

中国における株式会社制度の展開

The development of corporate systems in China

尹 相国
YIN Xiangguo

要旨 中国では 1978 年の経済改革を始めてから、すでに 30 年の歳月を経て、目覚ましい経済成長を遂げ、世界から注目されるようになった。経済改革の一環として、株式会社制度の導入もその中の 1 つである。しかし、中国では社会主義制度のもとで、資本主義の国家で発展してきた株式会社制度の存在はありえなかったため、その導入は容易ではなかった。そして、株式会社の制度を導入してから、株式会社に存在する問題は少ないとはいえない。では、問題はどこにあるか。中国では株式会社制度を導入するときから、株式を国家株、法人株、個人株、外資株など四種類に分類した。さらに、流通形態から株式を非流通と流通株に分類した。本論文では、株式所有構造における問題を論点として、株式会社制度を導入した経緯から問題の要因を分析し、また、株式所有構造を問題とする政策転換について検討する。

はじめに

中国における株式会社制度の正式の導入は 1992 年であった。同時に、中国政府は「株式会社規範意見」を發布し、株式を国家株、法人株、個人株、外資株など四種類に分類した。しかし、注目すべきことは株式の流通形態から株式を非流通株と流通株に分類したことである。長い間国家株と法人株はほぼ 60% 以上を占め、また非流通株であるために、諸コーポレート・ガバナンスにおいて問題を起こしている。

本論文は、中国の株式所有構造が形成された要因を探ると同時に、株式所有構造がどのような制度的な改革をもたらしたかを究明するために、次のような三つの部分によって構成されている。

- 1) 株式会社制度の導入。ここでは、1978 年から 1992 年の間株式会社制度がどのような経緯で試行され、また導入されたかを検討する。
- 2) 株式所有構造。この節では、株式会社制度の導入によって、どのような株式所有構造が形成されたかを分析する。
- 3) 中国における株式会社の問題。ここでは、まず、株式所有構造に対する評価を行う。次に、これによりどのような株式会社における問題があるかを探る。最後には、中国の「股権分置」改革について検討する。

1 株式会社制度の導入

1978 年の中国の経済改革開放は一般的にもよく知られている。改革開放以降、中国の経済発展は勢いが止まらないほどであり、それは今でも続いている。それとともに経済発

展を支える企業の姿もかわってきた。改革開放の以前は「全人民所有制企業」と「集体所有制企業」¹⁾が主導的存在であったが、今は名を変えて「企業集団」が流行語になっている。このような変化の背景には、資本主義国において長期間発展してきた株式会社制度の導入があると言わざるを得ない。中国の株式会社制度は農村から始まり、都市部で発展した後、国有企業が主導的位置を占めている。

1.1 株式会社制度の萌芽と試行

中国の「改革開放」は農村が先行し、最初の株式会社制企業の登場も農村からであった。1979年3月、国務院は「社隊企業発展の若干の問題に関する規定」を公布し、中国の経済改革の幕をあけた。人民公社のもとでの「集中労働、統一分配」の農村経済体制が、土地公有と農戸ごとでの「農村経営請負」制度に変わった。新しい経済政策は生産力を高めたと同時に、農民たちの商品生産と商品交換に対する意識も変わるようになった。一部の農民たちは自発的に資金、現物及び労務を持分として出資し、企業を設立しはじめた。これは郷鎮企業の始まりである。当時この現物と労務を持分として出資する方式を「以資帶労、以労帶資」（つまり、農民は出資すると同時に、企業の労働者として働くこと）といい、さらに1983年1月には共産党中央委員会が発布した「当面における農村経済政策に関する若干の問題」において認可されるようになった。そこでは共同出資者は労働者としても働かなければならない。そして「労働に応じた分配」原則を守らなければならない。このような政策を打ち出した理由として、当時新たな企業形態を社会主義制度のもとでの「集体所有制企業」に属させることがあったと思われる。

農村の改革に続き、都市における本格的な企業改革は1984年から始まった。都市の株式会社制企業の登場もこの時期であった。その理由は、政策転換、企業利潤分配方式の変更、個人収入の増加など三つにまとめられる。具体的には以下の通りである。

1) 企業の資金調達に対する政策の変更

改革開放の前、中国の財政政策は「統一収入・統一支出」であったため、企業の資金調達は主に財政による無償支出であった。しかし、1979年には中国の財政政策が「統一収入・統一支出」という方式から「撥改貸」という方式に変わった。すなわち、企業資金の使用効果を高めるため、国家財政による無償的支出から金融機関による有償的貸付に政策が変わった。また、財政部の代わりに金融機関が企業の流動資金（流動資産の購入や短期借入金）の返済に充てる資金を監視するようになった。

さらに、1984年には経済改革の中心が農村から都市へ移ることにより、都市部で人々は消費に対する観念が高まったと同時に、企業に対する投資意識が生じた。また海外からの耐久消費財の輸入の増加による対外支出の増加、国家財政の予算外固定資産投資の膨張など内外の原因で、政府は金融引き締め政策と銀行の貸し出し金利の引き上げ政策を打出した。その結果、「集体所有制企業」と小型「全人民所有制企業」は銀行からの資金調達が極めて困難になり、新たな資金の調達方法として株式会社制度の導入を余儀なくされた。

¹⁾「集体所有制企業」の日本語訳は「集団所有制企業」であるが、本論文においては「企業集団」と区別するために中国語の「集体所有制企業」をそのまま使用している。

2) 企業利潤分配方式の変更

1978 年からのもう一つの国家制度の変更は企業利潤の分配方式である。改革の主題として企業の資金調達の変更のみならず、企業に対して「放権譲利」（国家が経営権を下放し、利益を企業に譲る）が行われた。計画経済体制の下では企業は自主性を持たず、企業は上級機関の付属機関にすぎなかった。しかし、「放権譲利」の政策をとることによって企業が生産の計画、原材料の購入、販売、人事、財務、資材などに対して一定の自主決定権を持つようになった。さらに政策面から見ると、1983 年から 1984 年にかけて「全人民所有制企業」に対し、2 回の「利改税」（利潤の上納から納税へ）政策を打出した。それから、企業の所有と経営を分離する新しい市場経済のメカニズムに転換し始めた。

