

第2節 台湾

台湾経済はアジア経済危機の中であって一人、安定を誇ってきたが、1998年後半に入って、企業及び金融機関の経営が相継いで行き詰まった。このことは、近隣諸国同様、台湾においても経済危機が始まったことを示しているのであろうか。以下では、この問題を考えてみたい。

結論を先取りすれば、企業と金融機関の破綻は限定的なものにとどまり、台湾経済は危機を回避しうる可能性が高いと考えられる。第4章で述べられているように、問題が金融システム全体の崩壊につながることはないとみてよいだろう。本節

表2 - 5 台湾における企業・金融機関の破綻・経営の行き詰まり（1998年後半）

	企業・金融機関の破綻
7 / 末	安鋒、不渡り
9 / 中旬	萬有紙業、不渡り
	国融企業、不渡り
末	東隆五金、株取引の決済不履行
	聯達食品、不渡り
10 / 1	瑞聯グループ、不渡り
13	羅莎食品董事長、林純精、不渡り
30	羅傑建設、不渡り
11 / 2	禾豊グループの磊鉅実業、株取引の決済不履行
	新巨群投資、株取引の決済不履行
3	中央票券、不渡り
5	宏福票券、資金繰りが困難に。翌日、株式の50%を、複数の銀行が引き受けることが決定される。
9	漢陽グループ総師、侯西峰、不渡り
11	小美食品と麗維企業、不渡り。ともに曾士龍が経営
16	台中精機グループ、株取引不履行
24	広三グループの順大裕、台中中小企業商業銀行両社の株取引に不履行が発生。台中中小企業銀行は中央存款保険会社が接収
	国宝証券、株取引不履行
12 / 1	傑聯建設、不渡り
	三盟建設、不渡り
8	新泰伸銅工業、裁判所に保全処分を求め、認められる
11	百麗新コンピュータ、不渡り
21	長億グループ、泛亜銀行の経営権を国民党党営事業に譲渡することを決定
28	仁翔建設、不渡り

（出所）各紙報道より作成。

の役割は、1998年後半に生じた問題を、やや立ち入って分析することによって、第4章を補完することにある。

1. プロセス

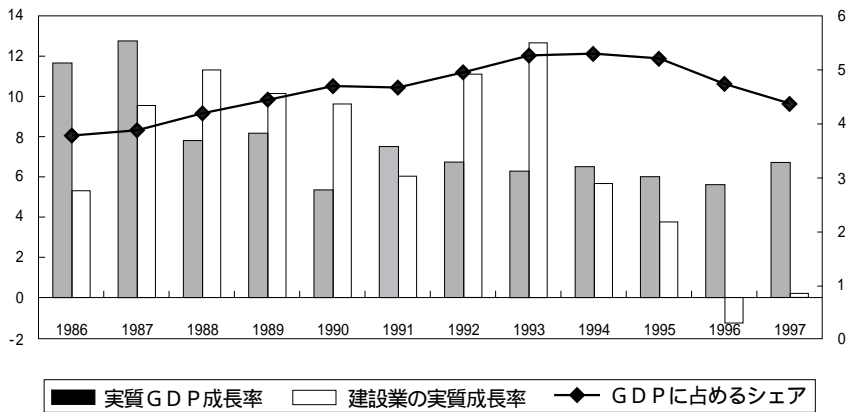
一連の経営の行き詰まりは、7月末の安鋒グループの不渡りから始まった(表2-5)。8月は何も起こらなかったものの、9月から経営の行き詰まりが加速的に発生するようになり、11月にピークに達した。12月以降も、事態は収束する気配を見せていない。

台湾経済も周辺諸国の危機の影響をまったく免れているわけではなく、1998年に入ってから、輸出の減少を通して、景気が次第に悪化してきていた。そのような不景気の中で、企業が倒産することはやむを得ないことである。しかし、98年後半の動きが看過し得ないのは、二つの票券金融会社と二つの銀行という金融機関の経営が行き詰まったことである。それは単なる景気の悪化にとどまらず、台湾経済のシステムの危機につながるのではないかという懸念を呼び起こした。実際、98年後半に生じた企業・金融機関の経営危機の背後には、大なり小なり、構造的要因がある。

