

平成 21 年 6 月 8 日現在

研究種目：若手研究 (B)

研究期間：2007～2008

課題番号：19730243

研究課題名 (和文) 中国における資本市場の歴史的特質と構造

研究課題名 (英文) Historical and Structural Analysis of the Capital Market in China

研究代表者

王 京濱 (WANG JINGBIN)

大阪産業大学経済学部・准教授

研究者番号：40434790

**研究成果の概要：**

本研究は、中国の資本市場を産業金融の転換システムとして、中華民国以来現在に至る長期的かつ歴史的把握から捉えなおすことにより、民国期の資本市場と産業金融にかかわる研究の深化・拡大を図るものである。その意義は今日における中国の金融改革の方向性に対するのみならず、これまで個別に捉えられていた東アジアの金融・証券市場についてもよりグローバルなネットワークの形成の角度から統合的に捉えなおす契機を提供することにある。本研究は、中華民国期に著しく発展を見せた化学産業・電力産業・セメント産業などの重工業に即して、その産業金融と資本市場との関係について、実証的に検討したものである。

**交付額**

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2007年度	1,400,000	0	1,400,000
2008年度	1,300,000	390,000	1,690,000
年度			
年度			
年度			
総計	2,700,000	390,000	3,090,000

**研究分野：経済史**

科研費の分科・細目：経済学・経済史 (3607)

キーワード：(1) 産業金融 (2) 中華民国期 (3) 電力産業 (4) 資本市場  
(5) 需要依存型発展 (6) 重工業 (7) 長期的発展 (8) 歴史的特質

**1. 研究開始当初の背景**

(1)株式市場を中心とする資本市場の育成は、1980年代以来の中国金融システム改革の目指している市場メカニズムに基づいた資源配分の目標において最も重要な一環として、時折国有企業改革と重なって、今日まで目覚ましい進展を見せている。しかし一方で、1990年代以降、毎年30%を超える個人貯蓄率が持続している中、2005年現在に個人部

門の預貯金残高は14兆元に迫った。金融資産の大部分が銀行などに蓄積されたまま金融自由化が行われると、金融機関の収益性志向が強まることにより、資金の不動産市場への流入が避けられず、結局経済がバブル化してしまう、という問題は日本やNIESなどで確認されている。実際、2001年以降中国の大都市における不動産バブルの問題が注目を集めている。

このような間接金融優位の構造が、資本市場の発展を圧迫した理由として、一般的に社会主義時代において金融システムが不在していたことに求められている。つまり、1949年中華人民共和国が成立するとともに、資本の概念が排除され、資金がもっぱら財政機能によって配分された、いわば制度的要因により説明されている（『中国国有企業の金融構造』、王京濱、御茶の水書房、2005；『企業の成長と金融制度』、今井健一・渡邊真理子、名古屋大学出版会、2006）。また、社会保険制度が不備しているために、人々が不意の支出に備え、安全的な金融資産をより選好する、という資産選択の角度からも説明されている（『中国の貯蓄と金融』、唐成、慶応大学出版社、2005）。また、こうしたマクロ的・概括的な議論は、究極的にどれが中国資本市場の促進要因でないかを探求しようとしたものであり、個別の投資主体、個別の資金需要主体、金融商品、証券会社にまで立ち入ったミクロの把握は、現在に至るまで皆無といっている。

(2) これまでの議論には一貫した歴史観が欠如したまま、社会主義という制度要因で一蹴した点である。1980年代の後半から1990年代半ばにかけて中国で発行された株式には、一般的に配当のほか一定の利息が付いていた。これは、実は清朝末から中華民国期にかけて株式発行において一般的に行われている「官利」制度の継続である。そういう意味で、社会遊休資金を産業資本に転換させるシステムとしての資本市場は、制度により断絶された一面を持ちながら、経路依存性により脈々と継続された側面も持ち合わせている。

