

株主構成が自主的情報開示に与える影響

—中国国有上場企業に関する実証研究*—

李 遠 勤 / 徐 宗 宇 / 石 川 勝 / 李 新 建

要 旨

本稿は、ロジスティックモデルを用いて、中国における国有上場企業の株主構成が当該企業の自主的情報開示に与える影響を実証分析したものである。深圳証券取引所に上場している国有上場企業のA株に関する2004年度のデータをもとに、大株主の上位持ち株分散度、機関投資家の持ち株比率、トップマネジメントの持ち株比率を株主構成の特徴を表す指標とし、証券取引所による上場企業の情報開示の評価を自主的情報開示の指標とした。実証分析の結果、大株主の上位持ち株分散度、機関投資家の持ち株比率及びコントロール変数としての企業規模が国有上場企業の自主的情報開示の程度に正の影響を与えていることが明らかとなった。これらの結果に基づいて、中国国有上場企業の情報開示を改善するための提案を行い、更に本研究の限界を踏まえて今後の研究方向を考察した。

1 序

自主的情報開示とは制度的な情報開示以外に、自主的に自社の情報を開示する上場企業の行動を指す¹⁾。Healy and Palepu (2001) は、外部市場環境に関係する6つの自主的情報開示の動機を検討し、自主的な情報開示行動とコーポレート・ガバナンスとの関連性に焦点を当てた研究の必要性を強調し

た。株主構成はコーポレート・ガバナンスの基本的要素として、自主的情報開示に影響を与えることが数多くの研究で指摘されている²⁾。しかし、これらの先行研究は主に中国以外の企業を対象として行われたものであり、政府の持ち株比率は存在しないか、あるいは非常に低いケースである。一方、中国の研究者は主に株主構成とコーポレート・ガバナンスの有効性、ないし企業業績との関連性に注目した研究に重点を置いてきたが、国有上場企業の株主構成が自主的情報開示に与える影響に関する研究はこれまで行われてこなかった。本稿では、この点に焦点を当てることを目的としている。

国有上場企業の場合、株主構成が高度に集中しており、大株主としての政府による干渉とインサイダーとしての経営陣による支配というコーポレート・ガバナンス上の問題があると従来から指摘されてきた³⁾。一般に、株式会社におけるエージェンシー問題として、株主と経営陣との間で利益の相反が生じると理解されているが、大株主に株式所有が過度に集中することにより生じる零細株主との間の利益不一致の問題も存在する⁴⁾。大株主と零細株主との間の利害関係は2つの相反する側面を持つ。大株主は法的な権利や資金力を背景にして、企業の経営陣を監視し、影響力を効果的に行使できる。それは零細株主の利害に一致する場合がある一方で、自らの利益を優先するために企業財産を侵食し、零細株主の利益を犠牲にするおそれもある。中国国有上場企業の年報に基づけば、2001年～2004年の5年間、筆頭株主の持ち株比率はやや低下傾向にあるが、依然として平均40%以上の高水準を維持している。このように中国国有上場企業における株主構成の集中度は極めて高いことから、これが企業の情報開示行動へどのような影響を与えているかという問題を分析することは資本市場の発展のために重要な研究であろうと思われる。

中国は資本市場の効率性を改善することを目指して、上場企業の株式分散化を促進するための改革を進めている。上場企業における情報開示の促進と経営の透明性の確保が強く求められつつある。それゆえ、本研究は中国国有上場企業の改革にとって、重要な意義を持つものと考えられる。

本稿の内容は6つの部分から構成されている。第1節の序論では、本研究の意義を示し、第2節で関連する先行研究のサーベイを行う。第3節では研究仮説を提示する。第4節では、仮説の検証方法、サンプルの選別及び各変数の測定について述べる。第5節では、統計分析のモデルを構築し、分析結果を検討する。最後に第6節で、本研究の結論、政策への提言及び今後の研究方向を提示する。

2 先行研究

多くの先行研究では、主に下記の4つの株主構成上の要素を中心に、自主的情報開示の程度に及ぼす影響を検討している。①インサイダー株主⁵⁾、②機関投資家、③株式集中度、及び、④政府の持ち株比率である。

