

中国の上場企業における経営者インセンティブに関する一考察

—先行研究のサーベイを中心に—

董 光 哲

要旨

企業の成長、及び企業統治において、経営者に対するインセンティブは極めて重要と思われる。欧米日においては、経営者に対するインセンティブに関する研究が豊富に蓄積されている。社会主義体制の中国において、上場企業の経営者に対するインセンティブは、私的所有権・私的財産権を経済体制の前提とする欧米日の上場企業と大きく異なると考えられる。何故ならば、中国の上場企業は先進諸国と異なる特徴が見られるからである。その特徴として、株式所有構造における国有株による「一株特大」であること、筆頭株主から取締役・監査役が多く派遣されること、などが挙げられる。このような背景では、欧米日のような経営者に対するインセンティブは必ずしも中国の上場企業にとって、有効とはいえないと考えられる。

本稿では、経営者報酬と企業業績に関する先行研究、特に中国の上場企業における経営者インセンティブに関する先行研究の考察を行いながら、中国の上場企業の経営者報酬の特徴を明らかにする。

Abstract

Incentives for managers seem to be extremely important in corporate growth and corporate governance. In Europe, the United States, and Japan, a wealth of research on incentives for managers has been accumulated. In China, with its socialist system, incentives for listed companies' managers are significantly different from companies listed in Europe, the United States, and Japan, where private property rights are premised on the economic system. This is because listed companies in China have different characteristics from those in developed countries. These features include the fact that the company is a "single major shareholder" with state-owned shares in its shareholding structure, and that many directors and auditors are dispatched from the largest shareholder. Against this background, incentives for managers in Europe, America, and Japan are not necessarily effective for listed companies in China.

This paper clarifies the characteristics of executive compensation and corporate performance in China while also considering previous research on management remuneration and corporate performance, especially management incentives for listed companies in China.

キーワード：企業統治、経営者報酬、経営者インセンティブ、エージェンシー理論、一株特大

I．はじめに

現代の株式会社において、株主と経営者の間には、いわゆるエージェンシー問題が常に発生する。言い換えれば、株主は専門経営者に企業経営を委託し、企業の業績と株主の利益の最大化を求めているが、経営者は自己利益の最大化を図ろうとする、利害の対立が生じているのである。その上に、株主と専門経営者との間における情報の非対称性によって、株主は経営者の行動を十分に監督・監視することができない。このような状況のもとで、エージェンシー理論は、株主と経営者の間で報酬—業績に関する契約を結ぶことで、エージェンシーコストを低減し、株主の利益の最大化を図ることができる、という視点に着目しているのである。いわゆる経営者の利害と株主の利害を一致させるインセンティブを経営者に与えることが有効であるという研究が注目されている。どのようなインセンティブをどのように経営者に付与するかは、経営者報酬の内容で、経営者の報酬は内部ガバナンス・メカニズムの主要内容の1つでもある。

本稿では、企業統治メカニズムのうち、内部ガバナンス・メカニズムの主要内容の1つである経営者報酬と企業業績との関連性を中心に、経営学分野におけるその先行研究のサーベイを行う。特に、中国の上場企業に焦点を当てて、中国の上場企業における経営者報酬に関する研究において、どこまで明らかにされているかを考察したい。

II．企業統治における経営者インセンティブの位置づけ

Berle と Means (1932) によって所有と経営の分離が明らかになって以来、株式会社において、企業統治は重要な問題として取り上げられている。所有と経営が分離された株式会社では、株主（プリンシパル）と株主から経営が委任された専門経営者（エージェント）との間（エージェント関係）に情報の非対称性、目標と最終利益の不一致などの諸問題が生じている。株主と経営者との情報の非対称性によって、株主は経営者の行動を完全かつ直接的に監督・監視することが難しくなるのである。このような背景によって、株式会社では、経営者による会社の利益、または株主の利益の最大化よりも自己利益、個人の虚栄心と社会的知名度を追求しようとする機会主義的な行動が取られる土壌が生まれる。これらの行動は企業の長期的な発展、企業パフォーマンスに悪影響を与えることは十分に考えられる。このような株主と経営者との問題をエージェンシー問題と呼び、これを防ぐ

ために必要なコストをエージェンシーコストという。Fama and Jensen (1983b) が指摘しているように、企業が存続 (survival) するためにはエージェンシー問題を十分にコントロールすることが極めて重要である⁽¹⁾。

エージェンシー問題を軽減する有効な手段として主に2つの方法が挙げられる。1つは、経営者に対する監督・監視機能に着目したもので、経営者に対する有効なモニタリングメカニズムの構築である。つまり、どのように取締役を含む経営陣を選出するのか、どのように経営陣を監督・監視する仕組みを構築し、経営陣に対して監督・監視を行うのか、である。このような経営陣に対するモニタリングにはコストがかかると同時に、フリーライダー問題が生じるのである。また、多くの企業の不祥事からも分かるように、経営者を監督・監視する有効な仕組みが整ったとしても、その監督・監視機能が十分に機能しているとは言えないことがしばしば指摘されている。一方、もう1つの方法として、経営者報酬に対するインセンティブ付与機能に着目したもので、経営者の行動を株主、会社の利害と一致させ、経営者が努力するように経営者に対して有効なインセンティブメカニズムを構築することが挙げられる。特に、有効なインセンティブメカニズムを構築し、経営者の利益を企業業績や株価と最大限に連動させることで、株主と経営者の目標利益の一致を図ることができると考えられる。それによってエージェンシーコストが低減され、その結果として企業パフォーマンスの向上をもたらすことが可能である、という考え方である。

Ⅲ．企業統治に与える経営者インセンティブの影響

株式会社では株主と経営陣の間にエージェンシー問題が生じていることは既に指摘した通りである。企業統治の研究は、株主と経営者の関係を契約関係としてとらえるエージェンシー理論に基づいて研究を試みようとしたものといえる。エージェンシー理論の主要な内容の1つとして、経営者の行動が株主の利害と一致させるように経営者にインセンティブを与える報酬契約を結ぶことが挙げられる。このような報酬契約は、エージェンシー問題を解決することが可能であり、企業業績を向上させるという点にその意義が求められる。

