

Discussion Paper Series No.177

中国株式市場の形成要因について

王 東 明

大阪市立大学創造都市研究科准教授

2011年12月

THE INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH  
Chuo University  
Tokyo, Japan

# 中国股票市场形成原因之探讨

大阪市立大学创造都市研究科副教授 王东明

（论文摘要）

本文对中国股票市场的形成原因进行了考察，阐明了在经济全球化背景下，中国股票市场与国内经济改革和国际经济的关系，并对中国股票市场的基本特征进行了总结。

本人认为中国股票市场的形成和发展主要是由国内外两大要素来决定的。先从国际方面来看，国际因素可分为以下六个方面。第一是世界头号资本主义经济强国美国的社会经济发展模式，对中国股票市场的形成和发展产生了影响。这一影响主要是从战后美国的资本市场，由大众以及各种基金持有上市公司股票给中产阶级以及广大工薪阶层带来股权收益这一角度来阐明的。

第二是战后日本股票市场的发展模式给中国股票市场的启示。战后日本财阀解体，大型企业集团的上市公司为了防止外资并购，企业之间采取了相互持股的方式来维持企业集团的经营稳定。这在当时，对国际竞争力还比较落后的日本企业来说，起到了稳定企业经营的作用。这种企业之间相互持股的方式，对中国国有企业的股份制改革是有借鉴作用的。

第三是华侨、华人和留学生的作用。海外的华侨、华人在资金、人才、信息等多方面对中国股票市场的形成和发展起到了积极的作用。另外，香港和台湾股票市场的各种制度对大陆市场也起到了借鉴作用。海外大约有五千万华人，这是中国特有的条件，是许多东欧和前苏联等社会主义国家不具备的特殊因素。

第四是在中国加入世贸组织后，加快了金融市场对外开放的步伐，对股票市场的发展起到了积极的影响。具体来说，就是引进了QFII（合格境外机构投资者）和QDII（合格境内机构投资者）的制度，并批准了一批中外合资的证券公司和基金管理公司。这些措施的实施，说明了中国加入世贸组织对股票市场的对外开放起到了积极的作用。

第五是东欧和前苏联解体后，这些国家推行了西方国家建议的休克疗法，这一激进的市场化和私有化改革方式，成了中国股票市场发展的反面教材。也就是说，由于这些国家实施了激进式的改革，给社会到来动荡，这一混乱局面提醒了中国，在改革的方式方法上要更加谨慎。因此，中国的市场化和股份制改革采取的是渐进式的改革方式，这就有了中国股票市场的非流通股和国有股概念的产生。

第六是日本的泡沫经济、90年代中南美的金融危机、亚洲金融危机以及2008年美国次贷引起的金融危机对中国股票市场的影响。这些连续不断的金融危机说明了国际金融市场是不安定的，市场也不是万能的。金融危机和国际金融市场的动荡，使中国在考虑资本市场开放的时候变得更加小心和谨慎了。

而影响中国股票市场的国内因素可分为两个方面。第一是国有企业改革对股票市场的影响，这种影响主要是从国有企业的股份制改革与股票市场的关系来阐明的。也就是说，中国推行的是渐进式的改革，在这种情况下，大中型国有企业在进行股份制改造时，国有企业的资产换算成了国有股由政府各个部门或国有集团公司持有，政府仍然控制着这些企业的经营权。因此，中国股票市场发行的股票，目前有一半左右是国有股，而国有股又是由政府来控制的，这就是中国股票市场的最基本特征之一。

第二是个人投资者为股票市场提供了主要的资金来源，特别是股票流通市场，主要还是个人投资者在进行买卖。改革开放以后，中国经济实现了高速增长，个人收入也有了大幅提高。渐渐富裕起来的中国人，特别是城市居民把多余的钱放到了股票市场，为股票市场的形成和发展提供了资金保障。目前个人投资帐户已达到了一亿三千万户，若考虑上海和深圳两地开户的情况，估计实际投资者有七千万人左右，占全国总人口的百分之五。

综上所述，改革开放后，中国国有企业的股份制改革产生了大量的股份公司，这些股份公司希望通过股票市场来为其发行股票筹措资金；而渐渐富裕起来的中国人则希望通过股票投资来增加收益，这就是中国股票市场形成和发展的两个内在动因。而冷战结束后的国际经济形势的变化，特别是日美等西方先进国家的经济及股票市场的发展模式、华侨·华人的作用、东欧和前苏联的动荡以及国外的金融危机等因素都在不同程度上对中国股票市场的形成和发展产生了影响。因此，中国股票市场的形成和发展以及其市场特征是由以上这些国内外因素决定的，其中内因是主要的，外因也不可忽视。

# 中国株式市場の形成要因について

大阪市立大学創造都市研究科 王東明

## 一. はじめに

冷戦終結後、旧社会主義の国々は計画経済を放棄して市場経済を導入したため、地球規模のグローバリゼーションが進展した<sup>1</sup>。それによりヒト、モノ、カネの移動がさらに自由になり、世界経済の一体化あるいは連帯化が一層強まってきた。このように、経済のグローバル化が大きく進展するなか、世界最大の発展途上国である中国は、いち早くグローバル化の波に乗り、「改革・開放」以降の30年間に於いて、10%前後の経済成長を実現した。中国の高成長は、「経済の奇跡」<sup>2</sup>ともいわれており、移行経済国の優等生としても注目されている。

周知のように、1978年に中国の改革・開放政策が実施され、計画経済から市場経済への転換が始まった。この市場経済化改革は、まず農村の改革からスタートした。その後は、外資の導入や私営企業の成長と同時に、中国経済の主役である国有企業の改革にも着手し、金融制度改革を含む市場経済システムの構築も始まった。この一連の改革の目玉は、やはり国有企業改革である。国有企業改革のプロセスは、経営自主権の拡大や経営請負制の導入などの実験的段階を経て、最終的に先進国で普及している株式会社制度を導入するようになった。このように、企業改革と関連する市場経済システムを構築するなかで、特に注目されているのは、株式会社制度の導入によって形成された株式市場である。

改革・開放以降に形成された中国の株式市場は、中小企業の資金調達方法の変化からスタートした。それは、経済改革が始まった80年代の初頭に、一部中小の国有企業や集団所有制企業において、設備投資などの資金需要が増加した。しかし当時、旧計画経済の枠組みにおいては、これらの中小企業は財政投資あるいは財政投融資<sup>3</sup>の利用が難しく、「資金難」に陥った。それを解決するために、

---

<sup>1</sup> Frederic S. Mishkin は、グローバリゼーションを次のような段階に区別している。すなわち、第一段階は1870年から1914年の第一次世界大戦の勃発までの間である。その後は二つの世界大戦という「大逆転」の時期を経て、第二段階は1960年代から現在までの間である。次のグローバリゼーションの潮流は、金融のグローバル化と予測されている。Frederic S. Mishkin (2006) を参照。また、現在のグローバリゼーションは、「何よりもまずアメリカ政府によるアメリカ型の資本主義市場経済体制をさまざまな障害を越えてグローバル規模に推進しようとする政治戦略や政策、イデオロギー、すなわちアメリカン・グローバリズムを必要不可欠な動因とするものである」と中本悟教授が指摘する。中本悟編 (2007) を参照。

<sup>2</sup> 林毅夫・蔡昉・李周 (1994) を参照。

<sup>3</sup> 計画経済の時代において、中国の投資制度はほとんど財政投資で、その一部が政策的金融という財政投融資もあった。改革・開放以降は、79年からいわゆる「撥改貸」(財政投資から銀行融資へ) が実施されたが、多くの企業はそれを「財政投資」と見なされている。1994年から金融制度改革が加速され、四大国有銀行は商業銀行へと転換すると同時に、中国開発銀行、中国輸出入銀行および中国農業発展銀行という三つの政策銀行が設立された。それによって、中国の財政

これらの中小企業は、外国の株式会社制度を学んで、株式を発行して従業員や市民から資金を調達するようになった。

企業は株式を発行すると、当然ながらその売買の市場が必要になってくる。80年代の後半には、上海、深圳などの店頭市場が創設され、そして90年代の初頭に、上海と深圳の証券取引所がそれぞれ開設された。しかし当時、正式な証券取引所がある一方、地方の企業が発行した株式は、証券取引所に上場できず、四川省成都の「紅廟子市場」のような民間の株式市場も存在していた<sup>4</sup>。それ以来20年間、中国の株式市場は様々な紆余曲折を経験しながら今日まで発展してきた。2010年末現在の株式市場は、上場企業が2000社を超え、投資家口座がすでに1億3,000万を突破し、時価総額も26兆元に達し<sup>5</sup>、アジアにおいて日本に次ぐ2番目の市場規模となった(表1)。

---

投融資制度は確立されたといわれている。李玉編(2000)を参照。

<sup>4</sup> 紅廟子市場は、1992年末から、四川省成都の紅廟子街という200メートル足らずの小さな路で、市民が自分の持っている四川省企業の株式を売買する市場のことをいう。この紅廟子市場は完全に個人投資家によって自発的に形成され、株式を売買する投資家は、多いときに一日1万人ないし数万人を超えることもあった。1994年1月に、紅廟子市場は「闇市」と見なされ、政府によって閉鎖された。『中国証券報』2010年12月3日および各種の報道による。

