

第6章

中国の企業と銀行の関係

——負債契約のありかたからの考察——

第1節 問題意識

1. はじめに

中国の金融システムは、市場経済化の方向での変化を遂げてきている。金融機関の組織形態上は、1994年の商業銀行改革によって、すでに一般の市場経済国のそれと変わらない形になっている。しかし、実際の銀行行動は、どれだけ効率的かつ安定的なものなのだろうか。この点は、中国の金融システムが強固（robust）といえるかどうかを検証する要点でもある。本章では、中国の企業＝銀行間関係がどのような形になっているのか、現状を整理し、評価する作業をしたい。この際、企業と銀行の関係を分析するにあたって、負債契約の内容とそれが成立するための条件に注目する。

負債とは、文字どおりには、債務者が債権者から借り入れ、一定期間後に事前に確定した金額の借入金金を返済し、それに対する利子を支払う契約である。そして、事前に固定的な支払いが決まっているために、経営者が過剰投資を行うことを防ぐ機能（フリーキャッシュフロー削減の機能）をもっている。また、このフリーキャッシュフロー削減のような負債の役割を実質的に機能させるため、また企業の意思決定全体をより合理的なものにするために、

経営状況に応じて株主と債権者の間で意思決定権が移動することが望ましいと考えられている（状態依存ガバナンスと呼ばれる考え方）。

こうした負債契約が実際に期待どおりに履行され、期待されたガバナンス機能が実現されるためには、実はいくつかの契約外の制度が整っていることが前提になっている。本章では、後述する「事前的な情報管理」と「事後的な処理プロセス」の二つの時限に分けてこの外部条件について考える。そして、本章ではこうした考え方を軸とし、筆者のヒアリング調査をもとに、中国の銀行と企業の間で成立している負債契約の実態を整理する。後述するとおり、現在の中国の破綻企業処理プロセスは、通常の世界市場経済国とは異なり、（最大）債権者がプロセスを主導するのではなく、株主でもあり行政監督機関でもある政府がこのプロセスを主導している。この体制のもとでは、企業破綻の際、銀行は不当な損失負担を強いられる可能性が高く、その結果として、1999年前後から中国の銀行、とくに4大国有商業銀行と呼ばれる銀行は「貸し渋り」ともいえる行動をとっているといわれる。また、債権者の力が抑制された破綻処理プロセスは、企業統治の側面からも問題がある。政府が破綻処理プロセスを主導することで、「負債の役割」をスポイルしているといえる。本章では、この点を論じていきたい。

本章の構成は次のとおりである。本節の以下では、負債の役割を整理する。そのなかでも負債のもつガバナンス機能という考え方、とくに「事後的処理プロセスの枠組み」がそのガバナンス機能にどのように影響するかを整理する。そのうえで中国の銀行行動の実際を紹介し、その合理性を検討していく。このとき、まず第2節では中国の銀行が行っている「事前的な情報管理」の実際を筆者のヒアリング結果をもとに整理する。つづく第3節では、「事後的な破綻処理プロセスの枠組み」がどのようになっているかを筆者のヒアリングおよび報道事例をもとに考える。また、効率的な破綻処理プロセスとは何かについて、補論において展開した。そして、最後に現在の負債契約のありかたが、金融システム全体にどのような影響を与えるのかを整理する。

2. 負債のガバナンス機能⁽¹⁾

負債とは、すでに定義したとおり、債権者から債務者に提供された資金を、その元金に加え利子とともに返済することを約束した金融契約である。この契約が履行されるためには、すでに触れたように、いくつかの外部条件が整っている必要がある。こうした条件が整っていると仮定した場合、負債契約には、債権者が債務者をガバナンスする機能が内在している。この負債契約および債権者はどのような役割を担っているのかを整理してみよう。

企業が資金調達をする場合、大きく分けて株式発行によるもの、負債発行によるものの二つがある。この二つの方式は、資金提供者に対する利益配分の方法が異なっている。株主は、一定以上の収益があがったとき初めて利益を回収できるのに対し、債権者はすでに触れたとおり、事前に返済額と利払い額が決まっている。この資金の提供の結果として発生する利益配分の方法は、資金提供者と企業との所得分配だけでなく、企業の意思決定にも影響する。こうして、負債は企業に対してガバナンス機能を発揮することになる。この点は次のように整理できる。

第1に、負債契約が事前に決まった定額の返済を求めていることが、経営者に対する規律づけになる（フリーキャッシュフロー仮説。Jensen [1986] 参照）。企業は、手元に資金をもっているとき、企業にとって可能な投資機会のうち正の割引現在価値をもつものに、すべて投資していくことが望ましい。しかし、場合によっては、こうした投資機会すべてに投資しても手元資金があまってしまうことがあるかもしれない。この余剰資金をフリーキャッシュフローと呼ぶ。このとき、企業はその余剰資金を株主に配当するのが筋であるが、経営者は株主の利益に反して、無駄な投資、贅沢で不必要なオフィスの建設などのような過剰投資を行ってしまうかもしれない。こうした過剰投資を防ぐためには、企業の資金調達の一部を負債で行うことによって、事前に定額な支払いを求め、フリーキャッシュフローを削減することができ

る、と考えられている。

第2に、負債が負債たるゆえんである事前に定められている固定額の返済が確実に行われるためには、実は、契約の外でいくつかの条件が機能していることが必要になる。どのような条件が必要なのかを、負債契約の開始から完了までの時間軸に沿って考えてみよう。

返済期限の時点を基準に事前・事後に区別しよう。(1)貸出決定前から返済完了までの「事前期間」には、債権者が債務者に関する情報をどのように把握することができるか（「事前的な情報管理」）、が重要になる。(2)返済期限に至り「事後的期間」に入ったとき、もし契約どおり返済が行われていれば問題はない。ここで決めておくべきことは、返済が不可能になった場合の処理方法である。とくに債権者と債務者のどちらが主導するのか（「事後的な処理プロセスの枠組み」）が問題になる。

この「事前的情報管理」と「事後的な処理プロセスの枠組み」のそれぞれが期待どおりに機能して初めて、負債契約を結ぶことができる。とくに、負債と株式が両方存在しているときに機能する「状態依存ガバナンス」が働くためには、こうした外部条件が整っていることが不可欠である。

第3に、とくに事後的プロセスに注目した場合、債権者の役割が重要になる。債権者は単に資金を提供するだけでなく、債務者である企業が破綻した場合の処理プロセスを主導する役割を担うことが期待されている。なぜ、株主ではなく債権者が破綻処理プロセスを主導するべきなのか。これは、後述するように利害関係者の間のインセンティブを左右するためである。

以上のように、負債契約には、経営者をはじめとする利害関係者のインセンティブを防ぐ枠組みがいくつか埋め込まれている。

3. 状態依存ガバナンス

フリーキャッシュフロー削減のみならず企業の意思決定全体をより合理的なものにするために、負債は一定の役割を果たしている。とくに、経営状況

に応じて株主と債権者間で意思決定権を移動させ、ガバナンス主体を交代させる⁽²⁾ことが望ましいと考えるのが、「状態依存ガバナンス」と呼ばれる議論である (Zender [1991], Harris and Raviv [1991], Aghion and Bolton [1992], 池尾・瀬下 [1998])。このなかでも、とくに上で触れた「事後的な処理プロセスの枠組み」が決定的な役割を果たすことを強調する議論もある。企業の破綻処理・再組織化のプロセスをより効率的に遂行する役割を、日本のメインバンクが果たしていた点を重視する議論が、それである (Sheard [1994], 池尾・瀬下 [1998], 広田・池尾 [1996])。

以下でガバナンス主体の交代が、なぜ企業の意思決定を効率化すると考えることができるのかをみてみよう⁽³⁾。

ある企業が、有望な投資機会を手に入れているが、資金が足りず、外部の投資家から資金調達することにした。この外部の投資家も1人では必要な資金を提供できず、結局2人の外部投資家の資金提供を仰ぐこととした。そして、資金提供者には、重要な局面での投資決定権を与えることにした。外部投資家Aは、相対的に経営能力があるので、通常の状態では投資決定をする権利を与えられるとする。ただ、これでは経営が悪化したとき、もう1人の投資家Bは自分の出資分が保護されない懸念がある。そのため、この投資家Bには、プロジェクトの状況が悪化したときの投資・意思決定権を与えることにする。このルールのもとで、最適な投資決定が行われるようにするには、投資家A、Bの取り分を次のように設計すればよい。

経営状況のよい場合、そのときあがってきた利潤を次の投資にまわすか、利益として分配してしまうかを決める権利を投資家Aがもっているとしよう。彼は、この投資に成功すればより多い所得を得られるので、無駄に利益を外部に分配することはせず、最適な投資を行うインセンティブがある。このインセンティブを高めるためには、最終的な投資収益 Y が高ければ高いほど、投資家Aの所得が高くなるようにすればよい。一方、投資家Bには、経営に関与しないこともあり (もしくはその代わりに)、固定額の支払い F を約束すればよい。このとき投資家Aの取り分は $Y - F$ 、投資家Bの取り分は F となる。

一方、業績が悪くなる兆しが現れた場合、投資家AとBの間の所得分配を、そのまま投資家Aの取り分を $Y - F$ 、投資家Bの取り分を F としたとする。万一、業績の悪化がひどく最終的な収益 Y が F よりも小さくなった場合、もし無限責任での出資をしていれば、投資家Aは、自分の私的財産から投資家Bの損失を補填しなければならない。しかし、株式会社の場合は、有限責任の原則があり、投資家Aはその責任を逃れられる。このため、投資決定をまじめに行わず、わざと Y が F よりも小さくなるようにする誘因が生まれる。この可能性があるかぎり、投資家Bは最初の時点での資金提供に同意しない。そこで、業績悪化の兆しがみえるとき、投資家Bがその次の投資と利潤の分配を行うように意思決定権を移転させることが合理的になるのである。このとき、所得分配のルールも変更し、投資家Bが最終的な収益 Y を受け取り、投資家Aの所得をゼロとすればよい。