経営の行き詰まりに至ったケースの多くは、最終局面でグループ企業の株価を買い支えるために資金を使い果たしてしまったものである。表中にある「株取引の決済不履行」とは、購入した株式の代金を支払えなくなったケースであり、不渡りの多くも、株式につぎ込む資金を調達するために振り出した手形などが決済できなくなったために生じた。何故、そこまでしてグループ企業の株価を買い支えようとしたかといえ、その株式を担保として、借入れを行っていたため、株価が下落すれば、担保の積み増しを要求されるからである。

問題は、そのような行為が横行していた背景には、株価を不当につり上げるような仕組みが存在していたことである。つまり、一種のバブルを発生させる仕掛けがあったとみられる。仕掛けには一般企業だけではなく、金融機関も荷担していた。ところが、外的要因から景気が悪化したために、この仕掛けがうまく働かなくなってしまった。景気後退によってバブルが潰れたため、株を担保に借入れを行うという形でバブルに寄りかかっていた企業は破綻に追い込まれ、関係の深かった金融機関も巻き込まれることになってしまった。以下では、どのようにバブル発生装置が形成されていたのか、検討してみたい。

図2-7 建設業の成長率とGDPに占めるシェア



(出所) 行政院主計処『中華民國臺灣地區國民所得』1998年版より作成。

2. 出発点としての建設業の高度成長

1998年後半に経営が行き詰まった企業には、建設関係が多い。瑞聯グループ、羅傑建設、新巨群グループ、漢陽グループ、広三グループはいずれも建設業を中核とする企業グループである。また、金融機関でも、中央票券の主要な株主は上にあげた羅傑建設、新巨群グループ、漢陽グループであり、宏福票券は宏福建設を中核とするグループに属していた。台中中小企業商業銀行(現在、台中商業銀行。以下、台中企銀)の経営権を握っていたのは広三グループであり、泛亜銀行を設立した長億グループも建設業を主軸としていた。

彼らは破綻に至る以前、いずれも短期間のうちに急成長していた。その出発点には、彼らの本業である建設業の成長があった。図2-7に示すように、1988年から93年までの6年間、91年を除いて、建設業の成長率はGDP成長率を上回った。特に、88年、89年、92年、93年の成長率は二桁に達した。

建設業の成長は、建設企業の成長を意味する。表2-6をみると、上位2社は1985年も、95年、97年も変わりが無い。しかし、台湾全体での企業ランキングは下がっている。注目されるのは、企業の入れ替わりはあるものの、5位以下の建設企業の企業ランキングが上昇していることである。このことは、建設業の成長が、最上位の企業ではなく、それ以下の企業を中心としたものだったことを示している。このような建設業の成長の過程で、建設企業は飛躍の原資を蓄積したと考えられる。

表 2 - 6 建設企業の経済的地位

単位：百万台湾元

十大建設企業		売上高	総合ランク中の順位
1985年			
1	栄民工程事業管理处	27,840	9
2	中華工程	9,460	30
3	国泰建設	6,023	48
4	太平洋建設	2,683	124
5	三井工程	2,058	172
6	樹徳工程	1,643	228
7	太子建設開発	1,403	273
8	互助營造	1,277	300
9	三福工程	1,200	322
10	長生營造	798	450
1995年			
1	栄民工程事業管理处	29,700	31
2	中華工程	14,591	80
3	太平洋建設	13,409	90
4	互助營造	7,047	176
5	大陸工程	6,689	190
6	太子建設開発	6,230	205
7	国泰建設	5,649	216
8	啓阜建設工程	4,959	247
9	宏盛建設	4,915	250
10	東雲	4,730	72(261)
1997年			
1	栄民工程事業管理处	22,912	63
2	中華工程	18,166	81
3	太平洋建設	9,620	161
4	国揚実業	9,030	167
5	啓阜建設工程	7,366	215
6	捷和建设	7,214	220
7	東雲	7,032	75(224)
8	互助營造	6,484	241
9	大陸工程	6,392	243
10	太子建設開発	6,132	256

