


FRI 研究レポート

No.62 November 1999

中国企業のコーポレート・ガバナンス

研究員 金 堅敏

中国企業のコーポレート・ガバナンス

【要 旨】

- 1 長年にわたった中国企業の貧弱な資本効率は中国が今日の経済困難をもたらすこととなった重要なファクターであると言える。比較優位に基づかない開発戦略の実施や企業経営に対する政治・行政からの介入が企業の過度なリスク選択を促し過剰投資をもたらした。また、企業改革に伴い経営自主権は拡大されたが、それに見合った経営監視の制度整備が遅れ企業経営規律づけの空白を生じさせることになった。
- 2 このような中国企業の現状に対して当局は赤字企業に対する財務支援や行政命令による過剰設備等の生産能力の解消等の対策を取っている。しかし、競争抑制的な行政主導の産業再編政策は中国企業の赤字体質の抜本的な改善をもたらすことはできず、企業改革のモデルとして株式会社に改組され上場した企業さえ赤字体質を有しているのが現状である。
- 3 形式的に中国の株式会社制度は先進国の企業組織体制を取っている。しかし、実質的には政府が過半数を持つという株式発行規制や国有株と法人株を流通させないという株式流通規制によって政府は株式会社の意思決定をコントロールしている。政府は支配的な株式所有をてこに、企業に産業政策の実施や資本効率性を要求するだけでなく、行政手法による経営陣の任命も行っている。つまり、中国企業の大多数の株式は市場性がなく、経営陣は責任不在の状態と言える。このような組織構造が中国企業の赤字体質が改善されない理由でもある。
- 4 中国企業の赤字体質を抜本的に改善させるためには市場原理に基づくコーポレート・ガバナンスを構築することが必要である。特に、ガバナンスメカニズムにより政治・行政からの介入を遮断させ、分散した個人株主の権利行使の集中が必要であると考えられる。また、証券会社や証券投資基金等の市場機関投資家はもっとも期待される企業経営の外部監視候補機関である。商業契約に基づき国有株や個人株を受託ファンドに委託管理させることが、中国企業の経営体質改善の現実的な政策選択であると考えられる。
- 5 監査役会の独立性の確保、株主代表訴訟制度の整備、民営化促進のための会社制度整備は経営陣内部による汚職・馴合いに対するもう一つのチェック機能として期待できる。市場原理に基づく中国企業のコーポレート・ガバナンス制度は、企業経営に対する企業外部と企業内部の統治体制の確立によって完結される。

【目次】

	ページ
はじめに	(1)
. これまでの企業改革の限界	(2)
1. デフレ経済と非効率な企業投資選択	(2)
2. 競争抑制的な行政手法による企業改革の限界	(4)
3. 企業経営の効率追求のための競争環境整備	(6)
. 現行会社制度及び企業運営	(7)
1. 現行株式会社制度	(7)
2. 政府にコントロールされる企業の意識決定	(9)
3. 行政手法による経営陣の選任	(10)
. 市場原理に基づくコーポレート・ガバナンス確立への提言	(12)
1. 外部監督機関候補	(12)
2. 政府所有株・個人株の委託管理	(16)
3. 経営陣内部機関相互チェック機能の強化	(18)
4. 政策提言のまとめ	(20)
おわりに	(20)
参考文献	(21)

はじめに

中国では、政府が「社会主義市場経済」体制を確立するという経済改革目標を打ち出してから八年近く経過した。この間、経済システムは着実に市場化へ向かいシフトしてきたが、マクロ経済面ではバブル気味の高度成長から安定成長軌道に乗り切れず、デフレ経済に突入している。他方、ミクロレベルでは国民経済の重要な担い手であるはずの国有企業の業績が悪化する一方、かつて活力を満ち溢れた郷鎮企業（集団所有制企業）も業績悪化に見舞われている。このように、マクロ・ミクロ両面で経済パフォーマンスが悪化し、金融不安、財政悪化、雇用縮小（失業問題）など、経済社会の悪循環を引き起こしている。中国経済はまさに、八方塞がりの状況に入っているようにさえ見える。

中国経済をこのような難局に導いた「犯人」はだれであろうか。筆者は中国企業が貧弱な資本効率を放置したままにしていることが中国の経済困難をもたらした重要なファクターであると考え、企業経営に地方の共産党委員会や地方政府がむやみに介入したことが経営陣の無責任状態を作り出し、企業に過度なリスクをもたらした。十数年にわたった国有企業改革の重点は、企業経営者や従業員にやる気をいかに引き出すかというインセンティブ・メカニズムの確立にもっぱら目を向けられた。しかし、このような改革手法では、当局による経営介入問題が解決されないだけでなく、経済効率を無視した計画経済時代には見られなかった新たな問題を生じさせてしまった。つまり、インセンティブ・メカニズムを働かせるために取られた権限分散や利益譲与政策は生産性の改善をもたらした面もあるが、経営陣の汚職や馴合い経営を助長し、会社業績と関係なく内部者（経営者や従業員）への過剰な利益配分や会社財産の横領等の問題を深刻化させた。このような試行錯誤を経て、90年代に入ってから会社組織制度として株式会社制度が導入されるようになり、その後株式会社制が加速し、将来の企業組織モデルとして位置づけられた。

しかし、企業組織形態の改革も形式的に止まり、効率経営や赤字体質解消という企業改革の目的は達成されていない。これは当局による経営の不当な介入や企業内部者による汚職・馴合い経営問題が解決されていないからであると筆者は考える。このような問題意識のもとに、本研究では、現行企業制度及び企業運営を分析し、企業（主に国有企業）経営における政治・行政の介入経路を解明し、効率で健全な企業経営を達成するために必要不可欠な条件として市場原理に基づくコーポレート・ガバナンスの確立に向けての施策を提示することを試みるものである。結論を先取りすれば、効率で健全な企業経営を達成するために株式会社機能をワークさせるには株式発行・流通規制を撤廃し、製品市場だけでなく資本市場、経営者市場、労働力市場を流動化させることによって会社経営のモニタリング機能を働かせ、政治・行政からの経営介入を遮断し、小規模・無力な個人株主の力を結集して企業経

営への監視を強めていく制度整備が必要であることを提言する。

．これまでの企業改革の限界

中国では、産業再編や企業改革には所有制問題（「公有制」を主体とする経済制度）及び雇用調整の問題が避けて通れない課題としてつねに付きまとうので、政策当事者は自分の政治リスクを考慮し誰もこの「蜂の巣」には触れようとしなかった。これまで現実に避けて通れない問題が避けて通れることができたのは、マクロ経済パフォーマンスが良好であったがゆえに、ミクロレベルの非効率な企業経営問題を先送りすることができたからである。しかし、97年後半から経済成長の鈍化が生じ、非効率な企業経営問題の深刻さがやっと認識され始めた。その後、マクロ面における経済政策を総動員したが経済ファンダメンタルズの悪化傾向は続いたままである。もはやミクロレベルの企業改革なしではマクロ経済の立ち直りができない状態に落ちているように見える。だからこそ、99年9月の共産党四中全会でもっばら国有企業改革がメインテーマとなったのである。マクロ経済が良好な時期に企業改革を断行できなかったこれまでの政策対応に疑問を抱かざるをえない。