このとき、投資家A、Bのもつ証券のキャッシュフロー権と意思決定権の組み合わせは、ちょうど現実の世界で、それぞれ株式と負債のそれに対応している。そして、このように株主と債権者の間で、経営状況に応じて、意思決定権を移転させる仕組みを「状態依存ガバナンス」と呼ぶ。

4. 破綻処理プロセスの主導者の違いと効率性

以上の状態依存ガバナンスの議論では、企業が存続する前提のうえで、誰が次期の投資を選択するのが望ましいかが議論されていた。それでは、企業の清算も視野に入れた破綻処理プロセスについては、誰が主導することが望ましいのであろうか。通常の世界経済では、細かな差はあるものの、債権者が企業の破綻処理プロセスを主導するのが一般的である。債権者が企業の再組織化を主導することは、負債契約の形が債権者に与えるインセンティブからも、一定の合理性がある。企業の再組織化・再構築に関して、債権者と株主は、それぞれ異なるインセンティブをもっているためである（この点について、本章補論において池尾・瀬下 [1998] の議論をもとに展開している。補論

では、債権者と株主の破綻処理に関する利得と選択の歪み、効率性の回復の方法から、債権者と株主のどちらが破綻処理プロセスを主導することが望ましいかを論じた)。

本章補論で検討したように、経営の悪化が見込まれるとき、債権者は社会的には存続させるべき企業を清算する「非効率な清算」を、株主は社会的には清算すべき企業を存続させてしまう「非効率な存続」を選択する誘因をもっている。有限責任制のもとでは、株主はみずからの出資分以外の責任を負わないので、非効率なもしくはリスクの高い投資を選択する可能性もある。そのために、過剰投資、非効率な存続を許してしまう誘因がある。一方で、債権者は債権を保全できるだけの収益を見込めなければ、新たな投資プロジェクトを認めない。過小投資、非効率な清算を選択してしまう誘因がある。そして、再交渉と企業価値の評価が可能なとき、株主から債権者への一定の所得補償を行うことで、社会的に効率的な破綻処理プロセスを選択することができる(本章補論4. 参照)。

このようにインセンティブの異なる株主と債権者が、一つの企業のステークホルダーとして共存し、状況に応じて意思決定権を移転させることで、社会的な効率性を確保することができる。

5. 負債契約と金融システムの関係

以上のように負債契約は、事前的な情報管理、事後的な破綻処理に関わる制度に、大きく左右される。こうした事前的情報管理、事後的な破綻処理に問題があるとき、負債契約が完全に履行されることが困難になり、その結果、銀行の債権の不良化が著しく進んだり、ひいては銀行が過度に保守的な態度をとって貸出を渋り、社会的な過小投資を招く危険がある。こうした銀行の行動が、マクロ経済に影響を及ぼすことはいうまでもない。

例えば、破綻法制において、企業が破綻した場合の銀行の請求権が十分に保護されていないとすれば、銀行はそれ以外の方法で、貸付債権の貸し倒れ

のリスクをカバーする保険などの方法に頼るかもしれないし、こうした手段がないと判断すると、貸付そのものに慎重になってしまい、貸し渋りといった状況が起ってしまう可能性もある。また反対に、銀行の債権が不当に保護されている場合を考えてみよう。例えば、企業にどんなことがあっても、銀行の債権が100%保全される体制になっていたとすれば、今度は銀行が貸付先の審査や事後的な情報収集をまったく行わなくなる。その結果、銀行に不合理な貸付を行う誘因を与えてしまううえに、企業が破綻した場合の責任が曖昧になる。このように、将来の貸付先が破綻した場合の所得分配を規定する企業の破綻処理制度は、現在の銀行の貸付行動を規定する。

これまで中国においては、破綻企業処理という問題は、歴史的に国有企業改革の問題として議論されてきた。しかし、この問題は負債の性格に強く影響し、銀行の行動、そして信用供給というマクロ経済的な要因を制約する金融システムの問題でもある。こうした問題意識から、次節以降で中国の銀行行動を評価していく。

第2節 銀行の債権管理：事前的情報管理

1. 中国の銀行の機能はどこまで回復したか

計画経済のもとで、中国の国有銀行は「財政の出納係」と呼ばれていた。実質的な機能は、財政からの預金を預かり、それを財政の計画に従って、その配下である国有企業に貸し出すという、帳簿上の書き換えを仕事としていた。このとき、銀行自身の審査能力はまったく問題にされなかった。しかし、これは銀行にとっての債権者も債務者もどちらも政府という状況から問題にもならなかったともいえる（渡邊 [1999]）。しかし、時間はかかっているものの、「計画経済の財政の窓口」から「市場経済の銀行」への改革は進んできている。ここで、銀行がどの程度市場経済の銀行としての機能を回復して

表1 国有銀行の資産負債構成の変化

(1) 1978～93年

(%)

負債			資産		
	1978	1993		1978	1993
預金	60.46	66.45	各種貸付	98.59	75.65
うち財政預金	24.34	3.47	うち流動資金	92.4	53.43
うち企業部門預金	19.63	21.93	うち固定資産		14.78
うち個人預金	8.25	31.98	金銀外貨	1.41	2.49
市場流通通貨	11.3	16.77	財政貸付		4.83
銀行自己資金	22.48	4.71	その他		17.03
その他	5.76	12.08			
合計	100	100	合計		100

(2) 1993～98年

(%)

負債			資産		
	1993	1998		1993	1998
国外負債	6.5	4.5	国外資産	7.2	5.5
預金	56.6	72.0	準備資産	13.0	10.6
対中央銀行負債	28.8	14.4	うち人民銀行預金	11.9	10.0
対ノンバンク負債	0.0	0.8	中央銀行債券	0.0	0.0
債券	0.7	0.6	対政府債権	0.0	4.0
自己資本	5.1	5.3	その他部門債権	67.9	67.9
その他	2.4	2.5	対ノンバンク債権	0.0	2.0
合計	100	100	合計	100	100

(注) 1993年前後で統計に変化があった。以前のものは預金主体が認識できた一方で、中央銀行と商業銀行の資産が分離されていなかった。1993年以降は、中央銀行と商業銀行の資産が分離して示されている。

(出所) 『中国金融年鑑』各年版。

きているかを整理してみよう。

銀行の果たす機能は、(1)銀行の負債側、資金調達、(2)決済システム、そして(3)貸付・資産運用に大別できる。まず、第1の機能、負債側、資金調達についてみてみよう。表1に示したように、改革開放がスタートした1978年の時点では、国有商業銀行の最大の債権者(預金者)は財政であった。ここで

は、24%あまりの資金が財政預金という形で調達されていることが分かる。その後、市場経済化にともなう構造変化につれて、個人預金の比率が増え最大の債権者となり、銀行が金融「仲介」機関としての機能をもつようになった。また、預金の受け入れに関しては、金利規制・預金者保護以外に目立った規制がない。業態別の管理などもみられない。この意味で、資金調達、とくに預金受け入れの面では、「市場経済の銀行」としての機能を十分に回復しているといえよう。

第2に、決済システムの構築についても、1990年代に改革が著しく進み、システムなどのインフラ面については、世界でも最新の制度を導入しているといえる。かつて、計画経済時代には、基本的には銀行による代理取り立ておよび銀行間決済という形式しか存在していなかった。しかしこれも異地点間決済などに時間がかかり、企業は現金での決済を余儀なくされることが多かった。1980年代には、20日以上も送金に時間がかかり、ひどい場合には、商業銀行（当時は専業銀行）がほかに転貸して利子を稼いでいたともいわれる。その後、徐々に決済手段の多様化も進んでいる（具体的な決済手段の展開については、岡・樊 [1998: 14-19] を参照）。銀行間の決済ネットワークについては、1990年代の後半から、世界銀行の借款および日本銀行のアドバイスを受けて、銀行間決済システムの構築が進められ、日本よりも早く、RTGS（グロス即時決済システム）へ移行している。1998年から2000年にかけての筆者の企業ヒアリングにおいても、銀行間決済システム自体の機能不全を問題視する企業はなくなっている。都市間決済についても、同一銀行間であればほぼ即日、異なる銀行の間でも翌日には、送金が完了するようになっていくという。

第3の資産の運用、債権管理の面は、最後まで計画経済的な規制が残っている分野である。一般に、銀行の資産運用は、大きく分けて(1)国債やインターバンク市場など市場での運用と(2)企業向けの貸付とに分かれる。国債やインターバンク市場での資金融通は、これも1990年代の半ばから徐々に始まっている。しかし、市場自体が未成熟なため、例えば、金融調節の場として機

能することなどを考えると、まだ不十分であるという見方が強い。しかし、金利の自由化などはこの市場からスタートしている。以上の点については、ある程度「市場経済の銀行」として必要な機能を回復しているといえる。

そして、最後まで最も計画経済の遺制が残っているのが、企業向け貸付であろう。貸付の審査、決定および回収（破綻企業処理も含む）については、銀行改革、国有企業改革、産業政策など、金融監督以外の理由、改革への配慮などを目的とした規制がまだ残っている。しかし、基本的には銀行の自律的な経営を促進する方向に改革は進んでいる。1998年末には、銀行のバランスシート管理そのものを政府がコントロールしていた制度を廃止し、1999年から銀行が自律的に資産、負債のバランスシートの両面を管理する資産・負債比率管理制度を導入している。現在は、貸付対象への規制はない。どの銀行も、消費者向け住宅ローンや、個人企業向け融資を行うことは可能である。こうして銀行が自律的に経営することが可能になるにつれ、銀行行動を制約する関連した制度がどのような影響を与えるのかを考慮する必要が大きくなる。