(1) 経営者報酬と企業パフォーマンス—先行研究のサーベイを中心に—

1980年以降から経営者報酬と企業業績との関連性に重点をおいた実証的な研究が盛んに行われた。経営者報酬と企業業績との関連性の実証的研究は大きく2つの側面から進められてきたといえる⁽²⁾。1つは、企業価値の側面から経営者の利得構造を分析した研究で、もう1つは、企業の統治構造の側面から企業価値を分析した研究である。企業価値の側面から経営者の利得構造を分析した研究では、企業価値は経営者報酬の決定要因と正の相関関係があることが究明されており、役員賞与は企業業績と強い相関関係があるという研究と長期的業績が短期的業績より経営者報酬に影響を与えるという研究が主流ともいえる。一方、企業の統治構造の側面から企業価値を分析した研究では、経営者の持株に焦点を当てた研究が主流で、経営者の持株比率と企業価値の関連性について究明されている。

表1は、経営者の持株比率と企業パフォーマンスとの関連を明らかにした主な研究成果である。これらの研究成果から分かるように、経営者の持株比率が企業パフォーマンスに与える影響は2つの側面がある。経営者の持株比率は、持株比率によって企業パフォーマンスに正の影響を与える場合と負の影響を与える場合がある。つまり、アラインメント効果（alignment effect）とエントレンチメント効果（entrenchment effect）があることが明らかになっているのである。

表1 経営者の持株比率と企業パフォーマンスとの関連に関する主な研究論文

研究者名	研究対象	研究内容
Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988)	米国企業	経営者の持株比率< 5%、経営者の持株比率と企業パフォーマンス（Tobin'sQ）は正の関係 〃 (alignment effect) 5% ≤ 経営者の持株比率< 25%、経営者の持株比率と企業パフォーマンスは負の関係 〃 (entrenchment effect) 25% ≤ 経営者の持株比率、経営者の持株比率と企業パフォーマンスは正の関係 〃 (alignment effect) 結論：経営者の持株比率と企業パフォーマンスは非線形の関係
McConnel and Servaes (1990)	米国企業	経営者の持株比率がおおよそ40～50%に達するまでは、持株比率の上昇とともに企業パフォーマンス（Tobin'sQ）が上昇していく 経営者の持株比率が40～50%を超えると企業パフォーマンスは低下していく
Short and Keasey (1999)	英国企業	経営者の持株比率が15.58%で、企業パフォーマンス（Tobin'sQ）が最大 経営者の持株比率が41.84%で、企業パフォーマンス（Tobin'sQ）が最小
Chen, C. R., W. Guo, and V. Mande (2003)	日本企業	経営者の持株比率が低い範囲：経営者の持株が増加とともに企業パフォーマンス（Tobin'sQ）は低下 経営者の持株比率が高い範囲：経営者の持株が増加とともに企業パフォーマンス（Tobin'sQ）は上昇 結論：経営者の持株比率と企業パフォーマンスの関係はU字型
Kim, K. A., P. Kitsabunnarat and J. R. Nofsinger (2004)	タイ企業 （株式公開したばかりのIPO企業）	経営者の持株比率< 31%、企業パフォーマンス（EBIT/総資産等）と正の関係 31% ≤ 経営者の持株比率< 71%、負の関係 71% ≤ 経営者の持株比率、正の関係
宮島・斎藤・尾身 (2005)	日本企業 （1928～1936年）	経営者の持株比率が19%に達するまで：企業パフォーマンス（ROA・ROE）が上昇していく 〃 19%を超えると企業パフォーマンスは低下していく 結論：経営者の持株比率と企業パフォーマンスは非線形の関係

出所：松本守（2013）「コーポレート・ガバナンス・メカニズムと企業パフォーマンスの関係に関するサーベイ—内部ガバナンス・メカニズムを中心に—」『商経論集』北九州市立大学 第48巻第3・4合併号（2013年3月）pp.55～58を基づいて作成

これらの研究をまとめると、経営陣の持株は、経営陣の利益や企業価値を高める動機を強くするということが十分に確認できる。つまり、エージェンシー理論からみた場合、経営者の持株は経営者個人の目標と企業目標の一致をもたらし、経営者による企業価値最大化を促す⁽³⁾ことができると考えられる。但し、経営者による一定の持株比率は企業パフォーマンスに正の影響を与えるものの、経営者の持株比率が高ければ高いほどよいわけではないことも研究で明らかになったのである。経営者による持株比率が一定の割合を超えると、経営者は実質的に会社のコントロール権を掌握できるようになると同時に、経営者に対する監督機能と市場制約が十分に機能できなくなる。このような状況のもとでは、経営者は個人利益の追求に走る可能性が高くなるのである。言い換えれば、経営者の持株比率が一定の割合を超えると経営者は会社・株式から得られる利益よりも、個人利益のために会社を運営しようとする動機が強くなる、またはそれが実現可能な土壌が生まれるのである。

(2) 合理的な経営者報酬システムの構築

合理的で有効な経営者報酬契約は株主と経営者とのエージェンシーコストを低減させる。つまり、合理的で有効な経営者報酬システムの構築は企業統治の重要な内容の1つともいえるのである。経営者は企業経営に関する多くの情報を持っている。経営者に左右されないようにするための経営者に対する報酬システムの構築には、2つの要因が極めて重要であると考えられる。1つは、誰がどのような仕組みで経営者報酬を設計するのか。つまり、公平・合理的な経営者の報酬決定プロセスの構築である。もう1つは、経営者報酬の構成、及びその公平性を的確に公開する、という情報開示である。つまり、合理的な業績評価システムと情報透明度の向上の構築である。

経営者報酬は、一般的に固定報酬と変動報酬、短期インセンティブと長期インセンティブの組合せで構成されている。経営者報酬に業績連動型報酬（主に変動報酬、長期インセンティブを指す）を取り入れるべきであるという論調は、多くの学者、実務家らに見られる。適切な業績連動型のインセンティブの付与は株主利益及び企業の業績向上を促進するという見解は多くの研究で確認されている。業績連動型報酬においては企業の真の業績を客観的に反映する経営者の報酬制度の構築が最も重要と考えられる。業績連動型報酬を積極的に導入している欧米企業では、不適切な報酬設計が行わないように報酬設計の段階から様々な規制が設けられているのである。その規制として主に次の3つが挙げられる⁽⁴⁾。つまり、内部規制、手続き規制、情報開示制度である。