3) 住民の個人平均収入の増加

中国の経済改革の成果の一つは住民の個人平均収入の増加である。これは農村と都市部の個人収入の変化から説明ができる。農村において農家ごとの請負制度が実施されてから、個人の平均収入は大幅に増加した。年平均収入は 1981 年時点での 191 元から 1984 年の 400 元まで上昇した。都市部においても従業員の平均収入の増加はあきらかである。従業員の平均収入は 1981 年の 762 元から 1985 年の時点では 1,176 元まで上がった。個人収入の増加は金融機関における個人預金総額からみても 1,600 億元まで上った。しかし、個人収入の変化に対し個人消費のパターンはあまり変わらなかった。したがって、個人のお金の用途はほとんど日常生活の商品購入であったため、国債や社債などの購入意識は全くなかった。当時国民の家庭支出に関する抜き取り調査によると、生活費支出に占める食品、衣類など日常商品の支出割合は 91% から 92% であって、家賃、光熱費、交通費など非商品支出はわずか 7% から 8% であった。また、生活消費のほか、余裕のあるお金を全部金融機関に貯蓄した。このような現状から、個人の預金と手持ちのお金を株式投資に転換することが企業にとって新たな課題になった。個人収入の増加は企業の資金調達に道を開き、株式会社制度の導入に新たな可能性をもたらした²⁾。

以上のように、中国の企業に対する政策転換は、従来の「統一収入・統一分配」という財政政策から「撥改貸」という金融財政政策にかわった。また、企業を中心に行われた「放権譲利」政策が行われた。政策の転換は企業の資金調達に対する自主性を刺激したと同時に、計画経済から市場経済への移行に一定の役割を果たした。政策の転換、または農村と都市部における住民の個人所得収入の拡大、いずれも中国の株式会社制度の導入に必要な条件となった。

中国の株式会社化の導入において政策的、経済的な外観的条件が備わりつつあるなか、特に中国の経済研究者と政府の関係者のなかで行われた株式制度導入に関する議論は、株式制度導入の過程において注目すべきものである。欧米、日本などの実例から見ると株式会社制度は資本主義国家で生まれ、また資本主義国家で発展してきた。しかし、社会主義の政治制度を採りながら市場経済をめざしている中国にとって、株式会社制度は社会、経済、政治にどのような影響を及ぼすのか。ここで『中国証券発展簡史』（経済科学出版社、2000 年）に拠って当時の賛成と反対の両理論を取上げて説明する。

²⁾ 郑振龙（等）『中国証券発展簡史』経済科学出版社、2000 年、169 頁。

賛成論³⁾

賛成論者は中国の改革が株式会社制度の導入にあると期待し、株式会社こそが経営難に陥っている国有企業を救う唯一のモデルとして考えた。賛成論者の主張をまとめると以下のようなになる。

- ① 株式会社は生産規模の拡大と商品経済社会の産物として資本主義経済において必要であるが、社会主義経済においても必要である。株式会社は資本主義に特有なものではない。
- ② 株式会社制度の実施によって、国有企業の「所有と経営の分離」が可能になり、現段階における社会主義市場経済への改革方針と一致する。
- ③ 株式会社制度の実施は、国家、企業、個人を一体化させ、社会資本の迅速な調達、社会資本の使用の効率化などにおいて重要な役割を果たす。
- ④ 株式会社制度の実施は社会主義制度を変えることではない。国有企業は従来の国家、集団の所有形態から「一企三制」（企業の国家、企業、個人による株式所有形態）に変わる。但し、国家株が中心であれば社会主義という制度は変わらない。

反対論⁴⁾

反対論者は社会主義と資本主義が矛盾しているという観点から、株式会社は資本主義のものとして、株式会社制度を取り入れるべきではないと主張した。まとめると以下の通りである。

- ① 資本主義の生産関係と生産力が相互に矛盾した結果、株式会社が生まれてくる。すなわち生産規模の拡大と資本家個人所有の形態が相互に矛盾している。その産物として生まれてきたのが株式会社であって、社会主義において存在する必要がない。
- ② 株式会社制度のもとで大株主が存在している限り、「所有と経営の分離」において重要である「厂长経営責任制度」（経営者経営）は十分に発揮ができない。
- ③ 株式制度を実施すれば、短期的投機が避けられない。国家による社会資金のマクロ的調達が難しくなり、社会的格差が生まれてくる可能性がある。
- ④ 株式会社の株式の国家、法人、個人所有形態によって国家企業の所有形態が根本的に変わっている。これは国有企業の分解に繋がり、社会主義ではない。

このように、株式会社制度の導入に対して賛成と反対、双方の理論が議論されている中、結局は社会主義政治制度を放棄せず、中国の独特な株式会社制度づくりが始まった。中国の株式会社制度の導入において外国の株式会社制度をそのまま導入しないことは、中国の実情に相応する株式会社制度づくりの願いであった。1984年4月には、国家経済体制改革委員会は常州で都市経済体制改革の試行に関する座談会を開き、都市「集体所有制企業」および小型の「全人民所有制企業」に対して株式会社制企業の試行を認める方針を打ち出した。それにとまって、1984年7月には北京天橋百貨有限株式会社は商業部の従業員を対象に、額面が100円で定期3年の株式を3万株発行して、中国建国以来ではじめての株

³⁾ 郑振龙、前掲書、同書、162～163頁。

⁴⁾ 郑振龙、同書、161～162頁。

式会社が設立された。具体的に言うと、北京天橋百貨有限株式会社は他の企業、個人を対象にして株式を発行し、発行後の株式所有構成は国家持株が50.97%、銀行持株が25.89%、企業法人持株が19.69%、従業員持株が3.46%となっていた。

その後株式会社の試行は北京、上海、広州のほか、瀋陽、重慶、武漢など全国の重要都市に広がった。例えば、1984年11月には上海の第一号試行株式会社として、上海飛樂音響会社が設立された。1985年下半年において広州では850の企業が株式を発行した。このうち、広州織麻工場、明興製薬工場、僑光製革工場など三つの国有企業が試行株式会社として政府によって指定された。1985年から1986年の7月にかけて瀋陽市では50の「集体所有制企業」と小型「全人民所有制企業」が株式会社になった。

以上のように、中国の株式会社は農村から芽生え、都市で実行された。1978年の経済改革はまず農村で成功を収めることによって、農民たちは自発的に「以資帶労、以労帶資」という方式で資金を集めて企業を作り上げた。1978年から1984年までは株式会社制度の試行が農村を中心に行われたものが、1984年には経済改革の中心が農村から都市に移ることによって、「集体所有制企業」と小型「全人民所有制企業」が全国各地で試行されるようになった。1986年には全国範囲で株式発行が過熱化するまでに至った。

