

International Economic and Financial Review

国際金融論考



Institute for International Monetary Affairs
(財)国際通貨研究所

Nov. 15 2002

中国国有大企業の民営化と株式市場改革¹

主任研究員 福居信幸

(Nobuyuki Fukui)

e-mail : nfukui@iima.or.jp

1. はじめに

中国は、資本の公的所有という社会主義の原則を維持したまま、漸進的に市場経済の導入を図ってきた。この結果、経済自由化と対外開放の下で勃興した郷鎮企業や、外資系企業の活力により高度経済成長を遂げることができたが、一方、これらの企業との市場競争によって、国有企業をはじめとする公企業は改革を余儀なくされ、改革に伴うレイオフや失業者の増大圧力に加えて、不良債権、経済格差、環境汚染などの問題や矛盾が露呈してきている。公企業の民営化は、郷鎮企業との競争上最も切迫感があり、規模や中央支配からの自由度という点で、比較的民営化が容易であった地方の中小企業から開始された。ここでは、公企業民営化の最終段階に当たる国有大企業の株式市場を通じた民営化について焦点を当てる共に、その受け皿としての株式市場の制約要因及び最近の株式市場改革の歩みについて展望してみたい。

2. 中国株式市場の特徴

まず、株式市場の現状を概観したい。市場は、投資家、調達者、通貨などによって、**A株**（人民元建て、国内発行）、**B株**（外貨建て、国内発行、元々は海外投資家向けであったが2001年2月以降は国内個人投資家にも開放）、**H株**（香港ドル建て、香港発行、海外投資家向け）など²に分かれている。また、保有者別に国家株、法人株（国有企業の保有が多い）、従業員持株、一般公衆株に分類されている。証券取引所は、上海（1990年設立）と深セン（1991年設立）の2ヶ所があり、上場企業数は上海の方が若

¹本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第1095号（2002.11.15号）に掲載されたものである。

²その他、**N株**（ニューヨーク上場）、**L株**（ロンドン上場）、**S株**（シンガポール上場）がある。

干多い。それぞれ、A株、B株を上場しているが、A株が企業数で9割のシェアを占め、時価総額でも圧倒的に大きい。また、A株上場企業が重複してB株を発行するケースもあり、B株単独発行企業より重複企業の方が多い。市場規模はA株、B株併せて上場企業数は1212社、時価総額では4.4兆元（いずれも2002年9月現在、1元＝約15円）で、香港とアジア第2位の地位を争っている。しかし、このうち流通可能なのは、中国証券監督管理委員会（China Securities Regulatory Commission:以下CSRCという）が発表している非流通株（nonnegotiable securities）³を除いた流通株だけで、全体の33%に過ぎない。半数以上を占める国有株⁴は自由な流通を認められていない。また、時価総額対GNP比率で見ると50%を越えていて、日本と比べても遜色ないが、流通株の時価総額ベースで見ると未だ20%に満たない。

株価収益率は、A株で見ると、96年以降30～60倍を維持しており米国・英国に比べて高い水準となっている。この背景には、国内個人投資家の急増に伴う旺盛な需要がある。B株と重複してA株を発行している企業の株価をみると、かつては、同一銘柄でB株の3～5倍の価格差があり割高感があったが、B株の国内開放以降、2倍程度に縮まり是正されている。開放時には、国内投資家が、この動きをA株、B株統合の布石と捉え、相対的に割安感のあったB株を購入した結果、A株価格にさや寄せされる形で価格差が縮小した。

中国株式市場概観

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002/9
国内上場企業数(社)	53	182	291	323	530	745	851	949	1,088	1,160	1,212
うちB株上場企業数(社)	18	41	58	70	85	101	106	108	114	112	111
H株上場企業数(社)	0	6	15	18	25	42	43	46	52	60	67
時価総額(億元)	1,048	3,531	3,691	3,474	9,842	17,529	19,506	26,471	48,091	43,522	44,243
流通株比率(%)	n.a.	24.4	26.3	27.0	29.1	29.7	29.5	31.0	33.5	33.2	32.9
上 株価総合指数	780	834	648	555	917	1194	1147	1367	2073	3069	2954
海 株価収益率(A株)	n.a.	42.5	23.5	15.7	31.3	39.9	34.4	38.1	59.1	37.6	40.4
深 株価総合指数	241	238	141	113	328	381	344	402	636	476	462
セン 株価収益率(A株)	n.a.	42.7	10.3	9.5	35.4	41.2	32.3	37.6	58.8	40.8	45.2