欧米企業は公平・合理的な経営者の報酬決定プロセスにおいて、報酬委員会と社外取締役⁽⁵⁾に大きな期待が寄せられている。さらに、報酬委員会と社外取締役には十分な独立性が求められている。米国では、経営者報酬の決定プロセスにおいて、経営者と独立した取締役会の報酬委員会が大きな権限を有し、重要な役割を果たしている。また、その報酬委員会のメンバーは社外取締役が過半数を占めることが求められているのである。

一方、欧米企業は情報の非対称性を解消するための目的の1つとして、経営者報酬に関

する情報の徹底的な公開を求めている。例えば、英国の上場企業においては、取締役報酬に関して取締役報酬報告書の作成と情報公開が求められている。取締役報酬報告書には次の3つの内容がある⁽⁶⁾。つまり、①「(報酬委員会議長による) 年次報告 (Annual Statement)」、②「報酬に関する年次報告 (Annual Report on Remuneration)」、③取締役報酬方針 (Directors' Remuneration Policy)」、この「取締役報酬方針」は株主総会による拘束力ある承認の対象である。

近年日本でも、上場企業に報酬委員会の設置と社外取締役の役割を期待する声が高まりつつあると同時に、上場企業における経営者報酬に関する情報開示についてもより具体性を求めている。例えば、経営者報酬の総額の開示、経営者の報酬と企業業績との連動性の説明、報酬総額1億円以上の役員の情報の個別開示、などがその一例ともいえる。

他方、中国の上場企業においても、経営層に関する報酬の情報公開を積極的に進めている。2007年から中国は上場企業に対して、現役の取締役、監査役と高級管理人員の各個人が年度内に企業から取得する報酬総額、及び取締役、監査役と高級管理人員全員の報酬合計を「年次報告書」に明確に公開することを求めている。但し、報酬計算方法と経営層の報酬契約、報酬委員会が報酬に対する見解と果たしたその役割についての公開までは踏み込んでいないのが現状である⁽⁷⁾。

また、2002年に発布された「上場企業における企業統治準則」(中国語:「上市公司治理准则」)では、上場企業において取締役会の傘下に報酬委員会の設置が求められている。その報酬委員会で経営層の報酬を提案し、株主総会で最終的に議論し、採択する、という仕組みになっている。報酬委員会のメンバーは独立取締役の多数で構成され、委員長は独立取締役が担当することになっているのである。但し、中国の報酬委員会は提案権のみであり、決定権は有していないのも現状である。このような制度では、公平・合理的な報酬が決定されるか疑問を感じるところでもあり、その実態に関してはさらに調査・分析する必要があると思われる⁽⁸⁾。

Ⅳ．中国の上場企業における経営者のインセンティブ

中国の上場企業における経営者の報酬は大きく現金型報酬と株式報酬に分けられる。現金型報酬には主に基本給、ボーナス(月末ボーナス、年度末ボーナス、業績ボーナス)、各種手当などが含まれる。株式報酬として、経営者持株、ストックオプション、譲渡制限付き株式報酬などが挙げられる。

近年、中国の上場企業の経営陣の報酬は確実に上昇している。但し、その報酬は現金型報酬がメインである。株式報酬は極めて少ないとはいえ、増加傾向が見られるのも特徴の1つといえる⁽⁹⁾。

上場企業であっても、CEO(総経理、総裁を含む)の報酬格差は年々拡大している。CEO報酬の最大値と最小値をみると、2005年は223.19倍であるものの、2008年には947.17倍にまで拡大している(表2を参照)。また、経営陣の報酬は業種・地域と密接に

関係していることが明らかになった⁽¹⁰⁾。経営陣の報酬が最も高い業種として金融・保険業で、最も低い業種として農林牧漁業である。他方、地域別による経営陣の報酬の格差も顕著である。その傾向として、北京と広東省にある上場企業の経営陣の報酬が最も高く、陝西省と青海省、甘粛省にある上場企業の経営陣の報酬が最も低いのである。特に、地域別では、東部が最も高く、その次に中部、西部が最も低い特徴が見られる。

表2 中国の上場企業における高級管理人員の現金型報酬の状況(2005～2009年)

単位：万人民币

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
サンプル数(社)	604	604	604	604	604
高級管理人員平均報酬	13.97	16.61	23.10	25.11	29.00
高級管理人員報酬トップ3名平均値	90.76	92.77	130.07	141.39	164.01
CEO報酬有効サンプル数(社)	561	544	558	559	563
CEO平均報酬	30.67	30.17	45.94	49.94	57.93
CEO報酬最大値	267.83	446.18	1004.61	1136.6	663
CEO報酬最小値	1.2	1.2	1.2	1.2	0.9

注：サンプルは、2005～2009年に上海証券取引所でA株を発行した上場企業である。高級管理人員とは、取締役、監査役などの高級管理人員を指す。高級管理人員報酬トップ3名平均値とは、高級管理人員報酬トップ3名の合計をサンプル会社数に割ったものである。報酬は税引き前の金額である。

出所：張金鱗・高文品・趙勳(2011)「中国上市公司高管薪酬总体性描述及高管激励对策研究」『经济问题探索』2011年第6期 P.26より抜粋。

(1) 経営者報酬と企業パフォーマンス

中国の上場企業における経営者報酬と企業パフォーマンスに関する研究は盛んに行われ、その研究成果も豊富に蓄積されている。但し、その研究結果は必ずしも一致するものではない。つまり、経営者報酬と企業パフォーマンスの間には、顕著な正の相関関係が存在しないという研究と顕著な正の相関関係が存在しているという研究に分かれているのである。