(3) 1980年代以降、日本、中国国内および欧米諸国において、中華民国国民政府の果たした経済的自立への努力を再評価する研究が活発になってはきているが（「中国に於ける中国近代経済史の研究」、朱蔭貴、『近きにありて』第19号、1991年）、その多くは、第1次世界大戦によって変化をとげた国際経済環境のもと、国民政府による対外的主権回復の努力や経済的インフラ整備に払った努力を検証し、その積極性を評価するものである。

この時期における工業発展は、戦争や内乱の影響を受けて、かならずしも顕著ではなかったため、工業化それ自体、およびそれらが人民共和国期の急速な工業化に寄与した可能性についての分析は、いくつかの例外を除いて手薄である。他方で国民政府期の工業化とりわけ重工業の発生については、これを一部の愛国民族資本家のナショナリズムによる産物とする見解が、中国共産党の歴史観であるとともに、民国期の中国の主体性を肯定的に捉えてきた日本・欧米の研究者のなかで

も比較的共有されている（『中国経済100年のあゆみ』、久保亨、創研出版、1995年）。こうした歴史観では、当時の資本家達の経営判断や経済活動を、そのナショナリズムにのみ引き付けて捉えてしまいがちであり、かえって周辺状況を踏まえた客観的な評価の眼を曇らせている点も否定できない。

## 2. 研究の目的

(1) 上述した研究状況のもとで、本研究は、中国の資本市場を産業金融の転換システムとして中華民国以来現在に至る長期的・歴史的把握から捉えなおすことが主たる目的である。とりわけ、①市場の構成主体（資金の供給者や需要者、仲介者）のあり方を重視し、②株式市場を中心に、その取引制度の特徴を検出することを通じて中国資本市場の歴史的構造のあり方、③株式の価格形成のメカニズムと企業統治との関係を明らかにすることを課題とする。

(2) 歴史的連続性の視角のもとで中華民国期における資本市場の特質と構造を解明することにより、今日における中国の資本市場ないし金融システムの改革の方向性を提示しようとするものである。改革開放が四半世紀にわたって行われてきた今日の中国では、学術研究の自由度が大幅に高まり、各種資料の開示も進んできている。長年にわたって共産党史観に囚われてきた中国の近代経済史の研究も新しい転換期を迎えようとしている。本研究のような、ミクロデータに対する検討を通じて、中国金融市場の現時点での欠陥を歴史的特質と構造と関連させる分析が不可欠である。

## 3. 研究の方法

(1) 本研究は経済史的研究領域と金融論・証券経済論的研究領域の両者にまたがっている。本研究は中華民国期に勃興した代表的な民間工業企業を事例として、これらに対する産業資金の提供者となった民間金融機関、株式市場および証券会社、株主に着目し、一次史料の収集・解析、産業政策にかかわる行政文書の分析、およびこれらを用いた論文執筆を内容として実施される。

(2) 上述した目的を達成するために、「人」を中心とした研究体制を確立させたいと考えている。これは主に本研究計画の経費的および申請者一人を中心とした「研究種目の目的」による制約から、最も効率的な体制だと思われる。その中で、申請者は長年の研究生生活で内外の研究機関に在職している研究者との個人間に築いてきた信頼関係を利用したい。

そして、収集した基礎データに基づいて、申請者が分析を遂行し、論文を執筆する同時に、協力者に批判的検討を行ってもらい、最

終的に、研究成果を公表し、基礎データをホームページなどで開示する。こうした努力により、研究活動の社会還元が果たされ、科研費の持つ社会的機能が保証される。

#### 4. 研究成果

(1) 民国期資本市場は産業金融の転換システムとして果たした機能が限定的なものであった。つまり、社会から広く資金を吸収し、それを産業に供給するという機能は極めて初期的段階にあった。その原因については以下のようなものが考えられる。