(注) 1995年と97年の原資料はcontranctorとbuilder & developerを分けているが、統合した。

1985年において、栄民工程事業管理处と中華工程は公企業である。中華工程は90年代に民営化された。

東雲は建設以外の事業を営んでいる。カッコ内は建設のみの順位。

(出所) 中華徴信所『台湾地區大型企業排名』より作成。

3. シェル・カンパニーという魔法

上述の企業群は、単に建設業の成長によってのみ、発展したわけではなかった。むしろ、建設業で蓄えた原資を、さらに膨らませる仕掛けを編み出した。それがシェル・カンパニー(中国語で「借殻公司」、日本語にすれば「宿借り会社」か)である。

シェル・カンパニーとは、次のような行為によって生まれる。まず、株価が低迷し、かつ、資産規模が小さい上場企業の株式を買い集め、経営権を握る。次に、この上場企業に元々の企業が持っていた優良な事業を移す。具体的には、ほとんどが建設関連の事業である。その結果、上場企業の株価は上昇する。このとき、当該の上場企業が増資すれば、或いはグループ企業が保有している当該企業の株式を担保として借入れを行えば¹²、容易に資金を調達することができるのである。多くの場合、両方の調達方法が併用されていた。

シェル・カンパニーは1990年代半ば、台湾で大いに流行した。許秀恵によると、最近5年間で、22人の企業家によって、28社の上場企業がシェル・カンパニーになった。22人のうち、19人が建設業出身であった¹³。

台湾においてシェル・カンパニーという手法を始めたのは、漢陽グループの侯西峰である。別名、「借殻大王」とも「借殻之神」とも呼ばれる。彼はこの手法によって1995年10月に国揚実業を、11月に広宇を手に入れた。また、羅傑建設の羅律煌、新巨群グループの呉祚欽、広三グループの曾正仁はいずれも侯西峰と交友関係があり、侯を見習ってシェル・カンパニーを積極的に活用した¹⁴。

4. バブル発生装置の完成

資金調達の仕上げは、金融機関から融資や保証を引き出すことである。最も直接的な方法は、自前の金融機関を持つことである。経営が行き詰まったケースでいえば、中央票券は漢陽グループ、新巨群グループ、羅傑建設らが、宏福票券は宏福建設を中核とする宏福グループが、泛亜銀行は長億グループが新しく設立した。台中企銀は元々あったが、広三グループが経営権を奪取していた(『経済日報』1998年10月13日。以下、年は略)。

自前の金融機関であれば、融資や保証を引き出すことは容易である。審査も甘く、担保も厳しく要求されない。グループ企業に対しては、無担保の信用貸しも横

表 2 - 7 中央票券の株主と株主に対する債権

	持ち株比率	役員	中央票券の株主 に対する債権 (億台湾元)
漢陽グループ	11%	董事 1 監察人 1	19.86
新巨群グループ	10%	常務董事 1 董事 1	19.47
羅傑建設及び羅律煌	1%		2.13
合計 (A)	22%		41.46
上記 3 グループと関係 あるとみられる株主 (B)	27%	董事 4	-
A + B	50%	-	-

(出所) 杜青海「借殻大亨の揺銭 - 中央票券敗在誰手裏 - 」(『財訊』1998年12月)。

行していた。台中企銀では、広三グループが経営権を握ると、その総帥であり、台中企銀の董事長に就任した曾正仁が、審査結果を無視して、また、副董事長の反対にも関わらず、自グループの企業への融資を強行していた¹⁵。長億グループも、泛亜銀行とグループ企業との関係についての疑念を払拭できなかったために、泛亜銀行の経営権を手放すことになった。

票券金融会社は、コマーシャル・ペーパーのアンダーライティングと保証を主たる業務とする台湾独特の金融機関である。保証は自己資本の最大12.5倍まで可能だった(現在は10倍に引き下げられた)。中央票券の場合、漢陽グループ等、株主の「紙幣印刷機」とも、「キャッシュ・ディスペンサー」とも呼ばれ、保証を乱発していた(表 2 - 7)¹⁶。漢陽グループや新巨群グループの中央票券に対する出資額は2億台湾元程度なので、約10倍の資金を引き出していたことになる。宏福票券の経営行き詰まりは、直接的には中央票券の破綻に巻き込まれた感があるが、かねてよりグループ企業の経営状況及びグループ企業との関係に懸念が持たれていたことが背景にあった¹⁷。