2. 銀行の債権管理

次に、中国において銀行が企業に対してどのようにみずからの債権を管理しているのかをみてみよう。ひとくちに債権管理といっても、具体的には、(1)企業に対する審査（事前的情報管理）、(2)融資実行後のモニタリング（事前的情報管理）、そして(3)債権の回収（破綻企業処理も含む、事後的処理）というプロセスに分かれる。各プロセスに分けて本節および次節で考えてみたい。

(1) 中国版メインバンク制の試みと監視能力

企業に資金を供給するチャネルとしては、銀行などの金融仲介機関とともに、証券や手形などの形で直接投資家が企業に投資する形がある。銀行は預金という形で多くの債権者から資金を集め、その代理人として企業への融資

および監視を行う形をとっている (Diamond [1984])。この銀行という形式を評価する論者は、銀行のもつ「情報生産機能」、つまり適切な企業に適切な条件での貸付を行うという審査能力と、貸付後の債権管理のために適切に対象企業の内容をみる監視 (モニタリング) 能力を重視する。こうした議論の延長として、日本のメインバンク制度を途上国に適した金融制度として位置づけようという主張があった (Aoki and Patrick [1994])。

こうした議論が行われていた1990年代の前半、中国はまさに商業銀行法の制定を進めていた。そして、この研究者の議論を積極的に取り入れ、1994年に制定された中国商業銀行法に「メインバンク条項」とも呼ばれる条項を組み込んだ。中国商業銀行法第48条、「企業・事業単位は、日常的な口座間支払い・現金支払いをする銀行の営業所を自主的に一つ選ぶことができる。(この) 基本口座を二つ以上開設してはいけない」という規定である。より具体的には、企業が現金を引き出せる銀行を一つ (基本口座) に制限することで、企業の支払い状況やキャッシュフローを銀行側がウォッチしやすくしようという政府の銀行に対する親心 (?) だった。

このように銀行の企業活動に関する情報生産について、法制度の面から支援する形になっている中国の銀行=企業制度の枠組みは世界的にも珍しいものであろう。こうして、中国の商業銀行は、(1)事前審査、および(2)事後的監視について、法律的にも銀行が企業を監視しやすい体制が作られている。それでは、その実態はどのようになっているのだろうか。

(2) 審査および償還までの監視体制

銀行が実際どのように業務を遂行しているかについては、あまり明らかではない。筆者自身の初歩的なヒアリングによると、中国の商業銀行、とくに国有商業銀行は、意外にもきめ細かいモニタリングが可能な体制を作り上げているといえる。前述の「メインバンク条項」に加え、歴史的な要因から、国有商業銀行は企業に深く入り込む体制をもっている。

表2は、銀行の債権管理の実際についての調査結果の一部である。これを

表2 中国の銀行の債権管理

	A銀行Z市分行	B銀行Z市分行	Z市C銀行
貸付営業員の担当顧客数	・ 2社から数10社まで。平均で20社。 ・ 顧客の規模が大きい場合、営業員が常駐し、預金受入・決済をその場で行う。	・ 1人平均10社 ・ 営業員は、全従業員の15% ・ 規模の大きい顧客には常駐者がおり、1顧客に10人の営業員がつくこともある。	・ 不明 ・ 銀行の営業範囲が狭いこともあり、顧客の営業地点に常駐する担当者はいない。
貸付の決定プロセス	・ 営業員が調査報告書を提出し、支店・営業所の貸付課が審査し、支店長・営業所長が決裁。 ・ 銀行保証手形の割引、預金を質権とする融資は貸付課で決裁。	・ 営業部が報告し、貸付部が決裁する。小規模でも2人以上で決裁。 ・ 貸付部の人間に、顧客企業との面会を禁ずる内規を設けた。	・ 営業員が調査報告を作り、支店・営業所の貸付部が審査する。
決裁可能融資額の上限	500万元	非公開	500万元以上の案件は、本部の審査委員会が審査。
貸付先格付けなどの情報	・ 銀行の行う3等6級の信用等級 ・ 人民銀行の管理する『貸付証』の台帳	・ 外部の評価会社の行う信用等級（3等6級）と総合判断。	・ 現在、企業の負担で評価会社に委託し、信用等級を評価中。

(出所) 2000年9月の筆者インタビューより。

みると、中国の銀行は、「人海戦術によるモニタリング」ともいえる債権管理体制を作っていることが分かる。まず、貸付に関する営業担当者の担当顧客数は、平均で10社から20社前後のようである。表2に掲げた以外の箇所でのヒアリングでも、こうした指摘があった。日本の都銀の場合、この数字は200社から300社という見方もあり（日本の企業金融研究者からのヒアリング）、中国のほぼ10倍に近い。1人あたりの負担がそれだけ小さいため、情報生産がよりこまめになる可能性が高い。これにくわえ、大変特徴的な点として、顧客が規模の大きな企業の場合、銀行の営業担当者は、顧客の営業部に常駐

している、もしくは銀行が営業所そのものを開く、という形で、物理的に顧客と近くで企業と接触していることになる。こうした常駐営業員は、企業内をほぼ自由に活動することができ、財務諸表を自由に閲覧したり、董事会に参加するといったことが可能なケースもあるという（中国農業銀行総行インタビュー）。

このように営業員が深く企業にコミットしているとき、彼ら企業側に取り込まれ、適切な融資決定ができない危険がある。実際にこのリスクは1990年代前半に現実のものになり、投資過熱をもたらした。これを防ぐため、貸付の決定は本部の審査部が行い、また貸付先の評価は、3等6級というクラスに分けて等級付けをしている。これは、銀行の資産・負債比率管理制度への移行の際に、アメリカの連邦銀行の基準をそのまま移植しようとした動きの一環であり、信用等級の名称も最高位がトリプルA、最低位がCとそのままである。さらに興味深いのは、銀行の支店によっては、この評価を、企業側の負担で、外部の評価会社に任せている点である。これは、「第三者に任せることで、評価に客観性を持たせ、企業との関係を良好に保つためだ。そうしなければ、企業側がその評価に不満なとき、銀行に対して不信感をもってしまう」（表2のB銀行）という。つまり、企業に対する評価の決定と情報収集の主体を分離することで、当事者のインセンティブの歪みが融資決定に反映するのを避けようとしている。

また、貸付責任の明確化も進めている。営業員の管理は、貸付と業績をリンクさせると同時に、融資責任が厳格に求められ、営業員は自分の認可した融資の責任を終生負う形にしているところもある（B銀行）。この正・負双方のインセンティブ管理とでもいえる形は、かなり普及している。

ただし、こうした資産のリスク管理は、最近導入されたばかりである。このため、ヒアリングをした銀行自体も、こうした仕組みをきちんと実施できているのかは不明であるし、また全国にこの方式がすでに浸透しているとはいえない。

以上、商業銀行の審査および監視の体制をみると、次のような特徴がある。

とくに4大国有商業銀行は、過去に財政の窓口であり、企業と一心同体だったという歴史的経緯から、企業の内部に入り込んできた。金融改革を経て、企業と銀行の関係が対立的なものになりつつあるにもかかわらず、過去の体制がまだ残っており、現在は逆にこれを利用して、人海戦術でより密接なモニタリングをしている。ちなみに、競争相手である他の商業銀行も、こうした体制を活かした調査・審査能力が4大国有商業銀行の強みである、と認識している（2000年12月、湖南省長沙市交通銀行でのヒアリング）。

(3) 銀行の債権管理行動の評価

以上のように、中国の商業銀行、とくに4大国有商業銀行は情報生産に関してはかなりコストをかけているといえよう。こうしたコストをかけて、事前に審査し、事後的にも監視できる体制を作っているにもかかわらず、企業側からは銀行の貸し渋りがひどい、という声を少なからず聞く。また、これを憂慮する論調は強い。銀行はコストをかけて情報生産をした結果、銀行と企業の関係は「疎遠」になっているようなのである。なぜか。

これまで商業銀行、とくに4大国有商業銀行にとって、主な貸付先は国有企業であった。しかし、こうした国有企業の多くが経営不振に陥り、銀行の債権の不良化が進んでいる。国有企業が経営悪化した背景には、個別経営者の経営判断の間違い以外にも、体制的な要因があった。具体的には、(1)重い就業および社会保障負担、(2)不合理な政府への利潤上納、(3)高い資本コストまたは過小資本などがあげられる。第1の点について、国有企業は労働者の医療費や退職後の生活を保証し、また解雇もしないという形で、医療・年金・失業保険を物的に提供していた。これは企業にとっては重い負担となっていた。第2の利潤分配制度の問題は、国家に従属する国有企業という性格が関係していた。国有企業は国家に貢献する企業であり、利潤をすべて国家に上納する形をとっていた。また、資産の再投資に関しても国家が責任をとるという理由から、減価償却費を積みなければいけないものの、これも国家に上納していた。このため、企業に内部留保として残る資金がなかったので

表3 4 大国有商業銀行の自己資本比率の推移

(%)

	1994	1995	1996	1997	1998
中国銀行	10.7	12.9	12.5	9.7	10.4
中国建設銀行	n.a.	2.3	2.1	3.0	5.2
中国工商銀行	n.a.	3.0	2.6	3.3	5.7
中国農業銀行	3.6	3.3	2.9	2.5	n.a.