萌芽期と株式会社制度の試行期間は中国にとって株式会社制度の導入期間であったため、現代的な株式とはいえない。この時期は資金調達が主要な目的であって、従業員向けの発行が主流であった。また、人々は株式に対する認識も高くなかった。人々は株を買えば儲かると思い、1986年ごろは企業の株式発行の過熱化とともに、株を買う傾向も加熱化していた。また、中国政府は株式制度導入に対する憂慮があったため、株式会社の試行が国営大、中型企業では行われなかった。ここで株式制度導入の最初の段階における特徴を挙げてみよう。

まず、株式の発行の目的は資金調達である。政策転換のまえまで国家政府に頼ってきた人々は共同出資という新しい資金調達方法で、郷鎮企業の発展と農村労働の多様化を実現した。1984年から都市への改革の転換、また同時に行われた金融引き締め政策により、都市部にある企業は財政と金融に頼らなくなって、新たな資金調達として株式の発行を始めた。さらに、政府は新たな資金調達方法を認める方針を打ち出して、政策面から株式会社制度の試行を促した。これによって、1986年末頃にはすでに中国の全土に株式会社が広まった。

次は、株式に社債の性格が強いことである。株式には償還可能、利子と配当付けの条件が約束された。地方によって利子率は異なる。ここで上海の例をあげて説明すると、1984年7月に、中国人民銀行上海分行が發布した「上海市株券暫定管理弁法」（上海市股票暫定管理弁法）によれば、集団株と個人株に対しそれぞれの銀行の一年の定期預金利率に相当する利率が設定された。配当についても一株あたりの年間の利益配当額は、株式の券面額の3%～5%程度に設定された。

また、株式の発行会社と株式の発行対象が限定されていた。特に、1984年以後、株式制企業の試行が都市の「集体所有制企業」と「全人民所有制企業」に広げられるようになってから、多くの企業は株式発行の対象が内部従業員向けの内部発行であったため、ほとんどの企業は株式の公募を行わなかった。例えば、1985年末まで、上海の企業は従業員向け発行株が圧倒的に多かった。発行後の株主の93%、株式総額の70%は従業員によるも

のであった。

最後に、株式発行後、依然として国家が重要な位置を占めていることが言える。上で見たように、北京天橋百貨有限株式会社の株式発行後、株式の所有構成は国家持株が50.97%、銀行持株が25.89%、企業法人持株が19.69%、従業員持株が3.46%になっていた。これは株式発行するとき会社の資産全部を株価に換算して占める割合であって、実際の発行は他の企業と個人向けに発行した分だけである⁵⁾。

1.2 株式会社制度の発展と調整

中国の株式会社制度の導入において、大型「全人民所有制企業」の株式会社制度の試行は他の企業より遅れて始まった。しかし、大型「全人民所有制企業」への株式会社制度の導入は他の企業より順調ではなかった。1986年12月に国務院は「企業改革進化と企業活力増強に関する若干の規定」を公布し、「各地で条件が揃った少数の全人民所有制対中型企業を選んで会社制度を試行することを許可する⁶⁾」と通達した。このような政策のもとで、1987年1月上海で初めての大型国営企業「上海真空電子器件公司」が4,000万元あまりの株式を発行して株式試行会社として設立された⁷⁾。また、1987年上半期には「四川重慶嘉陵集团公司」が設立された。この影響を受けて、株式の試行会社が全国各地に広がった。1988年末の時点で全国各地の株式試行企業は4,750にも達している⁸⁾。

株式会社制度の試行が全国に広がっているなか、中国政府は大型「全人民所有制企業」の株式会社制度の導入に憂慮もあった。1987年3月28日に国務院は「株券・債権管理強化に関する通知」を發布し、株式制の試行を「集体所有制企業」に制限し、「全人民所有制企業の株式発行を禁止する。すでに試行会社として認められている少数全人民所有制大・中型企業に対して、地方政府が監督と検査をする。そのなかで株式発行の必要がある企業に対し、各地の人民銀行が審査と許可を厳しく行う⁹⁾」としている。

全人民所有制企業の株式会社制度の試行に対する憂慮の声は政府の関係者だけではなく、学界にも及んだ。論争の中心は株式会社が社会主義と適応するかどうかであった。しかし、このような論争があるにもかかわらず、株式会社制度は各地の地方政府と企業によって重視された。1988年5月3日には当時最大の株式会社「瀋陽金杯汽車株式有限公司」が設立された。これは中国ではじめての全国各地を対象に株式を公募して成立した株式会社である。

だが、その後1989年に起きた「天安門事件」の影響で、再び株式会社制度の試行は他

⁵⁾ 郑振龙、前掲書、173～174頁を参照。

⁶⁾ 徐涛「中国国有企業における株式会社制度導入の歴史」『立命館経済学』（第53巻・第3・4号）357頁を参考。

⁷⁾ 郑振龙、同書、176頁を参照。

⁸⁾ 徐涛、同書、357頁。

⁹⁾ 「株券・債権管理強化に関する通知」（原文「关于加强股票债券管理的通知」）の内容（全人民所有制企業の株式発行を禁止する。すでに試行会社として認められている少数全人民所有制企業に対して、地方政府が監督と検査する。そのなかで株式発行の必要がある企業に対し、各地の人民銀行が審査と許可を厳しく行う）は私が翻訳したものであるが、中国の原文は次のようである。（全民所有制企业不得向社会发行股票，对少数已经批准试点的全民所有制大中型企业，由各地人民政府负责认真核查清理，对其中确需认真发行股票的，各地人民银行从严审批）郑振龙、前掲書、176頁。

の経済体制改革と同様に冷え込んでしまった。しかし、株式会社制度の試行の必要性和憂慮などの問題を抱えながら、中国の株式会社化への道は閉じられなかった。1990年12月には「上海証券交易所」が設立され、1991年4月には「深圳証券交易所」が設立された。

1987年の第一号の大型国営企業の株式制度の試行から1992年まで、中国の株式制度の試行は発展と調整が繰り返されていた。この時期の特徴をまとめると以下のようである。

1) 株式会社制度が個人にとっては充分理解されなかった。

株式会社制度は国家と企業の経済体制改革の処方箋として試行されていたが、個人からは充分に理解されなかった。また個人の投資意識は高くなかった。例えば、1989年5月に深圳発展銀行は公募発行方式で1株20元の株式を39,650万株発行したが、発行後79.2%しか売れなかった。この売上も政府の宣伝で他の国営企業に一部を分担させた結果である¹⁰⁾。