<sup>5</sup> 中国証券監督管理委員会と中国証券登記結算会社のホームページを参照。

(表1) 中国証券市場の概要

年度	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1. 上場企業数(社)	14	53	183	291	323	530	745	851	949	1088	1160	1224	1287	1377	1381	1434	1550	1625	1718
A株(社)	14	54	177	287	311	514	720	825	922	1060	1140	1213	1277	1363	1358	1411	1527	1602	1690
B株(社)		18	41	58	70	85	101	106	108	114	112	111	111	110	109	109	109	108	108
中小企業ボード(社)														38	50	102	202	273	327
創業ボード(社)																			36
2. 発行済株数(億株)	3.61	73.22	328.67	639.47	765.63	1110.36	1771.23	2345.35	2908.85	3613.39	4838.35	5462.99	5997.94	6714.73	7163.54	12683.99	17000.45	18900.13	20606.20
3. 時価総額(億元)	109.19	1048.15	3541.52	3690.62	3474.28	9842.39	17529.23	19521.81	26471.17	48090.94	43522.20	38329.13	42457.71	37055.56	32430.28	89403.89	327140.89	121366.44	243939.12
A株(億元)	109.19	978.09	3327.66	3516.03	3310.57	9448.56	17154.19	19299.30	26167.63	47455.74	42245.56	37526.56	41520.50	36309.31	31810.55	88113.96	324587.74	120566.55	242127.01
B株(億元)		70.06	213.86	174.58	163.70	393.83	375.04	206.36	303.35	635.19	1276.65	802.57	937.23	746.22	619.73	1289.93	2553.15	799.88	1812.11
中小企業ボード(億元)														413.43	481.55	2015.30	10646.84	6269.68	16672.55
創業ボード(億元)																			1610.08
流通株(億元)	45.74		864.63	968.90	938.22	2867.04	5204.42	5745.38	8213.96	16607.52	14463.17	12481.56	13178.52	11688.64	10630.51	25003.64	93004.35	45213.90	151258.65
4. 株式売買高(億株)	3.03	36.90	226.56	1013.34	705.31	2533.14	2560.02	2152.46	2932.39	4758.38	3152.29	3016.19	4163.08	5827.73	6623.73	16145.22	36403.76	24131.40	51107.06
5. 株式売買代金(億元)	43.37	683.04	3627.20	8127.63	4036.45	21332.17	30721.83	23527.31	31319.60	60826.65	38305.18	27990.46	32115.27	42333.94	31664.78	90468.89	460556.22	267112.66	533886.76
6. 上海市場株式売買回転率(%)				1134.65	528.72	913.43	701.81	453.63	471.46	492.87	269.33	211.00	250.75	288.71	274.37	541.12	927.19	392.52	499.41
深?市場株式売買回転率(%)				583.83	254.52	1350.35	817.43	406.56	421.52	509.10	227.89	198.79	214.18	288.29	316.43	609.38	947.42	469.11	793.27
中小企業ボード売買回転率(%)														617.75	999.70	997.12	1048.83	625.36	1084.83
創業ボード売買回転率(%)																			777.39
7. 上海市場株価収益率(PER)	81.83	72.65	42.48	23.45	15.70	31.32	39.80	34.36	38.13	58.22	37.71	34.43	36.54	24.23	16.33	33.30	59.24	14.85	28.73
深?市場株価収益率(PER)	26.71	57.52	42.69	10.37	9.35	35.42	39.80	30.59	36.30	56.04	39.79	36.97	35.19	24.63	16.36	32.72	60.74	16.72	46.01
中小企業ボード株価収益率(PER)														31.33	24.49	42.03	85.07	24.96	51.01
創業ボード株価収益率(PER)																			105.38
8. 国内外株式資金調達額(億元)	5.00	5	94.09	375.47	326.78	150.32	425.08	1293.82	841.52	944.56	2103.23	1252.31	961.74	1357.75	1510.75	1882.51	5594.29	8680.17	3852.21
国内株式資金調達額(億元)	5.00	94.09	314.54	138.05	118.86	341.52	933.82	803.57	897.39	1541.02	1182.13	779.75	823.10	862.67	338.13	2463.70	7722.99	3534.95	5051.51
海外株式資金調達額(億元)		42.29	60.93	188.73	31.46	83.56	360.00	37.95	47.17	562.21	70.21	181.99	534.65	648.08	1544.38	3130.59	957.18	317.26	1073.18
9. 投資家登録口座数(万)	37	217	836	1,108	1,294	2,422	3,480	4,260	4,811	6,123	6,899	6,842	6,981	7,216	7,336	7,854	13,887	15198	17150
10. 国債発行額(億元)	281.25	460.78	391.31	1137.55	1510.86	1847.77	2411.79	3808.77	4015.00	4657.00	4884.00	5931.30	6280.10	6923.90	7042.00	8883.30	23139.10	8558.20	17927.24
11. 企業債発行額(億元)	249.96	249.96	683.71	235.84	164.75	300.8	268.92	255.23	147.89	158.00	83.00	147.00	325.00	358.00	327.00	2046.50	3938.30	5056.50	8435.40

(注1) A株は国内投資家向けの株式で、人民元で売買されている。

(注2) B株は海外投資家向けの株式で、上海市場では米ドルで売買され、深?市場では香港ドルで売買されている。2001年6月から、B株市場は外貨を持つ国内投資家にも開放された。

(注3) H株は中国国内で会社登記し、香港などの海外市場に上場している企業の株式を指す。

(注4) 国内株式資金調達額はB株が含まれる。海外株式資金調達額は香港市場の中国企業株H株のみである。

(注5) 1991年と1992年一部の数字は、上海・深?証券取引所の年報・月報による。

(注6) 登録口座数はA株(国内投資家向け)、B株(海外投資家向け)およびクローズドエンド証券投資ファンドを含む。

(出所) 中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑」各年版より作成

以上のように、中国の株式市場は、改革・開放以降の経済のグローバル化と国内の市場経済化の流れの中で形成され、わずか20年余りで急成長を遂げた。株式市場の成長の原因は何か。そして、資本主義のシンボルともいえる株式市場は、どのように社会主義の中国で形成されたのか。現在、中国は「社会主義市場経済」を掲げているが、株式市場はどんな特徴を持ち、資本主義の市場とどこが違うのか。本稿では、以上の問題意識に基づいて、中国株式市場の形成と発展の国内外の要因を考察し、移行期における株式市場の構造的な特質を明らかにしたいと考えている。

## 二、国際的要因

戦後の「豊かな社会」を築いたアメリカの経済社会システムは、先進国の代表として冷戦終結後の社会主義陣営の崩壊によってその優位性を示すと同時に、その核となる民主主義と市場経済の仕組みを「普遍的なシステムとして世界に広める」という「グローバル化」の現象が起こっている<sup>6</sup>。このグローバル化が、中国の経済改革や株式市場の形成にどのようなインパクトを与えているかを把握する必要がある。

1978年から実施された中国の改革・開放政策はすでに30年を超えている。改革・開放という出来事は中国社会に大きな変化をもたらし、社会経済システムの歴史的な大転換であったといえる。つまり、78年から中国は計画経済から市場経済へと方向転換し、30年前の閉鎖された社会からより開かれた国へと変化してきている。また、経済の豊かさを求めている中国は、アメリカなどの先進国の生活様式を目指し、多くの問題を抱えながら自由と民主主義、法治社会および人権などの価値観も少しずつ吸収し始めている。

このように、中国の社会構造が大きく変化するなか、戦後の日米欧などの先進国の経済成長およびそれがもたらした「豊かな社会」は、中国に大きなインパクトを与えている。また、アジアにおいて、70年代後半からのNIESの経済成長および80年代後半からのASEAN諸国の経済成長も、中国に大きな衝撃を与えている<sup>7</sup>。その一方、アメリカを中心とする先進国は、中国の市場を開放させるために、民主主義と市場経済の社会経済システムを常に中国に誘導させよう

<sup>6</sup> 渋谷博史・首藤恵・井村進哉編（2002）、1ページを参照。

<sup>7</sup> 1970年代以降のNIESとASEAN諸国の経済成長は「雁行型発展モデル」といわれている。つまり、日本は雁隊の先導国として、その発展が雁隊の後にいるNIESとASEAN諸国へと及んでいくという「雁行型発展モデル」である。改革・開放以降の中国はこの雁隊の後ろに加えて、近年では中国経済の規模の大きさから、「雁隊の乱れ」が見られ、「雁行型発展モデル」が疑問視されている。赤松要（1945）、赤松要（1965）、小島清（1994）、黒田篤郎（2001）を参照。

という圧力をかけ続けてきている<sup>8</sup>。

このような状況の中で、中国は国際社会から様々な国際的インパクトあるいは「外圧」を受けて、70年代末に行き詰まった計画経済体制の見直しに着手し、市場経済を導入するようになったのである。加えて、中国社会は計画経済時代の長期的な閉塞感があつて、経済的に周辺の国々から大きく立ち遅れている状況の中で危機感があつた。改革・開放政策は、このような危機感から生まれたのである。

中国の改革・開放のプロセスを見ると、基本的には、様々な国際的なインパクトあるいは「外圧」という外部要因の影響で、内部から危機感が生まれ、改革を要求するというパターンが多くみられる。つまり、中国の改革は、このような外部の影響と内部からの改革の要求という「内圧」や内部要因の相互作用の結果でもあると理解することができる。株式市場の形成も同じように、様々な国際的インパクトを受けて、内部から市場の形成を要請し、株式市場が生成され今日までの規模に発展してきたのである。今日までの株式市場の形成のプロセスを見ると、少なくとも次の幾つかの国際的な側面と深く関わっていると考えられる。

まず第一に、アメリカ・モデルである。戦後世界最大の資本市場を持ち、最大かつ最強の資本主義国であるアメリカが提示した経済社会モデルがある。このアメリカ型モデルは、戦後の「豊かな社会」の中で、「労働者大衆が資産を形成しながら、株式投資を介して企業の所有にもかかわり、利益を享受する社会的なメカニズムが円滑に機能するという状況が、調和的な大衆民主主義の経済的基盤になるというのが、アメリカ・モデルの完成型である」と渋谷博史教授が示唆している<sup>9</sup>。つまり、戦後のアメリカ社会は、「大いなる中間層大衆」の「底上げ」があつて、また福祉国家システムを構築する過程のなかで、年金や保険などの機関投資家が成長することによって、基幹労働者を中心とする勤労大衆が直接的あるいは間接的に株式投資を通して株主となり、企業の利益を享受するようになっている。その結果、株式所有の大衆化が進み、「人民資本主義」(People's Capitalism)ともいわれるようになった。また、大衆投資家あるいはその代理人が企業経営をチェックし、経営の効率性を求める一方、アメリカ社会には、民主主義的な秩序を通して市場論理の行き過ぎにも歯止めをかけるという側面を持っている。ここでは、教授は健全な市場経済を運営していく

