

中国における非流通株改革によるコーポレート・ガバナンスの改善

王 春 香

はじめに

本稿は、最近中国で議論されている非流通株の改革を取り上げ、過渡期にある中国の企業のコーポレート・ガバナンスをどのように改善していくべきかを考察する。

中国の国有企業民営化において大きな課題のひとつは、国家が保有する株式（非流通株）のシェアが大きく、それがコーポレート・ガバナンスにマイナスの影響を与えているという点である。しかしながら、非流通株の一般公開は順調には進んでいない。国家が株の過半数を所有すれば、企業経営を安定的にコントロールできるという利点はあるが、一方で市場からのコントロールがきかないことで経営が非効率になる場合もある。また、一般投資家の資金を広く集めるという視点からは、魅力に欠けることにもなる。

本稿では、こうした問題を従来の学説・議論を踏まえて所有と支配の理論から考察し、過渡期にある中国におけるコーポレート・ガバナンスのあるべき姿を検討したい。具体的には、株式構成とコーポレート・ガバナンスの諸問題、中国上場会社における流通株・非流通株の分断がもたらす諸問題、非流通株改革の重要性及び市場放出の仕組みを分析し、中国の特殊な環境下における企業のコーポレート・ガバナンス改革の方向を論じたい。

中国の国有企業民営化と資本主義諸国の国有企業民営化の大きく異なる点は、中国の場合、株式の公開が速いテンポで進まないことである。国有株の譲渡は、政府証券規制機関の政策によって規制されている。国家が保有するいわゆる非流通株は、2005年4月末まで主として国有資産管理部門が直接保有する。国家の株式保有は国家経済戦略と密接に関連しており、結果として中国企業の独特なコーポレート・ガバナンスが生まれたのである。株式会社における国家株、法人株、個人株という三者の比率については、行政手段で制限され、国家株式の持株比率が会社の発行済株式総数の50%以上とされ、国は株式会社に対して支配的影響力を有すると規定されている。市場経済の発展とともに、非流通株（国有株、法人株）の流通・譲渡が規制されているために、中国国有企業株式制改革における理想と現実とのギャップが大きくなり、様々な弊害が出ている。具体的には、以下のような弊害が見られる：①国が産業構造を調整し、企業が独自で資産を再分配することができない、②企業は株式を売買することによって差益を獲得する機会を失う、③株主市場による会社の経営に対する監督機能が働かない、④小規模株主の利益も保証されにくく、多様な株主による経営チェック機能もできない、などである。したがって、現状では国家以外の株主によるコーポレート・ガバナンス機能を期待することは

難しい。

以下、第一節では株式会社のコーポレート・ガバナンスに関する理論を述べた上で、中国の株式会社における特殊な株式構成を分析し、コーポレート・ガバナンスに与える影響を明らかにする。第二節では非流通株改革の重要性と意義を明確にし、改革の仕組み、特徴について論じる。第三節では国有株の売却による所有権の多元化および実施状況をまとめる。第四節では、「股権分置」と呼ばれる改革によって改善された点、残された課題を明らかにする。

1. 株式会社制度に関するコーポレート・ガバナンス

株式会社は、会社の大規模化と必要な資本総額の増大に対応し、零細資本を集め、投資リスクを分散させるために現れた資本の結合形態である¹。本来、財産の私的所有制度を前提にしている。株式会社制度は、一面では近代組織として民主政治体制に基礎付けられてきたという側面を有しているが、他面において、制度の効率的な運営が行われるためには、政治組織によって構築され、運用される法律制度の保障に負うところが大きい。「会社とは何か」、「会社と株式における所有とは何か」という本源的な問いについて考察することにより、「会社はどう運営されるべきか」という、いわゆるコーポレート・ガバナンスについて検討し、その理論的根拠を明確にするのには大きな意義がある。

1-1 コーポレート・ガバナンス論及び中国上場企業における実態

科学技術の進歩や産業革命によって、企業の大規模化と業務の複雑化が進行し、これに対処し得る高度な経営的、技術的知識、スキルを有した専門経営者群が登場した。その結果、株主と経営者の分離が進行した。この資本と経営の分離によって株主と経営者の利害相反が発生し、経営者は必ずしも株主の利益に従ってのみ行動するわけではなく、自己の利益を図り、それゆえ経営者と株主の利害衝突が生じるとされている。さらに経営に関する情報の非対称性、株主の経営者監視が不十分となり、必然的に各種の問題を生み引き起こすことになるという²。株主が経営者を監視することが必要となってきたのが、コーポレート・ガバナンス論のきっかけだと言われる。

コーポレート・ガバナンスは国によって異なる。世界では統一したモデルもなければ、最も理想的なモデルもない。アメリカの企業のコーポレート・ガバナンスとドイツ、日本などのそれとは明らかに異なる。たとえ、先進市場経済国家の企業のコーポレート・ガバナンスであろうと「絶対に間違いがない」とは言えない。各国に実情など様々な要因があり、その構成する会社のコーポレート・ガバナンスがそれぞれ全く異なるろうとも、その本質的な差異がないのである。

中国上場企業のコーポレート・ガバナンス研究については、早期に中国経済界の権威である呉敬連

¹ 河端（2004）第二章を参考。

² 河端（2004）p.5を参考。

が、中国上場企業の内部管理体制の確立に関して、次のように論じている:「元の国有企業の改組によりできた上場会社は、その大部分がやはり高比率で国有財産所有権を保持している。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」³。そして、こうしたことに対し、国際経験を汲み取り、所有者と経営者の権限のバランスをとるために、所有者の「在位」(プレゼンスと責任主体)を確保すること、取締役会の株主利益を代表した受託責任の履行を確保すること、及び取締役会の最高経営陣に対する監督を確保するという、三つの面を解決すべきである、と述べている。

他には、例えば侯(2003)、王(2000)及び井上(2006)が、コーポレート・ガバナンスと証券市場改革の関連性から、証券市場の資源配分の効率性を強調し、株式会社制度の活用を通じて、株主総会、取締役会、監査役を中心とした調整機能へと統治システムを転換していくことが求められる、と論じている。そうならば証券市場はルール化及び透明化を実現し、上場会社のコーポレート・ガバナンスの改善も推し進めることが期待できるという議論である。

完全な会社のコーポレート・ガバナンスと健全な法人財産権は、現代企業の最も本質的な2つの側面であり、現代企業が存在し、発展するための2つの必要十分条件である⁴。この視点に沿って、中国の企業制度を振り返ってみると、今の国有企業や上場企業が、多くの矛盾と問題を抱え、改善すべき部分が多いことを誰も否定しない。その中で、最大な問題とは、会社のコーポレート・ガバナンスの改善である。中国では、基本的に国有企業の分権監督メカニズム—権力バランス制御—は形成されていない。コーポレート・ガバナンスが不十分なため、国有企業の経営管理に多くの問題が生じる。1996年から2002年前半まで、中国では2343社の国有企業が会社制改革を試行した⁵。そして学界では、80年代末もこの問題を取り上げた。中国が株式会社制を推進したのは、資本の蓄積以外にもう一つ重要な理由がある。それは、株式制を通じて国有改革を行い、健全なコーポレート・ガバナンスを確立するということである。