① 企業者による営利目的。民国期の産業勃興は、第1次世界大戦による外国製品の輸入不能に起因した国内市場における極端な需給不均衡（超過需要の発生）を背景としている。これに加えて、機械的生産様式の投資規模が大きいと、工業企業による寡占的な商品供給体制が客観的に容易にできた。その結果、機械製商品の高価格により、企業に高利潤をもたらした。考察対象とした化学産業や電力産業、セメント産業においてこの期間に於ける利潤率は、一様に20-30%を超えていた。こうした下で、企業者は企業を資本の余剰価値創出の手段として認知し、余剰価値の大衆的配分というよりも、まず自分の社会的ネットワーク関係者に優先的に配分しようとしていた。これは、株式会社の設立や増資に際して、株式が相対的に個別な対象者に割り当てられ、資本市場の持つ産業金融の転換システムの機能が阻害された、いわば「企業者要因」である。

② 商業資本家によるリスク回避。一方で、この時期における資金余剰者は、おおそ商業資本家であったため、彼らは資金が長期的に拘束されることを望まず、株式会社制度によるリスク分担の機能が働かなかった。これは、創業初期において創業者による株主説得工作の困難さから明らかである。しかし、企業運営は順調に開始すると、商業資本家からの増資要求が高まる。

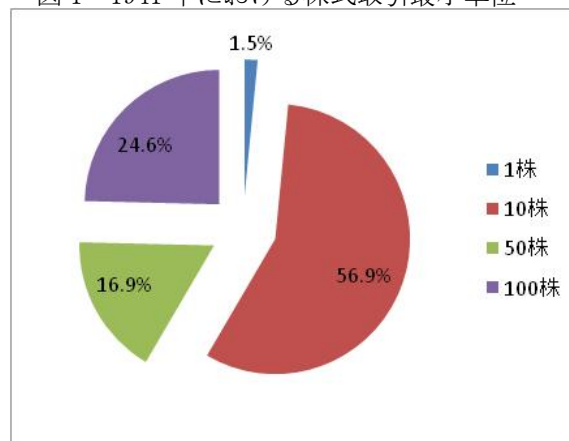
以上からは資金の需要者と供給者との間における「欲求の不一致」の問題が資本市場の機能を阻害した大きな原因であることを指摘しておこう。

③ 株式投資の不可分性による資本市場発達への制約。重化学産業は機械生産様式およびそれに伴う大規模な資金が必要とする。内部資金や自己資金には限界があるため、企業資本が株式として商品化され、細分化され、一般的資金所有者に売却されるプロセスを通して、社会資金が動員される。その過程では「社会的資本集中機構としての株式会社組織は、こうして株式市場の形成過程と不可分に結びついて形成されることになる」（『日本資本市場分析』、志村嘉一、東京大出版会、

1969、p.3）。しかし、企業が株式化する実際の過程においては、企業資本の細分化は、無限大までに最小化することができず、自然的に株式投資の不可分性という問題が発生する。

株式会社は投資家に提示する投資単位に最小単位が存在する。民国期においては、一般的に株式の取引単位は1株から100株まで投資できるが、1株の額面金額は10元から1000元までさまざまあった。

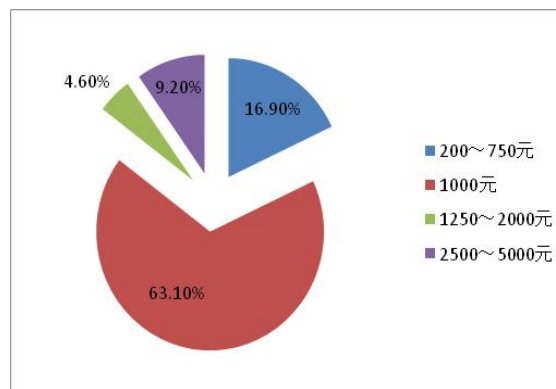
図1 1941年における株式取引最小単位



出所：『華商股票提要』（王相秦編著、1943年、興業股票公司）より作成。

注：1941年に上海華商証券取引所で上場した65社の構成。

図2 株取引最小単位の金額



出所：図1と同じ。

図1に示したように、1941年に上海で上場した中国企業は65社があった。そのうち、株式の最小取引単位を10株に決めたのは上場会社総数の56.9%、1株は24.6%、50株は16.9%をそれぞれ占めた。しかし、図2に示したように、額面価格の違いにより、最小取引単位の金額では1000元であった割合は63.1%、1000元以下の割合は16.9%、1000元以上の割合は13.8%であった。