---

<sup>8</sup> 戦後のパクス・アメリカナの基軸国であるアメリカは、民主主義と市場経済を軸とする社会経済システムを、普遍的なシステムとして世界に広めようとしており、冷戦後の中国やロシアなどの旧社会主義の国々にもアメリカ型モデルを誘導させようとしている。渋谷博史・首藤恵・井村進哉編(2002)、1ページを参照。

<sup>9</sup> 渋谷博史「アメリカ型企業ガバナンスの経済社会的文脈」渋谷博史・首藤恵・井村進哉編(2002) 19ページを参照。

ために、市場経済と大衆民主主義がセットになって初めて機能するアメリカ・モデルを提示している<sup>10</sup>。

改革・開放以降の中国は、驚異的な経済発展を遂げ、投資や貿易を拡大すると同時に、製造業における国際競争力も急上昇した。また、国内の企業の成長に伴う個人レベルのフローの所得が上昇し、ストックの資産も増加している。それが上述した「アメリカ・モデルにおける経済力に裏打ちされるミドルクラスの形成」をもたらし、その一つの特徴的な表れが、「株式等の投資を行う個人投資家の増加と、株式市場の拡大」につながっていると言えるのである。しかし、中国の改革・開放の成果を守り、健全な市場経済を維持するためには、経済改革だけではなく、大衆民主主義の政治改革も含めて必要不可欠であり、これはアメリカ・モデルが示した方向性である。

第二に、日本型モデルである。戦後の日本は財閥を解体し、「証券民主化運動」を通して「日本の経済には初めて、広範な大衆投資家を基盤とする株式の発行市場、流通市場の存在が可能になった」が、「証券民主化運動」の失敗で、旧財閥の持株会社に代わって、企業グループ内の企業間の株式持ち合いが形成され、メインバンク関係の下で、アメリカとは異なった間接金融を中心とする金融システムが形成された。これは日本型モデルである<sup>11</sup>。この日本型モデルにおける企業グループの株式持ち合いメカニズムの形成の最大の理由は、アメリカ等の外国資本による企業買収への対策であった。同様に、現在の中国においても、性急な国有株式の放出は、アメリカ等の外国資本による経済侵略につながる危険を負うと認識されうる。そのため、現在の中国の場合には、国有企業の株式を全面的に市場に売却するのではなく、政府部門が保有して、個人投資家や機関投資家の十分な成長と、それに裏打ちされた証券市場の成熟を待つ段階にある。

しかし、20世紀後半における日本経済の国際競争力の上昇と経済力の強化によって、現在の日本は完全な資本自由化の下でも経済的な自立を維持できている。それと同様に、20世紀末からの急激なグローバル化の下で、中国経済は自立性を確保できる方向に発展しているため、それと平行して、国内の個人投資家や機関投資家が成熟していくことになる。さらに、国内企業の側にも先進国の資本市場と同様の規律と透明性の基準に堪えうる経営や企業ガバナンスのレベルに達するという条件が揃えば、国有株も次第に放出され、株式市場が成熟するとともに、株主が企業経営に関わるという意味での株主総会も機

---

<sup>10</sup> 渋谷博史・井村進哉・中浜隆編（1997）、渋谷博史・内山昭・立岩寿一編（2001）、渋谷博史・首藤恵・井村進哉編（2002）、渋谷博史（2005）を参照。

<sup>11</sup> 小林和子「戦後証券改革と企業の資金調達」渋谷博史・丸山真人・伊藤修編（2001）、橋本寿朗（1991）を参照。

能するようになると思われる。そのときに、はじめて、中国社会において、市場化と民主化が実現することになるであろう。

第三に、香港、台湾、シンガポールなどの海外の華人社会や中国人留学生の存在である。華僑や華人<sup>12</sup>および留学生は、中国の株式市場の形成と発展にとって極めて重要な外部要素として取り上げることができる。というのは、中国は海外の華人社会と言葉や文化が共通しているため、華人社会のネットワーク<sup>13</sup>や中国人留学生を通じて、海外の情報や先進国の市場制度や市場理念をいち早く中国に伝えることができるからである。

海外の華人社会の中で、香港は地理的に特別な存在であり、深圳特区の隣の町である。80年代の初頭に、「隣の町の香港は、沢山の株式会社と株式市場があり、われわれはそれを利用できないのか」<sup>14</sup>という深圳人の声がよく聞かれた。これは初期段階の深圳の株式会社や株式市場における香港の「隣人効果」になるであろう。改革・開放の初期段階に四つの経済特区を選んだ理由は、恐らく華僑・華人の主な出身地であるアモイ、汕頭の他に、香港・マカオの隣の町（深圳、珠海）を選んで、「隣人効果」を期待したからではないかと思われる。

現在 5,000 万人前後の海外華人<sup>15</sup>と 100 万人を超える中国人留学生や留学経験者<sup>16</sup>の存在は、他の移行経済国と比べものにならないほどの有利な条件を中

---

<sup>12</sup> 華人とは、移住先の国籍を取得した中国系住民をさす。国籍を取得していない華僑と区別される。上記の中国政府の定義と区別せず、両者の混用も多い。

<sup>13</sup> 華人社会のネットワークは、血縁、地縁、業縁という三縁関係を基底にしており、互いに強い信頼関係を持っているといわれている。山口重克(2008)、198 ページ、山口重克「華人ネットワーク」山口重克編著(2003)、朱炎編著(1995)を参照。

<sup>14</sup> 1982年に、中国共産党前主席の胡耀邦が深圳特区を視察したとき、地元宝安県の幹部はこれから都市開発の資金が足りないという苦情を胡氏に陳情した。胡氏は政府の財政難という理由で、個人から資金を調達して企業に投資することができないのかを提案した。それを受けて、宝安県の幹部は、胡氏に次の意見を述べた。つまり、川の向こう側の香港には多くの株式会社と株式市場があり、大勢の人たちが株式に投資しているのに、なぜ中国はできないのか、もし西側先進国の経営管理方法を利用して社会主義経済に有利であれば、利用すべきである。その後、この見解を行動に移し、1983年7月に、中国最初の株式制企業とみられる深圳宝安県聯合投資会社が誕生した。同社は初めて公募による「股金証」(元本・利息保証の株式)を発行し、香港・マカオを含む全国各地から1,300万元の資金を調達した。王喜義編(1994)を参照。

<sup>15</sup> 遊仲勳(1993)、210 ページを参照。

<sup>16</sup> 2006年末現在、改革・開放以降の28年間(1978年～2006年)の累計で、中国人留学生は106.5万人に達し、そのうち、帰国者は約27.5万人、全体の25.8%を占めた。また、海外高等教育を受けた留学生の配偶者・子女および新しい移民は30万人余りに達し、留学生と合わせた人数は140万人前後になった。逢丹、楊曉晶「中国留学人材安全的現状与政策分析」『2007 中国人材発展報告』中国網、2007年6月5日、王輝耀(2007)、

[http://www.china.com.cn/education/zhuanti/07rcfzbg/2007-06/05/content\\_8346579.htm](http://www.china.com.cn/education/zhuanti/07rcfzbg/2007-06/05/content_8346579.htm) を参照。また、改革・開放以降の30年間において、中国人留学生の総数は137万人に達し、そのうち、帰国者は37万人、全体の27.2%を占める。「兩院院士80%是海亀、30年37万人留學生学成後回国」新華網、2009年1月4日、

[http://news.xinhuanet.com/edu/2009-01/04/content\\_10600822.htm](http://news.xinhuanet.com/edu/2009-01/04/content_10600822.htm) を参照。

国の経済発展に与えている。その意味では、海外にも中国の「人材の宝庫」があり、彼らは海外の世界と中国の株式市場との間をつなぐパイプ役になると考えられる。

さらに、B株市場（海外投資家向け株式）やH株市場（香港上場の中国企業株）という中国関連市場の投資にも、華人資本は積極的であり、投資の主役<sup>17</sup>であることが明らかである。

第四に、WTO加盟によるインパクトである。2001年12月に、中国はWTOに加盟した。中国のWTO加盟は市場の開放を意味し、「市場志向の経済改革に欠かせない環境をもたらす」と指摘され<sup>18</sup>、「第二次の開放」<sup>19</sup>ともいわれている。中国のGATT・WTO加盟を巡る交渉は、15年の長い道のりがあった。この交渉のプロセスは、「外圧」を受ける過程でもあるが、逆に、「外圧」は、国内の改革を促進する要素となっている。今回のWTO加盟は、貿易や直接投資を促進するだけでなく、金融などの「サービス協定」に参加することで、金融・資本市場の段階的な開放も約束した<sup>20</sup>。

WTO加盟後の中国では、銀行、保険および証券という金融分野の市場開放が始まった。証券分野においては、主に中外合弁の証券会社と合弁の証券投資ファンド管理会社の設立が認可された。また、WTO加盟の約束以外に、資本市場の開放を示すために、QFII（適格海外機関投資家）とQDII（適格国内機関投資家）の制度がそれぞれ導入された。その他に、90年代から外国投資家向けのB株市場の創設や香港とニューヨークを中心に展開している中国企業の海外上場などの資本市場と関連する開放措置もあった。この一連の開放措置は、中国の対外開放の姿勢を示すと同時に、資本市場の全面的開放の「準備運動」として位置づけることができる。その意味では、WTO加盟という「外圧」は、多かれ少なかれ金融・資本市場の開放に促進的な働きを果たしていることが間違いのないであろう。