2.1 インサイダー株主の影響

Chau and Gray (2002) は、香港の上場企業のデータをもとに研究した結果、殆どの香港の上場企業では、創業者一族の株主が企業の経営に携わっており、彼らの持ち株比率は情報開示の程度と有意な負の相関関係を持つことを示している。Wang (2006) は、Standard & Poor's 500 企業をサンプルとして、創業者一族の持ち株比率⁶⁾と企業利益に関する情報開示との関連性を研究している。そこでは、取締役・トップマネジメントのポストを同族株主が占めている状況をダミー変数化し⁷⁾、情報開示に与える影響を分析した。その結果、経営陣に同族株主が含まれていることが情報開示の程度に正の影響を及ぼすことが明らかにされている。また、同族株主の持ち株比率と企業利益に関する情報開示の間には、非線形的な関係があることも示されている。

Leung and Horwitz (2004) は、香港証券取引所の上場企業のデータをもとに、常勤取締役と非常勤取締役それぞれの持ち株比率が管轄部門の自主的情報開示に与える影響を分析している。その結果、常勤取締役の持ち株比率が25%以上の場合、情報開示の程度と有意な負の相関関係を持つことを明

らかにした。この負の相関関係は、企業の業績が悪い場合、更に強くなることも示されている。一方、常勤取締役の持ち株比率が低いサンプルにおいては、非常勤取締役の持ち株比率が情報開示の程度と有意な正の相関関係にあることも示した。Eng and Mak (2003) は、シンガポール証券取引所の上場企業の株主構成及び取締役会構成が自主的情報開示に与える影響について実証研究を行っている。株主構成の指標は、経営陣の持ち株比率、大株主⁸⁾の持ち株比率、政府株の有無及び政府の持ち株比率とし、取締役会構成の指標は外部取締役の比率とした。分析の結果、経営陣の持ち株比率と自主的情報開示との間に、有意な負の相関関係が存在することが明らかにされている。

2.2 機関投資家の影響

Healy et al. (1999) の研究では、機関投資家の持ち株比率と自主的情報開示の程度との間に有意な正の相関関係が示されている。Bushee and Noe (2000) の研究においても、同様の結果が確認された。Makhija and Patton (2004) はチェコ企業のデータをもとに分析した結果、機関投資家の持ち株比率が低い場合、情報開示と有意な正の相関関係が見られる一方、持ち株比率が高い場合(16%より大きい)には、機関投資家の持分比率が高いほど、情報開示のレベルが低くなることが示されている。

2.3 株式集中度の影響

Eng and Mak (2003) は、持ち株比率が5%以上の大株主の持ち株比率の合計を株式集中度の評価指標とし、シンガポール証券取引所の上場企業のデータをもとにした研究では、株式集中度と情報開示の程度との間に有意な相関関係が見られないとしている。

王 (2003) による中国の上場企業に関する研究では、株式集中度と自主的情報開示との間に有意な負の相関関係が確認された。劉と杜 (2003) は財務報告の中で発覚した不正記録の有無を情報開示の質の指標とし、この情報開示の指標と株式集中度とは有意な負の相関関係をもつことを示した。

Makhija and Patton (2004) によるチェコの企業に対する実証研究では、外部株主⁹⁾の持ち株比率が内部株主より大きい場合、株式集中度¹⁰⁾と情報開示とは正の相関関係をもつことが示されている。

Chau and Gray (2002) は、香港及びシンガポール証券取引所の上場企業の株主構成と自主的情報開示との相関関係を分析している。そこでは、取締役及び支配株主の持ち株比率をもとに推定した外部株主の持ち株比率を上場企業の株式分散度と見なし、上場企業の自主的情報開示が株式分散度と有意な正の相関関係を持つことを示した。

