

# 韓国通貨危機とその経済学的解釈

## Korean Currency Crisis and Its Economic Interpretation

山田 正次 Shoji YAMADA

### 概要

97 年末に起こった韓国の通貨危機の直接的原因は、韓国が資本自由化によって抱えた外債の満期ミスマッチにあるという考え方が定説となっている。

本稿では、韓国の通貨危機現象を新たに経済学の視点から解釈しなおし、その外債の満期ミスマッチの本源的原因が、韓国の国内金融市場の不均衡、すなわち長期資金の超過需要にあると捉えた。そして、政府の関金融対策、内外金融市場での差別的規制、財閥の過剰投資、財閥の一族支配維持対策等、韓国特有の事象が、すべて国内金融市場における長期資金の超過需要を拡大させたこと、そして長期資金の超過需要がノンバンクの闇市場的な反応を誘発し、外債の満期ミスマッチを発生させたことを、経済学の視点から明らかにした。

### キーワード

通貨危機	Currency Crisis
金融危機	Financial Crisis
財閥	Chaebol
総合金融会社	Merchant Banking Corporation
金融市場の不均衡	Financial Market Disequilibrium

### 目次

- はじめに
  - 財閥の事業拡大から通貨危機まで
    - 財閥の事業拡大と金融危機
    - 日本の金融危機と韓国の通貨危機
  - 通貨危機の本源的原因の検討
    - 政府の関金融対策と銀行組織の凋落
    - 財閥の事業拡大と一族支配
    - 金融市場の不均衡と総合金融会社
    - 韓国通貨危機の経済学的解釈
  - おわりに
- 参考文献

### 1 はじめに

97 年末に起こった韓国の通貨危機から、既に 15 年の歳月を経たにもかかわらず、その根本的な原因

を経済学の視点から分析する研究は、未だ十分に進んでいない。

国際経済学の視点から、韓国の通貨危機を伝統的

な経常収支危機ではなく、新たな資本収支危機と捉え、韓国が資本自由化によって抱えた外債の満期ミスマッチが、通貨危機の直接的原因とする考え方が定着している。吉富(2003)による、外債の満期ミスマッチが通貨危機を誘引したメカニズムの分析は、韓国のみならず、アジアの通貨危機を考察する上で、極めて有用な研究である。

しかしながら、韓国の外債に満期ミスマッチを誘引した韓国特有の経済事象、すなわち実物経済面にまで及ぶ危機の潜在的原因を因果関係の中で解明する努力は、等閑にされてきた。多くの先行研究において、韓国の通貨危機には、韓国特有の経済事情が隠されているはずだとの考えから、財閥の過剰投資、財閥の高い債務比率、金融機関のずさんな与信管理、政府と財閥の癒着関係、政府規制のいびつさ、政府の監督体制の不備等、様々な事象が、通貨危機の原因として挙げられている。それにもかかわらず、それらの事象がいかなる因果関係を通じて通貨危機発生の要因になったのかが解明されていない。すなわち、韓国特有の経済事象が、危機の直接的原因である外債のミスマッチを誘引する理論構造が、明らかにされていないのである。

本稿では、韓国の通貨危機現象を新たに経済学の視点から解釈しなおし、韓国特有の様々な経済事象が、国内金融市場における不均衡を助長することによって、外債の満期ミスマッチを誘発させたメカニズムを明らかにする。

まず、通貨危機に係る実物経済面の事象を捉えるための予備的考察として、次の2節では、韓国経済が通貨危機に陥っていくまでの経緯を確認する。そして3節では、韓国の通貨危機を経済学の枠組みで捉えなおし、韓国経済に特有な種々の事象が国内金融市場の需給に与える影響を、経済学の視点から分析する。政府の関金融対策、内外金融市場での差別的規制、財閥の過剰投資、財閥の一族支配維持対策等、韓国特有の事象が、すべて国内金融市場の不均衡を助長することで、通貨危機の潜在的要因になったことを明らかにする。

## 2 財閥の事業拡大から通貨危機まで

この節では、韓国経済がどのような経緯をたどって、国内の金融危機や対外的な通貨危機に至ったのかを確かめ、韓国特有の経済事象と金融・通貨危機との因果関係を経済学の枠組みでとらえるための予備的考察を行う。

### 2.1 財閥の事業拡大と金融危機

多くの先行研究において、財閥の過剰投資が通貨危機の原因として指摘されている。まずは、財閥の投資拡大の経緯を辿ってみよう。

1970年代、韓国政府は、対北朝鮮軍事安全保障のため、重化学工業の育成策を実施した。政府の選定した主要育成産業に参加する企業に低利の長期投資資金を割り当てるという恩典を与えることで、重化学工業の発展を優先しようとする試みであった。財閥は、そうした政府の重化学工業化政策に積極的に応え、借入れ重視の資金調達により、競い合うようにして重化学工業設備を拡大した。10大財閥の重化学工業資産をみれば、1972年の2,570億ウォンから79年の4兆4,600億ウォンへと急増し、その製造業資産に対する重化学工業資産の比率も、1972年の70.6%から79年の84.7%へ上昇している。10大財閥のうち、現代とLGは79年の比率がともに100%となっている<sup>1</sup>。

さらに政府は、この過程において発生した不良企業の多くを財閥の企業系列に吸収させるため、重化学工業を推進する企業の資本拡大を名目として、不良企業吸収の見返りに減税や金融上の優遇措置を与えた。これらの措置により財閥の系列会社数が急増し、10大財閥の系列企業数は、72年の75社、79年の254社、87年の267社へと増大した<sup>2</sup>。

こうした財閥の拡張的な経営姿勢は、政府が銀行組織を通じた長期投資資金の貸出しを規制することで、常に押さえ付けられていた。言い換えれば、韓国の金融市場には長期資金に対する超過需要があり、経営の拡大を続ける財閥にとって、設備投資に必要な長期資金を、銀行以外の金融機関から調達することが急務となっていた。

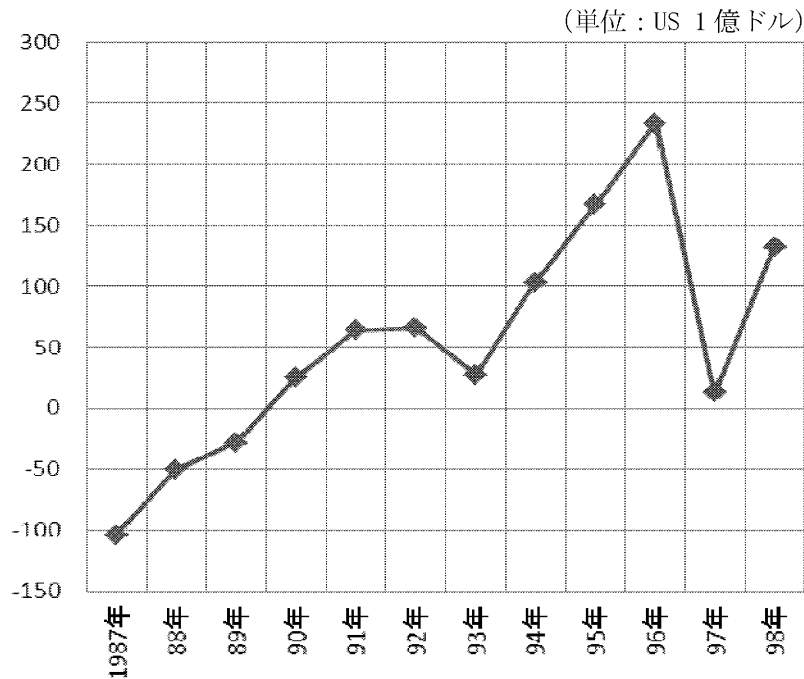
当初、財閥は、ノンバンクと呼ばれる投資金融会社から短期運転資金の借換えを重ねることで、不足する長期投資資金を補っていたが、借換え方式には、リスクと同時に投資コストの増大が伴うから、長期資金の調達方法としては限りがある。国内金融市場における長期資金の供給不足を、海外からの外貨借入れで充足する途が要望されるのも不思議はない。

