

タイトル	「非流通株解消」とコーポレート・ガバナンスの変化
著者	徐, 涛
引用	季刊北海学園大学経済論集, 57(4): 77-95
発行日	2010-03-25

《論説》

「非流通株解消」とコーポレート・ガバナンス の変化

徐

涛

はじめに

- 1 先行研究と問題意識
- 2 指標とデータ
- 3 コーポレート・ガバナンスの変化
- 4 国有・民営企業比較

おわりに

はじめに

2005年、第1陣のモデル企業において、「非流通株解消」（「股権分置改革」）の試行が実施された。2006年末、改革を実施した上場企業は、企業数では93%、時価総額では96%を占めている [禹 2006]。

上場企業のコーポレート・ガバナンスの改善が、「非流通株解消」の重要な目的である [呉 2004]。また、この改革は国有株放出の失敗を受け継いだものであり、上場企業の本格的な国有株放出の制度的な準備を意味する [徐 2007]。

「非流通株解消」に関して、既に多くの研究がなされてきた。たとえば、「非流通株解消」の実施と株価の関係 (奉・許 2007；何・李 2007)、非流通株主から流通株主に支払われる「対価」 [呉ほか 2006；潘・許・黄 2006；趙・廖・李 2006；呉・呂・于 2008]、「非流通株解消」の実施と企業業績・企業価値の関係 [丁 2007；陳 2007] などについて実証分析が多く展開されてきた。

「非流通株解消」が上場企業のコーポレー

ト・ガバナンス問題の対策として提起されたため、「非流通株解消」とコーポレート・ガバナンスの関係も注目されている。たとえば、上場企業のコーポレート・ガバナンス問題および「非流通株解消」の効果と課題について多くの議論がなされてきた [杜 2005；黄・淳・葉 2007；劉・任 2008]。

「非流通株解消」とコーポレート・ガバナンスの関係についての実証分析もなされている。上場企業のコーポレート・ガバナンスが「非流通株解消」の実施に与えた影響が、主な分析対象になっている。たとえば、流通株主に支払われる「対価」は、その企業のコーポレート・ガバナンス状況によって変化すると示されている [鄭ほか 2007；辛・徐 2007]。

「非流通株解消」が、期待された通り上場企業のコーポレート・ガバナンスを改善したのかも、いうまでもなく重要な研究テーマである。しかし、「非流通株解消」のコーポレート・ガバナンス改善効果についての実証分析は、まだ改革が始動して4年しか経過していないので、管見の限り、極めて少ない。

本稿は「非流通株解消」が上場企業のコーポレート・ガバナンスにどのような影響を与えたのかについて、実証的に分析する。第1節では、分析の視点と先行研究を提示し、第2節では、コーポレート・ガバナンスの指標とデータを説明する。そして第3節では、「非流通株解消」前後の上場企業のコーポ

レート・ガバナンスの変化を明示し、第4節では、国有・非国有企業のコーポレート・ガバナンスの相違を分析する。最後に結論を示す。

なお、会社機関ならびに経営者に関する用語は、取締役会（「董事会」）、監査役会（「監事会」）、取締役（「董事」）、会長（「董事長」）、監査役（「監事」）、監査役会主席（「監事会主席」）、「監事会召集人」、社長（「總經理」）に統一する。

1 先行研究と問題意識

「非流通株解消」を通じて、非流通株が場内流通権を獲得する。その結果、株式の所有が分散化し、国有株減少の可能性が高まる。つまり、株式所有構造が変化し、大株主・経営者間、大株主・中小株主間、国家株主・民間株主間、ならびに支配株主・潜在的支配株主間の関係においては、変化が生じることが期待できる。

このように、「非流通株解消」は一次的に株式所有構造を変化させる。そして、株式所有構造が変化すれば、新たなコントロール・メカニズムが形成され、コーポレート・ガバナンスに変化が生じるのである。

言い換えれば、「非流通株解消」が上場企業のコーポレート・ガバナンス改善に対する効果は、一次的な株式所有構造の変化を通じて現れるのである。たとえば、筆頭株主持ち株比率が45%から35%に下がったり、国有株比率が65%から50%に低下したりしたからといって、必ずしもコーポレート・ガバナンスが改善されない。

そのため、本稿は株式所有構造の変化、さらには株式所有構造の変化によって生じるコーポレート・ガバナンスの変化に対する「非流通株解消」の効果を分析する。

中国上場企業のコーポレート・ガバナンスは、「大株主支配」、「内部者支配」、ならびに「経

営者支配」ないし「キーパーソン支配」の3つのモデルに分類できる [川井2003:6]。また、「大株主支配」と「内部者支配」はともに「キーパーソン支配」に定着することが多い [上海証券交易所研究中心2003]。「非流通株解消」が上場企業の株式所有構造に変化をもたらしたとすれば、そのコントロール・メカニズムに対しても影響を及ぼすと考えられる。

本稿の目的は、「非流通株解消」によって、上場企業の株式所有構造が変わったのか、ならびに株式所有構造の変化によって、コーポレート・ガバナンスが改善されたのかについて分析することである。

「非流通株解消」が上場企業のコーポレート・ガバナンスを改善したのかについて、少ない先行研究のなか、廖ほか（2008）が疑問の解明を試みた研究として取り上げられる。

廖ほか（2008）は、2005年末までに「非流通株解消」を実施した520社のコーポレート・ガバナンスの変化を分析した。2004年から2006年までの間における、大株主（7変数）、取締役会（6変数）、経営陣（2変数）、ならびにディスクロージャー（1変数）の4次元に分けて、コーポレート・ガバナンス指数をもちいて、上場企業のコーポレート・ガバナンスの変化を計測した。その結果、(1)「非流通株解消」を実施した企業のほうが、まだ実施していない企業よりコーポレート・ガバナンスが優れている、(2)「非流通株解消」の実施がその企業のコーポレート・ガバナンスを改善した、(3)とりわけ、株式所有構造・大株主行動の改善が大きい、(4)国有、ないし株式集中所有の上場企業のコーポレート・ガバナンス改善がより大きい、と結論付けた。

ところで、コーポレート・ガバナンスは、経営者への管理チェック機構と報酬・選抜制度を含めた内部コントロール・メカニズム、それに株式構造、負債を通じた規律付けなど

を含めた外部コントロール・メカニズムに分類されている [小佐野 2001]。中国の場合、前者は取締役、監査役、ならびに経営陣に対するモニタリングとインセンティブ付与、後者は企業コントロール市場の役割、ディスクロージャの実施、共産党組織の企業内活動を意味する¹。

したがって、我々は、廖ほか (2008) と比較して、幾つかの考察を加えた。第1に、中国の上場企業において、「キーパーソン支配」が典型的なガバナンスモデルである。そのため、会長ならびに社長、いわゆる経営トップの報酬、ならびに持ち株状況を分析した。

第2に、監査役会は制度上、企業経営をモニタリングする役割を有している。実際に殆ど機能していないが、「非流通株解消」によって、変化が生じたかどうかについて、分析が必要である。

第3に、コーポレート・ガバナンスにおいては、株主・経営者間のエージェンシー問題だけではなく、大株主・中小株主間のエージェンシー問題の解決も重要な課題である。たとえば、中国の上場企業において、支配株主が資金調達の際、上場企業に担保させたり、上場企業の資金を占用したり、上場企業との関連取引を通じて利益を搾取したり、いわゆる上場企業利益の「吸い上げ」(tunneling) 行動の存在がよく指摘されている。

大株主による上場企業資源の搾取は、一方で株主の間の力関係、具体的には主に持ち株数によって規定されている。他方では、大株主の上場企業に対するの議決権 (voting-rights) と収益請求権 (cash-flow rights)

の乖離に大きく左右されるであろう。「非流通株解消」は、株式構造ならびに大株主の議決権と収益請求権の乖離に変化をもたらしたかについて、検証したい。

第4に、上場企業のステークホルダーをみると、とりわけ、中国の独特な政治・経済制度の下で、共産党組織や労働者組織についての分析が重要である。たとえば、実証研究によれば、党の経営参加が業績低迷の国有企業の経営者交替を阻害している [徐 2004]。

第5に、「非流通株解消」の実施においては、非流通株が場内取引権を獲得してから放出されるまでの間、ロックアップ期間が設けられている。それに株式所有構造の変化が上場企業のコーポレート・ガバナンスに影響を及ぼすまでは、さらに時間がかかると考えられる。廖ほか (2008) において、取締役会、経営陣、ならびにディスクロージャの3次元の殆どの変数について、統計的に有意な変化が見られなかった。その分析期間は「非流通株解消」前後1年になっていることが原因であるかもしれない。換言すれば、正確にコーポレート・ガバナンスの変化を測定するためには、より長いタイムスパンが望ましい。

我々は、廖ほか (2008) の研究を踏まえて、取締役、監査役、経営陣、大株主、ならびに党組織・労働者組織を含めたより包括的な指標をもちいて、「非流通株解消」実施1年前から実施3年後までの間における上場企業のコーポレート・ガバナンスの変化を分析する。

2 指標とデータ

上述したように、正確に「非流通株解消」がコーポレート・ガバナンスに与えた影響を計測するために、なるべく長い測定期間を確保する必要がある。我々は、2005年末までに「非流通株解消」が実施され、かつ2003年末までに上場し、それに上場中止と上場停止のいずれの処分も受けていない企業を研究

¹ 白ほか (2005) は、さらに外部コントロール・メカニズムに法的基盤ならびに製品の市場競争度を含めた。これらは上場企業のコーポレート・ガバナンスにとって重要な制度環境ではあるが、企業レベルで決定できるものではない。したがって、我々は、これらのファクターを外部コントロール・メカニズムに含めない。

対象とした。上海証券取引所と深圳証券取引所メインボードに上場されている、計170社が上記の条件を満たしている。

上場企業の内部コントロール・メカニズム、および外部コントロール・メカニズムに基づいて、次のようにコーポレート・ガバナンス指標を構築した。その中、幾つかの指標を説明するが、その他の変数の意味は表1のとおりである。

(1)最終支配株主

ここでいう最終支配株主(ultimate controlling shareholder)とは、最終的に上場企業を株式支配している出資者のことをさす。

上場企業の証券報告書(「年度報告」)において、上位10名大株主、その中の支配的株主(「控股股東」)ならびにその実質的支配者(「實際控制人」)の情報が公表されている。また、上位10名流通株主も公表されている。

まず、5%以上の発行済株式を所有している大株主を集計した。閾値(cutoff)に5%を採用した理由は、上場企業の株式取得に関する5%ルールにある。つまり、投資者が取得した上場企業の発行済株式が5%に達した時、ならびにその後5%増減した時、持分変動報告書(「大量保有報告書」)を提出しなければならない。この持分変動報告書において、株主そして株主の実質的支配者の情報が記述されている。

次に、主に証券報告書と持分変動報告書をもちいて、これらの大株主の所有者、また所有者の所有者、そして最終所有者(ultimate owner)を確定した。株主の所有者を割り出した場合、10%以上の株式・持分所有を閾値として利用した。実際に、複数の大株主が同一の最終所有者を有するケースが多い。上場企業の最も多くの株式を支配できる最終的な所有者を最終支配株主と定めた。

最終支配株主の議決権と収益請求権は、基

本的に Claessens et al. (2000) の計算方法をもちいた。つまり、典型的な場合、最終株主の議決権は、議決権チェーンの中、最も弱いものになる。収益請求権は、株式・持分所有チェーンの積になる。そして、最終支配株主の上場企業利益「吸い上げ」行動に強い関係をもつ、議決権と収益請求権の比率を分析することにした。

(2)筆頭株主

(2-1)筆頭株主と筆頭株主持ち株比率

最終支配株主は複数の大株主を通じて上場企業を支配している場合が多い。これら的大株主は株主総会において協調して行動していると考えられる。したがって、ここでは同一の最終所有者を有する大株主を筆頭株主とみなし、集計したこれら的大株主の持ち株を筆頭株主持ち株とみなした。そして、このように算出した筆頭株主持ち株と発行済株式の比率を、筆頭株主持ち株比率と呼ぶ。

(2-2)筆頭株主・その他大株主持ち株比

中小株主において、株主のフリー・ライダー問題が生じやすい。しかし、大株主ではこの問題が比較的軽い。筆頭株主をモニターする大株主の存在が重要である。ここでは、第2位と第3位大株主の持ち株合計に対する筆頭株主の持ち株の比をもちいて、筆頭株主と第2位ならびに第3位大株主の株式支配力を比較する。

