

## 企業統治のグローバル化と経済体制移行国家の教訓 中国企業統治問題との関連において

香港大学 教授 張 憲初\*

名古屋大学法学研究科 博士課程 劉 星(訳)

### 目 次

- 一 はじめに
- 二 証券取引の監督体制の推移
- 三 ロシア、東欧諸国の体制移行過程における企業統治の教訓と経験
- 四 ロシア・東欧諸国の体制移行過程における企業統治問題の中国への示唆
- 五 結論

### 一 はじめに

企業統治に対する関心および研究は20世紀の80年代以後、国際的に重要な現象の一つとなってきた<sup>1</sup>。企業統治は政治、経済、法律、社会、人文歴史など幅広い要素に関わっており、専門家や学者はそれぞれ異なる角度から問題を提起し、研究を進めている。そのため、現在のところ企業統治について普遍的に受け入れられる定義や表現はまだ形成されていない<sup>2</sup>。一般的には、企業統治とは、会社を管理および規制するシステムまたは枠組みをいい、その基本的理念は会社の管理層、取締役会、株主その他の利害関係者の関係を改善し、有効な監督およびインセンティブ・メカニズムを通じて、資源を合理的に使用し、仕事の効果と利益を高め、会社と株主の利益目標の実現を促進しようとするものである<sup>3</sup>。

企業統治に関する研究は、表面的には一部の有名会社が突然倒産し、それが与えた衝撃から生まれたと認識されているが<sup>4</sup>、人々はすぐに企業統治がグローバル化における重要問題であることに気付いた。競争力を高めるために、会社、とりわけ上場会社は、会社法の規定に基づいて会社の内部関係を調整し、効果的に運営し、透明性を高めなければならない。それによって、株主の信頼を獲得し、良好な市場イメージを樹立していかなければならない。したがって、資本の流動が日々グローバル化されつつある今日においては、良好な企業統治は会社がグローバル化

ーションにおいて優位な競争的地位を確立するのに役立つ。たとえば、最近、アジアの会社への投資家に対する調査によると、調査を受けて回答した者の89%はむしろ、良好な企業統治システムを有する会社の株式であれば市場価格より20%高い価格であっても購入したいと考えていることが分かった<sup>5</sup>。

世界を風靡した企業統治に関する議論は、中国においても共鳴を得ている<sup>6</sup>。その背景には主として二つの理由がある。一つは、中国の市場経済化が進み、しかも中国がWTOに加盟するのに伴って、中国の会社は国際経済一体化の波が激しく押し寄せていると次第に感じるようになり、企業統治を改善して、国際競争の挑戦に対応しなければならなくなった。一部の学者がまさに指摘しているように、中国企業は、WTO加盟後の21世紀の国際経済において有力な競争者になろうとすれば、グローバル化の道を歩まなければならない。会社のグローバル化というのは一つの立体的な概念であって、市場、ブランド、製造技術、ネットワークのグローバル化に限らず、メカニズムおよび概念のグローバル化をも含んでいる。企業統治についていえば、企業制度が優位的で立派であるほど、その企業はさらに有効的に資源を配分し、急速に成長を実現させることができる。良好な企業統治がなければ、中国企業は到底外国会社と競争することができなくなる<sup>7</sup>。

中国で企業統治が推し進められているもう一つの要素は、近年、株式市場において絶え間なく不祥事が多発し、投資家の不満を引き起こしたため、企業統治の改善と強化を通じて上場会社の質を高め、その行為を規範化することが切実に要求されていることである。一部の会社が市場の最も根本的な秩序を無視し、悪質な違反行為をなしたことは、投資家に対する略奪的な行為であるのみならず、さらに、潜在的な金融危機を急速に拡大させ、金融システム全体の安全にも影響を及ぼしかねない<sup>8</sup>。

このプロセスにおいて、中央政府の意向および専門家や学者の研究はほぼ先進諸国の企業統治システムに集中しており、その分析、比較、参照を通じて、中国自身の企業統治メカニズムを構築し、改善させようと考えている。たとえば、中国共産党中央委員会の「国有企業の改革と発展に関する若干の重大問題の決定」の中では、次のような指摘がなされた。すなわち、「会社制度は近代的な社会的制度における一種の有効な組織形式であり、法人統治の仕組みはその中核である。近代的会社制度を構築し、科学的な管理水準を高めるために、外国の知恵を取り入れ、外国企業の近代的な管理方法を参考にすべきである」という指摘である<sup>9</sup>。ここにいう近代的な制度は、いうまでもなく工業先進諸国の会社制度のことである。一部の学者は、英米および大陸法系における主要資本主義国家の企業統治のメカニズムに対し、真剣な調査を行った後、それぞれよいところを全面的に受け入れるという原則を採り、参考にし、吸収すべきであるとの認識を示した<sup>10</sup>。

これらの構想およびそのための努力は、言うまでもなく肯定すべきである。なぜならば、これらの先進諸国が長期にわたって育成し、実践してきた市場と法治環境およびその中から生まれた企業統治モデルと経験は、市場経済、特に、グローバル化の新しい発展水準を代表しているからである。しかし同時に、中国と先進国家の違いも考えなければならない。中国は、成熟した市場経済のもとで企業統治の水準を高めていくのではなく、計画経済、中央集権から市場経済へ転換する中で、数多くの複雑な社会経済法律問題を背負いながら企業統治研究と構築を進めているのである。このような差異ゆえに、そして中国企業統治については自国の事情により存在し解決を迫られている独特な問題があるがゆえに、先進諸国の一部のモデルや経験は中国企業統治の運営に適用できず、あるいはすぐには適用できない状況にある。したがって、真剣に先進諸国の相対的に成熟した企業統治経験を研究すると同時に、その他の体制移行国家、特に、ロシア、東ヨーロッパ諸国において発生し、直面している企業統治問題に十分な注意を払い研究すべきである。これらの国家の状況は中国の市場体制移行と類似するところがあり、そのプラスとマイナスの経験や教訓は中国の企業統治にとって言うまでもなく参考に値する。実際にも、これら国の転換プロセスにおける企業統治の経験や教訓に関する分析と調査は、国際的な企業統治研究の重要な一部となっている<sup>11</sup>。これらの研究は中国でも重視されし始めている。たとえば、最近、中国証券監督管理委員会（以下CSRCと称す）周小川主席はチェコの大多数の上場会社において会社の資産が横領されたことを例として、中国でこのような現象を適時に抑制しないと、証券市場の災いとなりかねないと指摘した。そこで、筆者は、この点についての研究成果を発表し、皆様の議論のてがかりとしていただきたいと思う<sup>12</sup>。

## 二 企業統治はグローバル化の傾向にあるが、統一したモデルは存在しない

近年、企業統治への注目および改善は、グローバル化の傾向を呈しており、その主な現われは企業統治に関する国際基準が次々に打ち出されていることに見られる。たとえば、「英連邦コーポレート・ガバナンス準則」<sup>13</sup>、OECDの「OECD企業統治準則」<sup>14</sup>（欧州連盟証券業協会の「企業統治原則および推薦意見」、国際企業統治ネットワーク（ICGN）が起草した「グローバル・コーポレート・ガバナンス規則評価」、欧州株主組織が打ち出した「欧州株主組織コーポレート・ガバナンス・ガイドライン：2000」<sup>15</sup>は、それぞれ異なる角度から企業統治の基本問題を念入りに検討し、90年代初期に始まるそれぞれの企業統治改善努力を新たな段階までに引き上げた。

この重要な発展は、世界経済のグローバル化に基づいたものである。資金の流動化を先例として、アメリカは欧州諸国の企業統治構造をもアメリカモデルに歩み寄らせるように重大な改革の実施を促し続けている。その直接的な原因は、欧州におけるアメリカの機関投資家による投資が増えつつあることにある。アメリカ最大の年金ファンドであるカリフォルニア公共職員リタイアメントファンドは、すでに200億ドルの外国会社の株式を持っている<sup>16</sup>。英米などコモンロー国家の機関投資家は、パリ証券取引所に上場されている上位企業40社の35%の株式を有している<sup>17</sup>。オランダ証券取引市場におけるこの数字は、さらに41%にも昇っている<sup>18</sup>。これらの機関投資家は、その要求を強化するため、自分が認可基準とする企業統治規則まで作成した。たとえば、上述したカリフォルニア公共職員リタイアメントシステムは自分が認可基準とする基本的な企業統治規則を公布し、それに基づいて、さらにイギリス、フランス、ドイツおよび日本の会社への投資基準を制定した<sup>19</sup>。グローバルな範囲で発展のチャンスや資本の支持が奪い合いになっている今日においては、これらの超大型多国籍機関投資家が認可基準とする企業統治規則は、不可避免的に他国に重要な影響をもたらすものとならざるをえない。

発展途上国も世界資源の競争から外れてはられない。企業統治はすでに外国投資家の投資選定、リスク評価の決定的な要素になっているからである。最近アメリカのカリフォルニア公共職員リタイアメントファンドは、タイ、インドネシア、フィリピンおよびマレーシアに投資した合計4.5億ドルの投資を引き揚げようとしている。その理由は、これらの国の上場会社の監督、市場の流動性・透明性および決算コスト、司法による保護が、その投資基準を満たしていないことにある<sup>20</sup>。別の側面から見れば、良好な企業統治を有する国家は相対的に優位な地位に置かれているので、外資に対しより強い吸引力や交渉力を持っている。一部の学者は、企業統治の構築、改善の過程において、発展途上国がそのビジネス習慣を変えず、司法改革および管理監督の改善を進めないのであれば、必要な外部投資を獲得することが今後ますます難しくなるであろうと指摘している<sup>21</sup>。

各国の会社制度や監督メカニズムの優位性でもって資源獲得競争をする傾向は、司法実践の中にも反映されており、しかも一部の伝統的な法律原則を突き抜ける結果をもたらすようになってきている。たとえば、国際私法においては、主な営業所在地が会社の住所を認定する重要な標識であり、会社業務については会社の登録地と関係なく、会社所在地の法律を適用すべきであるとするのは、広く承認されている原則の一つに数えられる<sup>22</sup>。しかし、1999年に欧州裁判所は、Centros Ltd. V. Erhvervs-og Selskabsstyrelsen という訴訟事件の中で<sup>23</sup>、上述の学説に革命的变化をもたらす判決を下した。

この訴訟事件の中で、あるデンマーク国民は、イギリスでいかなる事業展開をする予定もなかったにもかかわらず、イギリスで会社登記を行った。その目的は、デンマーク法律に定められている20万デンマーククローネの最低資本金の要件を回避するためであった。イギリスで会社登録をしたこの会社がデンマークで支店という形で業務展開を申請したところ、デンマークの主管当局は不法に法律の拘束を回避していることを理由にこれを拒否した。欧州裁判所は、EU条約の52条および58条の規定に基づいて<sup>24</sup>、会社に有利な法律や制度に基づいて会社設立地を選択する権利を確認した。裁判所は、EU加盟国の国民が最も制限の少ない会社法を有する国家を選んでそこで会社を設立し、その後、他の加盟国において支店を設けるという方法は、権利の濫用にならず、このような権利行使は統一的市場環境の中でEU条約によって保護されるべきであるとした<sup>25</sup>。

この判例は、欧州大陸で「強大な不安騒動」を引き起こしたと見られている<sup>26</sup>。アメリカスタンフォード大学教授Ronald J. Gilsonは、この判例は企業統治につきある種の混合メカニズムを作り出したかもしれないと指摘した。形式的には会社設立地の選択が企業統治の準拠法の選択となるが、機能的には欧州裁判所の判例は、事実上、絶えず変化している市場状況に対応していくために、新設会社が異なる法域の法律に基づいて統治構造を選択することを許可するという柔軟な態度を採用している。Gilsonは次の例を挙げて、Centros訴訟による影響について説明している。ドイツの会社法によれば、管理層（監査役）に従業員代表がいることが求められている。その任期は5年で、正当な理由がある場合を除けば、その代表を解任することができない。實際上、ハイテク・ベンチャーにおけるリスク投資にあつては、この法規定はその核心的な支配権に不利な影響を与える可能性がある。ところが、Centros訴訟事件によって確立された原則によれば、この種の会社や企業家は、イギリスなどリスク投資環境が比較的緩やかな会社法域を選んで会社を設立し、その後、再び支店という形でドイツに入って会社活動を行うことが可能となった<sup>27</sup>。彼は、真剣な分析の後、裁判所はCentros訴訟事件において事実上、法律適用回避問題を解決したというにとどまらず、企業家が不利な法律や事業環境の牽制から逃れようようにするために、積極的に便宜を図ったという認識を示している<sup>28</sup>。

上述の議論から、世界的規模で日々激化している資源獲得競争が、伝統的なビジネス運営と監督管理体制にとって大きな挑戦となっていることがわかる。そして、企業統治はまさに、この過程において一つの焦点となっている。経済のグローバル化と貿易の自由化、情報メディアの革命的变化と世界的規模での競争が、確かに各国の企業統治構造と実践を同じ方向に向わせていることは否定できない事実である<sup>29</sup>。

しかし、この現象について異なる認識も見られる。一部の学者はこの融合の過程の中で最も優

秀または最も従うべきモデルが現れてくると信じており、科学技術の発展と経済のグローバル化は世界的規模で企業統治をアメリカ式の資本主義モデルへと発展させているという。さらに一部の学者は、企業統治はいかなる国家によっても全面的に支配されることがないと指摘している<sup>30</sup>。しかし、他の一部の学者はこれに疑問を投じている。たとえば、アメリカのピッツバーグ大学のDouglas Branson教授は最近の論文の中で、企業統治のグローバル化は局部的な現象に過ぎず、現在のところ企業統治が大規模に同一方向に向っているということはないし、せいぜい欧米世界の一部において見られる、実質的ではなくて表面的な現象であるに過ぎないと論じた<sup>31</sup>。