2.4 政府の持ち株比率の影響

Eng and Mak (2003) は、シンガポール証券取引所の上場企業のデータを用いて分析し、政府の持ち株比率と情報開示との間に、有意な正の相関関係があることを示した。一方、Makhija and Patton (2004) は、チェコの企業のデータに基づいて、政府の持ち株比率¹¹⁾は企業の情報開示に有意な影響を与えていないことを示した。しかし、これらの研究においては政府は支配的な大株主ではない。政府が支配的大株主である中国の上場企業に関して、政府の持ち株比率の情報開示に及ぼす影響を扱った研究はこれまで存在しない。

以上の先行文献のサーベイに基づき、本研究では中国国有上場企業における大株主の持ち株比率、機関投資家の持ち株比率及びトップマネジメントの持ち株比率に焦点を当て、それぞれの自主的情報開示の程度に与える影響を実証的に分析する。

3 研究仮説

前述のように、大株主と零細株主の間には、利害対立というエージェンシー問題が存在するとされている。大株主は経営陣を監視する動機と能力がある一方、零細株主の利益を侵害する可能性もある¹²⁾。大株主は経営陣を支配することができれば、内部情報にアクセスするルートを持つようになる

ため、対外的な情報開示を控える動機を持つかもしれない。大株主による上場企業への強力なコントロールが可能な場合、大株主の持ち株比率が高くなればなるほど、上場企業の自主的情報開示のレベルが低くなり¹³⁾、株式集中度と自主的情報開示の間には、負の相関関係が存在する可能性が示唆される¹⁴⁾。

株式集中度の高い企業では、複数の大株主の間で相互牽制や相互監視のメカニズムが形成されることにより、筆頭株主が企業利益を侵害する可能性を低下させることができれば、それは同時に零細株主の利益を保護することにもなる。中国のような投資家保護が不完全な市場環境では、複数の大株主に株式保有を分散させることによって、いずれの大株主も単独で企業の意思決定を支配できなくなり、潜在的な企業利益への侵害行為を抑制することが可能となる¹⁵⁾。

同済大学と上海証券取引所の研究(2002)では、第2位から第5位までの株主の持ち株比率の合計と筆頭株主の持ち株比率との割合を「上位持ち株分散度」と定義し、この上位持ち株分散度が1.18以下又は3.09以上の場合、企業業績と負の相関関係が存在することが示されている。一方で、上位持ち株分散度が1.18～3.09の範囲にある場合、企業業績とは正の相関関係が見られた。同研究によると、2001年度の中国上場企業の非流通株の割合は平均60.5%であり、5位までの大株主が非流通株であれば、理想的な筆頭株主の持ち分比率は15%～28%の範囲になることが上記の分析から導かれるとしている。この範囲以外では、企業業績と上位持ち株分散度とは負の相関を持つため、企業には株式の分散を進めようとするインセンティブが働かない可能性が考えられる。それは上記の考察からも、エージェンシー問題を引き起こし、情報開示行動にもマイナスの影響を及ぼすであろう。実際には、同年度の筆頭株主の持ち株比率は平均44.26%であり、この範囲を遥かに超えていた。

一方で、林(2005)は2002年度の中国上場企業における上位持ち株分散度が低い水準にあったことを明らかにすると共に、全業界を対象にした分析

では上位持ち株分散度と企業業績との間に有意な正の相関関係は存在しないが、業界ごとの分析では殆どの業界において高い上位持ち株分散度が企業業績の向上に寄与することを示した。

以上の考察、及び先行研究の成果に基づき、以下の仮説1を設定する。企業業績の改善をもたらす高い上位持ち株分散度は企業のコーポレート・ガバナンスの状況を適正化することによって、大株主（又は大株主と経営陣）と零細株主の間のエージェンシー問題を緩和し、上場企業による情報開示を促進する傾向があると想定することができるであろう¹⁶⁾。

仮説1：上位持ち株分散度が高ければ、国有上場企業の自主的情報開示の程度は高い。

機関投資家は、資本市場での株式取引又は企業の意思決定への直接参加を通じて、他の大株主の行動を監視し、牽制することができる。専門的能力を有する機関投資家は、コーポレート・ガバナンスのシステムを通じて、情報開示の改善を促すことも可能である。この関係は、諸外国の企業を対象とした実証研究においても示唆されている¹⁷⁾。従って、以下の仮説を設定する。