韓国政府は、国際金融取引にかんして閉鎖的な政策を維持してきたが、1986年のウルグアイラウンド協定と1994年のOECD加盟にしたがって、資本市

<sup>1</sup> 梁 (2008) p.113 参照。

<sup>2</sup> 梁 (2008) p.117 参照。

図1 韓国の資本収支



出所) 韓国銀行の資料を、高 (2000) p.9 より作成

場を徐々に開放した。外国人による直接投資や証券投資の受入れ規制を緩和すると同時に、韓国の金融機関に対する外貨の借入れ規制を大幅に緩和したのである。こうした外貨借入れの自由化により、窓口を大きく開かれた外貨資金が、国内金融市場における長期投資資金の超過需要に誘引され、急激に流入した。これに伴い、韓国の資本収支黒字は、図1にみるように、1993年の27.4億ドルから94年には103億ドル、95年には167.9億ドル、そして96年には233.3億ドルへと一気に急増している<sup>3</sup>。

韓国の銀行組織は政府の管理下にあったが、ノンバンクと呼ばれる金融機関、とりわけ総合金融会社にたいする政府の規制は、一般銀行に比べて相当に緩かった<sup>4</sup>。総合金融会社にとって、長期の外貨資金

借入れは一般銀行と同じく厳格な割当規制に縛られていたが、短期の外貨資金の借入は規制の対象外とされた<sup>5</sup>。総合金融会社は、自己資本の多寡に制約されることなく、短期外貨資金を望むだけ借り入れることが可能となった。

財閥との資本関係で結びついたこの総合金融会社が、財閥の私金庫の役割を果たした。総合金融会社が、短期の外貨資金を長期資金として財閥に貸し出すことにより、財閥は、設備投資に必要な長期資金を調達することができたのである。後に、こうした短期の外貨資金を為替市場で自国通貨ウォンに換金して長期資金として貸し出すという、満期と通貨上の二重のミスマッチが、通貨危機の重大な要因となるのである。

他方で、資本取引の自由化による大量の外資の流入は、財閥の設備投資に対する資金制約を取り除き、財閥の設備投資をいっそう助長した。しかしながら、90年代半ば以降、化学産業や電子産業では世界的な供給過剰を来し、韓国財閥においても過剰設備問題が浮上した。各企業は減産体制に踏み切るタイミングを逸し、過剰生産とその背後にある過剰設備問題を深刻化させ、その収益を圧迫していった。

実際、1996年において30大財閥のうち20財閥

<sup>3</sup> 資本収支黒字拡大の背後で、貿易収支の赤字が現れるのは、トランスファー・メカニズムの働きによる。韓国における資本収支黒字の拡大は、国内で総需要を刺激して輸入を誘発し、貿易(経常)収支の赤字を拡大させるのである。今回の通貨危機で起こったように、この流れが逆転し、韓国から短期資本が一気に流出してその資本収支が赤字化すれば、総需要の縮小に伴う輸入の急減が貿易(経常)収支を黒字に反転させ、韓国は不況の底に陥ることになる。

<sup>4</sup> 韓国における金融機関の組織図については、後の表3を参照。

<sup>5</sup> Choi and Lee(2006) p.103 参照

表1 韓国金融機関の不良債権とREO

		1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年
一般銀行	不良債権	7,221	8,266	10,160	11,929	11,390	12,484	11,874	22,652
	REO	6.28	6.58	6.69	5.9	4.19	3.8	3.8	-14.18
総金社	不良債権			20	23	110	244	1264	3270
	REO	7.7	8.8	13.5	15.5	8.7	7.7	3.9	-4.3

注) 不良債権の単位は10億ウォン、REO(株主資本収益率)の単位は%。

出所) 韓国銀行と財政経済院の資料を、鄭・金・鄭(1999) p.38より転載。

が、資本コストを下回る資本収益率を呈し、96年末における30大財閥の負債資産比率は、平均で900%を超えた<sup>6</sup>。こうした借入れ金融による過度の事業拡張と過剰な投資が、財閥企業を次々に破綻に追い込んだのである。1997年1月、資産規模14位の韓宝グループの中核企業であった韓宝鉄鋼が、95年の円安反転による輸出競争力低下が原因で過剰設備を来し、4兆9千億ウォンの負債総額をかかえて倒産した<sup>7</sup>。同3月には26位の三美、4月には19位の真露、5月には34位の大農、7月には8位の起亜が、内需の伸び悩みで連鎖的に破綻した。

このような財閥の連鎖倒産により、それらに融資していた金融機関は多額の不良債権をかかえ、その金融機能を麻痺させた。表1によれば、一般銀行の不良債権額は、1996年の11兆8,740億ウォンから、97年の22兆6,520億ウォンに倍増し、ノンバンクである総合金融会社の不良債権も、96年の1兆2,640億ウォンから97年の3兆2,700億ウォンへと3倍近い急増を呈している。

多額の不良債権を抱えた金融機関は、不良債権の償却を余儀なくされると同時に、不良企業への貸出しを縮小することになる。とりわけ借入れ金融による脆弱な経営体質をもった財閥企業にとって、金融機関からの資金供給の停止は、そのまま事業の破綻を意味する。こうした財閥の倒産に始まる金融機関の信用収縮が、財閥の流動性不足を来し、それがさらなる財閥の倒産と金融機関の信用収縮につながり、韓国経済を金融危機に追い込んだのである。

## 2.2 日本の金融危機と韓国の通貨危機

韓国経済が財閥の倒産で金融危機に陥った97年には、日本においてもバブル崩壊による金融機関の倒産が相次いだ。不動産関連融資が不良債権化した三洋証券が11月3日に倒産した。15日には同じ理由で北海道拓殖銀行が破綻し、同行に資金供給していた山一証券も、11月22日に自主廃業に追い込まれた。日本の金融機関の連鎖的な破綻は、日本においても金融危機を発生させたのである。日本の金融機関は、国内における信用収縮と流動性不足に対処するため、それまで海外の金融機関へ貸し付けていた短期融資をいっせいに回収し始めた。韓国金融機関にたいする短期融資の回収もこの流れに沿ったものである<sup>8</sup>。

