

有制から私有制への移行が含まれている。また、「開放」は対外開放のことであり、これを通じて、海外から技術や資金だけでなく、先進的制度も導入されることである。改革開放とともに、中国の経済制度が大きく変貌し、政府による計画に取って代わって、市場が資源配分における決定的役割を担うようになった。その一環として、金融の面では、銀行に加え、株式市場を中心に資本市場も大きく成長し、資金配分において重要なチャネルとなった。

『中国株式市場の形成と発展（1978-2020）』は、改革開放を軸に、中国における株式市場の発展を体系的に分析しており、自らが行ったアンケート調査と計量分析を含め、著者が長年にかけて積み上げた堅実な研究成果がその土台となっている。研究対象となる時期は、1990年代初めの上海と深圳における証券取引所の設立以降にとどまらず、改革開放の原点となった1978年にまで遡る。

本書は研究課題を述べた序章と全体の結論をまとめた終章に加え、株式市場の発展の「改革」という側面に焦点を当てた第Ⅰ部の第1章から第6章と、「開放」の側面を分析する第Ⅱ部の第7章から第9章の計11章から構成される。

序章「課題と構成」で書かれているように、本書の狙いは、市場経済化という国内的要因と経済のグローバル化という国際的要因の両面から中国における株式市場の発展過程と構造的特徴を解明することである。それに向けて、第Ⅰ部は、国内的要因を取り上げ、中国における株式市場の発展の推進力を、①企業の資金需要、②個人投資家の資金運用、③国有企業の株式会社化、④民営企業を中心とするハイテクやイノベーション型企業の上場という四つの要素とその間の相互作用に求めている。このように形成された中国の株式市場は、「移行経済型」と「発展途上型」に特徴付けられる。第Ⅱ部は、国際的要因を取り上げ、①外国投資家向けのB株市場の設立、②中国企業の海外上場、③WTO加盟後の資本市場の対外開放に焦点を当てている。

---

## 【書評】

王東明著

### 『中国株式市場の形成と発展（1978-2020） — 「移行経済型市場」と 国際的インパクトを中心に』

（関西学院大学出版会、2022年5月、xiv+574頁、  
7,000円＋税）

---

#### 1. はじめに

中国経済は1970年代末以降、改革開放政策の実施をきっかけに、それまでの停滞から脱し、高度成長期に入った。ここでいう「改革」は市場化改革のことであり、所有制の面における公

## 2. 株式市場の形成過程

第1章「株式会社制度の導入」は、西側で普及している株式会社制度が導入された背景と経緯を考察している。株式市場は、株式の取引の場であり、株式を発行する株式会社の存在がその前提条件となる。中国における株式会社制度の導入と発展は、市場化改革に向けた大きい一歩である。

改革開放当初、企業投資の資金源は従来の財政資金から銀行融資に変更された。これを受けて、「資金難」に陥った一部の企業、中でも中小企業は、株式を発行することを通じて、従業員や一般大衆から資金を調達するようになった。これは、政府主導の設計ではなく、草の根の試行錯誤によるイノベーションであると言える。

中国における株式発行及び株式会社制度の導入は、体制移行のプロセスの一環として、漸進的な方法が取られていた。具体的に、農村から都市へ、集団所有制企業から国有企業へ、地方の中小国有企業から中央の大型国有企業へとという順序で進められた。

従来のイデオロギーでは、株式会社制度が資本主義のものであり、国有企業を中心とする公有制を標榜する社会主義と相反するものであるため、その導入に反対する声は多かった。最終的には、1992年の第14回中国共産党大会で決定した「社会主義市場経済」の枠組みの下で、国有株を中心とする株式所有構造を維持することを前提に、株式会社制度の導入が容認され、「中国の特色ある株式市場」が形成された。

その後、国有企業改革は、株式会社制度をモデルにした「現代企業制度」の確立を目指すようになった。その狙いは、所有権と経営権を分ける「両権分離」と政府と企業を分ける「政企分離」を実現することを通じて、コーポレート・ガバナンスを改善し、経営効率を高めることであるという。