巫宝三らの国民経済計算において、1933年

の中国人一人当たり GNP はわずか 46 元であった(巫宝三主編, 1947, 『中国国民所得 1933』, 中華書局, p. 13)。上海は 1938 年から 1941 年まで日本軍の占領下におかれ、「孤島の繁栄」を経験したことや、物価水準の 10 倍上昇といった事情を考慮しても、上述した最小投資単位はかなり大きな投資であろう。こうしたことから当時の資本市場は、一部の「事業成功者」の投機の場に過ぎず、社会資金の動員までは行かなかったと考えられる。

(2) 銀行からの産業資金供給。後進資本主義の日本は、先進資本主義諸国へのキャッチアップを図るため、資本市場の育成よりも銀行システムを先に組織し、間接金融ルートを通して産業資金の供給を行っていた。しかし、中華民国期の中国では、銀行業は伝統的な金融組織「錢莊」、「票号」とのせめぎあいで発展した特徴を持っている。上海セメントの事例にみられたように、企業は過度に銀行貸し出しに依存した結果、1929 年からの世界大恐慌において経営状況の悪化が避けられず、「泥足の巨人」(朱蔭貴、2008、「民国期の企業グループとその資金調達」、大阪産業大学「中華民国期の産業勃興に関するワークショップ」報告、2008 年 10 月 6 日)と呼ばれている。こうした個別事例からは、銀行からの間接金融は産業資金供給の一翼を担ったと評価できるが、銀行業全体のマクロ的な発展経路からはそう位置づけられるものか。

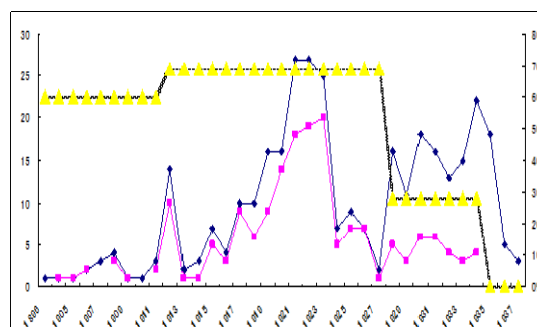
中国の銀行業は、一般的に清朝末期から中華民国が成立した 1911 年の時期を「萌芽期」、北京政府時代 (1912-1927 年) を「第一次発展期」、国民政府時代 (1928 年以降) を「第二次発展期」と呼ばれている(宮下忠雄、1941、『支那銀行制度論』、巖松堂書店)。このような時期区分は、主に銀行設立の増加状況を根拠にしている。下記の図 3 に示したように、新設銀行の数量的増加は、確かにそのような傾向にある。

しかし、1937 年は 1907 年と同様にわずか 3 行だけの銀行増加を記録したが、それぞれ「発展期」と「萌芽期」に時期区分されることになる。

中華民国期に入り、とりわけ 1914 年第一次世界大戦の勃発により、外国製品が中国に運ばれない状況を契機に、中国における工業は、著しく発展した。この時期からは、中国における銀行の設立は、それ以前より急激に増加した。こうした「経済の資本主義化」が銀行業発展の「根本的客観的条件」として考えられる。「財政的需要の増大」は「副次的客観的条件」として考えられる。しかし、こうした見方と対立的に、呉、1934 は、「中国の新式産業は欧洲大戦以後に衰退に赴き、それ自身には新式銀行の隆盛を促す可能性を持たなかった」と主張する。さらに、呉は、「新式銀行の勃興は明らかに北京政府の