近年、経済のグローバル化が力強い発展を遂げているにもかかわらず、企業統治はある国またはある法域の立法と実践によって統一されることがない。一部の学者が求めているような究極の目標が実現することも不可能のようである。原因は明白である。各国にはそれぞれ自国の事情があり、異なる政治社会理念、異なる経済法律環境や異なる人文的背景がある。経済のグローバル化が全ての国を同化させることがありえないのとまさに同様に、世界的な企業統治の統一性の傾向が、各国の異なる企業統治モデルを最終的に同化させることもまた、ありえないのである。

市場環境および構造から見れば、英米の大会社は一般に資金調達につき、証券市場の発達に頼っている。アメリカでは最大400社のうちの99%、イギリスでは最大700社のうちの80%が、株式取引市場に上場されている。欧州のすべての上場会社のうち、イギリス一国の会社の数が40%を占めている。これに対して欧州大陸法系の国は、伝統的に銀行、会社グループあるいは家族融資メカニズムに依存しているため、証券市場はそれほど発達していない。欧州最大の経済力を誇るドイツにおいては、90年代中期に最大上場会社6社の売買高が全市場売買高の50%を占めていた。

このような環境および構造に鑑みれば、英米と大陸法系諸国の企業統治は、異なる問題や挑戦に直面しているといえる。たとえば、英米の会社の株式保有は高度に分散している。アメリカの会社にあつては上位5大株主の株式所有率は一般に25%を超えることがなく、大会社ではその保有率はさらに少ない。GM自動車、GE電器およびIBMなどの会社では、上位5大株主の株式所有率はわずか5%から6%程度であるに過ぎない。イギリスでは、最大170社のうち、最大株主の株式所有率が25%を超えているのは僅か27社でしかない。一方、大陸法系諸国では株式保有が高度に集中している。日本の多くの会社の上位5大株主の株式所有率は20%を超えており、ドイツでは40%、イタリアでは87%を超えている。その他、英米の会社では、機関投資家が比較的大きな支配権を有しているのに対して、大陸法系諸国の会社は主に内部者によって支配されている。20世紀の60年代に、イギリスの機関投資家による上場会社の株式所有率は19%から60%までに上昇する一方、個人の株式保有率は50%から19%までに下がった。しかし、85%のドイツの大会社では、持株率

が25%を超える非機関投資家の株主が必ず1人存在している。フランスでも大会社の80%においてこのような現象が見られる<sup>32</sup>。英米の会社の管理層は市場競争の圧力を直接に受けている。株式保有が高度に分散しているため、会社の業績が悪化し、株価が下がると、会社は企業買収の対象となりがちとなる。管理層も管理の不当を理由に解雇されることになる<sup>33</sup>。このように、上場会社の所有と経営が分離しているモデルは、会社の経営者市場を作り出しており、かなり成熟した段階まで発展させてきている。会社の経営者も市場における業績記録を配慮しなければならなくなっており、専門能力を発揮して、市場競争の中で自分の経営手腕や能力を証明しなければならない<sup>34</sup>。しかし、大陸法系諸国では会社の管理層は、ほとんどが家族または銀行の支配株により支配されている。しかも、関連会社による株式の相互持合も一般化しているため、会社の管理層は内部からの制約を受けるものの、直接に市場からの企業買収圧力に直面することはない。これらの国では、株式所有につき厳しい制約が働いているため、株式の流動性は大幅に下がっている<sup>35</sup>。

会社法の規制を見ると、英米法諸国の会社法制にあっては、企業統治、とりわけ少数株主に対する保護がかなり成熟している。しかも、会社立法、成文法以外にもコモンロー、証券監督管理規則などがあり、それらが相互補完的多重構造を形成している。たとえばイギリスでは、長期間にわたる発展を経て、会社立法自体がすでに成熟しており、厳密なものとなっている。統計によれば、現行の1985年会社法および倒産法の中に、取締役による法律違反、規則違反の認定規定は200以上も含まれている<sup>36</sup>。コモンローの保護の下で少数株主は事案の具体的状況に基づき裁判所に救済を求めることができ、取締役による会社ビジネスチャンスの横領を阻止し、管理層の法律違反および詐欺などの行為に対して会社の名義で“株主代表訴訟”を起こし、さらに、大株主が会社業務を不公平に操縦した場合には会社の清算・解散を求めることもできる<sup>37</sup>。

証券規制についてはイギリスはアメリカと規制方式が異なっている<sup>38</sup>。イギリスでは、長期間にわたって単独の証券法典がなく、証券取引所が中心となった自主規制が強調されてきた。上場会社は「ロンドン証券取引所上場規則」（黄色ルーズリーフ式で出版されたので“イエローブック”とよばれている）、とりわけ、その中の重要取引に関する規定および情報開示に関する規定を遵守しなければならない。仮に、上場会社が「上場規則」に違反すれば、証券取引所は公式の注意をなし、または関連証券の売買を停止させることができる。1998年に、ロンドン証券取引所はその「上場規則」を改正し、「良好企業統治準則」と「最適実践規定」を付録として付け加えた。これにより「上場規則」は、企業統治を改善するうえで果たす上での役割をさらに浮き彫りにした。このような自主規制の伝統は、1999年以後大きく変化した。イギリスの「金融サービス・市場法」の公布に伴い、金融サービス局(FSA)は銀行、証券と保険サービスの全体を管理する“ス

「コーポレートガバナンス」となった。ロンドン取引所は、従来上場会社に対して有してきた監督管理権を金融サービス局に移譲し、自分自身も上場会社となった。その後、金融サービス局は、「イエローブック」を修正し発行するほか、権限を拡大し、上場規則に違反した会社またはその会社の取締役を直接に処罰し、上場会社の保証推薦者に対してまで公開で注意・警告することができるようになった<sup>39</sup>。このような新たな動きから、企業統治改善の強制性が次第に強化されつつあることが裏付けられる。その他、上述の法的枠組みを補充するものとして、会社の構成員間の契約文書である定款や、機関投資家による積極的な関与が、企業統治を改善するうえで重要な役割を果たしている<sup>40</sup>。

コモンローの国で発展してきた企業統治は、「外部者による支配」と株式保有の高度分散、専門家による管理を基礎としつつ、投資家と管理層が分離しているという特徴によって形成されている。このような企業統治のもとでは、管理層は幅広い自由裁量権を持っているが<sup>41</sup>、株主は十分な保護を受けることができる。とりわけ株主は、会社の業績に不満を抱き、会社の経営理念を認めない時にも、株式を譲渡して会社から離脱することができる<sup>42</sup>。この現実を鑑みれば、会社の管理層の有効な運営と少数株主の利益の十分な保護の間に、新たな均衡点を見出すことが必要になってくる<sup>43</sup>。

ここに特に指摘すべきであるのは、伝統的理念がきわめて近い英米の間にあっても、会社法制や企業統治においては明らかな違いがあるということである。アメリカの会社法制は自由で簡素化されていることが特徴となっている。商業発展の促進が強調されており、アメリカの「模範事業会社法」は僅か数十頁に過ぎない。これに対して、イギリスは監督管理を重視しており、しかも、近年は一層強化する傾向が見られ、会社関連の法律は1000頁以上にわたって収録されている<sup>44</sup>。

大陸法系の国では、コモンローの国と異なって、株式市場が発達していない。成文法による以外には司法救済を求める道もない。株式保有が高度に集中し、家族や銀行による厳格な支配がなされてきた結果、機関投資家の関与は大きく制限されてきた。このため、内部者による支配が特徴的であるような企業統治が形成されてきた。このような環境の中では、少数株主が得られる保護は少なく、しかも彼らは大株主による権限濫用の危険にさらされてきた。しかし、イギリスの90年代の企業統治に関する一連の報告書は、ドイツとフランスの会社法制の改革に対しても重要な影響を与えた<sup>45</sup>。イタリアも最近、会社法を改正し、少数株主の権利を拡大した。たとえば、少数株主に監査役会への参入権、株主総会の招集権、「株主代表訴訟」に類似した方式で司法救済を求める権利が与えられた<sup>46</sup>。

それにもかかわらず、これらの変革は局部的であるに過ぎない。部分的に差異を縮小しようと



も、根本的に異なる法域の間の社会、経済、法律環境の違いを変えることはできないし、同一方向へ向うということは場合によって挫折することもある。たとえば、取締役会と監査役会を別々に設けるという枠組みは、イギリスでは幅広い反対にあってきた<sup>47</sup>。EUは各国の企業統治を統一するための第五号指令草案につきドイツ的な従業員株式保有方式を導入しようとしたため、これは結局のところ採択されなかった<sup>48</sup>。

経済・法律的要因の他、社会人文環境も企業統治に明らかに影響を与えている。アジア地域の日本と香港地区を例としてみると、両地域とも資本主義制度を実施しているが、日本の「人本主義」の企業統治理念<sup>49</sup>と香港の家族支配の企業統治モデルは<sup>50</sup>それぞれに特徴があり、違いはきわめて大きい<sup>51</sup>。最近、一部の学者は実証的な研究を通じて、国家・文化を超えた企業統治の実践の難しさと問題点を明らかにした。私有化の進展過程の中で、ロシアはアメリカの会社法を企業法制の出発点として導入したが、数年の実践を終えて、ロシアの立法者たちも関連する制度を国内に欠いていたため、今回の立法は失敗に帰したことを認めた<sup>52</sup>。

上述の議論から分かるように、企業統治において統一的標準やモデルは存在していない。最近発表されたOECDの企業統治に関する研究報告書では、経済グローバル化のプロセスの中で融合の傾向は確かに見られるが、このプロセスにおいて国家の終結が期待できないのとまさに同様に、世界中で統一された企業統治システムや実践は期待できないこと、そして企業統治における所有や支配の方法は一つの社会的特徴の核心部分を表しており、今後とも相当程度それぞれに特有なスタイルを保っていくであろうとの認識が示されている<sup>53</sup>。

先進国、とりわけアメリカの学者によるアメリカ的理念と実践の売りさばきに対しては、一部の評論家は、次のように述べつつこれを鋭く批判している。現在、世界には一種の新経済帝国主義が存在している。この種の経済帝国主義は、グローバル化を武器に各国の抵抗を排除し、多国籍会社による経済統合の目標を実現させようとするものである。……これらの根柢の乏しい理論を売りさばこうとする賢い学者たちは、新世紀の現実をこそ直視すべきである<sup>54</sup>。このような動向は中国でも注目され、論議されている<sup>55</sup>。

客観的にいえば、国際経済の一体化は、世界的規模で収益の最大化を追求しようとするプロセスである。このプロセスにおいては、各国は二国間または多国間において交流し合って、公平に競争し、相互に学び合うべきである。このプロセスにおいては、経済グローバル化によって本国の社会体制と法律が衝撃を受けて変革する一面もあれば、外国企業がその国の市場に進出するに当たって「郷に入れば郷に従え」、すなわち競争戦略の現地化の一面もある。各国が学び合い、互いに参考にしあうことによって、一定程度の近寄りをもたらされるであろうが、一方的な征服

は絶対に容認されないことであろう。

### 三 ロシア、東欧諸国の体制移行過程における企業統治の教訓と経験

90年代の初期に、旧ソ連、東欧社会主義ブロックの解体に伴って、私有化の波がこれらの国を席卷した。変革の道はそれぞれの国で異なっていた。ロシアは「ショック療法」をとった。ハンガリーと東ドイツの変革は相対的に緩やかで、しかも制度設計を重視した。チェコは上記両者の中間に位置しており、スピードを求めるとともに、収益の良い株式会社への転換を選択した<sup>56</sup>。ポーランドでは改革のスピードは遅いが、改革の効果を重視したところから、ロシアの状況の対極にあると見なされている<sup>57</sup>。これら国々ではそれぞれの特有な事情によって改革の進み方も異なった。本稿では、そういった差異よりも、それぞれの国の体制移行プロセスにおいて多かれ少かれ発生した企業統治の問題に焦点を当てて、そこから共通性や、参考となしうる経験ないし教訓を見出すべく努めることにしよう。

私有化を巡る問題として最も代表的なのは、言うまでもなくロシアの例である。「ショック療法」によるロシアの私有化は、必要な理論の裏打ちもなければ制度上の準備も足りなく、いわば基礎からして劣っていた。ロシアとチェコは国有資産を計量した後、権利証書の形で私有化を推進した。チェコ国有企業の権利証書の多くは競売の形で分配され、企業の管理層や従業員のために保留されたのはごく僅かであった。その後、大量の株式が投資ファンドに集中するようになったが、少なくとも私有化の初期において内部者による支配の構造は形成されなかった。一方、ロシア政府は、企業の管理層からの支持を得るために、廉価で権利証書を管理層に売却した。したがって、最初から内部者による支配の構造が形成されてしまった。大多数の私有化企業における株式保有構造を見ると、管理層と従業員が60～65%、国家株が15～20%、残りを一般個人やファンドが保有している<sup>58</sup>。

このような「ショック療法」的な私有化を実施すれば社会の財産が不公平に集中し、大量の腐敗を招きかねないにもかかわらず、改革の初期の頃、一部のロシア「改革者」たちは、財産所有権が私有化されれば市場法則が機能するようになり、企業経営も次第によくなるであろうとの認識を示した。さらに一部の外国顧問は、私有化を行わないのに比べれば、汚れた私有化の方がましであると言った<sup>59</sup>。

