

書評

王東明著

『中国株式市場の形成と発展 (1978～2020)』

(関西学院大学出版会, 2022年)

童 適 平

1. 始めに

社会主義である中国において、1990年に資本市場の象徴である株式の流通市場が40年振りに上海と深圳に設置された。30年の歳月を経て、これら証券取引所は世界でも有数の大規模な市場へと成長を果たしたものの、昨年にアリババグループ傘下のアントグループが上海証券取引所と香港証券取引所への上場を直前になって中止させられ、またニューヨーク証券取引所に上場していた配車サービスの滴滴出行(ディディ)が、上場から僅か5ヶ月後に上場廃止を余儀なくされるなど、世界の市場関係者を驚かせるようなニュースも報じられている。

中国の株式会社や株式市場の動向は、絶えず世界の注目を浴びている。本書『中国株式市場の形成と発展 (1978～2020)』の出版は、誠に時宜を得ていると言えよう。

本書は、序章と終章を含めて全11章、50万字以上におよぶ大著である。著者である王東明氏(大阪公立大学商学部・経営学研究科准教授)は、数十年間をかけて本書を書き上げたと聞いている。まさに王氏の十年一剣の研鑽が結実した力作である。

本書の特徴として、第一に、中国の株式市場の発展について、その歴史的な経緯を丹念に考察している点を挙げる事が出来る。これは言わば中国株式市場分析の「縦」の視点と呼べよう。社会主義計画経済の問題点、改革開放政策の内容とその進化、グローバル化の必要性と経済成長における株式市場の役割など、中国改革開放政策のロジックを用いて歴史的な経緯を考察している。

第二の特徴は、中国改革開放政策の背景の考察であり、「横」の視点からの考察である。「縦」の視点だけでは、中国の改革開放政策はあたかもロードマップを持って進められたような印象を与えてしまう。これは中国の現実に合わない。鄧小平氏が述べるように、中国の改革は「石を探りながら、川を渡る」で進められてきた。確かに「川を渡る」という目標は活力のない計画経済から活力のある経済への移行をもたらしたが、改革の途中で何が活力のある経済であるかは必ずしも明確ではなかった。改革の途中で明かとなった問題を解決し、更に改革を進めていったのである。従って、歴史の「縦」を考察するとともに、「横」の視点を持ってその背景を考察することは、改革のロジックを理解するためにも非常に重要である。

本書の第三の特徴として、膨大な資料の引用と紹介を挙げることができる。中国株式市場に関する法令、行政による通達、政府機関の統計データだけではなく、研究機関の調査、研究者の研究論文ならびに新聞記事や発生した事例などを満遍なく集めて掲載している。これらに対して著者が分析を加えて活用した結果、本書は中国株式市場の資料集としても非常に有用であり、中国株式市場の研究にとって重要な学術研究となっている。特に本書が日本語で書かれた意義は大きく、日本における中国株式市場研究の集大成とも呼べ、これからの同分野の研究にとって誠に貴重な先行研究であると評価できる。

2. 本書の内容と概要

本書の構成は以下のとおりである。

- 序章 課題と構成
- 第1章 株式会社制度の導入
- 第2章 株式市場の生成
- 第3章 株式市場の拡大と市場の問題点
- 第4章 都市部における大衆投資家の形成
- 第5章 株式所有構造と企業効率
- 第6章 上場企業のコーポレート・ガバナンス
- 第7章 B株市場の創設
- 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
- 第9章 中国のWTO加盟と金融・資本市場の開放
- 終章 中国株式市場の展望