本章に書かれているように、株式会社制度の導入の是非を巡っては、賛成派と反対派の間に激しい論争があった。その争点は、企業効率へ

の影響よりも、従来の社会主義というイデオロギーとの整合性が中心であった。中国における計画経済から市場経済への体制移行の過程において、各種の改革を進めるに当たって、イデオロギーの壁を乗り越えなければならない。それができずに挫折した改革も多いが、株式会社制度の導入はその成功例であると言える。

第2章「株式市場の生成」は、株式取引の場としての株式市場の形成の背景と経緯について分析している。企業が株式を発行してから、これを購入した従業員と個人投資家の換金需要に応じる形で、自発的な株式の取引が、規範化されていないいわゆる「闇市」で行われるようになった。闇市での取引が拡大するにつれ、企業の株式の発行にかかわった金融機関は、株式売買を仲介する業務を商機として考え、1980年代後半に各地で店頭市場を設立した。政府の後押しも加わり、1990年に上海と深圳に証券取引所が相次いで設立された。

1989年の天安門事件後の閉塞状態を打破するために、1990年に上海浦東開発という国家戦略が実施され、その一環として、同年11月26日に上海証券取引所が市場経済のシンボルとして設立された。政府はこれを通じて、改革開放の継続性を謳うと同時に、上海を中国の金融センター、そして将来的には国際金融センターとして育成する決意を表明した。

一方、1980年に経済特区として指定された深圳は、香港に隣接するという地の利を生かして、上海と競う形で、中国における株式市場の発展をリードしてきた。1987年に深圳特区証券会社が、改革開放後の最初の証券会社として設立され、1988年に同社の仲介を通じた店頭取引が開始された。続いて、深圳証券取引所が1990年12月1日に設立され、試営業を経て、1991年7月3日に正式に開業した。

このように、「下からの改革」と「上からの承認」は、株式市場の初期の発展を推進する原動力となった。これは、まさに中国が進めている漸進的体制移行の重要な特徴の一つである。本章でまとめられている証券取引所が設立する

までの過程は、このメカニズムを示す優れた事例研究となる。

第3章「株式市場の拡大と市場の問題点」は、中国における株式市場の特徴として「発展途上型」と「移行経済型」を挙げ、その発展過程と改善すべき点について分析している。中国における株式市場の発展は、①1980年代から1990年代前半にかけての実験と創設を中心とする地方発の「下からの改革」、②1990年代後半から2000年代前半にかけての中央政府が主導した国有企業の株式会社化という「上からの改革」、③2000年代半ば以降のIT革命に伴う民間企業による「創業・創新（イノベーション）」及びグローバル化や市場開放がもたらした「外圧による改革」という三つの段階に分けることができる。

中国の株式市場は、発行市場において政府のコントロールや介入が多く、流通市場において短期的かつ投機的取引が盛んに行われている。その上、市場参加者のコンプライアンス意識が弱く、インサイダー取引や株価操作、粉飾決済などの違法行為が頻発している。これらの特徴は、他の「発展途上型市場」と共通している。

また、中国の株式市場では、当初から上場している企業は、特にメインボードにおいて、国有企業が中心となっており、国家株と法人株からなる国有株が発行済株式の半分以上を占めていた。2005年に行われた非流通株改革を経て、それまで流通できなかった国有株も、原則として市場で自由に売買できるようになった。その一方で、ベンチャー企業や中小企業を育成するために、中小企業ボード（深圳証券取引所、2004年）、創業ボード（同、2009年）、科創ボード（上海証券取引所、2019年）が相次いで設立された。このように、中国における株式市場は、①国有企業の資金調達の場合、②企業改革の場合、そして③ベンチャー・ハイテク企業の資金調達の場合としての役割を同時に果たしており、「移行経済型市場」の特徴を呈しているという。