実際の状況はこれらの断言とは裏腹であった。ロシア経済は悪化し、国民生活は悲惨になる一

方であった。これらの状況は多く報道されてきたため、改めて取り上げるまでもない。ここでは一例としてロシアの株式市場を見てみると、1998年までは、全国最大の200社の株価時価総額はアメリカのインテル社一社の株価時価総額にも及ばなかった<sup>60</sup>。98年末から99年初にかけて証券市場はもはや株価下落の余地もないほどに下落し、価値のない株券が市場に溢れた<sup>61</sup>。このような株式市場における現象はロシアだけの問題ではない。私有化が成功したとされていた国ですら、注目を浴びた後にひどい挫折に遭遇した。たとえば、チェコのプラハ証券取引所は、1995年時点ですでに1716社が上場していた。当時は国家経済が堅調で、多くの人はロシア・東欧ブロックの中でチェコこそが、平穏な市場経済への転換を実現できる国であると考えていた。しかし、1999年の初めになると、上場会社数は80%の激減となり、301社しか残らなかった。しかも、株式に投資価値があって取引されているのは僅か十数社しかないと言われた。同じ時期に、この証券取引所の株価指数は60%下落し、証券会社の数も1997年の1486社から1999年の400社まで減った<sup>62</sup>。

学者たちは、これらの現象は企業統治の問題に関わっているという認識を示している。このことは、IMFとロシア政府との間で調印されたロシア経済環境改善の覚え書きの中でも確認されている<sup>63</sup>。ロシアの私有化された会社において、内部者による支配と自己取引の問題は、企業統治における未解決の難問となっている。最近、ミシガン大学法学部の2人の教授は、ロシアの企業統治問題について調査を行い、深く分析した。彼らが企業統治の良好さを評価する基準は次の二点である。会社資産の最大化を追求しているか。株式保有が多元化されている会社において、利益配当が公平に行われているか<sup>64</sup>。研究結果によれば、ロシアで私有化が実行される直前、すなわち計画経済体制の末期において、国家による統制は相当に緩和されていた。一方、その時点で新たな監督管理メカニズムは導入されていなかったため、内部者による支配が深刻化し、私有化実行以前から存在していた内部者支配の問題が表面化した<sup>65</sup>。

外部者による持株率が低いため、企業の経営者に対する有効な監督メカニズムは形成されなかった。一方、内部者の三つの利益集団である管理層、従業員および政府行政部門は、共同的な共通目標と経営理念を形成させるのが難しいため、会社資産の最大化の実現については私有化の初期からすでに内在的な欠陥が存在していた。計画経済から市場経済へ移行する中で、国有企業が株式会社へ組織変更され、上場されることは、その第一歩に過ぎない。真に株主の多元化を実現させ、構造の合理化を図り、市場メカニズムにより運営を行うことは、いっそう困難な課題である。この意味では、私有化は市場化を実現させるための必要条件に過ぎなく、充分条件ではない。したがって、市場化改革の成功を保証するものではない<sup>66</sup>。制度転換期における改革の難しさゆえに、株式化された上場会社の管理層は、政策の不確定によるリスクに対して内在的なパ

ワーが不足しており、長期的な努力をする心の準備ができていない<sup>67</sup>。外部市場環境、とりわけ、信用と有効な法律による保証が欠けていることは、企業制度改革を遅らせてしまう<sup>68</sup>。

また転換過程において財産所有関係が不明確であることによる問題が依然として存在し、有効な統治の形成を妨げている。先進国で一般的に受け入れられている「代理コスト 取引コスト」モデルの中では、会社の権益と財産所有権の関係が明確であることは基本的な前提となっている。これが前提となって取引双方の利益と取引コストの合理性について判断することができる。このモデルのもう一つの論点は高度な市場競争により取引コストが下がるという点である<sup>69</sup>。しかし、体制移行国家においては、財産所有関係が不明確であるのに加えて、高度な市場環境も整備されていない。一部の企業は会社組織へ転換された後も依然として地方政府から圧力を受けており、市場の需要に応じて経営することができず、地方経済の利益を考慮しつつ、経営、雇用、地元経済への融資を獲得する側面等において妥協せざるを得ない。そして市場における十分な競争環境が整っていないこともこのような妥協を可能にしている。これらの問題を論じた後、前述のミシガン大学の教授は、私有化が実行された後になって、財産所有権の不明確さの問題がいかに潜在的な企業統治問題を引き起こしたか、そして取引コストの上昇を含んだ経済発展への損害をもたらしたかを我々は理解するようになったと述べている<sup>70</sup>。

上述の問題から、会社内部の支配者たちは既存の条件を利用して利益を得ることのみを急ぎ、会社資産の最大化を追求せず、短期的な行動を取ってしまう。このような選択は結果的に企業統治に反映される。ロシアの状況を見れば、これまでの株主権の私有化はすでに「改革者」の当初の考えから外れてしまっている。たとえば、株式保有の多元化の本意は、社会の幅広い人々の関与と投資を通じて、より多くの財産を創出するに有効なメカニズムを作り出すことにある。しかし、内部者の短期的な行動は、重大な汚職を含む社会資本の違法な奪い合いと不合理な使用をもたらした。社会風潮の不正から大多数の会社に関与しているため、機関投資家による投資リスクの分散という有効な対応策も、ロシアではそれなりの役割を果たすことさえ不可能になる。

ロシアの企業統治で存在している一般的な現象には以下のようなものがある。自己取引。報道によれば、ロシアの会社には大小を問わず、その周辺に内部者またはその家族と関連のある会社が存在し、取引を行うことによって企業財産が横領され、資産と利潤が移転されてしまう<sup>71</sup>。実際に個人的な関係を利用して企業財産を横領することは、私有化以前からすでに存在していたが、私有化が始まって、有効な監督メカニズムがなくなったため、自己取引の弊害はさらに深刻になった<sup>72</sup>。

会計書類を偽る虚偽表示。脱税現象が深刻になっており、会社が会計書類を偽り、投資者を

騙すのも一般的である<sup>73</sup>。一部の学者はロシアでは会社の内部者が基本的に正確な会計情報を公開したがないので、ロシアの証券市場においては合理的な価格で株式を発行することが不可能であると指摘している<sup>74</sup>。

汚職。内部者が様々な手段を利用して会社資産を横領したため、会社の財産はどんどん減る<sup>75</sup>。その際に賄賂はよく用いられる手段である。統計によると、ロシアでは、新しい会社を設立するは20から30もの主管部門の許可と複雑な登記手続が必要とされ、その際には権力と金銭との取引も行われている<sup>76</sup>。したがって、企業統治問題は社会の集団犯罪と深刻な政府腐敗の主な原因となっており、汚れた私有化の実施は、マフィアによる犯罪または政府職員や裁判官への買収を強化させてしまった。そして、汚職政府官僚や会社内部者は、さらなる改革抵抗勢力となる<sup>77</sup>。

政府による会社支配への関与。私有化の後も、会社は依然として様々な行政部門から影響を受けている。行政部門は僅かの株式しか保有していないにもかかわらず、常に企業統治において主導的な地位を占めている。たとえば、内部者の権力濫用が政府からの支持を得ている。また一部の地方政府は税収と財務から逃れるために、権限を利用し偽装の企業破産を実行した<sup>78</sup>。

少数株主の権利の侵害。ロシアにおいて内部者の持株率につき多かれ少なかれ、不公平な規則または不公平な分配問題が存在している。ロシアの会社法には「OECD企業統治準則」に似た株主総会に関する規定が置かれているが、実務においては株主登録の拒否から<sup>79</sup>株主総会の招集通知すら出されないことまで<sup>80</sup>、重大な違法現象が多く存在している。さらには情報取得の妨害などの手段によって、少数株主が結束して投票しようとするのを阻止することなどもあった<sup>81</sup>。これら手段の目的は少数株主の財産の略奪にある。報道によれば、ロシアでは利益配当を行う会社が極めて少ない<sup>82</sup>。このような環境は、会社の内部者の会社を支配する欲望をさらに刺激する。西側のある会社の上級管理者の話を借りれば、ロシアの会社において株式を51%保有している株主は、株式を49%保有しているその他の株主から資産を盗む許可書を獲得したことを意味している<sup>83</sup>。視点を変えて分析すれば、会社利益の最大化を追求する忠実な株主に比べ、自己取引を通じて個人利益の最大化を追求する利己的な株主にとっては、会社における持株地位を確保することこそが魅力的である。会社の株式を51%保有すれば、会社の全財産を支配することができるからである。したがって、有効な監督メカニズムが欠け、厳しい執行法的措置がない中で、悪い株主によって良い株主が追い出されるという問題も現れる<sup>84</sup>。

管理層の信用問題。上述の問題と同時に存在しているのが管理層の基本的な信用・誠実さが欠けているという問題である。この問題はすでにロシアの悪質な企業統治において最も目立ち、広く報道された問題となっている<sup>85</sup>。また研究結果によれば、ロシアで私有化された後何年かが

過ぎても、会社管理層には非公式の枠内においても正式な認証機構内においても信用・誠実の職業モラルがまだ育ってきてない<sup>86</sup>。逆に、汚れた私有化後の社会環境は、良い経営者を悪い経営者に変化させてしまったことが明らかである<sup>87</sup>。

ロシアの企業統治におけるこれらの問題は、東ヨーロッパの体制移行国家においてもある程度存在している。たとえば、チェコに関する研究は、深刻な内部者による支配、自己取引、会社資産の移転および横領問題を発見している<sup>88</sup>。ここでは道は異なっても、帰着するところは同じであるという現象が見られる。すなわち、ロシアでは私有化の初期に、政府は大量の株式を、私有化政策支持の見返りとして会社の内部管理層に受け渡した。この意味ではロシアの私有化は最初から内部者に有利であったといえる。一方、チェコの私有化への転換にあつてはこのような傾向はなかった。しかし、興味深いことにはある程度の時間が経過した後、発展の道は異なっている。二つの国家では内部者による支配の下で株式保有が高度に集中しているという結果が現れた<sup>89</sup>。

チェコでは、ロシアと違って投資ファンドが比較的発達しており、数こそ少ないけれども規模は大きく、会社運営に一定の影響を与えている<sup>90</sup>。これはロシアの企業統治と比べて優越する条件となっているように見えるが、実際には本来の役割を十分に発揮していない。まず、多くのファンドは銀行によって所有されている。その目的はファンドが株式を保有することによって、会社と銀行の関係を強化しようとするものであるに過ぎず、会社制度の改革を深化するものではない<sup>91</sup>。チェコ財政省の研究からさらに分かったのは、私有化された後の会社の業績と非銀行支配ファンドの保有株式数との間には逆方向の関係が存在している。その主な原因はこれらのファンドが真の投資に従事しているのではなく、一儲けを目的としてその影響力と支配的な地位を利用し、会社の利潤を移転してしまうからである<sup>92</sup>。

企業統治の現状について以上のように論じた後は、その発生の原因に目を向けるのが自然であろう。本論文では簡単に、法律方面の問題に限って論じてみたい。ロシアの法治環境は悪質な企業統治をもたらした根本的な原因の一つである。まず、ロシアの会社立法は実務の発展に遅れている。ロシアでは大規模な私有化が1992年から始まっていたが、「株式有限会社法」および「連邦証券法」はようやく1996年に、そして「投資家権益保護法」は1999年に制定されたにすぎない。これらの法律が施行される前の、私有化当初にあつては、法律がなかったため、広い範囲において違法な投機行為と市場の不確定状態がすでに形成されてしまった<sup>93</sup>。

ロシアはその後会社立法および株主権利保護においてすでに大きな進展を遂げたことを認められる。とりわけ1999年に制定された「投資家権益保護法」は、会社立法の不足を補っており、連

邦証券市場委員会の監督管理能力をさらに強化した。またこの法律によれば、連邦証券市場委員会は、侵害された株主および国を代表して、違法をなす会社や経営者に対し訴訟を提起することができる。近年提起された130件の訴訟の中で、勝訴率は80%に達している<sup>94</sup>。同時に、ロシアでは投資家を保護するための組織も設立された。これらは企業統治における政府の最新の努力を表している。しかし、これらの立法は明確な定義と実施の操作性を欠いている。たとえば、立法においては株主の会社業務への関与の権利や情報獲得の権利が規定されているが、定義が不明確であるため、少数株主は依然として管理層や大株主による権限濫用の餌食となっている。また会社法では株主が会社における重要な取引を承認する権利を有すると規定されている。しかし、この規定に違反した場合に、どのような処罰を受けるかは定められていない。さらに会社法では、会社が株主の意思に反して重大な変更をなした時には、株主は株式買取請求によって会社から離脱できると規定されている。しかし、実際に独立した株式評価制度がないため、この規定を施行するのは難しい<sup>95</sup>。

仮にこれらの欠陥のある立法が、ロシアの企業統治問題の一面であるとしても、その他のマクロ的かつ重大な違法腐敗現象と比べればこれらは二の次としか言いようがない。一部の外国の専門家はロシアの企業統治の法律環境に影響する要素について評論する際には、法規の混雑と不足、地方保護主義、司法の腐敗および全体的な公共管理の欠陥などの問題に集中して論じてきた<sup>96</sup>。客観的にいえば、体制移行プロセスにおいて裁判官、検察官、弁護士およびその他の仲介機構は、市場経済の法律問題に対応するための経験と能力を欠いている。ロシアにおいてはやりくりが困難な財政状況により連邦証券市場委員会の経費が極めて不足しているため、高いレベルの人材を確保しにくいし、違法事件に対して適時に十分な調査を行えない<sup>97</sup>。また、現在、ロシアの法律規定によれば、株主が会社を訴える際に、裁判所は書面証拠しか受け取らないため、大多数の関連事件において勝訴は極めて難しい<sup>98</sup>。

しかし、さらに恐ろしいのは人的要素である。司法機関の腐敗は、企業統治が改善されない根本的な原因となっている。大量の事件の中で裁判官や検察官が買収された。ロシアでは検察官によるマフィア会社の違法事件に関係する調査については相対的に公開された「相場」までである<sup>99</sup>。しかも、裁判所の予算は地方政府により管理されているため、地方政府は常に、裁判官に圧力と影響を与え続けている<sup>100</sup>。