(2-3)筆頭株主の φ

ところで、上場企業に対する株主の支配力とその持ち株比率とは、単純な一次線形関係ではない。たとえば、上場企業の株式を51%支配している株主は、実際に上場企業を100%支配できると考えられる。このような株主の支配力の計測問題に対処するために、Milnor & Shapley (1978) において提案された φ が利用されている [段 2001; 鄧・曹

表1 コーポレート・ガバナンス変数

指標	説明
最終支配株主	
最終支配株主の議決権対収益請求権比率	議決権/収益請求権
株式構造・株主総会	
筆頭株主持ち株比率	筆頭株主持ち株/発行済株式
筆頭株主・その次大株主持ち株比	筆頭株主持ち株/第2位と第3位の株主持ち株合計
筆頭株主の ϕ	Shapley指数 ϕ
株主総会年回数	年に開かれた株主総会の回数
株主総会出席率	株主総会に出席した株主の持ち株比率
取締役	
最終支配株主関連取締役比率	最終支配株主関連の取締役人数/取締役人数
そのた株主取締役比率	そのた株主関連の取締役人数/取締役人数
独立取締役比率	独立取締役人数/取締役人数
取締役人数	取締役会の規模
取締役会年回数	年に開かれた取締役会の回数
審査委員会の設置ダミー	設置:1;未設置:0
報酬委員会の設置ダミー	設置:1;未設置:0
戦略委員会の設置ダミー	設置:1;未設置:0
指名委員会の設置ダミー	設置:1;未設置:0
上位3名の取締役報酬総額	報酬が最も高い上位3名取締役の報酬総額
会長年報酬	会長の年報酬;任期が12ヶ月未満の場合,12ヶ月に換算する
会長の報酬支給元ダミー	上場企業以外:1;上場企業:0
会長持ち株	会長が所有している上場企業の株式(年末)
会長持ち株比率	会長持ち株/発行済株式
独立取締役手当	独立取締役の間,手当は必ずしも同じではない。最も高い手当をとる。
監査役	
最終支配株主関連監査役比率	最終支配株主関連の監査役人数/監査役人数
そのた株主監査役比率	そのた株主関連の監査役人数/監査役人数
監査役人数	監査役会の規模
監査役会年回数	年に開かれた監査役会の回数
監査役会主席年報酬	監査役会主席の年報酬;任期が12ヶ月未満の場合,12ヶ月に換算する
監査役会主席の報酬支給元ダミー	上場企業以外:1;上場企業:0
監査役会主席持ち株	監査役会主席が所有している上場企業の株式(年末)
監査役会主席持ち株比率	監査役会主席持ち株/発行済株式
経営陣	
最終支配株主関連上級経営者比率	最終支配株主関連の上級経営者人数/上級経営者人数
そのた株主上級経営者比率	そのた株主関連の上級経営者人数/上級経営者人数
上級経営者取締役比率	取締役兼任の上級経営者人数/取締役人数
会長・社長兼任ダミー	兼任:1;兼任でない:0
上位3名の上級経営者報酬総額	報酬が最も高い上位3名上級経営者の報酬総額
社長年報酬	社長の年報酬;任期が12ヶ月未満の場合,12ヶ月に換算する
社長の報酬支給元ダミー	上場企業以外:1;上場企業:0
社長持ち株	社長が所有している上場企業の株式(年末)
社長持ち株比率	社長持ち株/発行済株式
党・労働者組織	
社内党組織幹部会長・副会長兼任ダミー	兼任:1;兼任でない:0
社内党組織幹部監査役会主席・副主席兼任ダミー	兼任:1;兼任でない:0
社内党組織幹部社長・副社長兼任ダミー	兼任:1;兼任でない:0
支配株主関連党組織幹部会長・副会長兼任ダミー	兼任:1;兼任でない:0
支配株主関連党組織幹部監査役会主席・副主席兼任ダミー	兼任:1;兼任でない:0
支配株主関連党組織幹部社長・副社長兼任ダミー	兼任:1;兼任でない:0
労働組合幹部・取締役兼任ダミー	兼任:1;兼任でない:0
労働組合幹部・監査役兼任ダミー	兼任:1;兼任でない:0
従業員代表監査役比率	従業員代表の監査役人数/監査役人数

(出所) 著者作成。

2004]。我々も同様に計算するが、第2位大株主の代わりに、第2位と第3位大株主の持ち株合計をもちいる。

$$\text{筆頭株主の } \varphi = \begin{cases} \frac{w_1 - w_1 w_2}{w_0} & w_0 \geq 0.5 ; \\ \frac{(1 - 2w_2)^2}{4w_0^2} & w_0 \leq 0.5 ; \\ 1 & w_1 \leq 0.5 ; \\ & w_1 \geq 0.5 \end{cases}$$

w_1 : 筆頭株主の持ち株比率。

w_2 : 2番目に大きい株主の持ち株比率。

ここでは、第2位と第3位の大株主の持ち株比率合計をもちいる。

w_0 : その他の株主の持ち株比率。

(3) 取締役・監査役・上級経営者

(3-1) 最終支配株主関連取締役・監査役・上級経営者

最終支配株主関連企業に勤めたり、出資したりした場合、最終支配株主との経済的利益関係が強いと考えられる。これらの取締役・監査役・上級経営者を最終支配株主関連取締役・監査役・上級経営者と呼ぶ。

(3-2) そのた株主関連取締役・監査役・上級経営者

最終支配株主以外の株主関連企業に勤めたり、出資したりした場合、これらの取締役・監査役・上級経営者をその他株主関連取締役・監査役・上級経営者と呼ぶ。なお、自然人株主の場合、持ち株比率に5%の閾値を設けて集計する。

(4) 党・労働者組織

(4-1) 党組織

2つのレベルでの共産党組織幹部と上場企業経営トップ、つまり、会長、副会長、社長、副社長、監査役主席、副主席の兼任状況を調べる。

1つ目は、上場企業レベルにおける党組織幹部と経営トップの兼任状況である。

2つ目は、支配株主関連企業における党組織幹部と経営トップの兼任状況である。

(4-2) 労働者組織

労働者組織の経営参加としては、企業内労働組合（「工会」）幹部と従業員代表が占める取締役ならびに監査役の比率をもちいて測定する。

表1にリストアップされたコーポレート・ガバナンス指標のほか、ディスクロージャーも指標の1つとして取り上げられる²。

まず、上場企業のディスクロージャーを表す指標として、証券報告書において公表されている会計審査報告（「審計報告」）において、記載されている上場企業の「財務会計報告」に対する審査意見をもちいることができる。審査意見は、保留なし意見、保留意見、否定意見、ならびに発表拒否意見の4種類である[財政部1995]。保留なし意見が示されている企業のほうが、財務状況、会計処理などにおいて、より正確に投資家に対して情報を開示していると考えられる。

また、上海証券取引所、深圳証券取引所、ならびに中国証券監督管理委員会も、上場企業のディスクロージャーをはじめとする問題に対して、監督責任をもっている。それらの機関は「誠信記録」、「誠信档案」、「市場禁入」、「責令整改」、「処罰決定」において、処分対象と処分内容を公表している。このデータも上場企業のディスクロージャ指標として利用できる。

² 「大株主支配」ないし「内部者支配」では、中小投資家・株主の利益が侵害されやすい。上場企業ディスクロージャーの促進は、会社情報の獲得における中小投資家・株主の能力の強化に寄与する。そのため、株主・経営者間における「委託・代理問題」だけではなく、大株主・中小株主間におけるコーポレート・ガバナンス問題の解決にとっても有効である。

ところが、我々の170社サンプル企業はほとんど保留なしの審査意見を受けており、ディスクロージャーファイルにもリストアップされていない。そのため、これらの資料が利用してディスクロージャーにおける変化を検出することができない。したがって、ディスクロージャーをサンプル企業のコーポレート・ガバナンス指標から除外した。比較的にディスクロージャーが進んでいる企業のほうが、改革の先兵になっている。言い換えれば、今後さらにサンプル範囲を広げる必要性が示唆されている。

最終支配株主、筆頭株主ならびに党・労働者組織のデータは、各社の証券報告書その公表資料から集めた。取締役・監査役・上級経営者のデータは、基本的にCCER上場企業データベースを利用したが、上場企業の公表資料をもちいて、訂正・補足した。

3 コーポレート・ガバナンスの変化

2004年から2008年にかけて、170社のサンプル企業において、上記のコーポレート・ガバナンス指標を測定し、その変化を検定した(表2；表3)。

(1)株主・株主総会

株主についてみると、筆頭株主の資本支配力の低下が顕著である。筆頭株主の持ち株比率が減少し、筆頭株主と2位・3位大株主の持ち株比も低減し、それに筆頭株主の ϕ も小さくなった。とりわけ、2005年における低下が大きい。ただし、平均値や中央値をみると、依然として筆頭株主の資本支配力がかなり強い。他方では、最終支配株主の議決権と請求権の比率をみると、2004年に比べると、2008年のそれは有意な変化が見られない。依然高く維持されている筆頭株主の資本支配力によって、最終支配株主による上場企業利益「吸い上げ」の可能性は、まだ残って

いる。

株主総会年回数をみると、2005年の増加が目立つ。2005年に「非流通株解消」が実施された結果、手続き上株主総会の開催が必要になった。しかし、2006年以降、株主総会年回数が減少し、出席率も低下した。株式会社機関である株主総会の役割は、依然として限定的であろう。

(2)取締役・取締役会

取締役の構成をみると、最終支配株主関連の取締役、独立取締役はそれぞれ約1/3を占めている。ほかの大株主関連の取締役は非常に少ない。取締役の人数が減少しているが、その幅はかなり小さい。他方で、取締役会の開催回数は顕著に増え、審査委員会、報酬委員会、戦略委員会、ならびに指名委員会を設置した上場企業はともに大幅に増加した。取締役会の活動が活発になったといえよう。

取締役の報酬に目を移ると、上位取締役の報酬、独立取締役の手当、さらには、会長の年報酬がともに急増した。その反面、約4割の上場企業においては、会長が上場企業から報酬を支給されていない。また、会長の持ち株数が増えたものの、会長の持ち株比率において、統計的に有意の変化がみられない。

(3)監査役・監査役会

監査役の構成をみると、最終支配株主関連の監査役は約4割を占めており、支配的株主の力がかなり強い。監査役会において、従業員代表は約1/3を占めており、労働組合も1/4を占めている。労働組合組織の関与が強いようにみえるが、各社において従業員代表の割合がほぼ一致しており、従業員代表の監査役兼任が形骸化されている可能性がある。監査役の人数には変化が見られないが、監査役会の開催回数は増加した。

監査役主席の年報酬は大きく増えたものの、上場企業以外から報酬を受けた人は5割以上

表2 全サンプル企業のコーポレート・ガバナンス指標(1)