仮説2：機関投資家の持ち株比率が高ければ、国有上場企業の自主的情報開示の程度は高い。

トップマネジメントによる自社株の所有は経営陣が企業業績に貢献しようとする強いインセンティブとなりうる¹⁸⁾。その場合、トップマネジメントは企業利益を改善するために他の株主への情報開示の質を向上させようと努力することが期待できる¹⁹⁾。しかし、トップマネジメントの自社株の持ち株比率が一定レベルを超えると、企業利益を侵害することによって得られる個人の利益が大きくなり、それはトップマネジメントを機会主義的な行動に導く経済的動機となる可能性がある。その場合、情報開示に対する意欲も低

下するであろう²⁰⁾。しかし、現在、中国上場企業のトップマネジメントの持ち株比率は非常に低いため、彼らの持ち株比率の上昇は企業利益に一致する行動を促すものと考えられる。そこで以下の仮説を設定する。

仮説3：中国国有企業の現状では、トップマネジメントが保有する自社株の持ち株比率が高まれば、自主的情報開示の程度も高まる。

4 研究方法

深圳証券取引所に上場している下記の4つの条件を満たす188社のA株国有企業²¹⁾をサンプルとする。①非金融保険企業、②1997年12月31日以前に上場し²²⁾、③2004年12月31日までに経営状況が安定しており、④データが完全である。これら188社の内、113社(60%)が製造業である。

本研究はロジスティック回帰分析を用いて、株主構成の自主的情報開示に対する影響を分析する。深圳証券取引所は上場している各企業に関して、その情報開示の状況を評価しており、その評価指標をもって自主的情報開示の指標とする²³⁾。2001年5月10日に公布された「深圳証券取引所における上場企業の情報開示に対する評価方法」に基づいて、深圳証券取引所は2001年5月11日現在で上場期間が6ヶ月以上の企業に関する情報開示の状況を毎年評価している。評価は、上場企業の取締役会秘書室による情報開示内容をもとに、証券取引所への協力状況及び政府機関から受けた賞罰をも配慮した上で行われる。適時性、正確性、完全性及び合法性の4つの評価基準に基づいて、対象企業の情報開示の状況を「優秀」、「良好」、「合格」、「不合格」の4ランクで評価する。評価の結果は毎年の年頭に発表される。本研究では、評価結果が「優秀」又は「良好」である企業の自主的情報開示の程度を「1」、「合格」又は「不合格」は「0」とする。

説明変数は、上位持ち株分散度、機関投資家の持ち株比率とトップマネジメントの持ち株比率とする。それぞれの測定方法は表1に示されている。

先行研究では、コントロール変数として、企業規模、財務レバレッジ、売

表1 ロジスティック回帰変数の測定方法

変数	変数の定義
自主的情報開示 (DSCORE)	深圳証券取引所の評価結果をもとに、「優秀」又は「良好」を「1」、「合格」または「不合格」を「0」とする。
上位持ち株分散度 (DR)	第2, 3, 4, 5位の大株主持ち株比率の合計と筆頭株主の持ち株比率との比。
機関投資家持ち株比率 (INST)	年報に公表されている十大流通株主の中で、機関投資家の持ち株比率。
トップマネジメントの持ち株比率 (TOPM)	トップマネジメントの持ち株数と発行株数の比率。
企業規模 (SIZE)	総資産の自然対数。
財務レバレッジ (LEV)	負債と総資産の比率。
業界 (INDUS)	製造業を「1」、非製造業を「0」とする。

注：全てのデータは2004年度末のものである。

上高利益率、利益成長率、無形資産の比率、多国籍性、業界等の指標が挙げられている。本研究では、データに対する探索的な分析の結果、企業規模と売上高利益率、利益成長率及び無形資産の比率との間に強い相関関係が見られ、財務レバレッジと売上高利益率との間にも強い相関関係が確認されたため、コントロール変数は企業規模、財務レバレッジ及び業界とした。