注1) 計数は2002年を除いていずれも年末時のデータ

2) 国内上場企業数は、B株、H株と重複して上場しているA株を含む

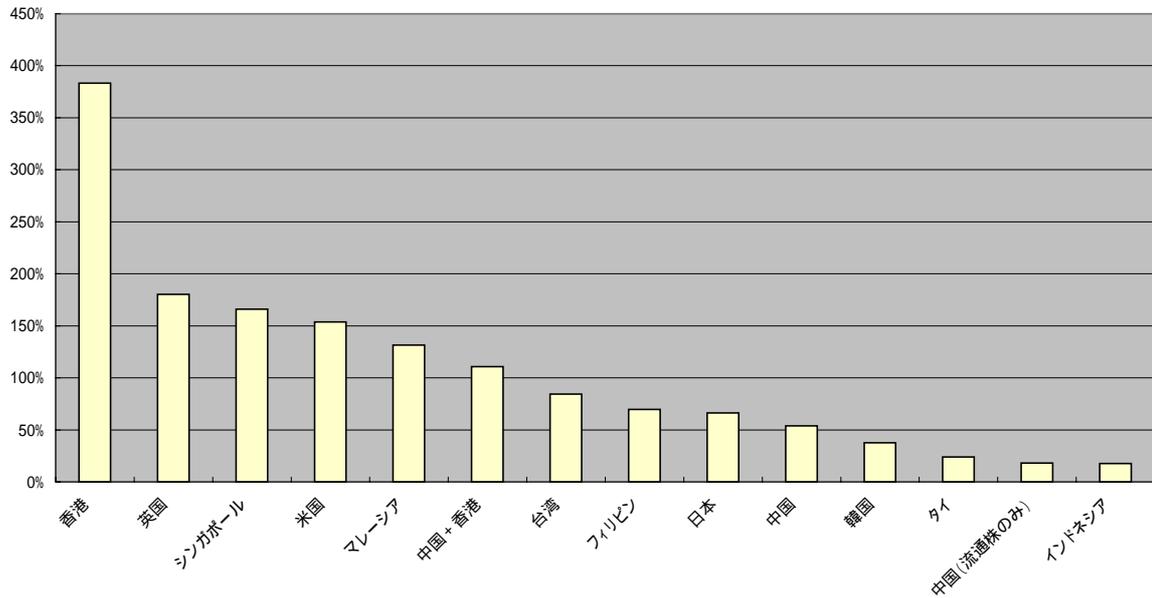
3) 流通株比率 = 流通株時価総額 / 時価総額

出所) 中国証券監督管理委員会 "China Securities and Futures Statistical Yearbook, 2001"、同委員会ウェブサイト

³発起人株、募集法人株、従業員持株、その他以前上場されたもので3年間の売却制限が付いている一般公衆株などを含む。

⁴国家株と国有法人株を併せて「国有株」と称する。法人株の中で国有法人株と非国有法人株の別については統計が公表されていないため内訳は不明だが、国有法人株が大部分を占めるとみられる。

各国株式時価総額対GNP比率



出所)S&P Emerging Stock Markets Factbook 2001、総務省「世界の統計」(2002)、International Financial Statistics (IMF)から筆者作成

