

# 株主構成、企業支配形態と企業経営パフォーマンス ——中国上場企業のケース——

周 銘 揚

## 一. はじめに

この実証分析は中国上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する研究の一部である。その目的は1996年時点で、上海証券取引所と深セン証券取引所で取引されている中国上場企業の株主構成、企業支配形態と企業経営パフォーマンスの関係を探ることにある。

これまでの企業経営パフォーマンスとコーポレート・ガバナンスに関する先行研究では、主に情報の理論とエージェンシー理論に基づき、ガバナンス変数として資本構成、あるいは株主構成、企業支配形態等のガバナンス変数と経営パフォーマンス変数、例えば、売上高/総資産比率、ROA及びROE等との関係について分析してきた。この研究分野の最近の流れとしては、ガバナンス変数の株主構成、企業支配形態等を更に細分化する試みがある。つまり、大株主があるかどうか、大株主がどういう持株構成を持っているか、株主が企業経営に参加しているかどうか等について、企業価値が損なわれているかどうか、少数株主の利益が損なわれているどうか等の角度から実証分析が行われている。

今までの企業経営パフォーマンスとコーポレート・ガバナンスに関する先行研究についてはいくつかの問題点があると思われる。その1つは株主構成、企業支配形態と企業経営パフォーマンスの実証結果がまちまちであるという。もう1つの問題点はクロス・セクションデータを使って実証分析する際、異なる時点で同じモデルあるいは回帰式の結果が違うことによるものである。つまり、異なる実証分析の結果はガバナンス構成の変化によるか、あるいは経営パフォーマンスの激しく変化によるかをどう解釈すべきかが問題となる。

中国上場企業について実証分析する際、以上2つの問題点が特に重要であると考えられる。と言うのは中国経済がいわゆる発展途上であり、中国上場企業

も発展途上の「現代企業制度」への移行段階のためである。つまり、企業経営パフォーマンス指標に大きな影響を与える経済のマクロ環境の変化、上場企業のガバナンス構成が変わっているかいないかが経営パフォーマンスを大きく左右するのである。

以下、第2節では、これまでのサーベイをもとに、中国上場企業の企業経営パフォーマンスとコーポレート・ガバナンスに関する特徴を分析しながら、それに関する仮説を提示し、分析の基礎とする。第3節では、実証分析で用いるデータについて説明する。第4節では、実証検証を行い、その結果を解釈しながら、これからの課題を論議する。

## 二. 株主構成、企業支配形態と企業経営パフォーマンス

### 1. コーポレート・ガバナンスと企業経営パフォーマンスの先行研究

最近のコーポレート・ガバナンスと企業経営パフォーマンスの実証研究はガバナンス変数である株主構成、企業支配形態と企業価値、あるいは企業経営パフォーマンスとの関係を中心に行われている。その背景には上場企業の株式所有構造、企業支配形態がBerle and Means[1932]の「所有と経営の分離」の世界と違って、企業所有者 vs 経営者との利害対立だけでなく、株主 vs 株主の利害対立があることがあげられる。つまり、現実的には先進国も発展途上国も、一族ないし国家等までが、大株主（支配株主）として企業を支配し、積極的に企業経営に参加している。La Porta, et al. [1999]は株主と経営者という対立よりも、支配株主とその他株主の利害対立問題の方が重要であることを示唆している。

株主 vs 株主の利害対立は主に支配株主が企業経営に参加する際、自らの利益のために、企業価値、すなわちその他株主の利益が損なわれる可能性をさしている。実際に実証分析が行われる際、さらに支配株主があるかいないか、ある場合は支配株主の性格、つまりその所有方式、所有比率、及び支配株主が企業経営に参加しているどうか等のように株主構成、企業支配形態は細分化される。そして異なる株主構成、企業支配形態がガバナンス変数として、企業価値のものさしとなる経営パフォーマンス変数との関係が検証される。

今までの企業経営パフォーマンスとコーポレート・ガバナンスに関する先行

研究についてはいくつかの問題点があると思われる。その1つは株主構成、企業支配形態等のガバナンス変数と企業経営パフォーマンス変数に関する実証分析の結果はまちまちであるという。それはその国の制度要因、資本市場にもよるが、主に実証分析の時点決定、実証サンプル及び変数の選択によるところが大きいと思われる。更に、企業経営パフォーマンス指標に大きな影響を与えるマクロ経済環境の変化がサンプル企業に及ぼす影響を均一的に捉えるのも問題になり易い。

もう1つの問題点はクロス・セクションデータを使って実証分析する際、異なる時点で同じモデルあるいは回帰式による結果が違ふことである。つまり、ガバナンス構成の変化によるか、あるいは経営パフォーマンスの激しく変化によるかの異なる実証分析結果をどう解釈すべきかが問題となる。例えば、外国株主持株比率と企業経営パフォーマンスの関係について、単に外国株主持株比率の変化、あるいは一期の外国株主持株比率だけイコールガバナンスが効いているような解釈には問題になりがちである。それは資本市場における期末配当取りの投資者行動、及びそのような投資者行動を可能にする（同時に先物等を使ってヘッジすることができるような資本市場の進展）にかかわっているためなのである。つまり、株主構成、企業支配形態等のガバナンス変数を決定する要因として、異なる資本市場の性質、あるいは現在資本市場の大きな変化を見逃してならないのである<sup>11)</sup>。