第五に、旧ソ連や東欧の民営化や改革の混乱は、中国の反面教師となったことである。冷戦終結後、旧ソ連や東欧などの旧社会主義の国々は、IMFの「シ

<sup>17</sup> 例えば、アメリカ発金融危機の前後（2008年9月）に、香港H株の外国機関投資家の持株比率は、H株全体の約3割（27%）に達し、その以外の香港華人投資家の持株比率は、約7割前後を占める。2008年9月の王東明資料調査を参照。

<sup>18</sup> 大橋英夫「アメリカの対中政策」渋谷博史・井村進哉・花崎正晴編（2001）281ページを参照。

<sup>19</sup> 1978年の改革・開放政策の実施は「第一次の開放」とみられているが、WTO加盟は中国にとって「第二次の開放」とみられている。銭小安「加入WTO对中国銀行業和金融調控的影響及对策」『金融研究』、2000年第2期、8-15ページを参照。

<sup>20</sup> WTO加盟について、王東明「中国のWTO加盟と金融・資本市場の開放」『通貨・金融危機後のアジア経済の再編成と構造変化およびその影響に関する実態調査研究』（平成13年度～15年度科学研究費補助金〔基盤研究（B）（1）〕、課題番号：13572021〕研究成果報告書）、2004年8月、65-74ページを参照されたい。

ショック療法」の下で、急速に市場化や民営化を展開し、その結果として経済の低迷やハイパーインフレおよび闇経済の横行などの混乱が起り、期待通りの成果は生まれなかった。この一連の旧ソ連や東欧の「急進的な改革」によって生じた混乱は、反面教師として中国に大きなショックを与えた。逆に、旧ソ連や東欧の混乱から教訓を得ている中国は、体制移行の選択肢として「漸進的な改革」を選ぶようになっていると考えられる。

90年代のロシアの改革を見ると、自由化と民営化が急ピッチで展開され、その結果としては、1929年のアメリカの大恐慌に匹敵するほどの生産の低下と極めて高率のインフレに見舞われた<sup>21</sup>。そして、民営化後の10年余りの生産高は、民営化前の三分の二にまで落ち込み、国民所得も三分の一減少し、ロシア人の平均寿命は4年も縮まった。さらに、市場経済への移行直前の1987年から2001年の間に、旧ソビエト圏の貧困率（一日1ドル基準）は、移行前と比べ10倍にも増えた<sup>22</sup>。このように、ワシントン・コンセンサスの下で、旧ソ連や東欧の市場経済への移行は拙速のため、つまり、法制度の整備などを含む市場経済を運営するための様々な条件が整っていない段階で急速に民営化したため、以上のような混乱を招いたと考えられる。

そして、具体的にロシアの民営化・株式会社化を見ると、92年10月には、バウチャーという民営化小切手の制度が導入された<sup>23</sup>。バウチャー制度を導入した結果、最初全国民に配分したバウチャーは、最終的に少数の「オリガルヒ」

---

<sup>21</sup> ヴィタリイ・ジュヴィドコ「第3章 ロシア企業からみた経済改革の実態」長岡貞男／馬成三／S・ブラギンスキー編著（1996）を参照。

<sup>22</sup> Joseph E. Stiglitz (2006) (ジョセフ・E・スティグリッツ (2006) [楡井浩一訳]) を参照。また、ロシア人の平均寿命については、90年に69.2歳、2000年に65.36歳、2002年に64.8歳になった。門倉貴史「ロシアの人口減少は日本より深刻」『BRICsの素顔』、NOnline、2006年6月26日、<http://business.nikkeibp.co.jp/article/world/20060621/104822/>を参照。

<sup>23</sup> バウチャー（民有化証券）とは、国民一人当たり無償で政府から1万ルーブル相当の民営化する企業の株式と交換可能な小切手をもらう制度という。ロシアの民営化・株式会社化は、このバウチャー制度を通じて国有資産を国民に配分するかたちで進められた。バウチャー民営化後は、ロシア産業資産の4割以上が1億5,300万人の市民の手に渡った。しかし、その後、600余りのバウチャー民営化ファンドが設立され、これらのファンドはバウチャー制度を十分に理解していない市民から安い値段でバウチャーを買い集めた。その結果、多くのバウチャー・ファンドのマネジャーは新興財閥になった。また、90年代半ばに、財政赤字に悩まされた政府は、国家予算の歳入を増やすため、「株式引き換え計画」と「現金化オークション」も実施した。これらの民営化措置を実施する過程で、様々な不正が生じたため、結局、国有資産は新興財閥企業や富裕層に譲渡されるようになったのである。以上の民営化を通じて、97年の時点では、ロシア産業資産の6割前後は国から民間に移譲された。民営化の結果は、「最終的にバウチャーを受け取った1億5,300万人の市民のうち、数百万人が民営化企業の株主になり、さらに、この数百万人の株主のうち、わずか数百人が民営化された資産の90%を握った」という現実が浮き彫りになった。ティム・D・マッカーシー「資本主義経済への移行—国有資産の分配の新興財閥の台頭」ロシア経済教室（1）、JPBコラム、Vol. 05、2004年3月1日を参照。また、ロシアの民営化については、長岡貞男／馬成三／S・ブラギンスキー編著（1996）、加藤志津子（2006）を参照されたい。

(寡占資本)という新興財閥のところに集中するようになった。ロシアの民営化・株式会社化は、「大衆的民営化」(mass privatization)といわれ、事実上の私有化でもある。その方法は、基本的に国有資産を市民にばらまくという「国有資産の分配型」の民営化であり、肝心の株式による企業の資金調達に直接につながっていない。この点は中国の民営化・株式会社化と異なる。

一方、中国の改革は、旧ソ連や東欧の「ショック療法」と違って、「漸進的な手法」を採っている。つまり、中国は政治的な安定を保つために、共産党政権を維持しながら、「社会主義市場経済」を掲げ、漸進的に市場経済化を推進してきた。そのため、株式会社化や株式市場の育成には、比較的慎重な態度を採っていた。具体的には、基幹産業や大中型国有企業の株式会社化は、基本的に国有資産を国民に売却あるいは分配せず、逆に、民間から資金を「動員」して国有企業に組み入れる方法を採用した。この方法は、国有資本と民間資本の「結合」であり、企業側からすれば民間からの増資でもある。このような国有資本と民間資本の「結合型」の株式会社化は、少なくとも民間からの資金調達を達成し、旧ソ連の「国有資産の分配型」の株式会社化と違って、現時点では私有化ではない<sup>24</sup>。そのため、中国の株式市場は、国有株が発行済株式の半数以上を占め、独特な株式所有構造が形成され、「移行経済型市場」の特徴を呈していると考えられる。

第六に、金融危機による衝撃である。1980年代後半の日本のバブル、90年代の中南米・アジアの通貨・金融危機<sup>25</sup>および2008年9月のアメリカ発の金融危機は、中国に大きな衝撃を与えた。逆に、中国はこの一連の資本主義の「市場の失敗」や金融市場の不安定性から多くのものを学んだと考えられる。

中国の改革は、当初からIMFなどが推奨する「ショック療法」を採らず、自国の条件に合わせて「漸進的な改革」が進められてきた。金融市場の開放も同じように漸進的な方法を採用しており、特に人民元の自由化や資本取引の自由化などの項目に対してより慎重な態度を採っている。ここで、中国は金融市場の安定性や国内の脆弱な金融システムに配慮し、金融のグローバル化に対する「防波堤」を残したことで、他のアジア諸国と比べ金融の自由化が遅れているが、幸いにアジア通貨・金融危機の混乱から逃れたのである。さらに、今回のアメリカ発の金融危機は、アメリカ型「証券化」資本主義の破綻<sup>26</sup>を示すと同時に、金融市場の不安定性や金融危機の経済に対する「破壊力」を改めて浮き彫りにし、中国に警鐘を鳴らしたと考えられる。

<sup>24</sup> 中国の民営化や移行経済諸国の民営化経験について、今井健一・渡邊真理子(2006)、座間紘一編著(2006)を参照されたい。

<sup>25</sup> アジアの通貨・金融危機については、荒巻健二(1999)、荒巻健二(2010)を参照されたい。

<sup>26</sup> 柴田徳太郎(2009)を参照。

以上述べたように、冷戦終結後のグローバリゼーションの進展は、中国の改革・開放に様々なインパクトを与えている。この国際的インパクトの核心の部分は、恐らく世界最大かつ最強の資本主義国家であるアメリカ・モデルが示した市場経済の方向性であると考えられる。このアメリカ・モデルの方向性は、戦後のアメリカ経済社会が健全な市場経済を維持するために、基幹労働者を中心とする大衆投資家の形成およびそれに裏打ちされる大衆民主主義が市場経済をチェックする仕組みが必要であることを示唆している。言い換えれば、アメリカ・モデルは、経済的合理性を追求する一方、「市場の暴走」に対して民主主義の手続きを通して「歯止め」をかける仕組みが必要不可欠であろう。しかし、現実のアメリカ経済社会において、アメリカ・モデルの完成パターンが実現しているのではなく、それに向けて「日夜戦い続けている」というメッセージが、基軸国アメリカから世界に発信され、このメッセージが「グローバリゼーション」の核に据えられていると渋谷教授は指摘している<sup>27</sup>。

また、戦後日本の経験として、国際競争力のまだ弱い段階において、外資買収の防衛策として形成された株式持ち合いは、中国の国有企業改革や国有株の対処にヒントを与えている。そこで、自国の状況に合わせて経済のグローバル化を推進することは、経済発展にとって必要不可欠の条件であると日本型モデルが提示している。

