

第10章

中国における企業再構築

——四川省国有小型企業の事例⁽¹⁾——

はじめに

本書の対象国の多くが、通貨危機に見舞われて経済危機に瀕した結果として、企業と銀行の再構築に取り組み始めている。しかし、本章がとりあげる中国のケースは、その例ではない。中国の不良債権問題は、マクロ経済ショックによって生じたのではなく、市場経済への移行過程で発生したものである。中国の金融システムの状況をみると、国有商業銀行が国有企業向けにもっている債権の不良化が、最大の問題となっている。そして、この国有企業の不良債務問題の処理および再構築は、(国有)企業改革の一環として、1990年代前半からすでに進められてきている。この不良債権の処理と企業の再構築の考え方は、他の経済にも共通してみられるものとなっている。しかし、市場経済への移行国としての特徴、また中国にみられる特徴として、次の点を指摘したい。(1)政府が企業の再構築過程を主導すること、そのためか、(2)破綻企業処理は「合併・再建方式」が多く、破産を極力おさえる指導をしていること、(3)暗黙に想定していた社会保障などの形の従業員への債務が大きい、(4)破綻処理の過程で、従業員への企業の売却が行われること、などである。こうした特徴をもつ企業再建のプロセスは、はたして社会的に効率的なのであろうか。この点を検討するのが本章の目的である。そして、社会的

に効率的な企業の再構築が行われているか否かは、金融システムの再構築に大きな影響を与える条件である。本書全体の目的は、企業と銀行の再構築であるが、以上のような認識から本章は企業の再構築プロセスに焦点をあてる。

第1節 国有商業銀行の不良債権問題の概要⁽²⁾

1. 不良債権の所在

中国経済全体が抱える不良債権は、どこにどのような規模で存在しているのだろうか。正確な規模を示すことは現実的には不可能である。中国で現在、不良化している債権は、(1)銀行とノンバンクを合わせた金融機関が保有する不良債権と、(2)企業間信用の焦げ付きなど企業保有の不良債権がある。前者の金融機関の不良債権に関しては、いくつかの推計が出ており、その多くが貸出資産の3割前後であろうとしている(表1)。その規模は、1998年末現在で2兆元以上になる。これは、他国の例と比べてもかなり大きい。後者の企業間の不良債権に関しては、よりいっそうわからない。国有企業のバランスシート上で、期日を超えているにもかかわらず未回収の売掛金(俗に「三角債」と呼ばれるもの)は、1999年末には1兆3000億元あったという(国家経済貿易委員会の発表)。いずれにせよ、中国の経済水準を考慮すると、巨大といわざるをえない。

この金融機関の抱える債権が不良化した原因はどこにあるのか。国有企業の経営が悪化した結果、発生したという指摘が多い。表2と表3は、中国工商银行の浙江省支店の資産状況に関する調査結果であるが、このデータもこの見方を裏づける格好となっている。この調査によると、不良債権の「発生源」としては、(1)国有企業・国有株式会社の比率が高い(表2内の囲み数字)、(2)生産規模別では、規模の小さい企業向けの不良債権の比率が高い(表3内の囲み数字)ことがわかる⁽³⁾。

表1 金融機関の貸出資産の状況

人民銀行総裁発言			李欣欣論文	
	1997年末	1999年末	1996年末	
4 大国有商業銀行			(1) 4 大国有商業銀行	
総貸出資産	5兆9000億元		総資産	9兆508.17億元
不良債権比率	20%ぐらい	8~9%	貸出資産	6兆8598.95億元
うち回収不能比率	6~7%	2.7%	不良債権比率	24.44%(貸出総額比)
不良債権額	1兆2000億元		不良債権額	2兆579億元
うち回収不能額	4100億元		(2) ノンバンク	
			総資産	2兆元あまり
			貸出総額	1兆1782億元
			不良債権比率	50%(総資産比)
			不良債権額	1兆元あまり
			(3) 全金融機関総額	3兆元前後

(注) (1) 4 大国有商業銀行とは、中国工商银行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行の 4 行である。

(2) 「不良債権（三項貸款）」とは、次の 3 分類を合計したものである（「貸款通則」による）。

「延滞（逾期）」：返済期限を超えたが、財政部規定の年限には達していない。

「要注意（呆滞）」：元本返済が財政部規定の年限を超えて遅れているが、元本が未返済のもの。

「回収不能（呆帳）」：①債務者がすでに破産しており、元本が未返済のもの。②債務者が死亡もしくは、個人破産しているが、元本が未返済。③債務者が自然災害などで大きな被害に遭い、元本が未返済。④國務院が償却を認めた延滞債権。

(出所) 李欣欣 [1998]。人民銀行総裁の発言は、1997年末値は1998年12月14日『香港・明報』の報道。1999年末値は、2000年1月20日の戴相龍人民銀行総裁の記者会見での発言(中国新聞社)である。ここでの「貸出資産」は「預金受入銀行の非政府・非金融機関向け貸出額」を指す。

2. 企業と銀行の資本不足

国有企業の経営が悪化した原因としては、通常の意味での経営の失敗のほかに、1990年代半ばまでの制度の歪みにより、企業の内部蓄積力が弱かったことがある。具体的には、(1)減価償却は不足気味であり、積み立てた償却の

表2 貸出先別の融資および不良資産の構成
(中国工商银行浙江省支店の例：1997年末)

(単位：億元)

	工業総生産額	工業流動資金融資	不良債権
合計	10,379.96	324.2	59.1
国有および国有株式会社	1,236.93(11.9%)	207.7(64.1%)	35.14(59.5%)
都市・農村部集団所有制企業	1,255.08(12.1%)	75.7(23.3%)	20.22(34.2%)
農村部株式制企業	2,934.44(28.3%)	39.6(12.2%)	3.54(6.0%)
個人経営および合作経営企業	4,953.51(47.7%)	4.2(1.3%)	0.2(0.3%)

(出所) 楊盈源 [1998] pp. 28-30.

表3 銀行の等級別の資産構成

(中国工商银行浙江省支店の例：1996年6月末)

(単位：億元)

	銀行内の等級別資産状況				貸し先別構成		
	流動資金 貸出 (1)	うち 不良債権 (2)	不良債権 比 (3)=(2)/(1)	未回収元利 (4)	大型企業 5000万元 以上	中型企業 1000～ 5000万元	小型企業 1000万元 未満
合計	326.58	54.42	17%				
市レベル 大規模支店	101.8 (31.2%)	11.62 (21.4%)	11%	4.5%	65.2%	26.9%	7.9%
市区レベル小規 模支店・弁事処	92.94 (28.5%)	11.44 (21.0%)	12%	10.0%	39.0%	31.6%	29.4%
県支行	131.84 (40.4%)	31.36 (57.6%)	24%	14.0%	17.0%	28.7%	(54.4%)

(出所) 楊盈源 [1998] pp. 28-30.

一部を政府に上納していた。(2)従業員向けの分配が膨らみがちであった。そして、(3)税金や利潤上納などの形での国家への「貢献」が重かった。こうした特徴は、表4に示した粗付加価値分配の動きからみてとることができる。

一方、銀行のバランスシートをみると、資金調達構造に大きな変化がみられることがわかる(表5)。(1)商業銀行の主要な資金源であった、財政からの預金と中央銀行からの借入が減少し、(2)個人預金の比率が上昇したのである。前者がいわば借り換え条件の変更が可能と受けとめられていた「ソフトな」負債であったのに対し、後者は事実上それが不可能である「ハード」な負債

である。この資金調達源の変化が、銀行の経営を律する力となったのである。しかし、銀行の資産運用面には、大きな足かせがあった。貸付規模は、毎年政府が策定する経済計画のなかで決定された。また貸付先としては国有企業が優先され、その選択の自由は小さかったのである。負債面での条件が厳しくなってくる一方、資産は国有企業の経営の悪化につれ劣化が進み、その結果、国有商業銀行は著しい資本不足に陥ったのである（表6）。

こうした国有企業の内部資金の蓄積を阻害する要因、および銀行自身の「ソフトな予算制約」という二つの要因が複合した結果として、国有企業の借入は拡大し、内部資金不足に陥った。総資産・負債比率が高いという点は、高度成長期の日本企業と類似しているが、中国の国有企業は、減価償却や内部留保などの内部資金も薄かったという点で、日本企業と大きく異なる。そしてこの手元資金の不足により、企業の債務返済能力が低下し、その結果、銀行保有の債権は不良化し、三角債問題（＝企業保有の債権の不良化）が発生したのである。

3. 本章の目的と構成

中国の国有企業の再構築（リストラクチャリング）は、1990年代に着手された。この再構築の柱となった政策は、その名も「資本構造改善政策」と呼ばれている。中国では、未だに企業の所有に関して完全な私有化という表現は

表4 国有鉱工業の粗付加価値分配構成
(1994年分税制・新会計基準導入以前の区分)

(%)

	税	利潤(含上納利潤)	利子支払い	賃金	減価償却費	合計
1980	25.6	44.5	1.3	19.8	8.8	100
1985	32.1	35.6	3.1	16.7	12.5	100
1990	34.2	9.1	11.1	30.8	14.8	100
1994	29.5	11.5	13.8	28.1	17.1	100

(出所) 肖 [1997]。

表5 国有銀行の資産負債構造の変化

(1) 1978～93年

(%)

負 債	1978	1993	資 産	1978	1993
預金	60.5	66.5	各種貸付	98.6	75.7
うち財政預金	24.3	3.5	うち流動資金	92.4	53.4
うち企業部門預金	19.6	21.9	うち固定資産		14.8
うち個人預金	8.3	32.0	金銀外貨	1.4	2.5
市場流通通貨	11.3	16.8	財政貸付		4.8
銀行自己資金	22.5	4.7	その他		17.0
その他	5.8	12.1			

(2) 1993～98年

(%)

負 債	1993	1998	資 産	1993	1993
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

(出所) 1978～93年：国家銀行信貸収支。

1993～98年：『中国金融年鑑』各年版。

表6 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。

認められず、現在も「公有制堅持」が原則となっている。しかし、この「資本構造改善政策」のもとで、企業の合併・破産など、破綻企業処理が実質的に開始されている。そして、破綻企業処理の一環として、国有中小企業の売却もしくは民営化が進められている。本章では、全国に先駆けてこの国有中小企業の売却を行ってきた四川省のケースについて、その具体的なプロセスを紹介し、はたしてこの破綻企業処理が効率的かつ公平に行われていたのか、という視点からの評価を試みる。本章の中心はこの点を議論する第3節および第4節である。しかし、他の章との比較の必要性から、中国の再構築をめぐる枠組みと背景について第2節で整理する。

第2節では、中国全体での破綻企業処理の枠組みについて、予防的措置、破綻処理をめぐる法律・会計制度の改革、そして、「資本構造改善政策」に代表される政策的に行われた破綻企業処理について整理する。中国の改革は規模が大きく範囲が広い。このため、実際に改革は地方レベルで各地の状況に合わせて行われるのが基本である。企業の破綻処理、再構築をめぐる措置もこの例にもれない。このため、本章の調査の対象となった四川省での企業再構築の流れと考え方を第3節で示す。

こうした背景の説明を行ったうえで、第4節において、四川省で行われた小型国有企業改革の事例について、効率的かつ公平に行われたかを検討する。対象となるのは、1999年9月に筆者が訪問した企業のうち13社のケースである。また、この再構築プロセスの評価にあたっては、最適資本構造が達成されたか（効率性）、最適な破綻処理が行われたか（利害関係者間の公平性と社会的資源配分の効率性）という枠組みによった⁽⁴⁾。

第2節 中国の破綻企業処理の枠組み⁽⁵⁾

1. 予防的措置：法・会計制度の整備

前節で指摘したような不良債権を発生させる会計制度・法制度上の企業財務をめぐる歪みは、1993年西側の会計基準の導入によって解消された。減価償却の上納制度も廃止された(表7)。また、これにともなって、利潤の上納という形も一時停止となった。国家に対する「貢献」は、(1)利潤その他に対して課せられる税、および(2)株主である国家に対する配当という形に統一されたのである。また、従業員に対する分配を合理的なものとする改革も進められている(表8)。

また、それまで工場として扱われていた企業を、「企業化」「会社化」する動きも起こった。1988年に全民所有制工業企業法、その後1993年公司法が制定された。この公司法の制定によって初めて、企業の資本を維持し、それによって、企業に関わる利害関係者を保護するための法的枠組みができた。実際、中国の公司法の自己資本維持規定は、日本のそれに非常に似た形となった。しかし、資本準備金(K3)の積立要求の基準が日本のそれよりもずっと厳しく、債権者保護の姿勢がより強い形となっている。また、この資本金(K)

表7 減価償却制度の変遷

	減価償却の扱い	備考
1978	五五分割管理：減価償却の5割を政府に上納していた。	
1985	七二分割管理：政府上納分を2割、企業留保分を7割とした。	
1993	資本金制度の導入：減価償却を原価に算入するようになった。	新企業財務制度の確立 (財務通則)と<会計準則>の導入

(出所) 丁・李 [1996] pp. 52-55, 147-153。

表8 賃金分配をめぐる制度の変遷

	改革内容	具体的な変化
1979	首都鉄鋼など一部企業で請負制を実施。	従業員へのボーナス分配などが初めて可能になる。一定の企業利潤を超えた場合、従業員の賃金を引き上げることができるようになった。
1985	賃金を経済収益(利潤)と連動させる制度の試み(「工効掛釣」)。	賃金が貨幣ベース、収益が仕事量や外貨など多種多様なものにリンクされ、賃金の伸びが収益を上回るようになった。また、福利部分の拡大をコントロールできなかった。
1987	「工効掛釣」の全国への展開	上記のシステムが全国に適用されたが、抱える問題は改善されなかった。従業員は、どの方式が最も得かを計算していた。
1993	新企業財務制度の確立 〈財務通則〉と〈会計準則〉の導入	賃金が原価・費用として扱われることとなり、その他福利費の経常比率が決められた。

(出所) 丁・李 [1996] pp. 88-94 157-158.