1-2 株主構成とコーポレート・ガバナンスの関連

ここでは中国の株式会社の株主構成の特殊性を取り上げたい。中国の株式会社は、計画経済体制下における「単位」としての国有企業を改組して形成された。このような株式会社の形成経緯から、中国特有の問題が生じている。つまり、かつての資本の供給源、経営者の供給源、関連企業や政府機関との関係、従業員とその「単位」組織特有の労務管理制度など、従来の国有企業の様々な経営資源や制度をある程度継承し、その条件の下で「産権改革」(財産権改革)という所有制度の改革を推し進め

³ 呉(2003)第4章による。

⁴ 梅(2003)を参照されたい。

⁵ データは「国有企業改革は風雨の中で前進した」(新華社「内部参考」2002年10月25日)による。

ざるを得なかったことである。計画経済体制の下では、該当企業の「所有者」が一体誰かという問題は起こらなかったが、国有企業改革の過程において所有と経営の分離という方針が打ち出されると、所有者を確定することが必要になった。特に国有企業を株式会社制にし、国家が株主になる際、所有権行使の主体を確定する必要がある。会社化改革に伴って、国有株主権を行使する主体が不統一かつ不明確であるという現実的な問題が表面化した。企業が隸属する従来の政府主管機関がその企業の国家株主になったものもあれば、国有資産管理局のような新しい政府機関が国家株主になったものもある。他に、政府が認可を与えた投資機構——資産経営会社や資産管理会社なども、国家株主となった。さらに、国有大企業が子会社の国有法人株主となる例も少なくない。このようにして、中国の会社制度導入による株式所有多元化は、民間に株式を放出するのではなく、国家株の所有者を複数化することであった。こうして会社の経営陣が何を考え、何のために働き、誰に対して責任を負い、誰の監督を受けるかが問題となった。例えば、株式会社の董事会のメンバーが株主総会により選出され、経理が董事会に選出されるものという会社法には明文を持って定めながらも、実際は国有株が60%を占めることにより、株式会社の役員人事が、従来どおり行政に決められるものとなっている。国有企業の行政管理下にある従来の問題が会社化によって解決されていない上、国家株主の主体に関わる新しい問題も出てきたのである。それらの問題は次の通りである。

- ① 国家株主が、株主の役割を全く果たさない。一人の国家株主がいくつかまたは多くの国有会社の株主になる場合もある。国有会社が全国に展開しているため、国家株主がその企業に関する情報を十分把握できない。従って国有株主は形だけの存在となり、監督体制や必要な法的枠組も充分整備されてないため、国家資産の流失という問題が発生した。
- ② 国家株主は人格的な主体ではないし、幻のような存在である。国家株主としての運営制度もないため、国家株主は、漠然とした概念に過ぎず、企業にとっては幻のような存在である。一方、幻の存在たる国家株主の背後に、依然として強硬な政府行政部門が従来のままで実在するから、依然として企業管理の機能を発揮し、企業経営に干渉するという問題が存在する。
- ③ 国家株主は主体性を明確にしない。中国でコーポレート・ガバナンスを確立する上で考えなければならないのが、誰が国家株主を代表するのか、また代表できるのか、国家株主の主体をいかに合理的かつ制度的に確立するのかということである。結局、国有会社が成功するかどうかは、その国家株主と直接に関わるのである。

中国の会社法第4条の規定によると、「会社の株主は、出資者として、会社に投入した資本金に基づき、所有者の資産受益、重要政策決定と管理者選択などの権利を享受する」とあり、これがよく言われる出資者の「三つの権力」である。株主が持つ株主権は、利益分配請求権や、余剰財産分配請求権などのように、株主の自らの利益を目的とした自益権の行使も含み、株主総会への出席権や、議決権、会社業務執行状況の監督検査権などのように、株主の自らの利益と同時に会社の利益も目的とした共益権の行使も含む。この権力は、株主が持つ至極当たり前で、不可侵の権力である。しかし国有株、い

いわゆる国有財産権のガバナンスの空白によって、経営者・従業員による株主の権利侵害という負の現象が起こった。上原（1998）と今井（2001）は、「大型国有企業については株式会社（産権制度）によって、所有と経営を分離することが、企業経営に対する政府の介入を遮断し、経営効率の向上に繋がる道である」と主張しているが、所有者たる国家の監督の行き届かないところで機会主義的な行為に走る経営者が存在することはマイナスであるとも指摘している。さらに丸川（2002）も、「問題は経営者が経営改善を怠っていたり、私利を優先していたり、能力が十分ではない時である。そのときこそ所有者が役割を果たすべきだが、所有者が分散していて経営者に対する影響が弱い場合や政府が所有者である場合には、役割を十分にはたさない」という問題を提起している⁶。つまり、株式会社が存在するところには、経営者の私利追求行動が起こる可能性があるということである。それは中国の国有企業に改組された株式会社だけに起こる問題ではない。中国に特有な問題は、国家、政府が所有者（国家株）に当たる場合が多いことである。所有権の曖昧さが無責任体制を生み、企業経営者への監督機能が不全な状態に陥る。

これについて、李（2005）は「中国上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する実証分析」で詳しく取り上げている⁷。コーポレート・ガバナンスに関する評価システムの差異は、主としてシステムを策定する際に準拠する上場企業のガバナンス環境、即ち上場企業を取り巻く制度、法律、産業政策、市場構造、そして企業の発展段階などによって生じるとみなせる。中国上場企業のガバナンス環境は、外国のそれとは相当の違いがあるので、李は、中国上場企業を取り巻く特殊な環境を考慮した上で、コーポレート・ガバナンスに関する評価指標モデル⁸を構築し、中国上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する実証分析を行った。その評価指標モデルは次の通りである。

$$CCGI^{NK} = \alpha_1 ABOS + \alpha_2 ABOD + \alpha_3 ABOM + \alpha_4 AT + \alpha_5 AD$$

この式のCCGIは南開大学コーポレート・ガバナンス指数を表しており、(i = 1, 2, 3...6)は各評価要素の重要度係数を、ABOSは株主の行為の評価値を、ABODは取締役会の評価値を、ABOMは監督委員会の評価値を、ATは経営層の評価値を、そしてADはディスクロージャーの評価値を、そ

⁶ 1992年当時、経済政策の実質的指導者であった朱容基は、経営メカニズム転換条例の制定に関するいくつかの問題を論じた際、国の所有権がどのように実現されるかについて、4つの意見があることを指摘している。第一に国有資産局が国を代表して、企業に対して所有権を行使するという意見。第二に各産業主管官庁或は企業グループ本社が、国を代表して、所有権を行使するという意見。第三に国家投資会社を設立して、国を代表させ、企業の「持ち主」として所有権を行使するという意見。第四に各産業主管官庁が企業の取締役会などの一つの機関に委託して、所有権を行使させるといった意見。国有企業の所有者がだれかについて確定された見解がその時点でなかったことを示している。小島・石原編（1994）による。

