

<b>Title</b>	王東明：『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。
<b>Author</b>	福光, 寛
<b>Citation</b>	経営研究. 73(2); 39-45
<b>Issue Date</b>	2022-08-31
<b>ISSN</b>	0451-5986
<b>Textversion</b>	Publisher
<b>Publisher</b>	大阪公立大学経営学会
<b>Description</b>	

Osaka Metropolitan University

## 【書評】

王東明『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。

福 光 寛

## 1 はじめに

本書の著者王東明先生は、中国の証券市場形成史研究で、群を抜いた存在だといえる。証券市場研究にはさまざまな論点があるが、その国際的側面を含めて全体に目配せしながら、現代までを射程とする中国証券市場形成史を研究されているという点では、日中を通じてほとんど唯一の存在だといえる。本書はその王先生が、長年の研究の全容を単著の形で提示されたものである。これまでも王先生は多数の論文を発表されているが、それら個々の論文が、王先生の中国証券市場形成史研究のなかで、どのように位置付けられ、またどのように互いに関係しているか。それがまさに本書によって論じられている点である。

本書はまず「課題と構成」と題された序章があり、その後に第Ⅰ部「中国株式市場の形成過程」は第1章から第6章までの6章編成、さらに第Ⅱ部「中国株式市場の国際的インパクト」は第7章から第9章までの3章編成があって、最後に「中国株式市場の展望」と題した終章が置かれている。序章と終章を含めると11の章で構成されている。また参考文献、年表、索引など付属するものも含めると全体で590頁である。

王先生の調査研究の手法は、オーソドックスな文献調査、現地でのヒアリングやアンケート調査、さらに数量的分析まで組み合わせたものである。文献リストの驚異的な包括性からは、対象を客観的に明らかにしようとする先生の真摯な姿勢をうかがうことができる。

以下この書評では、まず本書の目的、研究仮説、さらに研究史上の意義について、王先生自身の言葉で確認する。冒頭述べたように、中国証券市場の形成史研究者のなかで、現代までの射程をもち、国際的側面を含め全体的目配せをする研究者という点で、王先生は唯一無二の存在である。それゆえに王先生が語られている、本書の目的とするところや意義とされるところは、これまで誰も主張したことがない、新たな見解の表明だといえる。この書評では、まずそ

の内容を確認する。そのうえで、あとは紙幅の許す限りになるが、王先生の本書の記述の中で重要と思われる点について、私の理解と見解を述べることにしたい。

## 2 本書の目的、研究仮説、研究史における意義

本書の目的について王先生自身の言葉を引用する。「本書の目的は、市場経済化と経済のグローバル化という二つの視点から改革・開放以降に形成された中国の株式市場を考察し、移行経済期における中国株式市場の構造的特徴を解明することにある。」(本書4頁)。本書は「先行研究を踏まえて、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株式市場の形成過程を考え、中国株式市場における「移行経済型市場」の構造的特徴を解明する。」(同39頁)。

また本書の研究仮説は以下のように立てられている。中国株式市場の形成と発展は「三つの「場」と四つの「力」の相互作用の結果である」(同509頁)。

三つの「場」とは、中国の「株式市場は、生成の段階から国有企業のための資金調達」「場」と企業改革の「場」という二つの「場」の役割を果たしてきた」(同503頁) ことに加え、「2000年代の半ばから」「株式市場は、民営企業の資金調達の「場」にもなりつつあり、ベンチャー企業やハイテク企業およびイノベーション型企業の上場は、株式市場発展の新潮流となっている。」(同前) という三つの「場」である。四つの「力」とは、「下からの改革」の「力」、「上からの改革」の「力」、民営企業を中心とする「創業・創新(技術革新)」の「力」および「外圧による改革」の「力」という四つである(同509頁)。「本書は、以上の三つの「場」と四つの「力」に焦点を当てて、中国株式市場の生成と拡大のプロセスを体系的・歴史的に考察し、株式市場の基本的な特徴を捉え、市場の全体像を把握することを目的としている。」(同504頁)。

また先行研究にはなお欠けている点があり、その欠落を埋める点に研究史における本書の意義があると王先生は指摘されている。「以上の中国株式市場に関する研究は、株式市場の形成と発展の諸側面を考察しているが、株式市場と企業改革との関係を体系的に捉えるものは少なく、株式市場の資金調達の主役である個人投資家を分析するものも少なかった。さらに、株式市場の形成における上場企業の資金需要、個人投資家の投資および政府の株式会社化改革という国内の三要素を総合的に考察し、その内在的ロジックを把握する研究は、ほとんどなかった。それに加えて、グローバリゼーションという国際的背景の下で、外国資本の「動員」および先進国の市場制度や市場理念は、いかに中国株式市場の形成と発展に影響を与えるかについての研究も少なかった。」(同39頁)。