金融機関から融資を引き出すもう一つの方法は、上述の株式を担保として借り入れをすることである。これはシェル・カンパニーばかりでなく、より広く用いられていた。破綻した企業グループのなかでも、禾豊グループや台中精機グループは建設業を中核としていたわけでもなく、また、元々、グループ内に上場企業があり、シェル・カンパニーを取得していたわけではなかったが、自グループ企業の株式を担保に借り入れを行い、結局、それが命取りになった。

株式を担保とする借入れがこのように広まるためには、貸し手である金融機関が応じなければ起らない。特に、一部の金融機関では、株価の上昇を期待して、通常の掛け目よりも高い比率で貸し出していた疑いがある¹⁸。あるいは、同じ株式を、何重にも担保として、複数の銀行から融資を引き出すということも行われていた（『経済日報』11月18日）。

増資や、上のような手段によって調達された資金の多くは、再び株式市場で運用されていたとみられる¹⁹。それは株価の上昇をもたらし、株価の上昇は銀行からの融資の拡大を可能にし、その資金が再び株式市場につぎ込まれてさらなる株高をもたらした。このようにして、バブル発生装置が出来上がっていたのである²⁰。上に述べたように、1998年後半の動きがこれまでとは異なるのは、一般企業ばかりでなく、金融機関の経営の行き詰まりが含まれていたからである。その背景には、金融機関がこのように株式市場にコミットしていたことがあるのである。

しかし、一般的には、台湾の金融機関は保守的な体質を持ち、また、金融当局の監督も厳しいため、比較的、安定していると考えられてきた。にもかかわらず、このような問題が生じたのは何故だろうか。その遠因は、金融自由化にある。

1990年代に入って、台湾では段階的に金融システムの自由化が進められた。ここで特に重要なのは、新規設立に対する規制の緩和である。銀行については90年に緩和され、91年以降、続々と新銀行が設立されるようになった。銀行の数は、90年年末には16行だったが、98年8月には40行にまで増加した（信用合作社、信託投資会社からの転換を含む。中小企業銀行は含まない）。また、票券金融会社の設立についても、1994年末に規制緩和が行われ、元来、3社だったが、98年8月には16社に急増した。

このような金融機関の設立規制の緩和は、二つの弊害を伴っていたと考えられる。一つは、企業グループが金融機関を持つことができるようになったことである。自由化以前、銀行のほとんどは公営で、民間企業グループが参入することはできなかった。既存の票券金融会社3社も、バックは公営銀行であった。企業グループが経営することができたのは、信託投資会社、信用合作社、保険会社に限られ、その新規設立もきわめて難しかった。

ところが、自由化によって、企業グループは銀行をはじめとする種々の金融機関を持つことが可能になった。銀行や票券金融会社の数が短期間のうちに激増したのは、企業グループが積極的に参入したからである。新銀行、新票券金融会社の大部

分の背景には、一つ乃至複数の企業グループがいる²¹。問題が生じた4つの金融機関のうち、3つは新しく設立されたものであった。

しかし、特定の銀行だけに問題を限定することは必ずしもできない。株式を担保とする融資は、1990年以前からある銀行を含めて、他の銀行も行っているし、いくつもの金融機関が破綻した企業に貸していたからである²²。つまり、全体的にみても、台湾の金融機関は、貸出行動が以前より積極的になっていた、あるいはリスク管理が以前より甘くなっていたのではないかと考えられる。

その理由としては、金融機関数の増加によって競争が激化したことが指摘できる。特に銀行については、直接金融等の発達によって、競争はいっそう激しくなった。確かに、第4章に述べられているように、台湾の銀行は、新銀行を含めて、保守的体質が依然として残っている。しかし、規制緩和以前より明らかに競争が激化しているため、以前よりリスクの高い案件にも融資するケースは増えていることは間違いない。特に、新規参入者である新銀行には、その傾向が強かったと考えられる。