⁷ 李（2005）第48巻第1号による。

⁸ 南開大学コーポレート・ガバナンス研究センター制定した中国コーポレート・ガバナンス指標システム—CCGIである。中国上場企業におけるガバナンス環境の特徴を十分に考慮した上で、ディスクロージャー、筆頭株主の行為、取締役会の独立性、及び監督委員会への参加などを強調する。李（2005）による。

それぞれ表している。この評価システムにおいて、最大値は100、そして最小値は0になる。

2003年4月末までに開示された2002年の上場企業の年次報告を利用したが、一部資料が揃わない企業があり、最終的に931社を選択した。そしてCCGIシステムによって、サンプル企業のガバナンス指数を計測した（表1-2を参考）。

表1-2 サンプル企業のガバナンス指数統計

指 標	CCGI	株主行為	取締役会	経営層	監督委員会	ディスクロージャ
平均値	49.62%	53.70%	43.40%	47.44%	48.64%	58.44%
中位値	50.01%	53.88%	42.67%	47.53%	48.57%	61.91%
最小値	30.79%	10.40%	1.56%	11.98%	19.03%	4.72%
最大値	78.81%	83.33%	74.51%	77.74%	71.56%	97.69%

出所) 李(2005)による(データ・ソースは南開大学コーポレート・ガバナンス研究センター「2003年度 中国コーポレート・ガバナンス評価レポート」2004)。

サンプル企業におけるガバナンス指数の平均値は49.62%であって、企業別指数の差は大きく、最大値は78.81%、最小値は30.79%である。コーポレート・ガバナンスの構成部分から見れば、次の点が明らかになった。

- ① 株主の行為の平均指数は53.70%、最大値は83.33%、最小値は10.40%であって、その差は72.93%になっている。
- ② 上場企業ガバナンスの中心的な役割を果たす取締役会の平均指数は43.4%で、各要素の中で最も低い。
- ③ 上場企業の監督主体である監督委員会によるガバナンスの参加状況について言えば、平均指数は48.64%であって、必ずしも良好な状態だとはみなせない。
- ④ 上場企業の経営層の任免、及びインセンティブなどを示す平均指数は47.44%、最大値と最小値の差も大きい。
- ⑤ ディスクロージャーの状況は幾分良好であって、平均58.44%で最大値は97.69%、最小値は4.72%であり、92.97%の差が存在する。

1-3 株式構造がコーポレート・ガバナンスに対する影響

つぎに、中国の国有企業のコーポレート・ガバナンスについて何が問題とされているのか、また私有財産制に基づく市場経済国に比べ、コーポレート・ガバナンスに関して何が共通で何が中国の特有な問題なのか、を考えたい。上場企業のコーポレート・ガバナンスの状況を左右する要因はいろいろと考えられるが、資本市場、プロフェッショナルな経営者の市場、製品市場、政府の政策、規制、国の法律、ならびに一国の文化などの外部環境的な要素が挙げられる。そのほかに、株主総会の運営、筆頭株主の行為、上場企業の株式構造、取締役会の構成と運営、監事会のガバナンスの参加の状況、ディ

スクロージャーの質、及び経営層の任免、インセンティブとモニタリングなどの内部的なガバナンス要素もある。

株主達は、取締役会に対して自分を代理する取締役を委任し、その利益の保障と意向の表明を実現する。従って、取締役会は企業の利益関係者を代表する各方面の利害をコーディネートした均衡結果を示し、経営層のガバナンスの質は取締役会と密接な関係を持つことになる。経営層の任免、ないしそのインセンティブとモニタリングシステムは、いずれも取締役会の権力に対する制約の結果である。上場企業のディスクロージャーの質も取締役会の運営と実行との間に密接な関係をもつ。取締役会の構成は、上場企業の株式構造によって決められ、株式構造は上場企業のコーポレート・ガバナンスの仕組みを制約するファンダメンタルな要素であって、株式構造は、上場企業のコーポレート・ガバナンス構造を決定しているとみなせる。

さらに詳しく上場企業の持株比率を分析すると、中国の国有企業の場合、筆頭株主の平均持株率は75.37%で、第2大株主の平均持株率は12.4%である。第2から第5までの大株主の持株比率の和は24.63%である。これに対して、すべての民間企業の筆頭株主の平均持株率は僅か57.58%にとどまっており、第2大株主の平均持株率は22.47%で、第2から第5までの大株主の持株比率の和は42.42%である⁹。民間企業としての上場企業の持株比率は合理的であり、それぞれの大株主同士が相互に牽制する枠組みになっている。しかし、国有企業は、依然として国有株が絶対的に優位になっており、相互に牽制するための枠組みが生成していないのが実情である。市場経済への移行プロセスにある中国において、政府は極めて重要な役割を果たしている。国有株（非流通株）の絶対優位、上場企業のコーポレート・ガバナンス構造の改善とガバナンス質の向上には不利な要素である。中国における上場企業の業績と株式所有構造に関する実証研究も国有株の比率が高いほど企業業績が悪いことを明らかにしている。非流通株は主に大株主に集中され、流通株はガバナンスに出来ない、関心を持たない短期、個人・零細投資者に所有されている。このとき、大株主、即ち、支配株主が支配を行うことに私的利益を見いだしているとしたら、少数株主に損失を与える形で企業価値を浪費する状況が可能な体制になっている。これが中国の現在の企業統治が抱える大きな問題の一つである。少数株主の利益が保護されていないということは、中国では広く一般投資家の間で認識されるようになり、改革も実際に進みつつある。2004年9月には、国務院が「資本市場の発展と安定に関する若干意見全9条」を定め、改革の方針を示した。ここでは、①少数株主の保護に努める、②流通株、非流通株の区別の撤廃、などが挙げられた。そして、流通株と非流通株の区別の撤廃については、2005年の4月と6月にモデルケースの企業ごとに改革を行う形でスタートした¹⁰。非流通株改革に通じて、両者間の利益の不一致という問題が解決され、異なる種類の株主が同じく市場で決められた株価に関心を持つようになった。こ

⁹ 李 (2005) p.173による。

¹⁰ 2-2節に述べたような、4月29日にテストの第一弾としての4社、と6月19日第二弾としての42社である。

れらは、コーポレート・ガバナンスの改善に良好な基礎を与えている。

2. 非流通株の改革

アメリカのように個人株主中心の分散型株式所有構造を軸に成長してきた社会と違って、中国の経済発展は国有企業がその中心を担ってきており、安定的成長を実現するには国有企業改革が何より重要である。国有企業の請負制から株式制への移行の中で、国有資本株主が持つ特殊な性格が注目されている。非流通株改革前の三分の二の株が流通できない規制の下では、大株主による指名された経営陣を監督し、彼らの経営行動を律することは出来なかった。その結果、中国の株式市場は一部経済学者に「カジノ」とまで批判されるほど投機色が強く、本来の機能を十分に果たすことが出来なかった。たとえ、非流通株が従来通り国によって保有されたままでは、企業のコーポレート・ガバナンスと証券市場の資金仲介機能の向上はとうてい無理である。所期の効果を上げるためには、国有株を放出することを通じて、国有企業の民営化を進めなければならない。これは、市場経済への移行を目指す中国にとって、避けて通れない道である。