(出所) 各行アニュアルレポートより。

ある。第3の歪んだ資本構造にも、歴史的経緯がある。1980年代以降に設立された国有企業のなかには、政府からの投資がなく、国家は銀行から融資を受ける権利のみを企業に与えた。この結果、企業のなかには資本金がゼロ、借入が100%という形の企業が存在していたのである。こうした企業は、スタート時点から財務的に不合理な構造を有し、不当に高い資本コストをかけて運営されており、経営が悪化しやすい状況を強制されていたといわざるをえない(渡邊 [1999])。こうした国有企業に融資していたのが国有商業銀行であった。国有企業の財務状況の悪化は銀行債権の不良化を意味し、1990年代の中頃には銀行部門の自己資本比率が著しく低下した(表3参照)。

中国の銀行、とくに国有商業銀行は、債権管理をよりきめ細かく行った結果として、皮肉なことに貸付姿勢を慎重化しているようである。これは、1990年代以降、新銀行の参入が続き競争が始まっている一方、4大商業銀行の寡占体制は徐々にではあるが後退しているなか、4大商業銀行の貸付政策はより保守的になっている。なぜだろうか。この背景には、一連の国有企業改革の影響がある。一つは、以上のように不良債権が累積しているため、新たにリスクをとる体力がないことである。もう一つの要因として、以下で述べるように破綻処理プロセスが銀行に不利な形式になっていることがある。

情報生産という意味では、中国の商業銀行は一定の体制を築き上げている。それは、メインバンク機能の重要性が謳われた日本のケースよりもいっそう強いコミットをしているようにみえる。しかし、それだけでは銀行側をより

企業にコミットさせるには十分ではないようである。以下では、破綻処理のプロセスがどのように運用されているかをみてみよう。

第3節 銀行と企業再構築プロセス：事後的処理の枠組み

1. 中国の破綻企業処理の枠組み⁽⁴⁾

(1) 法的枠組み

中国の破綻企業処理のガイドラインとなる法的枠組みは、(暫定)破産法および民法があるのみで、再建型の法規はない。ただし、国務院(内閣)は現在、「企業兼併条例」(企業合併条例)を起草中であるといわれる。しかし、実際には法的整理、つまり破産に至るケースは少なく、政府主導での私的整理、これは多くの場合再建型となるケースが多い。

(2) 国有企業のステークホルダー

また国有企業には、どのようなステークホルダーがいるのであろうか。大きく分けて、次のようにいえる。まず、(1)政府は、行政主体であると同時に、所有者(劣後請求権者)である。(2)労働者は、企業に対し、年金・保険債権をもっている。(3)不良債権(売掛金)などの償却についても、政府(主管部門)の認可が必要である。このほかに、(4)銀行は、通常想定されるように、債権者であり、企業が破綻した場合は、出資者よりも優先して賠償される権利を有している。

(3) 行政主導の破綻処理のプロセス

実際の破綻処理プロセスは、中国に特殊な条件のもとで行われている。一般に、経営の行き詰まった企業の処理は、破産法などの法律に準じて行う法的整理にせよ、利害関係者間の話し合いと利害調整で進められる私的整理に

表4 不良債権処理をめぐる改革の流れ—資本構造最適化政策—

	企業改革	具体的内容	国有商業銀行 の対応	償却額 (元)	公的資本 注入(元)	貸倒れ引 当て比率
1992	第5次国有資産 再評価の開始 (1995年終了)	建国以来5回目 の国有資産の再 評価作業。償却 を必要とする不 良債権額の確定 が目的。				
1993	「現代企業制度」 導入の決定					
1994	国有企業「資本 構造最適化」の 試み開始	株式制度への改 組、破産、合併、売 却、リースなど で企業リストラ を行う。				
1995	「抓大放小」	国の支援を大企 業に集中し、中 小企業は破産・ 合併などの形で の処理を進める。	不良債権償却の 開始	約80億		
1996			貸倒れ引当て比 率の引上	238億		0.7%
1997	「資本構造最適 化」モデル都市 を拡大			316億 (300億)		0.9%
1998	「金融リスク保 全」	安易な企業破産 を避け、銀行債 権の保全を行う		(400億)	2700億	(1.0%)
1999			金融資産管理公 司(不良債権処 理機構)を各銀 行が設立	(500億)		
2000			「債務の株式転 換」の協議が始 まる	(500億)		(1.5%)

(注) () は、資本構造最適化策での計画償却額および対応する貸倒れ引当て金比率。また、貸倒れ引当て金は一般貸付全体が対象。

(出所) 楊潤華主編『中国国有資産管理発展簡史』(経済科学出版社、1997年)第11章第3節、姜瑤英「中国の不良債権問題について」未発表稿、1996年9月アジア経済研究所調査、1999年6月筆者ヒアリングより筆者作成。

せよ、(最大)債権者が主導するのが普通である。再建案なり清算案なりを提示し、利害関係者のあいだの利害を調整し、全体の破綻処理・再構築のプロセスの主導権をとるのは、債権者である銀行であり、日本ではメインバンクがこの役割を演じることが多い。

しかし、中国の場合は、銀行は破綻処理プロセスに参加するものの、主導権を握ることはない。銀行に替わって破綻処理プロセスを主導するのは、主管部門、つまり政府である。政府が全体の破綻処理プロセスを主導する「正当性」としては、次のようなものがある。まず国有企業の破綻プロセスは、歴史的には国有企業改革の流れの一つである(表4参照)ことがある。また、この企業の再構築のプロセスは、純粋な市場行為ではなく、それを超えた利害調整の必要があると考えられていることも理由の一つである。例えば、企業の再建にあたっては、従業員の解雇が必要になることもあるが、これが社会問題化する可能性もある。そうした社会的影響も考慮する政府が全体のプロセスを管理する方がよい、というものである。もう一つの「正当性」の根拠としては、政府、とくに主管部門は、国有企業の「株主の代理人」であり、また対象企業の状況に精通しているからであるという理由である。

中国の企業破綻処理のプロセスにおいて、政府は監督者であるばかりではなく、企業の所有者でもあり、また債権者である銀行の所有者でもある、という重要なステークホルダーなのである。この行政監督者兼株主が、破綻企業処理を主導している中国の状況はかなり特殊であるといえよう。そうだとすれば、企業の所有者である政府が破綻処理を行うということは、このプロセスに歪みが生じるのではないか、という疑念が沸いてくる。補論でみたように、破綻プロセスを誰が主導するかによって、破綻プロセスが非効率になる危険性がある。この点について、実際の例を取り上げて、以下で中国の破綻企業処理のプロセスを検討していこう。

2. 企業再構築の実際

(1) 中小企業（「小を放つ」）の再構築：四川省の事例⁽⁵⁾

中小の国有企業について、所有権の移転などの形で債務問題を処理しようという動きは、1997年の第15回党大会以降、急速に全国に広がった。「国有企業の戦略的調整」というスローガンのもとで、政府の国有企業への支持は、戦略的に重要な産業の企業に限り（「大を掴む」）、中小の国有企業は、所有権構造の変化、実質的な企業の売却、民営化する（「小を放つ」）を原則とすることとなった。この政策は、「掴大放小」と呼ばれる。中小企業の売却は、15回党大会以前の1992、93年ごろからいくつかの地方で、すでに試みられていた。四川省は、そうした早期に国有企業の所有権構造の改革に手をつけた地域の一つであった。

しかし、「小を放つ」政策の実際のプロセスについては、学者などから強い懸念がもたれていた。とくに地方政府は、国有企業への保護主義、その裏返しとして銀行へ損失を押し付ける、といった行動をとるのではないのか、その結果、全体の破綻処理プロセスが非効率になっているのではないか、という懸念である。

筆者は、四川省国有小型企業の再構築の実際について、渡邊 [2000b] で検討した1999年9月の15社に加え、2000年9月にもさらに8社、計21社の事例を調査した。この再構築のケースについて、破綻処理プロセスが効率的であったのかを以下では検討したい。企業の破綻処理が効率的であったかをどのように検討すべきかについて、本章補論で詳しく議論した。そこでの結論から、次の基準でプロセスの評価を行う（詳しくは、本章補論、池尾・瀬下 [1998: 第4節] を参照）。

(1) 中国においては、政府、つまり株主（劣後請求権者）⁽⁶⁾が、企業の破綻処理プロセスを主導する形になっている。このため、株主が企業の破綻処理プロセスを決定することになる。

- (2) このとき、破綻企業プロセスを主導するのが、劣後請求権者であれば、とくに企業が困難な状況にある場合、「非効率な存続」が選択される危険性がある。この破綻プロセスの選択を効率的なものとするために、(存続によって利益を得る)劣後請求権者が、(存続によって不利益を被る)優先債権者に対し、後者の不利益を補償するような所得移転が行われればよい。
- (3) 実際の所得移転のデータは完全には得られなかった。そのため、近似的に企業の破綻処理の効率性を評価するためには、「存続が決定されたケースについて、劣後請求権者から優先債権者に所得補償が行われたか」を検討すればよい。

調査した21社の事例のうち、ヒアリングの際に明らかに債務超過に陥っていたことを認めた企業4社について、破綻処理プロセスの選択が効率的であったかを検討しよう。そのプロセスにおいて、「劣後請求権者から優先債権者への所得補償があったか」を検討した(表5参照)。

まず、債務超過の結果破産した事例(①, ②)については、負債は全額補償されず、優先債権者である銀行は損失を出した。そして、政府つまり劣後請求権者は、債権者の債権を保全するために、追加的な負担を担うことはなかった。そして、資産を清算した資金の範囲で、債権者への精算が行われた一方で、残った資産は新たな経営者が買い取り、新しい会社として再建された。従業員の一部もしくは大部分は新たな企業に移った。