## 4 中国株式市場の構造的特徴—ロシアとの対比

では本書が解明することを目的とした、「移行経済期における中国株式市場の構造的特徴」

あるいは「中国株式市場における「移行経済型市場」の構造的特質」とはなにか？これも王先生自身の説明があるのでそれを引用する。

「以上の中国株式市場の構造的な特徴をまとめると、それは国有株による支配体制の維持と、できる限りの民間資本（個人投資家と外国資本）の利用という2点に尽きると思われる。」（同6頁）。そして「全人民の財産である企業や社会の利益を守るために、政府が国有株を残して経営支配権を保持することは、国民利益の最大化につながり、この点で正当化されている。」（同7頁）。「この株式市場の構造的な特徴は、「社会主義市場経済」という中国の発展モデルと関わっており、また漸進的な改革手法とも関連し、中国の株式市場を構成するもっとも重要なファクターである」（同前）。

社会主義市場経済の根幹と思える「国有株による支配体制の維持」に関連して、王先生は、ロシアでは「国有資産分配型」の民営化が行われ、中国とは異なり株式が資金調達に結びつかなかったことを指摘され（同24-26頁）、また日本が、企業グループの株式持ち合いを外国資本による企業買収に対する防衛策としたことを指摘し、中国で国有株全面売却しなかったことにも同じ狙いがあったとさらに指摘されている（同20-21頁）。

まずロシアとの対比であるが、ロシアのバウチャー（民営化企業の株式と交換可能な小切手）制度導入は中国での株式会社の導入のわずかにあとのこと。背景には、ロシアでは、企業の民営化が急速な経済回復をもたらすという判断があった。さらに、国家財政が破綻したことで、政府は国有企業を民営化して売却することで国家財政の立て直しを図ろうとした。バウチャーが国民にばらまかれ、民営化は新興財閥オリガルヒを生み出したが経済の混乱は続いた。この民営化を王先生は「肝心の株式による企業の資金調達に直接つながっていない」と批判されている（同26頁）。他方、中国は「基本的に国有資産を国民に売却あるいは分配せず、逆に、ここで民間から資金を「動員」して国有企業に組み入れる方策をとった。」（同前）。

ロシアと中国の違いはなぜもたらされたのだろうか。ロシアの場合、政治経済体制が大きく動揺し不安定化した（1991年8月保守派によるクーデターが起き共産党は活動を停止させられた。12月にはロシア離脱によりソ連邦崩壊、ゴルバチョフはソ連邦大統領辞任。1992年に入るとロシア大統領エリツインは価格などの自由化と緊縮財政を組み合わせた急激な経済改革を進めた。加えて国債を乱発したことから経済は混乱し国民生活は困窮した。その中で10月にバウチャー制度が実施された）。これに対して文化大革命の混乱を乗り越えた中国では、社会主義経済体制や共産党政権は、1989年の六四事件の波乱などはあったものの全体としては安定的に維持された。

つまり中国は社会主義経済体制と共産党政権を維持したことで、国有資産を国民に売却する混乱・困窮に追い込まれなかった。国有企業を維持したまま、中国が市場経済化を推進できたのはひとえに政治経済体制が安定していた結果である。対してロシアでは共産党が機能を停止、国家財政のひっ迫から、国有資産である国有企業の早急な売却に追い込まれ、中国のように市

場経済に漸進的移行をすることができなかった。この対比は納得できる。

#### 4 日本の株式持ち合いとの対比は可能か

ロシアとの対比は納得できたが、日本の株式持ち合いは、中国の国有株と対比できるものだろうか。王先生は以下のように述べられている。

「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支配につながる危険性があると考えられている。そのため、現在の中国は、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。」(同 21 頁)。

王先生はさらに言葉を重ねている。「戦後日本の国際競争力がまだ弱い段階において、外資による企業買収(へ)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。これは、経済のグローバル化は、自国の条件や経済発展の段階に合わせて推進しなければならないということを示唆している。」(同 28 頁)。

確かに外国資本による企業買収への防衛策として、資本自由化を控えて日本で株式持ち合いが進んだのは王先生が指摘される通り。また中国が、国有株の全面的市場売却に踏み込まない一つの理由は外国資本による買収リスクを警戒したものであろう。しかし日本企業が株式持ち合いを形成した理由には、グループ取引を行うなかで、つまり系列取引の慣行のなかで、取引関係を資本関係にして安定させる目的もあった。対して中国の国有株は、そもそも中国が社会主義体制＝生産資料公有制をとっていることに由来する。