経営者報酬と企業パフォーマンスの間に、顕著な正の相関関係が存在していないという研究として、魏(2000)、李(2000)、王(2013)などの研究が挙げられる。魏(2000)は、上場企業における高級管理者の報酬と企業業績には顕著な正の相関関係が存在しないことを明らかにした上で、高級管理者の持株数と企業業績にも正の相関関係がないと指摘した。その一方、企業規模と高級管理人員の報酬は顕著な正の相関関係が存在していることを主張した。この研究成果と同じ傾向が見られるのが李(2000)の研究である。李(2000)は、経営者の年度報酬と企業業績には相関関係が低いことを明らかにした。そして、その主要な原因として上場企業における経営陣の持株比率が極めて低いため、期待されるインセンティブの役割が発揮しにくいことを挙げている。さらに、王(2013)の研究では中国の金融保険業界に焦点を当てて、上海証券取引所と深圳証券取引所に上場してい

る上場企業35社の「2010年度年次報告書」をもとに、金融保険業界における経営者報酬と企業パフォーマンスとの関連性について分析した。その研究結果によると、中国の金融保険業界において、経営者の報酬と企業パフォーマンスの間には関連性が見当たらないことが分かる。王(2013)はその原因として、企業パフォーマンスに対する評価メカニズムの欠乏、報酬インセンティブにおける長期的インセンティブの欠乏の二点を挙げている。

他方、経営者報酬と企業パフォーマンスの間に、正の相関関係が存在しているという研究が目立つ。その研究成果として、于(2001)、許・濮(2003)、徐・王・巩(2007)、徐(2013)、华(2016)らの研究である。于(2001)は1999年の上場企業を研究対象に、許・濮(2003)は上海・深圳証券取引所の上場企業を研究対象に、分析を行った結果、経営陣の持株比率と企業パフォーマンスの間には正の相関関係があることを確認した。また、徐・王・巩(2007)は、上海・深圳の証券取引所のA株発行の上場企業1107社を調査分析した結果、経営陣の貨幣型報酬と企業パフォーマンスの間には正の相関関係があることを明らかにした。一方、徐(2013)は、高級管理者の報酬と企業業績との間には顕著な正の相関関係が存在しているものの、中国の上場企業における高級管理者の報酬設計の不合理性、報酬に対するインセンティブメカニズムの未熟さ、等の諸問題点も指摘している。

さらに、华(2016)は、上海・深圳の証券取引所に上場している物流関連企業83社(国有上場企業62社、民営上場企業21社)について実証研究を行い、高級管理人員の年度報酬と企業パフォーマンスの間には正の相関関係が存在していると強調した。その上に、2011～2013年の物流関連上場企業の高級管理人員の平均持株比率は1.601%で、持株の高級管理人員の平均比率は14.330%で、高級管理人員の持株比率と持株の高級管理人員の比率は極めて低く、株式報酬制度によるインセンティブ程度が普遍的に低いことを明らかにした。但し、この3年間にそれぞれの比率は確実に年々増加傾向であることも指摘した。

上述した研究からも分かるように、中国の上場企業における経営層の報酬と企業パフォーマンスとの関連に関する研究成果は必ずしも一致するものではない。但し、経営者報酬が企業パフォーマンスに正の影響を与えていない研究においても、経営者報酬が企業統治に与えるポジティブな影響を否定するものとはいえない。多くの研究で指摘されているように、その原因は経営層の持株比率が極めて低く、あるべきインセンティブの役割を果たしていないことや報酬設計の不合理性、インセンティブメカニズムの欠陥などに帰結されているのである。

さらに、今までの研究成果と比べ、より詳細な分析を行った研究として挙げられるのが陳・万・戴(2011)の研究といえる。彼らは、インセンティブの欠乏または過度なインセンティブでは、経営者報酬と企業業績の関連性が見当たらず、適切で合理的なインセンティブこそ、経営者報酬と企業業績の関連性が正の関係である、ということを指摘した上で、中国上場企業における経営者報酬に対するインセンティブメカニズムを主に利潤分け前制(基本給+ボーナス)、年俸制、経営者持株制、年俸制+経営者持株などの4つのパ

ターン⁽¹¹⁾に分けている。そして、それぞれの4つのパターンと企業業績との関連性について分析を行った。この4つのインセンティブメカニズムにおいて、中国の上場企業で最も多く実施されているのが経営者持株制で、1361社である。その次に、多く実施されているのが「基本給+ボーナス」制で、707社である。つまり、中国の多くの上場企業では、依然として伝統的な報酬制度である「基本給+ボーナス」制を実施していることが明らかになったのである。特に、陳・万・戴(2011)の研究において、注目すべきところは、それぞれのパターンには、分岐点が存在し、その分岐点を基準に正の相関関係と負の相関関係が存在していることを明らかにした点である。4つのパターンにおける明確な分岐点を提示したことは本研究の大きな研究成果とも思われる。4のインセンティブメカニズムのうち、3つのパターンと企業業績との関係について、ここで取り上げたい。その研究成果は次の通りである⁽¹²⁾。

まず、「基本給+ボーナス」制と企業業績との関係であるが、彼らは実証研究を通じて、現時点において、「基本給+ボーナス」制を実施している上場企業で、10～20万円の経営者の収入が最も合理的である、と指摘している。

次に、年俸制と企業業績との関係においては、上海市及び労働部の規定により、年俸制を実施している大部分の上場企業の経営者の年俸は比較的に低いことを指摘した上で、経営者の年俸が低い企業では、経営者報酬と企業業績は関連性がなく、経営者の年俸が高い企業では、経営者報酬と企業業績が正の相関関係があることを明らかにした。さらに、経営者の年俸が当年度都市部の従業員平均給料の8倍以上から、その正の相関関係が存在していることを証明したのである。

経営者持株制と企業業績との関連では、一定の経営者持株比率は企業業績に一定の効果があるものの、経営者持株比率の増加に伴って、経営者持株比率と企業業績の関係は正の相関関係から負の相関関係に変わる、ということ突き止め、その持株比率の分岐点が0.01～0.1%であることを明らかにした。

経営者報酬が企業のパフォーマンスに与える影響に関する結論は、研究によって異なる結果が出ているが、市場経済の発展、上場企業の内部環境と外部環境の変化に伴って、異なる時期のデータによる異なる結果は当然とも考えられる。

総じて、中国国内においても、経営者持株はエージェンシーコストを低減する重要な方法である、という見解は定着しており、経営者持株と企業パフォーマンスに関する研究結果は、その他の国の企業を対象とした研究結果と基本的には整合性が取れているといえるだろう。