中国上場企業について実証分析する際、以上2つの問題点が特に重要であると考えられる。まず、発展途上国である中国のマクロ経済環境はまさに年増しに大きく変ってきた。中国上場企業のガバナンス構成と経営パフォーマンスとの関係を実証分析する際、どのような時点にするか、実証サンプルをどう選ぶかは実証結果に大きな影響を与える。例えば、90年代中頃の中国経済に限って見ると、1994年は中国経済いわゆる“ミニバブル”のさなかの年である。それに対して、1998年の中国経済は“ミニバブル”崩壊、あるいは1997年の「アジア金融危機」をうけた不況と“デフレ”始めの年である。この2つの年について、中国上場企業のガバナンス構成と経営パフォーマンスとの関係を実証分析すると、その結果は相当な差が出ることが予想できる<sup>12)</sup>。次に、あとで詳しく述べるように、株主構成、企業支配形態等の中国上場企業のガバナンス変数は中国特有の制度的要因と資本市場の構成に決定される。ある時点を選ん

で中国上場企業に対する実証分析をする際、その時点前の中国特有の制度的要因と資本市場の構成を配慮する必要がある。

## 2. 中国上場企業のガバナンス構成と経営パフォーマンスの決定要因

中国上場企業のガバナンス構成と経営パフォーマンスとの関係について論ずる際、そのそれぞれの決定要因について分析する必要がある。つまり、中国上場企業の事情は他の国と少し違いが見られるが、大株主・支配株主が企業を支配し、自らあるいは代理人を通じて積極的に企業経営に参加していることと、大株主・支配株主とその他株主の利害対立が深刻な問題になっていることは他の国と同じなのである<sup>⑧</sup>。そのようなことは中国上場企業の経営パフォーマンスに多大な影響を与えているのではないかと考えられる。

まず、中国上場企業のガバナンス構成については、中国上場企業の株主構成が2つの中国特有事情の影響を受け入れられている。その1つはほかの国と異なって、1990年に中国株式市場が再開以来1994年までの中国の上場企業は<sup>④</sup>、その元と言えは、表1でまとめられているように、主に5つのグループに分けられている。それは1) 国有企業全体、2) 国有企業の一部3) 国有と法人共同所有企業、4) いくつかの法人共同創業・所有企業と、5) 中外合弁企業のいずれである。これらの元所有者が企業上場後、そのまま大株主・支配株主になったのである。つまり、1996年年度末まで、中国上場企業の大株主・支配株主は国有株主あるいはその代表、法人(企業)株主と外国株主<sup>⑤</sup>しかなく<sup>⑥</sup>、その支配方式もほとんど単独大株主支配と複数大株主共同支配で構成されている<sup>⑦</sup>。

中国上場企業の株主構成に影響を与える要素をもう1つあげると、1999年まで、中国株式市場における新規上場企業の国による許可方法である<sup>⑧</sup>。その許可方法は国が年度ごとの新規株式発行金額を先に決め、それを各地方政府に割当て、そのうえ、年度ごとの新規上場企業の数とそれぞれの株式資金調達金額を決まるのである<sup>⑨</sup>。そのような仕組みのもとでは各地方政府ができるだけ多い地元企業を上場させるため、1社当たりの新規公開株数が限られることになる。それによって、中国上場企業の株主構成はいくつの特徴が見られる。まず、上場企業の発行済み株式の中、自由に流通市場で売買できる株式の数及びその発行済み株式に占める割合、いわゆる流通株数が少なく、流通株比率が低いのである<sup>⑩</sup>。次に、新規上場する際、1社当たりの新規公開株数が限られ

ているため、規模の大きい企業ほど流通株比率が低いのである。最後に、中国株式市場では中国国民向けの A 株式市場と外国投資者向けの B 株式市場に分けられている<sup>99</sup>。A 株式を発行する中国上場企業が B 株式、あるいは香港株式市場で H 株式をともに発行する場合がある。その A 株式と B 株式、あるいは A 株式と H 株式をともに発行する上場企業 A 株式の流通株比率がさらに低く、A 株式の流通株数が B 株式及び H 株式発行株数より少ない現象も見られる<sup>99</sup>。

中国株式市場での A 株式市場における流通株数が少なく、流通株比率が低いことは中国上場企業の株主構成、すなわちガバナンス構成と直接にかかわっている。まず、非流通株は主に大株主に集中され、流通株はガバナンスにできない・関心を持たない短期、個人・零細投資者に所有されている。次に、非流通株を持つ大株主と個人・零細投資者との間には利害対立が生じやすい。その 1 つは③のような例が多発している。もう 1 つは大株主の情報操作などで、株価変動による大株主と個人・零細投資者との間に利害対立が生じることである<sup>99</sup>。最後に、A 株式と B 株式、あるいは H 株式の株主構成に歪みをもたらされるのである。つまり A 株式の非流通株は大株主がいるが、B 株式と H 株式は上場企業の元が中外合弁企業でないと、あるいは上場後外国直接投資者が現れない限り、大株主がいないのである。これはその後の A 株式と B 株式、あるいは H 株式の株価格差の拡大にもつながっている<sup>99</sup>。