2) 大中型「全人民所有制企業」で株式会社制度が試行されたが、他の企業の株式会社制度試行と同じく従業員依存と優遇の株式会社制度が試行された。

1989年の3,800余りの株式会社制試行企業の内、従業員持株の会社制企業が85%を占めて圧倒的に多かった。また、全社会から株式を公募して設立された会社においても、自社従業員株の発行が優先された¹¹⁾。

3) 政府は大型企業の株式会社制度の試行に対して憂慮した。

前述のように、1986年12月に国務院は「企業改革進化と企業活力増強に関する若干の規定」を發布してから、株式制度試行の企業に対しての管理を強化した。1987年の3月には「株券・債権管理強化に関する通知」を發布し、「全人民所有制企業」による公募を規制した。また、1988年9月に開かれた共産党第13期3中全会において、株式会社制企業の試行は公有制の主体性を維持することを明確にさせた。政府は社会主義制度の維持に憂慮しながら、「全人民所有制企業」の改革として株式会社制度の試行は順調な発展振りを見せた。1988年末では、株式会社または有限会社に変更された企業はすでに3,800社にのぼっていた。1989年の「天安門事件」から中国の経済改革は一時低迷期に入って、株式会社制度と試行と「工場長請負制度」は経営目標の短期化と経営者の権力の過度集中につながり、国有企業の経営状況も急速に悪化した。国有企業の赤字の比率は1988年の1割から1991年の3割まで急上昇した。このような現状のなかで株式会社制度の試行はほぼ中止状態になっており、株式発行による資金調達も1988年の25億元から1991年の5億元に下がった¹²⁾。

1.3 株式会社制度の本格的実施

1987年から1991年の間中国の株式会社制度が国有企業を中心に行われていたが、その

¹⁰⁾ 郑振龙、同書、177～178頁を参照。

¹¹⁾ 徐涛、同書、358頁を参照。

¹²⁾ 徐涛、同書、359～362頁を参照。

道は平坦ではなかった。政府の憂慮や国有企業経営状況の悪化により株式会社制度の試行は再び疑われるようになって、経済改革は一時停滞状態になった。この局面を開いたのが1992年鄧小平の南巡講話である。鄧小平は上海、深圳など沿海都市を視察し、中国の経済改革路線をもっと大胆に行うべきだと主張した上で、資本主義の資本、技術、管理のノウハウだけではなく、資本主義諸国の経済政策と経済法など中国に参考になれば、大胆に取り入れてもいいと指示した。鄧小平の南巡講話は中国の株式会社制度の導入と試行において重要な意義を持っている。それまで議論されてきた理論に終止符をうち、株式会社は社会主義の市場経済にとって有効的な企業形態とされた¹³⁾。

この時期において顕著なものとして、国家政府は明確に株式会社制度を実施したことがある。1992年5月に国家経済委員会、財政部、中国人民銀行と国務院は聯合文献「株式制企業試行弁法」(原文「股份制企業試点弁法」)を發布し、株式会社制企業(股份制企业)組織、株式の所有形態、従業員の持株、株式会社制企業の管理などについて詳しい政策を決めると同時に、「株式有限規範意見」(原文「股份有限公司規範意見」)を公布し、株式会社の設立、株式の発行、株式所有権の分けかた、株主総会、取締役会、監察会などの権利と義務についての詳細な制度がつくられた。また、政策的な動きはこれだけではなかった。1992年5月23日には財政部と国家体制改革委員会によって「株式制試行企業会計制度」(原文「股份制試点企業会計制度」)と「株式制試行企業の財務管理の若干の問題に関する暫行規定」(原文「股份制試点企業財務管理若干問題的暫行規定」)が作られ、同年の6月12日には国家税務局と国家体制改革委員会によって「株式制試行企業の税務問題に関する暫行規定」(原文「关于股份制企业税务問題的暫行規定」)が作られた。このように、株式会社制度の正式の採用において中国の国務院、国家体制改革委員会、国家財政部、国家税務局など四つの部門が全面的に動き出した。特に、1993年12月には会社法(原文「中華人民共和國公司法」)が作られ、国有企業の株式会社化が企業制度改革の方向を示すものとなり、大型国有企業の株式会社化が本格的に実施されるようになって、1993年から1995年まで100社の大型国有企業が株式会社になった。

2 中国の株式の所有構造

前節では、中国の経済改革以来の株式会社制度の導入の経緯について述べた。その結果、中国の株式会社制度は大型国有企業に導入されたことが確認できた。そして、現在は株式会社化した国有企業が主導的であるため、この節では、国有企業を中心に中国の株式の所有構造を検討する。そのうえで、株式の所有構造に対する評価を述べる。

2.1 中国の株式所有構造

1992年5月に發布した「株式会社規範意見」により、株式を国家株、法人株、個人株、外資株など四種類に分類した。具体的には以下の通りである。

- 「(1) 国家株は、国家投資を代表する権利のある政府部門もしくは機構が、固有資産を会社に投入して得た株式である。国家株は一般に普通株でなければならない。国家

¹³⁾ 虞建新『中国国有企業の株式会社化』信山出版株式会社、2001年、30頁を参照。

株は国務院が授権した部門、もしくは国務院の決定により、地方人民政府の授権した部門もしくは機構が所持し、また株主権利代表を任命する。

- (2) 法人株は、企業法人が合法的に支配できる資産を会社に投入して得た株式である。もしくは法人資格の事業単位および社会团体が、国家から経営に用いることを許可された資産を会社に投資して得た株式である。
- (3) 個人株は、個人投資もしくは当該公司内部の職員が、個人の合法財産を会社に投入して得た株式である。
- (4) 外資株は、外国およびわが国香港、アモイ、台湾地区の投資者が、人民元の持株式を購入する形式で会社に投入して得た株式である。¹⁴⁾

このように、株式の主体から4つに分類されている。しかし、注目すべきものは株式の流通の形態からの分類である。株式流通の形態から非流通株と流通株に分けられている。さらに、非流通株は国家株、法人株と従業員持株3種類があって、流通株はA株B株、H株3種類がある。