中国における株式市場がいまだ「移行経済型市場」から卒業できていない最大の理由は、非

流通株改革を経ても、上場国有企業の株式所有構造が大きく変わっていないことである。当初、非流通株改革を機に、国有株が民間資本に売却され、大型国有企業の民営化が大きく進展し、その結果、対象となる企業のコーポレート・ガバナンスも改善されるだろうと期待されていた。しかし、結局、国有株の大半が売却されず、民間資本の割合は低水準にとどまっている。この結果が政策立案の段階で決めた方針に沿ったものなのか、それとも実行の段階において方針が変更されたことによるものなのかは、まだ解明されていない。いずれにせよ、非流通株改革は失敗したと言わざるを得ない。

第4章「都市部における大衆投資家の形成」は、中国における株式売買の主役である個人投資家の特徴と投資状況を考察している。中国では、機関投資家の発展が後れており、株式市場で行われる取引は、主に個人投資家の間で行われている。2020年末現在、都市部を中心に、個人投資家の数は1億7,000万人を超えている。中国における株式投資は、中低所得層の個人投資家が中心になっており、株式投資の「大衆化」が確認されているという。

長い間、中国の株式市場は投機性が高く、ファンダメンタルズを反映しない「カジノ」のようなものであると言われてきた。その原因の一つは、安定した収益を求める機関投資家よりもリスク選好度の高い個人投資家を中心に取引が行われていることにある。このような状況を改めるために、機関投資家の育成を急がなければならない。

第5章「株式所有構造と企業効率——上場企業381社の検証」は、株式所有構造と企業収益の関係について、中国のWTO加盟（2001年12月）を挟んだ1996年から2005年までの期間を対象に、上場企業381社の財務データをベースに行った実証研究の結果を示している。それによると、企業の収益性を表すROEは、法人株の比率が高いほど高く、逆に国家株の比率が高いほど低い。このことは、国有企業が法人株の保有という形で出資して設立した企業は、政府

が国家株の保有を通じて直接コントロールしている企業と比べて、経営者の自由度が高く、利益を追及するインセンティブが強いことを示唆している。

ただし、例外として、一部の基幹産業や寡占的な業種（石油・化学・プラスチック、電力・ガス・水道、交通・運輸・倉庫など）では、逆に国家株の比率の高い（低い）企業ほど、ROEが高い（低い）という傾向が確認されている。このことは、これらの業種における企業が、民営企業との競争にさらされず、独占・寡占的な利益を得ていることを反映していると思われる。

また、同じデータセットを使って分析した結果、WTO加盟を経て、上場企業の業績が悪化したことが確認されている。これは、外資の参入などにより、市場競争が激しくなったことを反映していると推測できるといえる。

本章の分析の対象期間には含まれていないが、2005年に行われた非流通株改革を経て、株式所有構造と企業収益の関係がどう変わっているのかは、興味深い研究テーマとなろう。

第6章「上場企業のコーポレート・ガバナンス」は、上場している国有支配企業におけるコーポレート・ガバナンスの特徴と問題点について考察している。経営者の意識変化、経営者の属性（年齢、学歴、専門分野、政治傾向など）、経営者の選任（選任の方法、選任の基準、昇進経路）を分析することを通じて、中国企業のコーポレート・ガバナンスの特徴が、専門経営者の台頭と「党政支配」の維持という二つの相反する側面を同時に持っていることであると結論している。

まず、市場化が進む中で、上場企業の経営者は、経済的合理性と利益を追求し、市場と消費者を重視する傾向が強まっている。1990年代以降、年俸制やストック・オプションが導入され、このことは、経営者に企業の業績向上へのインセンティブを与えている。それと同時に、企業側も有能な経営者を求め、経営管理の専門化が進み、経営者の資質も次第に高まってきた。

その一方で、経営者の選任基準と評価基準は、不透明のままである。国有企業から上場企業への経営者の「横滑り」が多く、共産党と政府の幹部による「天下り」も見られている。