こうした日本の金融機関における対韓融資回収の動きが引き金になり、同じく韓国の金融機関に融資していた他の外国の金融機関も、日本の短期融資回収行動に追従した。他の外国金融機関にとって、日本の金融機関が韓国から短期融資を引揚げた理由が、韓国金融機関の債務不履行を恐れたためか、あるいは日本国内の金融危機への対処によるものなのかどうかははっきりしなくても、日本の金融機関の行動に追従するのが安全である。いわば、金融機関特有の「群れる行動」である。こうして、日本の金融機関の融資回収が引き金になり、欧米各国の金融機関も韓国からの短期融資を一斉に引き揚げ始めた<sup>9</sup>。韓国か

<sup>8</sup> 高(2000)によれば、韓国主要銀行の外貨債務残高のうち、短期負債は1996年末の629.7億ドルから97年末の253.9億ドルへと急減した。こうした短期負債減少額375.8億ドルのうち、日本による短期融資の減少額は131億ドルで、全体の42.4%を占めている。

<sup>9</sup> Kim and Wei(2002)は、一口に外国の投資家といっても、韓国に居住しているか否かによってその投資行動が異なって

<sup>6</sup> Kim and Park(2000) p.85

<sup>7</sup> 負債総額については、高(2000) p.10にある財政経済部資料を参照。

表2 韓国の外貨準備

(単位: US 10 億ドル)

	1996 年	1997 年						1998 年
	12 月末	3 月末	6 月末	9 月末	10 月末	11 月末	12 月末	1 月末
公的外貨準備 (A)	33.2	29.1	33.3	30.4	30.5	24.4	20.4	23.5
海外預け金 (B)	3.8	8	8	8	8	16.9	11.3	10.9
その他 (C)					0.2	0.2	0.2	0.2
使用可能外貨準備 A - (B + C)	29.4	21.1	25.3	22.4	22.3	7.3	8.9	12.4

出所) 韓国銀行の資料を Hahn(1999)p. 118 より転載

らの短期資本の急激な流出は、図 1 における資本収支の急激な悪化となって現れている。

韓国は、1990 年 3 月から外国為替に管理フロート制度をとっていた。当初は、前日の中心レートから上下 0.4%の変動を認めていたが、その後、許容変動幅は徐々に拡大し、95 年には上下 2.25%になった。韓国の金融機関の多くは、外貨で借りた資金を為替市場で自国通貨ウォンに換えて企業に貸し出していたが、中心レートからの取引バンドが狭いことから、為替リスクに対する危機感が弱く、事業会社の為替ヘッジ率は 10~20%程度といわれている<sup>10</sup>。

外貨の借入が満期になれば、その返済のために為替市場でウォン資金を売り、ドルを購入しなければならない。海外の金融機関が一斉に融資の回収にまわれば、為替市場ではウォン売り（ドル買い）が加速し、ウォンの減価はいっそう激しくなる。97 年 1 月に 1 ドル 850 ウォン台にあったウォンは、徐々に減価して 4 月から 8 月にかけては 1 ドル 890 ウォン台で推移していたが、9 月以降は下落傾向が強まり、10 月 17 日には瞬間で 1,485 ウォンまで急落した。

韓国の金融当局は、11 月に 69.7 億ドル、12 月に 19.6 億ドルのドル売り介入を行ったにもかかわらず、ウォンの下落を止めることができなかった<sup>11</sup>。

いることを明らかにした。具体的には、韓国株式市場における 1996 年 12 月から 1998 年 6 月までの月次データを用いて外国人投資家の投資行動を分析した結果、外国機関でも韓国支社や韓国子会社あるいは韓国居住の外国人個人投資家は、非居住の外国機関や個人投資家と比べ、積極的な売り取引をしたり、群れて追従する行動を取る傾向が少ないことを実証している。

<sup>10</sup> 高橋・関・佐野 (1998) p.176

<sup>11</sup> ドル売り介入額については、韓国銀行の資料を高 (2000)

そして為替市場へのドル売り介入や、流動性不足に陥った金融機関への緊急ドル融資のために、中央銀行である韓国銀行の外貨準備は大幅に取り崩された。表 2 に示されるように、使用可能な外貨準備高は、10 月末の 223 億ドルから、11 月末には 73 億ドルへと急減し、外貨準備の枯渇による通貨危機の様相が強まった。

高 (2000) によれば、当初、韓国銀行は金利上げと為替変動幅の大幅拡大が必要で、IMF 救済融資の申請が不可避と主張したが、財政経済院は韓国経済のファンダメンタルズは健全だから通貨危機にいたることはないと判断し、IMF への支援要請を避けた。しかしながら、韓国政府は、外国金融機関でコンソーシアムを組んでその予備資金 150 億ドルを確保する交渉に失敗し、日本の中央銀行との通貨スワップ契約にもアメリカの妨害で失敗したため、11 月 21 日、IMF に救済融資を要請するにいたった。

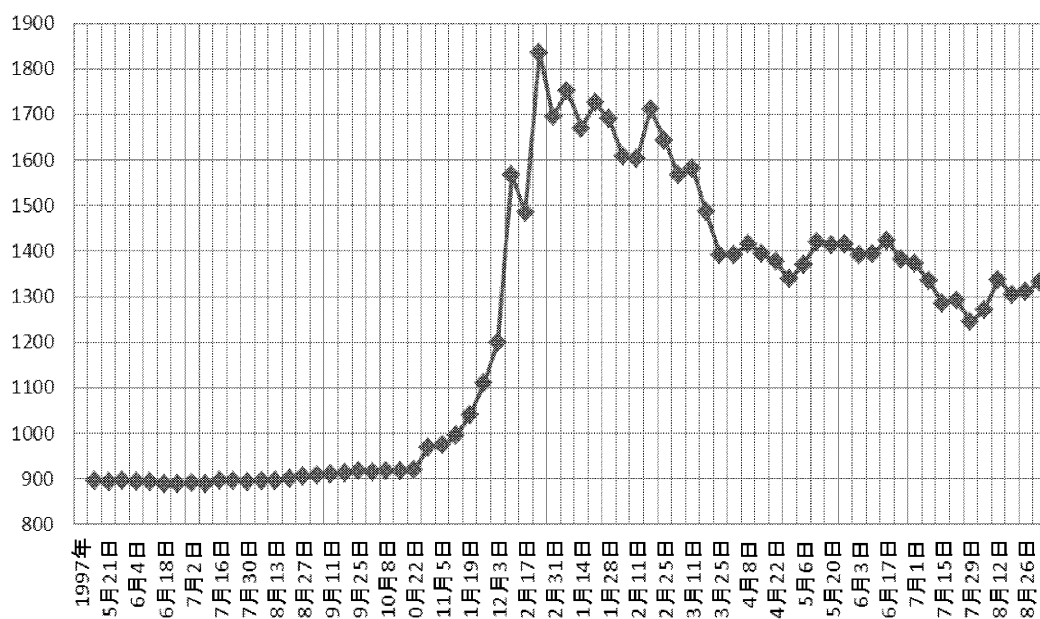
12 月 3 日、韓国政府は IMF と合意し、550 億ドルの緊急融資と引き換えに融資条件（コンディショナリティー）を受け入れた。しかしながら、こうした IMF による緊急支援の発表にもかかわらず、外国金融機関による融資回収の動きに変化は見られず、ウォンの減価は止まらなかった<sup>12</sup>。