3. 国有株売却に関する政策当局の動き

次に、**1990**年の株式市場の創設以降、公企業の民営化は、どのような経緯で進められてきたかを検証したい。まず、**93**年**11**月に、第**14**期中全大会にて採択された「社会主義市場経済体制樹立の若干の問題に関する決議」において、国有企業の、①資産関係の明確化、②経営責任の明確化、③行政管理と企業経営の分離、④科学的経営管理など「近代的企業制度確立」の方針が打ち出され、国有企業の株式化が公認された。現在の民営化路線に至る企業改革の基本方向は、この決定によって定まったといえる。以降、中小の国有企業が株式合作制（一種の従業員持株制）に改組されたり、経営者により買収されるようになった。

その後、**97**年**9**月の第**15**期中全大会での江沢民総書記報告では、公有制の概念が拡大解釈されて、株式制がイデオロギー的に容認されることとなった。この結果、中小国有企業の民営化の動きが更に拡大された。

一方、この間の株式市場での新規上場数をみると、**93**—**94**年と**96**—**97**年がピークになっている。最初のピークは、**B**株解禁を契機としているが、後半のピークは**A**株単独上場の増加によるところが大きい。この中には、純然たる民間企業の新規上場も含まれるので、必ずしも国有企業民営化の進捗の影響だけではないが、前述の政策と動きが連動している。

新規上場企業数(1990-2000年)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
全国	10	4	39	130	108	32	207	215	106	98	139
上海	8	0	21	77	65	17	105	90	55	46	88
深セン	2	4	18	53	43	15	102	125	51	52	51

出所) ネットチャイナ・ウェブサイト

しかし、アジア経済研究所⁵によれば、97年の時点でも、「社会主義経済体制の根幹に関わる国有大企業の所有制度改革については、党中央も依然として慎重な姿勢をとっていた」のであり、この後、慎重姿勢から一転して、政策当局が、「国有株の市場売却推進に踏み切るのは、むしろ財政危機のリスクという差し迫った問題への対応である。」と分析している。即ち、97年以降、中央政府は、年金制度改革を進めて賦課方式から積立方式への転換を図ったが、転換の過渡期において多額の積立不足⁶が顕現化した。加えて98年以降は、アジア通貨危機の影響で落ち込んだ外需をカバーするために大型国債発行による内需拡大策を続け、財政赤字が急増し、これらの対応を余儀なくされたのである。

この結果、99年9月の第15期四全会で、「国有企業改革と発展に関する重要決定」を採択、国防、自然独占業種、公共サービス、ハイテク産業等国有セクターが掌握すべき産業分野を除いて、国有株売却方針が定まった。これを受け、CSRCは、同年11月に国有株式市場売却の最初の試みとして、上場国有企業10社をテストケースとして指定したが、結局、売却は進まず政策当局内部で再検討されることとなった。

その後、一年半に及ぶ売却方式の検討を経て、2001年6月に国務院は、「国有株削減による社会保障資金調達に関する暫定規則」の暫定法を公表した。これにより、①株式会社に改組した国有企業が、株式を新規に公開発行あるいは増資を行う際は、資金調達総額の10%分の国有株を市場価格で放出する、②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に設立された全国社会保障基金に納付することが定められた。

ところが、ペトロチャイナをはじめ10社以上で国有株が放出された後、それまで記録的な高値で推移していた株価が急落し始め、10月には上海取引証券取引所の株価指数は30%以上も下落した。この結果、CSRCは、国有株売却規定の執行一時停止の宣言を余儀なくされた。この国有株の放出で、2001年6月から10月の間に、実に1兆元近い時価総額の縮小が生じ、売却による調達は、予定の僅か1割程度に止まってしまった。その後、CSRCは、インターネットを通じて国有株売却スキームを広く公募、本年1月には、4300件余りにのぼる意見や提言を8類型に集約して公表した

⁵アジア経済研究所トピックリポート「中国の公企業民営化」(2002年3月)

⁶不足額は、発表されている試算によって大きくことなるが、一般に2~3兆元の規模とみられている。なお、非流通株の時価総額は3兆元(2002年9月末)であり、紙上の計算ではこの積立不足と見合った形になっている。

が株価の回復はみられなかった。結局、6月には、海外上場企業を除いて本方式による国有株放出は正式に停止されることとなった。失敗の原因の一つには、財政部が売却収入極大化を狙い、放出価格を、当時大幅に割高となっていた市場価格に一律に設定したことが挙げられよう。