企業経営パフォーマンスの決定要因としては主にマクロ経済環境と企業のガバナンス構成に分けられる。中国上場企業の場合もその例外ではない。企業経営パフォーマンスに与えるマクロ経済環境の影響は、上述したように、実証分析の時期と時点の選択によって回避できるかもしれない。企業のガバナンス構成が企業経営パフォーマンスにどのように決定するに関しては複雑すぎるとも言える。それは企業のガバナンス構成と企業経営パフォーマンスの間には企業経営者があって、主にその企業経営者へのインセンティブいかん及び企業経営者の努力いかんによって、企業経営パフォーマンスが左右されるのである。

中国上場企業のガバナンス構成が企業経営パフォーマンスを決定する要因は主に 3 つあると考えられる。まず、中国上場企業の大株主・支配株主構成があげられる。この実証分析の時点とサンプルに限って、上場企業の大株主・支配株主は国有株主、法人株主と外国株主に分類することができる。この 3 つの異なる大株主・支配株主グループと企業経営パフォーマンスとの関係を探ること

はこの実証分析の目的の1つである。次に、中国上場企業の大株主・支配株主の上場企業に対する支配方式がある。中国上場企業のほとんどは単独大株主支配と複数大株主共同支配で構成され、その複数大株主共同支配の組合わせも国有と法人株主、国有と外国株主及び法人と外国株主の3つになっている<sup>99</sup>。中国上場企業の異なる支配方式とその複数大株主共同支配の異なる組合わせが、企業経営パフォーマンスにどのような影響を与えるかは重要な課題である<sup>100</sup>。最後に、上述したように、中国A株式市場における流通株数の少なさ、流通株比率の低さも重要である。これは中国上場企業の少数大株主・支配株主、複数少数大株主共同支配等の問題にかかわっており、企業経営パフォーマンスに影響を与えることが考えられる<sup>101</sup>。

### 三. データと実証手法

この実証分析の対象となるのはいずれも金融業を除く、上海証券取引所と深セン証券取引所上場企業のうち、1994年までに上場した276社である。中国のミニバブルともいわれる1994年、景気低迷及び“デフレ”始めの1998年を避けるために、分析対象の年を1996年にする。

実証分析は多重回帰で行う。重回帰式に使う被説明変数と説明変数に対する説明は表1にまとめられている。この中、筆頭株主持株比率変化率ダミー、外国直接投資比率と流通株比率変化率はそれぞれ中国の特殊事情を考慮し、筆頭株主持株比率、外国株主持株と流通株比率のガバナンス効果を詳しく検証するための説明変数である。

この実証分析の目的は筆頭大株主と大株主の持株比率、異なる形態大株主の支配方式、外国株主持株比率と流通株比率が企業経営パフォーマンスに如何に機能するか等を検証することにある。

## 四. 実証分析結果

### 1. 基本統計量

表3の基本統計量で示されているように、この実証分析に使われているサンプルに限って見ると、中国上場企業の間にはガバナンス変数は相当大きな差があ

ることが分かる。まず、基本統計量1を見ると、1996年の時点では、中国上場企業の8割以上は大株主があるし、その支配方式も半分以上は国有株主単独支配にしていることが分かる。

次に、基本統計量2は、1994年から1996年までの間に、中国上場企業の筆頭株主持株比率と流通株比率の変動統計である。ここで分かったことはこの2年の間に、半分近くの中国上場企業はそれぞれの筆頭株主持株比率と流通株比率が変化し、その変化率も大きい。ここでもう1つ読取れることは、外国株主がいる上場企業はその筆頭株主持株比率と流通株比率の変化率が全サンプルと大差はないが、全体に占める割合が少ないのである。

最後に、図1では、1994年から1998年までの中国上場企業のいくつかの資産・負債、経営パフォーマンスと株主構成の平均値の変化があらわれている。ここで中国上場企業の経営とそのパフォーマンスの1つの流れが見られる。つまり、企業の総資産・負債は右上がりになっているが、それに対して、業績指標は下り坂で、つまり、企業規模は拡大しているが、経営パフォーマンスは悪化してきた。これは中国上場企業の経営パフォーマンスは、マクロ経済環境変化のほか、企業、あるいは企業経営者の経営選択がより重要であることを示唆されている。流通株比率と外資株比率の変化も急激で、いずれも1996年が1つの境目になっているのに見える。

## 2. 回帰結果と解釈

回帰結果は表4でまとめられている。表4で読み取れることとその解釈は、まず、中国上場企業の筆頭株主と大株主持株比率、流通株比率及び異なる大株主の支配方式変数等のガバナンス構成は企業の経営パフォーマンス変数の売上高/総資産との関係が薄く、税引前当期利益/総資産との関係が少々強いのである。これはいくつかの先行研究とよく似ているといえよう。つまり、中国上場企業の大株主は売上高のばすより利益に優先しているかもしれない。現実的には、中国上場企業の売上高/総資産の平均値は低く、その当期利益も営業外利益によるところが多い。

次に、中国上場企業の経営パフォーマンスに対して、異なる大株主の支配方式変数の間にあまり大差がないことはいくつかの先行研究と異なっている。その解釈の1つは中国上場企業の国有株主と法人株主定義の曖昧さにあり、国有