財政上の濫借濫用の結果であった」(呉承禧、1934、『中國的銀行』、商務印書館(玉木英夫訳、『支那銀行論』、叢文閣、1937)という。

図 3 1937 年までの中国の銀行の設立状況



出所) 中国銀行経済研究室編「中華民国二十六年全国銀行年鑑」下篇、第十九章、p. 1より作成。

注：廃業率＝廃業数/新設数、年平均で見ると 1911 までに 60%、1912 年から 1927 年の間は 69%、1928 年～1933 年は 28%、1934 年以降は 0%となっている。

明らかに、宮下忠雄は銀行の新設数の増加の一面に注目した。それに対して、呉は銀行の廃業に注目した。このような見方の違いにより、上記のような差が生じたと思われる。このような状況では、国債および不動産投資を中心業務とする投機的な小規模銀行は新設と廃業を繰り返す、産業金融と密接にかかわっていた銀行は成長した、と考えるべきであろう。たとえば、1921 年、1922 年の時期は、すでに欧州大戦が終了し、西欧資本主義国家が中国市場に巻き返しを図ってきた時期である。中国における工業発展は、それに圧迫され、停滞期に入る。が、銀行設立数(図 3)はピークに達した。千、1933 は、「…中国産業が何らかの発展をなし、資金を金融機関に求めたのでは決してない。…新設銀行の多くは政治中心の北京に設けられた。…この数年間の新設銀行の大部分が政府の政治借款に応じようとするための投機的銀行にして、断じて中国金融資本の正常なる発展と言えない」と指摘した(千家駒、1933、『中国的内債』、北平社会調査所、1950 年再版)。章、1935 は「政府が発行する公債の少なくとも八割以上は金融業者の手に落ちる」と指摘する(章乃器等、1935、『中國貨幣制度往那裏去』、新知書店(浅川謙次訳、『支那貨幣論』、1936、叢文閣)。銀行はなぜ政府公債を喜んで引き受けるかについて、「政府が発行する公債が非常に高率の利子と大掛の割引をして、金融界の投資を誘っているから」であり、「公債の利率は 1932 年以後は六分に改めたが、最低八分であり、債券の割引は四割引、三割引



で彼等の手に渡される」からとする。

さらに、各銀行は、公債を準備にして中国銀行（1928年「中央銀行」が設立されるまで中央銀行として機能していた）から、「領用制度」に従い、銀行券を発券することができる。こうして、北京政府は財政基盤が確立できないまま、「借款政府」として存立していくが、民間産業に対するクラウドディング・アウト効果を強く持っている。

一方、公債投資で莫大な利益を得ながら、分散投資を行い、積極的に産業資金を供給し、企業集団を形成しようとする銀行もあった。このような銀行は、徐々に「投機的銀行」の汚名を返上しつつ、社会的信用を博し、中堅銀行となっていく。この北京政府時代には、民国期金融システムの根幹となる「南三行」および「北四行」が発展の基礎を築いた（いわゆる「南三行」は、浙江興業銀行、上海商業儲蓄銀行（一般的に上海銀行と略す）および浙江実業銀行のことをいう（中国銀行を入れて、「南四行」とも呼ばれる）。「北四行」は、中南銀行、金城銀行、塩業銀行および大陸銀行の四行をさす）。

このように、「工業の勃興」→「銀行業の発展」という構図は、中華民国期における中国銀行業の発展様式となり、これは一般的な後進資本主義における間接金融システムの産業資本供給様式と大きく異なっている。したがって、この時期の銀行業発展には、営業停止の銀行を考慮に入れると、1928年以前は明らかに「多産多死型」の萌芽的特徴を呈する。むしろここまでを「萌芽期」と定義すべきであろう。そして、1929年から1935年までの間は「多産少死型」の「発展期」、1936年以降は「少産少死型」の「成熟期」として区分すべきであろう。