4. 民営化の制約要因

放出時の株価設定など技術的な要因もあるが、国有上場企業の国有株削減が進まないもっと根本的な制約要因がある。この点について、国有株売却の規模と、受け皿としての家計や機関投資家の資金規模や性格を概観する。

まず、国有株売却の規模だが、**2001**年末時点の国有株時価総額は約2.6兆元あり、仮にそのうちの50%を売却対象とすると、今後1.3兆元⁷の資金が必要となってくる。一方、一年間に、株式市場を通じて調達されている資金規模は、**2000**年実績で**2100**億元となっている。この中には通常の資金需要を満たすものが含まれるので、新たに国有株の放出を吸収する余力としては、年間数百億元程度のレベルに止まろう。従って、吸収力の飛躍的な拡大がなければ10年以上を要することになる。国有株売却推進のためには、現行の株式市場の資金吸収力はあまりにも小さいのである。

中国の資金循環表(2000年)

	家計		企業(非金融)		政府		金融機関		海外	
	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達
純貯蓄(運用-調達)	7898		-5269		-1000		67		-1696	
預金	6610		7767		2054		538		16425	-4
借入金		2972		9317		263	13969		-307	-198
証券	2223			2200	19		3132	3335	818	572
内債券	696			100			3132	3335	818	
内国債	770						3132	2343		
内株式	1527			2100						572
海外直接投資			76	3179					3179	76

注) 主要項目のみ抜粋したため、部門ごと、項目ごとの合計は必ずしも一致しない。
出所) 「中国人民銀行統計季報」より作成

投資主体別にみても、まず、家計の預金資産総額は、8.4兆元ある(2002年9月末現在・中国人民銀行調べ)。また、家計の株式資産総額については、僅か**4900**億元で家計金融資産全体の6%に止まっている(1999年末時点・中国人民銀行推計)。家計の吸収力の大きさ自体は、預金も含めると、潜在的な受け皿としては十分であるが、家計金融資産に占める株式資産のウエイトは金額的にはまだまだ低い。中国の株式市場が依然として投機性が強いことが要因の一つであり、今後、家計貯蓄を預金から株式へ更にシフトさせるためには、株式市場の安定が必要となろう。

次に、機関投資家であるが、保険会社をみると、資産規模は約**3000**億元で、**1999**年**10**月に総資産の5%(以降上限が引き上げられ、現在は優良な保険会社の場合は

⁷ アジア経済研究所の試算では、国有株比率を第一段階で51%、第二段階で30%に引き下げるとすると、売却対象株式の時価総額は第一段階で**4300**億元前後、第二段階で**8600**億元前後と見込まれている。

15%)まで証券投資ファンドで運用することが認められて以降、株式市場への参入が政策的に奨励されている。また、2000年に設立された社会保障基金についても、2001年末には資産総額が616億元に達し、従来、銀行預金(2割)と国債(8割)に限られていた運用は、国内外の投資管理会社に資金運用を委託することも可能になっている。

証券投資ファンドについては、本年8月には純資産総額が1000億元に達し、60程度のファンドが設立されている。1998年に試験的に始められた当初は、5つのクローズド型ファンドで僅か100億元程度の規模であったが、2001年9月に、オープン型投資ファンドが許可されて以降種類も豊富となり、急速に発展してきた。

また、最近、私募ファンドの取り扱いが注目されている。私募の場合、投資会社は、第三者のために資産運用を行うことは認められているものの、株式のブローカー業務を営むことができるかはグレーゾーンとなっている。最近の調査では、本来禁止されているはずの一任勘定での運用が多額に上っていることが判明しており、7000億元の規模に達しているとの見方もある。

最後に、外国人投資家であるが、国内投資家に開放される前の2000年末のB株流通市場総額は563億元(CSRC統計)となっている。また、資金フロー表でみると、1999年こそ僅か51億元の流入であったのに対し、2000年では572億元と急拡大している。