株主と法人株主の間に切替えることも見られるのである。税引前当期利益／総資産に関して、大株主共同支配ダミーが強く有意になっているのは興味深い。大株主同士が互いにガバナンスし合い、上場企業が損なわれ損われにくい結果を示していると考えられる。

第3に、いくつかの先行研究と異なって、外国株主持株比率は中国上場企業の経営パフォーマンスと無関係の存在となる。ただし、1つの外国直接投資比率が有意になっていることは重要である。これは他の国と違って、中国上場企業の外国直接投資以外のB株とH株の外国株主持株は、いわば指定された投資先で、外国投資者が自ら選択したものではないのである。それに対して、外国直接投資比率は外国投資者が自ら選択したもので、企業の経営パフォーマンスと関係していることが自明の理であることは言うまでもない。

最後に、筆頭株主持株比率と流通株比率と違って、筆頭株主持株比率変化率ダミーと流通株比率変化率変数は中国上場企業の経営パフォーマンス変数に有意になっていることも重要である。と言うのは、企業の経営パフォーマンスはさまざまな要因に決定され、ガバナンス構成の変化がないのに、企業の経営パフォーマンスが変わったから、ガバナンス効果とは言えないからである。

これからの課題としては異なる年のデータを実証的に検証し、比較したうえ、マクロ経済環境が株主構成、企業支配形態と企業経営パフォーマンスの関係に与える影響を探る。

- 
- (1) ある日本の東証一部上場企業を対象とする株主構成と企業経営パフォーマンスとの関係に関する実証研究では、外国株主持株比率高いほど上場企業の経営パフォーマンスが良いとの結果がえられている。しかし、これは上述したことだけでなく、上場企業経営パフォーマンスが良いから外国投資家がこの企業の株式を買ってきたのか、あるいは外国投資家がこの企業の株式を買った後、外国株主のガバナンスが効いているため、その企業の経営パフォーマンスが良くなったのかまったく分からないのである。
  - (2) われわれは1994年と1998年別の中国上場企業について、その株主構成と企業経営パフォーマンスとの関係を実証分析した。これは予測したとおりその2つの年の実証結果が大きく異なっている。ただし、その2つの年の中国上場企業の株主構成も大きく変わってきたために、その2つの年の実証結果が単に中国経済のマクロ環境の変化によるものと解釈するにも言いがたい。これからの課題になる。
  - (3) 中国では大株主がいる場合、上場企業の最高経営者がほとんど大株主側に決定され、さらに、大株主側が企業経営にも積極的に関与しているとも言われている。最近、中国では、個人株主が上場企業の経営者が大株主側の借金を無断に担保するため、上場企業が大赤字になったこと、あるいは



上場企業が大株主側から資産を購入する際の価格等について、大株主側とよく対立しているのである。

- (4) 本論文の分析対象である中国上場企業のサンプルは1994年までに新規上場した企業に限っている。これは中国では毎年たくさんの企業が新規上場し、しかも1999年までに所謂経営パフォーマンスの良い企業しか新規上場枠に割当られないのである。われわれは実証分析する際、新規上場企業によるバイアスを避けるために、サンプル企業を限定したのである。
- (5) 外国株主は中外合弁企業の外国直接投資者のほか、あとのB株、H株の所有者も含まれる。
- (6) 2000年頃から、初の中国民営企業が上場し、中国民営企業が経営不振の上場企業を「買収」するケースも始め、更に、民間の投資会社が中国上場企業の大株主に顔を出すこともよく見られるようになった。
- (7) 単独支配というのは大株主が発行済株数の25%以上及び非流通株数の半分以上を持つことである。複数大株主共同支配はいくつかの25%以下の少数大株主がいる場合のことである。
- (8) 1999年にはこれまでの中国株式市場における国による新規上場企業の許可方法が変わったが、すでに許可済み上場待ちの企業数が300社ほど残されていると言われている。それらがすべて順番上場まで少なくとも2001年中頃までに見込まれている。
- (9) そのような許可方法をとるのは主に国有銀行からの預金の流出を防ぐため、また株式市場の需給関係を崩されないようにと言われている。
- (10) 中国では、A株式の流通株市場とは別に、法人持株の専用取引市場がある。法人持株、あるいは国有持株の譲渡も可能である。しかし、これらの株取引はA株式の流通株の取引価格とはあまり無関係なのである。
- (11) しかし、実際的には、A株市場では香港と台湾の投資家が仮名口座、あるいは合弁企業の法人口座を通じて参加している。外国投資家向けのB株市場も香港と台湾の投資者が許されているだけでなく、中国留学生のような海外滞在了た経歴があり、海外からの持ち入れ外貨さえあれば、中国国民でもB株市場に参加できる。更に、1994年以降、中国B株株式市場の取引の半以上がすでに中国の国内投資者の間で行なわれていると推測されている。なお、2001年2月、中国政府が国内のB株株式市場を中国国内投資者に開放した。
- (12) 基本統計量(2)を参照。
- (13) これは主に大株主側が自らの利益になるために、上場企業の有償増資を通じて個人投資者からお金を吸い込みためにしばしば起られた現象である。その時、良く使われる情報操作とは、1つは上場企業の決算情報、もう1つは大株主側が自らの「優良資産」を上場企業の資産と置換える情報を操作することである。その目的は上場企業の株価を釣り上げ、その有償増資価格が大株主側の思惑通りになるためである。
- (14) 2001年2月、中国政府が国内のB株株式市場を国内投資者に開放する際、A株とB株の株価差は平均で4倍から6倍で、A株とH株の株価差も平均で3倍から5倍がある。
- (15) 中国上場企業の大株主・支配株主を国有株主、法人株主と外国株主に分類し、その3つのグループ上場企業の間には、企業経営パフォーマンスの差がでると考えている。それは異なるタイプの大株主・支配株主が異なる利益目標を求めている可能性がある。大株主・支配株主が自らの利益目標を達成するために、注3で述べたように積極的に企業経営に関与するか、あるいは自ら選任した企業経営者の経営行動を通じて、企業経営パフォーマンスに及ぼすと考えてきたのである。例えば、中国上場企業の国有株主の利益目標は国有資産価値の維持、増殖と雇用確保であると伝わっている。これは法人株主と外国株主の市場シェア拡大、株主価値最大化のような利益目標と異なっているのである。更に、異なるタイプの大株主・支配株主のもとでは、中国上場企業の経営行動及び企業経営者の経営行動も異なってきたのである。法人株主と外国株主は積極的に企業経営に関与するに対して、国有株主はあまり直接に企業経営に関与していない。国有株主に選ばれた上場企業経営者の