情報開示に関する評価のデータは、深圳証券取引所のホームページ (www.szse.cn) から入手できる。機関投資家の持ち株比率のデータは企業の年次報告に公表されている「十大流通株」の内容を整理することによって得られた。トップマネジメントの持ち株比率は年次報告で公表されている情報から算定した。上位持ち株分散度とコントロール変数のデータは『天軟データベース』から入手した。

5 分析結果

5.1 記述統計

表2は各変数の記述的統計値を示したものである。

国有上場企業の上位持ち株分散度の平均値は0.434で、全体的に低い。このことは、徐ら(2006)の計算結果と一致している。機関投資家の持ち株比率は平均2.5%で、トップマネジメントの持ち株比率は平均0.03%と低水準である。中国国有上場企業においては、株式保有による経営陣に対するイン

表2 記述統計

変数	平均値	最小値	最大値	標準偏差	中央値
自主的情報開示の程度 (DSCORE)	-	0	1	-	-
上位持ち株分散度 (DR)	0.434	0.003	2.345	0.478	0.236
機関投資家の持ち株比率 (INST)	0.025	0	0.323	0.053	0.002
トップマネジメントの持ち株比率 (TOPM)	0.0003	0	0.005	0.0006	0.0001
企業規模 (SIZE)	21.335	18.807	23.761	0.939	21.403
財務レバレッジ (LEV)	0.505	0.008	1.17	0.196	0.503
業界 (INDUS)	-	-	-	-	-

表3 2001～2004年度の情報開示の評価結果

評価結果	2001年	2002年	2003年	2004年
優秀	18	21	24	24
良好	74	90	101	101
合格	84	68	56	56
不合格	12	9	7	7
合計	188	188	188	188

センティブが弱いことが伺える。

表3はサンプル企業の2001年～2004年度の情報開示に対する評価結果を示している。このデータから、サンプル企業の情報開示は徐々に改善していることがわかる。

5.2 相関関係の分析

表4は変数間のPearson相関係数を示している。自主的情報開示の程度 (DSCORE) は、上位持ち株分散度 (DR)、機関投資家の持ち株比率 (INST) と企業規模 (SIZE) との間に、それぞれ有意な相関関係が見られる。上位持ち株分散度、機関投資家の持ち株比率、トップマネジメントの持ち株比率の間の相関係数が有意ではないため、多重共線性の問題がないことが推測できる。

5.3 ロジスティック回帰分析の結果

本研究では、以下に示す4つのロジスティックモデルを設定した。モデル

表4 Pearson 相関係数マトリクス

	DSCORE	DR	INST	TOPM	SIZE	LEV	INDUS
DSCORE	1						
DR	0.189**	1					
INST	0.248**	0.072	1				
TOPM	0.028	0.135	-0.075	1			
SIZE	0.212**	-0.158*	0.385*	-0.054	1		
LEV	-0.044	0.179*	-0.115	0.111	-0.002	1	
INDUS	-0.118	-0.15*	0.093	-0.182*	-0.013	0.038	1

注: **p < 0.01, *p < 0.05.

I は企業規模、財務レバレッジ及び業界をコントロール変数とし、上位持ち株分散度の自主的情報開示への影響を分析している。モデル2は同様のコントロール変数を用いて、機関投資家の持ち株比率の影響、モデル3はトップマネジメントの持ち株比率の影響を分析している。モデル4は、上位持ち株分散度、機関投資家の持ち株比率、トップマネジメントの持ち株比率の全ての変数を同時に取り入れ、3変数の総合的な影響を分析している。

$$\ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = a + b_1 DR + b_2 SIZE + b_3 LEV + b_4 INDUS + \varepsilon \quad (1)$$

$$\ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = a + b_1' INST + b_2' SIZE + b_3' LEV + b_4' INDUS + \varepsilon' \quad (2)$$

$$\ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = a'' + b_1'' TOPM + b_2'' SIZE + b_3'' LEV + b_4'' INDUS + \varepsilon'' \quad (3)$$

$$\ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = a''' + b_1''' DR + b_2''' INST + b_3''' TOPM + b_4''' SIZE + b_5''' LEV + b_6''' INDUS + \varepsilon''' \quad (4)$$