どちらの事例も負債残高は事後的な清算価値を上回っており、このとき補論での議論にしたがえば、どのような場合も、株主自身の利得計算からは「存続」を選択するはずである(補表で、 $C < F$ の列の「株主の選択」を参照)。しかし、このとき実際に選択されているのは、「清算」である。今回調査した事例においては、株主が破綻企業プロセスを主導する形になっている。このとき、「株主の選択」にしたがった結果が生まれるはずである。そして、負債残高が事後的な清算価値を上回っているとき、「清算」が選択されるのは、(1)企業の存続価値が負債残高を下回り、(2)清算価値も負債残高を下回っ

表5 債務超過企業の処理

(単位：元)

企業	破綻時の状況	銀行（優先債権者）	政府（劣後請求権者）
①	破産・総資産（1100万）＜負債残高（1360万）→債務超過260万。 ・清算価値1000万＜負債残高	労働者向け債権につぐ扱いを受けた。清算価値から安置費を引いた分を回収。残り償却。	債権者への追加的な所得補償はなし。
②	破産・総資産（707万）＜負債残高（1500万）→債務超過793万。 ・清算価値260万＜負債残高	労働者向け債権につぐ扱いを受けた。1500万のうち210万のみ回収。残り償却。	債権者への追加的な所得補償はなし。
③	買収・総資産（1400万）＜負債残高（2200万）→債務超過800万。 ・清算価値（＝売却額）1400万＜負債残高	債権は全額保全	負債総額と清算価値の差額を政府が負担。当該企業の所得税と増値税収入より負担。
④	買収・負債残高（1億5020万）→債務超過20.8万 ・清算価値（＝売却額800万）＜負債残高	債権は全額保全	追加負担を必要とせず、債権者への所得補償もない。税の支払いも約束され、また再建企業の株式も売却し、政府はむしろ正の収益を得た。

（出所）アジア経済研究所1999年9月（渡邊 [2000b]）、2000年9月の四川省での調査結果より、筆者作成。

ているときに、一度「非効率な存続」が選択され、さらに③株主から債権者への所得再分配が行われ、あらためて「清算」が選択された場合である。

ここでは、明示的には政府は所得補填を行ったという情報を示すことはできず、債権者は損失を出している。しかし、「清算」が結果として発生するのは、補論での考察結果に従えば、株主が非効率な存続を選択したにもかかわらず、何らかの理由で所得再分配が行われ、効率的なプロセスが選択される場合のみだからである（補表のうち濃い網のセル）。つまり、債務超過の結果破産したケース（①、②）は、結果的には効率的な破綻処理プロセスが選

択されたと推測できる。

それでは、企業が債務超過に陥った後、新しい出資者を募って再建した事例(③、④)は、効率的なプロセスであったのだろうか。このとき、両方の事例とも、負債残高は清算価値を上回っており、結果的に「存続」が選ばれている。存続が選ばれるのは、株主の選択と社会的に効率的な選択が一致している場合(補表の淡い網のセル)か、非効率な「存続」を株主が選択し、債権者に対する所得再分配が不十分で、株主の選択を変更させることができなかった場合(補表の濃い網のセル)である。

ここでの調査結果をみると、③と④で異なる結果が出てきている。③においては、優先債権者(この場合は、銀行および医療・年金・失業保険を保障されていた労働者)の所得(債権)は保護され、残りの損失は財政が追加的に負担していた。つまり、株主は最初に投資した額のほかに、追加的に資金を提供している。これは、明らかに株主である政府が、所得の再分配を行ったケースと考えられる。しかし、結果として「清算」ではなく、「存続」が選択された結果、株主による非効率な選択を効率的な選択に変更させるのに失敗した例であると解釈できる。もう一方の④においては、政府が明示的に所得再分配を行った形跡はなく、むしろ破綻プロセスの結果、正の利得を得ている。これは、株主の選択と社会的に効率的な選択が一致している領域、つまり企業の期待収益 $E(Y)$ が清算価値 C よりも大きい領域にあった結果であると推測できる⁽⁷⁾。

以上の考察結果から、債務超過に陥り、破綻処理プロセスが始まった四つの事例のうち、3例については、効率的なプロセスが選択されたと推測できる。ここであげたのは大変少ないサンプルであるが、この範囲では、効率的な破綻処理が行われていたといわざるをえない。これは、破綻処理プロセスを主導する株主が、純粋な私的な経済主体ではなく、政府であるということから、公益を重んじる選択をする事例が選択される可能性も十分ある、ということを示している。しかしながら、株主である政府が、所得再分配に自発的に応じる動機は経済的なものではなく、個々のケース、それぞれの地方政

府の状況に応じては、③のケースのように非効率な選択が放置される可能性は否定できない。

つまり、結果として、中小国有企業の再構築の事例では、効率的な選択がなされているが、これは制度的に保証されたものではないのである。これが、株主がプロセスを主導する、現在の中国の事後的破綻処理の枠組みの限界である。一方、債権者による破綻プロセスの主導する制度は、株主と債権者の間の自発的な再交渉の誘因をもっているという意味で、より効率的な枠組みである（補論4.）。中国においても、債権者による破綻処理プロセスの主導という枠組みへの転換が望ましいと考えられる。

(2) 大企業（「大を掴む」）の債務再構築：金融資産管理会社を通じた破綻処理

以上の小企業のケースは、政府、企業、債権者の間の交渉で破綻処理が進められているが、大企業については、異なる方式がとられている。金融資産管理会社（Asset Management Company）を通じた処理である。

(i) 金融資産管理会社の性格と機能

金融資産管理会社は、4大国有商業銀行の不良債権を買い取り、専門にその回収を行う機関として、1999年末から2000年にかけて設立された。四つの商業銀行が、それぞれ財政の出資をうけてそれぞれ金融資産管理会社を設立した。金融資産管理会社に認められた業務内容は、表6のとおりである。政府は、この金融資産管理会社に対し、破綻企業処理のみではなく、投資銀行として将来的に自立して欲しいという意図があるらしく、企業の再構築に関わる業務の大半が認められている。そして、将来は、投資銀行として民営化することが予定されている。

この金融資産管理会社には、表7のとおり1兆3000億元の不良債権が母体行から委譲され、これではほぼ当初計画の不良債権の委譲は終了し、2001年現在、債権回収の方へ重点は移っている。

(ii) 金融資産管理会社による不良債権処理

表6 金融資産管理会社の業務の概要

譲渡される不良資産の範囲	<ul style="list-style-type: none"> ・ 現行の資産分類に従い、「延滞、要注意、回収不能」のうち、「償却が決まった要注意債権および1996年以降発生したもの」以外が譲渡される。 ・ 不良債権の譲渡は簿価で行われる。 ・ AMCは回収目標率を与えられ、それに満たない場合は損失を自己負担。
不良資産の処理方法および業務内容	<p>① 4大商業銀行の不良債権の買い取りおよび運営。②債権回収、資産再配置、転売、売却。③債務および企業のリストラ。④債務の株式転換、資産の証券化。⑤資産管理の範囲内での株式・債券発行の引受。⑥企業への直接出資。⑦債券発行、企業間借入。⑧銀行機関借入および中央銀行再貸出の申請。⑨投資、財務および法律のコンサルティング。⑩企業の評価および破産清算業務。⑪外貨業務。⑫その他金融監督部門の批准を受けたその他業務。</p> <p>資産の売却、交換、リストラ、債務株式転換、証券化などの方法で、貸付および担保の処理を行う。</p>
資本金	各社100億元
資本源	財政拠出金
監督機構	人民銀行、財政部、および関係業務の主管部門

(出所) 各種新聞報道および『財経』雑誌2000年8月号より筆者作成。

表7 金融資産管理会社の取得不良債権

会社名(母体行)	取得予定額	取得不良債権額	備考
信達(建設)	3500億元	2500億元(建設銀行) 1000億元(開発銀行)	2000年7月現在終了。
長城(農業)	2674億元	2500億元	
華融(工商)	4077億元	3600億元	2000年8月末に終了。
東方(中国)	3458億元	3458億元	2000年8月現在終了。
合計		1兆3000億元	

(出所) 『財経』雑誌2000年8月号。

金融資産管理公司による不良債権処理の方法としては、具体的に(1)破産処理、(2)リース、(3)資産売却、(4)債務の株式転換、などが検討されている(表

表8 各金融資産管理会社の不良債権処理の進行状況（2000年8月現在）

会社名 (母体行)	資産売却	リース	破産申請	債務株式転換
信達 (建設)	・ 第1回売却707.6万元 (99/11/23)		鄭白文（上場後、特別〈ST〉扱いとなっていた百貨店）の破産を法廷に申請。	・ 10数社について、 国務院の認可を得た（00/6/30）。 ・ 総資産の3分の1前後（160社、1000元あまり）が対象。
長城 (農業)		・ 7643万元（現在価値） 今期は399.3万元のレント収益 (00/6/27) ・ この他1600万元のレント契約締結		・ 10社が認可。 ・ 110億元あまり、129社が対象。
華融 (工商)	・ 5500万元。 簿価は7000万元あまり (00/5/31)			・ 北京で12社、43億元。 ・ 引受債権の4分の1、1000億元あまり、467社。
東方 (中国)				・ 総資産の3分の1、600億元、200社あまりが対象。
合計				・ 62社に批准（00/6/30）。計画は、601社、4596億元。

(出所) 新聞報道および『財経』雑誌2000年8月号、36～40ページ。

8参照)。とくに、メディアでは、「債務の株式転換」(債转股)が取り上げられることが多いが、これはあくまで金融資産管理会社の選択肢の一つである。この債務の株式転換は、日本の経済産業省に相当する経済貿易委員会が選定