公共管理において政府内部の汚職と腐敗が深刻になっているため、会社の管理層はすぐさま権利と金銭の取引によって儲けるというすばいやり方を見つけた。広く報道されているYukos社事件はその典型的な例である。Yukos社は、ロシアの大型石油会社であり、長期にわたって市場より

はるかに低い価格で子会社から石油を購入していたため、子会社はほとんど収益がなく損失を出している。これらの子会社の利益に損害を与える取引は少数株主からの承認をほとんど得ていなかったため、すでに会社法に違反する行為に当たる。そのため、ロシア証券市場委員会は調査を始めた。しかし、Yukos社はそれによって慎重になることもなかった。1997年から1998年にかけて、当該会社は、大株主の操縦により会社の株式を担保に入れて西側銀行から資金を大量に借り入れた。会社の株が保証条件として担保に供された。その後、適時に返済できなかったため、30%の株式が西側銀行に競売または所有された。このような状況の中で、大株主は支配している会社の主要財産である三つの子会社の株式を移転し始めた。株式の移転に関する株主総会の議案はすべて株式の75%の賛成をもって採択されることになっている。大株主は議決権を51%しか持っていなかった。そこで、大株主は株主総会を開く前日に、一人の裁判官に依頼し、「少数株主の一致した行為」はロシアの独占禁止法に“違反”し、投票ができないと宣告させた。このため、株主総会に出席し投票をした人は、大株主により支配されている者だけであり、いかなる利益衝突、関連取引に対しても異議が出されなかった。一方、少数株主は拒否されて門外に留められた。このようにして、大株主は資産を“成功”裡に移転することができた。

その後、少数株主によって提起された訴訟は放置され、子会社の所在地の市長は、これらの会社の関連取引により地方税収が損害を蒙ったとして公然と叱ったことにより暗殺され、もう一人の会社の管理者もYukos社を提訴し勝訴したことで車ごと爆破された。一連の不祥事の最中に、Yukos社の大株主はロシアの総理に同伴してアメリカを訪問した。一方、ロシア証券委員会の委員長はその他の政府部門から必要な協力を得られず、事件の調査を進めえないことから辞職した。同委員長が辞職した直後、委員会の他の委員たちはYukos社の子会社による上場および株式発行の申請をすぐに許可した<sup>101</sup>。まさしく、一部の学者が指摘しているように、今日のロシアの問題は、完備した法律が欠けていることにあるというよりも、必要なメカニズムを欠いていることにあり、かつ政府指導者が真に法律を実施しようとする政治的決意を欠いていることにあるといった方が正しい<sup>102</sup>。

ハンガリーは私有化改革に対して比較的慎重な態度を取ってきている。ブダペスト証券取引市場は、大規模な私有化を準備するために1990年に開業したが、社会的な資金調達的主要手段である株式の公募発行は1995年になってようやく行われた。政府の政策は当初から明確に、地方政府、社会保険ファンド、従業員と個人投資家が共同して形成する均衡分散的な市場構造を建設することであった。実務の中ではこの目標は完全には実施されなかったが、政府は確かに一連の立法を通じて、複数の利益団体による株式保有を推進した。実際に、このような分散的株式保有構造は、



ハンガリーが平穩に体制を移行するのに役に立ったことが明らかである。しかし、その他の国と同様に、ハンガリーの体制移行プロセスにおいても、制度上の欠陥が存在している。たとえば会社法上、会社機関設置について明確な規定があるにもかかわらず、国有企業から改組された多くの会社、とりわけ大型会社では、取締役会とCEOが依然として政府の関与により任命され、多くの会社ではCEOが一人で権限を握り、取締役会はあまり重要とされない。監査役会も事実上に権限がない状態であった。この現象をもたらした主な原因は、取締役会における外部取締役のほとんどが政府職員または政治家である点にある。会社の取締役とするのは給料の比較的低い議員、党の職員および政府職員に補助金を与える手段であると見られている。彼らの大多数は時間もなければ経験もないため、役割を果たすことができない。もう一つ注目すべき問題は、国有企業または国有の株式会社において優秀な人材が流失したことである。旧体制から残された問題の影響のため、優秀な人材がいても彼らはなかなか成果を出すことが難しい。一方、私的会社からの手厚い待遇が、彼らを気持ちを揺さぶっている<sup>103</sup>。

ポーランドの経験は多くの面においてロシアやチェコの状況と対照的である。情報開示と信用義務の基準がまだ出来上がっていないため、ポーランドの私有化は遅れている。私有化計画の実施に当たって、私有化対象企業はGDPの10%に相当する500社の国有企業に限られ、ポーランド国民は、国が設立した15社の国家投資ファンドの中から選択して投資を行うものとされ、上場会社や私的投資ファンドに直接に投資することは許されなかった。国家は専門家により経営されるファンド会社を設立する。その目的は、有効な企業統治を構築すると同時に、会社制度を導入して外国の資金や管理経験を吸収し、自国の管理レベルを高めようとするところにあった。したがって、これらのファンドはポーランドの私有化の重要な手段となった。ハンガリーも同様に企業統治改善において戦略投資家、とりわけ外国投資家の役割を強調した<sup>104</sup>。充分な準備、合理的なプランがあったおかげで、透明度は深刻な問題とならなかったし、会社の情報開示も幅広く評価された。そのため、ポーランドとハンガリーは国際証券協会の基準に最も近い二つの中欧国家であると見られている<sup>105</sup>。

ポーランドの市場改革と私有化の漸進的な歩みは次のところにも現れている。1998年にワルシャワに上場された会社は僅か257社で、チェコの上場会社数より遥かに少ない。しかし、1998年のアジア金融危機がヨーロッパに及んだ時、ポーランドの株価指数は僅か13.1%下げたのみであった。これに対して、チェコの市場は崩壊寸前となった。1998年の年末になると、ポーランドの国家投資ファンドは依然としてワルシャワ証券取引所でその実際資産価値に近い価格で取引されていたが、チェコの投資ファンドはその実際資産価値より20%から70%低い価格で取引されていた

<sup>106</sup>。国により設立された投資ファンドの場合は監督メカニズムが有効に機能するか否かについて今まだ定説がないが、一部の評論家は、これらのファンドは少なくともチェコの投資ファンドよりも収益を追求し、制度改革を推し進める側面において積極的であると指摘した<sup>107</sup>。

一部の学者は、体制移行国家における企業統治の改善については、外国投資家およびファンド管理者は利益最大化を追求する株主であり、改革を進めるために必要な知的資源と資本を提供することができると思っている<sup>108</sup>。各国の国情は異なるが、外資を利用して企業統治を改善するという比較的良好な事例は確かにある。たとえば、ルーマニア鉄道部門の改革が行われた際に、あるアメリカの会社が国際入札を勝ち抜き、世界銀行と欧州復興銀行の財政支持を得て、新たな法的枠組みの設立から企業統治構造までの改革案を作った。その案においては、この会社は全般的に私有化を実行することは勧められなかった。国家が重要な基礎施設に対して公有権を保有し、運営は私人による会社に委ねることが提案された。国家は部分的に株式を売ることができるが、過渡期においては行政部門は鉄道会社を正常に運営し、利潤を創出することに責任を持つ。それと同時に、ルーマニアは立法を通じて、過渡期における会社管理者の職責と義務について明確な規定を作る。その規定における基本的な考えは、もし改革が成功すれば、会社の管理者は巨大な物質的なお返しを受けられるが、目標とされた利潤額を実現できなかった場合には、免職されるというものである<sup>109</sup>。

ロシア・東ヨーロッパ諸国に関する以上の考察は限られた問題しか扱えなかったが、計画経済から市場経済への移行の難しさ、道の選択と設計の重要性、企業統治の法律環境と公共管理への依存性およびその相互作用について明かにした。これらの経験と教訓は、経済制度の異なる国家に共通の利益をもたらした。西側国家の伝統的な研究および比較とは一定の距離はあるが、ロシア・東欧諸国の私有化と企業統治の歩みは、財産所有権の範囲と構造において新たな啓発を提供し、企業統治の理論を豊かにした。その恩恵は、ロシアおよびその他の体制移行国家に限らず、アメリカのような先進国家にも及ぼされるものである<sup>110</sup>。

#### 四 ロシア・東欧諸国の体制移行過程における企業統治問題の中国への示唆

ロシア・東欧諸国が提供した理論と実践の経験・教訓は実際には非常に豊かなものであって、ここでは、自分の未熟な考えを提示したにとどまる。中国は計画経済から市場経済へ転換する過程において同様なまたは類似する企業統治問題に直面しているため、これらの国々の経験・教訓

に関する研究は中国の企業統治問題に対する認識を深め、あるいは異なった視角からそれを認識するのに大いに役立つ。

まず第一に、改革が自発的に進むことはない。計画経済から市場経済へ移行にするに当って、企業統治が自発的な変革を成し遂げることはありえず、積極的な改革によって形成されるものである。ロシアの制度移行において、一部の重要な推論は到底実現されえなかった。たとえば、汚れた私有化は遺憾であるが、私有化されれば会社の新たな管理者が利益を追求するので、元の国有企業に比べて収益を改善することができ、国家もそれなりの利益を受けられると推論された<sup>111</sup>。また、広範囲の私有化は法律の実施と法的メカニズムの強化の原動力となるため、法律の発展に対しても私有化によってよい影響が及ぶと推論された<sup>112</sup>。以上に展開した事実は、これら二つの推論が思う通りに実現されえなかったことを示している。

中国が株式市場を設け、国有企業を再編して株式会社に変更させる際にも、一部の政府関係者や会社の経営者は、国有企業を上場会社に組織変更させることによって、企業統治が改善され、会社と管理層は外部株主の圧力の下に置かれるようになり、企業の収益が高められると考えていた。たとえば、元CSRC主席、劉鴻儒は次のように指摘した。中国の国情に適合した資本市場を設立する意義は、国民の貯蓄を生産資金に転換させることによって、経済構造の調整と企業経営メカニズムの改善を促進するところにある……株式会社、とりわけ上場会社では、財産所有権が明確で、複数の投資主体が形成されるため、投資者は權益を有すると共にリスクも負担する。自主経営、リスクの自己負担、損益の自己負担が可能となる……社会民衆と株主による監督力が強化され、外部の圧力と原動力が強まる<sup>113</sup>。ところで、その後の発展から考えると、当初の考えは少なくとも今日、多くの上場会社では完全に実現されていない。多くの厳しい批判を受けているのは、上場会社の内部者が関連政府部門の支持の下で、あらゆる手段を用いて株主を騙すことである。株式を発行し会社を上場させることは、真の制度改革を求めていることではなく、投資者から「お金を騙し取るゲーム」の始まりである。このようなやり方は、真の改革、すなわち企業を市場規則に従って運営させることは、会社を新規に設立することよりもっと困難であることを物語っている。それゆえに、多くの上場会社はリスクを負担して長期的な努力を払うことはしたくない。その代わりに内部者は大株主の地位、会社の経営情報に詳しいといったことを利用して、自分の利益を懸命に追求している。このような機会主義的な行動は、ロシアの状況と似ていると感じさせる。

もちろん、制度改革と市場経済への移行は一つのプロセスであり、すぐに実現することは不可能である。同時に、この過程は自発的に進展することではなく、新旧体制の消長の過程である。

古い体制は簡単に退出せず、各種の利益団体も新旧体制の交代過程を利用し利益を図ろうとする。機運に応じて生まれた新たな市場主体もその役割を果たすことができない。たとえば、一般的に言えば、機関投資家の関与は、企業統治の改善、少数株主利益の保護に有効なメカニズムであると認識されている。しかし、チェコの実践から分かるように、機関投資家は必ずしも長期的な利益を追求するのではなく、逆に、自分も「金騙しゲーム」の関与者になる可能性がある。中国の『ファンド黒幕』という本の中で暴露された現象から、この種のゲームの中国版を見ることができる<sup>114</sup>。CSRC首席顧問である梁定邦氏は、中国の株式市場においては、ファンドを含む機関投資家が株式市場を安定させる役割を果たしておらず、株価の変動を助長し、目先の利益を狙って株式を売買するのが主であると鋭く指摘している<sup>115</sup>。また、多くの市場仲介機構が虚偽表示などに関与していることも想像がつくものである<sup>116</sup>。これらの市場主体の行動は、中国の企業統治と株式市場の改善に役立つどころか、中国の株式市場に災難となる結果をもたらしかねない。

このような広範囲で蔓延している現象を作り出した原因としては、少なくとも三点を上げることができる。監督管理が足りない。得られる利益と比べて金騙しのコストはきわめて低く、処罰されるリスクの方が制度改革のリスクよりはるかに小さい。法律制度が不健全である。ここで特に指摘したいのは、「会社法」は会社設立の基準を重視しているが、会社設立後の公平な運営について有効な規範が少ないため、大株主は利益衝突を無視し、公然と子会社を利用して少数株主の権利を侵害する。それに加えて、少数株主の訴訟提起を阻止しようとする。そのような場合に、裁判所はその状況に適用する法律がないと感じた<sup>117</sup>。「証券法」では上場基準について詳細の規定が置かれているが、少数株主による有効な司法救済の手段と株主保護協会設立の要求について規定が置かれていないため<sup>118</sup>、一時的には株主が訴訟を提起することすらできない局面が生じた<sup>119</sup>。政府が政策上株式市場を保護する姿勢をとっているため、最初から虚偽の情報を使って上場を果たした会社は、上場後全く心配事がない。会社を設立する時に政府が宣伝や会社の主な経営者人事に関与する。そして、自己取引により資産を移転することに関して有効な監督審査ができないため、不祥事が暴露された後も、必ず誰かがそれを庇い、再編を行う。また、株式市場では会社の質に対し信用危機が発生すると、いくつかの政策が打ち出され、それを緩和しようとする<sup>120</sup>。これらの行動は短期的な投資と金騙しを奨励するようなものであって、会社を市場に直面させ、真の制度改革を推し進めるものではない。