また、「現代企業制度」の確立に向けて、1993年に会社法が制定され、それに基づき、株主総会、董事会、監事会からなる「新三会」という企業内組織が新たに設けられるようになったが、党委員会、労働組合、従業員大会からなる従来の「旧三会」、中でも党委員会は、依然としてコーポレート・ガバナンスの核心的な部分を成している。それゆえに、国有株主の意向が重視される一方で、中小株主の利益がしばしば侵害されているという。

本章の分析において、主に1990年代に行われた企業調査のデータが使われているが、指摘された矛盾はその後、共産党と政府による企業への介入が増えることを背景に、一層深刻化している（張2018）。まず、近年、1999年に廃止された国有企業の経営者に対する行政級（公務員の役職）の適用が再開され、幹部の人事を管轄する党の中央と地方の組織部は、国有資産管理部門及び国有企業の董事会から「人事権」を取り戻した。その上、国有企業の党委員会の役割は企業の監督という従来の枠を超え、意思決定にまで及ぶようになった。その結果、董事会の権限が弱まり、株主も、持株比率に応じて行使していた会社法が定める重要意思決定権や経営者選任権などの法的権利を失ってしまった。これらの問題を解決しない限り、国有企業におけるコーポレート・ガバナンスの確立は困難であろう。

### 3. 株式市場の対外開放

第7章「B株市場の創設」は、外国投資家向けのB株市場の発展と衰退の過程を描いている。B株市場が1992年に上海と深圳の証券取引所で創設された。B株市場は企業の外貨不足という問題を解決するために考案されたもので、上海証券取引所の場合はドルで、また深圳証券取引所の場合は香港ドルで発行・取引され



る。もともとB株市場は外国投資家のみを対象とし、国内投資家が投資できないため、国内投資家向けのA株市場と完全に分断されていた。しかし、1997年のアジア通貨・金融危機以降、B株市場の低迷が長引く中で、当局は2001年2月からB株市場を国内投資家にも開放すると同時に、同市場における新規上場を停止した。その上、中国の外貨準備が増え、人民元の交換性も高まるにつれて、B株市場の存在意義が問われるようになった。B株市場は、あくまでも過渡的措置であり、最終的にA株市場に統合されるだろうという。

体制移行を進めるに当たり、単に計画経済の時代から受け継いだ諸制度を改めるだけでなく、新たに誕生した制度の中でも役割を終えたものを撤廃する必要がある。その一例として、1980年4月に流通し始めた外貨兌換券が1995年1月1日に廃止されたことが挙げられる。しかし、B株市場が20年ほど前からすでに資金調達場としての機能が失われていたにもかかわらず、今も存続し続けており、その原因究明が待たれる。

第8章「中国国有企業のニューヨーク上場によるインパクト」は、1993年7月にニューヨーク証券取引所に上場した最初の中国企業である中国石化上海石油化工の事例研究を踏まえて、国有企業によるニューヨークなどの海外上場とその影響について分析している。海外上場に当たって、中国企業は、海外市場における法律、上場基準、開示義務、投資家保護などの基準を満たさなければならない。そのため、国際会計基準に基づいた財務諸表の作成、非生産部門の分離、余剰人員の整理、そして情報開示制度の整備が必要である。このような「外圧」は、海外上場を目指す国有企業にとって、改革の推進力となった。また、多くの企業は、海外上場を通じて、資金を獲得するだけでなく、先進的制度や経営ノウハウを学ぶ機会を得ている。実際、中国石化上海石油化工の事例のように、海外上場のこれらのメリットは、具体的に、企業の業績の改善や、生産効率の向上に現れ

ているという。

著者が指摘しているように、国有企業の海外上場は、後にアリババやテンセントといった中国を代表する民営企業の海外上場の道を開いた。残念ながら、民営企業の海外上場は、本書において、「今後の課題」と扱われ、分析の対象になっていない。

第9章「中国のWTO加盟と金融・資本市場の開放」は、2001年のWTO加盟後の中国における資本市場の対外開放の過程について分析している。その焦点を、証券業の対外開放（外資証券会社の進出と業務範囲に関する規制緩和）と、証券投資の対外開放（対内・対外証券投資の自由化）に当てている。