2-1 国有株の放出が各投資者への影響

国有株の上場流通問題は中国会社制度、企業のコーポレート・ガバナンスの構築、中国証券市場の健全化などの課題と密接に関わっているため、中国政府は1999年から本格的にこの歴史的な難問題の解決に取り組み始めた。2001年6月に「国有株削減による社会保障資金調達に関する暫定規則」を通達・実施した。この「暫定規則」の主な内容は、ある企業が新株発行や増資発行する場合、調達予定資金の10%に当るその企業の国有株を放出して、その調達した資金は社会保障基金に補填するというものである。中国では、社会保障体制の確立とその資金ルートの確保が長年の懸案であったが、これを上場企業の株所有構造の是正とリンクさせ、いわば、一挙両得的に問題を解決しようとしたものである。

しかし、流通株式のほぼ倍に当る非流通株式が市場に流れ込むことになれば、市場における需給バランスが崩れるのではないかと投資者の不安を招き、株価が暴落して、市場が混乱した。従って、中国の株式市場で行うべきことは単純な国有株放出ではなく、国有株の市場化なのである。なぜなら、非流通株が流通株になる前提条件として、国有株が株式市場に入り、その放出方式、放出価格と差額の帰属、資金の流れる方向などの問題を解決する必要があるからである。

以前の国有株では、政府が決めた価格と数量で国有株を売却するという方法が採られ、失敗の要因となった。性質が異なる流通株と非流通株の取り扱い、特に各利益主体の利益を考えた上、表2-1で示すように先に国有株を割り当ててから公開競売し、資金が株式市場から離さない場合、公開競売価格が割当価格より高い部分の格差帰属問題は4つの方面の利益への影響について、その差額を流通株主に戻し、国有株主が割当金をもらうと、4つの方面の利益が均衡できる。

表2-1 中国の国有株の配当後公開競売方式下の価格差帰属の比較

利益主体 \ 価格格差	全て国家に帰属する場合	流通株の株主に戻す場合
国有株の持主	有利	中立
流通株の持主	不利	中立
その他の投資者	購入者不利	中立
投資準備者	購入者不利	中立

出所) 劉 (2002) 第4期 p.46による。

2001年6月に、國務院は「国有株売却による社会保障基金の調達方法」を制定し、実施した。つまり、この管理弁法は社会保障基金を充実させるため、新規発行の企業が調達資金額の10%に相当する国有株を市場価格で売却する方法である。国有株放出によって得た資金は、社会保障基金補填を目的として設立された「全国社会保障基金」に納付することが義務付けられた¹¹。中国の株式市場は当時記録の高値を付けていたが、国有株が放出された後、投資家の間で「国有株の放出により市場の需給が崩れ、株式価格が暴落するのではないか」¹²との不安が広がり、上海A株の総合株価指数は数ヶ月の間に約3割も下落した。その原因は、上の表2-1で各利益方面への影響を分析したような、国有株主以外の投資者に対して、不利及び大きい損があることである。証券委員会は、投資家や政府からの批判を受けて、10月23日に当該措置の試行を一時的に停止せざるを得なくなり、翌11月には、国有株売却のスキームに関して、インターネット経由で広くパブリック・コメントを募集するという前例のない措置を講じた。

国有株の市場放出は、国有企業民営化の第2段階に当り、国有企業改革を一步推し進めるものとして評価できよう。但し、放出される国有株の総額と、その受け皿となり得る資金量を比較すると、国有株放出により市場の株価に大きなマイナス・インパクトが発生するのは避けられないように思われる。当時、中国の証券市場では個人投資家が中心となっていて、機関投資家は市場全体の比率では非常に低い。政府が機関投資家の証券市場への参入を厳しく制限するなど、機関投資家が成長する土壌がなかった。個人投資により、堅実な資産運用のためではなく、むしろ投機的な運用動機が強く、短期的な投資行動を繰り返すことによって、株価を変動させ、この点から見ると、国有企業の改革は、単に企業側のことだけを考え、それ以外の関係者への配慮が足らなかったことが明らかになった。

政府と管理部門は、2001年の国有株売却に失敗した教訓を踏まえて、機関投資家及び外国投資家の導入も含めて、株式市場への影響を最小限に抑えるような形での非流通株放出方法の検討を続けたが、2005年に入ると、政府は再び「非流通株」の改革に取り組んだ。4月29日に、中国証券監督管理委員

¹¹ 中国政府は、1997年以降国有企業改革の一環として、年金を中心とする社会保障制度改革を進めてきたが、年金制度を「賦課方式」から「積立方式」に転換する際の年金基金不足(所謂政府の「隠れ債務」)は2-3兆元規模に達するとの試算もある。玉置(2005) p.138を参照。

¹² 同上。

会 (SCRC) は「上場企業非流通株改革のテストに関する幾つかの問題の通知」を出し、テスト企業の第1弾として4社を発表した。(表2-2)

表2-2 非流通株放出企業4社の臨時株主総会の結果

企業名	業種	臨時株主総会の結果
三一重工	機械	O
河北金牛能源	石炭採掘	O
上海紫江企業集団	化学品	O
清華同方	パソコン	X

出所) 上海、深圳証券取引所ホームページより作成。

2-2 非流通株改革の流れ

2005年4月より導入された政策では、過去の失敗の経験から以下のことが明らかになった。第一に、各社で解決方法に柔軟性を持たせる必要がある。たとえば、非流通株主が流通株主に一定の対価(株式及び現金)を支払って¹³、株式の流通権を手に入れる方法である。第二に、流通株主の自主性を尊重することが必要である。臨時株主総会で流通株主の3分の2の賛成を得る必要がある。6月19日に、SCRCはテスト企業の第2弾としてさらに42社を追加した。中には、宝山鉄鋼、中国長江電力など中国を代表する大企業が含まれており、中国政府が証券市場改革の中心課題である非流通株問題に本格的に取組む姿勢を示したものと受け止められている。そして、9月4日に、SCRCは「上場企業の非流通株改革管理弁法」を公布し、それによって、非流通株改革を全面的に展開するようになった。なお、こうしたプロセスにより、非流通株の放出を行った。企業の株式はG株(Gは「股権分置¹⁴」の中国語読みの頭文字を取ったもの)と呼ばれている。国有株の流通問題は軌道に乗り、今まで続けている。非流通株改革の仕組みは図2-1を見ると分り易くなる。