1．非効率的な企業投資選択と制度改革の非整合性

改革・開放政策の実施後は、物不足の状態から脱却させるのが中国の最大の経済政策の目標であった。80年代半ばと90年代前半に中国は二つの工業生産能力拡張期を経験し、一般工業製品の生産能力は飛躍的に増大してきた。しかし、この生産能力拡大の背後には思わぬ落とし穴があった。昨今のデフレ現象も現段階の需要を大幅に超過する生産能力増強によったものと考えられる。

計画経済の非効率性改善のため、中国の経済システムや経済運営に市場メカニズムの導入が図られた。そして、市場インフラ整備が不十分なまま、また投資リスク責任の不明確のまま、投資決定権が地方政府や国有企業に委譲された。「投資飢餓症」にかかっているともしべき状態となり十分な投資収益分析をせず（またそのような分析能力も欠如していた）投資収益率が資本コストを下回ったプロジェクトにも大量投資を行ってきた。これは、投資決定権を握った地方政府や国有企業等が厳しい予算制約を受けず、しかも投資リスクを負わないという制度の欠陥から見て必然の結果だと言えよう。

図表1は全国家電製品関連加工業の過剰能力を表したものである。過剰投資現象は家電製品に止まらず、全製造業に現れている。鉄鋼需要量1.1億トン前後に対して生産能力は1.5億トンを超えており、1000万トン能力の建設も継続中、全国原油加工量1.6億トンに対して精油設備能力は2.6億トン、セメント需要量5.3億ト

ンに対して生産能力は 6.5 億トン、ガラス重要量 1.6 億「重量箱」(ガラス生産量計
量単位)に対して生産能力は 2.4 箱あり、しかも投資継続プロジェクトもあるとい
う¹。統計によると、中国の製造業の設備能力利用率は、比較的正常に稼働されてい
るのが 36%、65%~80%利用されているのが 27%、50%利用されているのが 19%、
50%以下あるいは生産中止状況になっているのが 18%である²。

図表 1 1995 年全国家電製品の過剰投資状況

単位：万台

製 品	生 産 能 力	能力利用率 (%)	年末建設中規模
家庭用洗濯機	2183	43.4	228
掃除機	1284	43.2	20
扇風機	14253	65.1	255
家庭用冷蔵庫	1821	50.5	217
家庭用クーラー	2035	33.5	380
カラテレビ	4468	46.1	260
排煙機	892	40.2	17
ビデオデッキ	517	41.7	190
ビデオカメラ	35	12.3	1
電子レンジ	259	38.6	

出所：『中国企業報』1997年5月5日。

需要を遥かに超えた過剰投資は、企業の収益率低下をもたらし、その連鎖として
借金の返済が滞り銀行不良債権の山を作り出した源になっている。そして銀行の貸
し渋りが発生し、経済全体がデフレスパイラルに陥るといふ経済社会の悪循環をも
たらしていると考えられる。図表 2 は、製造業 5000 社が業績悪化の道を進んでい
る状況を表している。

図表 2 製造業 5000 社の資本収益率と銀行金利の推移

単位：%

	1994	1995	1996	1997	1998.9
資本収益率(ROA)	3.2	2.4	1.4	1.3	0.38
株主資本利益率(ROE)	9.1	6.5	3.7	3.4	0.99
一年預金金利(平均)	10.98	10.98	9.22	7.11	5.22
流動資金貸出金利(平均)	9.99	11.07	10.35	8.15	6.75

出所：『中国金融展望 1999』等により筆者作成。

本来、製品市場が競争的であれば情報不足や過剰な投資リスク選択によって供給
過剰状態がもたらされても、技術の遅れた企業、経営管理の悪い企業、その他コス
トの高い企業は赤字に転落し、結局は債務超過状態に陥り、市場から退出せざるを

えないはずである。しかし、中国の企業は一生産単位としてだけでなく、政府の経済政策・産業政策の運営の役割や社会不安解消のための雇用維持の役割を担わせており、市場から退出すべき企業も延命させている。このようなミクロレベルの状況がマクロレベルの悪化となって表れていると言えよう。

2. 競争抑制的な行政手法による企業改革の限界

国有企業の赤字体質について中国当局は何の対策を取っていないわけではない。赤字企業に対する債務免除、債務株式交換等による財務体質改善の支援、株式発行等によるエクイティ・ファイナンスの割当性実施、行政命令による減産、閉鎖、輸入制限等による過当競争の解消、「政企分離」（政府と企業の分離）を図り株式会社への企業組織体制改革等の対策をとっている。

図表3は、国有赤字企業への債務免除額を示したものである³。債務免除は企業にモラルハザードを助長し債務踏み倒しの心理を植え付け、「自主経営、自己責任」の企業改革方針に逆行するものである。また、銀行不良債権の処理は財務戦略や経営状況に照らして銀行の自主判断で行われるべきであるが、中国では、企業の申請により、行政の判断で決定される。このような債務免除処理方法は金融機関の自己責任に基づく健全な経営を無視した国有企業支援策になりかねない。

図表3 赤字国有企業への債務免除額

	1996年	1997年	1998年	1999年
債務免除額（億元）	238	300	400	700

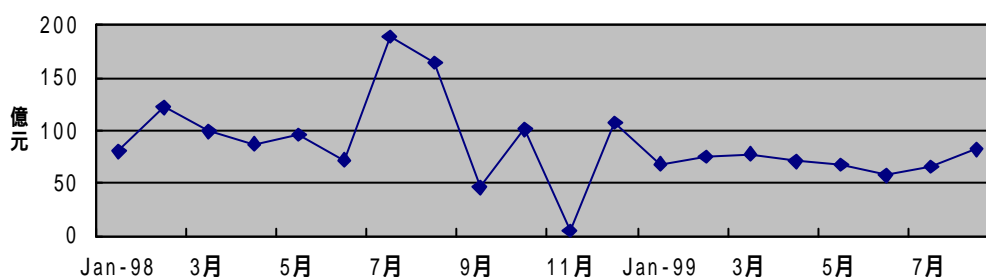
出所：『中国金融展望1998』及び国家経済貿易委員会へのヒアリングによる。

今年に入り、債務株式交換によって国有企業の債務軽減を図る支援スキームができた。現在、国有大型企業500社から負債総額3000億元の債務株式交換申請が出され、その内中国当局は89企業の計590億元の債務株式交換を実施しようとしているという⁴。しかし、債務株式交換のスキームが機能するのは、債務返済の一時的猶予によって企業のバランスシートが調整され、それに伴って企業収益が改善され、株の買い戻しができる場合に限ってである。残念ながら、後の分析から明らかのように、中国国有企業は赤字体質から抜け出し得ておらず、債務株式交換性政策も国有企業の債務危機の一時的なしのぎに過ぎない。もちろん、債務株式交換によって会社の所有者になった金融機関から企業経営の監督を受け、経営は改善されるはずという反論もあろう。しかし、金融機関の株式所有による企業経営の監督メカニズムは、金融機関自体が健全で監督能力や手段を有していかなければ機能しない。残念ながら、既存の国有商業銀行ではそのような役割を期待できる状況にない。

国有企業への支援策は債務免除や債務株式交換に止まらない。財政が金融機関に対して行った企業設備投資等の長期資金需要に対する委託融資(「抜改貸」 - 財政予算手当てから銀行融資に切り替えること。融資残高 600 億元(約 9000 億円))も資本金として投入された⁵。委託融資制度は 1985 年に企業に経営リスク意識を植え付けるために設立された制度であるが、皮肉にも市場経済に沿った改革が企業支援の名目で不発に終わってしまった。