前者については、WTO加盟を経て、加盟時の約束を履行する一環として中外合弁の証券会社が認められるようになったが、中外合弁証券会社は、出資比率が制限された（上限は33.3%）上、業務範囲も引き受けなどに限定されていた。この状況を変化させたのは、2017年11月に習近平国家主席がトランプ大統領との米中首脳会談の際に約束した金融セクターの更なる対外開放である。これを受けて、外資証券会社の出資比率制限は段階的に緩和され、2020年には全額出資が認められるまでになった。

一方、対内・対外証券投資の自由化は、WTO加盟時の約束事項には含まれていないが、資本移動の自由化の歩調に合わせて、漸進的に進められてきた。B株市場に続き、QFII（適格外国機関投資家制度、2002年）、QDII（適格国内機関投資家制度、2006年）、対内・対外証券投資の主体を機関投資家から一般投資家に拡大する上海・香港ストックコネクト（2014年）と深圳・香港ストックコネクト（2016年）が相次いで導入された。このように、中国は原則として資本規制を維持しながら、対内・対外証券投資のルートを段階的に広げてきたという。

しかし、近年、資本市場の対外開放が加速しているとはいえ、証券業の対外開放と比べ、証券投資の対外開放は後れている。外資の証券会社は、海外において厚い顧客層と豊富な投資経

験を持っており、中国資本の証券会社と比べて、国境を越えた資金の運用と調達にかかわる業務において、強い競争力を持っているはずであるが、依然として厳しい資本規制の下で、彼らの優位性が十分に発揮されていない。

#### 4. 未完の株式市場改革

終章「中国株式市場の展望」は、改革開放以来、ゼロから出発した中国における株式市場が大きく発展してきたが、今なお「移行経済型」と「発展途上型」の段階にとどまっていると結論している。著者は、今後の政策課題として、機関投資家の育成や、民営企業の上場促進、金融センターを目指す上海の更なる対外開放、資本取引の自由化に備えるための金融市場の防波堤の整備を挙げているが、より包括的改革が必要であろう。

現に、中国政府は、株式市場を中心とする直接金融の促進を金融改革の最優先課題と位置付けている。それに向けて、第14次五カ年計画（2021-2025年）において、

- ① 資本市場の基礎制度を整備し、多様な資本市場体系を構築し、機関投資家を大いに発展させ、直接金融、特にエクイティファイナンスの比率を高める。
  - ② 株式発行登録制度を全面的に実行し、常態化された上場廃止制度を整備し、上場会社の質を高める。
  - ③ 新三板（店頭市場）改革を進める。
- などの方針が盛り込まれている。

その中で、上場企業の質向上が株式市場の今後の発展を促すカギになるとと思われる。中国の株式市場では、効率の悪い国有企業が温存される一方で、成長の目覚ましい多くの民営企業は中国市場から逃れ、ニューヨークをはじめとする海外市場に上場している。「悪貨が良貨を駆逐する」ともいうべきこの現象を反映して、中国経済が高成長を遂げてきたにもかかわらず、国内の株価が長期にわたって低迷しており、株式は投資対象としての魅力が乏しい。上場企業の質向上のために、業績が冴えない国有企業を

淘汰し、活力のある民営企業の新規上場を積極的に進めなければならない。その第一歩として、海外で上場しているハイテク企業の中国市場への回帰を促すべきであろう。

本書は、経済史の体裁をとっており、現状分析と政策提言に重点を置いていないが、中国の株式市場が発展する過程において直面している課題を明らかにしたことで、今後進めるべき改革の方向性を考える際にも、大いに参考になるだろう。

#### 参考文献

張思平（2018）「張思平：在公平競争的環境下，国企如何求生存和發展？」『搜狐』2018年11月18日、[https://www.sohu.com/a/276223148\\_99907693](https://www.sohu.com/a/276223148_99907693)、2023年2月20日閲覧。

関 志雄（かん しゅう）

野村資本市場研究所