表9 公司法の資本維持規制

資産	資本と負債	日本会社法との対応
資産 A	負債D	
流動資産	自己資本: K	
長期投資	払込資本金: K 1 券面額を1元とする。	
固定資産	資本公積金: K 2 ①払い込み剰余金②受贈益剰余金③法定資産評価益	資本準備金
	利益公積金: K 3 税引き後利益の10%。資本金の50%を超えた場合は、積立を必要としない。	利益準備金 処分利益の10%。資本金の4分の1に達すれば、積立を必要としない。
	法定公益金: K 4 税引き後利益の5~10%: 従業員の福利にあてる。	なし
	未分配利益: K 5	配当可能利益

(出所) 志村・奥島 [1998]。

を構成する項目のなかで、特異なものとして、公益金という項目がある。これは、従業員に対する福利支出のために引き当てることが求められている項目であり、のちにふれる従業員向けの年金・保険債務を株式に転換した場合ここに計上されることもある。この年金・保険債務は、本来負債に計上されるべき項目であるが、中国では公益金(K4)の形で資本項目に繰り入れられている。これは、資本金の一部が将来流出することが確定していることになり、本来の資本項目の意味を損なうものである。長期的には改善が必要であろう。

2. 破綻企業処理の法的枠組み

こうして国有企業の資本と財務をめぐる制度は、ほぼ西側の仕組みと同じものとなったといえる。すでに破綻した企業をいかに社会的な損失を少なくする形で処理するか、という点が残る問題となった。これは、本章の焦点でもある。この点を検討するために、まず現在の中国における破綻企業処理の枠組みについてみてみよう。

すでにふれたように、国有企業の経営不振は、過去の制度的な歪みの結果として生じている部分が多い。つまり、経営破綻の原因が、企業の側のみにあるとは言い難いケースが多い。このため、国有企業の不良債権処理は一律に破産を進める方式をとることができなかった。1988年に(暫定)破産法の形で制定される以前は、業績の悪い国有企業は、「関、停、併、転」(閉鎖、休業、合併、転業)という行政的な指導で管理され、破産という概念が存在していなかった。1988年の(暫定)破産法施行によって、債務超過に陥った企業が破産の対象となることが明文化された。しかし、少なくとも国有企業が債務超過に陥っている状況で、実際に施行された破産の数は抑制されてきた(小林[1999])。

2000年初め現在、中国において企業の債務問題処理に関わる法的な枠組みは、破産法(暫定)と民法のみである。その他の企業債務処理に関する規定

は、個々の改革に関する政府決定などの形で出されてきた。つまり、半恒久的な法律による規定はなく、暫定的な政府決定を根拠に債務・破綻企業処理が行われている。一方企業の再構築をめぐるのは、会社更正法や和議法など、企業存続を前提にした企業の破綻処理を定めた法規はない。再建型の法律が整備されていないということは、破綻処理が始まったが未だ継続価値が清算価値を上回る企業に対して、資産保全など各ステークホルダー保護の考え方が事前に示されていないことを意味する。このため、(1)個別の債権者が取り付けに走ることで、企業価値全体が破壊されるかもしれない。また、(2)特定の債権者が、権力を乱用して破綻プロセスを歪めるかもしれない。(3)マイナーなシェアしかもたない債権者が、個別利益を拡大するためにごね、企業価値を破壊するかもしれない。こうした事態を防止する枠組みが、法律的には存在していなかったのである。このため、企業の破綻処理が非常に恣意的かつ混乱した方式で行われているのではないか、という懸念が生じる。

こうした懸念にもかかわらず、これまで中国では再建型の破綻企業処理をめぐる法整備は進展せず、「少なく破産させ、多くを合併させる」という原則のもと、具体的には行政の判断にしたがう形で破綻企業処理が進められてきた。この背景には、移行期に企業をめぐる多くの環境が変化しているために、法律の形で破綻企業処理の枠組みを設定することがむずかしかったことがある。しかし、中国の国有企業問題をみたとき、政府は行政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、という重要な利害関係者となっている。企業の所有者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、という懸念がぬぐえない。以上のような懸念に対して、実際にどのような形で企業の再構築が行われていたかを、インタビュー調査の結果にもとづき議論する。ちなみに、現在、政府と学界は破綻企業処理をめぐる法的根拠を設ける一環として、企業の合併に関する法律整備の必要性を訴えており、国务院（内閣）は現在、「企業兼併条例」（企業合併条例）を起草中である（陳 [1999]、李曙光 [1999]）。

3. 過去の損失の処理：企業の再構築をめぐる政策

国有企業の再構築にあたっては、全国レベルでは、次のような政策がとられてきている。第一に、1992年末にすべての国有企業を対象に資産再評価作業が始まり、1995年にいったん終了している。これにより、企業の売却が技術的に可能になった。第二に、1994年から始められた「資本構造最適化」と呼ばれる政策によって、所有権の移転も含めた全面的な企業の再構築が始まった。これは、企業の改組と銀行の不良債権償却それぞれに目標枠を設け、総枠で管理する形で、企業の改組・債務処理、および銀行債権の償却を行う政策である(D市でのインタビュー)。このとき、銀行側は不良債権の償却と同時に、貸し倒れ引当金の引き当てを求められるようになり、その比率も順次引き上げられている⁽⁶⁾。しかし、引当金総額は償却される債権額に対して明らかに不足しており、不良債権の償却は自己資本の減少をもたらした。このため、1998年には公的資本注入が行われた。この「資本構造最適化」政策は、1994年に18の都市で試験的に始まり、1996年には58都市、1997年には100都市にまで拡大している。不良債権の処理を「破産・清算方式」とその他の「合併・再建方式」に分けたとき、1995年から1999年にかけて「破産」によって、不良債権全体の5%が償却されたという。また、「合併・再建方式」によって不良債権全体の8%から10%が処理されたという(中国人民銀行へのヒアリングより)。

第三が、国有企業の財産権売却を事実上認める政府の方針転換である。「国有企業の戦略的改組」という表現を用い、国家資本を自然独占、安全保障、ハイテクなどの業種に集中し、競争的な産業からは退出する、という原則を打ち出した。この「大をつかみ、小を放つ」と呼ばれる原則の提示を受けて、中小企業の売却が一気に進んだ。この第二、第三の政策の流れで行われている債務処理のケースの実際を後にみる。

第四に、1999年から始まったのが、「債務の株式転換」である。これは、銀

表10 不良債権処理をめぐる改革の流れ——資本構造最適化政策

年	企業改革	具体的内容	国商業銀行の対応	不良債権償却額	公的資本注入	貸し倒れ引当比率
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80億元		0.7%
1996			貸し倒れ引当比率の引き上げ	238億元		0.9%
1997	「資本構造最適化」モデル都市を拡大			316億元 (300億元)		
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。		(400億元)	2700億元	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	(500億元)		
2000				(500億元)		1.5%

(注) () 内数字は、資本構造最適化策での計画償却額および対応する貸し倒れ引当比率。また、貸し倒れ引当金は一般貸付全体が対象。
 (出所) 楊潤華主編 [1997] 第11章第3節、姜瑋英「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。

行債権を出資の形に転換させ、企業に利子支払いを免除し、経営改善を支援する趣旨の政策である。これは、銀行にとっては、債権が出資に変化し、企業が倒産した場合の債権順位が低下し、また利子収入を放棄することになる措置であるため、抵抗がある。しかし、すでにふれたように、企業の資本不足は誤った政策が原因の一つとなっている。この点については、政府自身も認識しており、一方的に責任を企業に求め、清算する形での処理は不可能である。そのかわり、銀行と企業の双方に責任の分担を求め、政府が銀行と企業の間で債務契約を、強制的に変更させる方式も正当であると考えられている。こうした認識のもと、「債務の株式転換」が導入された⁷⁾。

第3節 四川省小国有企業再構築の枠組み⁸⁾

1. 四川省における小企業所有権改革の変遷

1980年代、中国では国有企業の経営不振に対して、企業の経営自主権の拡大という形で対応しようとしてきた。しかし、こうした対策は成果があがらず、1990年代初めには、改革は次のステップへ移ることになった。国有企業の経営改善のために、所有権の移転という当時のタブーに踏み込まざるをえなくなったのである。企業の所有権の売買は、公有制を建て前としていた当時の体制に反すると考えられていた。こうしたタブーを破る形で、1992年四川省宜賓県では、国有企業を従業員に売却する試みが始まり、数年のうちに四川省の各地に同様の試みが広がっていった。内陸の小さな県で、国家のタブーを打ち破る試みが行われたのは、国有企業の経営不振が住民の生活を脅かす大きな課題となっていたからだ⁹⁾。

楊鋼 [2000]によると、四川省の国有企業の所有権制度をめぐる改革は四つに分かれる（以下、楊鋼 [2000] pp. 8-12に依拠）。第一期は、1980年代から1990年代にかけての時期であり、この時期は、個別摸索期とも呼べるもの

である。この時期、所有権と経営権をめぐる改革は、(1)局地的に個別の企業が試みていた、(2)地方政府はこの動きに対し、態度を表明しなかった、(3)株式合作制（従業員による株式取得）が主な企業再構築の方法であった。このとき、株式の外部への売却は考慮されなかった。また、(4)社会保障制度など関連する制度の改革には着手されなかった。株式合作制は、具体的には、次のような形をとった。①社員に出資を求める株式合作制である。農村部の行政区が、当該企業の土地を共同出資、社員が個人の資金で個人出資する形で、企業の再構築をした。②企業の純資産を社員数で分割し、割引価格で社員に売却する形の株式合作制である。③少人数の社員による株式取得方法の形の株式合作制。④企業内のすべての生産要素（労働力、土地など）を株式化の対象とする形での株式合作制である。この時期の株式合作制の経験が、1990年代中小企業の民営化の下地となった。

第二期は、宜賓県などのモデル地点で、一定の行政地区内での広域的な所有権改革が始まった時期である。(1)政府が積極的に改革の推進を唱え、(2)改革の方法も売却が主な方式とされた。また(3)年金・医療保険・失業保険など関連制度の整備も進められた。第三期は、1994年から1997年で宜賓モデルが省内に宣伝・伝播された時期である。1995年春に3年内に改革を終わらせるという方針が出され、1998年10月までに、7775社の国有中小企業のうち、6335社(81.48%)、都市集団企業8184社のうち5185社(63.36%)、農村集団企業2万6672社のうち2万739社(77.76%)が所有権改革を済ませた。この時期には、債務超過に陥っている企業を破産させ、資産の活性化も進めた。具体的な内容は後述する。

1998年以降の第四期は、所有権改革が拡大から深化へ転換する時期であり、(1)むやみな売却に対して慎重な対応を求める声が出ている。また、(2)売却後の所有権構成に関する問題点があげられるようになった。つまり、はたして従業員に均等に株式を分配する方式が有効なのか(均等分配問題)、売却のあと「国家株」が残存することがよいのかなどの問題である。この点については、事例研究の部分で触れる。