指標	年	有効サ ンプル	欠損サ ンプル	記述統計					基準年との比較	
				平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	Z	有意確率
最終支配株主の議決権対収益請求権比率	2004	170	0	1.44	1.00	1.13	1.00	8.23		
	2005	170	0	1.47	1.00	1.16	1.00	9.30	-2.420	0.016
	2006	170	0	1.49	1.00	1.14	1.00	9.30	-2.379	0.017
	2007	170	0	1.46	1.00	1.16	1.00	10.03	-2.018	0.044
	2008	170	0	1.44	1.00	1.11	1.00	10.12	-1.574	0.115
	2004	170	0	0.52	0.53	0.17	0.10	0.85		
	2005	170	0	0.44	0.44	0.16	0.09	0.81	-10.361	0.000
	2006	170	0	0.43	0.42	0.16	0.09	0.84	-9.550	0.000
筆頭株主持ち株比率	2007	170	0	0.41	0.40	0.16	0.09	0.84	-8.953	0.000
	2008	170	0	0.41	0.40	0.16	0.09	0.82	-8.968	0.000
	2004	170	0	36.78	10.33	78.80	0.62	515.90		
	2005	170	0	24.43	8.54	45.58	0.82	249.38	-5.894	0.000
	2006	170	0	19.86	8.27	36.73	0.63	298.25	-3.330	0.001
	2007	170	0	17.06	8.13	26.13	0.94	191.38	-2.786	0.005
	2008	170	0	19.19	8.11	36.87	0.95	366.38	-2.853	0.004
	2004	170	0	0.80	1.00	0.28	0.08	1.00		
筆頭株主のφ	2005	170	0	0.71	0.78	0.30	0.10	1.00	-6.631	0.000
	2006	170	0	0.70	0.74	0.30	0.10	1.00	-6.653	0.000
	2007	170	0	0.68	0.68	0.30	0.10	1.00	-6.677	0.000
	2008	170	0	0.67	0.66	0.30	0.10	1.00	-6.759	0.000
	2004	170	0	2.09	2.00	0.97	1.00	5.00		
	2005	170	0	2.80	3.00	0.92	1.00	6.00	-7.115	0.000
	2006	170	0	2.51	2.00	1.14	1.00	6.00	-4.164	0.000
	2007	170	0	2.75	3.00	1.44	1.00	8.00	-5.201	0.000
株主総会出席率	2008	170	0	2.53	2.00	1.35	1.00	6.00	-3.565	0.000
	2004	170	0	61.78	62.26	11.35	24.44	87.18		
	2005	170	0	61.94	63.56	11.74	24.39	88.12	-0.779	0.436
	2006	170	0	51.59	52.19	13.46	12.29	91.29	-10.367	0.000
	2007	170	0	49.24	49.24	14.63	12.30	89.90	-9.547	0.000
	2008	170	0	48.56	48.78	16.04	9.01	89.90	-9.452	0.000
	2004	170	0	0.33	0.33	0.17	0.00	0.73		
	2005	170	0	0.34	0.33	0.18	0.00	0.75	-0.635	0.525
最終支配株主関連取締役比率	2006	170	0	0.33	0.33	0.18	0.00	0.75	-0.208	0.835
	2007	170	0	0.33	0.33	0.18	0.00	0.73	-0.387	0.699
	2008	170	0	0.33	0.33	0.17	0.00	0.75	-0.266	0.791
	2004	170	0	0.07	0.00	0.10	0.00	0.44		
	2005	170	0	0.06	0.00	0.10	0.00	0.44	-2.609	0.009
	2006	170	0	0.06	0.00	0.09	0.00	0.44	-2.479	0.013
	2007	170	0	0.04	0.00	0.08	0.00	0.44	-3.456	0.001
	2008	170	0	0.04	0.00	0.08	0.00	0.44	-4.015	0.000
独立取締役比率	2004	170	0	0.35	0.33	0.04	0.20	0.56		
	2005	170	0	0.35	0.33	0.05	0.00	0.56	-1.730	0.084
	2006	170	0	0.36	0.33	0.06	0.20	0.75	-2.941	0.003
	2007	170	0	0.37	0.33	0.06	0.27	0.60	-4.171	0.000
	2008	170	0	0.37	0.33	0.05	0.25	0.60	-4.180	0.000
	2004	170	0	9.75	9.00	2.05	5.00	19.00		
	2005	170	0	9.58	9.00	1.99	5.00	19.00	-2.692	0.007
	2006	170	0	8.44	8.00	2.02	4.00	19.00	-2.963	0.003
取締役人数	2007	170	0	8.49	9.00	2.14	5.00	18.00	-2.131	0.033
	2008	170	0	9.52	9.00	2.18	5.00	19.00	-2.034	0.042
	2004	170	0	7.45	7.00	3.27	3.00	25.00		
	2005	170	0	7.88	7.00	2.90	3.00	18.00	-2.557	0.011
	2006	170	0	8.09	8.00	3.06	3.00	19.00	-3.229	0.001
	2007	170	0	9.98	9.50	3.26	4.00	22.00	-8.077	0.000
	2008	170	0	9.92	10.00	3.26	4.00	22.00	-8.259	0.000
	2004	167	3	67.05	47.02	74.35	3.60	535.00		
上位3名の取締役報酬総額(万円)	2005	170	0	77.34	53.68	87.97	0.00	715.00	-3.883	0.000
	2006	169	1	90.92	68.40	110.89	12.00	1016.00	-5.748	0.000
	2007	169	1	120.95	85.25	160.73	7.30	1626.00	-8.614	0.000
	2008	170	0	128.98	90.03	236.77	8.20	2894.67	-8.143	0.000
	2004	5	165	5.12	0.00	7.79	0.00	17.59		
	2005	168	2	20.12	10.42	29.89	0.00	253.32		
	2006	166	4	27.66	15.00	52.52	0.00	452.89	-4.243	0.000
	2007	168	2	44.60	16.10	147.51	0.00	1748.60	-5.146	0.000
会長持ち株(万株)	2008	169	1	41.97	20.00	97.71	0.00	1136.60	-5.676	0.000
	2004	170	0	283.82	0.00	1698.00	0.00	19040.00		
	2005	170	0	280.84	0.00	1576.00	0.00	16541.00	-3.552	0.000
	2006	169	1	276.77	0.00	1600.00	0.00	16541.00	-3.885	0.000
	2007	170	0	289.71	0.00	1595.00	0.00	17541.00	-3.512	0.000
	2008	170	0	546.72	0.00	3351.00	0.00	31573.80	-4.417	0.000
	2004	170	0	0.01	0.00	0.05	0.00	0.49		
	2005	170	0	0.01	0.00	0.05	0.00	0.42	-1.540	0.123
会長持ち株比率	2006	169	1	0.01	0.00	0.05	0.00	0.42	-0.834	0.404
	2007	170	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.37	-0.361	0.718
	2008	170	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.37	-0.140	0.889
	2004	170	0	3.97	3.60	2.58	0.00	25.00		
	2005	170	0	4.40	4.00	3.32	0.00	25.00	-4.824	0.000
	2006	170	0	4.61	4.00	2.78	1.00	25.00	-6.899	0.000
	2007	170	0	5.28	5.00	3.34	1.00	25.00	-8.469	0.000
	2008	170	0	6.34	5.00	6.71	1.10	72.29	-9.383	0.000

表2 全サンプル企業のコーポレート・ガバナンス指標(1) (続き)

指標	年	有効サ ンプル	欠損サ ンプル	記述統計				基準年との比較		
				平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	Z	有意確率
最終支配株主関連監査役比率	2004	170	0	0.38	0.40	0.27	0.00	1.00		
	2005	170	0	0.40	0.40	0.26	0.00	1.00	-1.754	0.079
	2006	170	0	0.38	0.40	0.27	0.00	1.00	-0.481	0.631
	2007	170	0	0.37	0.33	0.26	0.00	1.00	-0.279	0.780
	2008	170	0	0.38	0.33	0.26	0.00	1.00	-0.010	0.992
その他の株主監査役比率	2004	170	0	0.07	0.00	0.13	0.00	0.67		
	2005	170	0	0.07	0.00	0.13	0.00	0.67	-0.365	0.715
	2006	170	0	0.05	0.00	0.12	0.00	0.67	-1.728	0.084
	2007	170	0	0.05	0.00	0.12	0.00	0.67	-1.922	0.055
	2008	170	0	0.04	0.00	0.11	0.00	0.67	-3.184	0.001
監査役人数	2004	170	0	4.22	3.00	1.54	2.00	10.00		
	2005	170	0	4.22	3.00	1.48	2.00	9.00	0.000	1.000
	2006	170	0	4.19	3.50	1.45	2.00	9.00	-0.414	0.679
	2007	170	0	4.27	4.00	1.60	1.00	12.00	-0.509	0.611
	2008	170	0	4.22	3.00	1.54	3.00	12.00	-0.396	0.692
監査役会年回数	2004	170	0	3.31	3.00	1.68	1.00	9.00		
	2005	170	0	3.25	3.00	1.70	1.00	9.00	-0.117	0.907
	2006	170	0	4.30	4.00	1.64	1.00	13.00	-6.600	0.000
	2007	170	0	4.56	4.00	1.71	1.00	15.00	-7.709	0.000
	2008	170	0	4.81	5.00	1.61	1.00	11.00	-8.100	0.000
監査役会主席年報酬(万円)	2004	2	168	1.50	1.50	2.12	0.00	3.00		
	2005	168	2	7.82	0.00	21.97	0.00	248.04		
	2006	167	3	11.34	1.20	38.90	0.00	428.25	-3.131	0.002
	2007	166	4	19.44	0.80	67.35	0.00	704.18	-5.259	0.000
	2008	168	2	16.27	2.40	32.69	0.00	253.00	-5.662	0.000
監査役会主席持ち株(万株)	2004	170	0	8.41	0.00	58.24	0.00	688.54		
	2005	170	0	7.93	0.00	52.07	0.00	597.74	-2.447	0.014
	2006	169	1	8.23	0.00	60.13	0.00	717.29	-3.103	0.002
	2007	170	0	9.72	0.00	74.91	0.00	932.48	-3.078	0.002
	2008	170	0	12.57	0.00	96.87	0.00	1212.22	-1.674	0.094
監査役会主席持ち株比率	2004	170	0	0.00	0.00	0.01	0.00	0.06		
	2005	170	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	-1.482	0.138
	2006	169	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	-0.329	0.742
	2007	170	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	-0.621	0.534
	2008	170	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	-1.332	0.183
最終支配株主関連上級経営者比率	2004	170	0	0.10	0.00	0.18	0.00	0.83		
	2005	170	0	0.11	0.00	0.19	0.00	0.88	-0.805	0.421
	2006	170	0	0.11	0.00	0.17	0.00	0.80	-0.729	0.466
	2007	170	0	0.11	0.00	0.19	0.00	0.80	-0.909	0.363
	2008	170	0	0.10	0.00	0.15	0.00	0.75	-0.293	0.770
その他の株主上級経営者比率	2004	170	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.40		
	2005	170	0	0.01	0.00	0.06	0.00	0.50	-1.826	0.068
	2006	170	0	0.01	0.00	0.05	0.00	0.50	-0.943	0.345
	2007	170	0	0.01	0.00	0.05	0.00	0.50	-0.593	0.553
	2008	170	0	0.01	0.00	0.05	0.00	0.50	-0.631	0.528
上級経営者取締役比率	2004	170	0	0.22	0.22	0.13	0.00	0.55		
	2005	170	0	0.22	0.22	0.12	0.00	0.50	-0.093	0.926
	2006	170	0	0.23	0.22	0.12	0.00	0.50	-0.837	0.402
	2007	170	0	0.21	0.22	0.11	0.00	0.46	-0.480	0.631
	2008	170	0	0.21	0.19	0.12	0.00	0.50	-0.638	0.524
上位3名の上級経営者報酬総額(万円)	2004	168	2	76.44	58.14	79.44	2.88	515.00		
	2005	170	0	81.18	61.33	89.26	0.00	818.00	-2.784	0.005
	2006	169	1	95.47	72.47	97.22	9.60	814.00	-5.654	0.000
	2007	169	1	129.52	90.00	157.93	10.10	1412.00	-8.337	0.000
	2008	170	0	141.13	100.60	201.42	9.30	2347.68	-8.666	0.000
社長報酬(万円)	2004	5	165	18.09	15.99	17.84	0.00	47.65		
	2005	166	4	28.15	23.65	23.89	0.00	191.61		
	2006	165	5	35.38	27.20	42.67	0.00	374.00	-5.787	0.000
	2007	165	5	52.99	34.12	94.87	0.00	1004.60	-7.923	0.000
	2008	169	1	52.97	36.00	79.55	0.00	904.15	-8.558	0.000
社長持ち株(万株)	2004	170	0	83.19	0.00	554.46	0.00	5247.45		
	2005	170	0	88.66	0.00	618.23	0.00	5903.38	-3.396	0.001
	2006	170	0	93.78	0.00	622.02	0.00	5903.38	-3.843	0.000
	2007	170	0	97.86	0.00	651.47	0.00	6008.12	-2.903	0.004
	2008	170	0	148.32	0.00	889.28	0.00	7810.51	-2.946	0.003
社長持ち株比率	2004	170	0	0.00	0.00	0.03	0.00	0.29		
	2005	170	0	0.00	0.00	0.02	0.00	0.25	-1.421	0.155
	2006	170	0	0.00	0.00	0.02	0.00	0.26	-1.431	0.152
	2007	170	0	0.00	0.00	0.02	0.00	0.26	-1.169	0.242
	2008	170	0	0.00	0.00	0.03	0.00	0.26	-0.123	0.902
従業員代表監査役比率	2004	170	0	0.34	0.33	0.12	0.00	0.67		
	2005	170	0	0.35	0.33	0.12	0.00	0.67	-1.845	0.065
	2006	170	0	0.36	0.33	0.13	0.00	1.00	-2.190	0.029
	2007	170	0	0.37	0.33	0.12	0.00	1.00	-2.473	0.013
	2008	170	0	0.36	0.33	0.11	0.00	0.80	-2.338	0.019