本節では、目次に沿って本書の内容を紹介する。

序章の「第1節 研究課題」で、著者は本書の課題として「一体なぜ中国の株式市場は、生成からの30年間で急成長を遂げたのか。その原因は何か。また、「社会主義市場経済」の枠組みのなかで、中国の株式市場は、どのような特徴を持ち、先進国の市場とどこが異なるのか。さらに、計画経済から市場経済への移行プロセスのなかで、中国の株式市場はどのような役割を果たしてきたのか。」(p.4)と記している。また本節では、中国株式市場の構造的な特徴として①国有株による支配権の維持、②民間資本の動員、③個人投資家の投資、④外国資本の動員、の4点を挙げ、それぞれに解説が加えられている。続く「第2節 問題意識と分析視角」では、「この40年間の中国経済成長の要因は、改革・開放政策の実施の一言に尽きるといえよう。」の一文から始まり、改革開放政策の下での国有企業改革の諸段階を紹介している。国有企業改革、個人所得の急上昇、外資の導入やWTOへの加盟などが中心的な記述となるが、評者もこれらが中国の株式市場を急成長させた要因であると理解している。

第1章は、計画経済から市場経済への転換の過程で、企業投資制度が従来の投資資金の無償配分（財政投資）から銀行貸し出しへと変化したことにより企業の資金不足が生じたこと、並びに、経営の自主権拡大を伴う企業制度改革が、株式発行と株式会社導入の原動力となったことを述べている。さらに、このような中央政府の行動に加えて、地方政府による株式発行による資金調達への積極的な姿勢や、国際金融センターとしての香港の存在は、中国の制度に影響を与えていた。しかしながら、株式会社制度の導入には多くの論争があったことも事実である。本章では中国国内における論争も併記され

ている。

第2章では、上海と深圳の株式発行、株式取引の店頭市場および証券取引所成立の過程を紹介し、中国株式市場の形成に導いた要因を解説している。続く第3章は、株式市場の成長を時系列的に7つの段階に分けて網羅的に整理し、上場企業数、時価総額と上場企業の資金調達額などから株式市場の規模拡大を概観するとともに、株式取引額や売買回転率などの指標を用いて株式の流通市場の概況を分析している。さらに第3章は、国有商業銀行の財務指標の改善や上場企業の配当状況から、株式会社制度導入による企業改革の成果の説明とともに、発行市場、流通市場、証券犯罪と会計操作など、株式市場の問題を提起している。

第2章と第3章で株式市場の全体の歴史を俯瞰した後、第4章は個人投資家に焦点を当て、株式市場の個人投資家の基本状況と特徴を説明している。個人（家計）所得と家計資産の変化に着目し、改革開放による家計の所得増加と株式市場における個人投資家の変化を分析している。物価変動を除いて、2019年の都市部の1人当たりの名目可処分所得は1978年の17倍、農村部では20倍まで増加した。中国の株式市場の規模の拡大の背景には、所得の増加により家計の金融資産残高が2004年の18兆369億元から2014年の84兆5,232億元に増加したことがある。さらに、『中国証券報』と深圳証券取引所の個人投資家調査を中心に、個人投資家の基本状況（第2節）、個人投資家の投資状況（第3節）と個人投資家の市場認識（第4節）に詳細な分析を加えている。これらの分析において、株式市場における個人投資家の金融資産の構成と家計全体の金融資産の構成が大きく違うこと、株式売買回転率が高いこと、損失を出した個人投資

家の比率は利益を得た個人投資家より高いこと、キャピタルゲインは投資家の主要投資目的となっている、などは印象的である。また投資家の意識調査から、上場株式のインサイダー取引、政府による政策の不安定性、上場企業の情報開示不足と筆頭株主による支配は、多くの投資家が問題であると認識している。

第5章では、上場企業の株式所有構造と企業業績に焦点を当てている。第1節は、鉱工業生産額に占める経営形態別企業の構成変化を観察した結果、国有企業の比率は急速に低下し、私営企業の比率が上昇したほか、外資系企業の比率は2005年前後から低下傾向にあることや、有限責任会社や株式会社などの企業の経営形態が多様化していることが浮き彫りとなっている。第2節は上場企業の株式所有構造を分析し、企業の所有制度についての中国政府の政策を評価している。上場企業の業績を扱った第3節は、上場企業全体のROEの低下傾向と負債比率の上昇傾向、上場非金融企業のROEが上場企業全体より低いなどの事実を指摘しており興味深い。第4節では、上場企業を対象とした著者による独自の調査分析を紹介している。この調査分析は、2004年に上場企業424社を対象として実施した1996年から2003年までの期間の株式所有構造と企業業績との関連性の検証を、さらに期間を2005年まで延ばした分析である（標本企業数は381社）。企業業績（ROE）に対して、非流通株である政府所有の国家株が負の影響、法人株が正の影響を与えており、流通株であるA株は影響しないという仮説が成立したという検証結果を得ている。