2. 利害関係者の構成と特徴

中国の国有企業の債務処理に関わる利害関係者（ステーク・ホルダー）は、次のようなメンバーで構成される（表11）。バランスシート上に表れている利害関係者としては、債権者（優先請求権者）と出資者（劣後請求権者）がある。債権者としては、(1)国有銀行と(2)企業・個人（売掛金など企業や個人保有の債権）がある。また、出資者は、国有企業の場合は(3)政府である。具体的には、1990年代初めに国有資産管理局が各地に設置され、この部門が企業の所有権を代表する形になっている。このほか、中国の文脈で特徴的なのは、従業員の請求権である。例えば、企業の再構築の後には、株式合作制とよばれる形で、(4)従業員が株主となるケースが多い。この従業員から転換した株主の請求権が正当に保護されているかどうかは、次の簿外にある年金債務の請求者としての性格と絡んでくる。

そして、この簿外の債務として、この(5)従業員に対する年金・医療・失業保険支払い債務がある。賃金などの遅配が生じた場合には、当然のことながら簿上債務としての賃金が計上される。この利害関係者間の利益関係が、どのように調整されていたのかを以下で探っていく。

表11 国有企業の利害関係者

	利害関係者	権利の形式	備 考
バランス シート上	資本 財政局 (国有資産管理局)	資本金	国務院所有、各級政府管理
	負債 国有金融機関 非国有金融機関 取引先国有企業 取引先非国有企業	借入金 借入金 売掛金 売掛金	償却には、財政局の許可が必要 償却には、財政局の許可が必要
バランス シート外	従業員	年金債務（退職後年金、失業保険、医療保険）	計画経済期に福利厚生などの年金債務を物的に支払う条件で、低い貨幣賃金を受け入れた。

(出所) 筆者作成。

以上の利害関係者の性格を、調査した範囲からまとめると次のようになる。第一に、おもな優先請求権者（債権者）である銀行は、（政府の言いなりという受動的な役割ではなく）通常の債権者として振る舞っている。しかし、国有銀行の場合は、後述するように、企業再建プロセスを政府が管理しており、銀行が主導的にこのプロセスを進めることはない。もう一方の優先債権者である企業間信用の債権をもっているのは、国有企業である。しかし、企業間債権に関しては、銀行債権に比べ、はるかに保護規定が少ない。国有企業間の売掛金に関して償却を行い、損失を確定する場合は、政府（この場合は、財政局）の認可が必要になってくる。

第二に、出資者または劣後請求権者が、行政の役割をもっていることが、国有企業の再建プロセスの特徴である。政府は、国有企業に対して、三重の性格をもっている。一方で出資者であると同時に、行政監督者としての関与もある。また、企業の人事権も政府が握っている。このとき、それぞれの役割が複合化した結果、期待しない結果が生まれる恐れがある。(1)政府は、行政者としての権限を利用し、例えば破綻した企業に対してもっていた請求権がゼロになるべきところを補填しようとするかもしれない。また、(2)行政担当者として、社会安定を確保すべきという政治的な役割が期待されている。このため、人員削減にブレーキをかけるインセンティブがあり、これが企業の再構築過程に影響を与えるかもしれない。具体的には、失業者の拡大を抑制するように求められている。さらに、計画経済時から1990年代半ばまで、政府は銀行信用を数量的に配分させてきた。このため、(3)債権者である銀行からみた場合、過去の貸出の結果に対して政府にも責任がある。こうした政府の多面的な性格、とくに出資者（劣後請求権者）であると同時に行政監督者でもあり、債権者（優先請求権者）へ圧力をかけることができるという関係は、企業の再構築過程になんらかの影響を与えようと考えられる。この点を、のちに詳しくみていく。

第三の主要な利害関係者である従業員も、歴史的な経緯から特徴的な権利をもっている。中国の国有企業は、計画経済時代に、住宅・年金などのほか

に、医療保険・失業保険などを実物支給（医療サービス・就業機会の提供を保証していた）する代わりに、貨幣賃金を低く抑えてきていた。この従業員に対する年金・保険債務の支払いをどう処理するかが、中国の国有企業を再構築する際の大きな焦点である。年金・保険債務を企業が負うことは、市場経済もとの企業でも広くみられる現象である。企業が年金・保険債務を従業員に代わって負担することで、良質な従業員を確保することができ、また資産運用面でも規模の経済性が得られることから、結果的にはコストの低減につながると考えられているからである（ボディ=マートン [1999] 第18章）⁽¹⁰⁾。中国では、過去の経緯から抱えている年金・保険債務をいかに確定するかという歴史的な問題と、将来についてはいかに効率的なシステムを導入するかという普遍的な問題に同時に取り組んでいる。

この年金・保険債務は、今回の調査の対象地では、三費（三つの費用：養老年金、医療保険、失業保険）と呼ばれていた。この三費を支払うことで、国有企業は年金債務を明示的に負担したことになる、従業員を解雇することが可能になる（額の多寡は一定ではない）。このため、この三費は、安置費もしくは改革費用とも呼ばれている。この三費の支払いをルール化することで、国有企業の再構築をスムーズに行うという原則は、四川省の中小国有企業改革のなかで経験的に広がってきた措置である。

実際、企業の再構築が行われる際、この年金・保険債務の支払いが適当な形で行われているかは、次節の事例研究で確認するポイントの一つとなる。労働者という利害関係者に関して、その正当な利益を保護し、所得分配順序の維持という、効率的な破綻処理の要件が達成されていたかを検討することになるからである。例えば、(1)従業員が株主になった場合、従業員が株式取得に対して支払った対価は、直接的な貨幣支払いだけでなく、この年金保険債務部分も含まれていないか。(2)支払われた安置費は適当な水準であるか。(3)従業員の請求権が保護されたかどうかを評価するには、この年金・保険債務部分の扱いから検討できる。

3. 所有権の確定

四川省の国有企業の再構築は、企業間の完全な自発的な取引として行われたわけではなかった。企業は、計画段階から政府の認可を経ながら再構築プロセスを進めている。実際の再構築のプロセスを楊綱 [2000] 第4節は次のように紹介している。

まず、第一のステップは、民営化への所有権構造の改革・民営化に関する知識を広め、経営者と従業員の間での認識を統一する。そのうえで、企業は、所有者である政府の代理人である主管部門に対し所有制度の改革案を申請する。このときの申請書には、(1)企業の概況、(2)企業の再構築を行う理由、(3)企業再構築に対する従業員の認識度、責任の所在など、再構築を行うF/Sが完成しているか、(4)改組の計画、(5)前年度および直近四半期の企業財務状況などを報告する。主管部門は、この申請書を審査し、15日以内に判断を示すことになっている。適当と判断した場合は、企業の申請書にみずからの認可報告をつけて、企業の再構築プロセス全体を管轄する政府部門（具体的には、経済委員会、財政貿易委員会、体制改革委員会などで、地域によって異なる）に送る。改革担当部門は、10日以内に判断を示す。政府の主管部門と改革担当部門は、具体的な企業の再構築案の作成を担当する。

第二、三のステップとして、企業自身で、債権・債務関係、資産状況の洗い出しを行う。その後外部の会計士事務所などによる資産評価が行われ、企業の価値が認定される。このときの企業価値は、所有者を代表する国有資産管理部門に報告される。

その後、第四ステップとして、企業の資産に対する所有権の確定を行う。このとき、「投資したものが所有する」という原則で判断される。具体的には次のような点が考慮される。(1)国家からの最初の投資がどのくらいであったのか。(2)その後の企業自身の蓄積はどのくらいあったのか。(3)従業員による蓄積がもたらした企業の蓄積はどのくらいあるのか。とりわけ経営者個人の

貢献がとくに大きい場合は評価しなければならない。この部分は、純資産の10%から15%を目安とし、共同所有もしくは個人に分配する形で分配する。そして、(4)従業員に対する債務はどのくらいあるのか。未払いの賃金やボーナス、福利・社会保障などの債務である（楊鋼 [2000]）。

このとき、各利害関係者の貢献がどのように評価され、請求権がどの程度保護されているかについて、次のように整理できる。第一に国家に対する評価である。まず、過去に行った出資に対する権利は基本的に守られる。しかし、実際には、政府の過去の出資が非常に少なかったり、まったくなかったりというケースが多い。この歪みをかぶってきたのが、もう一方の利害関係者である従業員である。従業員に対しては、年金や福利部門の債務に加え、通常の報酬である賃金やボーナスが遅配されていたケースもある。この債務を根拠として、企業の純資産に対する請求権が付与される。これに加え、過去の従業員が純資産の拡大に対して行ってきた貢献を根拠として、請求権が付与されるケースもある。これは、通常とらえられている従業員に対する企業の債務を超えた評価である。この過去の貢献をもって、企業の純資産に対する請求権を付与することが本当に正当化できるのかが、この企業の再構築を評価するポイントとなる。

以上の所有権の確定を経ると、第五、六ステップとして、財産権の売却、従業員の処遇、債権債務処理の具体案をまとめた企業の再構築案が提出される。その後、企業の法令を遵守しているか、企業の実状に即しているか、そして従業員代表大会で議論されたか、がチェックされたうえで、主管部門と改革担当部門からの政府案となる。その後、政府内での調整が進められ、最終的に企業の再構築案が決定される（楊鋼 [2000]）。

第七ステップは、再構築の実施である。(1)財産権の売却・社会資本の募集、(2)社会保障局への退職者の移管、(3)新会社の経営陣の構築、(4)債権債務継承の手続きなどが行われる。この再構築完了後、第八ステップとして、改革担当部門である体制改革委員会が、案どおりに再構築が実施されているか、その後の効果はどうか、など事後的な検査をすることになる（楊鋼 [2000]）。

4. 企業再構築の方式

以上の所有権の確定は、いわば企業の利害関係者間の調整プロセスである。このように請求権を明確化したあと、どのような形での経営の建て直し、企業の再構築の方法があるのかを次にみよう。先にふれたように、中国における企業の再構築は、「資本構造改善政策」のもと、全国規模で行われるようになってきている。具体的にどのような方式の再構築が行われ、どのような効果があると考えられているのか。この点について、全国レベルでの調査を行った中国人民銀行金融研究所[1998]と、四川省の改革を包括している楊鋼[2000]の議論でみてみよう。

中国人民銀行金融研究所 [1998] は、100あまりの国有企業の債務問題に関して行った大規模かつ詳細な調査の結果である。債務処理には次のような形式が観察されることを報告している。具体的には、(1)株式化、(2)買収合併、(3)合併、(4)経営委託、(5)資産の部分売却、(6)ローン担保転売、(7)破産、の七つである。この七つの方式は、元の企業が残存される程度に応じた順序でもある。そして、多くの場合、企業を買収する側のコミットメントの大きさの順でもある。

この再構築の方式のうち、企業の原形をとどめるといって意味で、株式化による資本構造の改善が最もよい方式である、という認識がある。これについては、楊鋼 [2000] も、「さまざまな見地から、企業全体を売却することが最も理想的である。この結果、経営状況の良い企業も悪い企業も企業全体の売却が考慮される」と指摘している (楊鋼 [2000] p. 15)。そして、この結果、地方政府はできるかぎり、この企業全体の売却方式を選択する傾向が強い、と指摘している。この「さまざまな見地」が何をさすのかは、具体的に議論していないが、雇用の確保・無形資産の維持という観点を念頭においていると考えられる。

表12 企業再構築の方式

方式	特徴	パターン
<p>1. 株式会社による資本構造の改善</p>	<p>とくに大型企業に対して、負債比率の引き下げと経営の改善に効果があるといわれている。</p>	<p>①株式公開 ②私募発行の形での増資 ③国有株の譲渡</p>
<p>2. 合併</p>	<p>企業合併方式の最大の特徴であり、企業買収、資産買収(営業譲渡)、破産と移った方式との違いは、債務関係の移転にある。企業合併の方式をとった場合、公司法第184条により、債権債務関係が自動的に移転すること(2000年)が定められている(陳麗浩「2000」)。つまり、合併方式は、債権者の合意が得られやすい方式といえる。</p>	<p>①株式上場：(a)業績のよい企業が企業形態の変更を行うと、(b)業績の悪い企業が債務弁済のため資産リスストラを行う場合がある。後者のケースが債務処理の意味合いをもつ。また、(c)上場を制限されてきた私営企業などが、業績の悪い上場企業の株を買って、上場企業を傘下に収めて、株式市場からの資金調達を可能にする「借殼」、また買収した上場企業に母体企業を買収させ、自分も上場企業に変身する「買殼」と呼ばれる方式がある。</p> <p>②私募発行：まず国有企業の資産評価を行って法人化し、また国家の出資比率を確定したあと、財政からの委託融資を出資の形に転換する、再評価による評価益を資本準備金とする、また新たに外部から出資を募るなどの形で、資本構造を改善する方式である。</p> <p>③国家株の譲渡：ある程度の制限があるが、確実に増加している。具体的には、(a)国有株を有力な法人に譲渡する方法、(b)従業員に売却する方法(「株式合作制」と呼ばれる)があった。この方法は、企業の従業員に対する債務を株式に転換するものともいえる。</p> <p>①：大規模な経済を達成するために行われている同一業種企業の大規模の経済を達成するための同一業種企業などで、合併がある。</p> <p>③：実力のある企業が経営上の必要性から、状況の悪化している企業を買収する、というケースである。自発的な買収は、各地に取られた財産権交換所(中国語では、産権交易所もしくは産権交易中心)と呼ばれる非上場企業の売買市場を通じて行われる。</p>
<p>↓</p>	<p>①同一産業内での構造調整の一環としての合併。産業政策による。 ②政府主導の形での「お見合い」による合併。 ③企業同士の自発的交渉による合併</p>	