その他に、株式市場を主とする資本市場への上場優先政策(1998 年に国有企業のエクイティ・ファイナンス総額は 1300 億元)や設備更新に対する利息補填(赤字国債が原資になる)等数多くの直接的な財務支援策を取っている。最近、中国当局は国有企業改革の成果として 1999 年上期に「国有企業は昨年(1998 年)の 2.8 倍の 243 億元の利潤を上げた」と大々に宣伝している⁶。しかし、このような「利潤」は政府の財務支援の実績の表れであって、図表 4 のように、国有企業の赤字体質の改善が見られず、企業経営の改善によって業績が上がったとは言えないだろう。

図表 4 国家予算内国有工業企業赤字額の推移



出所：「中国統計快報」各号により筆者作成

大型国有企業への財務支援とともに、競争抑制的な産業政策や行政的な手法で過剰設備の廃棄、企業整理も行われている。1998 年 10 月には生産能力過剰設備の海外移転を奨励する製品リストを発表した。続いて 1999 年 2 月には老朽化設備、生産工程、製品の淘汰に関するリストが発表された。「五小工業の整理・閉鎖」(小型の製油所、発電所、製鉄所、ガラス工場、セメント工場)及び「工商業分野の重複投資規制リスト」も通達された。その規制の実効性は投資許認可機関の許認可、銀行・金融機関の融資規制、土地企画管理規制、環境規制、消防規制、税関の規制等によって確保されるとしている。しかし、過去にも過剰投資や重複投資への規制があるにもかかわらず、地方政府や国有企業によって過剰投資が行われたことから、このような行政命令による過剰投資の解消政策では同じことが繰り返されるだけと懸念されよう。

中国当局が打ち出した国有企業改革政策の中でもっとも市場経済原理に近いのは株式会社制への移行であると考えられる。1992 年 10 月に共産党 14 次大会で打ち出さ

れた「社会主義市場経済」体制の確立宣言を受けて、政府機能と企業経営（「政企分離」）を分離し政府の介入から企業を自主経営、独立採算の生産単位にすることがうたわれた。しかし、図表4が示しているように、実際の企業運営状況を検証してみると、「政企分離」、株式会社への転換による経営改善は見られない。図表5は、国有企業を綺麗に「化粧」して株式会社に転換し上場させた時点では優れたパフォーマンス（高いROE）を示しているにもかかわらず、企業業績は年を追って悪くなっていることを示している。

図表5 上場企業業績（ROE）の変化

単位：%

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
各新規上場年の業績	19.49	15.75	15.50	13.88	13.86	13
↓						
各年上場企業の97年の業績	6.64	4.21	6.66	7.44	12.11	13

中国証券協会『中国証券市場年報1998』により筆者作成。

3. 企業経営の効率性追求のためのマクロ競争環境整備

過剰投資・資本非効率の問題は、単に地方政府や国有企業の投資リスク意識の欠如のみに起因するものではない。マクロ的にその原因を検証すれば、政府主導の工業化発展戦略の失敗が過剰投資・資本非効率を招いた根本的な原因であると言える。ミクロレベルの投資主体である企業投資の資本効率性を高めるためには、まず市場原理に反する政府主導の工業化政策を取りやめ、企業経営の効率追求のためのマクロ競争環境整備が重要ではないかと考える。

1980年においては、中国は比較優位を無視した重化学産業を中心とした工業化戦略を取ってきた。資本や技術の蓄積の少なかった中国で重化学偏重の工業化戦略が失敗したのは当然の成り行きであると言える。その結果、品質の悪い製品しか製造できない生産設備を数多く抱えてしまった。1980年代に入り、これまで軽視された軽工業を優先したが、中央政府の号令で各地方政府は競って紡績や家電製品の生産設備に投資し、今度は軽工業関係の投資が過剰になってしまった。80年代からの製造業投資ブームで、エネルギー・原材料・交通港湾等がネックとして露呈し、今度は政府がインフラへの投資ブームを起こした。ところが、車が通らない道路、船の入港が少ない大規模な港湾施設、輸送能力を考慮しない炭坑開発等、需給関係を無視したインフラ整備が進んだ。限られた資源の効率的な配分の観点から見て産業政策に対し疑問を抱かざるを得ない。

1992年市場経済への移行の決定はこれまでの政府主導の産業発展戦略への反省

を込めた戦略転換と言えよう。2で見てきたように、計画経済の名残りや「公有制」へのこだわりから行政主導で競争制限的な産業再編政策がなお多く存在している。しかし、中国企業の赤字体質を根本的に改善させるためには、競争促進による企業競争力強化を図らなければならない。マクロ政策面では競争環境整備が欠かせない。具体的には、サービス分野（広義）の規制緩和ないし廃止による寡占状況の解消、市場退出メカニズムによる製造業分野の過当競争回避、資本市場・人材市場の流動化を促進し市場メカニズムによる生産要素の成長産業・成長企業への移動を図ること等が緊急課題であると考えられる。こうしたマクロ競争環境の下で、投資主体である企業は資産経営の効率性が求められることになる。

・ 現行会社制度及び企業運営

前述したように、今中国は企業の赤字体質を改めなければマクロ経済パフォーマンスの改善も得られない袋小路に陥っている。また、20年にわたった企業改革はある程度の成果は得られたものの、株式会社制への会社組織の改組は赤字体質改善を根絶させることはできなかった。まさに、これまでの改革手法はもう行き詰まった感じである。赤字体質問題の本質をもう一回整理し直し、企業改革の新たなルート・マップを提示する必要性がある。