第6章では、経営者の変化と経営者の報酬、企業内共産党組織の役割と企業の意思決定の変化を取り上げている。専門的経営者を対象とす

る第1節は、上場企業の公開資料に基づいた著者の分析、著者が自ら行ったアンケート調査、中国政府機関の調査および他の研究調査など幅広い研究調査を整理している。その結果、上場後に企業の経営者は競争圧力を感じるようになり経営意識や経営者の若返り、学歴重視などの変化が見られるが、経営者における共産党員比率の高さは継続しており、経営者の選任に党組織・政府が依然として権限を持つことが示されている。経営者報酬を扱う第2節は、上場企業を含めた国有企業経営者の汚職事件が多発する問題を意識して、上場企業経営者の報酬形式とインセンティブとの関係を述べている。第3節は、企業内の共産党組織の役割の解明に取り組んでおり興味深い。改革開放とは言え、共産党のリーダーシップを否定するものではなく、共産党組織は引き続き拡大している。2021年6月現在で、中国共産党員数は9,514万8,000人、党の末端組織数は486万4,000である (<http://j.people.com.cn/n3/2021/0701/c94474-9867342.html>)。第19回党大会で改正された『中国共産党章程』の第30条では、企業、農村、機関、学校、科(学)研(究)院所、街道社区、社会組織、人民解放軍連隊およびその他下部組織において、正式党員が3人以上になれば、党の下部組織を設立しなければならないと規定されている。数百万におよぶ末端組織の多くは企業内に存在する。国有企業と集団所有制企業の党組織は、政治的な役割を果たしながら企業の生産経営活動に参加するとともに、企業的意思決定にも参画している。第3節では、株式会社制度を導入した従来の国有企業において、党組織、労働組合や従業員大会が、どのようにして株主総会、董事会および監査会と併存しているのか、ならびに党組織幹部と会社役員が兼任されるという人

事の融合を通じて、党組織は企業トップの人事権を事実上握っており、様々な兼任を通じて企業の実権を掌握していることが明らかにされている。それ以外の非公有制企業に内在する党組織は、党の方針・政策を貫徹しながら企業の法令遵守を監督するが、直接は企業の経営活動には干渉しないことも示されている。第4節は、国有企業において党組織が企業内のあらゆる組織を凌駕し、企業的意思決定や労使関係の調整を関与し、コーポレート・ガバナンスの核的存在となっており、株式会社制度を実施した株式会社は西側流の株主総会、董事会と監事会というシステムを導入しているものの、党幹部と企業役員の兼任を通じて党組織の機能が巧妙に組み込まれた独自のコーポレート・ガバナンス体制が構築されている。上場企業の経営者は意思決定機関としての董事会を重く見ており、一番重視している株主は国家株主であることも著者が実施した上場企業調査で明らかとされている。これは、株主総会は企業意思決定機関であるという「会社法」の規定に合致している。つまり、国家株主の代表としても、人事権を通じて董事会を掌握することにしても、政府は依然として企業的意思決定に大きな影響力を持つという結論になる。このような第6章の分析は詳細で、中国出身の研究者ならではの洞察力を備えた分析は大いに研究者の参考になると期待される。

第7章から第9章までは中国株式と株式市場の国際化に焦点を当てている。

第7章では、外国投資家向けのB株式市場(米ドル建てと香港ドル建て中国企業発行株式)の創設背景、現状とその問題を解明している。

第8章は、中国国有企業の代表である中国石化上海石油化工有限公司を例に挙げながら、中

国企業の海外上場の概況を紹介するとともに、中国石化上海石油化工有限公司の上場前後で、財務状況を比較しながら株式上場の効果を評価している。さらに、上場基準、会計基準と情報開示制度など、中国企業の海外上場に伴う問題や市場取引価格の違いなど上場後の問題を指摘している。