した企業に対してのみ排他的に適用される政策で、他の方法に比べ政策性が強い。このため、これが急激に展開することはないと思われる。

(iii) 金融資産管理公司による破綻企業処理：鄭百文百貨店のケース

金融資産管理公司の設立は、中国の企業再構築プロセスにも変化の兆しをもたらしている。国有商業銀行から債権を買い取った金融資産管理公司が債権回収を始めた結果、中国において債権者が企業再構築を主導するケースもみられるようになったためである。その一つが、鄭百文百貨店のケースである。

日本がちょうど「そごう問題」で揺れていた2000年夏、中国でも百貨店の破綻処理が世論の注目を集めていた。この百貨店・鄭百文（鄭州百貨文用品店）は、河南省の国有百貨店で、1990年代にはいって家電卸・小売として急成長した企業であった。1996年に、鄭百文は、建設銀行鄭州分行の信用で、当時のテレビのトップメーカーである長虹の製品を安く仕入れ、大量販売をしかけていた。しかし、内部管理の失敗から経営が傾く。

1997年当時、鄭百文は長虹の21インチ・カラーテレビの生産ライン5本分のテレビを買い付けていた。これは、当時の長虹の総生産量の3割にあたる。これほど大きな取引をしていたが、長虹は鄭百文の販売の混乱に気づき、1998年5月には商品の納入を停止した。それに先立つ1998年3月の旧正月のころ、建設銀行は鄭百文の振り出した手形が支払い遅延気味になっていることに気づいて与信に慎重になり、半年後に手形の保証を停止した。しかし、この半年の間に、銀行が鄭百文のためメーカーに立替払いをした金額だけで、486件、17億2400万元にのぼった。その後、中国人民銀行の調査で、鄭百文と建設銀行鄭州分行の間の手形保証契約は、まったく保証金をとっていないばかりか、申請人と保証人がともに鄭百文になっており、実体のない保証契約になっていたことが明らかになった。そして、こうして100億元あまりの資金がきちんとリスク管理がされないままに鄭百文に貸し付けられたことが明るみになった。

こうして鄭百文＝長虹＝建設銀行の「信用共同体」は、鄭百文のずさんな

内部管理によって瓦解した。鄭百文の債権者である建設銀行鄭州分行では、25億元あまりの債権が不良化した。おりしも、金融資産管理公司を設立して不良債権を委譲し、債権回収に専念させるという改革が始まり、1999年12月、建設銀行鄭州分行の鄭百文向けの不良債権25億元あまりも、建設銀行傘下の金融資産管理公司、中国信達金産管理公司（信達）に委譲されることが決定した。このときの鄭百文は、6億元の債務超過、赤字額は15億元あまり、銀行借入は25億元あまり、2000人の従業員の雇用が脅かされていた。

新たに債権者となった信達は、最低債権回収額を6億元、回収率28.2%と設定し、まず鄭百文の最大株主である鄭州市政府に対し、6億元の債権確保に十分なだけの有効資産の注入を求めた。しかし、鄭州市政府は、鄭百文の破綻は企業側の責任であり、銀行側も自分でリスクを負担すべきだ、とつっぱねた。これをうけて、信達は2000年3月、裁判所に鄭百文の破産を申請したのである。しかし、これは上場企業に対する初の破産申請であったためか、破産申請を裁判所は受理しない決定を行った。

鄭百文を最終的にどう処理するかは、ちょうど日本のそごう処理と同じように世論の大きな注目を集めたが、2000年12月に新たな出資者が現れ、形式的には買収という形で処理されることとなった。鄭百文の買収に名乗りをあげたのは山東省の三聯という流通業者である。三聯は、鄭百文の買収にあたって、債務・人員・業務のすべてを上場企業である鄭百文から自社に移管し、新たに自社の優良部門である主要小売部門を上場企業に譲渡し、これにより旧鄭百文のキャッシュフローを改善し株主の損失を抑えることをめざす再建案を発表した。この中国で「借殻上場」と呼ばれる方式で、鄭百文という「殻」を利用して、三聯は資本市場への上場を果たし、全国への販売拠点を構築するための資金調達を行おうとしている。

この鄭百文のケースはまだ最終的な決着をみていないが、企業再構築のプロセスを債権者が一貫して主導しており、中国の破綻企業処理プロセスが新たな段階に来ていることを示している⁽⁸⁾。

第4節 中国の負債契約と金融システムへの影響

以上、中国の負債契約の特徴と、現状での問題点を整理してきた。最初に述べたように、負債契約の内容は、銀行行動を制約し、ひいては、金融システムの安定性を左右する可能性がある。最後に、現在の中国の負債契約の内容の特徴、それが金融システムに与える影響をまとめたい。

第1に、事前的な情報管理、債権管理という点について、中国の国有商業銀行は、意外にもきめ細かい管理を行っている。人的資源の投入量という意味では、日本の銀行を大きく上回っている。第2に、事後的な破綻処理には、中国的な特徴がみられる。銀行は破綻処理を主導できず、破綻のリスクをかぶる可能性がある。コストをかけてモニタリングをした結果として貸付を控えるという、貸し渋りに近い状態が発生していると考えられる。

1994年当時、政府は企業と銀行の関係を密接かつ効率的な関係にしようとし、日本のメインバンク制をモデルとして目指した。実際には、企業のキャッシュフロー情報の管理という意味で、中国の銀行は日本の銀行に劣らないレベルでの情報生産をしている。しかし、過去の不良債権の大きさおよび破綻処理プロセスの枠組みが銀行に受動的な形を強いており、企業が破綻した場合の回収が読めないことから、貸し渋りに近い状態を招いている。ただし、筆者のヒアリングの結果では、多くの場合、株主から債権者への所得補償が行われており、社会的に効率的な破綻企業処理が行われていた。しかし、こうした所得補償はあくまで現場の政府による政治的な判断によって行われたものであり、法的な縛りがあるわけではない。こうした所得補償が行われず、一方的にリスクが債権者に押し付けられるケースも多く存在していることは容易に想像できる。

企業と銀行の関係を合理的なものにする、もしくはメインバンク制を完全なものにするためには、企業が破綻した場合、優先債権者である銀行の債権を保全するためにも、企業の再構築を主導する権利を与えることが必要であ

ると考える。これによって初めて、本来メインバンク制という表現で追求された形が生れると考えられる。

実際、金融資産管理公司是、破綻処理プロセスを主導しようとする動きをみせはじめてもいる。本章で取り上げた鄭百文のケースは、金融資産管理公司である信達が主導した破綻処理プロセスでもある。ただし、これはまだ始まったばかりの動きである。マクロ的にみた場合、母体の銀行そのものが破綻処理プロセスを主導するのが常識という段階にもいたっていない。とはいえ、できるだけ早い時期に、企業の破綻処理プロセスから政府が退き、純粋な市場行為としての企業破綻処理が行われるようになることが望ましい。これは、中国の金融システムを正常に機能させるために必要な措置である。

補論：破綻処理プロセスの主導者と効率性

本章第1節第4項で議論した、破綻処理プロセスの主導者の違いが、全体の効率性にどのような影響を与えるのかを数式の展開で、整理してみよう(以下の数式による検証は、国宗浩三氏の示唆をもとに展開した)。

ここでは、株主の責任が有限責任である株式会社の例を想定する。この会社に対して、債権者と株主の2人の請求権者がいるとしよう。この会社の1期間の収益を Y 、この企業が経営を続けたときの企業価値、すなわち存続価値を $E(Y)$ とする。また、経営を停止し、清算した場合の企業価値、すなわち清算価値は C とする。このとき、この会社が債権者に対して残高 F の負債を負っている。

1. 債権者と株主の利得

(1) 債権者の利得関数

債権者の利得は次のように定義できる。清算処理をした場合の利得は、清算価値 C と債権残高 F のうち小さい方となる。企業が存続した場合の利得は、債権額 F と企業収益 Y の期待値のうち小さい方となる。そして、清算した場合と継続した場合のそれぞれの利得を比べて、大きい方を債権者は選択する。

$$\text{債権者の利得} : \max [\min (F, C), E \{ \min (F, Y) \}] \quad \cdots(1)$$

このとき、企業収益 Y は確率変数であり、密度関数 $f(Y)$ と分布関数 $F(Y)$ に従うとする。このとき、企業の期待収益の現在価値（割引率は0）は、 $E(Y) = \int Yf(Y)dY$ となる。債権者の利得関数は次のようになる。

$$\max [\min (F, C), \int_0^F Yf(Y)dY + \int_F Ff(Y)dY] \quad \cdots(1')$$

ちなみに、企業が継続した場合の債権者の利得 $\int_0^F Yf(Y)dY + \int_F Ff(Y)dY \equiv E(Y^d)$ とする。このとき、 $\int_0^F Yf(Y)dY > \int_F Ff(Y)dY$ より、 $E(Y) > E(Y^d)$ が成り立っている。

(2) 株主の利得関数

一方の株主の利得は、次のようになる。清算したときの利得は、0または清算価値から負債額 F を引いた残余のうち大きい方である。一方、経営を継続させた場合の価値は、0または企業収益から負債額を引いた残りのうちの大きい方である。どちらの場合も非ゼロの利得となるが、これは有限責任の原則を想定しているためである。

$$\text{株主の利得} : \max [\max (0, C-F), E \{ \max (Y-F, 0) \}] \quad \cdots(2)$$

この株主利得は次のように展開できる。

$$\max [\max (0, C-F), \int_F (Y-F)f(Y)dY] \quad \cdots(2')$$

企業が存続した場合の株主の利得 $\int_F (Y-F)f(Y)dY \equiv E(Y^e)$ とおく。またこのとき、 $E(Y^e) \equiv E(Y) - E(Y^d) \geq 0$ が成り立っている。