その一方、中国の市場経済化の最大の狙いは、計画経済を見直しながら、経済の合理性や効率性を追求し、人民の生活を豊かにすることにある。それを達成するために、上述のように、中国は様々な国際的インパクトを受けながら、自国の条件に合わせて「漸進的な手法」で経済改革や企業改革を推進してきた。国有企業の株式会社化や株式市場の形成も同じようなプロセスを経ている。具体的に、中国の企業改革はどのように展開され、なぜ株式会社化に辿り着いたのか、企業改革と株式市場の関係はどのようになっているのか、次の株式市場形成の国内的要因をみていこう。

### 三、国内的要因

中国株式市場の形成と発展は、国内においては幾つかの要因によって決められている。ここでは、国有企業改革と個人投資家に限って考察する。

#### 1、国有企業改革と株式市場

20世紀末の社会主義体制の崩壊・縮小の最大原因は、計画経済の失敗によるものだと一般的に認識されている。中国は1950年代に旧ソ連の中央集権的な計

---

<sup>27</sup> 渋谷博史・首藤恵・井村進哉編（2002）、7ページを参照。

画経済体制を導入し、国有企業<sup>28</sup>および集団所有制企業<sup>29</sup>の体制を作り上げた。そして、約30年間の中央集権的な計画経済を運営した結果、中国は競争のない社会を築き上げ、慢性的な「不足経済」に陥った。文化大革命が終息した1970年代末期には、小売などのサービス業のみわずかに個人経営が残り、他の業種はすべて国有企業と集団所有制企業が占めるようになり、中国経済も「崩壊の危機に立つ」<sup>30</sup>と評された。この混迷の状況は改革・開放の出発点であり、初期条件でもあった。

計画経済の問題点は、計画（生産など）と需要（消費）の間に常にずれが生じ、そのうえで、価格調整のメカニズムが効かず、また「ソフトな予算制約」などの弊害が存在していることである<sup>31</sup>。そして、計画経済体制下の国有企業の最大の問題は、企業に経営の自主権がないということに集約することができる。すなわち、国有企業は産（生産計画）、供（原材料・機械などの調達）、銷（販売）、人（人事）、財（財務）、物（資産・投資）などの生産・経営の重要な側面において、自主決定権を持たず、極めて限られた範囲の中でしか自由に活動できないため、中国には「企業は存在しない」と言い切った学者もいる<sup>32</sup>。また、国有企業は終身雇用を守りながら、従業員の住宅、病院、年金および学校などの福利厚生部門も抱え込み、生活共同体的な「単位社会」を作り上げた<sup>33</sup>。

---

<sup>28</sup> 1992年以前、国有企業は全人民所有制企業（「全民所有制企業」）あるいは国营企業と呼ばれていたが、それ以後、企業制度改革により国有企業と改称された。全人民所有制企業は、その最終的な所有権が全国の人民に属するという意味で使われた名称である。また、国营企業は、中央政府（各部、委員会）が管轄する「中央国营企業」と、地方政府が管轄する「地方国营企業」と区別されている。本文はすべて国有企業と称する。

<sup>29</sup> 都市部では、地方政府や町（街道）などの組織に所属する集団所有制企業があるが、農村では郷、鎮および村に所属する集団所有制企業もある。中国の企業形態については、伊藤宣生・張侃「中国における企業形態—その現状の紹介—」『山形大学紀要（社会科学）』第35巻第2号、2005年を参照されたい。

<sup>30</sup> 1978年サービス業の売上に占める個人経営のシェアは2.1%で、うち都市部は0.1%、農村は2.0%であった。『北京週報』1987年10月6日、第40号、28-30ページ、王東明（1997）を参照。

<sup>31</sup> Kornai, Janosh（1980）、長岡貞男「ソフトな予算制約と構造改革」長岡貞男、馬成三、S・ブラギンスキー編著（1996）を参照。

<sup>32</sup> 小宮隆太郎（1989）、72ページを参照。

<sup>33</sup> 例えば、1990年代初頭の南京化学工業公司を見れば、企業の在職従業員数は約4万人、退職社員数は約1万人であった。社会保障費用は企業が丸ごと負担する仕組みであるため、退職した社員は現役の従業員と全く同じ扱いを受けた。同社は「裁判所と刑務所、火葬場がないだけ」で、それ以外はすべての社会的機能や施設を備え、1万人の小・中学校生徒、3,000人の幼稚園児の教育事業も担当し、企業がそのまま1つの町になっていた。このように、重い社会的負担を抱えている国有企業は、「会社」というより「社会」そのものであったと言ってもよい。同社の陳鴻光総経理（社長）は、インタビューで「私は人を切れないのです。農村の郷鎮企業なら、従業員はクビになってもまた農業に戻ればいい。しかし、私が社員を解雇したら、彼達は生きていけません」と語った。「進む企業淘汰、『市場経済』軟着陸への試練」（特集、巨龍騰飛）『日経ビジネス』1994年7月25日号、56-60ページを参照。

つまり西側先進国の社会保障に当たる部分は企業に負担させていた。そのうえ、国有企業には悪平等の分配体制や、企業効率の低さおよび技術革新のインセンティブの欠如などの問題も抱えていた<sup>34</sup>。そのため、計画経済から市場経済への転換は、企業改革だけではなく、社会保障制度を含む総合的な社会経済改革が必要不可欠だと認識されていた。

この30年間の国有企業改革のプロセスを見ると、大きく三つの段階に時期区分することができる。まず第一段階は、企業の経営自主権の拡大の時期（1978年～86年）である。この時期では、企業改革は「放権譲利」（国家が経営権を次第に手放し、利益を企業に譲る）を中心に展開され、国有企業の生産・販売などの経営自主権を拡大し、利益の内部留保を増やす措置が実施された。また、80年代半ば頃から、利益上納制から納税制（「利改税」）へと変更され、企業の資金調達も計画経済の時代で継続していた財政投資から銀行融資（「撥改貸」）へと切り換えられた。

第二段階は、経営請負制の時期（1987～92年）である。この時期には、農村の請負制の成功経験を参考に、国有企業改革にも経営請負制を導入した。その狙いは所有権と経営権を分離し、より効率的な企業経営を図ることにある。経営請負制を導入した後、企業の活性化や経営メカニズムの転換に一定の役割を果たしたが、国有企業は依然として投資計画、財産処分、収益配分およびトップ人事などの重大な意思決定権を持っていなかった。また、請負の期間については、一般的に2年、3年という短い期間が多かった。その場合は、特に経営不振に転落した際に、その責任の所在が不明瞭のまま終わってしまうケースが多く、いわゆる「包盈不包虧」（経営者は利益が出たときに請負の利益をもらうが、赤字が出たときにその責任を負わない）となり、企業の長期経営（設備投資など）に不利になっている。さらに、請負の協議については、経営者と政府の間に個別交渉を行なうため、請負条件は様々であり、公平な競争を保証する統一基準が存在しないなどの問題点が露呈された<sup>35</sup>。そして、90年代に入ると、上海と深圳の証券取引所が創設されたため、企業改革の関心は、次第に先進国で普及している株式会社制度という近代的な企業制度の構築に移るようになった。

第三段階は、株式会社化を中心とする「現代企業制度」の導入と国有資産管理体制の確立の時期（1992～2010年）である。この時期において、政府は「社

---

<sup>34</sup> 計画経済および国有企業の問題点については、膨大な研究があるが、ここでは、座間紘一編著（2006）、董補祜等主編（1995）、王東明（1997）を参照されたい。

<sup>35</sup> 経営請負制の限界については、丸川知雄「中国の国有企業改革の動向-請負制から株式会社化へ」長岡貞男／馬成三／S・ブラギンスキー編（1996）、馬家駒編（1994）、徐之河・李令徳（1996）、王東明（1997）を参考されたい。

会主義市場経済」を掲げており、93年に「会社法」が施行され、企業改革の中心は次第に株式会社化へと転換するようになった。株式会社化の目的は、直接金融による資金調達だけではなく、有限責任制の下で、所有と経営を分離させて企業の効率を図り、企業ガバナンスの変革を求めて市場経済にふさわしい近代的な企業制度を確立することにある。具体的には、「抓大放小」（大を掴んで小を放す）の方針で、国有大企業をしっかりと経営管理して株式会社化させ、中小の国有企業は売却やリースおよび経営請負制などの方法で民営化させるという方策を採った。さらに、企業改革と合わせて、財政、金融、社会保障制度および行政などの一連の総合的な改革も行なわれた<sup>36</sup>。特に、WTO加盟後に、政府は公平な市場競争環境をつくと同時に、株式会社化に合わせて国有資産管理体制の構築に力整備を入れるようになった。

この状況の下で、2003年4月に、国务院国有資産監督管理委員会（以下、国資委と略称）が設立された。同委員会は中央企業（中央政府が管轄する企業）を管理対象とし、企業の経営活動に直接干渉しないが、国有資産の出資者として株主の立場から企業経営をチェックし、国有資産を監督・管理するかたちになっている<sup>37</sup>。その後、各地方政府も国資委を設立し、今後株式市場を通じた企業再編が増えると予測されている。

以上のように、この30年間の企業改革の流れを見ると、前半の15年間では、市場経済を導入する初期段階で、経営自主権の拡大や経営請負制の導入などといった経営のメカニズムの転換を求める時期であった。後半の15年間では、市場経済化がさらに進むなか、株式会社制度を導入し、それに合わせて国有資産管理体制を構築するようになった。株式会社制度の導入は、株式市場形成の前提条件を与えたが、株式市場は、このような株式会社化という機運のなかから生成され拡大したのである。