第9章では、WTOへの加盟後に、外国の銀行、証券会社、保険会社の中国金融市場への参入およびGFII（適格外国機関投資家）に該当する外国投資家に対する中国資本市場の開放状況をまとめている。

終章は本書の結論を整理したうえ、第2節で中国資本市場を展望している。Z/Yenグループが発表した国際金融センター指数（GFCI）ランキングで上海は世界3位となっており、中国市場の将来性を楽観視している。

3. コメント

本書の功績はすでに述べた通りである。本節では、本書に対する若干の意見を評者の願望を交えて記したい。

数十年かけた研究ゆえに重複は免れないのであろうが、目次（第1章～第3章）からみても分かるように、第1章と第3章は記述の重点に違いがあるものの、ともに株式会社制度の導入と株式の発行を扱っている。また、第2章の取引所に関連する記述も第1章や第3章と重複している箇所がみられる。

著者の説明によれば、株式会社制度の導入と株式市場の成立は、（中央）政府の不本意の産物である。経済体制改革の成り行きから、中央政府からの認可がないまま、ある程度地方政府の後押し受けながらの自然発生的なものとされ

ている。著者はこれを「下（地方）からの改革」と名付けている。天安門事件の後、鄧小平南巡講話に弾みが付き、社会主義市場経済が掲げられ、株式会社制度と株式市場は社会主義市場経済の内容として正式に認可されたため、「地方からの改革」から「社会主義市場経済の内容としての改革」の新段階に入ったが、この2つの段階を区別して、地方からの改革の特徴を強調するため、同じ株式市場の歴史を扱う第1章と「地方市場時代」の第2章、そして第3章を「全国市場時代」に分けて記述したそうである。

このような著者の説明には一理ある。確かに共産党指導の経済改革において、資本主義の象徴である株式市場はなかなか受け入れがたい存在である。1949年に上海を占領して、真っ先に上海証券取引所を閉鎖したことはこれを物語っている。80年代後半、株式会社制度の導入は国有企業改革の自然な流れであるが、なかなかお墨付きは得られなかった。ましてや、証券取引所の設立はまったくの論外であった。天安門事件以後に、西側から改革開放政策の協力を得るため、鄧小平氏は南方講話を発表したのである。これを契機に、証券取引所の設立が認可された。それにもかかわらず、その後の道りは紆余曲折である。これは海図なき中国改革の宿命であり、この紆余曲折は今も続いている。評者としては、事件に関する論争や背景の違いに重点を置くよりは、事件そのものの変化を主軸として整理した方が分かりやすいのではないかと思う。

続いて、資料引用についてである。まずは中国の家計金融資産である。

p.198「(表4-3) 中国家計資産の状況」において、2015年と2017年の家計資産に占める金融資産比率はそれぞれ16.5%と16.3%であるのに

対して、p.223「(表4-14) 主要先進国と中国の家計資産構成（2014年）」においては、中国の家計の金融資産比率は40.7%となっている。両者の相違に特に説明はない。引用した出所の違いから生じたものであろうか。

また同様に、p.197「(表4-1) 中国家計金融資産の内訳」によれば、2014年家計の金融資産は84兆5,232億元であったが、2015年の1人当たり平均資産は14.42万元で家計資産に占める金融資産比率は16.5%であると示された。「(表4-3) 中国家計資産の状況」(p.198)のデータに基づいて計算してみると、2015年中国家計金融資産は(14.42万元*16.5%*137,462万人=)32兆7,063億元になる。これは表4-1の数値を大きく下回っている。このような相違の原因も引用した出所の違いにある。前者は中国人民銀行の報告書であるが、後者は経済日報社の調査である。普通に考えれば、後者と比べ、前者の方の信頼性が高い。そして、表4-14の金融資産比率40.7%と表4-3の1人当たり平均資産14.42万元で試算してみれば、表4-1に近いデータが弾き出せる。いずれにしても、出所が異なるデータを引用する時に結果に違いが生じたときには、説明を加える必要があろう。