(2) 所有制別による経営者のインセンティブメカニズム

中国では、1990年代から国有企業に株式制を本格的に導入し、その多くの企業を上海・深圳証券取引所に上場させた。株式制の本格的な導入は、政治と企業の分離、所有権と経営権及び権限と責任の明確化、現代企業制度の確立を図ろうとした、のが目的であった。このような背景のもとで、中国の上場企業は中国独特な特徴が見られるのである。

その特徴の1つが、多くの上場企業の筆頭株主は国有株主が占められていることである(表3を参照)。表3からも分かるように、上場企業150社のうち、筆頭株主が国有株主、または国有法人株主である企業が106社にも上る。また、40社の上場企業の第2株主が国家株主、国有法人株主で占められている。特に、注目すべきところは、筆頭株主の持株比率と第2～第5の株主の持株比率には大きな開きがある点である。つまり、中国の上場企業は「一株独大」という独特な株式所有構造になっており、大多数の上場企業の筆頭株主は国有株主であるのである。言い換えれば、これらの上場企業の最終支配権は政府機関、またはその親会社である国有企業ともいえる。

表3 上場企業150社における上位5大株主の持株比率の性質

(単位: 社、%)

		80% 以上	80～ 70%	70～ 60%	60～ 50%	50～ 40%	40～ 30%	30～ 20%	20～ 10%	10% 以下	会社 合計	平均 値
筆頭 株主	国家株	1	1	0	2	1	4	1	1	0	11	44.28
	国有法人株	0	2	7	15	29	20	14	4	4	95	40.51
	その他株	1	1	4	4	4	9	14	4	3	44	34.91
	合計	2	4	11	21	34	33	29	9	7	150	
第2 株主	国家株	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2	10.93
	国有法人株	0	0	0	0	0	0	2	11	25	38	8.37
	その他株	0	0	0	0	0	6	10	13	81	110	8.30
	合計	0	0	0	0	0	6	12	25	107	150	
第3 株主	国家株	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	国有法人株	0	0	0	0	0	0	2	3	15	20	7.10
	その他株	0	0	0	0	0	0	0	2	128	130	2.41
	合計	0	0	0	0	0	0	2	5	143	150	
第4 株主	国家株	0	0	0	0	0	0	0	0	3	3	2.77
	国有法人株	0	0	0	0	0	0	0	1	22	23	2.32
	その他株	0	0	0	0	0	0	0	1	123	124	1.58
	合計	0	0	0	0	0	0	0	2	148	150	
第5 株主	国家株	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	3.21
	国有法人株	0	0	0	0	0	0	0	0	11	11	2.33
	その他株	0	0	0	0	0	0	0	0	138	138	1.19
	合計	0	0	0	0	0	0	0	0	150	150	

注：・各社の「2010年年度報告書」より筆者作成(150社のサンプルはランダム方式で選定した。)

その内訳は上海証券取引所の上場会社88社、深圳証券取引所の上場会社62社である。業種別では製造業81社、運輸・輸送業17社、不動産業12社、エネルギー業8社、卸・小売業10社、情報・通信業4社、鉱業4社、サービス業4社、金融・保険業3社、宿泊・飲食業3社、農林水産業2社、建設業1社、観光業1社である。)

・小数点2位未満四捨五入

出所：董光哲(2017)『中国の上場会社と大株主の影響力—構造と実態—』文眞堂 p.69

中国の上場企業のもう1つの特徴として、多くの取締役が大株主から派遣されていることである(表4を参照)。表4で明らかになったように、上場企業150社の社内取締役のうち、半数以上の取締役は大株主からの派遣で、その中でも筆頭株主からの派遣は4割以上を超えているのである。つまり、大株主、特に筆頭株主は多くの取締役を派遣することで、直接的・間接的に企業経営に影響力を行使しているのである。特に、国有上場企業でその傾向が目立っているともいえる。

表4 上場企業150社における取締役の派遣母体別構成

(単位: 名、%)

	人数	社内取締役に占める割合	派遣取締役に占める割合
筆頭株主	403	43.71	79.80
筆頭株主と第2株主	3	0.33	0.59
第2株主	48	5.21	9.50
第3株主	29	3.15	5.74
第4株主	10	1.08	1.98
第5株主	5	0.54	0.99
第6株主	2	0.22	0.40
第7株主	3	0.33	0.59
不明	2	0.22	0.40
株主から派遣と思われる取締役合計	505	54.77	100
株主と関連がないと思われる人数	417	45.23	—

注: 1) 大株主の派遣先には、その大株主の出資先からの派遣も含む。

2) 社内取締役とは、取締役会において、独立取締役を除いた取締役を指す。150社における社内取締役の総数は922名である。

3) 筆頭株主と第2株主から派遣された取締役が3名いる。

4) 不明とは、大株主から派遣されているものの、その詳細が不明である人数を指す。

5) 各社の「2010年年度報告書」より筆者作成(内訳は表3と同様)

出所: 董光哲(2017)『中国の上場会社と大株主の影響力—構造と実態—』文眞堂 p.25

また、報酬・手当の出処先にも大きな特徴が見られる。表5は、上場企業200社における社内取締役の報酬・手当の支給形態である。報酬・手当の支給状況が確認されている上場企業200社の社内取締役1108名のうち、486名は当該企業以外でも報酬・手当が支給されているのである。つまり、43.86%の社内取締役の報酬・手当は株主単位・或いはその他関連単位と何らかの関りがあることが分かる。さらに、社内取締役の報酬・手当の支給形態を所有別に分析したのが表6である。この表から分かるように、社内取締役の半数以上が株主単位・或いはその他関連単位から報酬・手当が受給される企業をみると、国有上場企業は100社のうち69社、民営上場企業は100社のうち30社である。つまり、株主単位・或いはその他関連単位から報酬・手当の受給されている社内取締役は、国有上場企

業が民営上場企業より圧倒的に多いのである。

表5 上場企業200社における社内取締役の報酬・手当の支給形態

(単位:名)