1) 非流通株

当初、中国では株式会社制度導入への憂慮から、その試行段階から慎重になっていた。株式会社制度の試行はほとんどが「全人民所有制企業」と「集体所有制企業」で行われていたため、株式を発行するまえの固定資産と流動資産を全て政府による投資の形で非流通株（国家株と法人株）に換算した。これは発起人（起業者）株式の主な一種である。新規株式の募集については流通株になっている。中国の株式構成の中で非流通株の割合はかなり高い。表1のように、非流通株は1992年の48.19億株から2004年の4572.23億株まで増えたが、全体株に占める割合は69%から64%になっていて、60%以上の高い割合をずっと保っていた。そのなかで国家株は29億株から3344.20億株に増加している。占める割合も42%から47%になっていて、株式全体の中で主導的存在になっている。非流通株のなかでは、国家株以外に法人株と内部従業員株などがある。さらに、法人株の中で国内法人株、外資法人株、募集法人株に分類されている。国内法人株と外資法人株は発起人株式に分類されているが、募集法人株と従業員株は非発起人株に分類されている。以下では、従業員持株、法人株と国家株の順にそれぞれの形成された実情を説明する。

(1) 従業員持株

従業員持ち株は株式試行段階から実施され、形成する過程において二つの形成ルートがある。一つは政策のもとで従業員が現金で買ったものであって、もう一つは最初の株式を発行する時期に、固定資産の中から一部を従業員株として換算させたものである。中国の株式会社制度の試行段階から従業員は株式の受け皿として、重要な役割を果たした。特に、1990年代に入ってから従業員の企業参加意識を高めるため、実施された持株制度が注目をあびるようになった。1992年5月に「株式有限会社規範意見」（原語「股份有限公司规范意见」）の発布によって「限定募集会社の内部職員が引き受ける株式は公司株式総数の20%を超えてはならない」という制限を設けたにもかかわらず、1994年までの2年間に限定募集会社5,964社の設立に伴い、総株数は3,942億株のうち約37%が従業員による

¹⁴⁾ 黄孝春「中国の株式市場における「非流通株」問題の形成」、『アジア経済』2006年2月、41頁。

表 1 株式の構成

単位：億株

	1992 年	1994	1996	1998	2000	2002	2004
非流通株	48.19	458.50	789.69	1,664.85	2,437.43	3,838.54	4,572.23
国家株	28.50	296.47	432.01	865.51	1,475.13	2,773.43	3,344.20
国内法人株	9.05	73.87	224.63	528.06	642.54	664.51	757.32
外資法人株	2.80	7.52	14.99	35.77	46.20	53.26	70.30
募集法人株	6.49	72.82	91.82	152.34	214.20	299.70	345.02
内部従業員株	0.85	6.72	14.64	51.70	24.29	15.62	8.94
その他	0.00	1.10	11.60	31.47	35.07	32.02	46.45
流通株	21.18	226.04	429.85	861.94	1,354.26	2,036.90	2,577.18
A 株	10.93	143.76	267.32	608.03	1,078.16	1,509.22	1,992.53
B 株	10.25	41.46	78.65	133.96	151.56	167.61	197.01
H 株	0.00	40.82	83.88	119.95	124.54	360.07	387.64
株式総数	68.87	684.54	1,219.54	2,526.79	3,791.69	5,875.44	7,149.41

（出所）中国証券監督委員会（各年の株式構成表）により筆者が作成したもの¹⁵⁾。

持株であった。ただし、従業員持ち株に関して、中国の政府によって株式を三年以内に譲渡してはいけない、公開発行した株の 10%を超えてはいけない、などの決まりがもうけられた。

（2）法人株

法人株は国内法人株と外資法人株の総称である。国内法人株は「法人企業が合法的に支配している資産、または法人格のある事業単位や社会団体が経営に用いることのできる資産を出資して形成した株式のこと」¹⁶⁾である。外資株は「外国企業が所持する上場企業（B 株発行）の非流通株」¹⁷⁾である。国内法人株は国有株とともに株式全体の大半を占めている。表 1 のように上場株式の中で国内法人株は 1992 年の 9.05 億株から 2004 年の 757.32 億株まで増加した。それが全体株式に占める割合は 13.05%から 10.6%に落ちているが、基本的には 10%を維持している。外資法人株は国内法人株に比較するとかなり低い数字を示している。1992 年一時 4%になったものの、次の年より 1%台を保っている。法人株の流通に関しては、外資法人株の場合、会社が設立されてから 3 年後は株式市場に上場流通してもいいが、国内法人株は募集法人株とともに株式市場での流通が禁止されている。

¹⁵⁾ 2000 年までの数字は中国証券監督管理委員会の公式サイト（以下）によるものを修正したものである。2002 年と 2004 年の数字は私が両年度の数字を調べて作成したものである。<http://www.csrc.gov.cn/n575458/n4239016/n4239073/n8876669/n8876886/8906749.html> (2008 年 12 月 12 日、参照)

¹⁶⁾ 黄孝春、前掲文、51 頁

¹⁷⁾ 黄孝春、同書、51 頁。

（3）国有株

国有株の主導的存在は上でも述べたように、企業の固定資産と流動資産を株式に換算した分が多い。国有株の特徴としては二つがあげられる。すなわち、市場占有率が高いと株式市場での売買ができない。国有株は株式市場が登場した当時からずっと上場株式総数の45%を保っている。また、国有株は市場で売買できないだけでなく、配当がないことも事実である。これは中国政府の敵対的買収を防ぎ、株式所有構造を安定化させるためということが考えられる。

非流通株は株式市場で取引ができないと決められているが、一部株においては法人同士での協議による譲渡が認められている。そして法人同士による非流通株の協議譲渡価格は、基本的には1株純資産を基準に決められているので、流通株よりかなり低いのである。

2）流通株式

中国の証券取引場で上場している株式とは流通株式のことを指している。中国の流通株式は上海と深圳の両取引場が設立される前から既に流通していた。ここで前の段階の株式流通状況を簡単に説明してから、両証券取引場の株式を中心に中国の流通株式の所有形態を分析する。

上でも述べたように、1984年11月には「社会公募」の方式で上海の第一号試行株式会社、上海飛楽音響会社を設立した。その時から株式会社の拡大にともなって株式流通はすでに始まっていた。しかも1986年までの株式流通はいわゆる「灰色交易市场」であって、この時期の株式流通は自発的なものが多く、売買相手を自分で探したり、株式の売買を代理発行者によって行ったり、交易規模が小さいなど、不便なことが多かった。

1986年9月26日に中国人民銀行上海市分行の許可を受けて「静安信託」が設立され、上海で初めて株式交易の窓口として株式売買の代理業務が行われた。当時上場した企業は飛楽音響会社と延中実業会社の二つだけであった。一年後は上海で九つの株式交易の窓口ができた。また同年の9月には深圳では12の金融機関が共同出資して「深圳経済特区証券公司」を設立した。これは中国国内ではじめての証券会社である。しかし、この初期段階の証券会社は完全とはいえないものであった。例えば、①一つの株式が証券売場の違いによって違う価格で売買された。②株式供給が需要に応じないのが通常のことであって、市場外の闇市場が多く存在した。③全国の資金が大量に上海と深圳に集中し、株式供給と需要の矛盾が更に激しくなった。