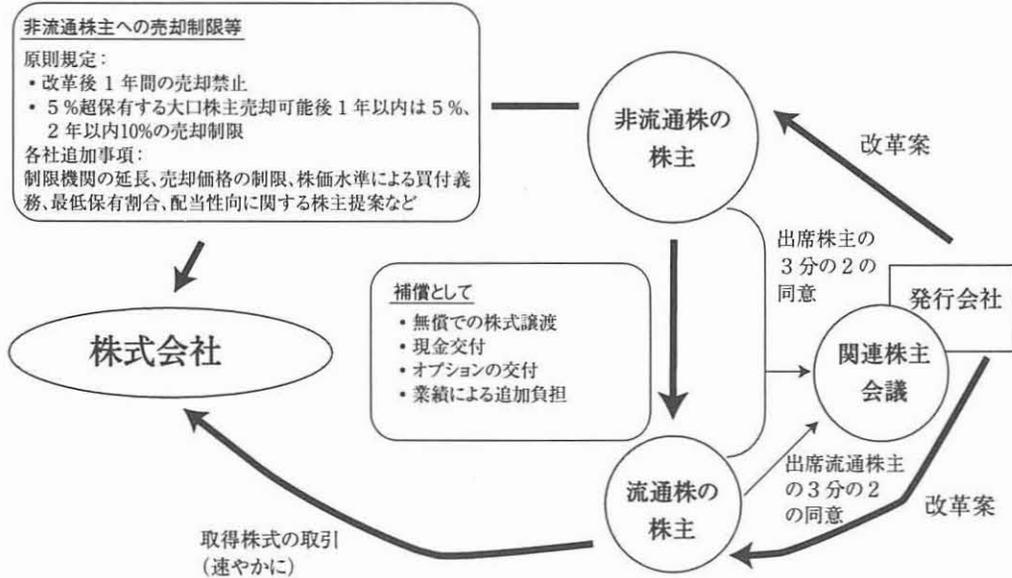
非流通株主に市場での流通の権利が認められると、過去の経験から市場の株価が下がるといわれており、流通株主が損失を被る。これを流通が認められることにより利益を得る非流通株主が無償での株式譲渡、現金交付などの方法で補償するのである。補償内容と非流通株主への売却制限や各社の追加事項について、関連する株主を集める会議で審議し、改革を実施するかが決議される。出席株主の3分の2の同意と、別途、出席流通株主の3分の2の同意を必要としており、流通株主の權益を非常に尊重したものとなっている。

2006年末当時金融機構の上場会社を除く、上場の国有企業は785社が改革の完成或いは実施を発表し

¹³ 例えば、三一重工では、非流通株の流通株に転換に際して、流通株主に対して、保有株式10株当たり、非流通株3.5株と現金8元を割り当てる措置を盛り込んだ。

¹⁴ 「股権分置」とは、企業の株式が証券取引所で売買される流通株(A株)と、取引所を通さず相対で取引される非流通株(国有株及び法人株など)の2種類に分かれ、価格などにおいて両株の權益に不均衡が生じていることを指す。

図2-1 非流通株改革の仕組み



出所：井上 (2006) p.37による。

ており¹⁵、受け皿の拡大のため、2002年12月より導入され、機関投資家の育成を目的としたQFII¹⁶制度も順調に進んでいる。

これまで禁止されていた外資による国内証券市場への投資を一定枠の範囲内で認めている。2005年11月以降、増資額、新規認可の枠が加速している。長江電力、宝山鉄鋼など大規模国有企業が「股権分置」改革を完了し、国有企業の改革、株式会社制度の完備が漸進的に進行している。

3. 所有権の多元化

国有企業の経営状況を向上させるためには、市場メカニズムを活用する部分を増やすことが重要である。そのため、地方政府・企業の国有株式売却に関する裁量権を拡大しなければならない。最も緊急の課題は、国家及び国有法人が所有する株式の流通性を更に拡大させることである。1999年末から政府は上場企業の国有株売却を模索的に試行し始めた。二度にわたる失敗を経験して、ようやく国有株の売却が実施され始めた。

¹⁵ <http://www.cfzq.com/> より【中国経済時報】2007年1月29日。

¹⁶ QFII制度とは、適格外国機関投資家制度であり、2002年11月にQFII (Qualified Foreign Institutional Investors, 適格外国機関投資家) 制度を導入した。

3-1 株式の売却による所有権の転移

株式の仲間取引の、他の形態の所有権売却（公募、バウチャーなど）に比較したメリットは、一度に大量の株式売却が可能となるため、支配権の移転が容易になることである¹⁷。国有企業改革の国際的研究によると、経営支配権の移転が経営改善の鍵であり、特に社外に所有者を持つことが最も効果的である¹⁸。改革の主目的は、公的法人株の支配権移転をより多くの企業へ広げることであり、より長期の目標としては、国家株主の権利を移転させることである。国境を超えた国有企業の合併（M&A）の形で外資参加も、国有企業改革を促す有用なオプションである。

中国政府は、長期的な視点から機関投資家の育成に努めている。例えば、1997年に証券投資基金（投資信託）に関する基本的な枠組が定められた後、2000年9月にはオープン・エンド型投資信託に関する規則が公布されていた。また2001年に設立された「全国社会保障基金」は、資産の40%を上限として投資信託や株式への投資が認められており、将来株式市場の主要な機関投資家に成長することが期待されている。更に、政府は機関投資家の証券市場への投資制限を大幅に緩和している。従来に保険会社投資信託経由の間接的な株式投資が解禁され、適格外国投資機構（QFII）制度も導入された。

こうして、2005年末に証券市場が徐々に法制化・規範化されていった。時価総額の大きさやこの十二、三年間の成長テンポは驚異的である。しかし、実態を仔細に見ると、また先進国の株式市場と比べて、未成熟なところが少なくない。株式会社制度と「企業の公有制」の理論的整理、非流通株の流通株転換の問題、市場監督者に対する党のコントロール、A株・B株の統合問題など、解決しなくてはならない本質的な問題が数多く残されている。（前図の3-1を参考）中国の株式市場を「秩序ある公正な市場」に生まれ変わらせるには、制度の抜本的な変革が必要である。

3-2 非流通株改革の実施状況

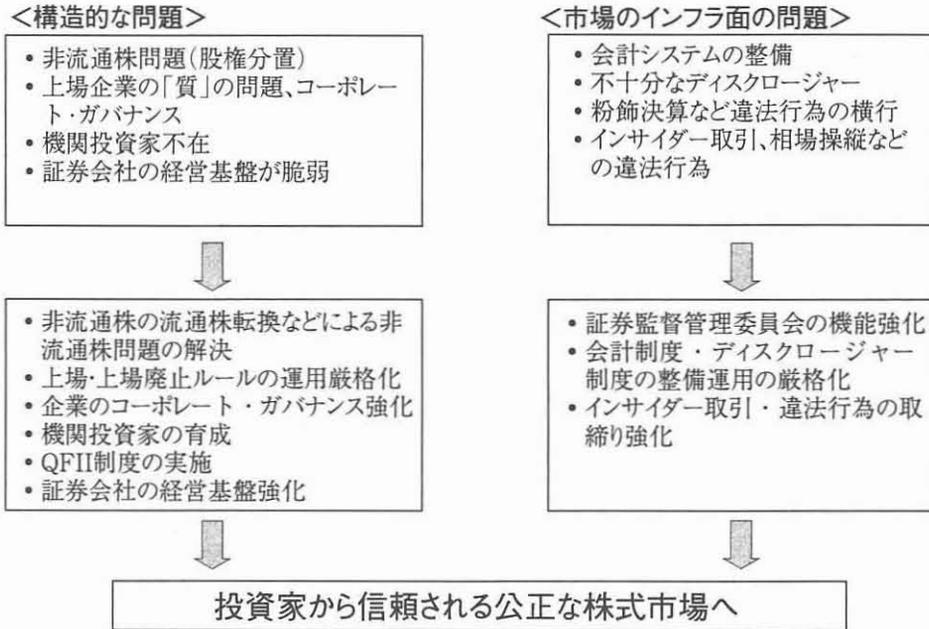
2005年4月29日、証監会は非流通株に関する通達を出した。この改革は、以前の国有株売却と比較して、株主間の協議による改革案の決定、「流通権」・「対価」という概念の導入、非流通株主の売却制限期間の導入などの特徴がある。2006年2月末時点で、非流通株改革が必要な会社の約9割は改革を終えた¹⁹。これまで政府が非流通株の大半を占める国有株の売却は、国有株売却問題と呼ばれていたが、改革の進展につれて、「全流通」問題と呼ばれるようになった、2003年に証監会の尚福林主席が