止まらないウォン相場下落は、外貨で債務を負

p.15 より参照。

<sup>12</sup> IMF との緊急融資契約後の資本流出とこれに伴うウォンの減価については、韓国政府の不良債権情報開示の不十分さによる外国金融機関の韓国政府への不信感に加え、吉富 (1998) は IMF 融資条件とりわけ資本流出防止のための高金利政策実施や韓国金融機関に対する BIS 規制（自己資本比率 8%）の達成という緊縮政策が、大きく関与していることを指摘している。

図2 韓国ウォンの対ドルレート



出所) Federal Reserve Bank 資料より作成

っている韓国の金融機関にとって、債務の膨張を意味する。海外からドル資金を借入れ、それを為替市場でウォン資金に変換して貸出している韓国の金融機関には、負債がドル建てで資産がウォン建てという通貨のミスマッチがある。ドルに対してウォンが減価すれば、金融機関が借りたドル資金の自国通貨建ての債務は、確実に膨張する。このため、満期が近づくドル債務を抱えた金融機関は、ウォン安による債務膨張に対処するため、ウォンが減価する前に返済用のドルを入手しようとドル買いに走る。これがさらなるウォン安を誘導するのである。

実際、11月20日に為替の許容変動幅を中心レートから上下10%に拡大したウォンの対ドルレートは、図2に見るように、IMFとの支援契約が成立した12月3日の1,199ウォンの水準から、さらに下落を続けた。

こうしたウォン急落の直接的原因である外国金融機関による短期融資の回収が、韓国金融機関のロールオーバー（債務の借り換え）を著しく困難にさせると同時に、ウォン急落による自国通貨建て債務の膨張により、12月6日には業界8位の高麗証券が破綻、10日には総合金融会社5社が営業を停止し、16日には業界4位の東西証券が破綻した<sup>13</sup>。金融機関による信用縮小が流動性の不足を生み、12月6日に財閥12位の漢拏グループも破綻した。

表2には、韓国中央銀行の使用可能な外貨準備高の推移が示されている。韓国の外貨準備高は、海外への資本流出にともなって下落するウォンを買支えるため、1996年12月末の300億ドル弱から、翌97年3月末には200億ドル強の水準へ低下した。そして、その後の急激な資本の流出により、11月末には、使用可能な外貨準備が73億ドルにまで激減した。ウォンの買い支えが事実上困難になった韓国銀行は、12月16日に為替レートの許容変動幅の制限を廃止した<sup>14</sup>。この時点で、韓国のウォンは完全な変動レート制に転換したのである。中央銀行の為替介入がなくなったウォンの対ドルレートは、97年内に返済期限を迎える約200億ドルがデフォルト（債務不履行）寸前になったことを受け<sup>15</sup>、図2に見られるように、12月16日の1,430ウォンから22日の1,710ウォン、そして23日には一気に1,960ウォンの最安値まで急落した。

IMFの緊急支援にもかかわらず、通貨危機を回避できなかった韓国経済の悪影響が世界経済に波及することを恐れた先進諸国は、世界銀行とともに新たな対策に乗り出した。

世界銀行は、12月23日、韓国にたいする30億ドルの緊急融資を決定して即日実施し、翌24日には、IMFとG7が100億ドルの支援を前倒しで実施

<sup>14</sup> 韓国銀行（2005）p.415

<sup>15</sup> 数値については、高(2000) p.17 参照。

<sup>13</sup> 韓国銀行（2005）p.415

表3 韓国の金融機関

中央銀行	韓国銀行
1. 通貨金融機関 (第1金融圏)	
一般銀行	: 都市銀行(8 : 15)、地方銀行(12 : 10)、外国銀行支店(63 : 70)
特殊銀行	: 中小企業銀行(1 : 1)、国民銀行(1 : 1)、韓国住宅銀行(1 : 1)、農業共同組合(1 : 1)、水産業協同組合(1 : 1)、畜産協同組合(1 : 1)
2. 非通貨金融機関 (第2金融圏)	
開発機関	: 韓国産業銀行(1 : 1)、韓国輸出入銀行(1 : 1)、長期信用銀行(1 : 1)
投資機関	: 投資金融会社(32 : 0)、総合金融会社(6 : 30)、投資信託会社 (8 : 10)、証券金融会社(1 : 1)
貯蓄機関	: 銀行信託勘定(28 : 49)、相互信用金庫(237 : 236)、信用共同機構 《信用共同組合(1,278 : 1677)、相互金融(1680 : 1,741)、セマウル金庫(3,320 : 2929)》、郵便貯金(1 : 1)
保険機関	: 生命保険会社(22 : 33)、郵便保険(1 : 1)
その他	: 証券会社(25 : 52)、損害保険会社(15 : 17)、リース会社 (17 : 25) など

注) カッコ内の数字は、1989年12月末と1996年6月末現在の機関数  
出所) 韓国銀行資料を朴(1998)および高橋・関・佐野(1998)より転載

することを発表した。そして、未だデフォルトの可能性を払拭しきれない短期債務問題の決着を計るため、G7は、先進国の金融機関にたいして韓国短期債務のロールオーバーに応じることや短期融資の長期融資への転換を要請した。協議の結果、翌年の1998年1月28日に基本合意が形成され、98年末までに満期となる韓国金融機関の短期外貨債務(97年末現在で約250億ドル)が、政府保証を付けた上で1年から3年の長期債務に転換されることが決定された<sup>16</sup>。こうした外国金融機関による短期債務の長期転換措置が、為替市場における最大の不安定要因を取り除き、ウォンの対ドルレートは、1月28日の1,690ウォンから趨勢的に増価をたどり、98年末には1,206ウォンに達し、韓国は通貨危機から救い出されたのである。

### 3 通貨危機の本源的原因の検討

韓国が通貨危機にまで至った経緯をたどることで、

明らかになったことの第1は、IMFの緊急融資条件は、韓国通貨危機を発生させたわけではなく、むしろそれを深刻化させたことである。そして第2に、その通貨危機の直接的原因は、韓国の金融機関が海外から借入れた短期外債を長期に貸出した、外債の満期ミスマッチにあることがわかる。

こうした債権の満期ミスマッチは、国内金融市場における長期資金の不足、いわゆる長期資金の超過需要が引き起こした結果とみることができる。本節では、韓国の金融市場に長期資金の超過需要をもたらした実物経済の要因を考察することで、韓国の通貨危機という金融現象を引起した韓国特有の事象を探る。

以下では、韓国の金融市場の需給に影響した要因と考えられる、政府の闇金融対策、財閥の一族支配維持の方策、政府の長期資金規制、そして金融市場の不均衡にたいする総合金融会社の対応について考察する。

#### 3.1 政府の闇金融対策と銀行組織の凋落

韓国の金融市場に資金を供給する機関は、制度上は銀行やノンバンクと呼ばれる金融機関だが、韓国においては闇(私)金融の存在が見逃せない。以下では、政府の闇金融対策が、銀行組織による長期資金の供給減少を生み、これが金融市場の供給側から長

<sup>16</sup> 高(2000) p.18にある財政経済部の資料によれば、短期債務は加算金利を上乗せして長期債務に転換された。金利条件はLIBORを基準に1年満期に2.25% (225 ベーシスポイント)、2年満期に2.5%、3年満期に2.75%を上乗せするものである。さらに、2年満期と3年満期の債務には、韓国側が早期償還できるコールオプションが付けられた。

