

モンゴルにおける上場企業の企業統治

菊池 敏夫*

I. はじめに—問題の所在

モンゴル国の株式取引所上場企業を対象とするアンケート調査は、2011年6月に実施された。この調査は中央学院大学社会システム研究所のプロジェクトチームとモンゴル国立大学の研究者との共同研究の形で推進された。モンゴル政府の金融規制委員会の協力と支援を得たこともあって、71.4%という高い回収率で質問票が回収された。ここでは調査結果の報告（別掲）に示されたデータおよび関連資料をベースに、モンゴルにおける上場企業のコーポレート・ガバナンスに関するいくつかの問題に接近をこころみることにしたい。

ここでとりあげる問題として以下の4つの点を検討する。

まず第1にモンゴル国における上場企業の特徴をとりあげ、1) 移行国における共通の課題として、モンゴル国においても社会主義体制から市場経済への移行の初期に株式会社制度の導入と株式取引所が開設された過程、2) 上場企業の類型と市場の性質を考察する。アンケート調査の結果、回答企業には比較的規模の小さい新興企業群と、少数の大規模企業という二つの類型が同一の市場に共存していること、このことはモンゴルの株式市場に

ついて新興市場と大規模企業の市場という異なる性質を持つ複合的な市場という特徴を指摘することができる。また、3) 上場企業の業種別構成の特色をとりあげる。

第2に、上場企業における所有構造、および所有と経営との関係を考察する。この場合、まず1) 上場企業の所有構造として、国が株式を全く所有していない企業が極めて多く、民有化が進行していること、しかし、一方では国が80%以上の株式を保有している大規模国有企業が少数ではあるが存在することなどを明らかにするとともに、2) 所有と経営との関係についてアンケート調査の結果を観察していくと、回答企業の多くにおいて創業者およびその親族が経営者の地位に就いており経営者が所有経営者の性格をもっていることを指摘する。さらに3) 上場企業に対する規制という観点に立つとき、中堅・中小企業に対する規制と大規模国有企業に対する規制のあり方は、多元的な性質をもたざるをえないと考えられる。

第3に、株主総会および取締役会の機能の問題をとりあげている。この問題は、会社機関としての株主総会および取締役会が本来の機能を実質的に果たしているかについて検討することである。1) 株主総会に関するモンゴル株式取引所のデータを観察するとき、上

*本学社会システム研究所客員教授

場企業の半数近い企業において株主総会が機能しているとはいいいがたい状況にある。2) 取締役会の機能についても、アンケート調査結果から取締役会の構成や機能が明らかにされており、取締役会について何が問題であるかを考察する。

第4に、以上の考察から導かれる課題と展望について述べることにしたい。モンゴル国における上場企業のコーポレート・ガバナンスを考える場合、上場企業自体の改革および取引所による上場企業に対する規制のあり方としてどのようなことが考えられるか、改革および規制の方向を提示している。以下、順次、考察を進めることとしたい。

II. モンゴルにおける上場企業の特徴

1. 移行国の共通の課題

かつて社会主義体制下の計画経済システムから市場経済システムへの転換、移行を経験した「移行国」では、共通の課題として市場経済の経営主体を確立する必要から、株式会社制度の導入および株式（証券）取引所の開設という問題に直面する。移行国であるロシア、東欧諸国、モンゴル国においては、いずれも移行過程の比較的初期に株式会社制度の導入と株式取引所の開設が行なわれている。中国は社会主義市場経済という特殊な混合体制のもとで上海、深圳における株式取引所を開設（1990年）している。

モンゴル国においては1991年1月18日にモンゴル株式取引所（Mongolian Stock Exchange）がウランバートルに創設された。これはモンゴル政府の「改革プログラムセンター」の主導のもとで国有企業の民有化を推進するために行われた。1992年2月7日に国有企業の払い下げ、民有化の公的なオークションが開始され、1992～1995年の