¹⁷ 新規株式公開（IPO）は、OECD諸国では最も一般的な民営化の方法であり、大規模で著名な経営状態の良い企業にとっては有用な策である。しかしながら、支配権のプレミアムがあるため、仲間取引は投資家に対してより高い収益率をもたらすことになるであろう。OECD編（2006）、p.154を参照。

¹⁸ OECD編（2006）p.137を参照。

¹⁹ 『季刊中国資本市場研究』（2007）p.31参照。

図3-1 現在の中国株式市場の問題点及び改革措置



出所) OECD(2006)pp.202-209、森(2005) pp.23-24、玉置(2005) p.147を参考にして筆者作成。

「股権分置」問題というよび方を使い始めた。それには、単に国有株を売却して資金を調達するという目的ではなく、非流通株と流通株に分かれている現行制度の欠陥を解消し、「同株・同権利・同価格」を実現し、株式市場の資金配分機能をきちんと働かせようとする意図があると思われる。現在では、非流通株改革は「股権分置改革」と呼ばれている。

この改革は、非流通株に関する「通達」を受け、まず非流通株改革の試行が2005年5月と6月の2回にわたって行われたあと、9月には、本格的に実施された。

1) 最初の2回の試行

2005年5月9日に初回の試行対象として選ばれた4社がそれぞれの改革案を発表した。6月中旬までの間で各社が臨時株主総会を開催し、改革案への投票を行った。3社は可決、1社は否決となった(第2節、表2-2を参照)。各社の改革案では、非流通株主の流通株主への対価の支払い方法として、4社とも非流通株主の流通株主に対する株式の譲渡・現金の支給を採用した。また、対価の支払いのほか、非流通株主は保有株式の売却期間、売却株数、売却価格などに関して何らかの特別承諾をした。

6月17日に初回試行企業の最後の1社の臨時株主総会が終了したあと、政府は、6月19日に第2回

の試行企業の42社を発表した。8月19日に、42社では非流通株改革案の投票が行われ、すべて可決された²⁰。

2) 本格実施

第回試行の42社の改革が終了後、2005年9月より本格実施の段階に移った。それ以来、2006年12月まで、証監会はほぼ毎週月曜日に非流通株改革の実施会社のリストを発表した。特に、2006年6月までは月平均約100社、8月以降は月平均40社弱のペースでした。また、毎週月曜日の発表も12月の最終週で終了し、その後は、その都度発表するようになった。2007年2月末時点、非流通株改革が必要な1340社のうち、1190社が改革を終えた。これは、改革対象となる会社の約9割を占める。

3) 改革終了会社と未終了会社の銘柄名の取扱い

2006年9月末まで、改革終了の上場会社の銘柄名は最初に「G」を付け、Gを含む最大4文字の名称に変更され、改革が終了していない銘柄と区別されていた。しかし、改革の進展により、改革終了の会社が大多数になってきたことを受け、国慶節（中国の建国記念日）休み明けの最初の取引日（10月9日）より、G銘柄は従来の銘柄名に戻されると同時に、まだ改革が終わっていない上場会社の銘柄名の最初に「S」が付けられた。S銘柄が非流通株改革は終了した。

4. 「股権分置」改革によるコーポレート・ガバナンスの改善

「股権分置」改革は、上場企業のコーポレート・ガバナンス構造と資本市場に新たな変化をもたらした。非流通株改革は中国の証券市場の基本制度を再構築し、上場企業及び株主の行動パターン、管理監督体制、資本市場の運営などに大きな影響を与えた。「股権分置」改革が順調に進んでいけば、上場企業の経営目標は、株主の利益の最大化へと転換できる。さらに国有企業プリンシパル・エージェンシー関係²¹の強化を通じて、より有効に行使しようとする新しい試みが行われた。これにより、国家資本支配の上場企業におけるコーポレート・ガバナンス・メカニズムの改革に、制度的な基礎が与えられた。

4-1 非流通株の流通による株式市場の再活性化

2006年末までに、中国の資本市場では、今までの中で最も重要な制度変革となる非流通株改革がすべて完了した。今回の制度変革には重要な意義がある。呉曉求ほかが(2006)に指摘したとおり、「非

²⁰ Wind 資訊による。

²¹ 一般的に、依頼人（プリンシパル）が代理人（エージェント）に仕事を依頼し、そこから得られる成果を両者の間で何らかの形で配分するような関係というが、ここは株主と経営者との間の関係にあると理解できる。金山（2008）p.12による。

流通株改革の試みの本質は、制度面から中国資本市場を“再構築”することであり、これまでで最も重大かつ複雑な構造変革であるばかりでなく、中国資本市場の発展や制度構築にとっても画期的な意義がある。この改革により、次の変化が見られた。

- ① 非流通株改革後、大株主の行動には投資家との関係を重視するという明らかな変化が現れた。多数の上場企業では、投資家情報（IR）部門が設立された。魯（2007）によると、2006年末まで、中国上場企業トップ100社中の72社は自社のホームページ上に投資家向けの専用ページを設置して、アニュアルレポート、会社公告などの情報を開示し、投資者の情報収集や問い合わせなどに対応しているという。
- ② 非流通株改革を経て、非流通株主と流通株主の間の利益不一致という問題が解決され、異なる種類の株主が同じく市場で決められた株価に関心を持つようになった。これらは、コーポレート・ガバナンスの改革にとっての環境作りとなった。2006年には「証監会」の求め事項に基づき、中国の上場企業は「株主総会議事規則」を策定した。このため、コーポレート・ガバナンスの実際の運用と、株主権利の保護及び株主総会の運営という面において進展が見られた。上場企業のトップ100社の中90%の企業は、いずれも株主総会の権限の範囲を拡大した。会社の重要事項の議決権及び取締役、監査役、の指名権に関わる問題も大きな改善をした²²。
- ③ 上場企業におけるコーポレート・ガバナンスのレベルの向上によって、管理監督圧力による完全な「強制的制度の変遷」過程から、市場の圧力と企業の自主性による「誘導的制度の変遷」過程へ徐々に移行している。株主総会、取締役会、監査役会の実態、経営者のインセンティブの状況について、規範的、法律的になった。