表4 韓国の銀行預金と闇金融の金利

	名目金利		GNP デフレータ の変化率	実質金利	
	銀行預金	闇金融		銀行預金	闇金融
1970年	22.8	50.8	15.6	7.2	35.2
1971年	22.2	46.3	12.5	9.7	17.7
1972年	15.7	38.9	16.7	-1	16.1
1973年	12.6	39.2	13.6	-1	25.6
1974年	14.8	37.6	30.5	-15.7	7.1
1975年	15	41.3	25.2	-10.5	16.1
1976年	15.5	40.5	21.2	-5.7	20.3
1977年	16.2	38.1	16.6	-0.4	23.3
1978年	16.7	41.7	22.8	-6.1	18.9
1979年	18.6	42.4	19.6	-1	22.8
1980年	22.4	45	24	-1.6	21
1981年	19.2	35.3	16.9	2.3	18.4
1982年	10.9	30.6	7.1	2.1	23.5
1983年	8	25.8	5	3	20.8
1984年	8.9	24.9	3.9	5	21
1985年	10	24	4.2	5.8	19.8
1986年	10	24.3	2.7	7.3	21.6
1987年	10	23.2	3.4	6.6	19.8
1988年	10	22.7	5.9	4.1	18.4
1989年	10	23.1	5.2	4.8	17.9
1990年	10	19.9	10.6	-0.6	9.3
1991年	10	23.4	10.9	-0.9	12.5

出所) 韓国銀行等の資料を、朴(1998) p. 82より修正・転載

期資金の超過需要を増大させたことを明らかにする。

韓国の闇金融は、その金融システム整備の遅れとともに拡大した。1972年度末において、闇金融にたいする企業の債務推定額 3,456 億ウォンは、銀行貸出残高 1 兆 1,980 億ウォンの 3 割弱にまで達している<sup>17</sup>。

政策金融を主要な手段として重化学工業化を進めようとした政府にとって、闇金融の存在は、規制にたいする抜け穴となって、政策の有効性を損なう危険性を秘めていた。政府主導の重化学工業化政策が、政策金融の有効性に左右されることから、政府にはすべての金融市場を掌握する必要があったと考えら

れる。

韓国政府は、闇金融を制度金融へ組み込むための措置として、1972年8月3日、「経済安定と成長に関する大統領金融命令」いわゆる 8.3 措置を発動した。この措置に加えて制定された闇金融陽性化 3 法に従い、多くの闇金融業者が、投資金融会社、相互信用金庫、あるいは信用協同組合を設立することで、政府管轄化の制度金融に組み込まれた。韓国における金融機関は、表 3 に示されたように、銀行組織からなる通貨金融機関（第 1 金融圏）とノンバンクと総称される非通貨金融機関（第 2 金融圏）に大別され、多くの闇金融業者が第 2 金融圏に吸収された。

表 4 には、韓国の銀行預金と闇金融の名目金利と実質金利が示されている。闇金融の名目金利は、韓国銀行の非公式推計だが、銀行金利の 2 倍を超えて

<sup>17</sup> 数値については、韓国政府資料を、金(2006) p.8の表より参照



表5 韓国の金融機関別資金調達シェア

(単位：%)

	1975年	1980年	1985年	1990年	1995年	1996年
一般銀行	54.6	43.8	31.4	25.9	22.8	23.3
特殊銀行	24.3	26.4	22.3	16.6	9.5	9
非通貨金融機関	21.1	29.8	46.3	57.5	67.7	67.7

出所) 韓国銀行資料を、朴 (1998) p. 78 より転載

おり、貸付け条件から見て、闇金融業者が、政府管理下の銀行組織に転入する経済的なインセンティブはない。闇金融を制度金融化させるためには、制度金融に参入する業者に対して、金利をはじめとする資金の調達と運用にかんして、少なくとも既存の金融機関よりも有利な条件を与える必要がある。

1984年、政府が投資金融会社にたいして、銀行の長期定額預金よりも利回りの高いCMA (手形管理口座) <sup>18</sup>の発行を許可したのは、恩典を与えて闇金融を制度金融に誘引するためであり<sup>19</sup>、それと同時に、制度金融から闇金融への後戻りを防ぐためでもあったと思われる。韓国政府は、将来にわたって闇金融を縮小させ続けるため、制度金融化した投資金融会社に有利な条件を与え続けなければならなかったのである。

投資金融会社は、短期金融市場の拡大とともに数を増し、90年末には32社にまで増加して、それらの総資産規模は一般銀行の16.7%に相当する18兆ウォンに達した<sup>20</sup>。しかし90年代に入り、投資金融会社は、企業数の増加にともなう短期金融市場の飽和と、業務内容の類似する総合金融会社との競合によって営業環境が悪化し、他業種への転換が余儀なくされた。91年には5社が証券会社に転換、3社が単独と合併により2行の銀行に転換した。残留した投資金融会社24社も、94年には9社が、96年には15社がすべて総合金融会社に転換した<sup>21</sup>。

総合金融会社は、発行手形、CMA、借入金等で調達した資金を、貸付金、有価証券、リース資産等

で運用し、その業務は投資金融会社の業務と重複しているが、決定的な違いは、総合金融会社には国際金融業務が認められていることである。

1975年12月に成立した総合金融会社法にしたがって、79年までに6社の総合金融会社が設立された。それらは、すべて外国金融機関との合弁会社であり<sup>22</sup>、通貨危機の時にも必要な外貨流動性を確保したことから見て、国際金融業務における適切なリスク管理を遂行する能力を備えていたと考えられる。

他方、90年代に新規参入した24社は、その主要株主が韓国企業であり、かつての闇金融の時代も、投資金融会社の時代も国内金融業務の経験しかなく、国際金融業務については経験やノウハウも乏しかった。通貨危機時にロールオーバーできず外貨流動性不足に陥ったのは、この新規24社である<sup>23</sup>。

政府は、闇金融への逆行を防ぐため、総合金融会社にたいしても、一般銀行よりも緩い規制を適用する形で恩典を与えた。具体的には、第1に、総合金融会社には銀行の長期定額預金よりも金利の高いCMA (手形管理口座) の発行を許可したこと<sup>24</sup>、第2に、財閥に対する信用限度を一般銀行の3倍まで認めたこと、そして第3に、とりわけ1財閥に対する信用限度を銀行の場合に自己資本の45%にたいして、総合金融会社の場合には自己資本の150%まで認めたことである<sup>25</sup>。

高橋・関・佐野(1998)や朴(1998)によっても指摘されたことだが、総合金融会社に与えられた金利優遇措置は、一般銀行から総合金融会社への預金シフ

<sup>18</sup> 韓国銀行(2005) p.217によれば、CMAは、顧客から預託金を受け入れ、これを割引手形や有価証券等の金融商品に投資し、その運用収益を顧客に分配する実績配当商品である。

<sup>19</sup> 朴(1998) p.65

<sup>20</sup> 韓国銀行(2005) p.215

<sup>21</sup> 韓国銀行(2005) p.214

<sup>22</sup> 韓国銀行(2005) p.214

<sup>23</sup> Choi and Lee(2006) p.94

<sup>24</sup> 高橋・関・佐野(1998)によれば、アメリカや日本では銀行からの強い反対で、CMA (手形管理口座) の導入は認められなかった。

<sup>25</sup> Choi and Lee(2006) p.97

表6 韓国主要財閥の財務内容(96年末)