(3) 企業による貯蓄吸収機能が資本市場や銀行融資の産業金融転換システムにおける役割を低下させた。

民国期における企業は、制度上において社会から貯蓄を吸収することが可能となっていた。1930年に上海銀行協会（上海銀行公会）の会員行である上海商業儲蓄銀行が協会宛てに声明文を出し、企業による社会貯蓄吸収が「銀行業の正常な業務を侵害したのみならず、金融秩序を乱れずもの」として、「財政部および工商部に取締を要請する」と非難した（「上海商業儲蓄銀行致上海銀行公会函」、上海档案馆、S173-1-203、pp. 20-21）。4月18日に国民政府財政部による禁止令が迅速に公布された。しかし、この禁止令が実際に機能せず、王宗培の労力により収集された100社の企業データが示したように、1939年時点で社会貯蓄を吸収する企業数は78社に上っていた。また、この78社については、吸収した貯蓄額と資本金との割合は、資本金が300万元以上の会社においては22.7%、資

本金が100-300万元の会社においては24.8%、資本金が100-50万元の会社においては33.3%、資本金が50万元以下の会社においては45.9%にのぼっていた（朱蔭貴、2008、『中国近代股份制企業研究』、上海財政大学出版社）。

筆者が民国期の化学産業を考察する際にも同じよう現象を発見し、たとえば渤海化学工業会社は60万元の資本金に対して社員貯蓄金が6万元弱あった。この事例で特に注目すべき点は、企業の貯蓄吸収の対象者が企業職員だということである。

王宗培の収集したデータにおける企業預金者については不明ではあるが、当時の資金余剰者がおおむね工業企業に勤める職員であること考慮すれば、渤海化学のケースと共通している点が多いに違いない。これは、政府の禁止令が機能しなかった最大の要因ではなかろうかと思われる。

いずれにせよ、民国期の企業勃興は、「企業による企業創出」（王京濱、2005、「永利化学からみる民国期の産業金融」、田島俊雄編著『20世紀の中国化学工業——永利化学・天原電化とその時代——』第3章、東京大学社会科学研究所 ISS Research Series No. 17、pp. 53-79）の可能性が高い。つまり、企業という産業金融の需要者が金利コストの高い銀行借入れを避けたかったことは、民国期銀行システムの産業金融機能を低下させた要因の一つであった。

(4) 株式に対する「官利」支払は資本コストを高め、企業の資本市場へのアクセスを困難にした。

中国は清末から株式会社制度を導入した。しかし、当初から新しい制度に対する認識度が低かった。そこで、独特の金利支払制度が構築された。つまり、株式に対する1株当たり数%の利率で利息を支払うことが政府により制度化されたのである。これはいわゆる「官利」（「官」は政府を意味する）である。この下で、株主は企業の経営状況と関係なく、企業から一定の利息配分を受けていた。企業は、たとえ営業開始前であっても「官利」の支払いを怠ってはならず、極端な場合はその支払いのために借金することも辞さなかった。また、企業に営業利潤に対して、株主が配当を求める権利があり、一般的に「分紅」と呼ばれた。今日、中国における株式投資者の間においても企業配当を「紅利」と呼ぶ人が多いが、言うまでもなく、今日では「官利」というものがない。これは、株式会社制度の導入期における名残り（分紅+利息）に他ならない。