改革・開放以降に形成された株式市場は、そもそも中小企業の「資金難」を打開するために、株式会社制度を導入して株式を発行することから始まった。80年代半ば頃から、都市部の経済改革が始まり、それと合わせて企業の資金調達の方法は、財政投資から銀行融資へと切り換えられた。その際、一部中小の国有企業や集団所有制企業は、銀行融資を受けることができず、資金不足の状況に陥った。そこで、企業の「資金難」を解決するために、一部の中小企業は資金調達方法の変化を求め、株式会社制度を学んで実験的に株式を発行して、

<sup>36</sup> 王東明（1997）を参考されたい。

<sup>37</sup> 国有資産監督管理委員会は、2003年4月7日に設立され、中央企業（中央政府が管轄する企業、金融企業を含まない）196社が同委員会の監督・管理の対象となった。これらの企業2002年末現在の総資産は7.13兆元に達した。近年、企業再編が加速し、中央企業が74社減り、2010年末現在の中央企業数は122社となり、総資産は24.3兆元に達した。「中央企業主要経営指標5年翻番、年均国有資産保值增值率達到115%」『人民日報』2010年1月25日を参照。

企業の従業員や一般市民から資金を調達するようになった。株式の発行が増えると、当然ながら株式を換金するための売買市場が必要になってくる。

86年9月に、中国工商银行上海投資信託公司の静安証券部は、一部市民の株式を換金したいというニーズをキャッチし、新しい業務として初めて株式の店頭売買を開始し、店頭市場を創設した。そして、88年4月に、経済特区の深圳で、中国初の証券会社である深圳特区証券公司の窓口で店頭売買が開始された。このように、初期段階の株式市場は、経済改革や企業改革の流れのなかで、一部の中小企業が民間から資金を調達するために、実験的に株式会社制度を導入し、株式を発行してから生成された。株式市場の生成は、直接金融という新しい資金調達方法であり、金融制度改革の一環でもあった。

しかし、当時の社会は、株式に対する認識がまだ浅く、発行した株式は「元本保証」という債券の性格を持つものが多かった。また、店頭市場は取引の窓口が少なく、市場ルールが確立されておらず、株式の闇取引も横行し、様々な混乱が生じた。市場の混乱を解決するために、市場集中取引のできる証券取引所の設立が要請されるようになった<sup>38</sup>。

90年代に入ると、上海と深圳の証券取引所がそれぞれ設立された。しかし、株式市場を巡って「資本主義か、社会主義か」という論争があった<sup>39</sup>。92年鄧小平の「南巡講話」以降、改革・開放が加速され、株式市場に関するイデオロギーの論争は沈静化した。そして、92年の14回党大会は「社会主義市場経済体制」を構築する方針を決め、93年の14期三中全会は「現代企業制度」を確立する政策を打ち出した。この一連の動きは、89年の「天安門事件」による閉塞感を打開するという政治的な配慮も加わり、これから経済改革が実験的な段階から市場経済への体制づくりの段階へと移ることを内外に示し、特に、開設した証券取引所は、改革・開放政策を継続するための象徴的な存在となった。

この時期から、企業改革の方向は、次第に経営請負制から株式会社化へと転換し、その影響を受けて、95年以降、国有大企業の上場が本格的にスタートした。初期段階の株式市場は、上海と深圳の地元の上場企業を中心に構成されたが、90年代の後半から、上海と深圳以外の地域の企業の上場が増え、株式市場は次第に地域的な市場から全国的な市場へと成長した。そして、99年7月に「証券法」が施行され、株式市場の法整備が進んだ。その一方、90年代において、上場企業の前身がほとんど国有企業であるため、上場企業は企業制度改革の「先頭部隊」といわれ、株式市場も国有企業のための資金調達の間と企業改革の間というイメージが強かった。また、この時期から、国有企業は国内の株式市場だけでなく、ニューヨークや香港などの海外市場にも上場し、自ら海外市場の

<sup>38</sup> 王東明(2000)、曹龍騏・李辛白(2003)、阿奎(2008)を参照されたい。

<sup>39</sup> 馬賓(1994)を参照。

試練を受け、国際競争力のアップを図っている。

2001年のWTO加盟以降、証券市場の国際化が段階的に進むと同時に、企業の国際競争力をアップさせるため、吸収・合併(M&A)をしやすい市場環境の整備が求められている。しかし、発行済み株式の三分の二を占める非流通株の存在は、株式市場を通した企業再編の障害となった(表2)。

(表2) 中国上場企業の株式分布状況

(単位:%)

年次	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1. 非流通株	69.25	72.18	66.98	64.47	64.75	65.44	65.89	65.02	64.28	65.25	65.33	64.72	63.95	61.95	62.28	54.02	0.55	0.52
国家株	41.38	49.06	43.31	38.74	35.42	31.52	34.25	36.16	38.90	46.20	47.20	47.39	46.78	44.82	30.70	26.85	0.04	0.01
法人株(a+b+c)	26.63	20.66	22.53	24.63	27.18	30.70	28.34	28.60	23.81	18.29	17.32	16.63	16.40	13.33	5.03	3.83	0.51	0.51
a. 発起人法人株	13.14	9.02	10.79	15.93	18.42	22.61	20.90	19.13	16.95	12.71	11.31	10.89	10.59	7.21	3.79	3.22		
b. 外資法人株	4.07	1.05	1.10	1.40	1.23	1.34	1.42	1.31	1.22	0.88	0.91	0.92	0.98	2.95	0.46	0.39		
c. 応募法人株	9.42	10.59	10.64	7.30	7.53	6.72	6.03	6.16	5.65	4.70	5.10	4.82	4.83	3.17	0.77	0.22		
従業員持株	1.23	2.40	0.98	0.36	1.20	2.04	2.05	1.19	0.64	0.46	0.27	0.17	0.13	0.05	0.02	0.00	0.00	0.00
その他	0.00	0.05	0.16	0.74	0.95	1.18	1.25	1.08	0.92	0.31	0.54	0.53	0.65	3.74	26.54	23.33	0.00	0.00
2. 流通株	30.75	27.82	33.02	35.53	35.25	34.56	34.11	34.98	35.72	34.75	34.67	35.28	36.05	38.05	37.72	45.98	99.45	99.48
A株	15.87	15.82	21.00	21.21	21.92	22.79	24.06	26.34	28.43	25.26	25.69	26.67	27.87	29.78	22.08	21.53	27.69	67.62
B株	14.88	6.37	6.06	6.66	6.45	6.04	5.30	4.60	4.00	3.13	2.85	2.73	2.76	2.85	1.53	1.12	1.1	1.32
C株	0.00	5.63	5.96	7.66	6.88	5.74	4.75	4.03	3.28	6.36	6.13	5.87	5.42	5.42	14.10	23.33	22.22	
一時的に流通制限株																	48.44	30.51
3. 合計(1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

(注1) その他は、非流通株の応じない増資に対して、非流通株主以外の個人、法人、証券投資ファンドおよび戦略的投資家が購入した部分を指す。

(注2) A株は国内投資家向けの株式で、人民元で売買されている。

(注3) B株は海外投資家向けの株式で、上海市場では米ドルで売買され、深?市場では香港ドルで売買されている。2001年6月から、B株市場は外貨を持つ国内投資家にも開放された。

(注4) C株は中国国内で会社登記し、香港などの海外市場に上場している企業の株式を指す。

(出所) 中国证券监督管理委员会編『中国证券期貨統計年鑑』各年版より作成。

しかも非流通株の8割ないし9割前後は国有株であった。このような国有株が絶対多数を占める株式所有構造は、上場企業の企業ガバナンスに弊害をもたらし、問題視されている<sup>40</sup>。そのため、国有株を減らすため、2001年6月に、政府は新規発行の国有株の一部を株式市場で売却して社会保障基金に充てるという国有株を減らす計画を打ち出した。この計画は実験的に試みたが、結局、その後の株価の急落によって計画はやむを得ず中止された。時価での国有株の放出は、株式市場の反応が冷ややかであった。

その後、WTO加盟後の市場環境が大きく変化し、市場競争が一層激しくなり、企業の国際競争力をアップさせるために、株式市場を通じての企業再編は急務となった。一方、株式市場は大量の非流通株を抱え、世界の株式市場を見る限り、どこの国もこのような市場構造がなかった。さらに、非流通株の存在は「会社法」の株式平等原則にも触れることになる。そこで、グローバル・スタンダードの市場を創り、証券市場の国際化を推進するために、非流通株改革の議論が活発となり、非流通株という株式市場の構造的問題を解決しなければならない状況に迫られた。

2005年4月から、政府は非流通株改革を再びスタートさせた<sup>41</sup>。今回の改革は、非流通株主が流通株主に流通の対価（現金や株式）を支払うことで、非流通株改革が順調に進んだ。そして、3年前後の非流通株改革の時期を経て、今後非流通株が段階的に流通できるようになり、制度上で流通株と非流通株の「壁」がなくなり、株式市場はいわゆる「全流通の時代」に突入した。

しかし、今回の非流通株改革は、国有株という非流通株の株主（政府部門や国有集团公司）が流通株主に対して支払った対価（現金や株式）について、株式を購入していない国民に対して不公平という問題が残されている。つまり国有株が全国民の財産であるため、国有株主が一部の流通株主に対価を支払うのは不公平が生じることになる。そもそも非流通株主に対価を支払う根拠は、株式の取得原価にある。つまり、国有株の場合は、一般的に額面価格（1株1元、国有企業の資産を額面で株式に換算する）で株式を取得し、流通株の場合は、IPOの発行価額（一般的に額面価格より高い）で株式を取得する。国有株の取得価格（額面価格）が流通株より低いため、国有株主は流通の権利を得るために、流通株主に対価を支払うべきという。ここでは、政策当局は、株式市場における創業者利得<sup>42</sup>の概念を知らずに非流通株改革が実行された。問題の本質は、国有株の創業者は最終的に全国民である。その意味から、今回の非流通株改革は、改革・開放以降の最大の国有資産の流出事件であると言わざるを得ない。