非流通株改革や資本市場参加者の資金管理体制の整備などによって、中国における資本市場の運営メカニズムは根本から変わった。それらの変化を整理すると次の通りである。

- ① 株式を流通株と非流通株に分断する制度がほぼ終わりを告げ、全株式を流通株とする「全株流通市場」の枠組みが生まれた。全ての株式が流通株として取り扱われる市場の枠組みができたことで、市場に対する見通しが安定し、上場企業の全ての株主が、同じような利害関係の下で同じように収益を求めることができるようになった。これによって、資本市場の発展に持続的な利益をもたらす原動力が備わった。
- ② 「全株流通市場」の枠組みに合わせて、中国資本市場の運営ルールも大きく調整された。これまでの中国における資本市場の運営ルールは、発行から上場、取引、合併・買収（M&A）、情報開示、コーポレート・ガバナンス、上場廃止制度などに至るまで、すべて流通株と非流通株の分類

²² 魯（2007）p.63による。魯の2007年度の中国上場企業トップ100を評価した結果、コーポレート・ガバナンスの大きな改善はみられた。特に株主権である項目は前年より21点高くなった。

があることを前提に構築され、流通株・非流通株を分断する制度の影響が強く残っていた。2006年以降、市場による価格決定をもとに、新しい取引手段を用いる（行政主導ではない）市場原理に基づくM&Aシステムが形成された。こうした動きは、全ての株式が流通する時代（「全株流通時代」）における資本市場運営ルールがまさに形成されつつあることを示しており、そのルールは資本市場の中核的な理念を体現している²³。

- ③ 「全株流通市場」の確立により、中国の資本市場には上場企業の発展を促す長期的なインセンティブメカニズムを構築する条件が整った。「全株流通市場」という条件下大株主の目標と会社全体の目標は統一されつつあり、時価総額の最大化が株主全体の共通目標、更には経営陣を評価する主要指標の一つともなった。また、全株流通市場への移行に伴い導入されたストックオプションは、企業の長期的発展に重点を置く経営陣への長期的なインセンティブメカニズムであり、株主、企業、経営陣という三者の利害を一致させている。これは、中国の資本市場の持続的かつ健全な発展にとって、格別の意味を持っている。

4-2 今後の行方及び課題

非流通株改革を経て、中国株式市場は「非流通株」の流通と「IPO（新規株式開）」や「増資」の形式で発生する新規資金需要という二重の資金需要のプレッシャーに直面している。

1) 非流通株改革と株式需給悪化の懸念

2007年10月以来、上海総合指数は半年足らずの間、最高値の6124ポイントから2008年夏ごろ3000ポイントへ、50%の下落を見せた。確かに短期間での急上昇は潜在的な経済成長力や企業の収益予測を過剰に織り込んだ。長期的には、中国経済は安定的な成長を続けると見られ、株式市場の長期的な上昇を支えようが、短期間での急上昇により、株式市場にかなりバブル的な要素をもたらした。2007年10月以降、米国のサブプライム危機が深刻化し、経済の不確実性が高まっており、中国の2008年に公表された中国の経済データも良好な状態にあるとは言えない。2008年2月には貿易黒字が大幅に縮小し、84億ドルに減少した。2月の消費者物価指数（CPI）が8.7%という高い水準に達したことである²⁴。しかし相場下落を招いた直接の要因は、需給バランスであった。つまり、株式供給の面では、「大小非」解禁²⁵、巨額の資金調達、投資信託による配当要求などが大きな要因となっている。売却が解禁

²³ 呉曉求（2007）を参考。

²⁴ 陳（2008）p.45を参考。

²⁵ 非流通株改革により、非流通株は取引所で流通可能になるが、当初一定の期間は売却できない。「大小非」解禁は、売却制限付株の取引所での流通が解禁されることである。「小非」は、保有株式が発行済株式数5%未満の非流通株株主が売却する場合、非流通株改革後12ヶ月後に売却が解禁される。「大非」は、保有株式が発行済株式数5%以上の非流通株株主が売却する場合、非流通株改革後12ヶ月間は売却できず、次の12ヶ月以内ならば10%を超えないことと規定されている。

となる「非流通株」は2008年に1181億2700万株、2009年に6637億4200万株、2010年に1213億2100万株となっている²⁶。

株式市場への資金供給の面において、一時期、証券監督管理委員会が投資信託に対して規制を行ったため、市場資金の供給はある程度抑えられた。その後は、大量の貯蓄資金が株式市場に流入することがなくなり、市場の資金供給面に影響が及んでいる。今回の株価下落をもたらした直接的な要因は短期的な株式市場の需給バランスにあるが、株価下落は需給バランスだけではなく、制度やメカニズムという根深い問題を反映している。

2) 資本市場制度の整備、及び機関投資家主体の多様化

今後、解禁株の増加に伴い、売却も一層活発になるであろう。ただし、上場会社に対する経営支配権の確保、国の産業政策による国有資本の絶対（過半数）支配の維持などの観点から、大株主が解禁株を全部売却することは考えにくい。国有株主については、一定の枠組を設け、彼らが真に株主の利益のために考えるようにする必要がある。現段階非流通株の放出について以下の問題点があると考えられる。

第一に、枠組の自身が不十分である。売却が解禁された後、多くの銘柄では、売却による株式の現金化の段階で生じる株価へのマイナスの影響は限定的であり、むしろ市場全体の値動きよりも堅調に推移している。逆に、売却公告の後に、値動きが悪化している。つまり、売却が解禁された株式の放出制度の設計自体にある程度の欠陥が存在していると言える。売却解禁をめぐり、現金化を目的とした相場操縦が行われる可能性があり、中小の投資家は情報の非対称性から損失を被る可能性がある。

第二に、現行の売却解禁方式は、インサイダー取引を助長する恐れさえある。一部の上場会社の幹部が辞職することで現金化の権利を手に入れているケースもある。思源電気、新和成、海翔薬業などの株式会社でこうしたケースがみられた。上場会社のガバナンス改善の役には立たず、インサイダー取引の抑制にも役に立たず、発起人や会社幹部などはインサイダー取引が起きやすく、証券市場の発展にもマイナスとなる。売却解禁を受けた株式放出は、ある面では株式市場がある程度過大評価されている可能性があること、そして、情報をより多く握っている株主が売り急いでいることを説明している。別の面から見ると、売却解禁による株式放出制度の設計自体に不合理な面があり、内部情報で優位に立てる人々が内部情報を利用して利益を得られることを示している。このほか、売却解禁後の株式取引制度は、非流通株改革過程で制定されたものであるが、これについて続き分析、研究は足りない恐れもある。今後、再検討の必要があると考える。

第三に、機関投資家の未熟さである。非流通株改革の完成と資金調達機能の回復に象徴されるように、中国資本市場は新たな発展段階に入っている。株式市場の規模は更に拡大し、流通可能な株式量