(出所)筆者作成。

(注1) 基準年は2004年である。ただし、2004年に欠損値が多いため、会長報酬、監査役会主席年報酬、ならびに社長年報酬の基準年は、2005年にした。

(注2) コーポレート・ガバナンス指標の変化は、Wilcoxonの対比された対の符号化順位検定をもちいて検定した。

(注3) 有意確率は両側検定である。

表3 全サンプル企業のコーポレート・ガバナンス指標(2)

指標	年	有効サ ンプル	欠損サ ンプル	記述統計				基準年との比較	
				平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	有意確率
審査委員会の設置ダミー	2004	170	0	0.51	1.00	0.50	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.56	1.00	0.50	0.00	1.00	0.008
	2006	170	0	0.58	1.00	0.50	0.00	1.00	0.000
	2007	170	0	0.84	1.00	0.37	0.00	1.00	0.000
	2008	170	0	0.99	1.00	0.08	0.00	1.00	0.000
報酬委員会の設置ダミー	2004	170	0	0.51	1.00	0.50	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.58	1.00	0.50	0.00	1.00	0.001
	2006	170	0	0.81	1.00	0.49	0.00	1.00	0.000
	2007	170	0	0.84	1.00	0.37	0.00	1.00	0.000
	2008	170	0	0.99	1.00	0.08	0.00	1.00	0.000
戦略委員会の設置ダミー	2004	170	0	0.45	0.00	0.50	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.49	0.00	0.50	0.00	1.00	0.031
	2006	170	0	0.51	1.00	0.50	0.00	1.00	0.002
	2007	170	0	0.66	1.00	0.48	0.00	1.00	0.000
	2008	170	0	0.79	1.00	0.41	0.00	1.00	0.000
指名委員会の設置ダミー	2004	170	0	0.43	0.00	0.50	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.46	0.00	0.50	0.00	1.00	0.063
	2006	170	0	0.48	0.00	0.50	0.00	1.00	0.008
	2007	170	0	0.62	1.00	0.49	0.00	1.00	0.000
	2008	170	0	0.78	1.00	0.42	0.00	1.00	0.000
会長の報酬支給元ダミー	2004	2	168	0.50	0.50	0.71	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.43	0.00	0.50	0.00	1.00	
	2006	170	0	0.41	0.00	0.49	0.00	1.00	0.454
	2007	170	0	0.44	0.00	0.50	0.00	1.00	1.000
	2008	169	1	0.42	0.00	0.50	0.00	1.00	1.000
監査役会主席の報酬支給元ダミー	2004	2	168	1.00	1.00	0.00	1.00	1.00	
	2005	169	1	0.60	1.00	0.49	0.00	1.00	
	2006	170	0	0.56	1.00	0.50	0.00	1.00	0.227
	2007	170	0	0.56	1.00	0.50	0.00	1.00	0.146
	2008	169	1	0.53	1.00	0.50	0.00	1.00	0.027
会長・社長兼任ダミー	2004	170	0	0.11	0.00	0.32	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.10	0.00	0.30	0.00	1.00	0.754
	2006	170	0	0.08	0.00	0.27	0.00	1.00	0.180
	2007	170	0	0.09	0.00	0.28	0.00	1.00	0.481
	2008	170	0	0.11	0.00	0.31	0.00	1.00	1.000
社長の報酬支給元ダミー	2004	2	168	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
	2005	170	0	0.04	0.00	0.19	0.00	1.00	
	2006	170	0	0.03	0.00	0.17	0.00	1.00	1.000
	2007	170	0	0.03	0.00	0.17	0.00	1.00	1.000
	2008	169	1	0.02	0.00	0.15	0.00	1.00	0.727
社内組織幹部会長・副会長兼任ダミー	2004	170	0	0.15	0.00	0.36	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.14	0.00	0.35	0.00	1.00	0.774
	2006	170	0	0.16	0.00	0.37	0.00	1.00	0.815
	2007	170	0	0.16	0.00	0.37	0.00	1.00	1.000
	2008	170	0	0.17	0.00	0.38	0.00	1.00	0.710
社内組織幹部監査役会主席・副主席兼任ダミー	2004	170	0	0.08	0.00	0.28	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.09	0.00	0.29	0.00	1.00	0.625
	2006	170	0	0.11	0.00	0.31	0.00	1.00	0.125
	2007	170	0	0.11	0.00	0.32	0.00	1.00	0.125
	2008	170	0	0.09	0.00	0.29	0.00	1.00	0.727
社内組織幹部社長・副社長兼任ダミー	2004	170	0	0.14	0.00	0.35	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.17	0.00	0.38	0.00	1.00	0.063
	2006	170	0	0.18	0.00	0.38	0.00	1.00	0.180
	2007	170	0	0.17	0.00	0.38	0.00	1.00	0.267
	2008	170	0	0.18	0.00	0.38	0.00	1.00	0.263
支配株主関連組織幹部会長・副会長兼任ダミー	2004	170	0	0.29	0.00	0.46	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.31	0.00	0.47	0.00	1.00	0.508
	2006	170	0	0.32	0.00	0.47	0.00	1.00	0.383
	2007	170	0	0.32	0.00	0.47	0.00	1.00	0.424
	2008	170	0	0.32	0.00	0.47	0.00	1.00	0.607
支配株主関連組織幹部監査役会主席・副主席兼任ダミー	2004	170	0	0.18	0.00	0.39	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.16	0.00	0.37	0.00	1.00	0.219
	2006	170	0	0.14	0.00	0.34	0.00	1.00	0.039
	2007	170	0	0.12	0.00	0.32	0.00	1.00	0.019
	2008	170	0	0.12	0.00	0.33	0.00	1.00	0.064
支配株主関連組織幹部社長・副社長兼任ダミー	2004	170	0	0.06	0.00	0.24	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.06	0.00	0.24	0.00	1.00	1.000
	2006	170	0	0.04	0.00	0.20	0.00	1.00	0.250
	2007	170	0	0.05	0.00	0.21	0.00	1.00	0.687
	2008	170	0	0.04	0.00	0.19	0.00	1.00	0.289
労働組合幹部・取締役兼任ダミー	2004	170	0	0.02	0.00	0.15	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.02	0.00	0.13	0.00	1.00	1.000
	2006	170	0	0.03	0.00	0.17	0.00	1.00	1.000
	2007	170	0	0.04	0.00	0.20	0.00	1.00	0.375
	2008	170	0	0.06	0.00	0.24	0.00	1.00	0.070
労働組合幹部・監査役兼任ダミー	2004	170	0	0.24	0.00	0.43	0.00	1.00	
	2005	170	0	0.26	0.00	0.44	0.00	1.00	0.453
	2006	170	0	0.27	0.00	0.45	0.00	1.00	0.359
	2007	170	0	0.25	0.00	0.44	0.00	1.00	0.845
	2008	170	0	0.25	0.00	0.44	0.00	1.00	0.855

(出所)筆者作成。

(注1) 基準年は2004年である。ただし、2004年に欠損値が多いため、会長の報酬支給元ダミー、監査役会主席の報酬支給元ダミー、社長の報酬支給元ダミーの基準年は、2005年にした。

(注2) コーポレート・ガバナンス指標の変化は、McNemarのカイニ乗をもちて検定した。

(注3) 有意確率は両側検定である。

に上った。持ち株数は増えたものの、持ち株比率には有意な変化が見られない。

(4)上級経営者

上級経営者の中、最終支配株主関連の人は1割程度である。上級経営者は取締役の約2割を占めており、会長と社長の兼任は1割のサンプル企業において見られる。

上級経営者報酬、社長報酬ならびに社長の持ち株が大幅に増加した。しかし、社長の持ち株比率には変化が見られない。

(5)党・労働者組織

共産党組織の経営介入を表す変数として、党組織幹部の役員兼任をもちいた。党幹部と会長・副会長を兼任した上場企業は、企業内党組織では約2割、支配株主レベルでは約3割をそれぞれ占めている。党幹部と社長・副社長を兼任した上場企業は、企業内党組織では同じく2割ぐらゐを占めているが、支配株主レベルでは極めて少ない。党幹部と監査役主席・副主席を兼任した上場企業は、どのレベルの党組織においても1割ぐらゐであるが、支配株主党幹部との兼任は減少傾向が見られる。

中国の場合、労働組合組織は共産党の出先機関とされている。取締役兼任の組合幹部は少ないものの、上昇傾向が見られる。また、既述のように、監査役兼任の組合幹部は約1/4を占めており、従業員代表の監査役兼任も制度化されている。

4 国有・民営企業比較

国有企業と民営企業のコーポレート・ガバナンスは異なっている [徐 2005]。170社を国有上場企業と非国有上場企業に分類し、国有企業と民営企業のコーポレート・ガバナンスの相違、ならびに「非流通株解消」効果の相違を確認した(表4;表5)。

(1)株主・株主総会

国有企業の場合、筆頭株主の資本支配力は非国有企業より圧倒的に大きい。また、最終支配株主の議決権と請求権の比率は、非国有企業のほうが高いが、国有企業のそれは小幅な上昇傾向を示している。最終支配株主による上場企業「搾取」の可能性は、非国有企業のほうが高いが、これからは国有企業に対してもより注意する必要がある。

株主総会への出席率について、国有企業のほうがかなり高いが、筆頭株主持ち株比率の高さがその原因であろう。

(2)取締役・取締役会

国有企業において、筆頭株主持ち株の高さを反映して、最終支配株主関連の取締役比率が、非国有企業に比べて高い。独立取締役の比率は、いずれのタイプの企業においても1/3前後を占めており、独立取締役制度が形骸化している可能性を示唆している。取締役人数について、国有企業は非国有企業より少し多いが、取締役会開催回数ならびに各種委員会の設置について、有意の差が見られない。

会長の報酬について、非国有企業は、国有企業よりかなり高い。それに、国有企業の会長の大半は、上場企業から報酬が支給されていない。これに対して、非国有企業の会長はその大半が上場企業から報酬が支給されている。

また、会長の持ち株ならびに持ち株比率について、非国有企業が国有企業よりかなり大きい。このように会長の報酬や持ち株に関して、国有企業と非国有企業が大きく異なっている。

(3)監査役・監査役会

取締役と同様な理由であろうが、国有企業において、最終支配株主関連の監査役比率が、非国有企業に比べて高い。また、監査役人数について、国有企業は非国有企業より多いが、

表4 国有企業・非国有企業のコーポレート・ガバナンス指標(1)