5. 暗転

暗雲は、アジア経済危機の起こる前から、既に垂れ込めていた。すなわち、経営が行き詰まった企業の多くが本業としていた建設業において、1994年を境に、成長率がGDPを下回るようになった。ついに96年にはマイナスにまで落ち込み、97年もわずかに0.25%でしかなかった。特に、台中地区の建設不況は深刻と言われ、今回、問題が発生したところも、瑞聯、広三、長億など台中の企業グループが多い。

本業の不振によって、破綻した企業では、株式市場で利益をひねり出そうとする傾向に、いっそう拍車がかかったとみられる²³。実際、株価が上がり続けていれば、問題は表面化しなかつただろう。担保の積み増しを求められることもなく、さらに株式市場で利益を稼ぐことも可能だったからである。しかし、バブル発生装置による株価の吊り上げは、いつかは限界に達せざるを得ない。ましてや1998年に入ると、アジア経済危機の影響で景気の後退が始まり、株価を下げる圧力がいっそう増すことになった。実際、98年4月以降、月平均株価指数は緩やかではあるが、下降を開始した。こうなるとバブル発生装置は逆に作動して、関わった企業と金融機関を追いつめていった。すなわち、株式市場で売買益を稼ぐことが困難になるばかりでなく、株価の下落によって担保の価値が下がり、その積み増しを要求されかね

ない状況に立たされることになったのである。これを避けるために、多くの企業は、担保としているグループ企業の株価を防衛しようとした。しかし、ついには資金が尽き、破綻に至ったのである。

6. 政府の対応・国民党党営事業の役割

これまで述べてきたことから明らかなように、1998年後半に発生した企業・金融機関の経営行き詰まりは、彼ら自身の責任が非常に重い。さらに言えば、破綻に至る最終局面において、一部の企業家は企業を犠牲にしなが、個人資産の防衛に走ったという嫌疑があり、その追及は徹底的になされる必要があるだろう²⁴。

しかし、問題が金融機関にまで及び、社会全体に不安が広がっているため、政府も対策を講じないわけにはいかない状況となっている。現在まで、政府が実施した対策としては、破綻に至った企業・金融機関の処理を含む応急的な対策、株価の防衛措置、マクロ的な景気対策の三つに分けることができる。

既に経営が行き詰まった金融機関に対しては、政府がコーディネートする形で善後策が決められた。また、11月3日に五項目の救済措置を発表し、経営危機が生じた金融機関・企業への対応の原則を示した(『経済日報』11月4日)。続いて5日には、財政部に専門の組織を設けること、事業そのものは正常な企業に対しては、最長半年間、債務の返済猶予を認めることなどからなる総合対策を打ち出した(『中國時報』など11月6日)。このスキームに基づいて、12月中旬までに、台中精機など、18社の企業に対する救済が決まった(『中國時報』12月17日)。株価の防衛については、11月12日、五つの措置を発表した。その一つとして、タスク・チームがつくられ、2000億台湾元を株式市場に投入することが決まった(『経済日報』11月13日)。ただし、1月半ば現在、効果は乏しく、今後も株価を防衛するという役割を果たせるかどうか、厳しい状況にある。景気対策としては、企業の自動化などの投資に対して500億台湾元を融資する、中小企業信用保証基金の中小企業向け債務保証額を400億台湾元に拡大する、郵便貯金を原資として住宅ローンの新設、企業向けの低利融資を行うことなどを12月24日に決定した。政策の規模は、総額1800億台湾元に達する(『日本経済新聞』12月25日)。ただし、将来に対する悲観的な見方が全般的に強く、特に融資先に対する不安から金融機関の貸出が消極になっているため、政府の景気対策がどれだけ効果を発揮しうるかは疑わしい。

ところで、一連のプロセスの中で興味深いのは、国民党党営事業の役割である。

台湾では1980年代後半以降、民主化が進展するまで、国民党の専制体制が布かれていた。国民党の専制体制は「党国体制」と呼ばれ、国家と国民党が一体化し、かつ、党が優越するというものだった。そのような体制の一環として、国民党は営利事業を営んだ。民主化がほぼ完成した今日においても、「党国体制」の遺物として、党営事業は残存している。