制度移行プロセスにおいては、市場メカニズムは、その制度が優越的であるからと言って必ずしも勝るとは限らない。真の改革が積極的に進められなければ、絶えず挫折に遭うことであろう。国民の改革への自信が影響されるだけでなく、この期間に汚職腐敗と近視的な行為が蔓延

して、改革の道のりはさらに困難になる。

第二は、企業統治の位置付けの問題である。企業統治は、近年、世界的な研究の焦点となっており、国内でも強い反響を引き起こしている。株式市場における絶えない不祥事による株主の憤りをもって、CSRCは大きな圧力を受けているが、「会社法」の改正はなかなか決まらない<sup>121</sup>。このような状況の中で、人々は企業統治に対して強烈な関心を示している<sup>122</sup>。CSRCが最近、一連の重要事件を捜査する際に打ち出した「上場企業統治準則」は、人々の企業統治への期待を高め、企業統治が会社制度の核心であることを認識させた。このような環境の中で、筆者は企業統治の定位と役割について冷静に考え、本末顛倒になるような問題を防止すべきであると考えます。

前述のように、企業統治に関する研究の基本的背景はグローバリゼーションである。それは先進諸国の比較的成熟した会社法制と市場経済を基礎とし、グローバル競争からの挑戦に対応するために、運営効率と収益改善を図ろうとするものである。ある意味では、企業統治は先進諸国にとってより良き制度を作るためのものである。しかし、企業統治の本質から言えば、現在の一般の共通認識として、それはあくまでも一種の「ソフトロー」である。研究の重点は、会社行為およびこれらの行為に影響を及ぼす一連の行為準則、最善の実践標準とメカニズムなどに置かれている<sup>123</sup>。企業統治は会社法制を基礎としなければならないが、制度やメカニズムの実行性に注目するのみならず、競争においてより優越的・合理的な実践に焦点を当てて考察するものである。「ソフトロー」は政策決定者を拘束するものではなく、政策決定の理念に一つの枠組みを提供する<sup>124</sup>。

機能的に言えば、企業統治は内在的な機能に例えられる。情報開示、株式保有構造、運営プロセスは会社によって異なる。その他にも、自律的なメカニズム、市場競争の圧力や職業道徳の意識などが企業統治において大きな役割を果たす。先進諸国ではその国の状況に適した比較的成熟した会社制度が形成されているため、この意味では、上場会社と多国籍会社にとって企業統治に関する「ソフトロー」が会社立法より決定的な意義をもつ要素となったと一部の学者は指摘している<sup>125</sup>。しかし、逆に考えれば、健全な会社法制は企業統治が発展するための基本的な前提であり、基礎となっている。制度移行国家にとっては、会社法制の整備と有効な実施が主導的な地位を占めるべきであり、企業統治は補助的な役割しか発揮することができない。この認識は「OECD会社統治準則」と中国の「上場会社統治準則」の中でも確認されている。

「OECD会社統治準則」では、会社統治準則は拘束力がなく、各国の立法に対して具体的な規定を定めることを目的としない旨を明確に示している。これらの準則は単に各国の参考のために作られたものでしかない<sup>126</sup>。企業統治メカニズムの形成は法律、規則や体制など環境の影響による

<sup>127</sup>。CSRCと国家経済貿易委員会が共同で公布した「上場企業統治準則」は、上場会社に対してそれに従うことを要求しており、CSRCに準則に基づき関連問題の調整を求める権限を賦与したが、「準則」規定の多くは“ソフトロー”の特徴を示しており、実施と実行につき弾力性が認められている。たとえば、上場会社に対して「準則」で述べられた“精神”を貫くことを要求しているが、「準則」の規定は良好な企業統治を判断する“主要標準”に過ぎないため、企業統治に“重大問題”が存在する時に限って、CSRCは整理整頓を求める権限を有するとされる<sup>128</sup>。

「準則」の規定に対する中国上場会社の反応は、それが発揮しうる役割を他の側面からあらかじめ示したものであった。報道によれば、「準則」が実施された後、150社もの上場会社が発表した営業報告書は内容的に類似しているものがある。すなわち、「準則」の条文を踏襲し、良い情報のみを報道する現象が一般的である<sup>129</sup>。多くの会社において企業統治に関する情報開示は淡々としており、実質的な問題は回避されている。さらに多くの会社は、関連の法律法規の要求を遵守しているとのみ表明した。あたかもこれらの会社では、すでに規範的な企業統治システムが作り上げられており、要請をなおざりにしても良いと考えているようである<sup>130</sup>。

事実上、強大な社会世論の圧力、次第に発布されるようになった「準則」などの規範的な文書、それに強化された監督管理措置はあろうとも、一部の上場会社は依然として自己中心であり、現在の体制と運営を継続していこうとしている。したがって、法治を機能させるには、強制的な法律規則を厳格に実施することが必要である。国有資産や企業に不公正な優遇を与え<sup>131</sup>、取締役の信用・誠実義務や少数株主の保護に関する具体的な規定が設けられていない会社法のもとでは<sup>132</sup>、いかにすれば良好な企業統治を構築しうるのか、少数株主の利益を有効に保護しうるのか、管理者の道德水準と行為準則を高めうるのか、そして自己取引から権力濫用を防止しうるのかについて、想像もつかない。この意味では、現在摘発されているような重大な違法事件が広範囲に発生している原因は、良好な企業統治がないというだけでなく、厳密な法律と有効な監督管理が乏しく、違法のコストを禁止レベルにまで高めていないからである。企業統治の改善は、単なる会社運営上の問題ではない。政治体制を含む会社の外部メカニズムの改革が無視されれば、現在見られるような企業統治における深刻な問題の解決は不可能であろう<sup>133</sup>。一部の学者は、現在の中国経済体制の核心部分は依然として統制経済であり、ただ企業経営の面において市場メカニズムが形式的に取り入れられているだけであって、このような経済体制は、社会主義経済の発展に不利であり、官僚資本主義に“温床”を提供していると鋭く指摘している<sup>134</sup>。現在は上場会社における国家株が大多数を占めているため、企業と市場を連動させる株主の能力が乏しくなり、会社法の管理層の義務に関する規定が無意味なものになってしまっている<sup>135</sup>。

学者が前述のロシアの状況に触れたときに指摘したように、良好な企業統治を構築するためには、まず厳格に法律規定を執行しようとする政治的決意が必要である<sup>136</sup>。企業統治は良好な市場秩序を構築し、会社の素質を高めるための必要条件の一つに過ぎず、充分条件ではない。現段階においては、法治環境の整備にこそ力を入れるべきである。厳密な法律規則と厳格かつ有効な法律執行がなくては、「上場企業統治準則」の実施は再び失望を与えるものになってしまう。

企業統治と会社法制の補完的な関係は、両者間の相互転換からも認識することができる。イギリスでは企業統治に関する三つの報告が相次いで発表された後、上場会社は報告で提起された意見と措置に対し、一般的にきわめて真剣な態度で対処した。そのため、イギリスの会社立法を主管するイギリス貿易産業省は、1998年に、政府が法律規則の制定でもって最善の実践準則に取って代わる意思のないことを公表した。しかし、この立場の基本的な前提は、これらの企業統治準則が実務の中で、確実に役割を果たしていることである。そうでなければ、立法作業が正式に行われる。貿易産業省はさらに、企業統治において法律規則が必要となれば、即時に立法することを明確に示した。その際、特に提起された領域には、株主総会における株主のより積極的な役割および管理層の報酬に対する監督権利の強化が含まれている<sup>137</sup>。イギリスがこのような立場を取っているのは、自主規制を尊重する伝統と、整備された厳密な会社法を基礎にしているからである。しかし、中国ではこれらの二つの側面のどちらも整備されていない。したがって、中国の立法監督管理はまず、ハードな面の構築と整備に集中すべきである。

アメリカでは、アメリカの証券取引所の規則は事実上“ソフトロー”であると指摘している学者がいる。たとえば、会社が規則に違反しても、場合によっては取引所の力が及ばないこともある。強制的執行メカニズムがない限り、一部の大会社は依然として思う通りにやることができる<sup>138</sup>。90年代初期、アメリカではこのような事件があった。アメリカのGM自動車会社は、悪質な買収を防止するために、普通株において半分の議決権しか持たない株式を発行した。このやり方は明らかに、一株一議決権、同一株式、同一権利というニューヨーク証券取引所の上場規則に違反している。しかし、ニューヨーク証券取引所は厳格な執行をすれば上場会社を失いかねないと心配し、わざと放任的な態度を取った。アメリカ証券取引委員会は規則の制定を通じてこのようなやり方を是正しようとしたが、連邦上訴裁判所は証券取引委員会に敗訴を言い渡した。裁判官はこの規則は、種類株式間の権限の実質的な分配を直接的に支配しようとするものであるがゆえに、委員会の権限を越えていると判示した。仮に、一株一議決権という原則が生きながらえるべきものであるとしても、企業統治の全体からこの規則を切り離す防火帯が必要であるという。裁判官はさらに、アメリカ連邦議会の立法授権を理由に、証券取引委員会が上場規則を通じて企業統治

を支配できると主張することは、裁判所がこの論点を受け入れるかどうかに対して博打をうったようなものであり、結果的には、裁判所を選び間違えたり、博打も間違えたと鋭く指摘した<sup>139</sup>。この判例が明らかにしたのは、証券取引委員会が企業統治を監督管理することには限界があるため、裁判所が会社自治の尊重と監督管理の間に必要な均衡を見い出さなければならないということである。

第三は、企業統治のルートの選択問題である。計画経済から市場経済への移行は非常に複雑な問題に直面しているため、ルートの設計はきわめて重要である。外国の成熟した経験を参考にし、吸収することが必要であるとともに、中国の実際の国情をも考慮しなければならない。この面においては、一連の政策的な選択を行うことが必要である。しかし、現在の中国の会社法制と統治構造を見れば、現実を離れて実現できないものを求める傾向があるようである。

たとえば、政府が証券市場を位置付けることは、企業統治の目標と衝突しかねない。政府は、株式市場が国有企業制度改革のために、国有企業の資金調達に道を開くことを求めている。それによって政府財政部門と銀行の負担を軽減させようとしている<sup>140</sup>。この過程において政府は、企業の状況と関係なく、国有資産の価値の維持・増殖を実現しなくてはならない<sup>141</sup>。その結果、あらゆる手段を用いて、虚偽記載をもして金を騙し取り、株価が高すぎることとなるといった現象が発生しても不思議ではない。しかし、株式保有の多元化と企業統治の前提は、利益を上げ、株主の投資回収に寄与することにある。市場の開放が進み、競争が激しくなり、監督管理が強化されるに伴って、株価がその実際の価値に近づくのもまた必然であって、人為的に価格を維持することは不可能である。CSRC主席である周小川氏は、最近、株主利益の最大化を企業統治の目標の一つであることを強調したが<sup>142</sup>、その他の目標については具体的に言及しなかった。会社の実務から見れば、この目標が実現できるか、またはどの程度実現できるかは、この目標と他の目標との相互関係によって決定される。国有企業優先、国家政策優先、国有資産優先という発想を打ち破らなければ、株主利益の最大化を実現することは依然として無理であろう。

中国では、私有化は依然として政治的に敏感な表現である。実際にも、株式を公開発行して国家株の持株率を調整することは、実に機関または個人投資家へ財産所有権益を移転する過程である。ロシア、東欧諸国と比較すれば、中国の移転の目的は根本的に異なっている。すなわち、私有化それ自体を追求するのではなく、株式市場を利用して、社会と個人の財産資源を国家経済政策が主導し、支配する軌道に納めるために移転が行われる<sup>143</sup>。この目的があるため、国家利益の保護と株主利益の保護が果たして相容れるのが難しくなる。現実には、政府の支持とイデオロギーの延長が、経済体制移行過程において国家株が圧倒的に多数を占めるという結果を生み出し



ている。個人株主は公平に権利を享有し行使することが許されなかった<sup>144</sup>。この状況はロシアの私有化状況と比較すればより複雑である。内部者による支配、自己取引と汚職腐敗などの企業統治問題に限らず、イデオロギーによってもたらされた市場の歪みと取引の不公平という問題も含まれている。国家が政府政策のために株式市場を利用するとなれば、すべての株主のために資源利益の最大化を求めることは困難となり、株式市場の発展を阻害しかねない<sup>145</sup>。ここで一つのジレンマが現れる。すなわち、移行期において国家内部に成熟した市場メカニズムと推進力がないため、頼りになるのは本来市場から撤退すべき政府であることになる<sup>146</sup>。

会社法制と統治の枠組みの構築において、異なるモデルを功利的に採用したため、人々に無理を感じさせるに至っており、諸制度間の協調の利益は真剣に考えられていないようである。現在、我が国の「会社法」は、欧州大陸会社制度の二元的構造を取っており、取締役会と監査役会を並存させている。また、中国の特色として会社における共産党の核心的な役割も強調されている<sup>147</sup>。一方、「証券法」は、アメリカ的なモデルを取り入れて、CSRCに立法、審査、法律執行等の権限を賦与した。最近の企業統治の改善に関する規定においては、コモンロー国家で提唱された“株主代表訴訟”<sup>148</sup>や社外取締役<sup>149</sup>などのメカニズムも導入された。このようなシステムは、中国の企業統治の規範を比較的に厳密にしたように見えるが、理想的な効果を上げられるとは限らない。