2. 債権者と株主の選択

(1) 社会的に効率的な選択

ここで、債権者と株主が、企業の存続と清算について、どのような選択をするかを考えてみよう。また、その選択は社会的に効率的なものになるのかという点も検討していく。清算と企業の存続に関して、社会的に効率的な選択かどうかは、次の基準に依拠する。つまり、

企業の清算価値 $C >$ 存続価値 $E(Y)$ のとき、企業の「清算」を選択、

企業の存続価値 $E(Y) >$ 清算価値 C のとき、企業の「存続」を選択、
 した場合、その選択は社会的に効率的であり、この基準に反する場合は非効率である。

(2) 債権者の選択1：期待収益が負債残高を上回っている場合

まず、企業の期待収益が負債残高を上回っている場合、つまり、 $E(Y) > F$ が成り立っている場合について、考えてみよう。このとき、債権者の利得関数(1)'から、清算を選択した場合は C または F の小さい方、存続を選択した場合の $E(Y^d)$ のうち大きい方を債権者は選択する。これを C と F の大小関係を軸に、分けて考えてみよう。

もし、 $F < C$ が成立している場合、清算した場合の利得は F 、存続した場合の利得は $E(Y^d)$ となる。しかし、このとき、 C と $E(Y)$ 、 F と $E(Y^d)$ の大小関係は不明である。仮に、 $C < E(Y)$ が成り立っている、つまり社会的には「存続」が効率的な場合を考えてみよう。このとき、 $F < C < E(Y)$ が成立する。債権者は $F \leq E(Y^d)$ であれば「存続」を選択し、これは社会的に効率的な選択と一致する。しかし、 $F < E(Y^d)$ であれば「清算」を選択し、これは社会的に効率的な選択と矛盾し、非効率な選択となる。次に $C > E(Y)$ 、つまり、「清算」が社会的に効率的な場合を考えてみよう。このとき、 $C > E(Y) > F$ となる。債権者は $F \leq E(Y^d)$ が成立しているときには「存続」

を選択するが、 $F \leq E(Y^d) < E(Y) < C$ より、これは社会的に非効率的である。もし、 $F > E(Y^d)$ であれば、債権者の選択も社会的に効率的な選択は一致し、「清算」となる。

それでは、 $F > C$ が成立している場合を考えてみよう。このとき、 $E(Y) > F > C$ が成立し、社会的には企業の「存続」が常に社会的に効率的な選択となる。また、このとき、債権者の清算した場合の利得は C 、存続した場合の利得は $E(Y^d)$ となる。このとき、債権者がどちらを選択するかは、まだはっきりしない。 C と $E(Y^d)$ の大小関係が明らかになって初めて分かる。つまり、 $C > E(Y^d)$ であれば、債権者は「清算」を選び、社会的に効率的な選択と矛盾する。 $C \leq E(Y^d)$ であれば、債権者の選択と社会的に効率的な選択は一致する。

(3) 債権者の選択2：企業の存続価値が負債残高を下回っている場合

次に、企業の経営が困難になっている状態、つまり企業の存続価値が負債残高を下回っている、つまり、 $E(Y) < F$ が成立している場合について考えてみよう。債権者の選択は、利得関数(1)'から、清算を選択した場合の利得は、 F と C の大小関係によって決まる。しかし、ここでの条件のなかでは、この大小関係は決定されない。

仮に $F < C$ が成立した場合、 $E(Y^d) < E(Y) < F < C$ となり、債権者は清算によって債権 F を回収することが最善の策となる。つまり、

$$\max_{F < C, E(Y) < F} [\min(F, C), E(Y^d)] = F$$

となる。このとき、 $C > E(Y)$ が常に成り立ち、この会社を清算することが社会的にも最も効率的であると判断できる。この場合の債権者の選択と社会的効率性は一致している。

一方、 $F > C$ の場合は、 C と、 $E(Y^d)$ 、 $E(Y)$ の大小関係がはっきりしない。そして、場合によっては「非効率的な清算」が選択される。仮に、 $E(Y^d) < C < E(Y) < F$ が成立していた場合は、債権者の選択と社会的な効率性が一致しない。つまり、 $E(Y^d) < C$ から、債権者にとっては、清算によって清算

価値 C を回収することが最善の選択になるが、このとき $C < E(Y)$ が成り立っており、社会的には企業を存続させる方が望ましいのである。このとき、「非効率な清算」が発生してしまう。 $C < E(Y^d) < E(Y) < F$ が成立する場合には、債権者は「存続」を選択し、それはまた社会的な効率性にも適っている。 $E(Y^d) < E(Y) < C < F$ の場合は、債権者の選択・社会的選択ともに、「清算」が望ましい。

(4) 株主の選択1：企業の期待収益が負債残高を上回っている場合

それでは、株主はどのような選択をするのだろうか。企業の期待収益 $E(Y)$ が負債残高 F を上回っている場合を考えてみよう。株主の選択は、利得関数(2)'のうち、まず清算した場合の利得の値を仮定しながら考えてみよう。

$C - F > 0$ の場合、清算した場合の株主の利得は $C - F$ 、存続した場合は $E(Y^e) \geq 0$ となる。また、このとき、 C と $E(Y)$ の大小関係も一意的に決まらず、社会的に効率的な選択もはっきりしない。仮に、 $C < E(Y)$ が成立した場合、社会的に効率的な選択は「存続」であるが、株主の選択は、 $C - F$ との $E(Y^e)$ 大小関係によって決まる。 $C - F \geq E(Y^e)$ が成立すると、株主は「清算」を選択し、社会的に非効率な選択をする。 $C - F < E(Y^e)$ であれば、株主の選択は「存続」で、社会的に効率的な選択と一致する。一方、 $C \geq E(Y)$ となった場合、ちょうど逆が成り立つ。

一方、 $C - F < 0$ が成立している場合は、清算した場合の株主の利得はゼロ、存続させた場合の期待収益からの利得は正なので、企業の存続によって $E(Y^e)$ を確保することを株主は選ぶ。

$$\max_{C-F < 0} [0, E(Y^e)] = E(Y^e) \quad \dots\dots(3)$$

$C - F < 0$ 、 $E(Y) > F$ から、 $E(Y) > F > C$ が成り立ち、このときの社会的に効率的な選択は、「存続」となり、株主の選択と常に一致する。

(5) 株主の選択2：企業の期待収益が負債残高を下回っている場合

それでは、企業の期待収益が負債残高を下回っている場合はどうなるのであろうか。まず、 $C-F > 0$ の場合、清算した場合の株主の利得は $C-F$ 、存続した場合は $E(Y^e) \geq 0$ となる。このとき、清算価値 C は負債残高 F より大きく、前提から、負債残高 F は企業の存続価値を上回っている。このため、社会的に効率的な選択は、「清算」である。しかし、株主がどちらを選択するかは、 $C-F$ と $E(Y^e)$ の大小関係によって決まる。もし、 $C-F \geq E(Y^e)$ が成立すると、株主は「清算」を選択する。このとき、 $C \geq F + E(Y^e) > E(Y) + E(Y^e)$ が成立する。 $E(Y)$ 、 $E(Y^e)$ ともに正であるため、企業全体の存続価値、そのときの株主の利得のどちらも清算価値 C よりは小さくなる。つまり、社会的にも「清算」が効率的な判断になる。もう一方のケース、 $E(Y^e) \geq C-F$ となっている場合、株主は「存続」を選択する。これは、社会的に効率的な選択と一致しておらず、株主は「非効率な存続」を選択することになる。

一方、 $C-F < 0$ が成立している場合は、清算した場合の株主の利得はゼロ、存続させた場合の期待収益からの利得は正なので、企業の存続によって $E(Y^e)$ を確保することを株主は選ぶ(式③より)。

このとき、 C と $E(Y^e)$ 、 $E(Y^e)$ の間の大小関係は不明である。そして、株主の選択が「非効率な存続」をもたらす場合もある。例えば、 $E(Y^e) < E(Y) < C < F$ が成立する場合には、 $C < E(Y)$ が成り立っているため、社会的には「清算」が望ましいにもかかわらず、株主は「存続」を選択することになる。これは、「非効率な存続」となる。その他の場合は、 $C < E(Y)$ が成り立つので、株主の選択、社会効率的な選択ともに「存続」となる。

3. 破綻処理プロセスの主導者の違いと効率性

以上の結果を整理したのが、以下の補表である。ここで次の点が確認でき

補表1 債権者, 株主, 社会的に効率的な選択: 企業の存続価値が負債残高を上回っている場合

	$E(Y) > F$					
	$C < F < E(Y)$		$F < C$			
			$F < C < E(Y)$		$F < E(Y) < C$	
	$C > E(Y^d)$	$C \leq E(Y^d)$	$F \leq E(Y^d)$	$F > E(Y^d)$	$F \leq E(Y^d)$	$F > E(Y^d)$
債権者の選択	清算 (非効率)	存続	存続	清算 (非効率)	清算 (非効率)	清算
株主の選択	存続		$C - F \geq E(Y^e)$	$C - F < E(Y^e)$	$C - F \geq E(Y^e)$	$C - F < E(Y^e)$
			清算 (非効率)	存続	清算	存続 (非効率)
社会的に効率的な選択	存続		存続	存続	清算	清算

補表2 債権者, 株主, 社会的に効率的な選択: 企業の存続価値 $E(Y)$ が負債残高 F を下回っている場合

	$E(Y) < F$					
	$E(Y) < F < C$		$C < F$			
	清算		$E(Y) < C < F$	$C < E(Y) < F$		
債権者の選択			$E(Y^d) < E(Y) < C < F$	$E(Y^d) < C < E(Y) < F$	$C < E(Y^d) < E(Y) < F$	
			清算	清算(非効率)	存続	
	$C - F \geq E(Y)$	$C - F < E(Y^e)$	$E(Y^e) < E(Y) < C < F$	$E(Y^e) < C < E(Y) < F, C < E(Y^e) < E(Y) < F$		
株主の選択	清算	存続(非効率)	存続(非効率)	存続		
社会的に効果的な選択	清算	清算	清算	存続		