3. 合併	国内・国外企業との合併での新たな企業の設立。	①外国企業との合併 ②国内企業との合併	企業の外からの資金導入の方法として、合併がある。これは、外国企業との間で行われるもののほか、業續の思わしくなくない企業が、国内の他地域の有力企業との合併によって、債務問題を解決しようとするケースは広くみられる。①リースは、企業資産の使用料を払って経営をしてもらう方式である。経営委託期間に増加した資産が請負人に帰属する。②請負制は、この増加資産が所有者である国家に帰属する場合である。また請負制の場合、目標値を超過した利益が請負人に帰属する。
4. 経営委託	経営委託と合併の違いは、前者は企業所有権関係に変化が生じず、債権債務関係に関しても規定がない点である。業續の悪化した企業は、委託を受けた企業の監視下におかれ、経営改善に努めることになる。これは、委託を受ける企業のコミットメントが少なくなる方式である。企業のかなかの相対的により資産部分を分離・売却する。	①リース ②経営請負	債務逃れの一つの形となった。銀行が担保物件を占有し、業續のよい経営主体にまた転売する。この受け手である企業は、銀行から譲り受けた資産を出資する形で、経営不振に陥ったもとの企業とともに合併会社を設立し、破産・清算方式は、1988年破産法施行以降可能になり、1994年の「資本構造最適化」政策の展開により、広く行われるようになった。実態をみると、(a)債権者である銀行主導で、赤字をくい止めるために、破産が申し立てされ、清算が行われるケースと、(b)債権者の利益を保護することなく、債務逃れのために企業自身が破産を申し立てる場合がある。この後者のケースの場合は、往々にして、もとの企業の実態は多化せず、新たな看板を掲げ、生産を継続しているケースが多いという。
5. 解体売却			債務逃れの一つの形となった。銀行が担保物件を占有し、業續のよい経営主体にまた転売する。この受け手である企業は、銀行から譲り受けた資産を出資する形で、経営不振に陥ったもとの企業とともに合併会社を設立し、破産・清算方式は、1988年破産法施行以降可能になり、1994年の「資本構造最適化」政策の展開により、広く行われるようになった。実態をみると、(a)債権者である銀行主導で、赤字をくい止めるために、破産が申し立てされ、清算が行われるケースと、(b)債権者の利益を保護することなく、債務逃れのために企業自身が破産を申し立てる場合がある。この後者のケースの場合は、往々にして、もとの企業の実態は多化せず、新たな看板を掲げ、生産を継続しているケースが多いという。
6. ローン担保転売	銀行主導のもとで行われる債務処理方式である。		債務の返済が不可能になった企業に対し、銀行が担保物件を占有し、業續のよい経営主体にまた転売する。この受け手である企業は、銀行から譲り受けた資産を出資する形で、経営不振に陥ったもとの企業とともに合併会社を設立し、破産・清算方式は、1988年破産法施行以降可能になり、1994年の「資本構造最適化」政策の展開により、広く行われるようになった。実態をみると、(a)債権者である銀行主導で、赤字をくい止めるために、破産が申し立てされ、清算が行われるケースと、(b)債権者の利益を保護することなく、債務逃れのために企業自身が破産を申し立てる場合がある。この後者のケースの場合は、往々にして、もとの企業の実態は多化せず、新たな看板を掲げ、生産を継続しているケースが多いという。
7. 破産	最後の方式が破産・清算処理である。		債務逃れの一つの形となった。銀行が担保物件を占有し、業續のよい経営主体にまた転売する。この受け手である企業は、銀行から譲り受けた資産を出資する形で、経営不振に陥ったもとの企業とともに合併会社を設立し、破産・清算方式は、1988年破産法施行以降可能になり、1994年の「資本構造最適化」政策の展開により、広く行われるようになった。実態をみると、(a)債権者である銀行主導で、赤字をくい止めるために、破産が申し立てされ、清算が行われるケースと、(b)債権者の利益を保護することなく、債務逃れのために企業自身が破産を申し立てる場合がある。この後者のケースの場合は、往々にして、もとの企業の実態は多化せず、新たな看板を掲げ、生産を継続しているケースが多いという。

解体

(注) 方式の1～7は、企業の再構築にあたって、企業の原形がとどめられる程度が大きい順を表している。
(出所) 中国人民銀行金融研究所 [1997] pp. 5-9をもとに筆者作成。

第4節 効率的・公平な処理が行われたか

1. 調査対象地域・企業の概要⁽¹⁾

1999年9月、合計15社の企業を調査した。四川省Q県、X県、Y市、Y県、D市に位置する企業である。表13には、この15社のうち実質的な私営企業と上場企業を除いた、13社の再構築方式をまとめた。このうち、Y県およびY市(5社)、D市(5社)の企業のヒアリングを行った。ここでは、まずY県とD市全体の所有権改革の概要をまとめる。

(1) Y県の所有権改革

(i) 所有権改革の先陣

Y県は、四川省南部、雲南省との省境近くに位置するY市のなかの県である(日本の町にほぼ相当する行政単位)である。この県には、66社の予算内国有企業(計画経済の対象となる企業)があったが、1990年には総資産・負債比率は平均で85%に達し、赤字企業の比率は70%、赤字総額は4000万元に達していた。また、財政部門も赤字が続き、県の経済全体が危機に瀕していた(Y県人民政府[1999a])。そして、賃金支払い遅滞に怒った労働者によるデモが頻発する事態にいたっていた(四川省体制改革委員会でのインタビュー)。こうした状況のなかで、当時のY県政府の指導層は、それまで行われてきた国有企業の請負制の限界を悟り、改革の試みとして国有企業の売却、具体的には従業員への株式売却を真剣に検討しはじめた。そして、1992年から売却を開始したのである(Y県人民政府[1999a]および四川省体制改革委員会へのインタビュー)。

(ii) 債務処理の実際

このとき、Y県では、前節で整理した七つの方式のほぼすべてが試みられた。そのなかでも、従業員への株式売却が主な方式となった。国有企業の資

本不足問題を解消するためには、なんらかの形で外部からの資本導入が必要である。外国資本、内国資本、それから、利害関係者である財政、銀行、そして従業員が潜在的な資金の出し手と考えられる。内陸部にあるY県にとって、外国からの投資がほとんど望めない。また当時は国内企業への企業売却は正式には認められていなかったため、外国資本もしくは内国資本による新たな出資を仰ぐことは不可能であった。また、財政も赤字であったため、国有企業へ政府が増資を行う体力もなかった。また、銀行はすでに大規模な債権を抱えており、出資という形でさらにコミットメントを強めることには消極的であった。結局、事態を改善する選択肢としては従業員への株式売却しか残っていなかった。

(iii) 企業改組の結果

Y県では1998年末までに66の国有企業すべての改組が終わっている。具体的には、34社が株式会社化、合併が2社、合弁が2社、リースが15社、請負経営が8社、そして破産が1社となっている（Y県人民政府 [1999b]）。66社のうち、破産・清算型の処理が適用されたのは、わずかに1社である。その他は、再建型の債務処理が行われ、そのうち34社50%あまりが、株式会社化による資本構造の改革という方式を選んだ。

以上の債務処理方式が適用された結果、債務問題の軽減に一定の効果が現れたという。改革前の1990年には、Y県全体の銀行貸付は総額1億6000万元のうち6000万元、全体の37%が延滞債権となっていた。また、利子支払いも遅れがちで、貸付利子回収率は60%程度になっていたという。またY県工商銀行も似たような状況にあった。延滞債権の比率は38%、貸付利子回収率は65%であった。こうした状況は、債務処理がひととおり完了した1996年にはかなり改善している。まず、Y県全体での不良債権比率は22%に低下し、元金の返済も始まり、その額は2800万元にのぼった。Y県工商銀行の場合は、不良債権比率が19%にまで低下し、貸付利子回収率は85%にまで回復した（中国人民銀行四川省分行 [1998] pp. 266-270）。

表13 調査対象

企業 の 方法	改組による 資産の変化	適用企業(製品)	調査日	再構築 年	再構築前の資本構成 と経営状況	再構築前の純 資産(万円)	再構築後の資 本金(万円)	再構築前の銀 行負債(万円)
1. 国有株の 売却	a. 純資産を株 式化・すべて 従業員に売却	①LS公司(石鹼と 洗濯洗剤:D 市)	1999/9/22	1995	国家全額出資 27年赤字なし 総資産3400万	1150	740(1150- 410:年金債 務)	不明(運転資 金融資は 1200)
		②YD公司(小型 モーター:Y市 T区)	1999/9/21	1996	国家全額出資 総資産6500万(うち 非生産性資産2100 万)。赤字はなし。 ・負債比率76%	1280	532 (1280- 616)×0.8	3344 (4400× 0.76)
		③WH公司(雷 管:Y県)	1999/9/20	1995	国家全額出資 総資産1400万	630	378	1100(銀行融 資850:政府 融資150)
		④YS公司(アイス キャンディ:D 市)	1999/9/22	1994	国家全額出資 総資産642万 負債比率52%	311.7(1)	166.84	330(642-311.7)
		⑤YF公司(印刷: Y県)	1999/9/20	1992	国家全額出資 総資産170万,企業蓄 積10万 負債比率87%	38	55	70
		⑥SC公司(建設請 負:Y県)	1999/9/20	1992	国家全額出資 窯業工場から9人が 独立。起業。	20.84	65.8	なし
		2. 買収・合 併	体力のある企業 に、買収もしくは 合併され、債 務を移転する。	⑦LJ公司C分公 司(ビール:X 県)	1999/9/16	1998	郷鎮企業LJが国有 企業Cを買収。 総資産3億7000万 負債比率80%	10000
⑧SH公司(製 業:Q県)	1999/9/17			1996	YH公司(私営企業) がS6廠(国有企業) を全額買収。 総資産1400万。負債 2200万,債務超過800 万。	-800	621	2200
⑨HY公司(段 ボール箱:D 市)	1999/9/23			1997	集团所有企業Zが集 団所有企業Tを合併	1200(900(Z)+ 300(T))	480(1200× 0.4)	0(Z)100(T)