- 経営行動も2つの極端に分けられている。一方の企業経営者はガバナンスをあまり受け入れられないまま行動できるに対して、もう一方の企業経営者はいつでも交替されることがありうるのである。
- (16) 複数大株主共同支配企業では、注19で述べたような大株主・支配株主が上場企業の経営行動及び企業経営者の経営行動にどのような影響を与えるのか問題になる。特に、複数大株主共同支配企業では、どのように企業経営者が選ぶかが重要な課題と言える。
- (17) これはいわゆるコントロール・ライツとキャッシュフロー・ライツとの乖離による問題である。つまり、大株主・支配株主が関連取引等を通じて、自らの利益を得ようとの可能性にかかっているのである。

表1 中国上場企業の上場前状況、上場後の支配株主及び支配方式

上場企業上場前の分類	上場後の支配株主	支配方式
国有企業全体 <sup>(1)</sup>	国有多数大株主 <sup>(6)</sup>	単独大株主支配 <sup>(8)</sup>
国有企業の(事業の)一部 <sup>(2)</sup>	国有多数大株主	単独大株主支配
国有と法人共同所有企業 <sup>(3)</sup>	国有多数, 法人多数大株主	単独・複数大株主支配
法人共同創業・所有企業 <sup>(4)</sup>	法人多数・少数大株主 <sup>(7)</sup>	複数・単独大株主支配
中外合弁企業 <sup>(5)</sup>	(国有・法人・外資)多数・少数大株主	複数大株主共同支配 <sup>(9)</sup>

- (1) 国有企業全体というでも、上場する前に、元国有企業が上場基準を満たすための非生産性資産と人員の再編成が行われ、いわゆる上場する前の"包装"である。国有企業全体での上場は、巨大企業と小規模企業の両極がよく見られている。
- (2) 国有企業の(事業の)一部と言うのは、元の国有企業が上場させたのは、そのいくつかの事業体、あるいは工場しかないのである。上場した後も、その国有企業が残したまま、大株主になっている。
- (3) 国有と法人共同所有企業というは、80年代中国国有企業改革の一環として生まれたものである。その際、企業の内部留保が国と企業側に分け合う事になり、企業は法人として企業の共同所有者になった。その後、そのような企業が株式会社に転換する際、あるいは株式市場に上場する前に、その持分に相当する部分がそれぞれ国有株と法人株になった。そのような法人株については、自社株保有に似ているとの説もある。
- (4) 法人共同創業・所有企業のほとんどは、80年代以来設立した企業である。いわゆる"改革・開放"の産物である。そのような法人共同創業・所有企業のいくつかの元出資先は、いろいろなレベルの企業があるが、そのほとんどは国有企業と集団所有企業である。
- (5) 中外合弁企業の上場企業は、ほとんど香港、台湾及び華僑から投資した企業である。その中、香港経由の中国自国資本のも相当入っている。
- (6) 国有大株主は中国の国家及び地方の国有資産管理局が株主になっていることである。もう1つの国有大株主は、ある国有企業の一部を上場した後、国有資産の代理者として、株主名簿上ではその元親国有企業が法人株主になっていることである。国有株の代理である国有企業の法人所有株は、いわゆる国有株式の多重所有構造になっているとも言える。
- (7) 法人(企業)株主はいくつかの種類(法人(企業)があり、その中、国有企業も含まれている可能性がある。というのは、その法人(企業)株主になっている企業の元出資先、あるいはその元出資先の一部は国有企業、あるいは国有機関(国立大学、研究所等)である可能性があるからである。
- (8) 単独支配というのは、筆頭株主が発行済株数の25%以上及び非流通株数の半分以上を持つことである。中国では、定めた多数大株主の基準がないため、大株主の平均的持株比率、中国上場企業及びサンプル企業の流通株数の平均などを参考にし、発行済株数の25%以上及び非流通株数の半分以上を多数大株主と少数大株主の分かれ目に決めたのである。
- (9) 複数大株主共同支配は2つ以上の多数・少数大株主、あるいは少数・少数大株主がいる場合のことである。