	売上高 (億ウォン)	負債比率 (%)
1) 三星	709,780	463.3
2) 現代	698,500	456.5
3) LG	485,082	371.4
4) 大宇	385,799	312.7
5) 鮮京	267,112	386.8
6) 双龍	201,389	379.9
7) 起亜★	120,907	524.1
8) 韓火★	99,791	705.2
9) 韓進	99,467	606.4
10) ロッテ	71,376	217.6
12) 韓拏★	52,191	2,724.80
21) テヘ★	27,064	656.4
26) ニューコア★	17,429	1,266.50
28) 真露★	13,099	2,334.10

注) ★印は経営破綻した財閥

負債比率=負債総額/自己資本

出所) 新産業経営院等の資料を高橋・関・佐野  
(1998)より転載。

トを発生させた。総合金融会社をはじめとする非通貨金融圏の拡大は、金融市場における一般銀行の長期資金供給を縮小させる働きをもっているのである。

表5によれば、一般銀行の資金調達シェアは、1975年の54.6%から減少の一途をたどり、1996年には23.3%にまで縮小した。特殊銀行についても、24.3%から9%への縮小がみられる。これに対し、総合金融会社を含む非通貨金融機関の資金調達シェアは、1975年の21.1%から年を経るごとに拡大を続け、1996年には67.7%にまで達している。

今回の通貨危機の文脈において、重要なことは、総合金融会社への優遇措置が、一般銀行を通じて金融市場に供与される長期資金の供給を減少させることで、財閥の旺盛な長期資金の需要との間に生まれる超過需要をいっそう拡大させ、国内長期金融市場における不均衡をより厳しくしたことである。これは、個々の財閥にとって、一般銀行を通じた長期資金の獲得がより厳しくなったことを意味している。

このようにして、政府による闇金融対策としてのノンバンク優遇措置は、金融市場における長期投資資金の供給を縮小させる結果をもたらした。政府の

闇金融対策は、金融市場への長期資金供給を減少させることで、市場の供給面から長期資金の超過需要を拡大させ、通貨危機の直接的原因である債権の満期ミスマッチを誘引したのである。

### 3.2 財閥の事業拡大と一族支配

韓国政府が、重化学工業育成のため、この事業に参加する企業に低利融資の恩典を与え、財閥は、そうした政府の重化学工業化政策に積極的に応え、借入れ中心の資金調達により、重化学工業設備を拡大してきた。そして重化学工業化の過程において発生した不良企業を、財閥の系列企業に吸収させるため、政府は、重化学工業を推進する企業の資本拡大を名目として、不良企業吸収の見返りに減税や金融上の優遇措置を与えた。これらの措置により、財閥の系列会社数が急増し、10大財閥の系列企業数は、72年の75社、79年の254社、87年の267社へと増大した<sup>26</sup>。

10大財閥の重化学工業資産をみれば、1972年の2,570億ウォンから79年の4兆4,600億ウォンへと急増し、その製造業資産に対する重化学工業資産の比率も、1972年の70.6%から79年の84.7%へ上昇している。10大財閥のうち、現代とLGは79年の比率がともに100%となっている<sup>27</sup>。

例えば、化学産業における設備投資は、1985年の8,926億ウォン(全産業に占める割合は10%)から1990年には5兆1,909億ウォン(同23%)へ増加し、電子産業では1990年の2兆154億ウォン(同10%)から95年の10兆320億ウォン(同21%)へ急増している<sup>28</sup>。

財閥は、こうした急速な事業拡大に必要な資金を、株式発行よりも、むしろ金融機関等からの借入で調達している。重化学工業は、軽工業とは比べものにならないほど資本集約性が高く、この方面に事業を拡大するには多額の資金が必要である。財閥は、多額の資金を借入れる手段として、その中核企業が傘下の企業を保証するという相互債務保証という方法を利用した。93年の数値では、30大財閥が自己資本の3.4倍の債務保証を行っている<sup>29</sup>。

<sup>26</sup> 梁(2008) p.117 参照。

<sup>27</sup> 梁(2008) p.113 参照。

<sup>28</sup> 高橋・関・佐野(1998) p.172

<sup>29</sup> 数値については、公正取引委員会の資料を高(2000) p.66より参照。

このようにして、財閥がより高度な技術と資本を要する分野へと事業の多角化を進めるにつれて、国内の金融市場における長期投資資金の需要が増大し、金融市場における長期資金の超過需要が膨らんだのである。すなわち、財閥の事業拡大は、金融市場の需要面から長期資金の超過需要を増大させることで、債権の満期ミスマッチの潜在的要因を形成したのである。

他方で、財閥が、設備投資に必要な資金を借入れによって調達する手段を優先する限り、事業の拡張に伴う負債の増加は避けられない。

表6には、1996年末における主要財閥の財務内容が示されている。財閥10位のロッテは、負債比率が217.6%と、日本の主要企業並みの比率を示しているのは、日本国内を主要活動拠点としていることが関わっていると思われる。これに比べ、1位の三星が463.3%、2位の現代が456.5%と、上位二財閥でさえ、負債比率は日本企業の2倍を超えている。破綻した7位の起亜524.1%、8位の韓火705.2%、同じく破綻した12位の韓拏や28位の真路にいたっては、それぞれ2,724.8%、2,334.1%と、日本企業の10倍を超えるほど極端に高い負債比率を呈している。

財閥が、こうした財務体質の脆弱化を承知の上で、株式発行よりも借入れによって設備投資資金を調達した理由の1つとして、インフレの存在が挙げられる。低金利政策が採用された1970年代においては、表4に見られるように、高いインフレ率が実質金利をマイナスにし、金利面における資金借入の負担をなくした。

インフレによる資金調達コストの有利さという経済的理由に加え、財閥が株式発行よりも借入による資金調達を優先した根本的理由は、創業者一族による経営支配の維持である。株式公開による外部資金の導入により、創業者一族の持分が実質的に支配可能な水準を割り、所有と経営が分離されれば、創業者一族は雇われ経営者へ転落する恐れがある。そして、実際には、財閥の成長に伴って創業者一族の株式所有比率は減少してきたが、これによる支配力の劣化を補うため、財閥は、その中核企業を中心に傘下企業間で相互出資を行った。創業者一族は、相互出資によって所有と経営の分離を曖昧にさせ、系列会社とともに内部所有支配を維持したのである<sup>30</sup>。

<sup>30</sup> 服部（2005）は、第四章「財閥—経済成長の担い手」にお

このことは、事業の拡張にかんして利害が対立するかもしれない少数株主の要求を封じ込め、企業価値に負の影響を及ぼす非効率な意思決定をも可能にする。すなわち、過剰設備を生み出す過剰投資を内部でチェックする機能が失われることを意味している。

他方で、負債という資金調達手段には、債務不履行の可能性が経営者に健全経営を強いる規律として働くという機能が備わっている。けれども、負債の規模が大きくなるにしたがって、その機能は薄れていく。飯島・池尾(2001)は、韓国財閥のモラルハザードが負債拡大の要因になったとして、次のように述べている。