期間に、474の国有企業の所有権が取引所を通じて801,000人の民間人に移転され、1992年8月28日から、売買市場の取引が開始された。当初の上場企業数は474社であったが、これらの上場企業のなかで株式会社形態からLLC形態への組織変更を行った企業があり、これは株式会社ではないため上場廃止となり、その結果、上場企業数は、2010年に356社である¹⁾。LLC（Limited Liability Company）というのは、出資者全員が有限責任である株式会社の特徴を残したまま、支配権や利益配分の割合を定款で自由に決められる「組合」の仕組み（定款自治）を定めた企業形態で、日本でも新会社法（2006年制定）において起業を促進しようという政策的意図から「合同会社」という名称で制度化されている。

2. 上場企業の類型と市場の性質

今回のアンケート調査の結果をみると上場企業の中には資本金規模で101億トゥグルク以上の大規模企業が12社（回答企業の12.5%を占める）あるが、その一方で資本金1億トゥグルク以下の企業が19社（19%）ある（アンケート調査結果、Iの2、参照）。大規模企業と中堅・中小企業という二つのタイプの企業が上場企業を構成していることが示されている。従業員規模でみると、回答企業数96社のうち、従業員501～1,000人の企業が5社（5.2%）、従業員1,001人以上の企業が同じく5社（5.2%）であるのに対し、従業員50人未満の企業が45社（46.9%）と半数近くを占め、企業規模の著しく異なる二つのタイプの企業が上場企業のなかに共存していることに注目したい（アンケート調査結果、Iの3、参照）。このことは、たとえば上場企業が大規模企業によって構成されているわが国の東証1部と上場企業が中堅・中

小の新興企業によって構成されているジャスダック、マザーズの市場の性格を、併せ持つ市場としてモンゴル株式取引所を特徴づけているといえよう。

3. 上場企業の業種別構成

モンゴルの上場企業は業種別にはどのような構成になっているかをみると、モンゴル株式取引所の分類では次の5つの部門に分けられるとしている²⁾。

1)	建設・輸送関係	80 社	25.6%
2)	農業	68 社	20.2%
3)	工業	65 社	19.3%
4)	商業・サービス業	59 社	17.6%
5)	鉱業	58 社	17.3%
上場会社合計		336 社	(100.0%)

これによって上場企業の業種の概要を知ることができるが、今回のアンケート調査では業種分類を細分化して16業種(「その他」を加えると17社)として回答を求めた(アンケート調査結果、Ⅰの1、参照)。

上場企業の業種に関する取引所のデータおよびわれわれのアンケート調査結果から上場企業の業種について以下の点を指摘することができる。第1に農業(畜産を含む)を経営する上場企業が取引所のデータでは20.2%を占めていることは、他の諸国における上場企業の業種別構成に対比しても高く、株式会社による農業(畜産)経営が株式市場によって評価されていることを意味している。第2に、アンケート調査結果のデータによると、上場企業のなかで卸売・小売業、ホテル・飲食業、不動産業、賃貸など、いわゆる第3次産業に属する業種の比重が極めて高いことが明らかにされており、これに対して製造業の比重が比較的低いことが注目される。

Ⅲ. 所有構造および所有と経営との関係

1. 上場企業の所有構造

上場企業の所有者は誰か、どのような所有構造になっているかについて今回のアンケート調査の結果は興味深い重要な事実を明らかにしている。上場企業の所有構造について明らかなことは次の3点である。

(1) 国が株式を全く所有していない企業が78社と回答企業数の83.9%を占めていること(アンケート調査結果、Ⅱの7、貴社の株式を国が所有していますか。参照)。これは回答企業の大半が国の所有を離れ民間の所有となっていることを示唆し、この点は上場企業の民有化の程度がかなり進んでいることを示している。中国の証券取引所の上場企業について国の持株比率の推移をみると近年の非流通株改革³⁾の影響もあって、国の持株比率は低下傾向にあるが、それでも3分の1の企業が国の持株比率20%以上を維持しているようである⁴⁾。体制の異なる国の間の単純な比較はできないが、上場企業における国の持株の状況をみると、民有化はモンゴルが中国よりやや先行しているといえるかもしれない。