このような党営事業は民主体制の下で正当化することは困難だが、今回のプロセスでは、機動的な救済者としての役割を果たした。長億グループが泛亜銀行の経営権を手放さざるを得なくなったとき、引き取ったのは党営事業だった。禾豊グループからは、コンビニエンスストアの全家便利商店の株式を譲り受けた(『経済日報』10月22日)。まだ危機には至っていない企業のなかでも、党営事業に救済を求めた例は枚挙にいとまがない。党営事業は形式上は民間企業なので、機動的、柔軟に行動することが可能なため、政府の役割を一部、肩代わりしたのではないかとみることができる。

もっとも、党営事業が有能な救済者であるかどうかは、今後、引き取った企業・金融機関の建て直しに成功するかどうかを観察する必要がある。党営事業がこのような役割を担ったのは初めてではなく、以前には経営危機に陥った高雄中小企業商業銀行を引き取っている。しかし、今のところ、その建て直しはうまくいっていない(『経済日報』12月22日)。

7. 展望

1998年後半に生じた企業・金融機関の経営の行き詰まりが、今後、どの程度、広がるのだろうか。十分な情報がなく、不確定要素も多いので、予測は難しい。しかし、現在、明らかにされた情報によるかぎり、問題の台湾経済全体への波及は回避される可能性が高いと考えられる。

まず、財政部の推計では、株式を担保とする融資の残高は、5000億台湾元強であった(『経済日報』11月18日)。台湾の銀行の融資残高の総額が、およそ9兆8000億台湾元なので、株式を担保とする融資は5%程度に当たることになる。少ないとは言えないが、全てが不良債券化することはないので、金融システムの危機までは至らないと考えられる。

また、十分な証拠を得ることは出来ないが、株式を担保としたレバレッジや票券金融会社の乱用においては、破綻した企業群が台湾のなかで突出していたと考えら

れる。第一に、第1章第2節で示したように、台湾企業の負債比率は非常に低く、借り入れに大きく依存することは一般的ではないからである。第二に、問題の焦点の一つである新票券金融公司については、13社のうち、中央票券と宏福票券は経営上の問題が非常に大きかったと考えられる。両社とも建設業とのつながりが密接で、かつ一部大株主の経営への介入が著しかったからである²⁵。

もちろん、一方では、不利な要素もある。まだ、破綻には至っていないが、破綻した企業と類似の傾向を指摘されている企業がいくつかある。このような企業が、全面的な危機への火種となる可能性を完全に否定することは出来ない。

台湾経済について、無闇に不安視することは適当ではない。しかし、これまでの展開を踏まえながら、用心深く観察を続けることは必要である。

(注)

- 1 李璋圭他『実録6 共経済』中央日報社、1995年、178ページ。
- 2 建設交通部『建設交通白書1993-1997』1998年、582ページ。
- 3 この時期の、いわば「流通革命」について詳しくは、深川由起子『韓国・先進国経済論 - 成熟仮定のミクロ分析』日本経済新聞社、1997年、240-249ページを参照。
- 4 韓国の産業政策体系については、李性勲・金時瞳・韓性浩『韓国ノ産業政策 - 産業構造政策関連資料集』、産業研究院、1989年、及び安倍誠「韓国の重化学工業化 - 70年代の「重化学工業化政策」と90年代の課題」(北村かよ子編『東アジアの産業構造高度化と日本産業』アジア経済研究所、1997年)、を参照。
- 5 以上の経緯について詳しくは、安倍誠「90年代韓国の産業構造調整とその課題 - 石油化学産業を中心に」(北村かよ子編『東アジアの工業化と日本産業の新国際化戦略』アジア経済研究所、1995年)、を参照。
- 6 同合理化措置については、全国経済人連合会『韓国ノ造船産業』1997年、101-103、112-114ページ参照。
- 7 同上書、127-146ページ。
- 8 両者の主張について詳しくは、劉承旻他『ワガクニ自動車産業ノ当面課題ト産業組織政策』韓国開発研究院、1994年、38-59ページ参照。
- 9 「自体施工」はその他にも同グループ内の工場建設等で広くおこなわれているという。建設経済研究所『米欧韓日の建設産業構造に関する調査研究報告書(建設産業構造研究会中間報告書)』1995年、7-11、115ページ参照。