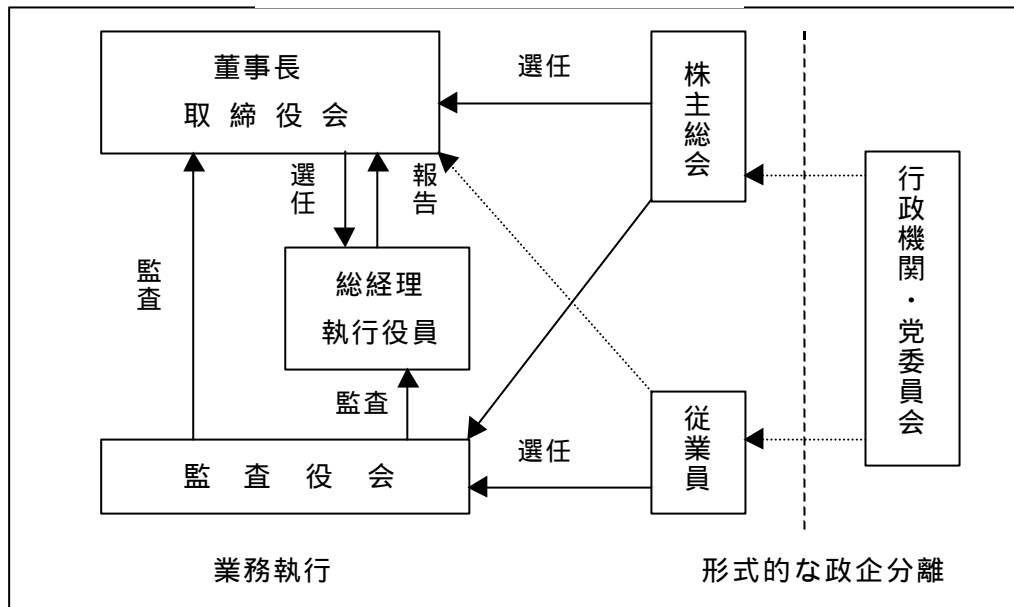
1．現行株式会社制度

中国経済の市場化が進展するにつれて、国内外市場における企業間競争の激しさが増してきた。競争力に影響を与える制度的な要因も次第に明らかにされ、競争力阻害要因を取り除くための努力も払われている。これまで、中国企業の赤字体質は数多くの政策的・社会的負担（例えば、会社経営の病院、学校、福祉施設、各種の社会保障費など）、過剰雇用、過剰債務、過剰設備を抱えることによってもたらされたものである。近年の企業改革の重点はインセンティブ・メカニズムの確立からこれらの過剰負担といった構造的な問題に移していると言える。すなわち、企業の政策負担を地方政府に移転すること等によって解消させること、社会安定を損なわない程度で企業の人員整理を行うこと、政府による財政支援で過剰債務問題を緩和ないし解消させること、過剰設備の海外移転や民間に払い下げ、廃棄等によって過剰設備を淘汰させること、等の政策によって財務健全化、合理化を図る。さらに、企業組織を株式会社や有限会社に改組する。その上で、株式市場に上場させ、市場経済の下で「独立」した企業主体として運営させるというプロセスを経て企業改革を進めている。

以上のような企業改革を経てできた株式会社の組織・運営構造は図表6のような

なっている。

図表 6 株式会社の制度的仕組



出所：中国会社法等により筆者作成。

中国の企業法によって規定されている株式会社の組織は日本、アメリカ及びドイツの株式会社組織をミックスさせてできたものであると言える。株式会社の内部機関として、まず、取締役会と監査役会は日本の株式会社のように並立して株式会社の独立機関として位置づけられる。次に、会社の代表権は董事長(代表取締役会長)にあり、総経理(社長)には代表権がなく、アメリカの最高執行役員(CEO)に相当する。ただし、董事長は総経理を兼任できるので、アメリカの制度を採り入れた規定と思われる。さらに、従業員の経営参加制度を採りいれているのはドイツの会社法を参考にしたものと言える。ただし、従業員の取締役会への参加は一定の会社形式に限られている⁷。基本的に、会社業務の執行は取締役会と総経理等の執行役員が行うが、取締役会は業務執行の監督権限を有している。また、会社財務及び経営への監督・監査機能は監査役会に任されている。株式会社の外部機関としての株主総会は世界各国の株式会社機関と同じように設置される。

株式会社制度を中国の企業の改革目標として掲げたのは、所有と経営の分離によって企業経営への政府介入を断ち切り(いわゆる「政企分離」の実現)、経営陣に会社経営責任を負わせる(いわゆる「自主経営」、「損益自己負担」の実現)狙いであると言える。しかし、現実的には「政企分離」、「自主経営」、「損益自己負担」は形式的に過ぎず、机上の空論になっている。で検討したように、形式的な企業改革は会社の赤字体質の改善、経営パフォーマンス向上をもたらすことができないでい

る。

2. 政府にコントロールされる企業の意識決定

次に、政府がどのような経路を利用して企業経営に介入しつづけているかを検討する。確かに、株式会社制の導入により計画経済時代のような経営への直接介入方式は取りにくくなった。しかし、「公有制」に拘り続ける中国当局は株式発行規制や流通規制によって政府による企業経営介入の合法的な経路を確保している。

株式発行規制には二つの規定が置かれている。「股嚴有限公司国有股權管理暫定弁法」(株式会社国有株管理暫定令)第11条には、株式を発行して国有企業を株式会社に改組する場合、国有株式(国家所有株・国立法人所有株を含む)は全株の50%以上でなければならない;或は 株式所有が分散し政府による会社支配の見込みのある場合には国有株式所有は30%以上でなければならないと規定している⁸。しかもいくつかの国有機関に分散所有している株式を合計して一つの国有機関の所有株式としてはならないという規制を付け加えている。

図表7 1996年全上場企業と流通可能な株式分布との関係

発行済株式数に占める流通株の割合%	~10	~20	~30	~40	~50	~60	~70	~80	~90	~100
当該割合に該当する企業数	5	27	207	132	99	39	11	6	0	4
全上場企業に占める割合	1	5	39	25	19	7	2	1	0	1

出所:『中国証券市場年報(1997)』等により筆者作成。

次に、株式の流通規制⁹が敷かれている。つまり、国有株式(国家株と国立法人所有株)は流通できないとされ、また従業員持株も流通できないと規定されている。図表7で示したように、1996年の全530社の上場企業の中で九割近くが50%以下の流通株式数になっている。50%以上の株式を流通させている上場企業は比較的に規模の小さい国有企業か非国有企業である。ちなみに、1997年末流通できない株式の比率は全株数の65.2%であった。

このように、株式会社制度と株式市場の運営は所有と経営の分離によって企業経営への政府介入を断ち切り、経営陣に会社経営責任を負わせ、国有企業の赤字体質を改善させるという改革の初志とは裏腹に、現実には当局者が所有者の立場で合法的に株式会社をコントロールしている。株式会社への支配的な立場にある国有株主の株主権利行使は、「**公有制の方針を貫き、国家産業政策の実施を確保し、…、資本効率を追求する**」に従って行わなければならないとされている¹⁰。このような行動規範はこれまでの国有企業の経営規範となんら変ることがないと言えよう。実際、

国有株比率が高いほど企業業績が悪いことは中国国内研究者の実証研究によって証明されている¹¹。

そうだとすれば、政府による資本に対する支配は計画経済時代の国有資産に対してだけでなく、株式会社という組織を通じて個人や他の資本も支配下に置いたので、政府に支配されている株式会社は資本非効率性の大きな発生源になってしまい、国有資本だけでなく私的資本まで非効率をきたしていると言えよう。皮肉にも、資本市場を通じた資本支配範囲の拡大は、中国当局の株式会社制度導入のもう一つの目的¹²であり、実際その目的はほぼ狙いどおりに実現されている。しかし、それは一時的な「成果」に過ぎず、中長期的には上場企業の業績改善が見られなければ、投資家の信用を損ないかねず、私的資本を資本市場に引き込むことを目的とした政策も空振りに終わるだろう。

3．行政手法による経営陣の選任と汚職・馴合い経営

会社の経営業績は経営陣の経営能力に負っているところが大きい。有能な経営陣の選任は企業の死活の問題である。いままで国有企業の経営者は行政幹部の身分を有し、企業経営の利潤追求をしながら党・政府の政策を実施する任務も負っていた。中国では、このような任務を遂行する経営者は党・政府の企業幹部人事管理専門機関によって任命される。この企業幹部人事管理制度が経営者の無責任をもたらし、企業経営の過度なリスク選択を許してしまっていると考えられる。

中国が株式会社制度を導入するのは、経営に有能な人材を迎え入れ、株式会社各機関の相互チェック・メカニズムを働かせることによって経営者に責任を持たせ、会社の赤字体質を改善させることを期待しているからだろう。しかし、現実には期待と裏腹に、中国の株式会社における経営陣の選任において「**党が幹部を管理する**」原則に基づいて政治や行政が深く関わっているのが実情である。前述のように政府が支配的な出資者の立場に立っているので、取締役、監査役、社長等の選任が政府主導によって行われることは株式会社制度上に矛盾がなく、むしろ当然の成り行きである。