企業の再構築

銀行負債の処理	再構築後の資本構成	再構築後の資本配当	再構築後の所有と経営の関係	対労働者債務の扱い	労働者の取支	財政の取支
新企業が引き継ぐ。	・国有株45% (406万元) 従業員持ち株55%。1株=9780元。総株数415。 ・負債比率68%	不明	第一期董事会の保有株67 (16%)、第二期62。中間層は、3株保有でできる。経営層の保有比率が高い。	従業員1人当たり1.2万元=総額410万元の年金債務は保護。	1.2万元の年金債権は確保。別途、株式を購入し、所有者となる。	国家株売却益406万元。410万元の企業の年金債務を肩替り。4万元赤字。
すべて引き継ぐ。	・負債比率73%	平均配当率10%	経営層は2~4万元、中間幹部は1.3~1.4万元、一般労働者は7000元。所有は分散している。	純資産の割引分616万元を、医療費と住宅費として企業に留保。離職する場合は、現金化可。	年金債権相当を確保。別途株式を購入。	国家株売却益532万元。純資産の割引分133万元で企業の年金債務を肩替り。
おそらく引き継がれた。	・負債比率36%	配当率25% (95), 24% (96), 6% (97), 平均18%ぐらい。	512人の社員のうち506人が株式を均等保有。その後、景気悪化時に若干移動があった。未分配株を経営層の奨励金として不均等化しつつある。	純資産と総資本の差額がある。これが、年金債務として処理された可能性がある。	純資産と総資本の差額を年金債権にあてられたのであれば、年金債権を確保して株式購入。	国家株売却益406万元。252元方で、企業の年金債務を肩替り。
引き継ぐ。	・1株=4000元、総株数417株。51名の従業員が株式として購入。 ・負債比率30%以下	98年配当率1850元/株=46% (2割税金がかかる) 現金配当。	董事長が30株。董事会・幹事会メンバーが全体の2割を保有。中間幹部は4株。	年金債務は1人=7000元。総額144.9万元は保護。企業内に留保。	年金債権は確保。株式保有と年金債権は分離。	国家株売却益166.84万元。144.9万元企業の年金債務を肩替り。
引き継ぐ。3年で完全に返済。	・総資本55万元。1株=3000元 ・負債比率57.6%(2)	平均配当率500~600元/株=16~20%。未分配利潤38万。企業内留保321万。	董事長=総経理が6分の1保有。副総経理3人が6分の1保有。経営層に所有が集中。	純資産と総資本の差額がある。これが、年金債務として処理された可能性がある。	不明。	国家株売却益38万元。
なし。	1株=1000元、658株発行。9人で有限会社化。	現金化も留保も認めるが、極小化。	株主数30人余り。総経理が10%余りを持つ。経営層に所有が集中。	確保されず (類推)	年金債権を放棄して、株式を別途購入。	国家株売却益20.84万元。
LJ引き継ぐ。純資産1億元のうち4000万元を子会社の債務処理に。3000万元は非生産性資産。	3000万元=760万元 (国有株)+1440万元 (LJ)+800万元 (社員)	配当率30%	総経理5万元、副総経理3万元、部門経理1~1.5万元、ホワイトカラー=8000元、ブルーカラー=5000元。	不明	年金債権の扱いは不明。別途株式購入。	国家株売却益2240万元。
2200万元のうち、1400万元はSH会社の負担、800万元は地方政府の所得税と増値税の免税により支払う。99年9月で、後者の残存は130万元。	YHが10%、海外留学生25%、その他個人25%。	不明	董事会7人 (YHから3人、自然人、外資)は、全員株式を持っている。総経理は5%。所有と経営が一致。	元の企業の347人の従業員のうち、200人は新会社で引き継ぐ。100人は、安置費1人平均1万元ぐらいをSH会社が支払い、解雇。残り40人余りは退職し、年金生活。	被解雇者は1万元の安置費を定額で確保。残留者は、企業が負担。	債務800万元を負担。国家株売却益621万元。
合併企業が債務を負担する。	交換比率は3 (T) : 1 (Z)。株式は、配当の根拠となる。現金払込をしていない株は売却できない。	配当率8%。銀行利子よりやや高い。	董事長4.6万元、最低5000元、平均2万元。	純資産の60%は、集団株とされ、退職金の原資とする。1人=9350元	年金債権を確保。残余請求権は得たが現金払込はしない。	財政に対して、直接的な負担と利益はない。

企業	企業リストラの方法	改組による資産の変化	適用企業(製品)	調査日	再構築年	再構築前の資本構成と経営状況	再構築前の純資産(万円)	再構築後の純資産(万円)	再構築前の銀行負債(万円)
解体	3. 合併	外部からの出資を仰ぎ、合併企業を設立する。	⑩MH公司(小麦粉:D市)	1999/9/23	1997.5 契約 1997.7 生産開始	国有企業Jが、有力私営企業XXと新会社MH公司を設立。負債3000万円 総資産不明	1260(3)	3600(4)	3000
	4. リース	売却先が見つからない企業について、従業員・設備のリースを行う。	⑪F市RC公司(住宅床用タイル:D市)	1999/9/23	1997	広東省のFが、国有企業JTをファイナンス・リースで支援。初期総資産5000万円うち銀行融資3000万円。財政出資2000万円。累積赤字3000万円。	不明。リースによる変化なし。	リースによる変化なし。	3000
	5. 破産	a. 破産後、資産の公開売却	⑫CM公司(機械?→醸造設備:Y市T区)	1999/9/21	1998	総資産1100万円 負債1360万円 債務超過260万円	1000(清算価値)	3000(清算価値+2000:新規投資)	1360
	b. 破産後、旧企業の従業員が清算資産を購入	⑬WQ公司(製茶:Q県)	1999/9/17	1998	総資産707万円 負債1500万円 債務超過793万円 負債比212.3%。	260(清算価値)	資本金260 総資産380	1500	

(注) (1) 資本金166.84+年金債務144.9=311.74。 (2) 金融機関債務がゼロであるため、ここと仮定した。

(4) 総資本は、持ち株比率と出資構成から推定。1000万円(固定資産)+600万円(流動資産)

(5) 配当率=配当金/払い込み資本額

(出所) 1999年9月アジア経済研究所調査ノート、「D市政府副市長談話」、1999年9月「Y県」、

(2) D市の再構築方式の実際

D市は、四川省の東北部・湖北省との省境に近い都市である。35万の人口を擁する大都市であるが、省都の成都から汽車で7時間という距離にあり、外国からの投資はあまり期待できない。このD市全体では、ちょうど100社の国有企業が存在しているが、1998年末までに87の企業が、資本構造の変更を含む改革を行っている。D市は、対従業員向け債務に関して、安置費を支払えば国有企業は従業員との雇用関係を断絶することができる、という基準を初めて設けた地点である。

銀行負債の処理	再構築後の資本構成	再構築後の資本配当	再構築後の所有と経営の関係	対労働者債務の扱い	労働者の取支	財政の取支
設備投資用借入1000万円を買取側X会社が負担。残りの2000万円は元の企業に残り、政府が弁済。新規借入なし。	買取側XXが、無形資産(純資産の20%以下)+流動資金(600万円)+債務弁済(1000万円)で合わせて、65%の株式を市糧食局がもつ(固定資産を投資した)。	利益は、法定資本準備を除いて、すべて配当される。市糧食局は、この配当から、残存債務および未払い金を支払う。内部留保なし。	XX集団は株式の65%をもち、管理者も派遣。所有者を代表する経営者が来ているので、所有と経営の一致度は高い。	400人以上の元従業員のうち、150人は新会社が入社し、150人は、再就職センターへ、100人は退職者で政府が引き入れた150人の年金保険は新会社が負担。	解雇された350人に関しては、年金債権を確保できず。企業に原資がない。	35%分の配当が利益。その他、失業・退職者の年金基金負担、残存債務2000万円、その他流動負債は政府負担。
債務のうち元本は放置されている。政府が、リース料から利払いを続けている。政府は破産を検討中だが、債権銀行が同意せず。	所有権構造は不変。リース側のFが、流動資産200万円、技術改造投資500万円を投入した。リース期間が終了すると、すべての設備が無償で旧企業に譲渡。	リース側Fが、DJに対して、リース料を払う。DJは、このリース料の4割を未払金支払い、3割を利払い、3割を解雇者・退職者の年金債務支払いに当てる。	所有は旧DJ系統であるが、経営はリース側F。	270人の元従業員を250人に減らした。150人は働いているが、100人は新規ラインが完成するまでの遊休状態。この100人について、社会保険は企業が負担しているが、賃金はなし。	解雇された人は政府が負担。在職者の年金債権部分は企業が負担しつづける。	リース料が利益。解雇労働者と退職者に対する年金債務を負担。赤字・債務の削減には手がない。
破産企業の清算価値より、安置費を除いた分が回収される。清算率はまだ未定。	董事長が100%株式保有。基本的には銀行融資はなし。1000万円のクレジットラインがある。	不明	所有と経営が完全に一致。	従業員460人+退職者13人を250人に減らした。在職者の社会保険は企業が負担(賃金の26%)、離職者は政府。	解雇された人は政府が負担。在職者の年金債権部分は企業が負担。	清算価値1000万円を、従業員向け年金債務と債務一部弁済に当てる。
破産企業の清算価値より、1500万のうち210万円を返済。	260万円を従業員が買取。新たに銀行から300万円、市財政が150万円借入	「利益に応じて払う。」	所有が相対的に分散しており、経営とずれる。	不明	不明	不明

の負債は買掛金と推測される。(3) 純資産額は、総資本(4)のうち市政府側の持ち分(3600×0.35)

産)+無形資産(全体の20%以下)=買取側の持ち株比率65%。1600/45×100=3600万円。

丸川 [2000], 今井 [2000] および各企業への筆者インタビューメモより筆者作成。

(i) 企業改組の方式とその対象

企業リストラに関しては、「一つの政策をすべてに適用してはいけない」という原則のもとで、多様な形式がとられた。具体的には、(1)株式売却、(2)合併・提携、(3)合併、(4)リース、そして(5)破産となる。これは、前節で指摘されたパターンの範囲に収まっている。その具体的なリストラの方式と特徴などの調査結果は、表13にまとめたとおりである。

表中1.の国有株の売却は、まず検討される手段である。この方式は、企業の資産評価を行ったうえで、純資産=自己資本にあたる部分のすべて、もしくは一部分を売却するもので、売却対象としては企業のみでなく、従業員も

考慮されることが多い。D市の場合も、Y県と同様、四川の内陸部にある小都市であり、外資などに期待できる部分が小さいため、従業員への売却がひるく進められた。LS公司(①)の場合は、相対的に業績の良い企業であったため、純資産の評価額が高く(1150万元)、従業員の負担能力では、純資産すべてを購入することができなかった。このため、純資産の一部を購入し、残りは国有資産管理局の保有する国有株となり、経営層は、国家から国有資産の管理を委託される、という関係が続いている。もう一つのYS公司(④)の場合は、資産評価額が低かった(167万元:資本金)こともあり、すべての株式を従業員51名が購入した。

2.買収・合併は、困難に至った企業を、有力な企業が買収する形式として認識されている。D市郊外の集団所有制企業であるTは、もともとは紡織機器を生産する企業であった。しかし、経営がうまくいかず、3年間生産が停止する状況に陥っていた。D市体制改革委員会は、同じく集団所有制企業であるD市Z廠に、このTの買収をもちかけ、HY工業有限公司(⑨)という新しい企業を設立、Tを吸収合併した。このとき、T、Z双方の取締役会で合併を承認しており、2社の自発的な契約の形をとっている。買収したZ廠側は、250人の従業員および扶養義務のある退職者70人、および100万元あまりの銀行債務を引き受けた代わりに、Tの敷地を手に入れた。そこに、Z廠は移転し、市中心部にあるもとの工場用地を貸し出すことで、40万元から50万元のリース収入を得られるようになった。

3.合併。これは、経営が悪化した企業に対して、技術や設備、工場などを有効に利用するため、有力企業の出資を仰ぐ方法である。JL公司是小麦粉を生産する国有企業であったが、経営に行き詰まった。このため、中国有数の私営企業であるXX集団に、このJLの設備と技術の活用をもちかけた。そして、JL公司与XX集団の合併の形で、MH公司(⑩)が設立された。合併にあたり、JL公司是設備と建物などの固定資産の形で35%出資し、XX集団側は、流動資金および固定資産向けの銀行融資の肩代わり、および商標や販売網などの無形資産の形で65%出資する形をとった。この合併は、実際にはJL公司

の主管部門であったD市糧食局とX集団の間で交渉が行われ、次のように責任が分担された。X集団は、旧JL会社の債務3000万元あまりのうち、1000万元を負担し、残りの部分についてはJL会社の主管部門であったD市糧食局が責任をもつ形となった。また、旧JL会社の従業員150人の雇用も、XX集団側に求められた。以上の取り決めで残った問題は、2000万元の債務の弁済である。これは、分離されて残った企業の借入と買掛金である。これは、糧食局が35%の持ち株に対して払われる配当および所得税を原資として弁済していく計画になっている。

4. リースは、支援側の企業のコミットメントがより浅い形態である。D市JT廠は、1992年に3000万元あまりを投入して設立された建材生産企業である。最初の投資のうち、2000万元あまりが銀行借入で、1000万元あまりが財政からの出資によって始められた。しかし、製品の売れ行きは思わしくなく、1997年には累積赤字が3000万元にのぼった。このため、市体制改革委員会と企業のトップは、経営改善のための合弁相手を求めて全国を回った。前出のMH集団のように合弁の形も探したが、投資リスクを受け入れる相手がみつからなかった。結局、建材用タイルの産地として有名な広東省F市のメーカーで、全国の市場シェア80%というRC会社とのファイナンス・リース方式を選んだ。この契約によって、銀行債務は政府側が責任をもち、RC側はまったく責任を負わない形となった。こうして設立されたF市RC会社D分公司(⑩)は、旧企業であるDJ廠に対しリース料を払う。DJ廠と政府は、このリース料から、未払い金の支払い、銀行借入の利払い、そして退職者およびレイオフ従業員への基本給与などを支払うこととなった。しかし、借入元本返済のめどはたっていない。