<sup>40</sup> 株式会社化や企業ガバナンスの問題点について、田中信行「中国の会社法と企業ガバナンス—市場経済化とグローバリゼーション」渋谷博史・首藤恵・井村進哉編（2002）、田中信行「中国的株式会社の存在理由」渋谷博史・田中信行・荒巻健二編（2010）を参照されたい。

<sup>41</sup> そもそも中国の株式市場は、国有株の流出を防ぐため、制度的に市場で売買できる流通株と売買できない非流通株を設定し、発行済み株式の約6割は制度上で一般流通できない非流通株であった。この株式市場の構造的問題を解決するために、政府は2005年4月から非流通株改革に着手した。非流通株改革については、王東明（2008）、357-358ページを参照されたい。

<sup>42</sup> 創業者利得とは、株式会社が設立され、後に上場されたときの創業者が保有する株式を株式市場に売りに出した際に取得できる、株式の時価と払込額面価額との差額のことをいう。ヒルフアディング著、岡崎次郎訳（1982）を参照。

現在では、非流通株が制度的に流通できるようになったとしても、それは国有株を売却することを意味しない。逆に、アメリカ発金融危機の2008年前後では、株価が低迷したため、一部の国有集団会社は、株式市場で国有支配株式会社の株式を買い戻すいわゆる「国進民退」の現象が起こっている<sup>43</sup>。国有株は引き続き中国株式市場の構造を左右する重要な要素として長期的に存在し、その変動は中国株式市場の方向性を決める鍵になることは間違いないであろう。

一方、今回の非流通株改革と合わせて、2006年12月に、国資委は161社の中央企業を2010年までに80社ないし100社に再編する「指導意見」を発表した<sup>44</sup>。その後、株式市場を通じた幾つかの大企業の吸収・合併(M&A)が始まり、株式市場は今後国有企業の再編の場になることが期待されている。

上述のように、中国の企業改革は、経営自主権の拡大および経営請負制などのプロセスを経て、最終的に西側先進国で普及している株式会社制度を参考に、株式会社化が進められてきた。中国の株式市場は、このような株式会社化という国有企業改革の流れの中から形成され、その意味では、株式会社化は株式市場形成の前提条件を与えた。また、株式市場の形成は、直接金融による資金調達の方法が確立され、金融制度改革の一環でもあった。それにより、間接金融を中心とする金融制度システムも変化し始めている。総じていえば、中国の株式市場は、企業の資金調達の間だけではなく、企業改革の間でもあり、「移行経済型市場」の特徴が表れている。

## 2、個人投資家と株式市場

株式市場は投資家がいないと市場が成り立たない。その意味では、投資家は市場の参加者として株式市場の形成と発展を支える最も重要な要素の一つである。中国の株式流通市場の特徴としては、個人投資家を中心に売買されている市場であることが挙げられる。

2010年末現在、個人投資家の有効投資口座数は、すでに1億3,000万口座を超えた<sup>45</sup>。上海と深州市場の重複口座を考慮しても、実際の投資家数は少なくとも7,000万人前後に達し、総人口の5%前後を占める。一体、個人投資家はどのように構成されているのか。投資家調査<sup>46</sup>を見ると、個人投資家は大都市や経済発展の速い東部の沿海地域に集中し、都市部の中間層が投資の主役であり、都市部における大衆投資家が形成されていることがわかる。

改革・開放以降の中国経済は、10%前後の高成長が実現し、この30年間において、少なくとも5億人以上の貧困人口(1人当たり1日の消費が1ドル以下)が減少した<sup>47</sup>。そのうえ、国民のフローの所得が上昇し、ストックの資産も増え

<sup>43</sup> 王東明(2009)、150-151ページを参照。

<sup>44</sup> 国有資産管理委員会「国有資本の調整と国有企業の再編を促進することに関する指導意見」、2006年12月19日を参照。

<sup>45</sup> 中国証券登記結算有限責任公司『業務統計月報』2010年12月を参照。

<sup>46</sup> 個人投資家の調査については、王東明「中国の都市部における大衆投資家の形成—個人投資家調査を中心に」菅原陽心編(2011)を参照されたい。

<sup>47</sup> 世界銀行の報告によると、1981年から2004までの間に、中国の貧困人口は、1人当たり1日の消費が1ドル以下の基準で計算すれば、総人口の65%から10%までに減少し、5億人以上が

ている<sup>48</sup>。さらに、2010年の国内総生産（GDP）は、初めて日本を超え世界第2の経済大国となった。全国平均の一人当たりのGDPも4,000ドルを超えたが<sup>49</sup>、上海、北京、深圳および広州などの沿海地域の大都市の一人当たりのGDPは、すでに1万ドルを突破した<sup>50</sup>。このように、経済が成長すると、一部の人々や一部の地域が先に豊かになり、国民全体の所得や生活レベルも上昇するようになった。現在、沿海地域の一部の都市部は中進国に近い生活レベルにまでアップし、一部の富裕層はすでに先進国並みの生活水準で暮らしている<sup>51</sup>。このように豊かになってきた都市部の大衆投資家が株式に投資し、経済成長の成果は、株式投資にも反映されている。

その一方、格差問題は深刻化し、都市と農村の格差、経済発展の速い沿海地域と内陸部の格差および所得格差が拡大している<sup>52</sup>。近年では、所得格差を反映するジニ係数が0.47という危険水準に達した<sup>53</sup>。また、2010年現在においても、中国の貧困人口は依然として1億人前後が存在している<sup>54</sup>。中国の経済発展は、以上のようなアンバランスの問題が存在し、経済成長の恩恵を貧困層や貧困地

---

貧困から脱出したとみられている。World Bank (2009) を参照。

<sup>48</sup> 2008年農村1人当たりの名目純収入は4,761元に達し、78年の約36倍増（78年から2006年までの実質純収入は7.7倍増）となり、同じ都市部一人当たりの名目可処分所得は15,781元に達し、78年の46倍増（78年から2006年までの実質可処分所得は6.7倍増）となった。国民の所得が増えるなか、2006年末現在の名目個人金融資産は25.34兆元に達し、78年の674倍増、年平均増加率が25.2%である。物価変動を除いた実質個人金融資産は78年の143倍増、年平均増加率が19.7%となった。そして、2008年末現在の名目個人金融資産は35.68兆元に達した。張東生主編・劉浩・王小卓副主編（2007）、98ページ、張東生主編・劉浩・王小卓副主編（2009）、97ページ、国家統計局「2008年国民経済和社会発展統計公報」を参照。

<sup>49</sup> 国家統計局「2010年国民経済和社会発展統計公報」を参照。

<sup>50</sup> 深圳市、広州市、上海市および北京市の『統計年鑑2010』や『統計公報』などによると、4市の2010年1人当たり国内総生産（GDP）はそれぞれ92,771元（13,581ドル）、88,834元（13,006ドル）、78,989元（11,563ドル）、70,452元（10,314ドル）に達した。深圳市統計局、広州市統計局、上海市統計局、北京市統計局のホームページによる。

<sup>51</sup> 『2011年胡潤財富報告』によると、2010年末現在、中国では1千万元以上の資産を持っている富豪は96万人、前年比9.7%増、1億元以上の資産を持っている富豪は6万人、前年比9.1%増となった。

<sup>52</sup> 都市部と農村の所得格差は、80年代と90年代に2倍前後であったが、2002年以降には、それが3倍以上開いた。また、経済発展の速い沿海地域と内陸部の格差については、2006年都市部と農村の一人当たりの所得をそれぞれ地域別で見ると、東部は14,507元、4,971元、中部は9,854元、3,313元、西部は9,657元、2,548元であった。『中国統計年鑑』の各年版、張東生主編・劉浩・王小卓副主編（2007）、45-46ページを参照。また、中国の所得格差と貧困問題に関する研究は、佐藤宏（2003）、李強（2000）、趙人偉、李実、カール・李思勤主編（1999）、李実、史泰麗、別雍・古斯塔夫森主編（2008）などがある。

<sup>53</sup> 劉鋼（2008）を参照。

<sup>54</sup> 新聞報道によると、2010年に、中国の貧困基準（1人当たり年平均純収入）が1500元以下に引き上げたため、貧困人口は1億人に達する可能性がある。ちなみに、2008年、2009年の貧困基準は1196元以下であった。「貧困人口重返1億怎麼弁？」『人民日報（海外版）』2011年3月31日を参照。また、世界銀行の基準（1人当たり1日の消費が1.25ドル以下）で計算した2005年中国の貧困人口は、2億5,400万人にものぼるという研究報告がある。World Bank (2009)を参照。

域に与えていないという現実が浮き彫りになった。以上の投資家調査<sup>55</sup>から見ると、農村地域や農林水産業の投資家は極めて少ない現状があり、株式投資にもこのような格差問題が反映されていると考えられる。

以上みてきたように、経済が成長した結果、この30年間に於いて、物価変動を除いた国民の実質所得は、7倍ないし8倍前後増加した。所得が増えたため、多くの国民は貧困から脱出し、生活レベルもアップした。そして、90年代から、一部の国民はゆとりが出てきて株式に投資できるようになった。そのタイミングで、株式市場は形成され、個人投資家数も増え、株式市場の規模が拡大したのである。ここでは、経済成長がもたらした大衆投資家の形成、特に中間層投資家の形成は、株式市場を支える最も重要な要素の一つであることが明らかである。