問題は経営陣をどんな基準において選任するかにかかるといえる。中国当局は基本的に**政治素質がよく党・政府の方針・政策を厳格に実施できること、優れた経営才能を有すること、順法意識や経営モラルを有すること**という三つの基準で選任している¹³。つまり、経営陣の候補者には行政管理能力（及び行政実績）と企業経営能力（及び実績）を備えることが要求される。例えば、大型国有企業を株式会社に組織改組して上場させる場合、新しい株式会社の法人代表の選任に共産党委員会の任命証書が必要であるとされている¹⁴。しかし、行政管理と企業経営はその追求する目的、活動の手法及び責任所在等の面で異なっており、機能するメカニズム

が違ふ。しかも、過去において中国の国有企業経営陣の選任は の行政手腕を重んじる傾向が見られていたため、経営能力を主要な選任基準としている市場経済国の経営陣選任方法とはかけ離れ、その有効性を疑問視せざるを得ない。

中国の会社経営陣選任において、今一つの問題点は、選任された経営陣のほとんどは企業内部者や元企業管轄官庁のOBであることである。図表8はその傾向を示したものである。経営陣に内部者が多く選任されていることは、中国の上場企業のほとんどが国有企業を改組してできたことと、株式所有構造において国が支配的な立場にある、ことから見れば自然な結果であると言える。もちろん、経営陣の内部者選任は企業事情に精通し経営に有利であり、企業の内部経営情報管理にもプラスの面もあろうが、企業所有者と経営陣の利害が必ずしも一致しておらず、経営チェック体制が整っていなければ会社の効率が良く健全な経営が期待できなくなる恐れがある。

図表8 上場406社の内部取締役の割合

取締役会に占める 内部取締役の割合%	~ 10	~ 20	~ 30	~ 40	~ 50	~ 60	~ 70	~ 80	~ 90	~ 100
当該割合に該当する 企業数	3	8	27	25	29	40	46	66	65	97
全406社に占める 割合%	1	2	7	6	7	10	11	16	16	24

注：内部取締役は取締役に就任した経営管理者や従業員代表を指す。

出所：何峻「上場企業統治構造的実証研究」『経済研究』1998年第5期により筆者作成。

中国における行政主導の企業経営陣選任の問題は、企業幹部管理を管轄する人事部門と国有株式の所有者としての国有資産管理部門との間の縄張り意識により経営陣任命を巡って対立させる恐れもある。

・市場原理に基づくコーポレート・ガバナンス確立への提言

以上で見てきたように、中国企業の赤字体質は企業の政策負担の回避、過剰債務の処理、過剰人員の整理、過剰設備廃棄政策だけでは根絶されない。企業組織を株式会社制へ移行する中国の企業改革方向性は正しいと評価できるが、様々な規制によってもたらされた現行の株式所有構造や行政手法の経営陣選任は行政目的と経済目的を混在させ株式の市場性を無くし、経営陣の責任不在によって経営に過度なリスクをもたらした。また、企業内部監督構造の不備は経営陣内部選任の多い中国企業に汚職や馴合い経営の横行を許してしまった。したがって、中国企業の赤字体質を改善し、汚職・馴合い経営を一掃するために、マクロレベルでは市場競争環境整

備、ミクロレベルでは市場原理に基づく企業のコーポレート・ガバナンスの整備が緊急課題であると考え。ここでは、ミクロレベルで市場原理に基づく企業のコーポレート・ガバナンスの整備に焦点を絞って検討する。

1. 外部監督機関候補

一般的に、企業経営陣の規律付け方法は株主である外部関連機関からの圧力と企業内部各機関による相互チェックメカニズムとに分けられる。公開会社の株主は、二つの経路を通じて企業のコーポレート・ガバナンスに影響を与えられる。一つは株式市場での株価形成を通じて、もう一つは株主総会での株主権利行使を通じてである。米英のような株式市場機能が十分に発達している国々では、機関投資家や個人株主といった市場投資家が資本市場を通じて企業経営への規律付けをする役割が大きいと言われている。それに対して日本とドイツでは、株式の持ち合い（日本）及び個人株の寄託管理・取引のある企業や銀行による株式所有（ドイツ）の度合いが強く、株式の流通性が弱く、メインバンクやハウスバンクと言った金融機関の企業に対するコーポレート・ガバナンスにおける役割が大きい。

図表 9 全上場企業の株式所有構造の比較

単位：%

	米 国	日 本	ド イ ツ	中 国
政 府	-	0.6	6.8	40.03
家計（個人）	53.5	23.1	16.8	*18.17
企 業	-	25.1	39.2	35.58
保険・年金・投信等	39.5	21.8	10.6	(*12.12)
銀 行	0.3	25.2	8.9	-
従業員持株	-	-	-	2.03
海 外	6.7	4.2	17.7	*4.19

注： 中国のデータは1997年末、その他は1990～1991である。

*は中国の流通可能な株式を指し、海外所有流通株は外国人向けのB株を指す。

中国の企業と保険等の法人所有は合計で35.58%、内流通可能は約12.12%。

出所：深尾光洋・森田泰子『企業ガバナンス構造の国際比較』、『中国証券市場年報1998』、中国証券監督委員会へのインタビューにより筆者作成。

このような各国におけるコーポレート・ガバナンスシステムの相違は各国の会社制度や証券市場制度・規制及び株式所有構造の違いによってもたらされたものである。図表9は、中国とアメリカ・日本・ドイツの株式所有構造の相違を表している。もっとも、近年、米国でも投資家等は資本市場を通じてではなく株主総会で発言する傾向が増えている。他方、日本やドイツでも株式持ち合い解消等により資本

市場を通じた企業経営規律付けの度合いが増している。このような株式所有構造の違いや各国におけるコーポレート・ガバナンスの進展を踏まえて、中国企業のコーポレート・ガバナンスにおける外部監督機関候補を検討する。

資本市場：株式流通性が悪く経営業績と株価とが非一致

図表 9 が示されたように、中国当局の株式発行規制により中国株式所有構造には政府所有株式の比率が高いこと、法人機関投資家の株式所有が少ないこと、海外所有流通株はいわゆる外国人向けの B 株であって中国国内投資家向けの A 株と遮断されていることが特徴的である。また、中国の株式流通規制により流通できる株式は 35% ぐらいしかない。したがって、流通性の悪い中国市場でアメリカのような敵対買収は不可能に近い（流通株式が 50% を超えている小規模上場企業は別として）。また、中国の株式流通市場に参入している投資者数は 4000 万を数えられるが、その内 99.5% が小規模で企業収益からの配当よりキャピタルゲインを追求する個人投資家であり、機関投資家は数が少ないだけでなく資産規模も小さい結果、中国の株式市場は投機性が強くなっている。それゆえに形成された株価は必ずしも経営評価の結果とはなっていない。したがって、資本市場を媒介としてのコーポレート・ガバナンス機能は短・中期的には期待できない。

行政機関：所有の非人格化で健全な管理者がいない

中国では公有財産は全人民所有とされ、様々な行政機関が 12 億人民を代理して所有権を行使している。しかし、代行に任された公有資産に対して真の責任を負うものが誰一人もないことは中国の実践で証明された。また、12 億人民の資産が生む利益を直接に各人民個人が認識しうるような性質のものではない。自分の所有する資産の代理に対して無関心で、監視するインセンティブも手段も持たない。つまり、12 億人民を代表して政府保有株を健全に管理する者がいないと言える。また、前述したように、中国における上場企業の業績と株式所有構造に関する実証研究も国有株式の比率が高いほど企業業績が悪いことを明らかにしている。中国企業に対する経営規律づけの役は政府機関に期待することはできない。