監督のプロセスとコストを考えれば、現在、社外取締役、取締役専門委員会および監査役会間の関係、権限および手順はまだ不明確である。社外取締役と監査役は株主の利益を保護する責務を果たしている。社外取締役は取締役会でその役割を果たすため、社外取締役が取締役会内で職責を履行することは、大株主から支配されず、会社全体の利益を守っていくのに資する<sup>150</sup>。そして、監査役会は社外取締役を含む取締役会に対して監督を行う<sup>151</sup>。社外取締役は一般に経験を持つ専門家であるが、監査役会も独自に仲介機構を招聘し、専門的意見を求める<sup>152</sup>。同様に、会社の取締役会には会計審査委員会を設けることができ、その中で社外取締役が過半数を占めるべきとされる。しかも、独立した会計専門家も含む<sup>153</sup>。監査役会も会社の財務を監督し、それに必要な費用は会社が負担するという形で仲介機構を招聘し、専門的な意見を求めることができる<sup>154</sup>。監査役会は管理層と外部の会計審査人を招いて監査役会の会議に出席してもらうことができる<sup>155</sup>。このように職能が重なり機能が重複することは、無駄な遅延と浪費をもたらす。そればかりか、社外取締役、監査役会、仲介機構間の意見衝突が起こり、複雑な局面になる可能性もある。また、これほど厳しいやり方による混乱と浪費は、それ自体が企業統治における新たな問題となりうる。

英米と大陸の会社法制と統治構造を見るに、二つの法域は、近年、局部的には同じ方向で改革が行われる傾向が見られるものの、基本的にはそれぞれの価値観を固持しており、盲従的に他国の後を追うことはない。英米法系では、株式保有が高度に分散し、証券市場と機関投資が発達しているため、会社法制と統治は株主権の流動性を有効に保護している。一方、大陸法系の国では株式保有が高度に集中し、証券市場と機関投資が発達していないため、会社法制と統治はまず大株主の有効な支配を考慮する。両体系の差異は各自の市場条件と特徴からもたらされたものである<sup>156</sup>。したがって、中国の企業統治のルート選択は国情に基づいて選択しなければならない。また、中国の国情を考慮するとともに、異なるメカニズムとシステムの協調と効果も考えなければならない。

中国の金融体制改革の趨勢に鑑みれば、国民の貯蓄と投資家の人数は急増しつつあるものの、国有銀行の不良債権問題が依然として未解決のままとなっている。国家の経済発展が一定の成長率で持続している中で、国と国有銀行の融資力は限られているため、今後、証券市場を通じた資金調達は大いに期待されている。これによって、株式保有の多元化と証券市場の発展が促進されることになる<sup>157</sup>。このような見地からすれば、アメリカの経験はより参考になると思われがちである。しかし、実際にはアメリカの数多くの法律規定は必ずしも中国に相応しいものではない。一部のアメリカの学者もアメリカの会社法は世界中で広範に参考にされたことが一度もないと認めている<sup>158</sup>。したがって、選択の判断をする際には、慎重な態度をとるべきであろう。

第四は、中国に特有な人文的要素による影響を考慮して企業統治を構築しなければならないということである。中国は文明大国として数千年の輝かしい歴史がある。儒教を基礎とした伝統は中国およびその周辺国家・地区、さらに海外華僑の企業文化や企業統治に深い影響を与えている。しかし、長期間の封建専制および建国後何十年かの集権的な計画経済体制のもとで市場関係の発展が常に抑制されてきたという環境は、企業統治の構築に不利な要素となる。たとえば、中国の伝統文化では数多くの道徳や教えがあるが、その基礎となっているのは封建社会の忠義であり、明確な財産所有権、および公平な取引といった市場理念そのものではない。これらの封建的な教えは歴史的な限界から、近代の有効な牽制メカニズムへと発展することが終始できなかった。しかし、今日中国の企業統治は依然として、これらの人文要素から影響を受けている。会社法によれば、会社の取締役と監査役は本来、株主総会に対して責任を負い、自分の職務を忠実に履行し、会社の利益を守らなければならない<sup>159</sup>。西側諸国では取締役会が一つの集団的概念と理解されており、特別な権限が授与されない限り、一人の取締役がその他の取締役より大きな権限を有することはない<sup>160</sup>。しかし、中国の会社実務では、取締役会の一部の人、とりわけ代表取締役に権限

が集中している現象がきわめて深刻で、重要職務を兼任しているというばかりか、一人で決め付けてしまうという局面も現れている。多くの取締役と監査役は、率直に意見を述べたり反対意見を表明することもできなければ、そうする勇氣もない。この現象は明かに中国伝統の家父長制を表している。元香港在駐の中国関係機構の責任者は、今日の国家指導者はもはや帝王のように崇拜されることはないものの、挑戦を受けることはほとんどなく、この伝統もまた、中国大陆の会社の内部管理にしきたりとして受け継がれていると指摘している<sup>161</sup>。実際に、このような状況は経済生活における行政専断と官僚本位のモデルを長期間にわたって強めてしまう。その結果、取締役会と監査役会が形骸化され、個別の人がすべてを主宰している。多数の取締役と監査役は株主総会に責任を負うのではなく、内部の家長に服従している。このような統治モデルは会社の経営判断リスクをきわめて高いものにしてしまう。

最近、CSRCと国家経済貿易委員会が上場企業統治を改善するために相次いで発表した「上場会社における社外取締役制度の確立に関する指導意見」および「上場会社統治準則」は、正式に社外取締役制度の導入を要求した。これは言うまでもなく評価すべきである。しかし、独立という理念は、中国何千年の封建的家父長制の下で存在したことすらなかった。現代政治上の集権統制も、いかなる独立理念の発展をも許してこなかった。したがって、中国における社外取締役制度が本当にその役割を発揮できるかどうかは、慎重に見守る必要がある<sup>162</sup>。2001年末の各上場会社に招聘された社外取締役に関する調査を見れば、先進諸国においては会社管理経験の豊富な経営者や専門家を招聘しているのと異なって、中国の上場会社の多くは高学歴者、とりわけ経済学者、中国工程院会員、中国科学院アカデミー会員を中心に招聘している。会計士などの専門家を招聘しているのは五分の一しかなく、CSRCが求めた要求にまだ程遠い。また、北京は社外取締役招聘第一位の地となっている。北京は人材が多いし、知名度も高いし、政府職員と関係しているからである。現在、企業家型の社外取締役はまだ上場会社に一般的に受け入れられていない<sup>163</sup>。これらの初歩的な調査結果は危機感を抱かせる情報という要素がないわけではない。社外取締役制度を導入する本来の目的は社外取締役の力を借りて、会社全体の利益の保護を強化し、とりわけ少数株主の利益を保護するところにある。しかし、招聘された社外取締役は理論的知識は持っていても、実務経験や必要な専門知識を欠いているとなれば、少数株主の利益を積極的かつ有効的に保護することには限界がある。このような状況を踏まえると、社外取締役制度が、上場会社が会社の知名度とイメージを向上させるための飾りとならないことを望みたい。これに関連して、中国の伝統文化の中で最も公平な市場競争とじっくりとしないのは、恐らく“コネ”なのではないか。“コネ”は法律制度の遵守ないし透明度を排斥するものである。現在、中国の会社実務の

中で、深刻な汚職腐敗、市場行為の歪み、過度な行政関与のいずれもが、すべて“コネ”と関係している。したがって、社会と文化環境からこれらの問題の解決を図らないと、社外取締役の真の独立性がどのくらい保たれるかは疑問である。

以上に述べてきたように、先進的なメカニズムも当該国の国情と結合させないと、おそらく効果はきわめて限定的である。最近、ある外国専門家は、21世紀における企業統治の発展について論じた際に、企業統治はすでにその道徳的な優勢を失い、全然意味のない機械となり、一部の項目要求を満足させるだけの実務に陥っていると警告した。企業統治に道徳を重視する方法を取り、“ビジネス活動中の人権を尊重する”ことは、単に企業統治準則を遵守することよりもっと良い目標であるはずである<sup>164</sup>。

## 五 結論

グローバル化が進んでいる中で、異なる法系の企業統治は同じ方向へ調整される傾向を見せている。各国が互いに学び合いつつ、国際競争力を強化しようという願望が反映されている。企業統治に関する一部の国際的な原則は、さらにこの現象を新たな段階までに推進した。しかし、企業統治には統一されたモデルや標準がない。同じ方向に傾いたことは、各国それぞれの国情や条件に基づき、自分の欠陥に応じて改革を行うという任務に取って代わることもできなければ、その任務を軽減することもできない。企業統治のモデルがグローバル化の中で完全に同化されるに至ることもありえない。

ロシア、東欧諸国と中国は計画経済から市場経済へ移行している最中であるため、互いに学び合える要素は比較的多い。ロシアおよびその他の国では移行の過程において深刻な“内部者による支配”、自己取引および汚職腐敗の問題が現出しており、投資家の利益がひどく侵害された。その原因は、法制の不備と経験の乏しさに加えて、法治環境および切実に改革を推進する政治的決心と措置の乏しさにある。ロシアと対照的に改革の準備を重視し、法律制度の建設を強調する一部の国家では、移行が比較的穏かに進められている。

企業統治は中国の市場経済化における重要問題となっている。企業統治の構造とレベルは国家経済法律制度および人文伝統の総合的な反映であるため、企業統治改善の根本は真に市場法則に基づき改革を行うことにある。会社を政府の保護と干渉から離脱させ、市場の圧力の下で統治レベルを高めていくことにある。

中国の株式保有の多元化は、ロシア・東欧諸国の私有化と完全に異なった政治目標とルートの設計発想を持っている。中国市場経済化のプロセスにおいては、旧体制と新体制の消長もあれば、イデオロギーによる市場要素の歪みもある。ある意味では、中国における企業統治の改善によって投資家の合法的権益を保護するという切実な任務は、より困難かつ複雑である。

移行過程において、会社内部の統治構造と運営の改善に力を尽くし、準則に従って会社の行為を規律すべきであるのは言うまでもないことであるが、より重要なのは法治を整備し、立法を厳密にし、厳格に法律を執行することである。まず、企業統治のために良好な法律基礎を構築し、“ハードロー”を用いて“ソフトロー”を駆動し支える。企業統治の構築と改善は長期的かつ複雑的な探求と育成の過程である。外国の優れた経験を参考にする必要があるのみならず、中国独自の国情と条件を十分に考慮しつつ、両者間の協調と効果利益を求め続けなければならない。

\*本稿に関しては、香港大学法学院、香港大学科学研究・会議資金委員会の助成を頂いた。心から感謝の意を申し上げます。

---

本稿に関しては、香港大学法学院、香港大学科学研究・会議資金委員会の助成を頂いた。心から感謝の意を申し上げます。

<sup>1</sup> この現象に関する論述につき、以下の論文を参照。Kevin and Mike Wright, *Introduction: Corporate Governance, Accountability and Enterprise*, Mike Wright(ed.): *Corporate Governance-Responsibility*, (1997) at 2-3.

<sup>2</sup> 一部の学者は、統一的な枠組みがないため、現段階では、異なる企業統治に対する比較研究は主に実証的な研究に限られていると指摘している。さらに異なる角度から企業統治の局部しか研究されていないことを「群盲象を撫でる」ことに喩えている論者もいる。Shann Turnbull, *Corporate Governance: Its Scope, Concerns and Theories*, *Corporate Governance*, No.4(1997), at180-187.

<sup>3</sup> 「OECD企業統治準則」(<http://www.oecd.org/dat/governance/principles.htm>) はしがき第二段落。最新の中国語訳は、陸立華訳「OECD企業統治原則」、顧功耘編『会社法律評論』(2001年巻)78-90頁。

<sup>4</sup> Richard Semerdon: *A Practical Guide to Corporate Governance*, (1998), at 1-2

---

<sup>5</sup> Sara Webb, Survey Shows Investors Crave Good Governance, *The Asian Wall Street Journal*, June 19, 2000, at 13; and Lee Suet Lin Joyce, *Corporate Governance in Asia*, Asia Business Law Review, No.34(2001), at 43.

<sup>6</sup> 近年、出版された主な著書は以下の通りである。呉敬璉=周小川ほか『企業統治の構造、債務再建および倒産プロセス』（中央編訳出版社、1999年）梅慎実『現代会社機構権力構造論（修訂版）』（中国政法大学出版社、2000年）何玉長『国有企業資産所有権構造と統治構造』（上海財政大学出版社、1997年）中国（海南）改革発展研究院編『中国企業統治構造』（外文出版社、1999年）倪建林『企業統治構造：法律と実践』（法律出版社、2001年）李健『企業統治論』（経済科学出版社、1999年）成曉霞『新たな法人統治構造』（中国政法大学出版社、2000年）何自力『法人資本所有制度および企業統治』（南開大学出版社、1997年）劉燦『現代会社制度の財産所有権関係と統治構造研究』（西南財経大学出版社、1996年）

<sup>7</sup> 魯桐『WTOと中国会社のグローバル化』（中共中央党校出版社、2000年）2-4頁。Koo and Partners: *Towards Better Corporate Governance: China's Continuing Struggle*, *International Financial Law Review (IFLR)*, IFLR Guide to Corporate Governance(2001), at 45.