表2 回帰分析に使う変数の説明

変数	説明
<b>企業業績変数</b>	
売上高/総資産	売上高対総資産の比率。
税引前当期利益/総資産	税引前当期利益対総資産の比率。
<b>ガバナンス変数</b>	
筆頭株主持株比率	発行済み株式数に占める筆頭株主の持株比率。
筆頭株主持株変化率ダミー	筆頭株主の持株比率変化率が重要である時に1, それ以外は0のダミー変数である。注
25%以上大株主ダミー	筆頭株主が発行済株数の25%以上を持つ時に1, それ以外は0のダミー変数である。
25-49%大株主ダミー	筆頭株主が発行済株数の25-49%を持つ時に1, それ以外は0のダミー変数である。
50-74%大株主ダミー	筆頭株主が発行済株数の50-74%を持つ時に1, それ以外は0のダミー変数である。
75%以上大株主ダミー	筆頭株主が発行済株数の75%以上を持つ時に1, それ以外は0のダミー変数である。
国有単独支配ダミー	筆頭株主が国有大株主で, 第2位の株主持株比率との差が大きい時に1, それ以外は0のダミー変数である。
法人単独支配ダミー	筆頭株主が法人大株主で, 第2位の株主持株比率との差が大きい時に1, それ以外は0のダミー変数である。
外資単独支配ダミー	筆頭株主が外資大株主で, 第2位の株主持株比率との差が大きい時に1, それ以外は0のダミー変数である。
共同支配ダミー	2つ以上の持株比率接近の大株主がいる時に1, それ以外は0のダミー変数である。
外国株主持株比率	発行済み株式数に占めるB株, H株及び直接投資する外国株主の持株の総比率である。
外国直接投資比率	B株, H株株主のほか, 上場企業に直接投資する外国株主の持株比率。
流通株比率	発行済株数に占める流通株数の比率である。
流通株比率変化率	発行済み株式に占める流通株比率の1994年から1996年までの変化率。
負債総額/総資産	負債総額対総資産の比率である。
<b>コントロール変数</b>	
企業規模(総資産)	総資産を対数に変換した値である。
製造業ダミー	製造業に1, 非製造業は0のダミー変数である。
1993年上場ダミー	1993年に上場した企業に1, それ以外は0のダミー変数である。
1994年上場ダミー	1994年に上場した企業に1, それ以外は0のダミー変数である。
上場取引所ダミー	上海証券取引所に上場する時に1, それ以外は0のダミー変数である。

注：筆頭株主の持株比率変化率が重要であると判断する基準は、筆頭株主の持株比率が発行済み株数の5%以上変化することと、5%以下変化する場合、少数大株主の基準である25%、議決権の3分の1、議決権の半数の50%の上下変化のいずれに限る。

表3 基本統計量1(分布表)

大株主持株比率	企業数	大株主支配方式	企業数
25-49%	139(50%)	多数支配大株主なし	43(16%)
50-74%	85(31%)	国有株主単独支配	155(56%)
75%以上	9(9%)	法人株主単独支配	60(22%)
25%以上合計	233(84%)	外資株主単独支配	6(2%)
25%以下	43(16%)	複数株主共同支配	12(4%)
合計	276(100%)		276(100%)

表3 基本統計量2-1(変化率平均値の推移)

筆頭株主持株比率	全サンプル企業	外資株主企業	流通株比率変動	全サンプル企業	外資株主企業
1994年	0.449	0.439	1994年	0.353	0.373
1996年	0.423	0.415	1996年	0.368	0.405
	(7.335)**	(3.659)**		(-8.112)**	(-4.405)**
サンプル数	276	78	サンプル数	276	78

注:%,( )中はt値,\*\*は5%有意である。

表3 基本統計量2-2(1%以上変化率ある企業数)

筆頭株主持株比率	全サンプル企業	外資株主企業	流通株比率	全サンプル企業	外資株主企業
変化ある	135(49%)	29(37%)	変化ある	113(41%)	27(35%)
変化なし	141(51%)	49(63%)	変化なし	163(59%)	51(65%)
合計	276(100%)	78(100%)	合計	276(100%)	78(100%)

表3 基本統計量2-3(1%以上変化ある企業数と平均変動率統計)

筆頭株主持株比率変化	変化企業数	平均変化率	外資株主企業	平均変化率
増加ある	24(18%)	3.83%	4(14%)	1.25%
減少する	111(82%)	-7.80%	25(86%)	-7.68%
合計	135(100%)	7.13%	29(100%)	6.79%

注:合計の平均変動率は変動率の絶対値で平均したものである。

表3 基本統計量2-4(重要変化ある企業数と平均変化率統計)

筆頭株主持株比率変化	変化企業数	平均変化率	外資株主企業	平均変化率
増加ある	8(12%)	8%	0(0%)	0%
減少する	59(88%)	-10.54%	11(100%)	-15%
合計	67(100%)	10.24%	11(100%)	15%