#### 四、むすびにかえて

以上で述べたように、中国の株式市場は、改革・開放以降の様々な国内外の諸要因の影響によって形成され今日まで拡大してきた。その国際的側面あるいは国際的要因は、主に冷戦終結後のグローバル化が進展する中で、先進国のアメリカ型モデルが示した市場経済と民主主義の方向性や日本型モデルが提示した株式持ち合いという外資買収の防衛策は、中国にインパクトを与えている。また、WTO加盟は、株式市場の開放を促す「外圧」となったが、華人のネットワークは、海外と国内市場をつなぐパイプ役となった。その一方、ロシアの民営化の混乱は、中国の反面教師になったうえ、ここで、国有企業改革や民営化の方法は、多様な選択肢と可能性があることを示している。さらに、2008年のアメリカ発の金融危機は、市場の「失敗」を示すと同時に、金融市場の不安定性が中国に警鐘を鳴らした。

一方、中国株式市場の形成と発展は、以上の国際社会からの様々なインパクトを受けながら、自国の条件に合わせて株式会社化が進み、中国独特な株式市場が形成された。ここでは、中国株式市場の最大の特徴は、発行済み株式の半数以上が国有株であり、政府が最大の株主になったことである。この中国株式市場の構造的特質は、「漸進的な改革手法」と「社会主義市場経済」の方針と関連し、また国有企業の株式会社化のプロセスと密接に関わっていると考えられる。中国の株式会社化は、民間資本を「動員」して国有企業に組み入れ、国有資本と民間資本の「結合型」の株式会社化であり、旧ソ連の「国有資産の分配型」の株式会社化とは違う。その意味では、現段階の中国株式市場は、「移行経済型市場」であると言わざるを得ない。

株式市場形成のもう一つの国内的要因は、個人投資家の形成である。現在の株式市場は、都市部における大衆投資家が形成され、そのうち、都市部の中間層および経済発展の速い沿海地域の投資家が投資の主役となった。これは経済成長の成果であり、豊かになっている国民が株式を投資できるようになったの

---

<sup>55</sup> 個人投資家調査を見ると、農林水産業の投資家は極めて少なく、投資家全体の1%前後を占める。王東明「中国の都市部における大衆投資家の形成—個人投資家調査を中心に」菅原陽心編（2011）を参照。

である。

株式市場の今後の課題は、個人投資家の育成と国有株の対処である。農村地域の投資家および内陸部の投資家を如何に育成するのか、都市部のミドルクラスを如何に拡大させるか。これらの問題は、経済成長を維持しながら国民全体の生活レベルを底上げしていく必要があり、また格差問題を是正する必要もある。そして、発行済み株式の半数以上の国有株に対して、今後如何に管理・監督していくのか。国有資産管理体制の確立と上場企業の企業ガバナンスのあり方は、その鍵になると考えられる。

#### 参考文献

- Kornai, Janosh (1980)
- Frederic S. Mishkin (2006), *The Next Great Globalization*, Princeton University Press, 2006.
- Joseph E. Stiglitz (2006), *Making Globalization Work*, W. W. Norton & Company, Inc. (ジョセフ・E・スティグリッツ (2006) [楡井浩一訳]『世界に格差をばら撒いたグローバリズムを正す』徳間書店)
- World Bank (2009), *Poverty Reduction and Economic Management Department, East Asia and Pacific Region*.
- 馬賓(1994)『企業改革与股份制』中国国際広播出版社。
- 馬家駒編 (1994)『中国経済改革的歴史考察』人民出版社。
- 王喜義編 (1994)『中国股市変奏曲』中国人民大学出版社。
- 林毅夫・蔡昉・李周 (1994)『中国的奇蹟：発展戦略与経済改革』上海三聯書店・上海人民出版社。(林毅夫・蔡日方・李周 (1997)『中国の経済発展』(渡辺利夫 [監訳]、杜進 [訳]) 日本評論社)
- 董補初等主編 (1995)『中国国有企業制度変革研究』人民大学出版社。
- 徐之河、李令徳 (1996)『中国公有制企業管理発展史続篇 (1966—1992)』上海社会科学院出版社。
- 趙人偉、李実、カール・李思勤主編 (1999)『中国居民收入分配再研究—経済改革和発展中的收入分配』中国財政経済出版社。
- 李強(2000)『社会分層与貧富差別』鷺江出版社 (李強 (2004)『中国の社会階層と貧富の格差』ハーベスト社)。
- 錢小安 (2000)「加入 WTO 对中国銀行業和金融調控的影響及对策」『金融研究』、第2期。
- 李玉編 (2000)『伝統文化与中日両国社会経済発展』北京大学出版社。
- 曹龍騏・李辛白(2003)『深圳証券市場十二年』中国金融出版社。
- 逢丹・楊曉晶 (2007)「中国留学人材安全的現状与政策分析」『2007 中国人材発展報告』中国網、6月5日。
- 王輝耀編 (2007)『缤纷海归』中国発展出版社。
- 張東生主編・劉浩・王小卓副主編 (2007)『中国居民收入分配年度報告 (2007)』中国財政経済出版社。
- 張東生主編・劉浩・王小卓副主編 (2009)『中国居民收入分配年度報告 (2009)』経済科学出版社。

阿奎 (2008) 『喧嘩与騒動—新中国股市二十年—』 中信出版社。

劉鋼 (2008) 「中国基尼係数的未来走勢」 『企業經濟』 第 3 期。

李実、史泰麗、別雍・古斯塔夫森主編 (2008) 『中国居民收入分配研究Ⅲ』 北京師範大学出版社。

赤松要 (1945) 『經濟新秩序の形成原理』 理想社。

赤松要 (1965) 『世界經濟論』 国元書房。

ヒルファディング著、岡崎次郎訳 (1982) 『金融資本論』 全二冊 岩波文庫。

小宮隆太郎 (1989) 『現代中国經濟—日中の比較考察』 東京大学出版会。

橋本寿朗 (1991) 『日本經濟論—二十世紀システムと日本經濟』 ミネルヴァ書房。

遊仲勲 (1993) 『華僑は中国をどう変えるか—未来の「資本主義」大国の行方を探る』 PHP 研究所。

小島清 (1994) 『応用国際經濟学』 文真堂。

朱炎編著 (1995) 『華人ネットワークの秘密』 東洋經濟新報社。

長岡貞男／馬成三／S・ブラギンスキー編 (1996) 『中国とロシアの産業変革—企業改革と市場經濟』 日本評論社。

渋谷博史・井村進哉・中浜隆編 (1997) 『日米の福祉国家システム—年金・医療・住宅・地域』 日本經濟評論社。

渋谷博史・丸山真人・伊藤修編 (2001) 『市場化とアメリカのインパクト—戦後日本經濟社会の分析視覚—』 東京大学出版会。

渋谷博史・井村進哉・花崎正晴編 (2001) 『アメリカ型經濟社会の二面性—市場論理と社会的枠組—』 東京大学出版会。

渋谷博史・内山昭・立岩寿一編 (2001) 『福祉国家システムの構造変化—日米における再編と国際的枠組み』 東京大学出版会

渋谷博史・首藤恵・井村進哉編 (2002) 『アメリカ型企業ガバナンス—構造と国際的インパクト』 東京大学出版会。

渋谷博史 (2005) 『20世紀アメリカ財政史 [I]、[II]、[III]』 東京大学出版会。

渋谷博史・田中信行・荒卷健二編 (2010) 『アメリカ・モデルとグローバル化—III』 昭和堂。

王東明 (1997) 「中国国有企業の『現代企業制度』改革—福州第二化学工場の事例を中心に—」 『証券經濟研究』、第 5 号、1997 年 1 月。

王東明 (2000) 「中国株式市場の形成過程—A 株 (国内投資家向け株式) 市場を中心に—」、慶応義塾大学地域研究センター編 (共著) 『アジアの金融・資本市場—危機の内層—』 慶応義塾大学出版会。

王東明 (2004) 「中国の WTO 加盟と金融・資本市場の開放」 『通貨・金融危機後のアジア經濟の再編成と構造変化およびその影響に関する実態調査研究』 (平成 13 年度～15 年度科学研究費補助金、課題番号：13572021、研究成果報告書)、8 月。

王東明 (2008) 「要覧：証券」中国研究所編 『中国年鑑 2008』 毎日新聞社。

王東明 (2009) 「動向、經濟：証券・保険」中国研究所編 『中国年鑑 2009』 毎日新聞社。

荒卷健二 (1999) 『アジア通貨危機と IMF—グローバル化の光と影』 日本經濟評論社。

- 黒田篤郎 (2001) 『メイド・イン・チャイナ』 東洋経済新報社。
- 佐藤宏 (2003) 『所得格差と貧困』 名古屋大学出版会。
- 山口重克編著 (2003) 『東アジア市場経済：多様性と可能性』 お茶の水書房。
- 山口重克 (2008) 『現実経済論の諸問題』 お茶の水書房。
- 伊藤宣生・張侃 (2005) 「中国における企業形態—その現状の紹介」 『山形大学紀要 (社会科学)』 第 35 巻第 2 号。
- 門倉貴史 「ロシアの人口減少は日本より深刻」 『BRICs の素顔』、NOnline、2006 年 6 月 26 日、  
<http://business.nikkeibp.co.jp/article/world/20060621/104822/>。
- ティム・D・マッカーシー 「資本主義経済への移行—国有資産の分配の新興財閥の台頭」 ロシア経済教室 (1)、JPB コラム、Vol. 05、2004 年 3 月 1 日。
- 加藤志津子 (2006) 『市場経済移行期のロシア企業—ゴルバチョフ、エリツィン、プーチンの時代』 文真堂。
- 今井健一・渡邊真理子 (2006) 『企業の成長と金融制度』 名古屋大学出版会。
- 座間紘一編著 (2006) 『中国国有企業の改革と再編』 学文社。
- 中本悟編 (2007) 『アメリカン・グローバリズム—水平な競争と拡大する格差』 日本経済評論社。
- 柴田徳太郎 (2009) 『資本主義の暴走をいかに抑えるか (ちくま新書)』 筑摩書房。
- 菅原陽心編 (2011) 『中国社会主義市場経済の現在』 お茶の水書房。