<sup>8</sup> この面に関する比較的全面的な討論について、吳曉求『公正的な市場秩序の確立と投資者利益の保護』（中国人民大学出版社、1999年）

<sup>9</sup> 「決定」の第五、六節を参照、「中華人民共和國國務院公報」1999年第34期、1515頁～1517頁。

<sup>10</sup> 倪建林・前掲注（6）209-210頁。日本の学者、青木昌彦も、各長所を吸収するのは体制移行について最も良い方法であると指摘した。青木昌彦『内部者の支配に対する支配移行中の経済における企業統治の若干問題』、呉敬璉=周小川ほか著・前掲注（6）32頁～34頁。

<sup>11</sup> 近年、この面に関する主要な著書は以下の通りである。Eckehard F. Rosenbaum, Frank Bonker and Hans-Jurgen Wagener(ed.): *Privatization, Corporate Governance and the Emergence of Markets*, (2000); OECD: *Corporate Governance, State-owned Enterprises and Privatisation*, (1998); 近年の論文は以下の通りである。Bernard Black, Reinier Kraakman and Anna Tarassova, *Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?* *Stanford Law Review*, vol.52(2000), at 1731-1804; John C. Coffee, Jr., *Privatization and Corporate Governance: the Lessons from Securities Market Failure*, *Journal of Corporate Law*, vol.25(1999), at 1-39; Joaquin F. Matias, *From Work-Units to Corporations: the Role of Chinese Corporate Governance in a Transitional Market Economy*, *New York International Law Review*, vol.12(1999), at 1-54; Merritt B. Fox and Michael A. Heller, *Corporate Governance Lessons from Russian Enterprise Fiascoes*, New York

---

University Law Review, vol.75(2000), at 1720-1780; Finanna Jesover, *Corporate Governance in the Russian Federation: the Relevance of the OECD Principles on Shareholder Rights and Equitable Treatment*, Corporate Governance, vol.9(2001), at 79-88; Rado Bohinc, Stephen M. Bainbridge, *Corporate Governance in Post-Privatized Slovenia*, vol.49(2001) The Journal of American Comparative Law, at 49-78. レイ・キンベス「企業統治における政府の役割」(ルーマニアの経験を重点に)、ロバート・バストリ「高い効率の所有制度への道—ロシア、ハンガリー、チェコの経済体制改革を論じる」。両論文とも中国(海南)改革発展研究院編『中国企業統治構造』(外文出版社、1999年)による。2頁~24頁、25頁~32頁。

<sup>12</sup> 李量「現代企業統治の実質およびそれと証券市場の監視管理のロジック的関連を論じる(下)」

<http://www.cnstock.com/ztyi/hgjj/200107200550.htm>による。

<sup>13</sup> R.I.Tricker(ed.): Corporate Governance, (2000), at 459-466。

<sup>14</sup> 前掲注(3)

<sup>15</sup> <http://www.ecgn.ulb.ac.be/ecgn/codes.htm>による。

<sup>16</sup> Sara Webb, *Calpers Sees New Targets Overseas*, Wall street Journal, Oct. 20, 1997, at C1.

<sup>17</sup> ohn Tagliabue, *Resisting Those Ugly Americans*, New YorkTimes, Jan.9,2000,at16.

<sup>18</sup> Joel Chernoff and Patrick Farnon, *Governance Codes Vary by Market*, Pensions & Investments, Sept. 16, 1997, at 16.

<sup>19</sup> <http://www.calpers-governance.org/principles/international>による。

<sup>20</sup> Cathy Holcombe, Jon Odgen and David Wilder, *US Pension Fund Quits Four Problem Asian Markets*, South China Morning Post, February 22, 2002, at B1.

<sup>21</sup> Ennque J. Rueda-Sabater, *Corporate Governance and the Bargaining Power of Development Countries to Attract Foreign Investment*, Corporate Governance, vol. 8(2002), at 117-124.

<sup>22</sup> Richard M. Baxbaum and Klaus J. Hopt, *Legal Harmonization and Business Enterprises*, (1998), at 68-79. 1951.「ハーグ国際私法統一法」第3条は、「法人およびその代表機構の存在は、法人の住所地にある法律に従うべきであり、……本条の規定に適用する場合に、法人の住所地が法人の管理中心地である」と規定している。

<sup>23</sup> Case No.C.21/297(1999),2.C.M.L.R.551.

<sup>24</sup> EU条約52条は、一加盟国の国民による他加盟国における機構設立自由に関する制限を各加盟国が徐々に廃止することを要求している。58条は、一加盟国の法律に従い会社または企業を設立し、EUにおいて登録事務所、中央管理機構または主たる営業所を設置している者は、各加盟国の国民と同じ待遇

---

を受けると規定している。

<sup>25</sup> Centros case判決を参照。第27段落、前掲注(23)。

<sup>26</sup> Wymeersch, *Cebtros: A Landmark Decision in European Company Law*, T. Baums and Others(ed.), Festschrift für Richard M. Baxbaum, Ronald J. Gilson, *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, American Journal of Corporate Law, vol.49(2001), at 352

<sup>27</sup> Gilson・同前掲注、at352-353.

<sup>28</sup> 同前掲注、at 353.

<sup>29</sup> この面に関する論述は多く、例示するとすれば以下の通りである。Brain R. Cheffins, *Current Trend in Corporate Governance: Going from London to Milan via Toronto*, vol.10(1999) Duke Journal of Comparative and International Law 5; John C. Coffee, Jr. *The Future as History: The Prospects for Global Governance in Corporate Governance and its Implications*, vol.93(1999) Northwestern University Law Review 641; Henry Hansmann and Reinier Kraakman, *the End of History for Corporate Law*, vol.89(2001) Georgia Law Journal 439.

<sup>30</sup> James A. Fanto, *The Role of Corporate Law in French Corporate Governance*, vol.31(1998) Cornell International Law Journal, at 33

<sup>31</sup> Douglas M. Branson, *The Very Uncertain Prospect of "Global" Convergence in Corporate Governance*, Cornell International Law Journal, vol.34(2001), at 325.

<sup>32</sup> 上述したような企業統治環境の相違に関する論述については、Pieter W. Moerland, *Changing Models of Corporate Governance in OECD Countries*, Rosenbaum, Bonker and Wagener at 69-82 and Gustavo Visentini, *Compatibility and Competition between European and American Corporate Governance: Which Model of Capitalism?* Brooklyn Journal of International Law, vol.23(1998), at 833-853 を参照。

<sup>33</sup> 市場における企業買収の圧力は、外部から会社を支配する市場を形成した。Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in Richard A. Posner and Francesco Parisi(ed.), *Law and Economic*, vol. III(1997), at 258-266.

<sup>34</sup> Stephen W. Mayson, Derek French, Christopher L. Ryan, *Company Law*(15<sup>th</sup> ed.), (1998), at 425.

<sup>35</sup> Visentini・前掲注(32) at 843-844.

<sup>36</sup> See Nigel G. Maw and Others, *Mawon Corporate Governance*(1994), at 19-20.



---

<sup>37</sup> 最近の比較的全面的な議論として、Robin Hollington QC, *Minority Shareholders Rights*(3<sup>rd</sup> ed.)(1999)を参照。

<sup>38</sup> 中国大陸では、米国の証券市場と法規制に関する議論が多いので、筆者は英国の事情を例として取り上げたい。

<sup>39</sup> George Walker, *Official Listing*, in Michael Blair, QC(ed.), *Financial Services & Market Act 2000*, (2001), at 97-110.

<sup>40</sup> Peter G. Xuereb, *The Limitation on the Exercises of Majority Power*, *The Company Lawyer*, vol.6(1985), at 199-208; Harvey H. Mason, *Fraud on the Minority: the Problem of a Single Formulation of the Principle*, *The Australian Law Journal*, vol.46(1972), at 67-72; Paul L. Davies, *Institutional investors as Corporate Monitors in UK*, in Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch(ed.), *Comparative Corporate Governance: Essays and Materials*, vol.V(1997), at 48.

<sup>41</sup> この点につき、最も顕著な例は米国の「経営判断原則」である。この原則によれば、取締役が権限の範囲内において会社の取引を行う際に、取引が善意で慎重になされたものでさえあれば、取締役の責任は免除される。これは、すでに「米国の企業統治における中長期的に確立された原則」となっている。Gries Sport Enterprises Inc.v.Cleveland Browns Football Co. Inc. 496 N.E. 2d 959, at 963-964.

<sup>42</sup> 一部の学者が指摘しているように、米国の規制は通常、機関投資家が管理層と見解が一致すべきことを前提としている。もしも互いに満足できなければ、株主は株式を売ればよい。Mark J. Roe, *Political Theory of American Corporate Finance*, *Columbia Law Review*, vol.91(1991), at 28.

<sup>43</sup> 一部の学者が指摘しているように、商業の運営においてはチャンスとリスクが並存している。株主は投資する際には覚悟して投資リスクを負いつつ、分散投資を通じて、とりわけ高度に発達している機関投資家の運営を利用しながら、有効的にリスクを軽減することができる。したがって裁判所は、多様な方法を用いてリスクを下げることを拒否した株主に対して、事後的にいかなる特別な保護を与えなくてもよいことになる。Charles R. O Kelley, Jr. and Robert B. Thompson, *Corporations and Other Business Associations*(2<sup>nd</sup> ed.), (1996), at 335-336.

<sup>44</sup> Douglas M. Brabson, *Teaching Comparative Corporate Governance: The Significance of "Soft Law" and International Institutions*, *Georgia Law Review*, vol.34(2000), at 683-684.

<sup>45</sup> Thomas J. Andre. Jr., *Cultural Hegemony, The Exportation of Anglo-Saxon Corporate Governance Ideologies to Germany*, *Tulane Law Review*, vol. 69(1998), at 109-116; Fanto・前掲注 30, at 87.

<sup>46</sup> Marcello Bianchi and Others, *Pyramidal Groups and the Separation between Ownership*

---

*Control in Italy*, available at <http://www.ecgn.ulb.ac.bc/newspapers>; Gian B. Bruni, *The New Consolidated Act on Companies Listed on the Italian Stock Exchange*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, vol. 13(1998), at 417.

<sup>47</sup> The Committee on Corporate Governance, Report of the Committee on Corporate Governance(1998) (“Hampel Report”), p.3.12.

<sup>48</sup> Terence L. Blackburn, *The Societas Europae: The Evolving European Corporation Statute*, *Fordham Law Review*, vol. 61(1993), at 735-736

<sup>49</sup> これに関する議論としては、轟徳宗「会社法人統治構造の立法パターンおよび発展趨勢」法律評論(2000年)第6期、33頁～40頁を参照。

<sup>50</sup> The Standing Committee on Company Law Reform: Corporate Governance Review: A consultation paper on proposals made in phase I of the review, 2001, at 45.

<sup>51</sup> この側面における初歩的な比較研究については、張憲初「人文要素の企業統治に対する影響」(2002年1月16日・17日に香港で開催された『東アジア法治社会の形成および発展シンポジウム』)に提出された論文を参照されたい。

<sup>52</sup> Black, Kraakman, Tarassova・前掲注(11), at 1752-1757.

<sup>53</sup> OECD: *Corporate Governance in Asia: A Corporative Perspective*, (2001), at 37.

<sup>54</sup> Branson・前掲注(31)。

<sup>55</sup> 最近、出版された陳安教授(編)『国際経済法論叢』第4巻では、経済のグローバル化と法律のグローバル化に関する論文が9本掲載されている。これらの論文は、経済のグローバル化を利用し、政治理念および法律制度を押し付けようとすることに対する、中国大陸の学者の警戒心を明らかに物語っている。詳細は『論叢』第4巻(2001年)1頁～77頁参照。

<sup>56</sup> これに関する最新の議論は、以下の文献を参照。Wendy Carlin, *Empirical Analysis of Corporate Governance in Transition*, in Rosenbaum Bonker and Wagener, 11, at 98-103

<sup>57</sup> Simon Johnson and Andrei Shleifer, *Coase v. The Coasians*(working paper), available at [http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract\\_id=193776](http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract_id=193776).

<sup>58</sup> Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1740

<sup>59</sup> 前掲注(11), at 1736

<sup>60</sup> Gary Pench, *1997 an Outstanding Year Despite Market narrowness*, *Moscow Times*, Jan. 13, 1998.

- 
- <sup>61</sup> Cary Pench, *Poor Management Destroys Sberbank Tatneft*, Moscow Times, Dec. 15, 1998.
- <sup>62</sup> Peter S. Green, *Prague Exchange's failure Reform Efforts Leavers Some Predicting Its Demise*, International Herald Tribune, March 17, 1999, at 16.
- <sup>63</sup> Ralph Heinrich, *Corporate Governance: a Systemic Approach with an Application to Eastern Europe*, in Rosenbaum, Boner and Wagener, 11, at 83.
- <sup>64</sup> Fox and Heller・前掲注(11), at 1722-1724.
- <sup>65</sup> 前掲注(11), at 1752, 青木昌彦・前掲注(10) 19頁。
- <sup>66</sup> Carlin・前掲注(56), at 103 - 107.
- <sup>67</sup> Fox and Heller・前掲注(11), at 1762.
- <sup>68</sup> Jonathan Temple and Paul A. Johnson, *social Capability and Economic Growth*, vol.113(1998) Quarterly Journal of Economics, 965; and Paul S. Aller and Seok-Woo Kwon, *Social Capital: The Good, the Bad, and the Ugly*, available at [http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract\\_id=186928](http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract_id=186928).
- <sup>69</sup> Ronald H. Coase, *The nature of the Firm*, *Economica* 4(1937), at 386; Oliver Williams on, *Corporate Governance*, Yale Law Journal, vol.93(1984), at 1200.
- <sup>70</sup> Fox and Heller・前掲注(11), at 1752.
- <sup>71</sup> 同前掲注, at 1773.
- <sup>72</sup> Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1735.
- <sup>73</sup> David Woodruff, *Money Unmade: Barter and the Fate of Russian Capitalism*, (1999), at 161-164.
- <sup>74</sup> Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1763.
- <sup>75</sup> Elizabeth v. Mooney, *Russia Must Implement Tax, Corporate Governance Reform*, available at WL9540310; Fox and Heller・前掲注(11), at 1743.
- <sup>76</sup> Harry G. Broadman, *Reducing Structural Dominance and Entry Barriers in Russian Industry*, Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1759.
- <sup>77</sup> Black, Kraakman and Tarassova, 前掲注(11), at 1735
- <sup>78</sup> 一つの典型的な事例は、次のようなものである。ある合併会社のロシア側の経営者は、ドイツ人の多数株主による解雇決定を拒否した。そして、この経営者は地方政府の支持を得て株主総会を開催し、多数株主を排除しようとした。この経営者は、こうした不正な手段で多数株主の権利を侵害し、裁判所が数年間の間に十数回下した判決書を無視した。最後には、ロシア首相を委員長とした専門委員会が介

---

入し、それによって、ドイツ側の投資家はようやく会社の支配権を取り戻した。Mark Whitehouse, *Germans Cry Foul in Gypsum Plan Feud*, Moscow Times, Nov.29, 1997; and Katy Daigle, *Nemstov Hails Win for Investors Rights*, Moscow Times, March 10, 1998.