表5はこれらのモデルの分析結果を示している。モデル1~4のカイ2乗のP値が0.05以下であることから、このロジスティック回帰モデルが有意なものであると判断できる。モデル1では上位持ち株分散度、モデル2では機関投資家の持ち株比率がそれぞれ自主的情報開示の程度に有意な正の影響を与えていることが示されているが、モデル3では、トップマネジメントの

表5 ロジスティック回帰分析の結果

変数	モデル1		モデル2		モデル3		モデル4	
	係数	P値	係数	P値	係数	P値	係数	P値
定数	-12.909	0.002	-5.235	0.209	-9.756	0.011	-8.853	0.049
DR	1.323	0.003					1.136	0.01
INST			22.423	0.008			20.926	0.015
TOPM					108.067	0.721	87.170	0.776
SIZE	0.644	0.001	0.28	0.155	0.512	0.005	0.435	0.039
LEV	-0.769	0.222	0.094	0.877	-0.338	0.585	-0.348	0.589
INDUS	-0.349	0.312	-0.675	0.048	-0.502	0.137	-0.469	0.19
Chi-square	22.467	0.000	24.894	0.000	11.689	0.02	32.695	0.000
-2log likelihood	217.322		214.895		228.1		207.094	
Cox & Snell R square	0.113		0.124		0.06		0.16	
Nagelkerke R square	0.156		0.172		0.084		0.221	

持ち株比率から自主的情報開示に対して有意な影響を見出せなかった。上位持ち株分散度、機関投資家の持ち株比率及びトップマネジメントの持ち株比率を同時に説明変数にしたモデル4の分析においても、同様の結果が示された。コントロール変数の内、企業規模が自主的情報開示に正の影響を与えていることが確認できたが、財務レバレッジ及び業界との間には有意な影響が見られなかった。

以上より、仮説1と仮説2は支持されたが、仮説3は支持されなかった。即ち、大株主の間で上位持ち株分散度が高ければ、国有上場企業の自主的情報開示の程度は高くなり、機関投資家の持ち株比率が高ければ、同様に自主的情報開示の程度が高くなるということが統計的に有意な結果として得られた。

持ち株比率が10%以上を大株主とすれば、サンプル企業の内、このような大株主を2人以上有する企業は57社あり、30%を占めている²⁴⁾。したがって、中国において国有上場企業の株式集中度はかなり高いと言える。国有上場企業には、「大株主が1人しか存在しない」と一般的に言われているが、このような状況においては、上位持ち株分散度を高めることによって情報開示を改善することができるであろう。同時に、機関投資家の影響力も積極的に利用すべきであることを分析結果は示している。

6 結論と課題

本研究は深圳証券取引所の国有上場企業のデータをもとに、株主の構成要素を大株主の上位持ち株分散度、機関投資家の持ち株比率及びトップマネジメントの持ち株比率の3つの指標に細分化し、それぞれの指標が自主的情報開示の程度に与える影響を実証分析した。その結果、トップマネジメントの持ち株比率に関しては有意な影響が見出されなかったが、大株主の上位持ち株分散度と機関投資家の持ち株比率は自主的情報開示に有意な影響を与えていることが確認できた。同時に、企業規模も自主的情報開示に影響を与える一要因であることが示された。

株式所有構造の改革が進むにつれ、中国の証券市場では法律に基づいた厳格な監査が求められる新たな時代に入ってきている。会計監査の主目的は企業情報の透明性を確保することにある。本研究の成果を踏まえて、中国における国有企業の改革に対して以下のような提言を行うことができよう。①国有株式を資本市場に流通させる際に、大株主間の適切な株式保有バランスを形成することによって、企業の情報開示を促すことが重要である。②上場企業の情報開示に対して、機関投資家の積極的な役割を促すことも重要である。③エージェンシー問題を緩和するために誘因両立性をもつ合理的なストックオプション制度を備えることによって、トップマネジメントの利益と企業利益を一致させ、その上で企業情報の透明性を改善することが重要である。