中国の中央政府の正式許可を受けて設立された証券取引市場は、1990年12月に設立された「上海証券交易所」と1991年5月に設立された「深圳証券交易所」である。当時は国内投資家のみ購入可能な人民元建て株式のA株の発行からはじめて、1992年からは外貨建て株式のB株を発行した。A株とB株以外にも海外株式市場で上場している株式H株（国外市場上場株）がある。両証券取引場が設立されてから2006年までのあいだに、全国各地で上海証券交易所の業務代理店が2,958、深圳証券交易所の業務代理店が3,581まで拡大した。

中国の株式発行においても増加のスピードは驚異的なものであった。1992年に発行株総数が21.18億株のみであったものが、2004年には2,577.18億株まで増加し、12年の間にほぼ120倍まで上った。しかし、表1の流通株比率を見ると流通株が全体株に占める比

率はあまり変わっていない。流通株を投資者から見ると主に個人投資家と機関投資家によって構成されている。A株の場合、投資者は国内の個人投資家と機関投資家のみである。B株の場合、投資家は国内の個人投資家と機関投資家以外にも、国外の個人投資家と機関投資家も含まれている。中国の機関投資家は主に証券投資基金、全国社会保険基金、QFII(Qualified Foreign Institutional Investors)¹⁸⁾、保険会社、企業年金、証券会社などによる投資である。2006年になってからは機関投資家の活動がとくに活発になり、2006年の年末までA株の総価値24,000億元のうち、約42.5%が機関投資家によるものであった、これは2005年の同時点より12.39%上回った。一方、個人株の比率は2005年の69.87%から2006年の57.48%まで下がった。

2.2 非流通株と流通株の評価

日本とアメリカの場合、株式を所有権の相違によって普通株と優先株に分類している。しかし、中国の株式は所有主体から国家株、法人株、個人株、外資株などに分類され、また流通の形態から非流通株と流通株に分類されていることは中国の株式の独特性を現している。特に、問題としてあげられるのは非流通株と流通株の分類である。ここで黄孝春の非流通株と流通株の分析をあげて説明する。彼は非流通株について「非流通株は株式市場で取引ができないが、法人同士での協議による株式の譲渡が認められている。この場合、株式の値上がりをめらった譲渡もあるものの、株式の大量所有に基づく経営参加権の獲得が主要な目的とされる。この意味では、非流通株は株式の所有を通じてその発行会社への経営参加をめらう支配証券の性格をもっている」¹⁹⁾と述べる。また、流通株についても彼は「個人投資家や機関投資家などは株式市場で流通株の売買に参加できるが、その目的はもっぱらキャピタル・ゲインの獲得にある。流通株の取得によって会社の支配権を獲得する、いわゆる会社乗っ取り、企業買収は皆無とはいえないが、非常に少ない。この意味では、流通株は株式保有による利益獲得（配当と売買差益）を目指す利潤証券の性格が強いといえる」と指摘した²⁰⁾。このように中国の株式市場における流通株と非流通株の分断は、実は利潤証券と支配証券との分離ともいえる。

中国の独特な株式分類は独特な所有と分配の問題にかかわってくる。非流通株の数は大半を占めて、特に国有株は圧倒的に支配力をもって直接一般の株主利益を害している。当時社会主義に対する憂慮から導入した株式会社制度は他の国と違い、新たな株主統治形態を生んだ。株式の非流通株と流通株による分類について、否定的観点を持つ中国の学者の指摘を確認してみよう²¹⁾。

- ① 人為的に株主を二つの利益関係に作り上げ、また両者を対立させた。非流通株と流通株の分離は株式制度、株価を二つに分けてしまった。また、株式所有は法人による所有と自然人による所有になった。
- ② 上場会社は経営目標を経営管理ではなく、短期的利益に目を向けるようになった。

¹⁸⁾ QFIIは中国の証券管理委員会の許可を受けている国外の機関投資家を指す。

¹⁹⁾ 黄孝春、前掲文、38頁。

²⁰⁾ 黄孝春、同書、38頁。

²¹⁾ 以下の三点は傅子恒『股權分置改革全接触』经济管理出版社、2006年、5頁～11頁を参照。

そのため、中国の株式会社は持続的な経営能力が低くなり、法人がよく変わる現象がある。2005年10月までA株を発行した会社1,360のなか、575会社は大株主が変わることによって、会社の名前が変わった。

- ③ 大株主の株式に対する支配力が強くなり、一般株主の利益を損なう。非流通株と流通株の分離は異なる二つの株価に分かれてしまったため、流通株を持つ側が非流通株を持つ側に従って判断すると、間違っ大損につながってしまう。また、大株主が所有の主導権を持って株式の全体をコントロールする可能性が高い。

3 中国の株式会社における問題と政策転換

以上では、中国の株式会社制度を導入して以降、国家株が主導的存在をなすことからくる問題とそれによる株式会社における問題を検討した。では、これによって中国の株式会社がどのような問題があって、どのような国家機関が国家株を所有し、また、中国の政府はどのような政策転換を行ったのだろうか。

3.1 中国の株式会社における問題

中国の株式会社における問題について、次の二点をあげたい。

1) 融資の目的

株式会社制度の改革として、また初期段階の融資という目的の枠を超えていない。現在中国の株式会社は国有企業を中心とする態勢を変えていないため、多くの株式会社は国有企業の再編成によるものと言っても過言ではない。1980年代から始まった改革開放以来、経済の重荷を担っている大、中型国有企業は赤字から免れなかった。特に、「撥改貸」政策のもとで、企業の負債が金融機関にまで及んで、銀行の不良債権問題にまでなってしまった。企業経営の改善より「撥改貸」政策の先行は国有企業が銀行の貸付金の融資に頼らざるを得なくした。1990年代の中期には全国有企業の資産負債比率は85%前後までになり、37%の非金融型国有企業が債務超過の状態であった。このような現実の解決策として、「債転株」（債務を株式に転換すること）という株式制度の導入が政策として打ち出された。特に注目すべきことは、1998年末から国务院の指導の下で資産管理会社を設立し、四大国有商業銀行から不良貸付金を受けて処置したことである。また、1999年には信达、華融、長城、東方の4つの資産管理会社が設立され、4大銀行と国家開発銀行から帳簿価値約1兆4,000億元の不良貸付金を接収し、国家経済貿易委員会が選定した約600社の国有企業のために総額4,600億元の不良債権に対する「債転株」が行われた²²⁾。