<sup>79</sup> Natasha Mileusnic, *The Great Boardroom Revolution*, Moscow Times, July16, 1996.

<sup>80</sup> Jesover・前掲注(11), at 82.

<sup>81</sup> Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, Michigan L. Review, vol.89(1990), at 526-528; Dale A. Oesterle and Alan R. Palmiter, *Judicial Schizophrenia in Shareholder Voting Case*, Iowa Law Review, vol.79(1994), at 486-487.

<sup>82</sup> Fox and Heller・前掲注(11), at 1735.

<sup>83</sup> Dart Management会社責任者 E. Michael Hunterの評論による。Fox and Heller・前掲注(11), at 1741.

<sup>84</sup> Lucian Arye Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, available at [http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract\\_id=203110](http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract_id=203110).

<sup>85</sup> Fox and Heller・前掲注(11), at 1740.

<sup>86</sup> Ronald J. Mann, *Verification Institutions in Financing Transactions*, Georgia Law journal, vol.87(1999), at 2225.

<sup>87</sup> Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1767.

<sup>88</sup> 同前掲注, at 1794.

<sup>89</sup> Coffee・前掲注(11), at 19-21

<sup>90</sup> チェコにおける二回の私有化のブームの中で、前後に成立した私有投資ファンドは600社以上に昇った。Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1790-1791.

<sup>91</sup> 同前掲注。

<sup>92</sup> Coffee・前掲注(11), at 13.

<sup>93</sup> Jesover・前掲注(11), at 79.

<sup>94</sup> 同前掲注、at 85.

<sup>95</sup> 同前掲注、at 80-83.

<sup>96</sup> 同前掲注、at 81.

<sup>97</sup> Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1752-1753.

<sup>98</sup> Jesover・前掲注(11), at 84.

---

<sup>99</sup> 報道によると、このような事件を受付て調査するには、モスクワで50000米ドルが必要であり、ほかの地域では少し安いといわれている。Lee S. Wolosky, Putin's Plutocrat Problem, Foreign Affairs, March/April 2000, at 27.

<sup>100</sup> Jesover・前掲注(11), at 84.

<sup>101</sup> Alan S. Cullison, *Russian Watchdog Sues Oil Giant, Seeks Probe of Share Shufflings*, Wall Street Journal, July 22, 1999, at 22; David Hoffman, *Russia's Roolie Capitalists Can't Count on Law*, Washington Post, November 4, 1999, at A1; Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1769-1772.

<sup>102</sup> Katherine Pistor, martin Raiser & Stanislaw Gelfer, *Law and Finance in Transition Economics*, available at [http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract\\_id=214648](http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract_id=214648).

<sup>103</sup> Peter Mihaly, *Corporate Governance during and after Privatization: the Lessons from Hungary*, in Rosenbaum, Bonker, Wagener・前掲注(11), at 139-154

<sup>104</sup> Ryszard Papacki, *Key Determinants and Efforts of Privatization in the East-Central Europe*, in Anthony Bennet(ed.), *How Does Privatization Work?* (1997), at 260-261.

<sup>105</sup> Coffee・前掲注(11), at 14.

<sup>106</sup> Marko Simoneti and Andreja Bohm, *The Governance of Privatization Fund: Open Issues and Policy Recommendations*, in Marko Simoneti and Others(ed.), *The Governance of Privatization Funds: Experience of the Czech Republic, Poland and Slovenia*(1999), at 174.

<sup>107</sup> 同前掲注, at 166.

<sup>108</sup> Carlin・前掲注(11), at 106, Coffee・前掲注(11), at 32-33.

<sup>109</sup> 同前掲注, at 5-10.

<sup>110</sup> Fox and heller・前掲注(11), at 1723.

<sup>111</sup> Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1750.

<sup>112</sup> 同前掲注, at 1753.

<sup>113</sup> 劉鴻儒「資本市場と会社改革」、楊瑞輝=莫文光編著『中国証券市場透視』(香港中文大學出版社、1997年)37頁~43頁。

<sup>114</sup> 平湖ほか「ファンド黒幕—ファンドの行為に関する研究報告の解釈および分析」、金融と保険第3期(2001年)112頁~117頁。

<sup>115</sup> 冉孟順「45社の中25社が額面価格以下に落ちた、ファンドが年を越えられるのか」、21世紀財

---

経 2001年10月22日、13版。

116 銀広廈のスキヤングルにおける天勤会計事務所の行った違法行為は、その最もよい例である。新華社ニュース記事「財政部による中天勤会計事務所の営業許可証の取消」、2001年9月7日。

117 典型的な例は、上海における碧純と延中という二つの会社間の訴訟である。これに関する報道と評論については、以下のものを参照。陳放「碧純延中案から引き出した法律上の思考」、法制と経済第4期(1997年)24頁~25頁;方流芳「国有企業法人の法的地位、権力と利害衝突」、比較法研究第3-4期(1999年)428頁~430頁;Xian Chu Zhang, *Practical Demands to Update the Company Law*, HongKong Law Journal, part2(1998), at 248-260.

118 Xian Chu Zhang, *The Old Problems, the New Law, and the Development Market-A Preliminary Examination of the First Securities Law of the People's Republic of China*, The International lawyer, vol.33(1999), at 1008-1011.

119 最高人民法院(最高裁判所)は2001年9月に、当分の間、証券民事賠償請求訴訟を受理しないと通達した。その後、検討がなされた結果、2002年1月15日に最高人民法院は「証券市場における虚偽表示による民事権利侵害紛争案件に関する諸問題通達」を公布し、この種類の案件を受理し始めた。しかし、多数の細部問題は未だに未解決のままであり、案件の受理にも一定の制限が加えられている。

120 近年、この問題に関する評論などが多く出されている。いくつかの例を挙げよう。何清漣『現代化の落とし穴』(当代中国出版社、1998年)周俊生『天からも盗める落とし穴 中国株式市場の法律規則違反現象全記録』(立信会計出版社、2001年)周到『業績悪い会社の分析』(立信会計出版社、2001年)鄭順炎『証券市場における不当行為の法律実証』(中国政法大学出版社、2000年)

121 「会社法」を全面的に改正しようという声がすでに存在している。一部の具体的な改正案も提出された。たとえば、顧功耘「会社法全面改正に関する若干意見」、顧功耘編『市場秩序と会社法の改善』(人民法院出版社、2000年)90頁~161頁。しかし、最近、立法機関の動きはあまりないようである。

122 上述のような大量の国内最新の出版物以外にも、筆者にきわめて強い印象を残したことがある。2000年11月に上海で中国商法研究会の成立大会が開催された際に、大会に提出された数十部の論文のうち、もっぱら企業統治を検討したものが多数を占めていたということである。

123 Branson・前掲注(44), at 670-671.

124 Paul B. Stephan, *Accountability and International Lawmaking: Rules, Rents and Legitimacy*, Northwestern Journal of International Law and Business, vol.17(1997), at 707.

125 Branson・前掲注(44), at 670.

---

126 「OECD企業統治準則」前掲注(3)80頁。

127 同前掲注79頁。

128 CSRCと国家経済貿易委員会が2002年1月7日に公布した「『上場企業統治準則』の公布に関する通達」、『準則』序言」による。<http://www.csrc.gov.cn/CSRCSite/search/searchnews16.htm>.

129 劉興祥「企業統治年報は、なぜ憂いを言わず、喜びの宣伝しかなかったのか」証券時報2002年3月1日。

130 黃湘源「企業統治が針小棒大なのか？」中華工商時報2002年2月6日。

131 たとえば「会社法」4条は、会社における国有資産の所有権が国家に属すると規定している。159条は、国有独资会社および二社以上の国有企業が設立した有限責任会社しか社債を発行できないと規定している。

132 中国の現行「会社法」中の取締役、監査役の責任義務に関する規定にあっては、「誠実信用」という極めて重要な概念・標準が用いられていない。しかし、1992年に国家体制改革委員会の公布した「株式会社規範意見」の62条は、取締役と経理が会社に対し誠実信用と勤勉義務を負うべきであると明確に規定していた。これが一種の手落ちであれ、後退であれ、中国の会社制度に与えた損害は否認できない。これに対する評論として、以下の論文を参照。Nicholas C. Howson, *China's Company Law: One Step Forward, Two Steps Back? A Modest Complaint*, Columbia Journal of Asian Law, vol.11(1997), at 142-144.

133 張広柱『中国上場会社制度に関する実証分析』(立信會計出版社、2000年)、3頁。

134 劉長結『民主中国・法制経済』(中国经济出版社、2002年)、202頁。

135 Michael Irl nickel, "Chinese Characteristics" in *Corporate Clothing: Questions of Fiduciary Duty in China's Company Law*, Minnesota Law Review, vol.80(1995), at 534-535.

136 前掲注(102)。

137 Department of Trade and Industry, *Modern Company Law for a Competitive Economy*(1998), at 9; Cheffins・前掲注29, at 26-29.

138 Douglas M. Branson, *Some suggestions from a Comparison of British and American Tender Offer Regulation*, Cornell Law Review, vol.56(1971), at 734-39.

139 The Business Roundtable v. SEC, 905 F. 2d 406(1990).

140 元CSRC主席周正慶は、かつて次のように指摘した。「株式の発行は国有の大中型会社の発展させ、国有企業が国有銀行に依存している状況を改善するのに重要な道を開き、また証券市場の発展は国有の

大中型企業の資金不足という問題を解決するために重要な道を開いた。そして証券の上場は、国家の産業政策を貫くべく、国家重点建設の支援に重点を置くべきである。」周正慶「積極的かつ平穩的に証券市場を発展し、株式の発行上場事業をより良く進行させよう」、『中国証券事業年鑑』（中国語版）1997年巻（上）108頁～109頁。

<sup>141</sup> 元国家体制改革委員会副主任洪虎は、かつて次のように強調した。「国有資産所有権の流動や再編は、国家の権益を切実に保護し、国有資産価値の保持・増殖を実現するという原則を堅持しなければならない。」洪虎「資産所有権の流動を推進し、国有資産の価値増加を実現しよう」、『中国証券事業年鑑』（中国語版）1995年巻70頁。

<sup>142</sup> 周小川主席「わが国の上場企業統治構造の建設を積極的に推進することに関する談話」新華社ニュース記事2001年9月10日。<http://www.peopledaily.com.cn/GB/jinji/35/159/20010910/556668.html>

<sup>143</sup> 中共十五大報告が指摘したように、公有制度の主体的地位と主導的役割は主に支配力において表現される。……国家および集体の持株は明らかに公的性質を有しているため、公有資本の支配範囲の拡大、そして公有制度の主体的役割の増強に有利である。人民日報1997年9月22日。

<sup>144</sup> この問題の根源は「憲法」にある。憲法では、国家財産の神聖と不可侵しか認めておらず、私有財産所有権には同等な地位が与えられていない。1997年から、「私有財産の不可侵」ということを憲法に追加すべきであるという提案は何度も人民代表大会と政治協商会議に提出されたが、いまのところ有効な反応はまだ見られない。しかし、より実質的な問題は、私有財産の権利をどのように保護するかということである。これを解決するにはより深い体制改革に関連してくることが不可避であろうし、また少数株主が有効な保護と司法救済を受けられないという現実と関連していると言わざるを得ない。

<sup>145</sup> Lan Cao, *Chinese Privatization: Between Plan and Market*, Law and Contemporary Problems, vol.63(2000), at 14-19.

<sup>146</sup> Frydman & Rapaczynski, *Privatization in Eastern Europe: Is the State Withering Away?*(1994), at 57.

<sup>147</sup> 「会社法」17条は、会社における党の活動について規定している。1999年「中共中央の国有企業改革と発展の若干重大な問題に関する決定」によれば、国有独資および国有持株会社の党委員会の責任者は法的手続に従い、取締役会と監査役会の職に就くことができる。取締役会、監査役会および管理層の党員責任者は、党の規約と関連規定に従い、党の委員会に入ることができる。党委員会書記と代表取締役は一人で兼任することができる。前掲注(9)1516頁。

<sup>148</sup> 「上場企業統治準則」4条の規定による。



- 
- 149 同前掲注 49 条・50 条。
- 150 同前掲注 50 条。
- 151 同前掲注 59 条。
- 152 同前掲注 60 条。
- 153 同前掲注 52 条。
- 154 同前掲注 59 条～61 条。
- 155 同前掲注 67 条。
- 156 Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 81.
- 157 梁定邦「中国資本市場の発展と監査管理の若干問題」, 証券法律評論第1期(2001年)1頁～3頁。
- 158 Alford F. Conard, *Corporations in Perspective*, (1976) at 75; Brabson氏の前掲書の転載による。前掲注(44) at 682.
- 159 「会社法」59条。
- 160 K Arjunan, C K Low, *Understanding Company law in Hong Kong*, (1996), at 193.
- 161 Zhu Youlan, *Hong Kong's China-funded Companies*, *Hong Kong Business*, February 1998, at 27-28.
- 162 韓志国「社外取締役制度は八の関門を通過しなければならない、高すぎる期待は禁物だ」, 中華工商時報 2001年7月11日。 <http://www.peopledaily.com.cn>
- 163 周軍、朱茵「社外取締役は何者だ? 社外取締役の真相を晴らそう」中国証券報 2002年1月9日。 <http://www.peopledaily.com.cn/GB/>.
- 164 Denis P. Cassidy, *Whither Corporate Governance in the 21st Century?* *Corporate Governance*, vol.8(2000), at 302.