本研究では、単年度のクロスセクションデータに基づいて分析したが、さらに時系列データを用いることによって、国有上場企業の情報開示行動を動態的にとらえた研究成果が期待できるものと思われる。また、本研究では、モデルにおける従属変数の自主的情報開示の測定尺度として「優秀」と「良好」を「1」とし、「合格」と「不合格」を「0」と置き換えており、評価指標を簡略化しているが、情報開示に関するより客観的な評価指標の検討については今後の研究課題としたい。更に、国有上場企業と非国有上場企業それぞれの株主構成の特徴を明らかにし、情報開示行動に対する影響の比較研

究を行うことも今後の重要な研究課題である。

* 本研究の一部は、平成18年度-19年度の日本学術振興会科学研究費補助金(基盤研究(C)、課題番号18530291、代表者:石川勝)の助成を受けて行われた。

注

- 1) FASB (2001); 何 (2003)
- 2) Bushman and Smith (2001); Chau and Gray (2002); Core (2001); Ho and Wong (2001); Eng and Mak (2003); Makhija and Patton (2004); 喬 (2003); 王 (2003); 崔 (2004); 張他 (2004)
- 3) 李 (2005)
- 4) Shleifer and Vishny (1997); La Porta et al. (1998) and (1999)
- 5) ここでいうインサイダーとは、株主であると同時に企業内部の経営に携わる立場にいる者を指す。
- 6) 1994~2002年の間、創業者一族の持ち株比率は平均12%~7%であった。
- 7) 取締役やトップマネジメントのポストに同族株主が存在する場合を「1」とし、存在しない場合を「0」としている。
- 8) この研究で大株主とは、持ち株比率が5%以上の株主を指す。
- 9) ここでいう外部株主とは企業の経営活動に携わっていない株主のことである。内部株主とは企業の経営者または従業員でありながら自社の株式を保有する者である。
- 10) この研究では、HI指数(The Herfindahl Index)を用いて株式集中の程度を評価している。HI指数とは、上場企業の大株主の持ち株比率の二乗の和を指す。
- 11) 政府の持ち株比率は平均11.86%である。
- 12) Morck, Shleifer and Vishny, (1988); Shleifer and Vishny (1997)
- 13) Fan and Wong (2002); Jung and Kwon (2002)
- 14) Chau and Gray (2002); 王 (2003)
- 15) Bennedsen and Wolfenzon (2000)
- 16) Botosan (1997); 汪&蔣 (2004); 曾&陸 (2006)
- 17) Healy et al. (1999); Chau and Gray (2002)

- 18) ここでトップマネジメントとは、経営者個人で流通株を保有する者を指す。
 19) Jensen and Meckling(1976)
 20) Eng and Mak (2003); Leung and Horwitz(2004)
 21) 本研究のサンプルである国有上場企業は、深圳証券取引所 A 株の上場企業である。A 株とは中国国内投資家限定の市場で、人民元で取引される株式である。これに対して、B 株とは外貨で取引される株式である。
 22) この時点を設定したのは株式発行制度における情報開示規制にかかわる改正の影響を排除するためである。
 23) 曾&陸(2006).
 24) サンプル企業の2004年末における筆頭株主の持ち株比率は平均値42.6%、最大値80.95%、最小値10.05%である。