報酬・手当の出処先	取締役人数
当該会社(のみ)	622
株主単位・或いはその他関連単位(のみ)	380
株主単位・或いはその他関連単位と当該会社の両方	106

注:1) 上場企業200社の社内取締役人数は1140名(外部取締役と独立取締役を除いた人数)である。そのうち、32名の社内取締役の報酬・手当の受給状況は不明である。

2) 各社の「2011年年度報告書」により筆者作成(上場会社200社のサンプルはランダム方式で選定した。その内訳は上海証券取引所の上場会社112社、深圳証券取引所の上場会社88社である。業種別では製造業102社、不動産業28社、卸・小売業17社、サービス業14社、情報・通信業11社、建設業6社、運送業9社、娯楽業2社、鉱業2社、観光業1社、農林・水産業1社、その他7社である。所有制別では国有資本参加企業100社、非国有資本参加企業100社である。)

出所:董光哲(2017)『中国の上場会社と大株主の影響力—構造と実態—』文眞堂 p.135

表6 社内取締役半数以上が株主単位・或いはその他関連単位から報酬・手当を受給する会社数

(単位:社)

社内取締役のうち、株主単位・或いはその他関連単位から報酬・手当を受給する社内取締役人数が半数以上の会社数	99
うち 国有資本参加企業	69
非国有資本参加企業	30
そのうち、全ての社内取締役が株主単位・或いはその他関連単位から報酬・手当を受給する会社数	6
うち 国有資本参加企業	4
非国有資本参加企業	2

注:1) サンプル数は上場会社200社であり、そのうち国有資本参加企業100社、非国有資本参加企業100社である(内訳は表5と同様)。

2) 半数以上は半数を含む。

3) 各社の「2011年年度報告書」により筆者作成

出所:董光哲(2017)『中国の上場会社と大株主の影響力—構造と実態—』文眞堂 p.138

中国の上場企業は、株式所有構造によって国有上場企業と民営上場企業に分けられる。一方、上述したように、中国の上場企業は「一株独大」という独特な集中型株式所有構造であり、大多数の上場企業の筆頭株主は国有株主である。これらの上場企業の最終支配権は政府機関、またはその親会社である国有企業が掌握し、経営層のメンバーの多くは直接的に・間接的に政府機関、または国有企業から任命されているのである。さらに、多くの社内取締役の報酬・手当の支給は、株主単位・或いはその他関連単位と関りがあり、その傾向は国有上場企業の方が民営企業より顕著である。このような背景から考察すると、株

式所有構造が異なる上場企業では、必然的に経営者に対するインセンティブメカニズムは異なると仮定できる。

株式所有構造によって、経営者の年度報酬と企業パフォーマンスとの関連性について異なる研究結果を明らかにした研究の1つとして闫・刘(2006)の研究が上げられる⁽¹³⁾。その研究結果によると、経営者報酬と企業パフォーマンスの間には、民営上場企業では正の相関関係が存在していることが確認されているが、国有上場企業においては正の相関関係が存在していない研究結果が明らかにされた。同様な研究結果は向・李(2010)の研究調査でも明らかになっている。向・李(2010)は、回帰分析を通じて国有上場企業の経営層の報酬レベルは非国有上場企業より低いことを明らかにした上で、中国の上場企業の独特な集中型株式所有構造のもとで、最終的な支配者は政府機関、または国有企业で、これらは経営者層の現金型報酬に影響を与える重要な要素であると指摘した⁽¹⁴⁾。

一方、华(2016)の研究成果では国有上場企業と民営上場企業の相違点について次のようにまとめている⁽¹⁵⁾。つまり、その相違点として、①国有上場企業の一株収益率は民営上場企業より高い。②民営上場企業の純資産収益率は国有上場企業より高い。③民営上場企業の高級管理人員の平均持株比率と持株の高級管理人員の平均比率は国有上場企業より高い。つまり、民営上場企業は国有上場企業に比べ、高級管理人員に対して株権によるインセンティブを重視していることがわかる。④国有上場企業における平均高級管理人員の年度報酬は民営上場企業の高級管理人員の報酬に比べ遥かに多い。高級管理人員のインセンティブにおいて、国有上場企業は民営上場企業より現金型報酬のインセンティブを重視する。

他方、国有上場企業の経営者のインセンティブを分析する際には金銭的報酬だけではなく、それ以外の要素も考慮すべきである、という研究も少なくない。既に指摘した国有上場企業の特徴により国有上場企業の経営層は、報酬に対する交渉を失うと同時に、現金型報酬も比較的到低く、株式報酬制度によるインセンティブも欠乏している。その代わりに、名誉、職務昇進を重視する傾向があり、それによって過度な在職消費⁽¹⁶⁾を追及する現象が生じるとも思われる⁽¹⁷⁾。インセンティブのその他の要素というのは、つまり、国有上場企業の経営者層に対する報酬は必ずしも企業パフォーマンスと関連するのではなく、行政面での功績を考課し、政治面での昇進をインセンティブの手段として考えられることもあり得るということである。これに対し、筆頭株主が非国有株主の上場企業は企業価値と利潤能力が高いと同時に、経営面においても柔軟性が高く、企業統治にも効果があるといえる⁽¹⁸⁾。

国有上場企業における政治的インセンティブについて、より詳細な分析を行った研究として、宋・郭・张(2011)の研究が挙げられる⁽¹⁹⁾。彼らの研究成果によれば、国有上場企業において、上級部門による代表取締役と総経理に対する物質インセンティブは基本的に年俸制で、株式報酬によるインセンティブは積極的に導入されていない。また、企業パフォーマンスの向上は、総経理には物質インセンティブの増加をもたらしているが、代表

取締役には明らかな増加をもたらしているとはいえない。他方、企業パフォーマンスの向上は、上級部門による総経理の抜擢と顕著な相関関係がほとんど見られない一方、代表取締役を昇進させる可能性が高くなるのである。上級部門が企業パフォーマンスに対する評価の多くは、代表取締役に政治面での昇進を与えることである。つまり、宋・郭・張(2011)は、中国の国有上場企業において、企業パフォーマンスは、上級部門が代表取締役、総経理など高級管理者を評価する依拠であり、代表取締役の昇進と総経理への物資報酬に直接に影響を与えていること、言い換えれば、代表取締役は政治的インセンティブにいつそう関心を持ち、総経理は物資インセンティブにいつそう関心を持つ、ということを明らかにしたのである。

