文書により、「通常の生産が維持できない」、「連年の赤字」、「債務超過」、「補助金やローンに依存している」のいくつかに該当する企業をゾンビ企業と定義した。今後は、関連政府部門が上記の定義に従ってゾンビ企業のリストを迅速に提示し、2017年内に鉄鋼、石炭、有色金属、造船、建材などの300社のゾンビ企業に対する処理を終了させることがミッションである。

本章では、まず、先行研究にならって中国のゾンビ企業を識別し、その現状を確認した。次に、2000～2014年の上場企業を対象に、企業財務状況、コーポレート・ガバナンスなどの面からゾンビ企業の発生原因を実証分析した。さらに、政府による企業経営への干渉が強いという特徴をもつ中国経済では、国有企業と民営企業の間で「成長の機会」、「融資の条件」、「救済される可能性」などで大きな差が存在することを踏まえ、ゾンビ企業問題では政府がどのような役割を果たしているのかを分析した。

上記の分析の結果、次のことが判明した。すなわち、レバレッジが高く、コスト管理を怠る企業がゾンビになりやすい一方で、ガバナンスが機能している企業、例えば取締役の独立性の高い企業ではゾンビ企業になる確率が低いことが分かった。また、集中度の高い企業の所有構造が一種の監督機能を果たすと考える。そして、国有企業の民営化改革とサバイバル・バイアスの要因を考慮しながら比較すると、民営企業と比べて国有企業の方がゾンビ企業になりやすい。国有企業の方が政府からの影響を受けやすく、政治的な目的を考慮しなければならないために、一旦経営状況が悪化すると解決手法が限られ、結果としてゾンビ状態に陥りやすくなることがその理由だと考えられる。一方、ゾンビ状態の持続年数、あるいは、ゾンビ状態から回復する確率について、民営企業と国有企業の間で統計的に有意に異なるとは言えない。

6. 結論

本論文は、中国の上場企業を分析対象として、企業の所有構造、取締役会の構成及び独立取締役の役割の3つの面から、コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス、企業活動の関係について検討してきた。さらに、中国経済の喫緊の課題となっているゾンビ企業について、その発生原因と回復過程に関する実証分析を行って、コーポレート・ガバナンス構造がゾンビ企業に与える影響について解明してきた。

本論文の実証分析から得られた研究成果を以下にまとめる。

第1に、国有企業の民営化を進めることが一般的に望ましいと言える。第2に、政府が人事支配の手段を通して企業において政治的な目的を優先する方針を効率的に実施していることがわかった。第3に、2001年に独立取締役が上場企業に導入された直後に、経営管理コストと資金調達コストが削減されて、企業パフォーマンスが向上した。独立取締役を「飾り物」にしないためには、現行の二重構造の取締役会システムを改革する必要があるが、そ

の場合に、独立取締役のインセンティブと発言力を向上させることが重要になる。第4に、中国のように法律システムが完備していない途上国において、法律の効力と資本市場からの拘束力が弱いために、集中度の高い企業の方が安定して有効なガバナンスを生み出していると考えられる。