指標	国有企業										非国有企業										Wilcoxon W 有意水準	
	年	有効サンプル	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	Z	有意水準	サンプル	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	Z	有意水準	Wilcoxon W	有意水準			
最終支配株主の議決権対取寄書持株比率	2004	107	0	1.21	1.00	0.77	1.00	6.91	0	1.82	1.30	1.50	1.00	8.23	0	-2.759	7535	0.000				
	2005	107	0	1.22	1.00	0.73	1.00	5.87	0	1.90	1.23	1.57	1.00	9.30	0	-2.759	7343	0.000				
	2006	107	0	1.27	1.00	0.82	1.00	6.78	0	1.85	1.25	1.48	1.00	9.30	0	-1.600	7597	0.000				
	2007	107	0	1.24	1.00	0.77	1.00	6.78	0	1.83	1.20	1.55	1.00	10.03	0	-1.039	7650	0.000				
	2008	107	0	1.24	1.00	0.73	1.00	6.01	0	1.78	1.30	1.50	1.00	10.12	0	-0.466	7658	0.000				
	2004	107	0	0.56	0.59	0.15	0.15	0.85	0	0.43	0.44	0.16	0.10	0.75	0	0.000	3880	0.000				
	2005	107	0	0.48	0.51	0.16	0.12	0.81	-8.420	0	0.37	0.36	0.14	0.09	0.69	-6.100	4078	0.000				
	2006	107	0	0.47	0.50	0.16	0.12	0.84	-7.658	0	0.35	0.34	0.14	0.09	0.76	-4.785	3947	0.000				
	2007	107	0	0.45	0.47	0.16	0.13	0.82	-7.531	0	0.35	0.34	0.14	0.09	0.76	-4.895	4058	0.000				
	2008	107	0	0.45	0.47	0.16	0.13	0.82	-7.858	0	0.34	0.34	0.14	0.09	0.75	-4.785	3990	0.000				
筆頭株主-そのほか株主持ち株比率	2004	107	0	51.61	16.07	93.84	0.82	515.90	0	11.60	3.84	29.99	0.62	220.33	0	2.944	3468	0.000				
	2005	107	0	32.66	12.05	50.82	0.82	249.38	-5.122	0	10.45	4.06	30.24	0.62	238.68	-2.944	3561	0.000				
	2006	107	0	27.46	13.21	43.90	1.08	298.25	-3.024	0	6.96	4.02	10.67	0.63	66.62	-1.294	3501	0.000				
	2007	107	0	20.19	10.85	25.94	1.22	133.28	-3.851	0	11.74	5.14	25.86	0.94	191.38	-1.403	4178	0.000				
	2008	107	0	20.71	12.26	28.65	1.21	168.40	-4.165	0	16.61	4.63	47.87	0.95	366.38	-1.835	4303	0.000				
	2004	107	0	0.88	1.00	0.22	0.16	1.00	0	0.67	0.78	0.32	0.08	1.00	0	0.000	4144	0.000				
	2005	107	0	0.78	1.00	0.28	0.14	1.00	-5.502	0	0.80	0.58	0.20	0.10	1.00	-3.695	4197	0.000				
	2006	107	0	0.78	1.00	0.28	0.14	1.00	-5.153	0	0.56	0.52	0.28	0.10	1.00	-4.241	3980	0.000				
	2007	107	0	0.75	0.90	0.29	0.14	1.00	-5.641	0	0.55	0.53	0.28	0.10	1.00	-3.720	4141	0.000				
	2008	107	0	0.75	0.89	0.29	0.15	1.00	-5.819	0	0.54	0.47	0.27	0.10	1.00	-3.770	4037	0.000				
株主総会年回数	2004	107	0	1.98	2.00	0.93	1.00	5.00	0	2.29	2.00	1.01	1.00	4.00	0	0.000	8563	0.047				
	2005	107	0	2.78	3.00	0.94	1.00	6.00	-5.841	0	2.84	3.00	1.90	1.00	5.00	-4.006	8915	0.423				
	2006	107	0	2.50	2.00	1.13	1.00	5.00	-3.883	0	2.54	2.00	1.18	1.00	6.00	-1.754	9103	0.879				
	2007	107	0	2.72	3.00	1.46	1.00	8.00	-4.678	0	2.78	3.00	1.42	1.00	8.00	-2.430	8998	0.617				
	2008	107	0	2.51	2.00	1.30	1.00	6.00	-3.614	0	2.56	2.00	1.45	1.00	8.00	-1.084	5953	0.910				
	2004	107	0	62.85	63.88	12.06	24.44	87.18	0	59.98	60.00	9.87	41.45	80.24	0	0.000	4836	0.076				
	2005	107	0	63.09	64.57	12.11	24.39	86.12	-0.992	0	59.98	60.00	10.89	36.79	79.24	-0.046	4816	0.066				
	2006	107	0	52.92	54.72	14.48	12.29	91.29	-8.103	0	49.37	50.30	11.39	30.56	70.16	-6.463	4792	0.055				
	2007	107	0	52.06	52.09	15.18	12.30	89.90	-7.043	0	44.44	42.34	12.83	19.84	75.74	-6.408	4284	0.000				
	2008	107	0	51.64	51.74	16.22	12.84	89.90	-7.273	0	43.33	41.45	14.41	9.01	85.90	-5.949	4342	0.001				
最終支配株主の議決権対議決権比率	2004	107	0	0.37	0.33	0.15	0.00	0.73	0	0.26	0.22	0.18	0.00	0.67	0	0.000	4239	0.000				
	2005	107	0	0.37	0.33	0.17	0.00	0.75	-0.118	0	0.28	0.22	0.18	0.00	0.73	-0.823	4406	0.002				
	2006	107	0	0.35	0.33	0.17	0.00	0.75	-0.844	0	0.28	0.27	0.18	0.00	0.73	-0.712	4593	0.010				
	2007	107	0	0.36	0.36	0.17	0.00	0.69	-0.812	0	0.30	0.30	0.19	0.00	0.73	-1.498	4762	0.043				
	2008	107	0	0.36	0.36	0.16	0.00	0.75	-0.716	0	0.30	0.30	0.18	0.00	0.64	-1.295	4754	0.041				
	2004	107	0	0.04	0.00	0.08	0.00	0.42	0	0.11	0.11	0.12	0.00	0.44	0	0.000	7970	0.000				
	2005	107	0	0.04	0.00	0.07	0.00	0.33	-0.280	0	0.09	0.07	0.12	0.00	0.44	-2.980	8257	0.001				
	2006	107	0	0.04	0.00	0.07	0.00	0.29	-0.393	0	0.08	0.00	0.12	0.00	0.44	-3.006	8474	0.009				
	2007	107	0	0.04	0.00	0.07	0.00	0.29	-0.531	0	0.06	0.00	0.12	0.00	0.44	-4.112	8850	0.227				
	2008	107	0	0.03	0.00	0.07	0.00	0.29	-1.237	0	0.05	0.00	0.09	0.00	0.44	-4.307	8898	0.267				
独立取締役比率	2004	107	0	0.34	0.33	0.04	0.20	0.45	0	0.36	0.33	0.05	0.27	0.56	0	0.000	8832	0.259				
	2005	107	0	0.36	0.33	0.05	0.00	0.45	-1.904	0	0.36	0.33	0.05	0.27	0.56	-0.200	8842	0.000				
	2006	107	0	0.35	0.33	0.04	0.20	0.50	-3.176	0	0.36	0.33	0.07	0.27	0.75	-0.688	9271	0.051				
	2007	107	0	0.37	0.33	0.06	0.30	0.57	-4.359	0	0.36	0.33	0.06	0.27	0.60	-1.142	9366	0.051				
	2008	107	0	0.37	0.33	0.06	0.25	0.57	-3.762	0	0.37	0.33	0.05	0.33	0.60	-1.971	9042	0.712				
	2004	107	0	9.93	8.00	2.00	5.00	18.00	0	9.44	9.00	2.11	5.00	16.00	0	0.000	4771	0.033				
	2005	107	0	9.74	8.00	1.96	5.00	19.00	-2.465	0	9.30	9.00	2.03	5.00	15.00	-1.196	4672	0.076				
	2006	107	0	9.68	8.00	1.92	5.00	18.00	-2.212	0	9.03	9.00	2.13	4.00	18.00	-1.986	4619	0.069				
	2007	107	0	9.79	8.00	2.13	5.00	18.00	-1.259	0	9.00	9.00	2.08	5.00	18.00	-1.824	4620	0.068				
	2008	107	0	9.69	8.00	2.14	6.00	19.00	-0.574	0	8.89	9.00	2.13	5.00	18.00	-2.515	4433	0.001				
取締役年回数	2004	107	0	7.37	6.00	3.54	3.00	25.00	0	7.59	7.00	2.76	4.00	19.00	0	0.000	8743	0.186				
	2005	107	0	8.27	6.00	3.18	3.00	18.00	-3.206	0	7.21	7.00	2.20	3.00	13.00	-0.262	8741	0.048				
	2006	107	0	8.11	8.00	3.13	4.00	19.00	-3.195	0	8.05	7.00	2.79	3.00	16.00	-1.148	9134	0.251				
	2007	107	0	10.10	10.00	3.52	4.00	22.00	-6.367	0	9.76	9.00	2.79	5.00	18.00	-4.983	5277	0.722				
	2008	107	0	9.91	10.00	3.45	4.00	22.00	-6.622	0	9.94	10.00	2.86	5.00	18.00	-4.956	5082	0.588				

表4 国有企業・非国有企業のコーポレート・ガバナンス指標(1) (続き1)