以上、現状の流通株1.5兆元(2002年9月末)の保有者構成は、家計で6000億元⁸、私募ファンドで7000億元⁹、証券ファンドで1000億元、外国人投資家で6~700億元¹⁰、保険・年金ではせいぜい数百億元と推計される。いずれの市場も年々育成されてきているとはいえ、新たに1.3兆元の国有株の吸収となると、現状とほぼ同額の資金を新たに吸収しなければならず、市場の一層の成長が望まれる。

特に問題なのは、大きなウェイトを占めている個人投資家や私募ファンドの資金が、投機的な色彩の強い資金であり、上場企業の経営に対して効果的なモニタリングを行う能力を具えた投資主体とは言い難い点にある。資金の性格上、長期的な視野で安定的な収益を上げることを重視する保険・年金基金が、適切なコーポレート・ガバナンスを発揮できる投資主体として育成されて始めて、量的にも質的にも国有株売却の受入れの土壌ができるものと考えられる。しかしながら、機関投資家がそのような役割を果たせるようになるまでには相当の時間を要するものと思われる。

5. 株式市場改革の歩み

⁸最新のデータがなく推計による。現状の流通株総額が1.5兆元(2002年9月末)で、「個人が4割の構成」(柯隆「中国における証券市場の役割と国有企業改革」2002年3月)として6000億元とした。尚、口座数では個人投資家のシェアが99%以上を占める。

⁹家計との二重計上となっている部分もあるものと思われる。

¹⁰直近時のB株市場総額は828億元(2002年10月28日現在、中国企業網調べ)であるが、この中には国内投資家の保有額も含まれる。

以上みてきたように、株式市場や投資主体の構造上の問題から、国有株の市場放出は急速には進んでいないが、先進国型の株式市場の進展に向けて、**2000**年以降、政策当局の株式市場改革についての地道な努力も続けられている。

まず、**CSRC**をはじめとする政策当局による監督強化がある。

第一に、情報開示にかかわる法体系として、**CSRC**は**1998**年**12**月に制定された「証券法」に加え、「証券を公開発行する会社の情報開示にかかる内容および書式準則」や「証券を公開発行する会社の情報開示にかかる編成・報告規則」などの規定を發布し情報開示規制を強化している。前者は、目論見書、上場広告、年度報告書などの記載内容や書式を示している。また、後者では、商業銀行、保険業、証券業などの特殊な業種に属する発行主体の開示内容を示している。更に、**2002**年より、上場企業に対し四半期ごとの決算開示を義務付けた。一方、不正な情報開示に対しては取締りを強化、上場企業の役職員や会計士などが大量に処分された。

第二に、コーポレート・ガバナンスの機能不全に対する対応として、**CSRC**は、**2001**年8月「上場会社における独立董事制度（社外取締役制度）の樹立に関する指導的意見」を公布し、社外取締役の資格要件、独立性の確保、選任の手続き、報酬などについて細かく規定した。規定では、**2002**年6月末までに、少なくとも2名の社外取締役を選任しなければならない、かつ1名が会計専門家でなければならない他、**2003**年6月末までに、取締役会の中で少なくとも3分の1が社外取締役でなければならないとした。社外取締役には、一般の取締役の権限に加えて、会計事務所の選任・解任の提案、臨時株主総会・取締役会開催の提案などの特別権限がある。また、経営の健全化に加え、中小株主の保護という機能が課せられており、中小株主の権利・利益を害する恐れがあると判断した事項については、取締役会または株主総会に対して独自の意見を発表することを義務付けられているのが特徴的である。

第三に、価格操作に対する対応がある。**2000**年2月の「刑法」の改正により、証券・先物取引で価格操作やインサイダー取引を行った場合は、懲役5年以下ないし拘禁に処し、不正所得の倍以上5倍以下の罰金を科すことなどを定めた。同年秋以降、複数の資産管理会社での価格操作が発覚している。