注:合計の平均変化率は変化率の絶対値で平均したものである。

表3 基本統計量2-5(変化ある企業数と平均変化率統計)

筆頭株主持株比率変化	1%以上変化	平均変化率	重要変化	平均変化率
外資株主なし企業数	106(78%)	7%	56(84%)	9%
外資株主企業数	29(22%)	7%	11(16%)	15%
合計	135(100%)	7%	67(100%)	10%

注1:ここの平均変化率は変化率の絶対値で平均したものである。

## 表3 回帰結果

## A:大株主持株比率回帰結果 a

被説明変数:売上高/総資産				
筆頭株主持株変化率ダミー		0.0599 (1.1533)	0.0434 (0.8129)	0.0497 (0.9284)
25-49%大株主ダミー	0.0704 (1.0556)	0.0722 (1.0828)	0.0862 (1.3139)	0.0927 (1.4123)
50-74%大株主ダミー	0.0758 (0.9508)	0.0777 (0.9749)	0.1150 (1.5290)	0.1310 (1.7245) **
75%以上大株主ダミー	0.0543 (0.3642)	0.0720 (0.4809)	0.1401 (0.9817)	0.1413 (0.9920)
外国株主持株比率	0.0309 (0.1781)	0.0559 (0.3198)	0.0639 (0.3651)	-0.1025 (-0.4852)
外国直接投資比率				0.4799 (1.4044)
負債総額/総資産	0.0982 (0.6525)	0.1115 (0.7392)	0.1380 (0.9091)	0.1095 (0.7167)
総資産(対数値)	0.0063 (0.2113)	0.0055 (0.1859)	-0.0027 (-0.0898)	0.0067 (0.2155)
流通株比率	-0.1747 (-1.0421)	-0.1788 (-1.0669)		
流通株比率変化率			0.3601 (1.1928)	0.3497 (1.1603)
製造業ダミー	-0.0276 (-0.5613)	-0.0266 (-0.5400)	-0.0306 (-0.6199)	-0.0314 (-0.6385)
1993年上場ダミー	0.0166 (0.2387)	0.0153 (0.2197)	0.0204 (0.2972)	0.0118 (0.1720)
1994年上場ダミー	0.1017 (1.4343)	0.1003 (1.4148)	0.0984 (1.3886)	0.0889 (1.2518)
上場取引所ダミー	0.1600 (3.4638) ***	0.1605 (3.4770) ***	0.1719 (3.6978) ***	0.1811 (3.8644) ***
定数項	0.3392 (0.9794)	0.3264 (0.9426)	0.2944 (0.8705)	0.1949 (0.5651)
サンプル数	276	276	276	276
決定係数	0.0604	0.0616	0.0626	0.0661

注:変数の上段は推計係数, 下段はt値である。

注:\*\*\*は有意水準1%, \*\*は5%, \*は10%である。

## A：大株主持株比率回帰結果 b

被説明変数:ROA				
筆頭株主持株変化率ダミー		0.0214	0.0180	0.0190
		(2.5098) ***	(2.0568) ***	(2.1686) ***
25-49%大株主ダミー	0.0167	0.0174	0.0166	0.0176
	(1.5114)	(1.5845) *	(1.5446)	(1.6414) *
50-74%大株主ダミー	0.0137	0.0144	0.0139	0.0165
	(1.0326)	(1.0942)	(1.1257)	(1.3222)
75%以上大株主ダミー	0.0261	0.0325	0.0322	0.0324
	(1.0551)	(1.3177)	(1.3792)	(1.3899)
外国株主持株比率	-0.0261	-0.0172	-0.0116	-0.0385
	-(0.9060)	-(0.5968)	-(0.4027)	-(1.1118)
外国直接投資比率				0.0776
				(1.3864)
負債総額/総資産	-0.2063	-0.2015	-0.1970	-0.2016
	-(8.2511) ***	-(8.1176) ***	-(7.9237) ***	-(8.0514) ***
総資産(対数値)	0.0207	0.0204	0.0188	0.0204
	(4.1782) ***	(4.1636) ***	(3.7785) ***	(3.9952) ***
流通株比率	0.0163	0.0148		
	0.5851	0.5378		
流通株比率変化率			0.0833	0.0816
			(1.6834) *	(1.6520) *
製造業ダミー	-0.0024	-0.0020	-0.0032	-0.0034
	-(0.2890)	-(0.2449)	-(0.3976)	-(0.4156)
1993年上場ダミー	0.0076	0.0071	0.0033	0.0019
	(0.6549)	(0.6198)	(0.2965)	(0.1728)
1994年上場ダミー	0.0176	0.0171	0.0117	0.0102
	(1.4973)	(1.4682)	(1.0112)	(0.8771)
上場取引所ダミー	0.0042	0.0044	0.0059	0.0074
	(0.5445)	(0.5744)	(0.7707)	(0.9579)
定数項	-0.1314	-0.1360	-0.1124	-0.1285
	-(2.2847) ***	-(2.3867) ***	-(2.0282) ***	-(2.2732) ***
サンプル数	276	276	276	276
決定係数	0.2019	0.2177	0.2252	0.2279