個人株主：無力でただ乗りになりがち

個人株主については、どこの国にも同じように本来自分の資産運営に強い関心を有するはずであるが、個別では小規模で資本市場を通じても株主総会においても経営に対しては無力である。また、経営を監視しようと思ってもそのコストとパフォーマンスとを考慮すると、ただ乗りのインセンティブが働いてしまう。特に、中国では個人投資家の歴史が浅く、自然発生的に個人投資家が連帯して投資運用する人材も制度も欠けている。

事業会社：自社経営問題解決に精一杯

日本のように安定株主工作を通じて事業会社が株式持ち合いの一員になっている状況とは違い、中国の事業会社の持株は収益の追求、他の企業に対する支配、取引関係の強化、経営の多角化等の経済的な動機によって一方的で単一方向の持株である。しかし、中国では事業会社は国有企業が多く自社の経営問題解決に精一杯で他社の経営の面倒を見切れない。また、これまで引き受けた法人株式はほとんど流通できない「死株」であり、資本市場を通じたプレッシャーをかけることがなく、株主総会での発言についても取引等のしがらみのある企業に対しては遠慮しがちになっている。したがって、中国企業が保有する株を通じてのコーポレート・ガバナンス機能を期待することは難しい。

商業銀行：会社予算制約における債権者の役割に期待

図表9に示したように、商業銀行は事業会社への投資禁止規定を反映して事業会社の株を所有していない。英米のように銀行の持株による事業会社支配を排除すべきことや、事業会社からのリスクを遮断させるべきこと等から銀行の企業に対する持株を禁止する規制策が採用されたと思われる。中国銀行の商業銀行化が進展していない現状においては金融システムの安全性から考えれば、そのような規制は一定の合理性があろう。なお、政策担当者や一部の経済学者は日本のメインバンク制にならい、金融機関による経営監視機能を果たさせるべきと主張する。しかし、日本のメインバンク制は機能せず、また崩壊しつつあるとの指摘もあり、以上の主張をただちには賛成しかねる。ただし、中国の商業銀行は債権者として事業会社にハードな予算制約をかけることにより、効率的な企業経営に貢献することを期待したい。

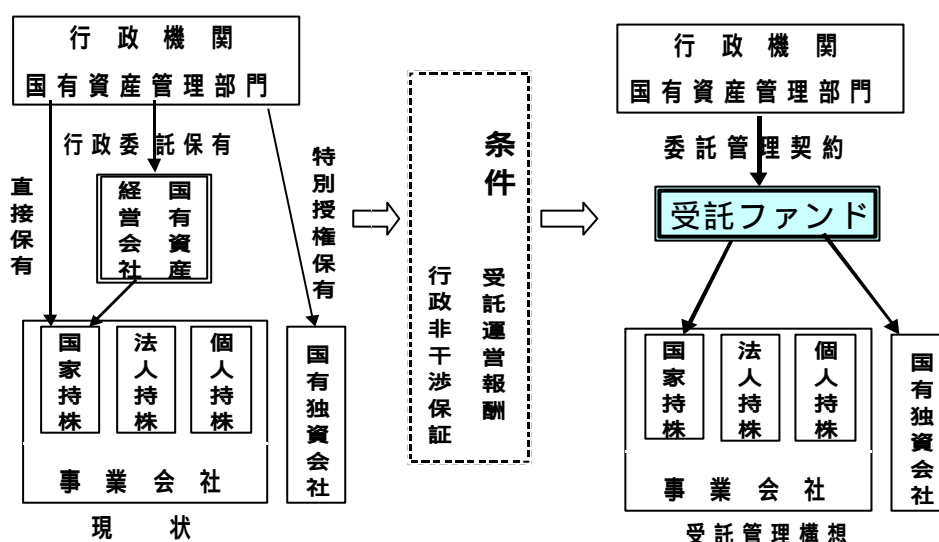
中国では今年に入って、銀行本体から不良資産を引き受けた金融資産管理会社が債務株式交換を通じて事業会社への投資を行うという不良債権処理の政策を取り始めた。しかし、これはあくまでも不良債権処理のための一時的な措置（もちろん、筆者は中国において債務株式交換制度による不良債権処理の効果に大いに疑問を持っている）であり、今後の企業統治のモデルになるとは考えられない。また、中国当局もそう考えているようである¹⁵。

証券投資基金・社会保障基金等のファンド：企業統治の主役に

次は、証券投資ファンド等の機関投資家である。前述したように中国の株式市場では投機性が強く、その不安定さを取り除くために機関投資家育成の重要性が認識され、マクロ経済環境の整備と共に各種のファンドを誕生させ、ファンドを運営する人材育成も進められてきた。しかし、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割があまり認識されていない。実際、中国企業経営規律付けにおける機関投資家の影は薄い。

機関投資家はコーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を演じることができ、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の存在感が世界各国で増してきている。市場経済国家の経験を学び機関投資家を中国企業のコーポレート・ガバナンスにおける主要なプレーヤーに育てていくのも緊急の課題になろう。しかし、機関投資家という制度自体設立後日が浅く、資産規模が小さい。したがって、機関投資家による国有株及び個人株の受託管理は、行政介入の遮断・個人株主権利行使の集中と過小資産規模の問題解決に有効であると考えられる。これは一石二鳥の政策選択であると言える。

図表 10 政府持株の機関投資家への寄託管理構想



出所：中国の関連規則等により筆者作成。

2. 国有株・個人株の委託管理

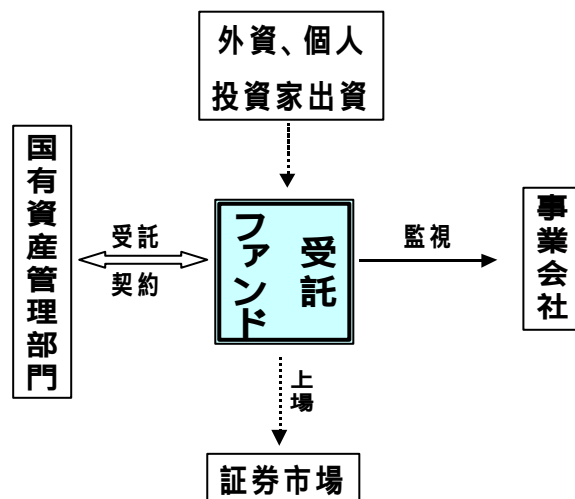
図表 10 の右側の部分が政府保有株の保有管理状況を示している¹⁶。株式会社国有株管理規定によると、政府保有株は 行政機関である国有資産管理部門が直接保有管理する、「国有資産経営会社」という特殊会社（日本の特殊法人に類似する会社）或は特殊な組織に委託管理する、100%国家出資の「国有独資会社」に対しては特別授權により保有管理する、といった三つの方法が採用されている¹⁷。

直接保有は言うまでもなく、株式の管理を委託された「国有資産経営会社」と授權された「国有独資会社」も政府の意思（国有株管理原則）に基づいて議決権行使を要求されている。他方、今大量に実施されている委託管理は事業会社の元行政管理機関から「看板」を変えた「国有資産経営会社」に委託した契約がほとんどであ