参考文献

- 崔学刚, 企業統治構造の経営透明性への影響(公司治理机制・公司透明度的影响), 『会計研究』4, 2004.
 何衛東, 『上場企業の自主的情報開示に関する研究』(上市公司自願性信息披露研究), 深圳証券交易所総合研究所研究報告, www.szse.cn, 2003.
 李增泉, 『国有株式とコーポレートガバナンスの有効性』(国家控股与公司治理的有效性), 北京: 経済科学出版社, 2005.
 林楽芬, 『中国上場企業の株式集中度に関する研究』(中国上市公司股权集中度研究), 北京: 经济管理出版社, 2005.
 劉立国, 杜莹, コーポレートガバナンスと会計情報の質との関係に関する実証研究(公司治理与会计信息质量关系的实证研究), 『会計研究』2, 2003.
 喬旭東, 上場企業の年次報告における自主的情報開示行動に関する実証研究(上市公司年度报告自願披露行为的实证研究), 『当代経済科学』2, 2003.
 同済大学・上海証券(連合)課題グループ, 『わが国上場企業の株式分散度に関する研究』(我国上市公司股权制衡研究), 上海証券連合研究計画第四期課題報告, 2002.
 王咏梅, 上場企業の自主的情報開示指数に関する実証研究(上市公司自願披露指数实证研究), 『証券市場導報』9, 2003.
 汪炜, 蔣高峰, 情報開示・透明性と資本コスト(信息披露, 透明度与资本成本), 『経済研究』7, 2004.
 徐莉萍, 辛寧, 陳工孟, 株式集中度と株式バランス度が経営業績に及ぼす影響

- (股权集中度, 股权制衡度及其对公司经营绩效的影响), 『経済研究』1, 2006.
 曾穎, 陸正飛, 情報開示の質と資本コスト(信息披露质量与股权融资成本), 『経済研究』2, 2006.
 張宗新等, 『上場企業の自主的情報開示の有効性に関する研究』(上市公司自願性信息披露的有效性研究), 深圳証券交易所総合研究所研究報告, www.szse.cn, 2004.
 Bushman, R. M. and Smith, A.J., Financial accounting information and corporate governance, *Journal of Accounting and Economics*, 32, 2001, 237-333.
 Bennedsen, M., and Wolfenzon, D., The balance of power in closely held corporations, *Journal of Financial Economics*, 58(1), 2000.
 Botosan, C., Disclosure level and the cost of equity capital, *The Accounting Review*, 72(3), 1997, 323-49.
 Bushee, B.J., and Noe, C.F., Disclosure quality, institutional investors, and stock return volatility, *Journal of Accounting Research*, 38, 2000, 171-202.
 Chau, G.K., and Gray, S.J., Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore, *International Journal of Accounting*, 37, 2002, 247-265.
 Core, J., A review of the empirical disclosure literature: discussion, *Journal of Accounting and Economics*, 31, 2001, 441-56.
 Eng, L., and Mak, T., Corporate governance and voluntary disclosure, *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 2003, 325-345.
 Fan, J., and Wong, T. J., Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in east Asia, *Journal of Accounting and Economics*, 33, 2002, 2002, 401-25.
 FASB, Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosures, FASB Business Reporting Research Project, 2001.
 Healy, P.M., and Palepu, K.G., Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics*, 31, 2001, 405-440.
 Healy, et al., Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure, *Contemporary Accounting Research*, 16, 1999, 485-520.
 Ho, S.S.M. and Wong, K.S., A study of the relationship between corporate

- governance structures and the extent of voluntary disclosure, *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10, 2001, 139-156.
- Jung, K., and Kwon, S. Y., Ownership structure and earnings informativeness: evidence from Korea, *The International Journal of Accounting*, 37, 2002, 301-325.
- La Porta et al., Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106, 1998, 1115-1155.
- La Porta et al., Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, 54, 1999, 471-518.
- Leung S., & Horwitz B., Director Ownership and Voluntary Segment Disclosure: Hong Kong Evidence, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 15(3), 2004, 235-260.
- Makhija, K., and Patton, M., The impact of firm ownership structure on voluntary disclosure: Empirical evidence from Czech annual reports, *Journal of Business*, 77(3), 2004, 457-491.
- Moreck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W., Management ownership and market valuation: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 293-315.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W., A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52, 1997, 737-783.
- Wang, E., Founding Family Ownership and Earnings Quality, *Journal of Accounting Research*, 44(3), 2006, 619-656.

(り)・えんきん／上海大学国際工商・管理学院専任講師

(じょ)・そうう／上海大学国際工商・管理学院教授

(い)・しかわ・まさる／東洋学園大学現代経営学部助教授

(り)・しんけん／東洋学園大学現代経営学部専任講師