注:変数の上段は推計係数, 下段はt値である。

注:\*\*\*は有意水準1%, \*\*は5%, \*は10%である。

## B：大株主支配方式回帰結果 a

被説明変数:売上高/総資産				
筆頭株主持株比率	-0.0425 (-0.2028)			
筆頭株主持株変化率ダミー		0.0589 (1.1384)	0.0413 (0.7741)	0.0505 (0.9469)
国有単独支配ダミー	0.0913 (1.0613)	0.0829 (1.2106)	0.1024 (1.5288)	0.1371 (1.9767) **
法人単独支配ダミー	0.0593 (0.6752)	0.0508 (0.6560)	0.0680 (0.8954)	0.0867 (1.1361)
外資単独支配ダミー	0.0011 (0.0063)	0.0074 (0.0440)	0.0385 (0.2318)	-0.1571 (-0.7979)
共同支配ダミー	0.1539 (1.2127)	0.1502 (1.1908)	0.1873 (1.5284)	0.1313 (1.0436)
外国株主持株比率	0.0359 (0.1974)	0.0578 (0.3193)	0.0360 (0.2012)	-0.1694 (-0.8054)
外国直接投資比率				0.8184 (1.8304) *
負債総額/総資産	0.0978 (0.6449)	0.1085 (0.7159)	0.1327 (0.8704)	0.1029 (0.6743)
総資産(対数値)	0.0055 (0.1827)	0.0038 (0.1308)	0.0010 (0.0337)	0.0102 (0.3429)
流通株比率	-0.1799 (-1.0049)	-0.1719 (-1.0754)		
流通株比率変化率			0.3453 (1.1529)	0.3185 (1.0669)
製造業ダミー	-0.0335 (-0.6694)	-0.0335 (-0.6825)	-0.0338 (-0.6883)	-0.0339 (-0.6934)
1993年上場ダミー	0.0220 (0.3171)	0.0187 (0.2703)	0.0250 (0.3678)	0.0168 (0.2472)
1994年上場ダミー	0.1081 (1.5130)	0.1039 (1.4778)	0.1074 (1.5494)	0.0990 (1.4306)
上場取引所ダミー	0.1589 (3.4019) ***	0.1595 (3.4271) ***	0.1751 (3.7541) ***	0.1798 (3.8664) ***
定数項	(0.3558)	0.3443 (0.9995)	0.2516 (0.7831)	0.1402 (0.4305)
サンプル数	276	276	276	276
決定係数	0.0571	0.0616	0.0622	0.0706

注:変数の上段は推計係数, 下段はt値である。

注:\*\*\*は有意水準1%, \*\*は5%, \*は10%である。

## B : 大株主支配方式回帰結果 b

被説明変数:ROA				
筆頭株主持株比率	-0.0014 -(0.0416)			
筆頭株主持株変化率ダミー		0.0202 (2.3792) ***	0.0169 (1.9406) ***	0.0178 (2.0408) ***
国有単独支配ダミー	0.0128 (0.8997)	0.0132 (1.1733)	0.0124 (1.1306)	0.0159 (1.3995)
法人単独支配ダミー	0.0205 (1.4112)	0.0202 (1.5873)	0.0187 (1.5041)	0.0206 (1.6439) *
外資単独支配ダミー	0.0163 (0.5814)	0.0198 (0.7186)	0.0181 (0.6649)	-0.0020 (-0.0604)
共同支配ダミー	0.0458 (2.1822) ***	0.0452 (2.1862) ***	0.0428 (2.1385) ***	0.0371 (1.7978) *
外国株主持株比率	-0.0306 -(1.0168)	-0.0242 -(0.8147)	-0.0180 -(0.6161)	-0.0390 -(1.1299)
外国直接投資比率				0.0837 (1.1408)
負債総額/総資産	-0.2062 -(8.2186) ***	-0.2024 -(8.1369) ***	-0.1982 -(7.9521) ***	-0.2012 -(8.0329) ***
総資産(対数値)	0.0216 (4.3452) ***	0.0215 (4.4955) ***	0.0199 (4.1262) ***	0.0208 (4.2621) ***
流通株比率	0.0213 (0.7184)	0.0190 (0.7253)		
流通株比率変化率			0.0815 (1.6647) *	0.0787 (1.6077) *
製造業ダミー	-0.0028 -(0.3380)	-0.0023 -(0.2837)	-0.0036 -(0.4424)	-0.0036 -(0.4440)
1993年上場ダミー	0.0075 (0.6551)	0.0066 (0.5859)	0.0026 (0.2311)	0.0017 (0.1550)
1994年上場ダミー	0.0169 (1.4290)	0.0162 (1.4039)	0.0105 (0.9309)	0.0097 (0.8532)
上場取引所ダミー	0.0063 (0.8100)	0.0066 (0.8670)	0.0079 (1.0308)	0.0083 (1.0930)
定数項	-0.1427 -(2.4973) ***	-0.1478 -(2.6152) ***	-0.1210 -(2.3045) ***	-0.1324 -(2.4784) ***
サンプル数	276	276	276	276
決定係数	0.2052	0.2221	0.2287	0.2296

注:変数の上段は推計係数, 下段はt値である。

注:\*\*\*は有意水準 1%, \*\*は 5%, \*は 10%である。



図1 全サンプル資本・業績平均変化 (1994年を1にしたものである)