財閥の負債が小規模で、それが破綻したときに引き受け先が見つけやすい場合には、破綻の可能性が経営者に負債を安易に増加させないための規律として機能するが、財閥の負債が大規模で、破綻後の引受先を容易に確保できない場合には、破綻の可能性は経営者に対する規律付けとして機能しない。それは、巨人財閥破綻による経済全体への悪影響を恐れる政府が、その救済に当たることが期待されるからである。経営困難時に、政府の救済が期待できるならば、巨額な負債による資本設備への投資が、過剰設備とそれに伴う収益率の低下を来たすかもしれないとしても、財閥経営者に対してそれを抑制させる機能は弱まる。すなわち巨大財閥への暗黙の政府保証が、財閥の過剰設備と過大な負債比率を助長したと考えられるのである。

このように、創業者一族支配を維持するための資金調達方式は、財閥の負債比率を極端に悪化させた。いったん外部要因による急激な収益率の低下や流動性の不足が起これば、こうした不安定な財務構造を持つ財閥は、そのまま営業停止に陥る。財閥の倒産が金融機関の不良債権を生み、これに伴う金融機関の信用供与の縮小が、他の財閥をその流動性不足によって次々に破綻へ追い込む。かくて創業者一族支配の結果としての高い負債比率は、韓国金融危機の拡大要因になったと考えられる。

### 3.3 金融市場の不均衡と総合金融会社

韓国通貨危機の元凶とされた総合金融会社に、短  
 いて、10大財閥の中の現代グループとLGグループを取り上げ、その企業間所有構造や創業者一族の所有構造の変化と、これに伴う財務構造の悪化を論じている。

表7 韓国金融機関別 外債調達・運用実績

(単位は100万ドル、比率は%)

分類	調達と運用	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	
一般銀行	調達	長期	16,317	19,735	23,432	29,102	35,141	51,212
		短期(A)	40,357	43,934	58,672	76,295	92,782	60,401
		計	56,674	64,669	82,104	105,397	127,923	111,614
	運用	長期	23,097	25,049	34,842	46,239	55,818	55,173
		短期(B)	33,577	38,620	47,262	59,158	72,105	56,441
計		56,674	63,669	82,104	105,397	127,923	111,614	
流動性比率(B/A)	83.2	87.9	80.6	77.5	77	93.4		
開発機関	調達	長期	15,362	17,608	21,139	26,038	30,034	31,143
		短期(A)	4,003	5,006	6,954	9,391	13,173	17,485
		計	19,365	22,614	28,093	35,429	43,207	48,628
	運用	長期	18,133	20,970	25,780	31,691	37,491	37,806
		短期(B)	1,232	1,644	2,313	3,738	5,716	10,822
計		19,365	22,614	28,093	35,429	43,207	48,628	
流動性比率(B/A)	30.8	32.8	33.3	39.8	43.4	61.9		
総合金融会社	調達	長期	1,276	1,953	2,182	4,568	5,996	5,428
		短期(A)	3,258	3,573	5,083	7,091	12,627	13,684
		計	4,534	5,526	7,265	11,659	18,623	19,113
	運用	長期	4,418	5,382	7,114	11,442	17,823	17,106
		短期(B)	116	144	151	217	800	2,007
計		4,534	5,526	7,265	11,659	18,623	19,113	
流動性比率(B/A)	3.6	4	3	3.1	6.3	14.7		

資料) 『外換危機白書』月刊「朝鮮」1999年10月号別冊(韓国語) p.235.

出所) 小玉敏彦(2005) p.99より転載・修正

期資金を借りて長期の投資に運用するという満期のミスマッチを誘発した原因の1つは、すでに述べたように、政府の金融統制によって生まれた国内長期資金市場における超過需要の存在である。

政府の規制下にある銀行組織からの長期資金の供給不足は、金融市場において規制の弱いノンバンク組織からの長期資金の提供という市場反応を誘発する。財閥が、満期のミスマッチによるリスクを覚悟すれば、短期運用資金の借入れを更新し続けることで、設備投資に必要な長期資金に替えることができる。総合金融会社にとっても、国内の長期金融市場が売り手市場になっていることは、財閥にたいして有利な条件で貸付ができることを意味している。国内の長期資金市場における超過需要の存在は、金融機関が何らかの手立てで長期資金を提供しようとする、強力なインセンティブとなる。

趙(2005)によれば、1960年代以降、一般銀行は短

期貸出の延長という方法を通して長期貸出を取り扱うようになり、70年代にはその慣行が普通になった<sup>31</sup>。そして、90年代に新規参入した総合金融会社も、その前身である投資金融会社の時代から、短期運用資金の貸出更新を重ねることで実質的に長期投資資金を提供していた<sup>32</sup>。短期運用資金を借りて、それを長期投資資金に回すという債務の満期ミスマッチは、韓国の金融規制が生んだ長期資金の超過需要を充足する、いわゆる闇市場的な市場反応と捉えることができる。長期資金市場に超過需要を生む政府の規制が存在する限り、つねにその不均衡を埋めようとする市場の反応が生じる。資金の需要側か供給側、あるいはその両側において、満期ミスマッチを抱えた債権・債務を取引する、いわば闇市場のような場

<sup>31</sup> 趙(2005) p.126

<sup>32</sup> 趙(2005) p.150

が発生するのである。

表7には、金融機関別の外債調達と運用の実績が示されている。短期で調達した外債を短期で運用すれば、流動性比率は100%であるが、短期外債を長期で運用する程度が増すにつれて、流動性比率は低くなる。この流動性比率が低いほど、満期のミスマッチを抱えた資金運用が多いことになる。92年から96年において、一般銀行では、80%前後の流動性比率が示すように、満期のミスマッチの少ない運用がなされているが、開発機関では30%から40%強と、満期のミスマッチが多くなっている。そして総合金融会社にいたっては、3%から6%強という極端に低い流動性比率が示すように、短期外債のほとんどが、長期資金として運用され、満期のミスマッチをかかえていたことがわかる<sup>33</sup>。

Choi and Lee(2006)は、総合金融会社に満期のミスマッチを誘発させた、外貨の導入に関わる政府の偏った規制について、次のように述べている。

第1に、金融機関が外貨を導入する場合に適用される規制が、長期と短期では異なっていた。長期の外貨導入については、監督官庁の財政経済院への申告が義務付けられており、1,000万ドルを超える場合には事前に届け出が必要で、厳格な割当規制もある。他方、短期については財政経済院への申告義務も、割当制限もなかった。長期の外貨資金の獲得には規制による限界があることから、総合金融会社を含めた金融機関は、短期の外貨借入を選択せざるを得なかった。

第2に、総合金融会社は、自己資本の3倍を短期資金の借入れ上限とする規定に縛られていたが、上限規制の対象となるのは国内通貨資金だけであり、外国通貨資金の短期借入は規定の対象外であった。総合金融会社は、所有する自己資本の多寡に左右されることなく、短期の外貨資金を望むだけ調達することができたのである。