「官利」制度の存在は、株式制度の本来持つ株主による企業リスクの負担を失くした一方、企業にとっては株式による資金調達のコストを高めた。下記の表1に1941年

に上海華商証券取引所に上場していた一部の企業が支払った官利を示した。

銘柄	額面価格 (元)	官利 (元)	配当金 (元)	官利率 (%)
中国銀行	100	7.0	-	7.0
交通銀行	100	7.0	-	7.0
金城銀行	100	7.0	-	7.0
中南銀行	100	4.0	3.0	4.0
鹽業銀行	100	7.0	-	7.0
大陸銀行	1000	60.0	10.0	6.0
上海商業銀行	100	5.5	-	5.5
浙江興業銀行	100	8.0	-	8.0
浙江実業銀行	100	10.0	-	10.0
中一信託公司	25	1.5	-	6.0
通易信託公司	10	0.1	-	1.0
華商電氣	10	-	-	-
閘北水電	20	-	-	-
内地水道	100	-	-	-
永安紗廠	100	5.0	5.0	5.0
達豊染織廠	100	30.0	30.0	30.0
慶豊紗廠	100	10.0	10.0	10.0
大生一廠	70	-	-	-
大生三廠	70	-	-	-
中国內衣公司	10	1.0	-	10.0
五和織造廠	50	4.0	8.5	8.0
三友実業廠	60	-	-	-

出所: 王相泰編者、1942、『華商股票提要』、興業股票公司

表1から明らかのように、22社のうち16社が「官利」を支払い、1株当たり1元から30元までのばらつきもあった。利率に換算すると、平均して1株当たり8.2%に上っていた。

以上のように、現時点での研究成果をまとめたが、今後、民国期金融システムの構築過程における政府と市場（企業や個人、銀行など）の役割、収集してきた貴重な株価データや金融資料を援用した企業コーポレートガバナンスの分析などが実証課題として残されている。

## 5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計3件）

1. 王京濱、「債権大国化する中国」、『もう一つの世界へ』、No.9、2007、pp.14-19、査読なし
2. 王京濱、「中日軟実力分析——対大阪産業大学大学生問券調査結果的考証」、『世界経済與政治』、2007年7月期、2007、pp.28-36、査読あり

3. 王京濱、「書評深尾光洋編『中国経済のマクロ分析：高度成長は持続可能か』」、『比較経済研究』、46巻2号、2008、pp.58-61、査読あり

〔学会発表〕（計3件）

1. 王京濱、2007年12月22日、「毛沢東時代の地方重工業の21世紀的意義について——鉄鋼業と化学肥料産業を中心に」、社会主義理論学会第48回研究会、於文京区民センター
2. 王京濱、2008年6月5日、「鄧小平時代の『光』と『影』」、日本現代中国学会関西西部会大会、於関西大学
3. 王京濱、2008年6月7日、「中国の工業化とその限界」、北東アジア政策フォーラム、於立命館大学

〔図書〕（計7件）

1. 『21世紀東亜格局下的中国和日本』、社会科学文献出版社、王京濱、「金融体制経済機能的国際比較」を担当、2007年、pp.252-289
2. 『グローバル化するアジア』、晃洋書房、王京濱、第5章「中国近年における不動産価格の上昇とバブル」、2007年、pp.92-122
3. 『中国年鑑2007』、創土社、王京濱、「企業組織改革」、2007年、pp.135-137
4. 『中国：軟実力方略』、浙江人民出版社、王京濱、「中日軟実力比較」、2007年、pp.168-189
5. 『国情報告 経済大国中国の課題』、岩波書店、王京濱編訳（原著胡鞍鋼）、2007年、209頁
6. 『現代中国の電力産業——「不足の経済」と産業組織』、昭和堂、王京濱、第2章「山東省からみた中国電力産業の需要依存型発展」、2008年、pp.30-64
7. 『中国年鑑2008』、朝日新聞社、王京濱、「企業組織改革」、2008年、pp.155-157

〔産業財産権〕

○出願状況（計0件）

名称：

発明者：

権利者：

種類：

番号：

出願年月日：

国内外の別：

○取得状況（計◇件）

名称：

発明者：

権利者：

種類：

番号：

取得年月日：

国内外の別：

[その他]  
ホームページ等  
<http://www.eco.osaka-sandai.ac.jp/~wang/index.htm>

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

王 京濱 (WANG JINGBIN)

経済学部 准教授

研究者番号：40434790

### (2) 研究分担者

( )

研究者番号：

### (3) 連携研究者

( )

研究者番号：