Ⅵ. おわりに

欧米日諸国では、株式会社における経営者のインセンティブに関する研究がかなり蓄積されているといえる。欧米日諸国の市場主体は民間企業であり、欧米日諸国の民間企業の株式所有構造、株式性質などは中国の上場企業と大きく異なっている。欧米日諸国における企業統治と経営者のインセンティブに関する研究は、基本的に私的所有権・私的財産権の経済体制の前提で委託—代理関係について研究が行われている。一方、民間経済は中国経済の重要な構成部分であるものの、欧米日企業と比べ中国の上場企業では、株主と経営者との委託—代理関係が明確に分離されているとは言えないのも現状である。つまり、既に指摘したように中国の上場企業の株式所有構造は「一株独大」であり、その筆頭株主の多くは国有株主、または国有法人株主で、その筆頭株主から多くの社内取締役が派遣されているのである。この点は、欧米日企業と中国の上場企業との大きな相違点でもある。

本稿では、内部ガバナンス・メカニズムの重要な内容の1つである経営者報酬（特に経営者のインセンティブ）を企業統治と関連させながら、その先行研究のサーベイを行った。特に、中国の上場企業に焦点を当てながら、経営者のインセンティブに関する先行研究のレビューを試みた。先行研究では、次の点が明らかになったと思われる。

第1に、経営者の報酬と企業パフォーマンスに関する研究については、様々な国の企業を対象とした研究の蓄積が進んでおり、その研究結果には整合性が見られる、具体的に言えば、経営者の持株比率は、企業パフォーマンスに正の相関関係があると同時に、負の相関関係も存在していることが明らかになったのである。

第2に、欧米企業をはじめ、日本企業、中国企業では、社外取締役（中国では独立取締役）を期待する動きが高まっていると同時に、積極的に導入する趨勢になっている。情報公開においても、経営者報酬に関してより詳細な情報を開示しようとしている動きがみられる。

第3に、中国の上場企業において、経営者による持株比率の低さ、高級管理者など経営陣の報酬設計の不合理性、報酬に対するインセンティブメカニズムの未熟さ、などが指摘されている。

第4に、中国における国有上場企業と民営上場企業は、経営者に対するインセンティブメカニズムが異なることが明らかになった。例えば、国有上場企業においては、政治的インセンティブが重要な考慮要素であることが判明されたのである。また、国有上場企業では民営上場企業より現金型インセンティブが重視され、民営上場企業は国有上場企業より株式による報酬が重視されているのである。

これまでの中国の上場企業における経営者のインセンティブに関する先行研究は一定の時間が経ったものの、一番新しいデータであっても2013年のものである。この数年間、中国企業は競争力を含む多方面で大きく変化を遂げたといえる。中国の上場企業における経営者のインセンティブメカニズムは外部環境、内部環境の変化とともにどのように変化しているのか。それによって、中国の企業統治はどのように変わっているのか、この点を今後の研究課題としたい。

【謝辞】

本稿の執筆にあたり、匿名の先生から貴重なコメントとアドバイスを頂いた。心からお礼を申し上げたい。

注

- (1) Fama, E. and M. Jensen (1983b), "Agency Problem and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp.327-349
- (2) 中尾武雄・中畠剛 (2011)「経営者が企業価値に与える影響と経営者報酬の関係」『経済学論叢』63巻1号 同志社大学 2011.7.20 pp.1-2
- (3) 企業価値において、株式収益率は考慮すべきではない、という論文に注目したい。役員の持株は、企業の利益には有意であるが、株式収益率には有意な影響を与えていないことを、久保(2004)は明らかにした。久保(2004)は、その理由として次の2つの考え方を提示している。1つは、株式市場における株価は経営者の努力と直接リンクさせることは難しく、金利、市場のトレンド、経済の先行きなど様々な要因に影響されること、もう1つは、役員の持株は、企業業績を向上させるインセンティブを持っているが、株価を最大化するインセンティブは持っていないではないかという考え方、である。詳しくは、久保克行(2004)「経営者インセンティブが企業業績に与える影響」『早稲田商学』早稲田商学同政会 第401号 2004年9月を参照。
- (4) 熊代拓馬(2016)「経営者報酬規制における情報開示制度」『六甲台論集 法学政治学篇』第63巻第1号 神戸大学大学院法学研究会 pp2-3
- (5) 一方、社外取締役と企業パフォーマンスとの関係に関する研究の蓄積もかなり進んでいる。但し、社外取締役が企業パフォーマンスに有意な影響を与える、という研究があれば、それと異なる見解を主張する研究も見られる。社外取締役が企業パフォーマンスに有意な効果を主張する研究は、社外取締役によるモニタリング機能と専門知識の提供に着目したものが主流であるといえる。詳しくは、松本守(2013)を参照されたい。
- (6) 熊代拓馬(2016) pp8-9
- (7) 张金麟・高文品・赵勃(2011)「中国上市公司高管薪酬总体性描述及高管激励对策研究」『经济问题探索』2011年第6期 p31
- (8) 近年、中国の上場企業における報酬委員会の特徴と高級管理者の報酬契約に関する研究も行われている。その研究として、江・劉・李(2013)の研究が挙げられる。詳しくは、江伟・刘丹・