5. 破産。債務超過の程度がひどく、これまで述べてきた再建型の方式が望めない企業については、破産を申告し、裁判所の判断で破産法に則って清算を行う。このとき、銀行は初めて、債権の償却が認められる。前述した「資本構造最適化」政策が定めている、銀行債権の償却枠を利用することができるのである。D市は、1997年から1998年にかけて計7000万元、1999年には6000

万元の償却を行う予定である。

以上、企業の再構築の方式を分類した。このプロセスのなかで、各利害関係者の利益と責任は、どのように分配されているのであろうか。銀行債権、対従業員債務、株主資本、企業間債権、そして財政それぞれに対する扱いを以下で整理する。

2. 銀行債権の扱い

(1) 銀行債権保全の考え方

まず、銀行債権の保護に関しては、Y県・D市ともにかなり気をつけている。とくにY県は、所有権改革に関して政治的リスクを含んだものだったこともあり、銀行の債権保全を非常に意識した体制を作った。

(i) Y県の債権保全の仕組み

企業の再構築の際、債権者保護の重要性は強く認識されていた。そして、債権保全のため、次のような原則が出されていた。「銀行債権を保護し、銀行の発展に資する形とすること、また清算の順位は、第一位が銀行、第二位が財政(国有資産)、第三位が企業間債権とする」(Y県人民政府[1999a])。また、企業による債務逃れは、将来の企業と銀行の関係を悪化させ、経済全体の発展を阻害する、という懸念があった。これを防ぐため、政府は「銀行債権債務指導小委員会」を組織し、すべての企業再構築は、この小委員会の承認を必要とする形をとった。

企業の資本構造改善のため、資産の再評価を行う際に、まず銀行債権額相当の資産を保全し、それから改革後に成立する新たな企業と改めて融資契約を結ぶ、というプロセスを定めた。これにより、企業再構築によって、法人主体が変化しても、銀行債権が保護されることになった。合併に関しては、公司法により債権債務関係の継続が定められているが、それ以外の企業再構築に関しても銀行債権保全を義務づけることとしたのである。

また、債務超過に陥った企業に対しては、まず銀行から債権保全を申し立

てることができ、それから裁判所が清算方法を認定し、残余資産の売却などによって、企業の再建を進めることとした。この再建に必要な資金は、企業の自己資金が3割、国有小企業改革発展基金（国有企業売却益をプールした基金、つまり国有資産である）から3割、そして銀行の新たな融資が3割、という形で負担するように求められた。また財政は、減税措置などをもって、銀行への弁済を促進させようとしていた（Y県人民政府 [1999 b] p. 5）。以上のように、いくつかの利害関係者のうち、銀行は明らかに財政に優先されていた。Y県は、国有企業の所有権移転のモデル・ケースであったため、銀行債権の保全にはとくに注意をしたという。

(ii) D市の債権保全の原則

銀行の債権に関しては、(1)企業リストラのプロセスに必ず銀行を参加させる、(2)改組後の銀行への債務の移行手続きを必ずとる、(3)国有株売却の形で企業リストラの場合は、財政がその売却収入の一部から銀行への弁済を行う。そして、企業は財政に対して債務を負う形になる（D市人民政府 [1999] p. 10）。

(2) 調査対象企業の銀行債権の取り扱い

表13に示した調査結果は、次のような特徴を示している。第一に、売却（1.）、買収・合併（2.）の場合は、すべてのケースで銀行債権は新企業に引き継がれている。これは、公司法の規定に準じた形で処理されていることを示している。つまり、公司法の規定によれば、売却もしくは合併の形をとった企業の再構築のケースでは、銀行債権は保全されなければならない。しかし、合弁、リース、破産のケースになると、銀行債権は新企業に引き継がれる保証はなく、事実、調査対象企業の例をみても銀行債権の引き継ぎは行われていない。しかし、企業が継続される場合、つまり合弁とリースの場合、主管部門であり所有者を代表する政府が債務を引き受け、破産する場合には、清算額から弁済するか、銀行側が債権を全額償却する形となっている。結論として、企業が破綻した場合以外は、銀行側は債権を確保できていた。そし

最終的な企業破綻のコストは、財政つまり出資者である国家が負担していた。

3. 企業間債権の扱い

銀行債権と比べ、企業間債権は限定的にしか保護されない。D市の場合、企業間信用の焦げ付きに関しては、改組後の企業には持ち越さないことを原則としていた。政策的にもたらされた焦げ付き(例えば、政府が無理な投資計画を進め、流動資金不足から決済を済ませられない)といった例に関しては、政府が責任をもつ。また、企業自身の経営ミスによるものに関しては、自分自身の体力で消化する。また、長年焦げ付いたままになっている売掛金に関しては、地元の財政局、国有資産管理局の承認を得たうえで償却を行うが、多くの場合、債権者である企業が自己資本を減らす減資の形となる。

Y県の場合も、企業間債権の優先順位が低くなりがちだったようである。清算の際の順位は、銀行、財政に次ぐ、第三位におかれている。この過去から存在している企業間債権の多くは、償却処理が必要と考えられている。しかし、国有企業の不良債権処理には、「所有者を代表する」国家の承認が必要になるため、財政局の承認がなければ、償却ができない形になっている。

4. 従業員向けの年金・保険債務の扱い

(1) 従業員向け年金・保険債務処理の考え方

従業員向け年金および保険債務をどう処理するかは、中国の国有企業改革の核心ともいえる。国有企業の従業員は、退職年金・医療・失業保険を物的に支給する代償として、低額の貨幣賃金を受け入れてきた。この暗黙の契約が存在しているため、国有企業は半永久的に従業員に就業機会を与える義務を負い、解雇が不可能になっていた。経営状況の悪化が進むにつれ、過剰雇用状態は明らかになっており、人員削減は必至であった。しかし、この年金・

保険債務を処理できないかぎり従業員を解雇できない状況が、国有企業改革のネックとなっていたのである。

この問題に関しては、初期には個別企業がそれぞれ処理方法を考えて対処してきていた。これに対し、「安置費」（退職年金、失業保険、そして医療保険）を規定どおりに支払うことで、国有企業はその従業員との縁を切ることができる、という通達を、行政府として初めて出したのがD市である。D市の方式は次のとおりの内容をもっている。(1)安置費の水準を従業員の職歴などに応じて、最低7000元から1万2000元、とする。実際の支給額は企業の支払い能力が関わってくるため、企業の状況に応じて、体制改革委員会が判断し決定することとなっている。(2)この必要額は、企業の純資産から拠出し、企業内に留保する。そして、従業員が退職するときには、この部分を現金で支払う形となっている。これは、企業が新たに従業員に対し債務契約を結んだことになる。

Y県の場合も、(1)企業の純資産から従業員の年金・保険債務を負担するという点は同様である。このときの安置費は平均1万2000元と、D市とほぼ同じ水準である。しかし、(2)こうして確保した年金・保険は、企業内に留保するのではなく、社会保険機構に支払う形となっている（劉・韓 [1998] p. 283）。このとき、この年金・保険債務は社会保険機構に移行され、過去からの蓄積部分に関しては、企業はまったく関与しなくなる。

(2) 調査対象企業の状況

表13にあげた13社のうち、年金・保険債務を全額企業が負担していたのが、株式売却を行った相対的に経営状況が良い企業6社のうち4社（①、②、③、④）、買収合併をした3社のうち2社（⑧、⑨）である。原則として、この年金債務は企業の純資産から拠出され、その結果、再構築前の純資産と新設企業の資本金の差額が、年金・保険債務として支出されている。

一部、とくに解雇された従業員の年金・保険債務を企業が負担できず、財政が負担したケースは、合併を行った1社（⑩）、リース（⑪）、破産をした企

業(⑩)である。それまで勤めていた企業から独立した⑥のケースでは、スパウトした従業員は年金・保険債務を確保できなかったと考えられる。一般的には、経営状況のよしあしにかかわらず、従業員の年金・保険債務は確保されていた。また、従業員への株式売却を行っている企業では、年金・保険債務を株式に転換させるというケースがあることを予想したが、このケースは存在しなかった。これは、一つには、政府が株式への転換を抑制しようとしていたことがある(現地研究者へのインタビュー)。しかし、第二には、企業側の要因がある。企業側からみると、再構築にあたって株式を売却する最大の目的が新たな資金の導入であった。もし労働者への債務を株式に転換した場合、このニューマネーが入らないことになる。このため、企業側も年金保険債務を株式に転換するのに消極的であったと考えられる。従業員の利益が十分に守られたかどうかを検討するとき、調査対象企業で多くみられた1万円前後(約15万日本円)の安置費(年金・保険債権)が十分かどうかを検討する必要があるが、調査対象企業では、年収の2倍から3倍の金額が一般的であり、この額が少なすぎると当事者が認識しているという声はなかった。

以上、個別の利害関係者の利益が保護されたかを検討してきたが、以下ではこの企業の破綻処理プロセス全体を評価したい。まず次項5.で、破綻処理のプロセスが、事後的にも事前の契約どおりの所得分配の順序が維持されたかを検討する。その後、達成された資本構造が最適なものといえるのかどうかを6.で、そして最終的な破綻処理のコストを誰が負担しているのかを7.で検討する。

5. 効率的かつ公平な処理が行われたか

(1) 効率的な破綻企業処理の定義

それでは、調査対象である国有企業の再構築のプロセスが、効率的かつ公平な形で行われたかどうかを整理しよう。ここで、優先請求権者と劣後請求権者間の利害対立と再交渉、その結果として最適資本構成の達成、という

議論を枠組みとして用いる（詳しくは、池尾・瀬下 [1999] および本書第3章参照）。

効率的な清算とは、次のように定義される。第一の条件が、社会的資源利用の効率性である。(1)企業を解散し清算したときの清算価値(L)と、(2)継続したときの継続価値(G)を比べたとき、前者が後者を上回ったときには清算が決定され($L > G$:清算),清算価値が継続価値を下回ったときには継続が決定される($L < G$:継続)。この原則が守られていれば、社会全体として資源利用が効率的に行われていることをしめし、この原則に反する場合は、社会的に資源の浪費が行われていることになる。第二の条件が、時間的整合性である。破綻企業の処理にあたって、事前に決められていた利害関係者の間の所得分配に（できるかぎり）変化がない、という点である。

実際の世界では、利害関係者の間に対立が存在しているため、再構築のプロセスに関する決定権限を誰がもっているかによって、非効率な清算も発生する可能性がある。つまり、清算価値(L) > 負債総額(D)のとき、優先請求権者が破綻処理の決定権限をもっていれば、たとえ清算価値(L) < 継続価値(G)であっても清算が選択され、継続価値(G) - 清算価値(L)分の社会的損失が発生する可能性がおきる。また、劣後請求権者が破綻処理の決定権をもっているとすると、清算価値(L) > 継続価値(G)であっても企業の継続を選択し、社会的には清算価値(L) - 継続価値(G)分の社会的損失が発生する可能性がある。この利害対立を解決するために、優先請求権者と劣後請求権者とのあいだで、次のような再交渉が行われれば、社会的に効率的な破綻処理を達成できる。つまり、継続価値(G) - 清算価値(L) > 0と劣後請求権者が認識したとしよう。このとき、企業の継続による優先請求権者の追加的リスクを劣後請求権者が補償するという形での所得移転を提示することを条件に、優先請求権者が企業の継続を選択するように求めればよい。また、清算価値(L) - 継続価値(G) > 0と認識されるときには、優先請求権者の判断どおりに清算を進めればよい。

したがって、効率的な破綻処理が行われたかどうかを検討するためには、

適切な再交渉が行われ、それにしたがった所得移転が行われたかどうかを検討すればよい。この枠組みをあてはめる前に、中国では特殊な事情があることを指摘したい。つまり、本書第3章および池尾・瀬下 [1999] の議論では、破綻処理の決定主体が、優先請求権者つまり金融機関であることが想定されていた。これは、通常の市場経済の世界では「常識」である。しかし、計画経済から市場経済への移行過程である中国の現状をみると、劣後請求権者が特殊な性格をもっている。すでにふれたとおり政府が破綻処理の決定を行っている。この政府は同時に劣後請求権者でもある。つまり、中国の企業再構築は劣後請求権者主導で破綻処理が行われている。劣後請求権者にとって、企業の継続は、期待収益がゼロから上昇する期待をもたせる一方で、追加的なリスクはない。このため、政府主導で進められている国有企業の再構築のプロセスは、非効率な企業の継続を選択する可能性が強いという懸念がある。