り、このような行政的委託管理はこれまでの行政管理枠組みと大した差がなく企業のコーポレート・ガバナンスが改善されていない¹⁸。なぜなら、「国有資産管理会社」の経営者は国から委託を受けた「一国有企業」に過ぎず、他の国有事業会社を監督する能力やインセンティブを有しているとは考えられない。この「国有資産管理会社」への監督体制が整備されていないので、所有者としての国の意思・方針が徹底できず、むしろ、所有者の利益より「国有資産管理会社」と事業会社の利益を優先する癒着関係が生まれている。国有資産流出や赤字体質が改善されていないのはこのような癒着関係が大いに関わっていると考えられる。

国有株の有効な管理制度としてこれまでの行政的委託を改め完全な経済的契約によって委託管理制度を確立し、投資先を監視する能力を持つ完全な民間機関投資家への委託管理を提案したい。この仕組みにおいては、ここで委託管理契約に 受託管理ファンドに受託管理報酬というインセンティブ規定と資産運営パフォーマンス要求、株主総会の議決権行使に介入しないことを盛り込むことが重要なポイントである。このような委託管理システムは、所有権を変更しないで国家が企業の経営成果を享受する一方、企業経営へのむやみな介入を遮断し、企業経営監督の役割は投資先管理のプロで管理失敗の責任を負える受託ファンドに任せることに特徴がある。

図表11 受託運営ファンドの運営構想



出所：筆者作成。

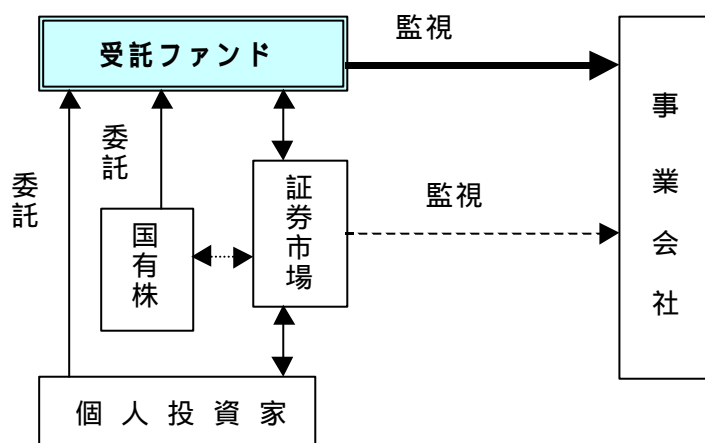
また、これまでの「国有資産管理会社」と事業会社のような癒着関係を断ち切れ、効率で健全な受託ファンドにするためには図表 11 のように受託ファンドも外

資や個人の出資に開放し、かつ株式市場に上場させ監視の目を光らせるべきである。

中国の株式所有形態の問題は国有株の割合が大きすぎることで小規模の個人投資家に分散し過ぎることである。したがって、国有株の委託管理への対策と共に、個人分散株の集中管理によって中国企業のコーポレート・ガバナンスにおける応分の役割を演じてもらう必要がある。ドイツにおけるハウスバンクの受託管理の経験が個人所有株の集中管理制度整備の参考になる。例えば、個人投資家は証券会社を通じて購入した株式をそのまま証券会社に委託管理し、受託側は株主議決権の行使を代行する。もちろん、受託管理費用や個人株主に議決権行使の内容の事前開示などの技術的な問題は残る。これらについてドイツの長年にわたって蓄積されたノウハウを活用するが有用であろう。

以上の提案は、図表 12 のように纏められる。

図表 12 外部管理制度確立への概念図



出所：筆者作成。

3. 経営陣内部機関相互チェック機能の強化

中国企業の赤字体質・不健全な経営は外部機関による経営規律付け制度の不足に由来するだけでなく会社内部機関の相互チェック機能不全によっている面も多い。1980年代からの企業改革により会社経営は相当自由になってきた。新たな企業システムにおける経営監視体制が統合的に整備されていないことにより、地方政府と企業経営者、経営陣内部の馴合い・癒着や経営陣の汚職問題が深刻になっている。企業内部機関相互チェックメカニズムが機能しない限り、市場原理に基づくコーポレート・ガバナンスの確立は完結されない。

企業法上の諸内部機関における相互チェック機能の強化

前述したように、中国では、経営陣への内部者選任が多いことが特徴である。経営陣の間では口をはさむことが難しく、内部チェック機能も形骸化している。特に、朱熔基首相の提案で各大型国有企業に会社法に規定のない特別監査役を派遣したことは、経営監視に任されている監査役会が機能していない象徴と言える。したがって、経営者から独立した社外監査役を選任して監査役会を経営執行部から独立させることが肝要である。その上で、取締役や社長等の執行役員に監査役への報告義務を課すことも効率的な監査に役に立つだろう。

次に、従業員の経営参加制度は廃止することを提言したい。従業員による経営参加制度は、ドイツ会社法の共同決定システムから導入したと思われるが、労働者が会社の主人公であるという中国の政治的な配慮も反映されていると思われる。しかし、実際経営機関において従業員は会社経営より従業員の利益に多大な関心を持つことになり、経営会議は労使会議に化けてしまっているのが現状である。したがって、従業員の利益代表である労働組合の地位向上と従業員の経営参加は廃止すべきである。

さらに、行政手法による経営陣の選任を取りやめ、もっぱら経営能力・経営手腕を経営陣選任の基準にすべきである。経営能力を発揮してもらい、収入面のインセンティブを与えると同時に、経営責任も取ってもらうのが筋である。

株主代表訴訟の整備

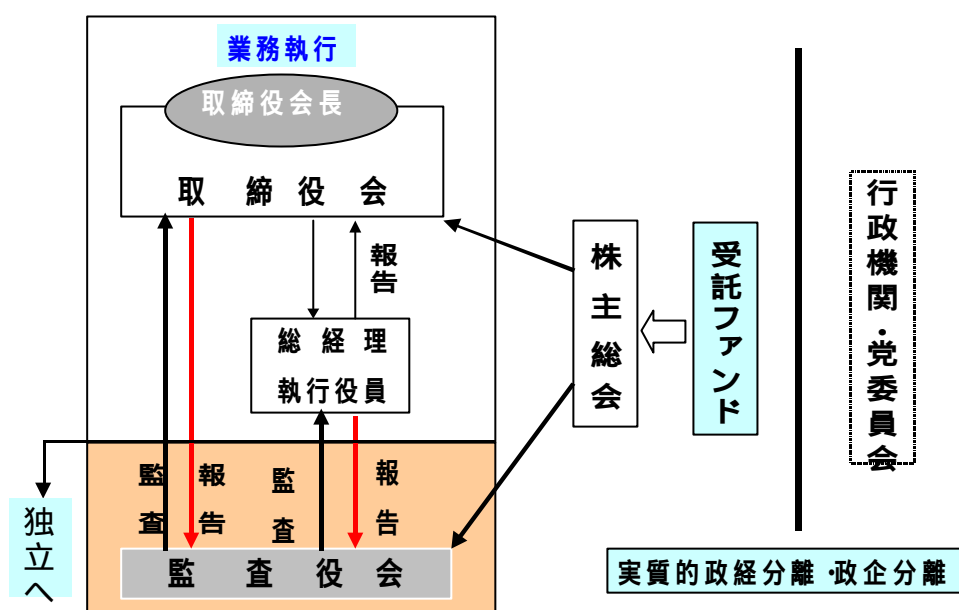
中国の株式所有構造は、政府への一極集中と個人投資家への小規模分散が特徴的に示されている。したがって、株主総会等の会社意思決定はほとんど国有株主によって行われ、行政主導の株式会社運営になりがちであるとともに、小規模株主の利益も保証されにくく、多様の株主による経営チェック機能も期待できない。西側市場経済諸国における実践から株主代表訴訟制度がこれらの弊害を取り除くのに有効であると考えられる。政府による会社支配の現況において株主代表訴訟制度の創設は早急な課題であろう。