- 10 これは一般建設業の数字であり、石工・塗装等、専門建設業者の場合、97年の不渡業者数は1,058社に達した。
- 11 「不渡防止協約」とは、一時的に資金難に陥った企業を救済するため、不渡りを出した後も、金融機関が当該企業に対し、債権行使の猶予及び金融支援を行うことを可能にした制度である。韓宝、三美と大型倒産が始まった1997年4月に金融機関の合意により始まったが、実施の背後には財政経済院の強い意向があったとされる。しかし、その後、この制度は経営が破綻した企業の延命装置となり、金融機関の不良債権を増加させる一因となった。
- 12 許秀恵「侯西峰、游淮銀『吸金』最拿手 - 借殻奇觀：右手増資搶到錢，左手拿股去質押 -」（『財訊』1998年4月）。特に、シェル・カンパニーの株式を担保とする借入れがどの程度行われていたかについては、290ページの表を参照。これによると、保有株を全て担保にしていたケースも少なくなかった。
- 13 許秀恵「借殻股興衰啓示録 - 縱身錢海，葬身股海 -」（『財訊』1998年12月）210ページ。
- 14 侯西峰と吳祚欽の交流については、許秀恵「吳祚欽活活吞下三家上市公司 - 新巨群集團大檢視 -」（『財訊』1998年4月）。吳祚欽と羅律煌については、「我怎樣動聯成食品的腦筋 - 羅律煌股市房市縱橫談 -」（『財訊』1998年4月）。
- 15 『經濟日報』11月26日における、台中企銀副董事長、葉健人の証言。同11月25日によると、台中企銀の破綻前半年間のグループ企業への融資は60億から70億台湾元、そのうち無担保が7割から8割に達していた。
- 16 『經濟日報』11月11日によると、中央票券の漢陽グループに対する保証枠19.86億台湾元のうち、無担保9.94億台湾元、株式1.88億台湾元、不動産8.02億台湾元だった。
- 17 涂淑慧「今年是陳政忠關鍵年 - 宏福集團財務總觀察 -」（『財訊』1998年9月）。
- 18 株式を担保にする場合の評価額は、一般には過去3カ月の平均株価と前日の終値の低い方とし、掛け目は5割前後だという（許「侯西峰、游淮銀…」289ページ）。
- 19 許「借殻股興衰啓示録…」212ページ、許秀恵「揭開吳祚欽搞錢手法 - 『借殻王』幾乎震垮台灣股票市場 -」（『財訊』1998年12月）222ページ。
- 20 このようなバブル発生装置だけではなく、例えば、聯蓬食品のケースでは、金融機関は好調な本業をみて、無担保融資を行ったが、実際には子会社がその資金を株式市場で運用していた。結局、子会社は運用に失敗し、本業も巻き込む形で破綻してしまった。無担保融資は、総額40億台湾元弱の融資残高のうち、およそ三分の二を占めていた（『經濟日報』10月24日）。これも、もう一つのバブル発生装置と言えよう。

- ²¹ 銀行については、『経済日報』11月30日、票券金融公司については、洪震宇「新票券公司 毛病總觀察 - 誰會出局 - 」（『財訊』1998年12月）を参照。
- ²² 許秀惠「一千四百億借殼大震撼 - 地雷企業總亮相，六十家銀行準備吃倒帳 - 」（『財訊』1998年12月）。
- ²³ 許「借殼股興衰啓示錄...」210ページ。
- ²⁴ 東隆五金（『經濟日報』10月14日）、漢陽グループ（同11月19日）、禾豐グループ（同11月25日）、広三グループ（『中國時報』11月27日）について、企業の資産が横領されていた疑いが出ている。
- ²⁵ 洪「新票券公司...」180-181ページ。洪によれば、中央票券と宏福票券のほかに、大慶票券も建設業との関係が密接だが、経営陣が充実しているので、2社のような懸念はないとしている。