指標	国有企業										非国有企業										国有・非国有比較					
	年	有効サ 欠損サ		平均値		中央値		標準偏差		最大値		Z	基準年との比較		平均値		中央値		標準偏差		最大値		Z	基準年との比較		
		ンブル	ンブル	ンブル	ンブル	ンブル	ンブル	ンブル	ンブル	ンブル	ンブル		有効率	欠損率	有効率	欠損率	有効率	欠損率	有効率	欠損率	有効率	欠損率		有効率	欠損率	Wilson W
上記3名の取締役報酬総額(万円)	2004	104	3	65.51	46.25	76.88	8.40	535.00	8.40	535.00	63	0	69.58	50.00	71.39	3.80	423.50	3.80	423.50	8896	0.261	-1.583	0.113	8896	0.261	
	2005	107	0	75.83	50.20	90.25	8.40	715.00	8.40	715.00	63	0	79.90	62.92	84.61	0.00	569.61	0.00	569.61	8630	0.303	-2.985	0.003	8630	0.303	
	2006	107	0	88.51	68.25	109.00	12.00	1016.00	12.00	1016.00	62	1	95.09	68.70	114.86	16.58	859.86	16.58	859.86	8906	0.536	-4.733	0.000	8906	0.536	
	2007	107	0	125.96	86.30	178.16	7.30	1626.00	7.30	1626.00	62	1	112.32	83.81	125.98	10.76	859.86	10.76	859.86	5119	0.621	-5.293	0.000	5119	0.621	
	2008	107	0	109.48	82.00	98.02	8.20	584.20	8.20	584.20	63	0	164.80	94.00	366.64	12.00	2894.67	12.00	2894.67	8923	0.467	-4.261	0.000	8923	0.467	
	会長報酬(万円)	2004	3	104	5.86	0.00	10.16	0.00	17.59	0.00	17.59	2	61	4.00	4.00	5.66	0.00	8.00	0.00	8.00	7279	0.000	-2.465	0.014	7279	0.000
		2005	106	2	12.59	0.00	18.92	0.00	86.92	0.00	86.92	63	0	32.66	25.00	39.37	0.00	253.32	0.00	253.32	7437	0.000	-3.589	0.000	7437	0.000
		2006	104	3	20.84	1.00	45.84	0.00	422.00	0.00	422.00	62	1	39.10	29.54	60.84	0.00	452.89	0.00	452.89	7885	0.000	-1.838	0.000	7885	0.000
	会長持ち株(万株)	2007	106	1	30.84	0.00	77.58	0.00	691.00	0.00	691.00	62	1	68.12	33.13	219.81	0.00	1748.60	0.00	1748.60	8104	0.000	-2.778	0.013	8104	0.000
2008		106	1	28.29	0.00	46.94	0.00	253.00	0.00	253.00	63	0	708.18	1.30	2745.98	0.00	19040.00	0.00	19040.00	8006	0.000	-3.312	0.001	8006	0.000	
2009		107	0	1.87	0.00	5.99	0.00	41.87	0.00	41.87	63	0	6.99	2.57	2541.00	0.00	16541.00	0.00	16541.00	7866	0.000	-2.402	0.016	7866	0.000	
独立取締役手当(万円)	2005	107	0	2.48	0.00	9.06	0.00	62.80	0.00	62.80	63	0	4.15	3.60	2.15	1.00	15.66	0.00	15.66	5069	0.302	-3.823	0.000	5069	0.302	
	2006	107	0	3.52	0.00	12.29	0.00	80.00	0.00	80.00	62	1	748.36	1.94	2562.00	0.00	16541.00	0.00	16541.00	4978	0.185	-1.071	0.309	4978	0.185	
	2007	107	0	4.04	0.00	15.16	0.00	99.38	0.00	99.38	63	0	774.91	2.81	2560.00	0.00	17541.00	0.00	17541.00	4859	0.087	-1.124	0.261	4859	0.087	
会長持ち株比率	2008	107	0	13.78	0.00	73.91	0.00	681.72	0.00	681.72	63	0	14.51	8.5	5411.00	0.00	31573.80	0.00	31573.80	8011	0.000	-2.781	0.005	8011	0.000	
	2009	107	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	63	0	0.03	0.00	0.09	0.00	0.49	0.00	0.49	8019	0.000	-2.900	0.004	8019	0.000	
	2005	107	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	62	1	0.02	0.00	0.07	0.00	0.42	0.00	0.42	7913	0.000	-1.653	0.098	7913	0.000	
独立取締役手当比率	2006	107	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	63	0	0.02	0.00	0.07	0.00	0.37	0.00	0.37	7889	0.000	-1.071	0.309	7889	0.000	
	2007	107	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	63	0	0.02	0.00	0.07	0.00	0.37	0.00	0.37	7877	0.000	-1.838	0.066	7877	0.000	
	2008	107	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	63	0	0.02	0.00	0.07	0.00	0.37	0.00	0.37	7837	0.000	-3.823	0.000	7837	0.000	
最終支配株主管理監督者比率	2004	107	0	4.54	4.00	3.88	0.00	25.00	0.00	25.00	63	0	3.71	3.60	2.15	1.00	15.66	0.00	15.66	5069	0.302	-2.985	0.003	5069	0.302	
	2005	107	0	4.54	4.00	3.88	0.00	25.00	0.00	25.00	63	0	4.21	4.00	3.17	1.20	13.49	0.00	13.49	4978	0.185	-1.071	0.309	4978	0.185	
	2006	107	0	4.85	4.00	3.00	1.00	25.00	0.00	25.00	63	0	4.21	4.00	3.17	1.20	13.49	0.00	13.49	4859	0.087	-1.124	0.261	4859	0.087	
そのほか株主監督者比率	2007	107	0	5.55	5.00	3.42	1.00	25.00	0.00	25.00	63	0	7.048	0.00	7.048	0.00	4.701	0.00	4.701	4659	0.087	-2.781	0.005	4659	0.087	
	2008	107	0	6.45	5.00	4.96	1.10	38.00	0.00	38.00	63	0	6.15	5.00	8.98	1.20	72.29	0.00	72.29	4839	0.076	-1.583	0.113	4839	0.076	
	2009	107	0	0.47	0.50	0.24	0.00	1.00	0.00	1.00	63	0	0.22	0.20	0.24	0.00	0.67	0.00	0.67	3604	0.000	-3.312	0.001	3604	0.000	
監査役比率	2005	107	0	0.48	0.57	0.23	0.00	1.00	0.00	1.00	63	0	0.25	0.20	0.25	0.00	0.67	0.00	0.67	3776	0.000	-1.653	0.098	3776	0.000	
	2006	107	0	0.47	0.57	0.23	0.00	1.00	0.00	1.00	63	0	0.23	0.20	0.25	0.00	0.67	0.00	0.67	3729	0.000	-1.071	0.309	3729	0.000	
	2007	107	0	0.44	0.40	0.22	0.00	1.00	0.00	1.00	63	0	0.26	0.29	0.27	0.00	1.00	0.00	1.00	3858	0.000	-1.124	0.261	3858	0.000	
監査役人数	2008	107	0	0.45	0.40	0.24	0.00	1.00	0.00	1.00	63	0	0.26	0.33	0.16	0.00	0.67	0.00	0.67	4012	0.000	-1.124	0.261	4012	0.000	
	2009	107	0	0.05	0.00	0.10	0.00	0.40	0.00	0.40	63	0	0.10	0.00	0.16	0.00	0.67	0.00	0.67	8631	0.026	-0.447	0.655	8631	0.026	
	2005	107	0	0.05	0.00	0.11	0.00	0.67	0.00	0.67	63	0	0.10	0.00	0.16	0.00	0.67	0.00	0.67	8703	0.053	-0.447	0.655	8703	0.053	
監査役兼任回数	2006	107	0	0.05	0.00	0.12	0.00	0.67	0.00	0.67	63	0	0.07	0.00	0.13	0.00	0.40	0.00	0.40	8917	0.289	-0.810	0.418	8917	0.289	
	2007	107	0	0.05	0.00	0.10	0.00	0.67	0.00	0.67	63	0	0.06	0.00	0.11	0.00	0.33	0.00	0.33	9145	0.966	-1.123	0.261	9145	0.966	
	2008	107	0	0.04	0.00	0.10	0.00	0.67	0.00	0.67	63	0	0.05	0.00	0.11	0.00	0.33	0.00	0.33	9035	0.563	-1.123	0.261	9035	0.563	
監査役兼任回数	2009	107	0	4.54	5.00	1.64	2.00	10.00	0.00	10.00	63	0	3.67	3.00	1.24	3.00	9.00	0.00	9.00	4283	0.000	-0.632	0.527	4283	0.000	
	2005	107	0	4.56	5.00	1.46	2.00	9.00	0.00	9.00	63	0	3.63	3.00	1.18	3.00	9.00	0.00	9.00	4168	0.000	-0.612	0.541	4168	0.000	
	2006	107	0	4.69	5.00	1.67	1.00	12.00	0.00	12.00	63	0	3.57	3.00	1.18	2.00	9.00	0.00	9.00	4031	0.000	-0.612	0.541	4031	0.000	
監査役兼任回数	2007	107	0	4.69	5.00	1.67	1.00	12.00	0.00	12.00	63	0	3.56	3.00	1.18	2.00	9.00	0.00	9.00	3921	0.000	-0.680	0.490	3921	0.000	
	2008	107	0	4.64	5.00	1.62	3.00	12.00	0.00	12.00	63	0	3.51	3.00	1.09	3.00	9.00	0.00	9.00	3893	0.000	-0.167	0.867	3893	0.000	
	2009	107	0	3.41	3.00	1.69	1.00	9.00	0.00	9.00	63	0	3.14	3.00	1.67	1.00	8.00	0.00	8.00	5006	0.210	-1.474	0.013	5006	0.210	
監査役兼任回数	2005	107	0	3.38	3.00	1.69	1.00	9.00	0.00	9.00	63	0	3.03	3.00	1.71	1.00	8.00	0.00	8.00	4870	0.089	-0.167	0.867	4870	0.089	
	2006	107	0	4.36	4.00	1.44	1.00	8.00	0.00	8.00	63	0	4.21	4.00	1.94	1.00	13.00	0.00	13.00	4872	0.087	-0.810	0.418	4872	0.087	
	2007	107	0	4.55	4.00	1.53	1.00	9.00	0.00	9.00	63	0	4.57	4.00	1.99	1.00	15.00	0.00	15.00	5300	0.770	-5.715	0.000	5300	0.770	
監査役兼任回数	2008	107	0	4.81	5.00	1.57	1.00	10.00	0.00	10.00	63	0	4.79	4.00	1.68	2.00	11.00	0.00	11.00							

表4 国有企業・非国有企業のコーポレート・ガバナンス指標(1) (続き2)

指標	年	国有企業					非国有企業					Wilcoxon W 有意水準	
		平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	基準年との比較 Z	有意水準
監事役会主導型株比率	2004	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.00	0.01	0.00	0.06	0.067
	2005	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.00	0.01	0.00	0.05	0.783
	2006	107	0	0.00	0.00	0.00	62	1	0.00	0.01	0.00	0.05	0.140
	2007	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.00	0.01	0.00	-0.274	0.784
	2008	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.00	0.01	0.00	-1.185	0.236
	2009	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.00	0.01	0.00	-1.429	0.153
	2005	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.00	0.01	0.00	-2.114	0.034
	2006	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.00	0.01	0.00	-0.685	0.493
最長支配株主関連の上級経営者比率	2004	107	0	0.07	0.00	0.75	63	0	0.15	0.00	0.22	0.83	0.00
	2005	107	0	0.08	0.00	0.88	63	0	0.16	0.10	0.20	0.00	0.73
	2006	107	0	0.08	0.00	0.80	63	0	0.16	0.00	0.00	0.67	-0.242
	2007	107	0	0.07	0.00	0.80	63	0	0.16	0.00	0.00	0.75	-0.284
	2008	107	0	0.06	0.00	0.60	63	0	0.16	0.13	0.19	0.00	0.75
	2009	107	0	0.09	0.00	0.13	63	0	0.01	0.00	0.00	0.40	-0.143
	2005	107	0	0.01	0.00	0.50	63	0	0.01	0.00	0.07	0.50	-1.342
	2006	107	0	0.00	0.00	0.22	63	0	0.02	0.00	0.07	0.50	-1.826
その他の株主上級経営者比率	2004	107	0	0.00	0.00	0.38	63	0	0.01	0.00	0.00	0.50	0.00
	2005	107	0	0.20	0.18	0.12	63	0	0.26	0.27	0.13	0.55	0.746
	2006	107	0	0.21	0.20	0.12	63	0	0.26	0.25	0.13	0.50	0.507
	2007	107	0	0.21	0.22	0.11	63	0	0.22	0.22	0.12	0.45	-2.044
	2008	107	0	0.19	0.18	0.11	63	0	0.24	0.22	0.13	0.50	-0.975
	2009	107	0	0.18	0.18	0.04	63	0	0.21	0.13	0.00	0.50	-0.325
	2005	107	0	0.20	0.18	0.11	63	0	0.26	0.27	0.13	0.50	-0.664
	2006	107	0	0.21	0.20	0.12	63	0	0.26	0.25	0.13	0.45	-2.044
上級経営者取締役比率	2004	107	0	0.00	0.00	0.38	63	0	0.01	0.00	0.00	0.50	0.00
	2005	107	0	0.20	0.18	0.12	63	0	0.26	0.27	0.13	0.55	0.746
	2006	107	0	0.21	0.20	0.12	63	0	0.26	0.25	0.13	0.50	0.507
	2007	107	0	0.21	0.22	0.11	63	0	0.22	0.22	0.12	0.45	-2.044
	2008	107	0	0.19	0.18	0.11	63	0	0.24	0.22	0.13	0.50	-0.975
	2009	107	0	0.18	0.18	0.04	63	0	0.21	0.13	0.00	0.50	-0.325
	2005	107	0	0.20	0.18	0.11	63	0	0.26	0.27	0.13	0.50	-0.664
	2006	107	0	0.21	0.20	0.12	63	0	0.26	0.25	0.13	0.45	-2.044
上記3名の上級経営者報酬総額(万円)	2004	105	2	75.61	58.70	76.77	63	0	77.81	52.36	84.31	2.88	492.16
	2005	107	0	85.13	65.00	96.91	63	0	74.48	52.12	74.76	0.00	432.19
	2006	107	0	100.50	82.50	97.88	62	1	86.79	62.80	96.25	18.47	682.66
	2007	107	0	143.79	103.00	177.90	63	1	104.90	67.60	112.80	19.20	682.66
	2008	107	0	132.39	104.80	108.64	63	0	155.98	88.00	300.09	25.20	2347.68
	2009	4	103	22.61	16.39	16.96	1	62	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2005	103	4	27.58	26.86	19.41	63	0	29.08	20.47	29.96	0.00	191.61
	2006	102	5	35.46	29.68	39.94	63	0	35.25	25.00	47.09	0.00	348.94
社員持ち株比率	2004	104	3	50.92	37.36	68.03	61	2	56.52	28.00	128.88	6.00	1004.60
	2005	106	1	47.16	36.35	40.49	63	0	62.71	32.80	119.24	0.00	504.15
	2006	107	0	1.24	0.00	3.30	63	0	232.37	0.00	898.16	0.00	5247.45
	2007	107	0	2.16	0.00	5.50	63	0	225.57	0.00	1003.00	0.00	5903.38
	2008	107	0	2.45	0.00	5.65	63	0	248.90	0.00	1008.00	0.00	5903.38
	2009	107	0	1.94	0.00	4.95	63	0	260.77	0.00	1055.00	0.00	6008.12
	2005	107	0	7.89	0.00	48.63	63	0	386.84	0.00	1435.00	0.00	7810.51
	2006	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.29
従業員代表監査役比率	2004	107	0	0.34	0.40	0.12	63	0	0.35	0.33	0.12	0.00	0.67
	2005	107	0	0.35	0.40	0.12	63	0	0.35	0.33	0.13	0.00	0.67
	2006	107	0	0.36	0.40	0.10	63	0	0.36	0.33	0.16	0.00	1.00
	2007	107	0	0.37	0.40	0.11	63	0	0.36	0.33	0.13	0.00	0.67
	2008	107	0	0.37	0.40	0.11	63	0	0.36	0.33	0.13	0.00	0.67
	2009	107	0	0.37	0.40	0.11	63	0	0.36	0.33	0.13	0.00	0.67
	2005	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.25
	2006	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.25
従業員代表監査役比率	2004	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.25
	2005	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.25
	2006	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.25
	2007	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.25
	2008	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.25
	2009	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.25
	2005	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.25
	2006	107	0	0.00	0.00	0.00	63	0	0.01	0.00	0.04	0.00	0.25