(2) 国が株式を全く所有していない企業が多数を占めるとはいえ、一方で回答企業の約10%近くの企業が国が株式の大半を所有する国有企業であることが明らかにされている。調査結果では国が株式を71～80%所有していると回答した企業が1社(1.1%)、80%以上を所有していると回答した企業が8社(8.6%)で、合計9社(9.7%)の企業は71%以上の株式を国が所有している(アンケート調査結果、Ⅱの7、参照)。なお、これらの国有企業はいずれも資本金規模でみると大規模企業に属する企業であることは注目される。

(3) 上場企業の所有に関して、創業者またはその親族の自社株持株比率に対する回答をみると、80%以上と回答した企業が11社(12.2%)、71～80%が11社(12.2%)、61～70%が11社(12.2%)、51～60%が5社(5.6%)であり、株式の51%以上を創業者またはその親族が所有する企業を合計すると回答数90社のうちの38社で42.2%を占めることになる。さらに株式の31%以上を創業者およびその親族が所有する企業は回答企業の50%を占める。これは上場企業のほぼ半数近くが創業者またはその親族の所有する企業、いわゆる同族企業の性格をもつものであることを示唆している。一方、創業者またはその親族が自社株を全く持っていないと回答した企業が28社(31.1%)ある(アンケート調査結果、Ⅱの8、参照)。

2. 所有と経営との関係

企業の所有者(株主)の中でも大株主が経営者として取締役、取締役会長、社長、CEOなどの役職に就いている場合、その企業の経営者は所有経営者(owner manager)としての性格を持つことになる。所有経営者については一般的に1)創業後まだあまり年月を経過していない企業、2)創業後長期にわたり創業者またはその親族が大株主として所有している場合、3)合併、買収された企業の新たな資本所有者が経営者の地位に就く場合、などにおいて所有者が経営担当者となることが多い。モンゴルの場合、この1)または3)に相当すると考えられる。上場企業に対するアンケート調査結果は、回答企業の多くにおいて経営者が所有経営者としての性格をもつことを示唆している。

創業者またはその親族が経営に参加しているか否かについて「経営に参加していない」とする回答は比較的少なく、回答数(複数回

答)152(91社)の中、22であった。これに対して、社長に就任45、取締役会長39、取締役33という状況で、回答企業の多くにおいて創業者およびその親族が経営者としてその職位に就いていることを示している。この背景には、国有企業の民有化過程で国有企業を買収した経営者(創業者)が、投資目的でなく経営目的で企業を維持、発展させようとしていることが想定される。また一方、新たな事業計画のもとに創業した起業家(創業者)が継続して経営者として事業を営んでいることも想定され、いずれの場合も資本提供者たる株主が経営者としての役割を果たしており、所有経営者として特徴づけられる。

3. 上場企業に対する規制の問題

アンケート調査の結果によると、すでに述べたとおり回答企業の多く(46.9%)は、従業員50人未満の中堅・中小企業ないしは新興企業で占められているのに対し、他方では従業員500～1,000人または1,001人以上の大規模企業が回答企業の10%を占めており、企業規模からみて著しく異なる規模の企業が同一市場に存在しているという特徴を指摘することができる。中堅・中小企業の多くは完全に民有化された企業であり、上場企業として資本市場からの資本調達に大きな期待をかけていることはいうまでもない。取引所の上場企業に対する規制という観点に立つとき、これらの中堅・中小企業に対する規制は、企業の創業を促進し、資本調達を容易にするという視点に立つことが必要であり、上場審査にあたっても将来の事業計画を重視することが必要であろう。これに対して大規模な国有企業(回答企業の約10%)に対する規制は、特定株主の持株比率の規制(現在はその規制がない)を設けることや、非流通株の流通化