その他、国内投資家の香港**H**株投資など外為違法取引に関する取締りや、銀行資金の株式市場への違法な流入の取締りを強化している。

また、上場手続きが改善された。上場に関しては、従来、地方政府に発行枠が割当てられており、本来上場すべきでない問題企業が上場されたり、経営不振の企業が上場廃止という形で退出しないなどの問題があった。

これに対し、**2001**年3月**CSRC**は、「上場公司の新株発行管理弁法」を公布、上場企業の新株発行行為を規範化し、従来の発行枠制度から証券会社の推薦制に移行した。即ち、この「弁法」では、①上場を申請する企業は、必ず証券会社の推薦が必要であり、証券会社が指導報告を**CSRC**に提出した後、発行審査委員会（**CSRC**、証券取引所、

証券会社などの専門家で構成)が審査して上場の可否を決定することを定め、②発行に際し求められる純資産利益率の指標について若干緩和した¹¹。

上場廃止メカニズムについても、**CSRC**は2001年2月に「赤字上場企業の上場一時停止と上場廃止の実施弁法」を公布し、**CSRC**からの授権を前提に証券取引所が上場停止・再開及び廃止について決定するものとし、それぞれの要件・手続きを定めた。今までも、「会社法」では、3年連続で赤字を出した企業の上場は停止できると規定していたが、これまで実施されて来なかった。本弁法を機に、同年4月、上海取引所で4年連続赤字が続いた企業の上場が廃止された。

また、海外投資家の資金の国内株式市場への導入についても、**CSRC**内で専門グループを発足させ、台湾などで採用されている**QFII(Qualified Foreign Institutional Investor)**制度と呼ばれる海外適格機関投資家による国内株式市場への投資制度について、関連法規の起案作業を開始している。

但し、本年11月の第16回共産党大会を控えて、当局が市場安定を重視、市場需給を悪化させる可能性がある分野については、市場改革の遅れもみられる。

第一には、国内外資系企業や海外企業の国内市場での資金調達である。2001年7月、対外貿易経済合作部(以下外経貿部という)が出した「外商投資株式会社の関係問題に関する通知」で、外資の出資比率が25%以上に維持されることを条件に、外経貿部の審査認可の下で外資系企業にA株上場の道が開かれた。その後、同年11月、外経貿部と**CSRC**との共同で出された「外資系企業の投資した企業の上場に関する問題についての若干の意見」において、3年以上営業実績のある外資系企業については、上場申請前3年間の年次検査に合格し、外資の出資比率を10%以上に維持することなどを条件とする旨発表された。しかし、既に条件に適合し上場を希望する外資系企業や合弁企業は多数あるものの、未だ認可されていない。また、海外上場企業の**CDR**(**China Depository Receipt**:本国で保管される原株式見合いに、中国国内で発行される預託証券)についても、昨年8月に**CSRC**で調査報告が纏められたものの詳細は決まっておらず、慎重論も出ている模様である。

第二に、国内居住者の海外株式市場への投資について、**QFII**制度と同時に**QDII(Qualified Domestic Institutional Investors)**制度と呼ばれる国内適格機関投資家による居住者の海外株式市場への投資制度の検討が開始されたが、こちらの方は、投資対象の市場や商品に対する規制など未だ課題が多く、年末までの起草開始は難しいと言われている。

第三に、ハイテクなどベンチャー産業の資金調達の場として、**CSRC**は、2000年9

¹¹最近では再び強化され、「最近3年間の会計年度の平均純資産収益率が10%を上回っていない」などの条件が課せられている模様。(CSRC「上場企業の新規株式発行に関する条件についての通知」2002年7月30日「人民網日本語版」)

月に、米国ナスダックや香港 **GEM** 市場に相当する新興企業向け二部市場「創業板」の試案を公表したが、その開設が延期されている。もともとは、**2001** 年前半にも開始される見込みであったが、その後の国内の株価低落などから開設の目途は立っていない。