- 李雯(2013)「薪酬委员会特征与高管薪酬契约—基于中国上市公司的经验研究」『会计与经济研究』(双月刊)2013年第3期を参照。
- (9) 华幸(2016)「中国上市企业高管激励与企业绩效—基于物流行业的实证研究—」『科技和产业』第16卷第7期2016年7月、张金麟・高文品・赵勍(2011)
- (10) 张金麟・高文品・赵勍(2011)
- (11) (1) 2007～2009年の深圳証券取引所と上海証券取引所のMain-Board Marketに上場している上場会社の「年次報告書」のデータベースを研究対象としている。そのうち、次のような会社を取り除いている。①STとPTの会社、②2007～2009年の当年度に新しく上場した上場会社、③「年次報告書」にインセンティブ類型の未公開、財務データの不十分な会社、④金融業界。(2)ここでの経営者持株とは、株式報酬によるインセンティブを除いたもので、経営者が当該会社の株式を所有するものを指す。2007～2009年において、32社の上場会社が株式報酬によるインセンティブを実施している。詳しくは、陈共荣・万平・戴莉芬(2011)「上市公司经营者报酬激励强度研究」『湖南大学学报』(社会科学版)第25卷第6期2011年11月を参照
- (12) 詳しくは、陈共荣・万平・戴莉芬(2011)「上市公司经营者报酬激励强度研究」『湖南大学学报』(社会科学版)第25卷第6期2011年11月を参照
- (13) 闫丽荣・刘芳(2006)「上市公司经营者薪酬激励」『合作经济与科技』2006(3):26～27
- (14) 向锐・李琪琦(2010)「公司所有权, 管理控制权与高管报酬—基于中国上市公司的经验证据—」『山西财经大学学报』第32卷第4期2010年4月
- (15) 华幸(2016)「中国上市企业高管激励与企业绩效—基于物流行业的实证研究—」『科技和产业』第16卷第7期2016年7月
- (16) 在職消費に関しては、民营企业を研究対象とした研究もある。張・王(2010)の研究では、民营企业を研究対象として、高級管理者に対する隠れたインセンティブ(いわゆる在職消費)は企業パフォーマンスに有意に影響を与えることを明らかにした。
- (17) 顔劍英(2002)「经理行为的激励方式与国有企业激励机制的改革」[J]『江苏大学学报』(社会科学版)2002(2):104～109、陈冬华・陈信元・万华林(2005)「国有企业中的薪酬与在职消费」[J]『经济研究』2005,(2):92～101
- (18) 徐晓东・陈小悦(2003)「第一大股东对公司治理, 企业业绩的影响分析」[J]『经济研究』2003,(2):64～74
- (19) 宋增基・郭桂奎・张宗益(2011)「公司经营者物质报酬, 政治激励与经营绩效—基于国有控股上市公司的实证分析」『当代经济科学』第33卷第4期2011年7月

主要参考文献

【日本語文献】

- 稲上毅・連合総合生活開発研究所(2000)『現代日本のコーポレート・ガバナンス』東洋経済新報社
- 久保克行(2004)「経営者インセンティブが企業業績に与える影響」『早稲田商学』早稲田商学同政会 第401号 2004年9月
- 熊代拓馬(2016)「経営者報酬規制における情報開示制度」『六甲台論集 法学政治学篇』第63巻第1号 神戸大学大学院法学研究科
- 境陸(2017)「日本企業の長期インセンティブの高度化～株式報酬導入の観点から～」『桜美林経営研究』桜美林大学大学院経営学研究科 第8号(2017年度)
- 土屋守章・岡本久吉(2003)『コーポレート・ガバナンス論—基礎理論と実際』有斐閣
- 董光哲(2017)『中国の上場会社と大株主の影響力—構造と実態—』文眞堂
- 中尾武雄・中畠剛(2011)「経営者が企業価値に与える影響と経営者報酬の関係」『経済学論叢』63巻1号 同志社大学 2011.7.20

松本守(2013)「コーポレート・ガバナンス・メカニズムと企業パフォーマンスの関係に関するサーベイ—内部ガバナンス・メカニズムを中心に—」『商経論集』北九州市立大学 第48巻第3・4合併号(2013年3月)

【中国語文献】

- 陈冬华・陈信元・万华林(2005)「国有企业中的薪酬与在职消费」『经济研究』2005(2)
- 陈共荣・万平・戴莉芬(2011)「上市公司经营者报酬激励强度研究」『湖南大学学报』(社会科学版)第25卷第6期2011年11月
- 华幸(2016)「中国上市企业高管激励与企业绩效—基于物流行业的实证研究—」『科技和产业』第16卷第7期 2016年7月
- 江伟・刘丹・李雯(2013)「薪酬委员会特征与高管薪酬契约—基于中国上市公司的经验研究」『会计与经济研究』(双月刊)2013年第3期
- 李增泉(2000)「激励机制与企业绩效：一项基于上市公司的实证研究」『会计研究』2000(1)
- 宋增基・郭桂玺・张宗益(2011)「公司经营者物质报酬，政治激励与经营绩效—基于国有控股上市公司的实证分析」『当代经济科学』第33卷第4期2011年7月
- 王严(2013)「高管薪酬与公司经营绩效关系的实证研究—以金融保险行业上市公司为样本」『学术界』2013年增刊・经济管理
- 魏刚(2000)「高级管理层激励与上市公司经营绩效」『经济研究』2000(3)
- 徐春香(2013)「我国上市公司高管薪酬影响因素的实证分析—基于上市公司面板数据的实证研究」『经管空间』2013年8月
- 徐晓东・陈小悦(2003)「第一大股东对公司治理，企业业绩的影响分析」『经济研究』2003(2)
- 徐向艺・王俊韡・巩震(2007)「高管人员报酬激励与公司治理绩效研究—一项基于深，沪A股上市公司的实证分析」『中国工业经济』2007(2)
- 许承明・濮卫东(2003)「内部人持股与上市公司绩效研究」『数量经济技术经济研究』2003.20(11)
- 向锐・李琪琦(2010)「公司所有权，管理控制权与高管报酬—基于中国上市公司的经验证据—」『山西财经大学学报』第32卷第4期2010年4月
- 颜剑英(2002)「经理行为的激励方式与国有企业激励机制的改革」『江苏大学学报』(社会科学版)2002(2)
- 闫丽荣・刘芳(2006)「上市公司经营者薪酬激励」『合作经济与科技』2006(3)
- 于东智(2001)「董事会公司治理与绩效—对中国上市公司的经营分析」『中国社会科学』2001(3)
- 张大勇・王磊(2010)「民营上市公司高管激励与公司绩效关系的实证研究」『西安电子科技大学学报』(社会科学版)第20卷第6期2010年11月
- 张金麟・高文品・赵勍(2011)「中国上市公司高管薪酬总体性描述及高管激励对策研究」『经济问题探索』2011年第6期

【英語文献】

Fama, E. and M. Jensen (1983b), "Agency Problem and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, Vol.26