しかし、政府主導での国有企業の再構築のプロセスを効率的なものとすることは、一定の条件のもとで可能である。上のロジックに従えば、優先請求権者は、期待収益の一部もしくは全部を、継続による追加リスクへの補償として要求すればよい。具体的には、優先請求権者が、企業の将来価値にかかわらず、負債総額の弁済を劣後請求権者である政府に保障を求めるなどの形がある。このような再交渉が行われ、非効率な企業の継続が選択されたかどうかを検討するためには、事後的に、劣後請求権者から優先請求権者になんらかの形の所得移転が起こっていたかをみればよいことになる。所得移転が確認できれば、企業の継続は効率的な形で行われたといえる。

(2) 効率的な破綻処理がなされたか：三つの債務超過企業の処理

ここで企業の継続が効率的な形で行われたかどうかについて、三つの債務超過企業の処理について検討する。この三つのケースを検討するのは、再構築以前に債務超過であったことを明示的に認めたためである。残りのケースでの再構築は、国有企業改革という全体の枠組みで、企業の資本構造を変化させただけのケースもあり、真の意味での破綻企業処理とはいえないケース

も含まれているためでもある。調査対象企業13社のうち、再構築以前に債務超過であったことを明示的に認めたのは、同業の私営企業によって買収された⑧と、破産処理にいたった企業⑫と⑬の3社である。

まず、破産後、入札で私営企業家に買収された⑫のケースをみてみよう。この⑫の場合、再構築以前の負債は1360万元、総資産1100万元、債務超過260万であった。この企業に対し、劣後請求権者であり破綻処理の決定権をもつY市T区政府は、破産を宣言し、第三者への売却を決定した。このときの売却価格1000万元は、いわば清算価値である。この清算価値は負債総額を下回っており、優先請求権者である金融機関にとっては貸付元本の回収が望めない状態であった。そして、実際の破綻処理過程では、清算価値から在職従業員に対する年金・保険債務を差し引いたうえで、銀行債権の弁済が行われた。従業員に対する年金・保険債務が、銀行債権に優先された。しかし、解雇された従業員の年金・保険債権は政府が負担した。このケースでは、劣後請求権者は優先請求権者のうち金融機関に対する所得移転は行わなかったが、従業員に対する所得移転は起きている。

⑬は、破産を申請したあと、清算された資産を従業員が買い取り、株式合作制へと移行したケースである。この企業の再構築以前の総資産は707万元、負債1500万元、債務超過793万元である。このケースでの劣後請求権者かつ破綻処理決定者であるQ省政府は、破産後いちど優先請求権者の債権を引き受け、その後企業を従業員に売却して得た収入380万元から、1500万元の負債のうち210万元を弁済した。残りの債務は、銀行自身が償却する形となった。ちなみに、清算価値380万元から、銀行への弁済分210万元を引いた残りは、従業員に対する年金・保険債務、離職者に対する退職金として支払われた。このケースでも、従業員の債権が銀行債権に優先されたのである。ただし、破産後株式合作制に移行しており、従業員が手放しに優先されたとはいいいにくい。このケースでは、政府は有限責任者として行動し、債務弁済が不可能な部分に関しては、銀行の債権放棄を求めた。これには、清算価値に対する債務超過（清算額－負債総額）が、⑫と比べはるかに大きかったことも関連して

いると推測される。このケースでは、劣後請求権者から金融機関に対する所得移転は行われなかった。従業員の債権が保全されたかについては詳しい状況がわからなかった。

最後に、債務超過に陥っていたものの、破産を宣告せず、買収される道を選んだ⑧のケースをみてみよう。この企業は、総資産1400万元、負債総額2200万元、債務超過800万元となっていた。Q県政府は、総資産にひとしい1400万元の債務弁済と交換に、同業の私営企業であるYH会社に売却した。そして、残りの800万元の残存債務を、劣後請求権者であるQ県政府は引き受けた。つまり、有限責任の枠を超えて、責任を負担したのである。この800万元の債務の弁済は、企業が継続することによって得られる収益、つまり税収から負担する形となったのである。つまり、劣後請求権者から債権者に対する所得移転が行われたのである。年金・保険債務の部分は、劣後請求権者ではなく、買収側であるYH会社が基本的に負担した。このケースでは、劣後請求権者は残存債権を負担する形で、優先請求権者である銀行に所得移転を行っている。

表14 債務超過企業の処理

企業	処理法	破綻時の状況	金融機関(優先請求権者)	出資者(劣後請求権者)
⑫	破産	<ul style="list-style-type: none"> 清算価値(1000万元) < 負債総額(1360万元) 清算価値に対する債務超過360万元 	従業員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。	有限責任。負債を全額補償できず。
⑬	破産	<ul style="list-style-type: none"> 清算価値(380万元) < 負債総額(1500万元) 清算価値に対する債務超過1120万元 	従業員向け債権につぐ扱いを受けた。1500万元のうち210万元のみ回収。残り償却。	有限責任。負債を全額補償できず。
⑧	買収	<ul style="list-style-type: none"> 売却価格(1400万元 = 総資産) < 負債総額(2200万元) 清算価値に対する債務超過800万元 	債権は全額保全	無限責任。 清算価値に対する債務超過分を負担。当該企業の所得税と増値税収入より負担。

(出所) 表13より筆者作成。

表15 調査対象企業の観察からみられる利害関係者の優先順位

順位	簿上,簿外別	債権者	扱 い
1位	簿上債務	金融機関債権	政府は、銀行債権保全には大変注意している。Y県の場合、「銀行債権債務指導小組委員会」を組織し、すべての企業リストラを監督。企業改組による法人が変化する場合は、債務の引き継ぎを求めた。
2位	簿外債務	従業員の年金・保険債権	年金、医療・失業保険の支払いをすれば、企業との債務関係が消滅する。
3位	簿上債務	財政	国有資産の売却の際、ディスカウントを認める。また、銀行債務弁済のため減税を認める。企業の所有者として、破綻の最終コストを引き受ける。
4位	簿上債務	企業間債権	清算による順位は低い。一方で、財政は償却を認めないケースが多い。最終的には、ほとんど償却されるだろう。

(出所) 筆者作成。

以上、三つの債務超過企業の処理から、次のような特徴を指摘できる。まず、(1)優先請求権者である金融機関は、債務超過企業をなんらかの形で継続させるとき、劣後請求権者から所得移転を受けている。これは、事前の債務契約で想定されている所得以上のもので、企業の継続によって、優先請求権者が被ると考えられていたリスクは補償されているといえる(企業⑧)。(2)しかし、破産が決定された企業に関しては、優先請求権者もその破綻コストを一部負担することを求められている。このとき、劣後請求権者から優先請求権者に対する所得保障はない(企業⑫, ⑬)。

優先請求権者として、ここでは金融機関を想定していたが、簿外の債権者でありながら、非常に重視されている利害関係者である従業員向けの年金・保険債権との優先順位の関係は次のようにいえる。つまり、金融機関債権は、政府が無限責任的な行動をとることも含めて、多くのケースで全額補償されているといえる。従業員向けの年金・保険債権は、支払いは優先的に行われるものの、その補償額が企業の状況によって変化することが認められている。この意味で、金融機関債権の優先順位が高いと考えられる。

以上の考察により、調査対象企業の再構築のプロセスでみられた、利害関係者間の優先順位は表15のようにまとめることができる。

6. 最適な資本構造を達成したか：所有権構造と配当政策、負債比率

それでは、こうして再構築を行ったあとの企業の資本構造は、はたして最適なものとなったのであろうか。この点については、最適資本構造の議論、フリー・キャッシュ・フロー問題に関する議論に依拠して整理する（最適資本構成の議論については、本書第3章を参照）。

調査対象企業について、まず所有と経営の関係が、再構築を経てどのように変化したのかをみてみよう。ここでは、所有権構造が大きく変化した例を検討するため、従業員への株式売却を行ったケースについて考える。つまり、表13において、1.の従業員への株式売却のケースと、他社への株式売却を行った2.のうち、従業員への株式売却がみられた②、③、④、⑤、⑦、⑨の6社について検討する。この従業員に対する株式売却は、平均的に売却するケースと経営者層に集中するケースがある。どちらの場合も、ほぼすべての従業員が株式を購入している。また、負債比率はおおむねどのケースでも低下している。

それでは、この従業員への株式売却は、所有と経営の関係に、どのような影響を与えたのだろうか。平均的な持ち株制度は、すなわち所有と経営の間にずれが生じ、代理費用が拡大する。このため、平均持ち株制度の場合、フリー・キャッシュ・フローの存在するとき、企業の資源浪費をもたらす確率が高く、この問題を解決するためには、負債比率を上げ金利支払いの形で外部への資金流出を固定することが一つの方法である。また、強制力が落ちるものの、高い配当で資金を流出させることも一つの方法である。

実際はどうなっていたのか。従業員に対して株式を売却し、配当率に関する情報がある6社（②、③、④、⑤、⑦、⑨）のケースで検討してみよう。つまり、6社のうち分散的な所有構造になっているのは②、⑨、経営層に株式

表16 株式集中度、配当率と負債比率

株式保有状態	企業	株式集中度	配当率	負債比率
分散型	②	平均的	平均10%	73%
	⑨	平均的	8%	低い
集中型	③	平均型から集中化に進行中	平均18%	36%
	④	董事会が2割	46%	30%以下
	⑤	総経理と3人の副総経理で3分の1保有	16~20%	57.6%
	⑦	買収側が最大株主	30%	不明

(出所) 表13より筆者作成。

保有が集中しているのが③、④、⑤、⑦である。それぞれの配当率は、次のようになっている。分散型については10% (②)、8% (⑨)、集中型が18% (③)、46% (④)、16~20% (⑤)、30% (⑦)となっている。相対的には、分散型の配当率が低いが銀行利率とほぼ均衡するレベル、集中型の配当率が非常に高い、という状況になっている。集中型企業の配当率、とくに④は異常に高い。

株式保有の集中度、配当率、負債比率の関係を、この少ないサンプルから類推すると、次のようなことがいえる。まず、集中化型の企業の配当率が低く、分散型が低い形となっている。つまり、浪費による企業価値の低下の誘因となるフリー・キャッシュ・フローを減らすために高い配当を行っている形にはなっていない。その代わり、高い負債比率でフリー・キャッシュ・フローを流出させている可能性はある。代理費用が高くなっていると考えられる分散型の②の負債比率は73%と高い⁽¹²⁾。しかし、一方の代理費用が抑えられていると考えられる集中型をみると、負債比率は3割前後が③、④の2社、⑤については銀行負債はゼロ、買掛金の形での負債が57.6%という形になっており、相対的に低い。まとめると、分散型は銀行負債の金利の形で資金を流出させ、集中型は金利支払いが低い代わりに、高配当により資金を流出させている、つまり、最適資本構成の議論が示す方向に沿って、これらの企業は資本構造を調整しているのではないかと考えられる(本書第3章参照)。ただ

し、これは一方で、企業の内部蓄積にはそれほど気を遣われていないという問題が発生しているとも考えられる。

7. 最終的な負担者である財政の収支

以上で検討してきた四川省の企業再構築のケースで、最終的な損失を負担しているのは、財政である。財政は、その資産を保全する措置はとられているものの、劣後請求権者として負担すべき企業破綻によるコストを負担している。

(1) 国有資産の保全

国有企業の売却にともなって、国有資産の流出が発生することを防ぐことも強く意識されている。まず、売却については、対象となる従業員が純資産を買い取る負担力がない場合がある。こうした場合には、分割払いが認められる。3年以内に買い取ること、また第一回目の売却の際には、予定総額の3割以上を売却、分割払いを認めること、そして、買い取りが終了するまでは、国有資産の占有費として買い取り資産の5%以上の費用を負担すること、が求められる。また、売却を促進するために大きなディスカウントをすることもある。

また、売却した収入によって形成された資産を維持する点についても留意されている。D市の場合、国有株の売却収入、保有株式に対する配当、そして分割払いの際の国有資産占有費は、「D市国有資産発展基金」として維持・運用される。これは、市国有資産管理局の下に設けられた国有資産管理経営投資会社が運営する形をとり、企業の技術更新、流動資金融資などを市場利子率の半分程度の水準で貸し付ける、政策金融を行う計画である。前項でふれた、RC公司(㊸)やLS公司(㊹)に対して、3カ月ほどの短期融資をしたこともあるという。

(2) 最終的な損失負担者としての財政

以上のように、不合理な資産の流失を防ぐ措置はとられているものの、企業の経営破綻の最終的なコストは財政が負担している。すでにみたように、企業間債権の保全は若干限定的ではあるが、その他の銀行債権、従業員の年金債権の保全は、極力守られてきている。多くのケースで、企業破綻のコストを最終的に負担するのは財政となっている。国家株の売却益、リース料など資金流入はあるものの、多くのケースで、従業員に対する年金・保険債務を支払うと余剰はわずかである。経営状態の悪い企業の場合は、銀行債権・未払い金などの債務すら、再構築によって処理できず、政府の手元に残っているケースがある。やはり政府が、最終的な破綻コストを負担しているといえよう。