民営化促進のための会社制度の整備

中国企業の赤字体質の抜本的な改善は私有財産権を認め、国有企業を民営化することがポイントであろう。なぜなら、私的財産権のメリットは、所有者と資産が生む利益との関係が直接的であるため、所有者が企業の業績に対して強い関心を持ち、経営者の選抜と監督をはじめ、コーポレート・ガバナンスがより有効に行われると考えられるからである¹⁹。現段階で大規模な民営化は政治的に非現実的でコンセンサスが得られないとしても、漸進的な民営化の制度確立は有用であろう。特に、社

会的・経済的なショックの少ないと思われる自社株買い制度、経営者や従業員によるストック・オプション制度、MBO/MBI/EBO 制度等が実行しやすい制度であろう。これらの制度確立によって国有株の解消による民営化が期待できると思われる。

図表 13 株式会社組織構造の改革



出所：筆者作成

4. 政策提言のまとめ

以上、中国企業のコーポレート・ガバナンスに関する現状の分析、問題点の整理、問題を解決するための私案を提起した。総じて言えば、提言は、政治・行政からの会社経営介入の遮断と小規模個人株主権利行使の集中化により会社経営外部監視・監督体制の確立と会社内部諸機関による相互チェック機能強化でコーポレート・ガバナンスを完結させることにある。提言から、図表 6 のような中国株式会社の制度は図表 13 のように変更されることとなる。

図表 13 には反映されないが、新規上場企業への株式発行・流通規制の撤廃も長期的な政策選択として期待したい。図表 13 の国有株の委託管理はあくまでも中間的な折衷案であり、長期的には資本市場、経営者市場、労働市場の流動化こそが社会主義市場経済確立の目標であり、中国企業の赤字体質改善の市場的基礎であると考えられるからである。

おわりに

これまで、中国の国有企業改革への政策提言には「競争的市場体系の構築」と「所有権の明確化」というアプローチが見られる²⁰。「競争的市場体系の構築」のアプローチはマクロ的に完全な市場競争条件の整備によって企業経営者のパフォーマンスを正しく評価し、それに基づき内部のガバナンス機構によって企業経営を規律化し、情報の非対称性と責任の不平等性に起因する経営者の機会主義的行為を防止し、経営者と所有者のインセンティブを一致させるものである。中国のような計画経済から市場経済への移行過程にある途上国にとって完全な市場競争環境整備の完了は数十年先のことであり、現実の中国企業経営体質改善策としては机上の空論のように見える。

「所有権の明確化」のアプローチは、これまで政府が社会・経済産業政策の実施機関として企業を所有・経営してきた失敗の経験を反省し、政府と企業の分離（「政企分離」）を進め、「近代企業制度」の推進によって効率的な企業経営を実現させようとする試みである。「競争的市場体系の構築」アプローチよりは現実的な政策選択であると評価できる。「国有資産管理会社」の制度、企業法人株式相互持ち合い制度、「メインバンク」制度等様々な試みが為されている。さらに、形式的な「政企分離」は企業経営の改善に結びつかない現状から完全な民営化を主張する議論も燻っている。しかし、完全な民営化論も非現実であると言える。なぜなら、所有権の完全な民営化は政治的な合意が短・中期的には得られそうもないだけでなく、仮に完全に民営化しても企業経営の効率性問題は残る（東アジア諸国における企業経営の非効率問題からも証明されたと言える）。

したがって、民間ファンドへの国有株の委託管理による実質的な「政企分離」は現実的な政策選択であると考ええる。なぜなら、名義上で所有権について私有化はしないが、市場経済に近い企業経営が期待できるからである。もちろん、この提言が現実に政策的操作可能な枠組みとして機能させるためにはいくつか技術的な研究課題も残っている。これからさらに検討していきたいと考える。

¹ 「経済日報」1999年6月2日。

² 中国社会科学院工業経済研究所 『中国工業発展報告1999』 p.36。

³ 中国における赤字国有企業に対する債務免除は、国有商業銀行の不良債権償却と表裏一体の問題である（詳細は小論「中国の不良債権処理及び破綻金融機関の処理」『日中経協ジャーナル』1998年10月を参考されたい）。

⁴ 「経済日報」1999年9月15日。

⁵ 「経済日報」1999年6月2日。

⁶ 1999年8月3日、国家経済貿易委員会の発表による（「人民日報（海外版）」1999年8月4日）。

-
- 7 『中華人民共和国公司法』第45条を参考。
 - 8 「国家株」とは国家を代表して投資を行う機関が株式会社への出資によって形成された、あるいは法定手続きに基づいて取得した株を指す。「国有法人株」とは法人格を有する国有企業、団体及びその他の組織が法律に基づいて占有する資産で相互に独立している株式会社への出資によって形成された、あるいは法定手続きに基づいて取得した株を指す。
 - 9 株式の流通規制は一般的に言われているが、どの政令によって規制されているかは不明である。恐らく、なにかの内部規定であると推測される。ここでは、中国证券監督委員会主席周正慶編集の『証券知識読本』に基づいている。
 - 10 「股嚴有限公司国有股權管理暫定弁法」(株式会社国有株管理暫定令)第13条。
 - 11 「經濟日報」1998年4月6日。
 - 12 『中国共産党第十五回全国代表大会文件匯編』P.22。
 - 13 「国有企業改革と発展の若干重大事項に関する中共中央の決定」1999年9月22日。全文は「人民日報(海外版)」1999年9月27日を参考されたい。
 - 14 「我国上場企業的構造問題研究」『投資研究』1999年第6期、P.21。
 - 15 「人民日報(海外版)」1999年8月7日。
 - 16 ここでは、「政府保有株」というときは「国家株」を意味する。「法人株」は「国有法人株」と「非国有法人株」を意味する。
 - 17 「股嚴有限公司国有股權管理暫定弁法」第16条。
 - 18 「人民日報(海外版)」1999年8月21日。
 - 19 関 志雄 「国有企業改革の行方がカギだ」 *Voice* 1999年10月号。
 - 20 林毅夫等著(邦訳)『中国の国有企業改革』(1998年)を参照。

参考文献：

- 1 中国証券業協会『中国証券市場年報』各年版 中国金融出版社。
- 2 中国社会科学院工業經濟研究所『中国工業發展報告(1999年)』1999年6月 經濟管理出版社。
- 3 『中国金融財会法規全書』1998年9月 工商出版社
- 4 周正慶『証券知識読本』1998年7月 中国金融出版社
- 5 深尾光洋、森田泰子『企業ガバナンス構造の国際比較』1997年 日本經濟新聞社
- 6 高橋俊夫『コーポレート・ガバナンス - 日本とドイツの企業システム』1995年 中央經濟社
- 7 林毅夫等(邦訳)『中国の国有企業改革』1998年 日本評論社
- 8 M.Aoki & H.K.Kim “Corporate Governance in Transitional Economies” 1995 EDI Development Studies