を促進することなどが必要であろう。大・小二つの異なる上場企業によって構成される取引所の上場企業に対する規制は、多面的な、フレキシブルな性格をもつことが期待され、重要であると考えられる。

IV. 株主総会、取締役会の機能の問題

モンゴルにおける上場企業の会社機関としての株主総会および取締役会が機能しているかどうかに関していくつかのデータによって検討してみることにしたい。

1. 株主総会の機能

モンゴル株式取引所が公表しているデータによって、上場企業の株主総会の実態をみると、次表のとおりである。

	2009 年	2010 年
上場会社数	358	336
株主総会の開催を発表している会社	166	159
貸借対照表を提出している会社	133	151
株主総会での資料配布会社	8	6

(出所) *Mongolian Stock Exchange, Annual Report 2010, p.9*

株主総会の開催を発表 (announced) している企業は 2009 年に上場企業 358 社のうち 166 社、2010 年には上場企業 336 社中 159 社で、上場企業の 47% を占めるにすぎない。貸借対照表を提出した企業は 2009 年に 133 社、2010 年に 151 社と上場企業の 44.8% を占めるにすぎず、半分にも達していない。株主総会において資料を配布した企業数は 2010 年において 6 社と極めて少ないことが示されている。株主総会の開催、議事運営などが正常に機能しているとはいいがたい状況をこれらのデータは示している。

2. 取締役会に関する問題点

今回のアンケート調査の質問票設計では、取締役会について次の 6 項目の設問に対する回答を求めている。それは (1) 取締役会の人数、(2) 非執行取締役の有無、(3) 独立取締役の有無、(4) 取締役会の規制の有無、(5) 取締役会年間開催回数、(6) 取締役に対する給与・報酬支給の有無、とその形態、である。

(1) 取締役会の構成

取締役会の人数についての回答は「9 人」が最も多く、81 社 (84.4%)、非執行取締役については、「いる」が 73 社 (78.5%) と高く、また独立取締役の有無について「いる」が 55 社 (59.1%) という回答状況であった。取締役会の構成としては、非執行取締役の導入が行われていることを示しており、非執行取締役の人数も最も多くの回答があったのは 7 人 (14 社)、次いで 5 人 (12 社)、8 人 (12 社)、6 人 (10 社) であり、この人数をみるかぎり取締役会の人数 9 人 (回答企業の 84.4%) に対して過半数を占める非執行取締役がいることになり、英米型のコーポレート・ガバナンスのモデルに近いといつてよい。

(2) 取締役会の開催、運営

問題は、こうした構成をもつ取締役会がどのように運営され、機能しているかであろう。取締役会に規則があるかの設問に対する回答は「ある」が 74.5%、「ない」と回答した企業が 24 社あり、25.5% を占めている。取締役会の開催、議事、運営に関する規則がない企業が回答企業の 4 分の 1 を占めており、これらの企業では、取締役会の運営を規定する規則の制定が当面の課題であろう。取締役会の年間開催回数についての設問に対する回答は、「1 回～4 回」が最も多く、57 社 (60.0%) 次いで「5 回～10 回」が 29 社 (30.5%) であった。問題は、「全く開催していない」と回答した企業が 3 社 (3.1%) あり、

これらの企業にあっては取締役会は存在しているものの機能していないといってよい。また「1回～4回」の回答が60%を占めて最多であるが、取締役会の方針決定機能、決定が執行されているかの監視、監督機能を考慮すると、この開催回数では取締役会が機能しているとはいいがたい状況にある。アンケート調査では取締役会に関する設問とは別に「経営幹部を誰が監督しているか」との質問を設けているが、これに対する回答（複数回答）では「取締役会」とする回答が最も多く（79）、このことは上場企業において経営幹部に対する取締役会の監督機能が認識されていることを示唆するものといってよい。