(出所) 筆者作成。

る。企業の存続価値が負債残高を上回っているとき、債権者・株主ともに非効率な清算・存続を選択する可能性がある。逆に、企業の存続価値が負債残高を下回っているとき、債権者の選択は「非効率な清算」をもたらす危険があり、株主の選択は「非効率な存続」をもたらす危険がある。しかし、その逆はない。

実際の破綻処理プロセスを誰が主導するかは、制度的に決められている。多くの経済の企業倒産法制は、債権者がこのプロセスを主導することを定めている。また、本章で検討した中国の場合は、政治的な判断から、政府すなわち多くの場合は株主が破綻処理プロセスを主導している。以上の検討では、破綻処理プロセスを主導する主体として、債権者と株主のどちらがより望ましいかについては、はっきりしない。この点について、次に考えてみよう。

4. 非効率性を解消する手段：債権者と株主間の所得再分配

ところで、こうした非効率な清算や存続を回避することはできるのだろうか。論理的には、利害関係者の間で一定の所得補償をすることができれば、効率的な選択を導き出すことができる（池尾・瀬下 [1998: 第3節第2項]）。これは、債権者主導、株主主導の両方の場合に当てはまる。しかし、実際に所得再分配が起こる可能性については、主導者の違いが異なる結果をもたらす。

まず、破綻処理プロセスを債権者が主導している場合を考えよう（以下では、期待収益 $E(Y)$ が負債残高 F を下回ったときのみを検討する）。このとき、債権者が「非効率な清算」を選択する危険があるとしよう。このとき、 $E(Y^d) < C < E(Y) < F$ が成り立っている。このもとで、債権者が「存続」を選択するようになるには、 $C \leq E(Y^d) + a$ となるように、 a 分の所得を補償すればよい。

また、株主は債権者に対して利得の一部を渡したとしても、存続によって、わずかであっても正の利得を得られるかぎり、再交渉に応じる。つまり、債

権者、株主の間で、自発的に再交渉が起きる可能性がある。

そして、社会的な効率性が達成されることによって発生している余剰、つまり $E(Y) - C (\geq 0)$ よりも a が小さいかぎり、この所得補償は社会的な効率性を維持している。このときの所得補償額 a が、次の条件を満たしているかぎり、再交渉によって「非効率な清算」を回避することが可能になる。

$$C - E(Y^d) \leq a \leq E(Y) - C$$

一方、本章でみた中国のケースのように、株主が破綻処理プロセスを主導する場合について考えてみよう。株主が「非効率な存続」を選択する危険がある場合は、次のように考えることができる。このとき、 $E(Y^e) < E(Y) < C < F$ が成立しているにもかかわらず、株主は式(3)に基づいて「存続」を選択する。このとき、株主に「清算」を選択させるには、株主の「存続」による利得が「清算」のそれを下回るようにすればよい。実際には、株主の「清算」による利得はゼロであるため、それをゼロまたは負になるように、つまり、存続による株主の利得 $E(Y^e)$ を上回る額を、株主から債権者へ所得移転させることを義務づければよい。また、社会的効率性を維持するために、「清算による社会的余剰」に相当する $C - E(Y)$ を下回っている必要がある。

このときの所得移転額 β は、次の条件を満たしているとき、再交渉によって「非効率な存続」を回避することが可能になる。

$$E(Y^e) \leq \beta \leq C - E(Y)$$

本章第3節第2項では、この考え方にそって、中小企業の再構築の際に、株主である政府から債権者への所得補償が行われたかどうかを検討した。厳密には、この β の範囲を満たしていたかどうかを検証する必要があるが、収集したデータの制約から、所得補償の有無のみを検討した。

ただ、この株主による破綻処理プロセスには、効率性が維持される保証が十分ではないという問題がある。このケースでは、株主は自分の利得を最大化するように、破綻処理プロセスを選択する権利を有している。それにもかかわらず、社会的効率性のみのために、みずからの利得を削る選択をする動機が株主にはない。このため、この所得再分配が発生するためには、外部か

らの何らかの圧力、非経済的な動機づけが必要になるのである。このため、この外部的な力が不足した場合、非効率な破綻処理プロセスの選択が放置される危険がある。

以上から、破綻処理プロセスの主導者の違いが、効率的な制度の安定性に違いをもたらす、と考えることができる。そして、このために、通常の市場経済においては、破綻処理プロセスが株主ではなく、債権者によって主導される制度が選択されていると推測できる。

〔注〕 _____

- (1) 本節の以下の議論に関連する背景については、本章補論を参照。
- (2) 池尾・瀬下 [1998: 261] は、これを「負債のbonding機能」と呼び、負債契約の本質的特徴位置づけている。本章の関心は、このbonding機能が保証されない場合も考慮することにある。
- (3) Zender [1991] の議論を基にしている。
- (4) 本項は渡邊 [2000b] 第2節を下敷きにしている。
- (5) この四川省の事例は、渡邊 [2000b] 第3節の議論を下敷きにしている。
- (6) 通常の市場経済では、政府と株主の行動を同一視することには問題があるかもしれない。しかし、中国の文脈では、破綻処理の枠組みで述べたように、政府は株主であり、政府である、という二面性をもっていることは否定できず、またこの二面性が問題を引き起こしているため、この枠組みでの分析を行う。
- (7) 以上の考察結果は、同じデータによる分析を行った渡邊 [2000b] と異なる解釈となった。これは、補論で展開したモデル分析により、より厳密な議論が可能になったためである。
- (8) しかし、金融資産管理公司による不良債権の処理、企業再構築には、まだいくつかの制度的な問題がある。例えば、①不良債権は簿価のまま（不良化部分が考慮されずに）委譲されているため、AMCにとっては負担が重すぎる。この簿価での委譲は、母体行に一方的に有利な取引であるため、AMC側は不公平感をもっている。またこの不合理な取引であるという認識から、最終的な損失を財政が負担するもの、という予測を生んでいる。この点については、財政は責任を負うことを明言していないため、将来、問題を引き起こす可能性がある。②「債務の株式転換」は、不完全な結果に終わる可能性がある。債務の株式転換については、多くの問題点が指摘されている。次のような論点が主なものになるといえるだろう。第1に、単純に債務を株式に転換する

だけでは、企業が負担する経営破綻の責任・コストはかなり小さくなる。また、銀行が一方的に破綻コストを引き受けるが、その道理はないという点で、欠陥のある方式である。第2に、転換された債務の「出口」(=AMCの回収チャンネル)がなければ、このスキームは失敗に終わる。そのために、次の二つの方式が検討されている。(イ)体力のある投資家(アジア通貨危機諸国では外国金融機関)に、入札をかけて売る。このとき、売却価格で資産価格の評価が行われる。この方式の問題点は、現状の資本取引の制約を取り除く必要があり、また、外国人にとっても魅力がない。(ロ)簿価で債務から転換された株式(転換株式)を企業が買い戻す条件をつける。企業に対して、一定の制約を設けることになる。このとき、簿価での買い戻しであれば、AMCは貸付元本の回収を保証される。しかし、AMCの期待収入に上限が設定され、AMCの利益機会が減る。③法律上の限界として、多くの既存の法律は、債務株式転換、M&Aと矛盾する。「債转股特別法」、「投資銀行法」などの制定が望ましいと考えられ、2000年10月に「金融資産管理公司条例」が制定されたが、詳細な内容は今のところ不明である。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 池尾和人・瀬下博之 [1998] 「日本における企業破綻処理の制度的枠組み」(三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会)。
- 岡正生・樊勇明 [1998] 『中国の金融改革』東洋経済新報社。
- 高木新二郎・中村清 [1998] 『私的整理の実務』金融財政事情研究会。
- 広田真一・池尾和人 [1996] 「企業金融と経営の効率性」(伊藤秀史編『日本の企業システム』東京大学出版会)。
- 渡邊真理子 [1999] 「企業と銀行—不良債権発生メカニズム—」(渡邊真理子編『中国の不良債権問題』アジ研トピックリポートNo.36)。
- [2000a] 「金融は中国経済のアキレス腱か?」(南亮進・牧野文夫編『中国経済入門』日本評論社)。
- [2000b] 「中国における企業再構築—四川省国有小型企業の事例—」(国宗浩三編『金融と企業の再構築—アジアの経験—』アジア経済研究所)。
- [2000c] 「最適資本構成と最適破綻企業処理の考え方」(国宗浩三編『金融と企業の再構築—アジアの経験—』アジア経済研究所)。

〈英語文献〉

Aoki, M. and H. Patrick [1994] *The Japanese Main Bank System*, Oxford: Oxford University Press.

Diamond, Douglas [1984] “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *Review of Economic Studies*, 51(3).

Sheard, Paul [1994] “Main Banks and the Governance of Financial Distress,” in Aoki and Patrick ed. [1994].

〈インタビュー〉

農業部郷鎮企業局 2000年9月4日／経済貿易委員会中小企業司2000年9月4日／中国人民銀行合作金融司 2000年9月5日／中国農業銀行総行 2000年9月6日／中国農業銀行Z市分行2000年9月12日／中国工商銀行総行 2000年9月6日／中国工商銀行Z市分行 2000年9月11日／Z市商業銀行2000年9月12日／Q市信用合作聯社 2000年6月16日／Z市H鎮信用合作社 2000年9月26日