6. 国有大企業民営化の展望

最後に、韓暁宏氏の論文¹²をもとに、現在検討あるいは実施されている国有株放出以外の国有大企業の民営化に関する様々な試みを紹介したい。

第一に、優先株への転換がある。現在、国有株の殆どは議決権を持つ普通株であるが、これを優先株に転換し議決権の行使を制限すれば、政府の企業経営に対する干渉を緩和することができる。第二に、「間接の上場」がある。これは、市場放出と同時に自社株の買い入れ償却を行う方法である。また、償却相当部分を **B** 株で増資発行することで資本総額を回復するやり方も可能である。既に実施例もみられる。第三に、「交換債券」がある。これは、所定の期限のうちに、予め定められた価格あるいは比率で債券の発行人の保有する株式と交換できる債券である。ここでは、国有株の所有者としての代表機関たる国有資産管理行政機関が、公募で「交換債券」を発行し、発行された「交換債券」は、普通の債券と同じように自由に売買され、所定の期限までに国有株と交換される。交換されてからの国有株は、国有株でなくなり、市場で流通することになる。第四に、外資による国有企業買収がある。前述の **QFII** 制度などと同様に外資を利用して、協議買収や株式市場を介した買収により、民営化を促進する方法である。既に中小の国有企業で実績があるが、大企業についても国内販売ネットワークなどを狙った外資のニーズは大きい。大型買収実現のためには、買収側の政治リスクや法的リスクなどを極小化するための関連法制の整備が必要であろう¹³。その他、株数削減による国有株比率の低下、経営者による買収などがある。

また、広義の民営化として、特殊法人化がある。経営組織を行政機関と分離し、できる限り法人自身に自主的かつ弾力的な経営を認めるものである。但し、今までの日本の経験では、設立後長い期間に及ぶと、経営責任の不明確性や事業運営の非効率性・不透明性などの問題が生じてくることから、民営化への過渡的段階としての位置付けを明確にし、必ず事前に完全民営化への移行計画を定めておくことが肝要と思われる。

中国は、社会主義の大原則である公有制の定義について、既に、「公有持分を合算すると公有制の構成が量的に過半を占める。¹⁴」という量的基準を放棄¹⁵、国民経済の要

¹²韓暁宏「中国国有企業の改革の研究」(桜美林大学大学院博士学位論文 2002年3月)

¹³CSRC、財政部、国家経済貿易委員会は、共同で「外資企業への上場企業の国有株および法人株移譲の問題に関する通知」を発表、上場企業の国有株と法人株を外資に移譲することを許可、原則として公開の競売形式で行うことを定めた。(2002年11月4日「人民網日本語版」)

¹⁴1997年10月第15回党大会政治報告

¹⁵ 呉報国國務院副総理「国有企業の改革と発展を推進する綱領的文件」報告で「国有経済のシェアの減少は、中国の社会主義性質に影響することはありえない」との発言による。

となるセクターが公有であれば、公有制は維持できるとのスタンスを取っている。このことから、自由主義陣営では、「既に実態は資本主義国である」とみる向きもある。また、現在の国有大企業の経営に、深刻な経営不振や雇用問題が生じており、政策当局にも相当な危機感があつて、民営化への取組み姿勢が強固であるのも事実である。しかしながら、依然として現状は生産額、投資、雇用など経済全体に占める国有企業のウエイトは大きい。民営化の進展に余りに時間がかかるようだと、公有制の原則は維持されているだけに、イデオロギー的な揺り戻しが生じてプロセス自体が見直される可能性は否めない。一方、非国有経済の経済全体に対するシェアは年々拡大してきており、このような民営化の停滞の動きが大きな経済的インパクトをもたらさないよう、市場経済の法整備を更に進めて、民間企業の一層の発展を促すことが肝要と思われる。

(主要参考文献)

- ・「中国の公企業民営化－経済改革の最終課題」(アジア経済研究所 2002年3月)
- ・神宮健「改革が進む中国資本市場」(野村総合研究所「知的資産創造」2001年11月)
- ・「中国の金融制度改革とその課題－財務省委嘱調査」(国際金融情報センター2002年3月)
- ・白井早由里”**Is the Equity Market Really Developed in the People’s Republic of China?**”(ADB I リサーチペーパー2002年9月)