（3）取締役への報酬の問題

アンケート調査結果によると取締役に対し、給与・報酬を支給しているかの設問に対し、「はい」（支給している）が47社（49.5%）、「いいえ」（支給していない）が48社（50.5%）であった。支給している場合の形態として、1）株式 30社（62.5%）、2）ボーナス 2社（4.2%）、3）給与 18社（37.5%）、その他 10（20.8%）、などであった（アンケート調査結果、Ⅱの6、参照）。これらの回答状況をみるかぎり、問題の第1は、ボーナスの形態が極めて少ないこと（2社）である。ボーナス（bonus）はここでは役員賞与であると理解されているであろうし、それは利益（余剰金）の中から役員に支払われるものであると理解されているであろうが、この形態の支払いが僅か2社ということは、利益（余剰金）が少なく、役員賞与を配分する余裕がないか、それとも役員賞与の支払いが慣行として定着していないか、などの理由が想定される。問題の第2は、取締役への報酬の支給形態のうちで最も多い形態は、株式（30社、62.5%）という点である。回答企業の62.5%が株式をあげていることは、ストック・オブ

ションの制度または慣行が普及しているのではないかと推測される。問題の第3は、取締役に対する給与・報酬を支給していないと回答した企業が回答企業の中の48社、50.5%に達していることである。取締役に対して報酬を支給していない理由を推測すると、1）非執行取締役が比較的多く、社外取締役として業務を担当していない。取締役は名誉職の地位と考えられているのかもしれない、2）回答企業の多くにおいて、創業者またはその親族が経営者として取締役の職位に就いており、所有経営者であることが取締役への報酬を支払われない慣行を生んでいるのかもしれない。しかし、以上の理由は推測の域を出るものではないことをおことわりしておきたい。インタビューによって確認すべき問題である。取締役に対する報酬は経営者の活動のインセンティブとも考えられることから検討する必要がある。

V. 課題と展望

—コーポレート・ガバナンスの視点から—

モンゴル国における上場企業を対象に行なわれたアンケート調査結果および関連資料をベースにして、アンケート回答企業を中心に上場企業のコーポレート・ガバナンスに関連する事項をとりあげ考察してきたが、ここでは回答結果を検討しつつ若干の提案を試み課題と展望としたい。

1. 複合的、多角的なアプローチの必要性

すでに述べたとおりモンゴル株式取引所に上場している企業、およびアンケートの回答企業には、中堅・中小企業と、大規模企業の二つのタイプの企業が併存しており、このことがモンゴル株式取引所は新興企業の市場と大

規模企業の市場という性質の異なる市場からなり立っていることを指摘しておきたい。わが国におけるジャスダック、マザーズなどの新興企業のための市場、中国における深圳証券取引所の「創業ボード」、「中小企業ボード」、アメリカのナスダック、など新興企業支援の性格をもつ市場と、大規模企業を主とする市場が一つの市場の中に共存していることで、当然、これらの異なる類型の上場企業への対応は複合的、多元的にならざるをえない。証券行政の立場から 1970 年代後半から 1980 年代にかけてアメリカにおいてもこれと類似した性質の問題に直面したことがあり、筆者は次のように述べたことがある。「アメリカ企業の技術革新の促進、競争力の強化の観点から OTC（店頭市場）の公開基準の緩和にみられるように企業への投資の活発化の施策がとられている。これは投資家保護とは直接考えられないものであろう。証券関係の規制は、投資家保護の立場から推進されてきたが、いまや複合的、多元的なものとなってきた」⁵⁾。モンゴルの場合、投資家保護の措置をとりつつ、一方で大規模国有企業に対しては非流通株の改革を通じて流通株の増加を促進する必要がある、他方では新興企業を支援し、資本調達を容易にするための措置をとることが必要であろう。

2. ルールづくりとコンプライアンス

会社機関としての株主総会、および取締役会の重要性というまでもないが、モンゴル上場企業の株主総会および回答企業の取締役会の開催、運営に関するデータは、これらの会社機関が存在してはいるが機能していない企業があることを示している。モンゴルの上場企業のなかでもウランバートル市以外の地方に本社をもつ企業の場合、またはウランバートル市に本社が立地しているが大株主、取締