このように、非流通株の国家による所有は国有企業の固定資産からの転換である一方、国有企業の負債からの転換も含まれている。それをもとに流通株を発行したことは、国有企業の負債を背負う役が企業でも金融機関でもなく、事実上一般株主に転嫁されたことを意味する。

²²⁾ 呉敬琏著、青木昌彦監訳、日野正子訳『現代中国の経済改革』NTT出版、2007年、150頁を参照。

2) インサイダー・コントロール

バーリ＝ミーンズは株式会社の拡大によって「所有と支配」の分離が生じると指摘した。つまり、所有と支配の分離はほとんど支配力をもたない所有とほとんど所有権を持たない支配の分離である。1980年代の中国企業改革の中心においても「所有と経営」の分離が提唱されていた。しかし、実際には株式会社の導入への憂慮が残ったままの発展によって、所有と経営の分離ができなかった。後に、多くの学者は中国の株式会社における所有と経営に関する問題をインサイダー・コントロールとして取り上げた。

インサイダー・コントロール理論は最初日本の青木昌彦が提起し、また多くの中国の学者によって証明された理論である。この理論の中心はインサイダー・コントロールを旧共産主義体制の産物として捉えていることである。現在中国の株式会社におけるインサイダー・コントロールについて以下の問題が提示されている。

(1) 所有者の不在の問題が依然として存在する。

株式会社の大半は国有企業の改組によるものであるため、大株主は常に国家（国家株主と法人株主としての存在）によるものである。また、国家が大株主の所有権を持って株主総会の支配的議決権をとおり、取締役の選出権利を持っている。具体的には取締役会の多くが筆頭株主による派遣である。例えば1997年の上場企業50社のサンプリング調査によると、取締役会における代表比率は70.5%にも達していた。このような高い比率を持ちながら、依然として国有企業の所有者不在の問題を抱えている。この問題について中国の学者呉敬琏は「国有企業の所有権と企業経営の間の正しい関係を打ち立てるカギは、政府と企業の「インターフェイス（interface）」すなわち結合部における問題を解決することである。持株会社を組織することはこの問題を最終的に解決するわけではない。政府により「授權」された持株会社の主な責任者は、国家経営を「代表」はするものの、所有者を「到位」させ、コーポレート・ガバナンス中に正常なチェック・アンド・バランスのメカニズムを形成することはできない」²³⁾と指摘している。

(2) 取締役会の機能が発揮できない。

旧国有企業から株式会社の改組によって、旧企業の幹部から取締役と経営者（総経理と副総経理）に昇進するものが多い。その任命は株主総会による選出ではなく、党の組織部門と政府の人事部門による任命である。旧国有企業の内部従業員の昇進制と兼職現象が今も残っている。まず、企業内の昇進について。2000年の調査によると上場会社236社（上海132社、深圳104社）のうち経営者全体の66%が企業内昇進によるものであった、残りは他企業からの転入と主管部門からの派遣であった。次は、取締役と経営の兼任が目立っている。表2に示したように取締役総数8,599人のうち2,557人が経営試行職を兼任している。詳しくは取締役会長868人のうち176人、取締役副会長924人のうち309人、常務取締役18人のうち13人、取締役6,724人のうち2,019人、執行取締役40人のうち14人がそれぞれ経営職を兼任している。

このような状況がインサイダー・コントロールの根本的な原因になって、意思決定の内部者依存が高まっている。その問題としてあげられるのは取締役会の監督機能不全の問題である。

²³⁾ 呉敬琏、前掲書、154頁。

表2 取締役会メンバーの配置・兼任状況（2000年）²⁵⁾

単位：人

	取締役 会長	取締役 副会長	常務 取締役	取締役	執行 取締役	非執行 取締役	合計
総経理	174	194	3	443	3		817
常務副総経理	0	11	0	48	2		61
副総経理	1	43	7	1070	6		1127
総エンジニア		5	1	52	1		59
総経済師	1	4	0	31			36
総会計師		2	0	111			113
財務総監		3	0	93	1		97
財務責任者				33			33
総経理助理				19			19
総経弁主任				3			3
無兼任／不明	691	615	5	4705	26		6234
合計	868	924	18	6724	40	25	8599

（出所）川井伸一、前掲書、121頁。

これはもともと取締役と執行経営者の間はプリンシパルとエージェントの関係であるが、プリンシパルとエージェントが兼職によって重なってしまっていて、プリンシパルがエージェントを監督することが難しくなっている結果である。また、会社人事の任免権は上級組織部門か政府部門であるため、取締役会の独立性がなくなってくる。これについて呉敬琰は次のように分析したことがある。「多くの大中小型企业はすでに会社制に改めているものの、それらの高級指導者ひいては中級指導者でさえ依然として上級機関部門が任命する。代表取締役会はしばしば自覚することなく株主に対し受託責任を引き受け、株主会も彼らに出資者の利得目標にしたがって事进行处理するよう要求することが難しい。社長と執行機関が取締役会による任命ではないため、取締会には独立した受託責任がなく、そのうえ取締役会の株主を代表しての高級経営陣に対する監督やインセンティブも弱められた。」²⁴⁾

3.2 国家株株主の主体からの分類

旧国営企業に対する管理はいくつの政府機関によって構成されている。それは、資産を管理する財政部、投資を管理する国家計画委員会、経営を管理する経済貿易委員会、人事を決定する企業工作委員会などの五つの機関である。株式会社制度を導入して以降、中国の政府は大株主としての権力機関を設立しなかった。ただ、1988年に、国家財産に対して管理と監視をするために、設立した国有資産管理局が国有企業に対して資本と財産の確

²⁴⁾ 呉敬琰、前掲書、155頁。

²⁵⁾ この表の統計数字に関しては疑問があるが、原文のとおりである。

認を行った。このように、国家株の主導的存在と対照的に、株式会社に対する支配はいくつかの機関によって行われ、分散的なものであった。1989年には、以上の権力分散を解決するために、国有資産管理局を財政部に帰属させ、企業工作委員会と経済貿易委員会などを撤去する動きがあったものの、国有資産管理局が国家株の管理機関として位置づけられなかった。