日本における持ち合いについては、バブル崩壊後であるが、批判が強くなった。もともと浮動株を減らし、株価形成をゆがめているという批判があったことに加えて、持ち合いを基礎にした企業間取引の合理性自体に疑問が出され、さらに純粋に投資としてみると持ち合い株の収益が低く株価変動リスクが大きいことも批判されるようになった。投資収益を基準としない株式投資であり、バブル時の株価形成に歪みを生み出した一因とも批判された。そして、折から銀行に対する自己資本規制強化の問題も重なり、バブル崩壊後、日本の株式持ち合いは急速に解体・縮小した。

これに対して、中国における政府部門による国有株の形成・維持を支えるロジックは、社会主義体制であるから生産資料公有制を採用したことに由来し、その社会主義体制は今も揺らいでいない。『中華人民共和国憲法』を引用してもいいし(中華人民共和国憲法第6条「社会主義経済制度の基礎は生産資料の社会主義公有制である」、「国家は社会主義初級段階において、公有制を主体とすることを堅持し、労働に応じた分配を主体とすることを堅持する」)、鄧小平を引用してもいいが(「社会主義には二つの重要な側面がある。その一つは公有制を主体とす

ることであり、その二つは極端な分裂は行わないということである。』『鄧小平文選』第三卷138頁)、社会主義という経済システムのメルクマールに生産資料公有制があり、その延長線上にある政府部門による国有株保有に揺らぎはない。

日本の持ち合い株と中国の国有株とを、外国資本による企業買収への対策という点で対比できるというのが、王先生の指摘である。確かにそこだけ見れば比較は可能かもしれないが、中国の国有株は社会主義経済国家中国の「根幹」であり、外国資本の脅威がなくなっても簡単に改変できるものではない。個々の企業の判断で縮小・圧縮できる持ち合い株とは根本的な違いがある。両者の対比にはかなり大きな限界があるのではないか。

## 5 「管資本」：機関投資家としての国家

関連して私に関心をもったのは、王先生が国有企業改革の第四段階とされる国有資産管理体制を確立する時期（2003-2020）における「管資本」という言葉である。

そこで王先生は2015年から2017年にかけて、国有資産の監督管理体制が「今までの「管人、管事、管資産」という企業を管理するモデルから資本を管理する（「管資本」）モデルへと変化させ、国有資産の資本化と国有企業の株式所有権の多元化に発展する方針が定められた」（同13頁）ことを紹介されている。この近年の変化は何を意味するのだろうか？国有資産監督管理委員会の資料（國務院国資委以管資本為主推進職能轉變方案 [sasac.gov.cn/index.html](http://sasac.gov.cn/index.html)）を読んだ結果、企業側の投資のところ、そして国有資本の運用のところ、この二つのところから投資価値の維持改善を図る、他方で企業への監督そのものは簡素化して企業活力増強を目指すといった管資本の内容が読み取れた。

私は「管資本」の意味を、機関投資家のように国家株を管理し企業をガバナンスすることを国有資産監督管理委員会が任務として考えたのではと解釈した。すなわち、事細かく企業経営全般に口出しするのではなく、たとえば市場指標や財務指標を通じて監視することを目指したのが「管資本」ではないかと思われる。

しかし「管資本」の内容が、資本の再編など企業の戦略的方向性への見直しの提言まで意味する可能性はある。本書第3章第1節IVで紹介されている中央レベルの大企業の再編（同147-151頁）によれば、2015年から2017年にかけて、中国企業同士の競争を避け国際競争力を強化するため、資本市場を通じて中央政府の主導の下で一連の大企業の吸収合併が進められた。これは「管資本」が議論された時期とちょうど重なっており、「管資本」とはこのような政府主導の資本再編まで含むのではないかと考えた。なお王先生は、「経済成長の質と効率を重視する集約型発展」のため、また国内競争力の強化だけでなく、国際競争力強化のために、「中央レベルの大企業や基幹産業における「選択集中」が必要になってくる」（同150頁）と、政府が主導する大企業同士の合併を肯定的に紹介されている。

2015年から2017年に生じた国有資産監督管理体制の転換での「管資本」モデルへの転換と

いう内容を、国家そのものが機関投資家のように国有株を管理することを目指したものではないかと私は理解している。そこで疑問が生じるのは、同時期に生じた、中央レベルの大企業の再編は、これも「管資本」の内容の一部とすべきかどうかである。しかし国家の介入による企業再編実現は企業の自主的判断を越えており、機関投資家が行うことを超越しているように見える。「管資本」モデルと大企業の再編との関係はどう理解すべきだろうか。大企業再編は「管資本」ではなく、国家が行う産業政策として位置付けるべきではないかというのが私の結論である。