(出所)筆者作成。
 (注1)基準年が2004年である。ただし、2004年に欠損額が多いため、各年報酬・監事役会主導型株比率、ならびに社員報酬の基準年は、2005年にした。
 (注2)コーポレート・ガバナンス指標の東北は、Wilcoxonの対比表が対の符号化順位差をもちいて検定した。
 (注3)有意水準は両側検定である。

表5 国有企業・非国有企業のコーポレート・ガバナンス指標(2)

年	指標	国有企業										非国有企業										国有・非国有比較	
		有効な指標					記述統計					有効な指標					記述統計					Pearson Chi-square	有意水準
		サンプル	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	サンプル	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	サンプル	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	有意水準			
2004	審査委員会の設置状況	107	0	0.52	1.00	0.50	0.00	1.00	0.031	63	0	0.49	0.00	0.50	0.00	1.00	0.155	0.693					
2005		107	0	0.58	1.00	0.50	0.00	1.00	0.016	63	0	0.52	1.00	0.50	0.00	1.00	0.498	0.480					
2006		107	0	0.59	1.00	0.49	0.00	1.00	0.000	63	0	0.57	1.00	0.50	0.00	1.00	0.049	0.825					
2007		107	0	0.85	1.00	0.36	0.00	1.00	0.000	63	0	0.83	1.00	0.38	0.00	1.00	0.187	0.666					
2008		107	0	0.99	1.00	0.10	0.00	1.00	0.000	63	0	1.00	1.00	0.00	0.00	1.00	0.592	0.442					
2004	取締役会の設置状況	107	0	0.52	1.00	0.50	0.00	1.00	0.004	63	0	0.49	0.00	0.50	0.00	1.00	0.155	0.693					
2005		107	0	0.61	1.00	0.49	0.00	1.00	0.000	63	0	0.52	1.00	0.50	0.00	1.00	1.137	0.286					
2006		107	0	0.64	1.00	0.48	0.00	1.00	0.000	63	0	0.57	1.00	0.50	0.00	1.00	0.686	0.408					
2007		107	0	0.86	1.00	0.35	0.00	1.00	0.000	63	0	0.81	1.00	0.40	0.00	1.00	0.751	0.386					
2008		107	0	0.99	1.00	0.10	0.00	1.00	0.000	63	0	1.00	1.00	0.00	0.00	1.00	0.592	0.442					
2004	取締役会の設置状況	107	0	0.46	0.90	0.50	0.00	1.00	0.125	63	0	0.44	0.00	0.50	0.00	1.00	0.029	0.684					
2005		107	0	0.50	0.90	0.50	0.00	1.00	0.016	63	0	0.48	0.00	0.50	0.00	1.00	0.056	0.809					
2006		107	0	0.82	1.00	0.30	0.00	1.00	0.000	63	0	0.49	0.00	0.50	0.00	1.00	0.156	0.693					
2007		107	0	0.88	1.00	0.47	0.00	1.00	0.000	63	0	0.62	1.00	0.49	0.00	1.00	0.705	0.401					
2008		107	0	0.83	1.00	0.38	0.00	1.00	0.000	63	0	0.73	1.00	0.45	0.00	1.00	2.504	0.114					
2004	指名委員会の設置状況	107	0	0.41	0.90	0.49	0.00	1.00	0.250	63	0	0.46	0.00	0.50	0.00	1.00	0.390	0.532					
2005		107	0	0.44	0.90	0.50	0.00	1.00	0.031	63	0	0.49	0.00	0.50	0.00	1.00	0.445	0.505					
2006		107	0	0.47	0.90	0.50	0.00	1.00	0.000	63	0	0.49	0.00	0.50	0.00	1.00	0.500	0.755					
2007		107	0	0.63	1.00	0.49	0.00	1.00	0.000	63	0	0.62	1.00	0.49	0.00	1.00	0.009	0.928					
2008		107	0	0.81	1.00	0.39	0.00	1.00	0.000	63	0	0.71	1.00	0.46	0.00	1.00	2.230	0.135					
2004	会長の報酬支給状況	1	106	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.000	1	62	1.00	1.00	0.00	0.00	1.00	2.000	0.157					
2005		107	0	0.57	1.00	0.50	0.00	1.00	0.581	63	0	0.19	0.00	0.40	0.00	1.00	23.322	0.000					
2006		107	0	0.54	1.00	0.50	0.00	1.00	0.824	63	0	0.17	0.00	0.38	0.00	1.00	22.263	0.000					
2007		107	0	0.59	1.00	0.49	0.00	1.00	1.000	63	0	0.17	0.00	0.38	0.00	1.00	27.673	0.000					
2008		106	1	0.56	1.00	0.50	0.00	1.00	1.000	63	0	0.19	0.00	0.40	0.00	1.00	21.743	0.000					
2004	監査役会主席の報酬支給状況	1	106	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.000	1	62	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	20.922	0.000					
2005		107	0	0.73	1.00	0.45	0.00	1.00	0.727	63	1	0.37	0.00	0.49	0.00	1.00	24.892	0.000					
2006		107	0	0.71	1.00	0.46	0.00	1.00	0.687	63	0	0.30	0.00	0.46	0.00	1.00	18.666	0.000					
2007		107	0	0.66	1.00	0.48	0.00	1.00	0.092	63	0	0.32	0.00	0.47	0.00	1.00	2.289	0.000					
2008		106	1	0.66	1.00	0.48	0.00	1.00	0.092	63	0	0.21	0.00	0.41	0.00	1.00	9.020	0.003					
2004	会長・社長兼務状況	107	0	0.06	0.90	0.23	0.00	1.00	1.000	63	0	0.16	0.00	0.37	0.00	1.00	0.453	0.050					
2005		107	0	0.07	0.90	0.25	0.00	1.00	1.000	63	0	0.11	0.00	0.32	0.00	1.00	0.109	0.192					
2006		107	0	0.06	0.90	0.23	0.00	1.00	1.000	63	0	0.14	0.00	0.35	0.00	1.00	0.424	0.054					
2007		107	0	0.06	0.90	0.23	0.00	1.00	1.000	63	0	0.17	0.00	0.38	0.00	1.00	4.993	0.025					
2008		107	0	0.07	0.90	0.25	0.00	1.00	1.000	63	0	0.17	0.00	0.38	0.00	1.00	1.109	0.292					
2004	社長の報酬支給状況	1	106	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.000	1	62	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.000	0.002	0.961				
2005		107	0	0.05	0.90	0.21	0.00	1.00	0.687	63	0	0.02	0.00	0.13	0.00	1.00	1.019	0.890					
2006		107	0	0.03	0.90	0.17	0.00	1.00	1.000	63	0	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	3.033	0.082					
2007		107	0	0.05	0.90	0.21	0.00	1.00	0.687	63	0	0.02	0.00	0.13	0.00	1.00	0.284	0.607					
2008		106	1	0.03	0.90	0.17	0.00	1.00	0.687	63	0	0.16	0.00	0.37	0.00	1.00	0.026	0.872					
2004	社内党組織幹部部長・副社長兼務状況	107	0	0.14	0.90	0.35	0.00	1.00	1.000	63	0	0.14	0.00	0.35	0.00	1.00	1.000	0.026	0.872				
2005		107	0	0.17	0.90	0.38	0.00	1.00	0.648	63	0	0.16	0.00	0.34	0.00	1.00	1.000	0.026	0.872				
2006		107	0	0.18	0.90	0.38	0.00	1.00	0.648	63	0	0.13	0.00	0.34	0.00	1.00	0.727	0.760	0.383				
2007		107	0	0.21	0.90	0.41	0.00	1.00	0.263	63	0	0.11	0.00	0.32	0.00	1.00	2.503	0.114					
2008		107	0	0.08	0.90	0.28	0.00	1.00	0.625	63	0	0.08	0.00	0.27	0.00	1.00	0.012	0.913					
2004	社内党組織幹部部長・副社長兼務状況	107	0	0.10	0.90	0.31	0.00	1.00	1.000	63	0	0.08	0.00	0.27	0.00	1.00	0.256	0.613					
2005		107	0	0.12	0.90	0.35	0.00	1.00	0.125	63	0	0.06	0.00	0.25	0.00	1.00	0.743	0.389					
2006		107	0	0.14	0.90	0.33	0.00	1.00	0.031	63	0	0.06	0.00	0.25	0.00	1.00	2.349	0.125					
2007		107	0	0.14	0.90	0.35	0.00	1.00	0.219	63	0	0.05	0.00	0.22	0.00	1.00	2.538	0.111					
2008		107	0	0.12	0.90	0.33	0.00	1.00	0.625	63	0	0.06	0.00	0.25	0.00	1.00	4.982	0.026					
2004	社内党組織幹部部長・副社長兼務状況	107	0	0.19	0.90	0.39	0.00	1.00	0.063	63	0	0.06	0.00	0.25	0.00	1.00	8.114	0.004					
2005		107	0	0.23	0.90	0.43	0.00	1.00	0.146	63	0	0.06	0.00	0.25	0.00	1.00	8.791	0.003					
2006		107	0	0.24	0.90	0.43	0.00	1.00	0.227	63	0	0.06	0.00	0.25	0.00	1.00	8.114	0.004					
2007		107	0	0.23	0.90	0.43	0.00	1.00	0.238	63	0	0.06	0.00	0.25	0.00	1.00	8.791	0.003					
2008		107	0	0.24	0.90	0.43	0.00	1.00	0.238	63	0	0.06	0.00	0.25	0.00	1.00	8.791	0.003					

表5 国有企業・非国有企業のコーポレート・ガバナンス指標(2) (続き)