役などが地方に在住している場合には、気象状況（約半年間寒冷、雪）、交通手段などの厳しい制約があるため、取締役会へたびたび出席することは時期によっては困難であろう。取締役会の年間開催回数、1 回～4 回に回答数の 60% が集中しているのは、あるいはそうした事情によるのかもしれない。ただし、株主総会の実態および取締役会の運営に関する回答状況を検討するとき、多くの企業において株主総会および取締役会の開催、議事、運営に関するルールづくりが当面の課題であると考えられる。制定されたルールにしたがって会社機関が開催され、必要な資料が配布され、議事が記録され、ルールに依拠して運営されることが必要なことである。

3. 経営方針の確立、成文化

今回のアンケート調査では経営方針、経営理念の成文化の有無を質問したが、回答は「成文化している」が 50 社（54.3%）であった（アンケート調査結果、Ⅳの 1、参照）。モンゴル国の上場企業の多くは、1992-95 年の期間に国有企業の払い下げ、オークションを通じて民有化された企業であるため、経営方針、経営理念の形成ないし確立には民有化後、17～20 年を経過した企業にとっては困難かもしれないが、回答企業の 50% において経営方針を成文化していること、しかも 28.3% の企業（26 社）が、現在、成文化を検討中であると回答していることは、民有化後の経営を自主化、自立化して自らの方針を確立しようという意欲を示すものにほかならない。同じく、倫理規定を成文化していると回答した企業は 34%、成文化していない、が 37% となっている。倫理規定の成文化についても民有化後の経過年数を考慮するとき、すでに回答企業の 3 分の 1 の企業（34%）が成文化をしているという事実、さらに現在成文

化を検討中であると回答した企業（29.3%）を考えると、倫理規定の制定によって企業の自己規制力を強めていこうとする姿勢が示されている。経営方針、経営理念、倫理規定の内容について、アジアの企業としてどのような理念、倫理的価値を重視しているかが興味あるところであり知りたいところであるが⁶⁾、今後の回答企業からの資料収集などを通じて確認することとしたい。

[注]

- 1) *Mongolian Stock Exchange, Annual Report*, 2010, p.3.
- 2) 前掲書、p.10。
- 3) 日本証券経済研究所、中国の証券市場 2011年版、2011年、62ページ。

- 4) 廉玉丹、非流通株改革以降の中国上場企業における株式所有構造の特徴、「経営行動研究年報」第20号、経営行動研究学会、2011年、42ページ。
- 5) 菊池敏夫「企業行動と証券市場規制－アメリカにおける証券関係規制の影響分析」証券経済学会年報、第18号、証券経済学会、1983年、40ページ。
- 6) *Mongolia in World Competitiveness*, 2010 (Economic Policy and Competitiveness Research Center, 2011) によると、韓国、ロシア、シンガポール、マレーシア、タイ、ブルガリアなど15カ国の比較において、モンゴル企業の「倫理的慣行」13位、「企業の社会的責任」8位、「取締役の経営者監督機能」11位、と低位にあるが、「経営者の企業家精神」3位、「新製品などを創造する企業の革新機能」6位、と比較的上位にあることに注目したい（前掲書、p.112、134）。

Problems on Corporate Governance of Listed Companies in Mongolia

Toshio KIKUCHI

Social System Institute, Chuo Gakuin University

Abstract

This paper analyzed problems in relation to corporate governance of some companies listed on Mongolian Stock Exchange. This analysis mainly based on informations by the questionnaire research in June, 2011. The paper contents following problems. 1) Features of listed companies and Mongolian stock market, such as coexistence of small and large companies in a market. 2) Structure of ownership of listed companies, for example low ratio of ownership by government, and high ratio of owner management. 3) Problems of functions of general meeting of shareholders, and board of directors, such as opened times of board of directors in a year, and reward of directors. 4) Some propositions of regulation and reform for corporate governance of listed companies in Mongolia.