上で述べたように、中国の株式の所有構造は国家株が大半を占めて、議論の中心も国家株に集中している。中国では、全体人民が国家株の最終の所有権を有していると指摘されている。しかし、国家株の所有の主体から、国有企業を次の四つに分類している。つまり、それは「中央部委員会」に所属する国有企業、「中央直属」に所属する国有企業、「地方政府部門」に所属する国有企業、「地方所属国有企業」である。以下では、上海証券交易所に登録された会社を例に説明する。

「中央部委員会」に所属する国有企業とは、国務院の下に置かれている各部に所属する国有企業である。例えば、農業部、鉄道部、水力部などである。（日本の省庁に当たる。）このような上場した会社は38社であって、上海証券交易所で上場した株式会社総数の4.57%を占めている。

「中央直属」とは国務院のもとでの国有資産管理委員会によって、管理されている株式会社である。会社の総数は166社であるが、上海証券交易所で上場した会社数は129社であって、15.52%を占めている。

「地方政府部門」に所属する国有企業とは、地方政府の行政部門（例えば、財政局）、地方の国有資産管理局、地方の政府などの許可を得て国有資産を運営する株式会社をいう。このような会社は152社で、総数の18.29%を占めている。

「地方所属国有企業」とは、地方政府、あるいは地方の国有資産監督管理委員会が大株主になっている株式会社である。このケースが一番多く、株式会社総数の3分の1を占めている。

これらの企業は機械、石油、化学、金属、鉱石、IT、薬品、貿易などあらゆる産業と関わりがある。

2002年11月には16回中国共産党大会が行い、国有資産における問題の解決案として「三層管理」様式が提起されるようになった。具体的には次のようである。

まず、中央政府が国有資産管理局を設立すると同時に、省、自治区、市、県のレベルでも国有資産管理部門とオフィスを設立する。これが第一層となる「国有資産管理機構」である。

国有株の持主（主体からの分類）

	中央部委員会	中央直属	地方政府部門	地方所属 国有企業
会社数	38	129	152	268
総数に占める割合 (%)	4.57	15.52	18.29	32.25

（出所）『中国公司治理報告（2006年）』復旦大学出版社、30頁を参照。

次に、第二層管理機構として、「中間層会社」（中間層公司）を設立する。これによって、国家は国有株式会社における大株主の不在、インサイダー・コントロール、過剰投資、国有資産の流失などの問題解決を目指す。

最後に、第三層管理機構として、国有企業が主に経営に専念する。そのために、人事と資産の管理を統一する必要がある。

3.3 「股権分置」改革

上で述べたように、非流通株と流通株の分類は株価や株主の所有権において二つに分かれてしまった。これを中国では「股権分置」と言い、1999年より中国政府は「股権分置」を是正するために、改革の試行を始めた。

まず、1999年には「中国嘉陵」と「黔輪胎」という二つの株式会社の国家株の比率を下げる法案が出された。しかし、株価の転落の結果を招き、失敗に終わった。

次に、非流通株と流通株との分類は、会社法における「同一株同一権利、同一株同一価格の原則」は実現できないという批判が高まり、2000年度から国有株の減量保有の執行が始まった。2001年6月には、具体的な国家株の減量法案が提起されていたが、翌年の4月にはまた失敗に終わった。

また、2005年4月中国証券監督委員会は「上場企業の株権（股権）分置改革の施行における問題に関する通達」を發布し、非流通株主から流通株主に対する補償と非流通株式を流通市場で流通させるという二つの政策を打ち出した。その結果、2005年5月には「清華同方」、「三一重工」、「紫江企業」、「金牛能源」という四つの会社からはじまった試行が、2006年8月には全国1300上場株式会社のうち90%以上が「股権分置」改革に応じて、非流通株の減量を成功させた。

その後、各株式会社の年度報告における株主の構成には国家株という項目がなくなった。その代わりに、大株主の欄にはいくつかの会社の名前が入っている。しかし、それらはいずれも国家を大株主とする株式会社である。2008年、上場会社上位100社のうち85社は第一の大株主が国によるものであった。しかも、ほとんどの株式が大株主に集中している。ここで、国家はさまざまな形をとって大株主になっている。例えば、政府機関、産業会社、銀行、証券会社、保険会社、投資基金。この中で産業会社が一番多く85社のうち71社である²⁶⁾。

結び

「股権分置」改革のもとで、国家株という形がなくなり、その代わりに法人会社が株式を多く持つようになった。しかし、法人会社への転換において国家の主導的存在がなくなったとはいえない。このことは、株式会社における大株主の支配がまだ存在することを意味し、インサイダー・コントロールの問題がまだ解決されていないことが指摘できる。また、これは今後コーポレート・ガバナンスにおける大きな課題でもある。

しかし、株式所有構造から解決しようという「股権分置」改革について、以下の三点を

²⁶⁾ 仲継良『董事会与公司治理』中国發展出版社、2009年、378～379を参照。

評価しなければならない。

- ① 改革の以前には非流通株の売買は主に政府の指導のもとにあって、国有企業の間で市場価格より低い価格で行われた。しかし、改革後には大株主の利益が株式市場で評価されるため、国有企業間の取引も市場価格で売買されるようになった点。
- ② 大株主は経営、株式の運営、他の株主との関係の重視を通じて、株価の市場評価に注目しなければならなくなった点。
- ③ 改革の前には中長期投資計画が大株主の意思によるものであって、投資の目的が市場競争という判断を欠いていた。しかし、改革後の投資選択においては市場の合理性が求められるようになった点。

参考文献

- (1) 青木昌彦『比較制度分析序説』講談社、2008 年。
 - (2) 川井伸一『中国上場企業—内部者支配のガバナンス—』創土社、2003 年。121 頁。
 - (3) 吳敬琏著、青木昌彦監訳、日野正子訳『現代中国の経済改革』NTT 出版、2007 年。
 - (4) 郑振龙（等）『中国证券發展簡史』経済科学出版社、2000 年。
 - (5) 仲継良『董事会与公司治理』中国發展出版社、2009 年。
 - (6) 傅子恒『股權分置改革全接触』经济管理出版社、2006 年。
 - (7) 虞建新『中国国有企業の株式会社化』信山出版株式会社、2001 年。
 - (8) 『中国公司治理報告（2006 年）』復旦大学出版社、2006 年。
 - (9) 黄孝春「中国の株式市場における「非流通株」問題の形成」、『アジア経済』2006 年 2 月。
 - (10) 徐涛「中国国有企業における株式会社制度導入の歴史」『立命館経済学』（第 53 巻・第 3・4 号）。
- サイト <http://www.csrrc.gov.cn/n575458/n4239016/n4239073/n8876669/n8876886/8906749.html> (2008 年 12 月 12 日、参照)