指標	国有企業										非国有企業										国有・民間比較		
	年	有効サンプル	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	有意水準	有効サンプル	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	有意水準	有効サンプル	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	有意水準	Pearson Chi-square
支配株主関連: 取締役会長・副会長兼任タミ	2004	107	0	0.43	0.00	0.50	0.00	1.00	0.06	0.00	0.25	0.00	1.00	0.00	63	0	0.06	0.00	0.25	0.00	1.00	25.643	0.000
	2005	107	0	0.46	0.00	0.50	0.00	1.00	0.508	0.00	0.25	0.00	1.00	0.00	63	0	0.06	0.00	0.25	0.00	1.00	28.754	0.000
	2006	107	0	0.47	0.00	0.50	0.00	1.00	0.503	0.00	0.27	0.00	1.00	0.00	63	0	0.08	0.00	0.27	0.00	1.00	27.885	0.000
	2007	107	0	0.48	0.00	0.50	0.00	1.00	0.383	0.00	0.25	0.00	1.00	0.00	63	0	0.06	0.00	0.25	0.00	1.00	30.925	0.000
	2008	107	0	0.47	0.00	0.50	0.00	1.00	0.571	0.00	0.25	0.00	1.00	0.00	63	0	0.06	0.00	0.25	0.00	1.00	29.830	0.000
	2004	107	0	0.25	0.00	0.44	0.00	1.00	0.625	0.00	0.06	0.00	0.00	1.00	0.00	63	0	0.06	0.00	0.25	0.00	9.484	0.002
	2005	107	0	0.23	0.00	0.43	0.00	1.00	0.070	0.03	0.00	0.18	0.00	1.00	0.500	63	0	0.03	0.00	0.18	0.00	12.089	0.001
	2006	107	0	0.20	0.00	0.40	0.00	1.00	0.035	0.03	0.00	0.18	0.00	1.00	0.625	63	0	0.03	0.00	0.18	0.00	9.174	0.002
支配株主関連: 取締役会副社長・副社長兼任タミ	2004	107	0	0.18	0.00	0.38	0.00	1.00	0.115	0.00	0.18	0.00	1.00	0.625	63	0	0.03	0.00	0.18	0.00	1.00	7.115	0.008
	2005	107	0	0.08	0.00	0.28	0.00	1.00	0.000	0.02	0.00	0.13	0.00	1.00	0.625	63	0	0.02	0.00	0.13	0.00	3.335	0.068
	2006	107	0	0.06	0.00	0.23	0.00	1.00	0.250	0.02	0.00	0.13	0.00	1.00	0.000	63	0	0.02	0.00	0.13	0.00	3.335	0.068
	2007	107	0	0.07	0.00	0.25	0.00	1.00	0.687	0.00	0.00	0.13	0.00	1.00	0.000	63	0	0.02	0.00	0.13	0.00	1.623	0.203
	2008	107	0	0.06	0.00	0.23	0.00	1.00	0.453	0.00	0.00	0.13	0.00	1.00	0.000	63	0	0.02	0.00	0.13	0.00	2.171	0.141
	2004	107	0	0.03	0.00	0.17	0.00	1.00	0.000	0.02	0.00	0.13	0.00	1.00	0.000	63	0	0.02	0.00	0.13	0.00	3.662	0.056
	2005	107	0	0.02	0.00	0.14	0.00	1.00	1.000	0.00	0.00	0.13	0.00	1.00	0.000	63	0	0.02	0.00	0.13	0.00	0.255	0.613
	2006	107	0	0.05	0.00	0.21	0.00	1.00	0.625	0.00	0.00	0.13	0.00	1.00	0.000	63	0	0.02	0.00	0.13	0.00	0.018	0.893
労働組合幹部・取締役兼任タミ	2004	107	0	0.08	0.00	0.28	0.00	1.00	0.031	0.00	0.00	0.13	0.00	1.00	0.000	63	0	0.02	0.00	0.13	0.00	3.033	0.082
	2005	107	0	0.31	0.00	0.46	0.00	1.00	1.000	0.13	0.00	0.34	0.00	1.00	0.000	63	0	0.13	0.00	0.34	0.00	3.335	0.068
	2006	107	0	0.32	0.00	0.47	0.00	1.00	1.000	0.16	0.00	0.37	0.00	1.00	0.500	63	0	0.16	0.00	0.37	0.00	5.227	0.022
	2007	107	0	0.33	0.00	0.47	0.00	1.00	0.791	0.17	0.00	0.38	0.00	1.00	0.375	63	0	0.17	0.00	0.38	0.00	4.672	0.031
	2008	107	0	0.32	0.00	0.47	0.00	1.00	1.000	0.14	0.00	0.35	0.00	1.00	0.000	63	0	0.14	0.00	0.35	0.00	6.419	0.011
	2004	107	0	0.32	0.00	0.47	0.00	1.00	1.000	0.14	0.00	0.35	0.00	1.00	0.000	63	0	0.14	0.00	0.35	0.00	6.419	0.011
	2005	107	0	0.32	0.00	0.47	0.00	1.00	1.000	0.14	0.00	0.35	0.00	1.00	0.000	63	0	0.14	0.00	0.35	0.00	6.419	0.011
	2006	107	0	0.32	0.00	0.47	0.00	1.00	1.000	0.14	0.00	0.35	0.00	1.00	0.000	63	0	0.14	0.00	0.35	0.00	6.419	0.011

(出所)筆者作成。
 (注1)有意水準は2004年である。ただし、2004年に欠損値が多いため、会長の報酬支給元タミ、監査役会主席の報酬支給元タミ、社長の報酬支給元タミの有意水準は、2005年にした。
 (注2)コーポレート・ガバナンス指標の変化は、McNemarのカイ二乗をもちいて検定した。
 (注3)有意水準は両側検定である。

監査役会開催回数について、有意の差が見られない。

国有企業よりも、非国有企業の監査役主席の報酬がほうが大きい。監査役主席が上場企業以外から報酬が支給される比率についても、国有企業が非国有企業より圧倒的に高い。

(4)上級経営者

取締役と監査役において見られた特徴に反して、上級経営者においては、国有企業より非国有企業のほうが、最終支配株主の関連者が多い。

また、取締役に占める上級経営者の比率は、国有企業と非国有企業の間において、有意の差が見られないが、取締役と上級経営者のそれぞれのトップである会長と社長の兼任は、非国有企業ではより多い。

さらに、国有企業と非国有企業の間、大きく異なっているのは、社長の持ち株ならびに持ち株比率である。非国有企業のほうが圧倒的に大きい。

このようにみると、非国有企業においては、国有企業に比べて、社長のポストはより重要な経営ポストと目されているといえよう。

(5)党・労働者組織

国有企業の場合、党組織や労働者組織の経営介入の可能性が高い。そのため、党・労働者組織幹部の役員兼任が、非国有企業より広く存在していると考えられる。

我々のサンプル企業をもちいて検証した結果、支配株主党組織幹部においては、会長・副会長、あるいは監査役主席・副主席との兼任においては、国有企業が圧倒的に多い。また、上場企業社内党組織レベルにおいて、社長・副社長との兼任も国有企業が圧倒的に多い。

労働組合幹部の監査役兼任においては、国有企業が圧倒的に多い。また、従業員代表の監査役比率も、国有企業のほうが若干高い。

おわりに

本稿は、2005年に「非流通株解消」が実施された上場企業170社を対象に、改革前後におけるコーポレート・ガバナンス指標の変化を測定・分析した。主に次の結論が得られた。

(1)筆頭株主の資本支配力は依然として絶大であるが、改革によって、既に低下し始めている。しかし、大株主の上場企業利益「吸い上げ」の原因とされている最終支配株主の議決権と請求権のギャップは、低下傾向がみられない。大株主の圧倒的な資本支配力のもと、株主総会の役割は依然として限定的である。

国有企業と非国有企業を比べると、国有企業の筆頭株主の資本支配力が圧倒的に大きい。また、国有企業において、最終支配株主の議決権と請求権のギャップは、非国有企業より小さいが、小幅に拡大している。

(2)会長、監査役主席、ならびに社長の年報酬が大幅に上昇した。しかし、持ち株数が増えたものの、持ち株比率は上昇していない。また、取締役会と監査役会は開催回数が多くなり、取締役会の各種機能委員会の設置が広がった。さらに、取締役と監査役のかんりの部分は最終支配株主関連者によって構成されているが、上級経営者においては、そのケースがかなり少ない。会長と社長の兼任も少ない。

国有企業の場合、非国有企業に比べて、筆頭株主持ち株比率が高いため、最終支配株主関連の取締役比率、監査役比率、ならびに上級経営者比率が高く、上場企業以外から報酬が支出される会長、と監査役主席も多い。しかし、会長と監査役主席の報酬は、非国有企業のほうが大きく、会長と社長の持ち株比率も、非国有企業のほうが大きい。

(3)共産党組織幹部との兼任において、最も多く見られたのは、会長・副会長である。労働組合幹部との兼任において、取締役よりも、

監査役ではよく見られる。これらの状況は、改革前後において、変化が見られない。他方で、従業員代表の監査役兼任は制度化されており、小幅な拡大が見られている。

党組織幹部との兼任をみると、総じて国有企業のほうが圧倒的に多い。労働組合幹部兼任の監査役も国有企業のほうが圧倒的に多い。

このように、「非流通株解消」が上場企業のコーポレート・ガバナンスに与えた影響は、主に支配株主の資本支配力低下、会長、監査役主席、ならびに社長の報酬の拡大、取締役会ならびに監査役会開催回数の上昇に表れている。しかし、支配株主の資本支配力は依然として圧倒的強いこと、最終支配株主の議決権と請求権のギャップが縮小しないこと、会長、監査役会主席、ならびに社長の持ち株比率が伸びないこと、共産党組織・労働者組織幹部の兼任が減少しないことなど、上場企業のコーポレート・ガバナンスが改善されない部分も多い。

本稿は、なるべく長い期間をもって、「非流通株解消」が上場企業のコーポレート・ガバナンスに与えた影響を測定するため、サンプルが小さくならざるをえなかった。また、改革の先兵となったこれらの企業は、比較的によいコーポレート・ガバナンスを有する可能性もある。そのため、今後継続的に 2006 年以降に改革が実施された企業について、コーポレート・ガバナンスの変化を検証する課題が残されている。

〈付記〉本稿は日本証券奨学財団平成 19 年度調査助成金による研究成果の一部である。感謝の意を申し上げたい。

参考文献

(日本語文献)

徐涛 2007. 「中国上場企業の国有株放出と「株権分断改革」—政策論争の展開—」『北海学園大学経

済論集』第 55 巻第 3 号。

徐涛 2005. 「中国上場企業における党・所有制の実証研究—「社会主義市場経済」に対する一考察—」『中国経営管理研究』第 5 号。

川井伸一 2003. 『中国上場企業—内部者支配のガバナンス』創土社。

徐涛 2004. 「中国上場企業の経営者交替と企業業績：国有民営の比較分析」『中国経済研究』第 2 巻第 2 号。

小佐野広 2001. 『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社。

(中国語文献)

財政部 1995. 「中国注册会计师独立審計準則（第一批）」12 月 25 日発布。

鄧建平・曹勇 2004. 「大股東控制与控制權私人利益研究」『中国軟科学』第 10 号, 50-58。

段亜林 2001. 「非公平關聯交易下的公司利益轉移問題研究」深圳証券交易所綜合研究所報告, 深証綜研字 0047 号。

禹剛 2006. 「尚福林定調：股改基本完成」『上海証券報』12 月 27 日。

吳曉求 2004. 「股權流動性分裂的八大危害—中国資本市場為什麼必須進行全流通變革」『財貿經濟』第 5 期。

奉立城・許偉河 2007. 「股權分置改革試点 G 股的超常收益實証研究」『数理統計与管理』第 26 巻第 4 期。

何誠穎・李翔 2007. 「股權分置改革, 拓容予期及其市場反應的實証研究」『金融研究』第 4 期。

吳超鵬・鄭放鑑・林周勇・李文強・吳世農 2006. 「對價支付影響因素的理論和實証分析」『經濟研究』第 8 期。

潘雲峰・許琳・黃娟娟 2006. 「我國股權分置中對價水平的“群聚”現象分析」『經濟研究』第 11 期。

趙俊強・廖士光・李湛 2006. 「中国上市公司股權分置改革中的利益分配研究」『經濟研究』第 11 期。

鄭志剛・孫艷梅・譚松濤・姜德增 2007. 「股權分置改革對價確定与我国上市公司治理機制有效性的檢驗」『經濟研究』第 7 期。

辛宇・徐莉萍 2007. 「投資者保護視角下治理環境与股改對價之間的關係研究」『經濟研究』第 9 期。

吳德勝・呂斐適・于善輝 2008. 「流通股股主在股權分置改革中是否獲得了財富增值？」『南開經濟研

- 究』第2期。
- 丁守海 2007. 「股權分置改革効能の実証分析」『經濟理論与經濟管理』第1期。
- 陳明賀 2007. 「股權分置改革及股權結構对公司績効影響的實証研究—基于面板數據的分析」『南方經濟』第2期。
- 杜瑩芬 2005. 「股權分置改革与公司治理」『經濟管理』第11期。
- 黃雷・淳偉德・葉勇 2007. 「股權分置改革後的上市公司隱性終極控制權研究」『改革与戰略』第6期。
- 劉玉敏・任広乾 2008. 「股權分置改革对上市公司治理優化的影響研究」『商業研究』第5期。
- 廖理・潘紅波・鄺金梁 2008. 「股權分置改革与上市公司治理的實証研究」『中国工業經濟』第5期。
- 上海証券交易所研究中心 2003. 「2003年中国公司治理報告」『上海証券交易所』, インターネット, <http://www.sse.com.cn> (2009年9月アクセス)。
- 南開大学課題組(南開大学上市公司治理研究中心公司治理評估課題組) 2007. 『2003中国上市公司治理評估研究報告』商務印書館。
- 白重恩・劉俏・陸洲・宋敏・張俊喜 2005. 「中国上市公司治理結構的實証研究」『經濟研究』第2期。
- (英語文献)
- Claessens, Stijin, Simeon Djankov, Larry H. P. Lang 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations, *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- OECD (Organisation for Economic Co-Operation and Development) 2004. OECD Principles of Corporate Governance, *OECD*, <http://www.oecd.org>.
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) 2005. Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Survey of OECD Countries, *OECD*, <http://www.oecd.org>.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer 1999. Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* 54, 471-517.
- Milnor, J. W., L. S. Shapley 1978. Values of Large Games II: Oceanic Games. *Mathematics of Operations Research* 3, 290-307.