おわりに

中国における国有企業の再構築について、四川省の小型国有企業の事例に関する調査をもとにまとめた。法的な枠組みをみると、再建型の法整備が遅れ、行政主導により再構築が行われてきている。しかし、その破綻処理の決定権を握る政府は、もう一方で国有企業の所有者つまり、劣後請求権者であると同時に、行政監督者、人事権者である、など多くの権限を握っている。また政府は、失業者の増大による社会の不安定化を懸念するという政治的な意図ももっている。こうしたことから本章は、企業の再構築は歪んだ形になっているのではないか、という疑問から出発した。

本章の考察を、以下の点について整理しよう。まず、(1)利害関係者は誰か。そして、(2)再構築によって、利害関係者の関係はどのように変化したのか。そして、(3)破綻処理は社会的にみて効率的なものであったのだろうか。最後に、(4)再構築によって最適な資本構成に向かっているのだろうか。

まず、利害関係者間の関係、所有権構造はどのように変わったのであろうか。一つは、従業員による株式の売却である。従業員は企業に対し、年金・保険債権をもっているが、この株式売却と債権の間の交換が行われたケースはなく、この株式売却は通常の外部への売却と同様の性格の取引と考えてよい。第二に、売却後の株式所有の分布については、初期には政治的な理由や、従業員のあいだの平等主義から、代理費用を発生させる平均的な株式保有が行われた。しかし、経営者への集中の動きがみられ、これにより代理費用は削減されつつあると考えられる。

次に効率的な破綻処理が行われたのであろうか。これについては、企業の再構築によって損失を最終的に引き受けるのは、財政となっていた。これは、劣後請求権者としての負担を引き受けたものとなっている。銀行そして従業員の年金・保険債権の保全に関しては、優先順位は維持されていたといわざるをえない。そして、破綻処理の際、生じると考えられる優先請求権者と劣後請求権者間の利害対立に関しても、社会的な資源の浪費を回避する方向での処理が行われていたといえる。

そして最後に、この所有権構造のもとで、最適な資本構成が達成されたのであろうか。従業員への株式売却のケースを考えたとき、平均的な株式保有がなされた企業は、代理費用を解消するためにも、高い負債比率か高い配当がなされるべきである、という議論がなりたつが、実際には配当は低めで負債比率が高い形になっていた。また、株式が経営層へ集中し、代理費用が低い企業は、負債比率も低く、非常に高い配当を行っている。それぞれの所有権構造に対応した形での資本構成がみられるのではないかと類推できる。

つまり、最初の疑念に反して、中国の政府は国有企業の再構築に関して、社会的な資源保護を達成するために、合理的な行動をとっていたといわざるをえない。本章で示した調査結果の範囲では、あくまでたまたま政府が効率的に行動してただけで、恣意的な裁量の働く余地がまだ大きい可能性を否定できない。政府の規律づける仕組みを理解しないままでは、中国における破綻企業処理が効率性をもっているかどうかの最終的な判断はくたせない。

これは、今後の課題としたい。

〔注〕 _____

- (1) 本章は、池尾・瀬下 [1998] の理論的な整理と、1999年9月四川省社会科学院・楊鋼氏、藍定香氏の支援のもとに実施された現地調査で触れた事実に大きく触発されて作成された。四川省で企業改革の具体的なプラン策定に深く関わってきた楊鋼氏が調査をアレンジしてくださった。また、同行したアジア経済研究所・丸川知雄氏、今井健一氏の議論から得るものは非常に大きかった。また、本研究会主査の国宗浩三氏、外部委員の渡辺慎一氏、専門委員の柳川範之氏、および発表の機会を与えてくださった法政大学アジア金融ビッグバンプロジェクトの霧見誠良氏と参加者のコメントは、本章を作成するうえで大変よい導きとなった。記して謝意を示したい。しかし、当然のことながら、残る誤りは筆者に帰するものである。
- (2) この節での議論は、渡邊 [1999 b] によるものである。
- (3) 中国工商銀行は4大商業銀行のなかでも最大の資産規模を誇る銀行であり、歴史的に国有・国有持ち株企業への融資、とくに流動資金向け融資の比率が高い。また、浙江省は中国内でも非国有企業の発展が著しい地域の一つである。淘汰の激しい個人経営企業と完全な淘汰のメカニズムが働きにくい国有企業、という体制の違いがもたらす結果の基本的状況を、この表は示している。
- (4) この最適資本構成および最適企業処理の考え方は後述する。また詳しくは、本書第3章で整理している。
- (5) 本節の議論は、渡邊 [2000] によるものである。また、ここでの「破綻企業」の定義は、債務超過に陥った企業だけでなく、経営不振により事業・資本構造の再構築が必要となった企業を指す広義の意味で用いている。
- (6) この貸し倒れ引当金であるが、国有商業銀行自身は自由に利用できない仕組みになっている。1999年に地方政府が独自に償却コストとして利用していたものを、中央政府が集中管理し、紡績・石炭・非鉄金属・冶金・軍需工業など、戦略的に整理を進めている産業の破産や閉鎖などの処理のための資金として利用することとなった。
- (7) 「債務株式転換」については、長い間、研究者、政府関係者および企業の間で議論が行われてきた。こうした議論の一例が、呉・周ほか編 [1999] である。
- (8) この調査は、1999年9月16日から23日にかけて、四川省社会科学院の楊鋼、藍定香、アジア経済研究所の丸川知雄、今井健一と行った。
- (9) 当時の宜賓県では、従業員に対する賃金の遅配が続いていた。張氏が県長に就任した当時、この問題はデモにまで発展していたという（張明泉・四川省体

制改革委員会主任へのインタビュー)。

- (10) 年金債務を企業が負うということは、従業員の賃金が低く抑えられて代償として企業が負担しているという意味ではなく、資金運用面での規模の経済性によってコストが低減されるということである。
- (11) ここでとりあげる四川省の調査の概要は、渡邊 [2000] でまとめたものと同じである。本章は、各利害関係者への利益分配を検討することで、企業再構築方式を評価することを目的とする。また、共同で調査を行ったメンバーによる分析として、丸川 [2000]、今井 [2000] がある。
- (12) この分散型については、この②についてしか負債比率の情報がなく、これだけではあまりに情報が少ない。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 新井富雄・渡辺茂・太田智之 [1999] 『資本市場とコーポレートファイナンス』（現代ファイナンス講座3）中央経済社。
- 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」（三輪芳朗ほか編『会社法の経済学』東京大学出版会、第8章）。
- 今井健一 [2000] 「中国の中小企業民営化」未発表稿。
- 小林昌之 [1999] 「中国の倒産法制—政策施行手段として利用される企業破産法—」（特集 アジア倒産法制の新動向）（『アジア研ワールド・トレンド』No. 50, 1999年10月）。
- 志村治美・奥島孝康編 [1998] 『中国会社法入門』日本経済新聞社。
- 仁科克己・矢島昌也 [1995] 「地域開発体制と財政・金融」（『開発援助研究』Vol. 2, No. 2）。
- 深尾光洋 [1999] 『コーポレート・ガバナンス入門』筑摩書房。
- ボディ、ツヴィエロバート・マートン [1999] 『現代ファイナンス論』ピアソン。
- 丸川知雄 [2000] 「中小公有企業の民営化—四川省のケース—」（『中国研究月報』2000年4月号, 中国研究所）。
- 三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編 [1998] 『会社法の経済学』東京大学出版会。
- 李飛 [1998] 「企業法体制と会社法」（志村治美・奥島孝康編『中国会社法入門』日本経済新聞社）。
- 柳川範之 [1997] 「契約と組織の経済学」（『経済セミナー』連載, 1997年10月から98年10月, 日本評論社）。
- 渡邊真理子 [1999 a] 「中国の金融改革とデフレーション」（『アジア研ワールド・トレンド』No. 46, 1999年6月）。

- [1999 b]「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』アジア経済研究所)。
- [2000]「中国の金融システム改革—不良債権の発生と処理の視点から—」(竊見誠良編『アジアの金融危機とシステム改革』法政大学出版会)。

〈中国語文献〉

- 康金華[1997]「四川宜賓：国家転讓産権，政府轉變職能，企業轉換機制(ケース17)」(中国改革与発展報告專家組『現実的選択：国有小企業改革実践の初歩総結』上海：上海遠東出版社)。
- 吳敬璉・周小川ほか編 [1999]『公司治理結構債務重組と破産程序』中央編訳出版社。
- 肖炎舜 [1997]『影響国有企業効益の因素分析及政策建議』(未発表稿)。
- 曹文煉・徐曉波 [1997]「深化投融资体制改革，從增量上解決企業負債過重的根源」(吳天林編『国有經濟債務重組理論与実務』北京：改革出版社)。
- D市人民政府 [1999]『D市企業改革与発展座談会上的副市長談話』9月22日。
- Y県人民政府 [1999 a]『Y県属企業産権制度改革発展与回顧』9月20日。
- Y県人民政府 [1999 b]『深化改革，促進発展，加快鑄造Y經濟強県文明開放大県步探』9月20日。
- 中国人民銀行金融研究所編 [1998]『国有企業債務重組与銀行資産保全』北京：經濟科学出版社。
- 中国人民銀行金融研究所 [1998]「国有企業債務重組現状及对銀行資産の影響」(『国有企業債務重組与銀行資産保全』第一部主報告所収，北京：經濟科学出版社)。
- 中国人民銀行金融研究所四川省分行 [1998]「四川省属国有企業債務重的三大模式」(『国有企業債務重組与銀行資産保全』第三部主報告所収，北京：經濟科学出版社)。
- 中国人民銀行濟南分行統計研究処 [1999]「關於深化国企改革与防犯金融風險的調查報告」(http://www.cfn.com.cn/sbinet_html/central_bank/.../1999.08...101063.html)。
- 中国新聞社 [1999]「工行副行長：穩步推進債转股，切實提高資産質量」12月2日 (<http://dailynews.sina.com.cn/comment/1999-12-2/37421.html>)。
- 張曉慧 [1995]『軌軌中的中国金融宏觀調控』沈陽：遼寧人民出版社。
- 遲福林主編 [1998]『国企改革与債務』北京：外文出版社。
- 陳麗潔 [1999]「企業合併的若干法律問題研究」アジア経済研究所北京コンファレンス発表稿。
- 丁学東・李国忠 [1996]『中国企業財務改革』北京：經濟科学出版社。
- 李欣欣 [1998]「從東亞金融危機看我国的金融隱患—对国有獨資商業銀行資産運實現

状的分析一」（『改革』1998年第三期）。

李曙光 [1999] 「從“前進”兼併案看中国兼併立法的必要性」アジア經濟研究所北京
コンファレンス発表稿。

李揚・王国剛 [1999] 『中国資本市場の培育与發展』北京：經濟管理出版社。

林凌 [1998] 「对国有企業債務危機的基本認識和对策」（遲福林主編『国企改革与債
務』北京：外文出版社）。

魯利玲・王強 [1997] 「西安漢斯酒飲料總廠債務重組の実例」（吳天林編『国有經濟
債務重組理論与実務』北京：改革出版社）。

劉小玄・韓朝華 [1998] 『中国企業の民営化—中小企業改制的選択—』北京：中国經
濟出版社。

楊潤華主編 [1997] 『中国国有資産管理發展簡史』北京：經濟科学出版社。

楊盈源 [1998] 「關於信貸資産存量的兩点建議」（『上海城市金融』1998年第7期）。

楊綱 [2000] 「中小型国有，集体企業產權制度改革分析」未発表稿。

〈その他〉

Jensen, M.C. and W.H. Meckling [1976] “Theory of the firm: Managerial
Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Finan-
cial Economics*, 3 (1976), pp. 305-360.

Jensen, M.C. [1986] “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and
Takeovers,” AEA Papers proceedings, May 1986.

Hart, Oliver [1995] “Bankruptcy Procedure,” in *Firms Contracts and Finan-
cial Structure*, Oxford: Clarendon Press.

Lardy, Nicholas [1998] *China's Unfinished Economic Revolution*, Washington,
D.C., Brookings Institution.

〈インタビュー〉

四川省体制改革委員会，1999年9月18日。

上海產權交易所，1999年9月15日。

中国人民銀行，1999年9月7日。

D市人民政府，1999年9月22日。