## 6 企業経営と国家そして党の関係

国家による干渉が、企業経営に有利に働くことがあること、これを私も否定しない。既述のように中国は国家として強大な国有大企業を育成する方向に舵を切ったように見える。このような国家による企業への大胆な干渉をどう考えればよいだろうか。王先生は一方で国家が寡占体制を保護するなかでの国有企業を肯定的に描かれている。

たとえば「第5章 株式所有構造と企業効率」。株式所有構造と企業効率との関係についての計量分析である。本章において王先生は上場企業 381 社について、1996-2005 年までの 10 年間のプールドデータを用い、所有構造と企業効率との関係を分析された（同 288-289 頁）。興味深いのは業種別のところ（同 297-298, 301 頁）。「基幹産業や寡占的な業種は、企業改革や資本拡張のプロセスのなかで「選択集中」を行うと同時に、多くの経営資源もこれらの業種にシフトし、関連企業が収益を重視し、経営効率を改善している可能性もあると思われる。」（同 302 頁）。そして国有企業だから経営効率が悪く、民営企業だから経営効率が良い、との一般的認識に対しては、上海証券取引所の調査（2005）が、そうした認識に反する結果を示したことを紹介されている（同 303-304 頁）。王先生の記述は、学問的な立場として一貫しており十分理解できる。

王先生は国家株比率の高さが企業業績にプラスの影響を与える理由を、「独占・寡占的な利益を得て企業業績にプラスの影響が」生じていること、また産業政策による保護の結果ではないかとされる（同 301 頁また 297 頁も参照）。さらに注 25 では中兼和津次教授が「大型国有企業の多くは独占的、寡占的産業組織によって巨額の利潤を上げているのであり、国有企業だから効率的であるわけではない」としたことを、国有企業の効率性を認めないものだとして批判されている（同 302 頁）。

国有企業だからといって経営効率の改善に取り組まないわけではなく、選択集中により経営効率を改善させる可能性はある。王先生の指摘はその意味で正しい。しかし国有企業の独占・寡占は国家により保護保証されているものではないか。国有企業の業績が、市場の独占・寡占の結果、たとえば「価格つり上げ」によって高いのであれば、その部分については効率性が高いという表現は適切ではない。

また中国の国有企業では、ガバナンスすなわち企業経営者への監視が働きにくい状態にある。このことを分析しているのが本書の「第6章 上場企業のコーポレート・ガバナンス」である。国有企業では、国有株主の比率が高いため国有株主だけを経営者は重視する、党組織が経営者人事権を持つことが多いがその党幹部が役員を兼任することがみられる、また企業内党幹部を会社役員とすることで企業内党組織と経営組織との対立が回避されている、などが指摘されている（同348-371頁）。問題はこれらのことが原因になって、国有企業では、党員でもある経営者に対する監視が働きにくくなっていることである。「企業の腐敗現象の蔓延をみる限り、少なくとも現行制度では、企業に対する監督機能が健全に働いていない」（同362頁）。

王先生は第6章を「現段階では、中国企業のコーポレート・ガバナンスの特徴は、市場原理を重視する専門的経営者の台頭と「党政支配」体制の維持という二つの側面を持っている。その意味では、市場原理に適合したコーポレート・ガバナンスの変革は、これから正念場を迎える。」（同371頁）とまとめられている。ここで「市場原理に適合したコーポレート・ガバナンス」が目標と考えられている。先ほど見た「管資本」モデル登場は、そうした流れに沿うようにみえる。しかし他方で、国家が寡占体制を保護するなかに国有企業が存在することは私には市場原理とは矛盾して見える。問題は、その寡占体制を基礎に近年、国家主導による大企業の再編合併が進み、矛盾が拡大しているようにも見えることである。その拡大は中国での「市場原理に適合したコーポレート・ガバナンス」の実現を困難にするのではないかというのが、私が今考えている懸念である。

## 7 おわりに

本書は王先生の30年にわたる研究の集大成である。移行経済期において中国の株式市場がいかにか形成され発展したかをまとめ、その構造的特質を解明したものである。なお本書評は、私が本書で重要と感じた点を選んで言及している。しかし実は本書には、華人社会や留学生の役割（序章）、非流通株改革と創業者利得概念浸透との関係（第3章）、個人投資家の属性と個人投資家から見た株式市場の諸問題（第4章）など多くの同様に重要な問題提起があるが、書評に許される紙幅の関係で今回は扱えなかった。本書の登場により、日中双方においてこれらの点を含めて議論が活発化し認識が深まることを期待したい。