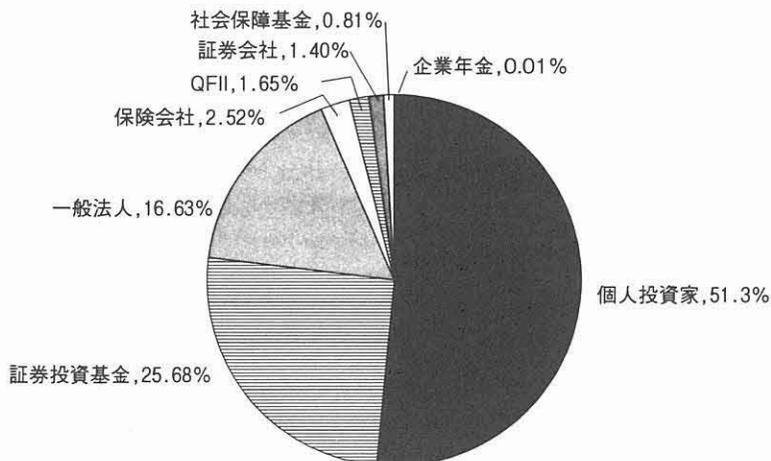
²⁶ 陳 (2008) による。

が年々増えるだろう。これに対して、機関投資家が安定した長期資金を供給し、資本市場機能の適正化と発展を促進することが必要であり、他方では資本市場の健全な発展は、機関投資家に資産を増やすためのツールを提供する。機関投資家を強力に発展させることは、中国の資本市場、更には経済全体の発展に関わる重要な長期戦略である。

前述したように、中国の株式市場では、個人投資家は短期売買が中心で、投機性が強く、その不安定さを取り除くために機関投資家育成の重要性も認識され、マクロ経済環境の整備とともに各種のファンドを誕生させ、ファンドを運営する人材育成も進められてきた。中国の証券市場では機関投資家の存在感を高めることがより重要な課題になると見られる。2007年末の投資家別株式保有状況を見ると、個人投資家による保有比率が51.3%と最も高く、次いで証券投資ファンド、一般法人、保険会社などの順となっている（図4-2）。しかし、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割があまり認識されていない。実際、中国企業経営規律付けにおける機関投資家の影は薄い。

機関投資家はコーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を演じることができ、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の存在感が世界各国で増してきている。市場経済国家の経験を学び、機関投資家を中国上場企業のコーポレート・ガバナンスにおける重要なプレーヤーに育てていくのは次ぎの課題になると考えられる。

図4-2 投資家別株式保有状況（07年末）



出所) 中国証券監督管理委員会「中国資本市場研究報告」(中国金融出版社、2008)資料により作成。

おわりに

中国では2006年末までに、非流通株改革と「会社法」、「証券法」の改正に伴う資本市場の基盤が改善され、新たな発展段階に突入している。その象徴として、全株式を流通株とする「全流通株市場」の枠組みが生まれ、リスク・リターンに見合った資産価格メカニズムが登場し、資金調達額の拡大から、M&Aなど既存資源の配分の重視といった動きが出てきている。

非流通株改革は中国資本市場における最も重要な制度改革である。「非流通株改革の試みの本質は制度面から中国資本市場を再構築することであり、これまでで、最も重要かつ複雑な構造変革であるばかりではなく、中国資本市場の発展や制度構築にとっても画期的な意義がある。その歴史的意義は、1990年代の資本市場創設に匹敵するとも言える²⁷」。

非流通株改革を経て非流通株主と流通株主間の利益の不一致という問題を解決され、異なる種類の株主が同じく市場で決められた株価に関心を持つようになった。これらは、コーポレート・ガバナンスの改善に良好な基礎を与えている。非流通株改革をきっかけに大株主による優良資産の注入などの資産再編を通じて、再生したところもある。しかし、国家資本支配する上場企業のコーポレート・ガバナンスの問題が、非流通株改革によってただちに解決されるということはない。依然としてインサイダーコントロールの問題がいたるところで発生しており、国有株の市場原理に基づく売却には、相変わらず多くの障害が残されている。まだ若い中国の資本市場にとって、これは新段階のスタートに過ぎず、今後の発展の過程には考慮すべき問題がまだ数多くあり、常に解決を図っていく必要がある。このうち最も重要な問題としては制度環境と投資環境を改善し、資本市場の公正性と透明性を確保することである。具体的には監督体制の一本化、保険会社、企業年金など長期投資する機関投資家による資本市場の安定性の維持、法制度の透明性の向上、監督対象との対話メカニズムの構築、監督当局の体制強化などが挙げられる。

参考文献：

日本語文献

阿部一知監訳 (2006) 『OECD中国経済白書』中央経済社。

井上武 (2006) 「上場企業の質向上、ガバナンスの強化を」日本経済研究センター会報 (2006年2月)。

今井健一 (2001) 「コーポレート・ガバナンスの中国的課題」中兼和津次編『現代中国の構造変動2：経済—構造変動と市場化』東京大学出版会。

上原一慶 (1998) 「所有制構造改革と国有企業改革のゆくえ」(愛知大学現代中国学会)『中国21』1998年6月臨時増刊号。

²⁷ 呉ほか (2006) p.3による。

- 梅本綱玉（2005）『現代の証券市場と規制』商事法務出版。
- 王東明（2000）「中国上場企業の株式構造とコーポレート・ガバナンス実体」、日本証券経済研究所『証券経済研究』第23号。
- 河端真一（2004）『コーポレート・ガバナンスの研究』信山社。
- 金山権（2008）『中国企業統治論』学文社。
- 小島麗逸・石原享一編（1994）『原典中国現代史 第三巻 経済』岩波書店。
- 呉敬連（青木昌彦監訳・日野正子訳）（2003）『現代中国の経済改革』NTT出版。
- 侯惠英（2003）「中国証券市場の改革とコーポレート・ガバナンス」『経済科学』第50巻4号。
- 呉曉求（2007）「中国資本市場の戦略目標と戦略転換」『季刊中国資本市場研究』。
- 玉置知己、山澤光太郎（2005）「その現状と改革行方」『中国の金融はこれからどうなるか』東洋経済新報社。
- 陳道福（2008）「中国株式市場の当面の動向についての分析と対策案」『季刊中国資本市場研究』Summer。
- 丸川知雄（2002）『中国企業の所有と経営』アジア経済研究所出版。
- 森 淳二郎編著（2005）『東アジアのコーポレート・ガバナンス』九州大学出版会。
- 魯桐（2007）「2007年度中国上場企業トップ100社のコーポレート・ガバナンスの評価」『季刊中国資本市場研究』。
- 李維安（2003）「中国上場企業ガバナンス評価システム研究」『南開管理評論』第3号。
- （2005）「中国上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する実証分析」『三田商学研究』第48巻1号。
- アジア産業研究所（2003-2005）『中国経済・産業データハンドブック』。
- 中国語文献
- 梅慎実（2003）『現代公司治理結構規範運作論』中国法制出版社。
- 呉曉求編（2000）『中国資本市場未来10年』中国人民大学出版社。
- （2001）『中国資本市場：創新与可持續發展』中国財政經濟出版社。
- 呉曉求主編（2004）『中国資本市場：股權分裂与流動性改革』中国人民大学出版社。
- （2006）『股權分置改革後的中国資本市場』中国人民大学出版社。
- 中国証券監督委員會（2008）『中国資本市場研究報告』、中国金融出版社。