さらにChoi and Lee(2006)は、総合金融会社にたいする政府の監督制度の不備を次のように指摘している。

総合金融会社は、自己のもつ銀行部門勘定とリース部門勘定の両勘定を操作して、短期借入を長期貸付に転換していたが、監督官庁の財政経済院は、総

合金融会社のそうした操作を掌握していなかった。銀行部門勘定とリース勘定は、それぞれ独立に経営されることが前提で、それを管轄する財政経済院内の担当部署も別々に分かれていた。総合金融会社は銀行部門勘定を通じて短期外国資金を借入れ、為替市場で短期のウォン資金に換える。そしてその短期ウォン資金を、リース部門勘定を通じて長期で貸付けるのである。財政経済院のそれぞれの担当部署間には、相互間の情報共有がなかったため、外貨取引の全行程から生まれる満期のミスマッチは見過ごされたのである。

しかしながら、たとえ政府の監督制度に基本的な不備がないとしても、政府規制による金融市場の歪みは、それを矯正しようとする市場の反応を誘発する。韓国の国内金融市場と外資導入窓口に、長期資金の供給を制約する政府の規制が存在するかぎり、国内の長期金融市場には必ず超過需要が生まれる。この長期資金の超過需要が、資金取引関係者の間に、いわゆる闇市場としての満期のミスマッチを抱えた債権あるいは債務を誘引したのである。

### 3.4 韓国通貨危機の経済学的解釈

これまでの議論を経済学の視点から整理すれば、次のようになる。

韓国通貨危機の直接的原因である債務の満期ミスマッチを誘引した、金融市場における長期資金の超過需要が、通貨危機の本源的な原因である。

政府は、財閥をコントロールするために、管理下にある銀行組織を通じた長期資金の貸付を規制下においた。このことは、金融市場への長期資金供給が制約されることを意味する。これに加え、政府が闇金融対策のため総合金融会社等のノンバンクに与えた優遇措置が、銀行からノンバンクへの資金シフトを誘発し、国内金融市場への銀行組織を通じた長期資金の供給を一層減少させた。

他方、創業者一族による支配にこだわる財閥は、事業の拡大に必要な長期資金の調達を、株式発行よりも借入れに依存した。これにより、国内金融市場における長期資金の需要が拡大し、銀行組織からの長期資金の供給減少が相まって、国内の金融市場には長期資金の超過需要が拡大した。

それと同時に、創業者一族支配のための借入れ依存体質は、財閥の財務構造を脆弱化させ、それが金融危機時に財閥の連鎖倒産という形であらわれ、金融危機を深刻化する結果となった。

<sup>33</sup> なお、1997年にすべての金融機関で流動性比率が高まっているのは、IMFの融資条件にあるBIS規制の達成が、すべての金融機関に義務付けられたためである。

そして、総合金融会社が、政府による短期外資導入の自由化に乗り、国内の金融市場に存在する長期資金の超過需要を充足するために、海外から借入れた短期資金の借入れ更新を続けることで、外債の満期ミスマッチという通貨危機の直接的原因を発生させたのである。

#### 4 おわりに

韓国における通貨危機の直接的原因は、韓国金融機関が負う外貨債務の満期ミスマッチにあるという考えが定着している。

本稿では、その外債の満期ミスマッチを誘引した原因が、韓国の国内金融市場における長期資金の超過需要にあると捉えた。そして、その超過需要を発生させた供給側すなわち銀行組織の長期資金供給減少、需要側すなわち財閥側の長期負債需要増加、そして発生する長期資金の超過需要を充足するノンバンクの闇市場的な反応について考察することで、通貨危機に繋がる韓国特有の実物経済的要因を探り出した。

政府による国内金融市場および外国為替市場における長期資金の取扱い規制、闇金融対策としてのノンバンク優遇政策、そして財閥による一族支配を維持するための借入優先の資金調達、韓国の金融市場において長期資金の超過需要を生み、通貨危機の潜在的要因となったことを、経済学の視点から明らかにした。

#### 参考文献

Hahn Joon-Ho(1999), "Financial System Restructuring in Korea: The Crisis and its Resolution," Masuyama, S. and others (eds.), *East Asia's Financial Systems: Evolution & Crisis*, Nomura Research Institute & Institute of Southeast Asian studies.

Kim Daesik and Park Jaeha(2000), "Korean Financial Crisis and Reform: An Overview," J. Jay Choi(ed.), *Asian Financial Crisis: Financial, Structural and International Dimensions*, Elsevier Science Inc.

Kim Woochan and Wei Shang-Jin(2002), "Foreign portfolio investors before and during a crisis," *Journal of International Economics*, 56

Chang Ha-Joon, Park Hong-Jae, and Yoo Chul Gyue (1998), "Interpreting the Korean crisis: financial liberalization, industrial policy and corporate governance," *Cambridge Journal of Economics*, Vol.22 No.6

Cho Yoon Je(2003), "The political economy of financial liberalization and the crisis in South Korea," Lee C.H.(ed.) *Financial Liberalization and the Economic Crisis in Asia*, Chap.3, Routledge Curzon.

Choi Doo-Yull and Lee Yeonho(2006), "Financial Supervision of Merchant Banking Corporations as a Cause of Korea's Currency Crisis," *Journal of the Korean Economy*, Vol.7 No.1

鄭 麟宇・金 永龍・鄭 奇和(1999)「韓国金融危機の分析—原因とプロセス」『地域経済研究センター年報』(佐賀大学) 第10号

趙 淳(著)深川博史(監訳)藤川昇悟(訳) (2005)『韓国経済発展のダイナミズム』法政大学出版局

服部 民夫(2005)『開発の社会経済学—韓国の経済発展と社会変容』文眞堂

飯島 高雄・池尾 和人(2001)「韓国「財閥」の企業統治構造」『三田商学研究』第43巻第6号

金 奉吉 (2002)「日韓の金融システムと金融危機」金奉吉・井川一宏(共編)『韓国の構造改革と日韓・東アジアの経済協力』第2章 神戸大学経済経営研究所

金 珍奎 (2006)「韓国の非銀行金融機関と金融システム」『経済論集』(大分大学)第58巻第2号

金子 隆・金 チャンホ (2003)「韓国の金融危機と大企業の財務・投資行動: 規律付けメカニズムの検証」『三田商学研究』(慶応大学) 第45巻第6号

高 龍秀 (2000)『韓国の経済システム』東洋経済新報社

小玉 敏彦 (2005)「韓国における通貨金融危機と財閥改革」『国府台経済研究』(千葉商科大学) 第16巻第1号

近藤 久洋 (2004)「韓国における政府・財閥関係の循環的変容と金融危機」『国際政治』第136号 日本国際政治学会

韓国銀行 (2005)『わが国の金融制度』(韓国語)

朴 哲洙(1998)「韓国の金融システム—制度と金融改革—」『海外事情研究』(熊本学園大学付属海外事情研究所)第25巻第2号

李 憲和(著)須川英徳・六反田豊(監訳) (2004)『韓国経済通史』法政大学出版局

高橋 琢磨・関 志雄・佐野 鉄司 (1998)『アジア金融危機』東洋経済新報社

梁 先姫 (2008)「韓国財閥の歴史的発展と構造改革」『四天王寺国際仏教大学紀要』第45号

夫 光植 (2001)「韓国金融制度の変遷過程と構造改革の課題」『那須大学論叢』第2号

吉富 勝 (1998)「アジアを襲った資本収支危機」『日本経済の真実』第5章 東洋経済新報社

吉富 勝 (2003)『アジア経済の真実』東洋経済新報社

(原稿受理年月日 2012年10月23日)