第6章の上場企業のコーポレート・ガバナンスの資料の引用についても指摘したい。

この章で引用した調査資料は、ほとんどが2000年より前の調査である。資料公表の時点から20年以上経過しており、日進月歩の中国企業の現状を説明するのに適切な資料であろうか。また、引用した企業経営者の政治姿勢と任命方法などの資料(表6-5)、(表6-7)、(表6-13)は中国政府機関による企業全体への調査結果であり、上場企業に限るものではない。章のタイトルは「上場企業のコーポレート・ガバナンス」

であるため、実態を正確に表してはいていないのではないか。共産党指導と政府の関与が続いている現在、上場企業といえども、企業全体の状況とはあまり変わらないかもしれないが、上場企業に焦点を当てた調査資料の引用が無理であれば、本文中で注記すべきであろう。

第3章以降の株式市場に関する論点や分析にはほぼ同意し特に異存はないが、書評の最後として、若干の感想を述べたい。

(1)「政府が企業の支配権を維持する目的は、外国資本の支配を排除し、また、国内の利己的な利益を優先する個人投資家による企業支配を抑制することにある。…企業制度改革のなかで、全人民の財産としての国有企業を守り、そこから得られる利益を最大化するという狙いがあると考えられる。」(p.5)。

利己的な利益を優先しない投資家が存在するであろうか。国有企業を守るなら、国有企業の改革はすべきではない。「そこから得られる利益を最大化する」ことは幻想、もしくは国有企業の支配権を持つ人物の腐敗をもたらす仕組みでしかない。

(2)「外部による経営支配を排除する理由は、個人投資家や外国資本が株式所有を通して企業の経営権を握る懸念が大きいからといえよう。つまり、個人投資家や外国資本は、企業の経営権を握ると、何をするかわからないからである」(p.6-7)。

何をするかわからないという懸念を払拭するもっとも良い方法は計画経済の継続である。資本主義市場経済は常に懸念につきまといわれる。

(3)「さらに、計画経済体制下の国有企業の最大の問題は、企業の経営自主権がないということに集約できる。」(p.8)

計画経済体制下の国有企業は経営自主権を持

たないのは当たり前である。計画経済体制と経営自主権を持たない国有企業は必然的な結合である。国有企業に経営自主権を与えれば、自ずと計画経済体制の崩壊を導く。中国の経済改革はこれを証明した。

著者が記述したように、「国有企業改革は四つの時期（経営自主権拡大（1978-1986）、経営請負制（1987-1991）、現代企業制度（1992-2002）、国有資産管理体制確立（2003-2020）を経て株式会社制度導入にシフトするようになった」（p.49）。効率を求めるならば、企業経営の責任、権限と利益を含めた企業活性化の条件は不可欠である。これは計画経済体制と矛盾している。この現代企業制度とは、資本主義の象徴である株式会社制度の呼び方を政治的に避けるために、中国の学者が考え出したごまかしの方法で、株式会社制度そのものである。現代企業制度（つまり、株式会社制度）の導入は2002年に止まるものではなく、現在も進行中である。国有資産管理体制の確立は「国進民退」の象徴で、国有企業改革の逆戻りである。

(4)終章の中国資本市場の展望についてであるが、本書は国際金融センター指数（GFCI）ランキングを引用して、中国資本市場を展望した。評者の理解では、資本市場は金融市場の一部であり、金融市場が十分に発達すれば、国際金融センターになる。国際金融センターを資本市場に据えかえる著者の意図が分からない。たとえ代替ができて、GFCIのランキングの手法などの詳細も分からないが、上海、北京と深圳が上位10センター都市にランキングされたことに疑問を感じた。私見であるが、国際金融センターになる必須条件の一つは通貨の自由交換である。中国国際収支バランスシートを見る限り、2009年以降、「誤差と脱落」は一貫してマイナスを記録している、つまり十数年にわたって原因不明の資本流出は続いている。それゆえに、中国資本市場が信頼される国際金融センターとなるまでには長い道のりがあると感じている。

（獨協大学経済学部教授・当研究所客員研究員）