

第8章

韓国における金融・企業再構築

はじめに

韓国政府は1997年12月以来、まず金融セクターの構造調整を優先的に推進することにより、金融市場の信用収縮（クレジット・クランチ）を解消するとともに、海外投資家などの信認回復に努めてきた。その結果、1998年後半からの経済回復はめざましく、IMFや世界銀行、市場関係者からも高い評価を得ている。

本章では、1997年末以降に韓国において実施された不良債権問題処理および金融・企業セクター改革をとりあげ、その政策を評価するとともに将来的課題を検討する。第1節では最初に取り組みされた金融セクター改革を、第2節で企業セクターにおける再構築の概略、第3節では企業金融の変化について述べる。韓国では、危機当初において金融機関の借り換え困難による信用収縮がみられたものの、間接金融から直接金融への企業の資金調達手段の転換が比較的スムーズであったことが、他の危機経済と異なる点として指摘されており（Fukagawa [2000] ほか）、このような転換が可能であった背景について述べる。間接金融が困難である時期において、社債・株式発行による資金調達が増加するのは一般的な現象であるといえるが、金融・企業セクターにおける構造改革の推進との関連や、企業金融の変化が構造改革に与える影響に焦点をあてて検討する。第4節では前3節を踏まえ、現在までの政策評価と今後の課題を検討する。金融セクターに比べてその進行が遅いとされて

いる企業セクター改革に関して、あるいはさらなる金融自由化に際し、企業、金融機関、政府が実行すべき改善点を指摘する。最後に本章をまとめる。

第1節 金融再構築の枠組み

韓国政府はセクター別改革順序を(1)金融部門、(2)企業部門、(3)労働市場とし、金融セクターの再構築と健全化を進めたのち、債権者である銀行を通じて企業セクターの再構築を促進し、経済の回復を目指すという方針を打ち出した。これは、IMFの経済安定化融資を受けた国として「市場の信認回復」を第一義とした結果であるといえよう。短期間での金融再編を経て、1998年では前年度比大幅マイナスとなった経済指標も、1999年度には劇的に回復した。同年のGDP成長率は世銀によれば10.7%、2000年度には減速が見込まれるものの6%台の成長が予測されており⁽¹⁾、通貨危機に見舞われた他の東南アジア諸国と比べても、その回復ペースは非常に速いといえる。IMFや世銀などの国際機関や海外投資家からも、「韓国の金融・経済危機処理はおおむね終了した」との評価を得ているが、一方で韓国金融機関の不良債権処理に絡んで、追加的な資本注入および債権買い取り資金の必要性や、企業セクター、とくに大財閥の合理化・再編が当初予想されていたよりも進行していないことを憂慮する見解も根強い。

韓国金融システムにおける不良債権額のピークは1997年末であり、金融機関による総融資の35% (GDPの35%相当) が不良債権化していたとされる。政府はまず、1998年4月に金融監督委員会 (Financial Supervisory Commission: FSC) を発足させ、金融改革の支柱となる不良債権処理や公的資本注入、その後の競争力強化に関する基本的枠組みを提示し、1999年5月に公的資金の規模、調達方法、資本注入のスキームを発表した。また、1999年1月にはFSCの指揮のもとで金融セクターの再構築を実施する金融監督サービス (Financial Supervisory Service: FSS) が設立され、具体的な計画を実行してきた。

金融セクターの再構築における諸施策は、(1)金融機関の整理・再編と資本注入、(2)不良債権の買い取りおよび売却、の2点に分けられる。以下でそれぞれの概略と現在までの進捗状況を述べる。

1. 金融機関の整理・再編と資本注入

IMF融資を受けた韓国政府が緊急課題として第一に取り組んだのは、債務超過となった金融機関の閉鎖（退出銀行の選定）と、一時国有化を経た他行への売却スキームを作成することである。この一連の作業を実施する手段の一部として、金融機関を含む韓国企業への外資導入規制を緩和し、55%の株式取得を認める⁽²⁾ことによって、危機以前にはほとんど実現してこなかった国内企業への外資の経営参加を積極的に推進するようになった。これは、金融秩序を回復するための最優先課題でもある銀行の健全化に取り組むためであり、また、不良債権の急増や信用不安の増大による経営危機からの回復には、国債（韓国資産管理会社〈KAMCO〉債や金融安定債）を主な原資とする国の救済だけでは限界があり、外資に支援を求めざるをえなかったからでもある。これらの施策は1997年末からの迅速な策定によって、ほぼ半年で売却スキームをまとめるという段階にまで進んだ。

これらの金融セクター再構築を実行する手段として、総額64兆ウォンの公的資金投入が国会で承認された。32兆5000億ウォンをKAMCOによる不良債権購入資金のため、31兆5000億ウォンを韓国預金保険機構（KDIC）による金融機関の増資および預金者保護への財政支援資金に充当するという内訳になっている。公的資金の投入は現在も実行中であるが、後述する大宇財閥の倒産・解体にからむ追加的な公的資金の必要性から、不良債権処理への必要額は最終的に100兆ウォン規模となる可能性もあろう（Kwon and Nam [1999] ほか）。

まず政府は、市中（都市・地方）銀行のなかから都市銀行である同和、東南、大東、および地方銀行の京畿、忠清の5行に対して業務停止命令を出し

表1 清算および操業停止金融機関 (1999年5月現在)

	1997年12月	1998年6月～1999年4月			1999年5月
		合 併	免許取り消し, 一時取り消し	合 計	
銀行 (都市・地方)	33	5	5	10	23
証券会社	36	—	6	6	32
商業銀行	30	2	16	18	12
保険会社	50	1	4	5	45
リース会社	25	—	5	5	22
信託投資会社	31	—	7	7	24
相互貯蓄・金融会社	231	3	24	27	204
信用組合	1,666	26	105	131	1,544
合 計	2,102	37	172	209	1,906

(注) (1) 銀行の合併には、1999年7月に完了予定の朝興、江原、忠北銀行の案件を含む。

(2) 証券会社の1994年4月合計には、他セクターからの転換企業2社を含む。

(3) リース会社の1994年4月合計には、新たに設立された2社を含む。

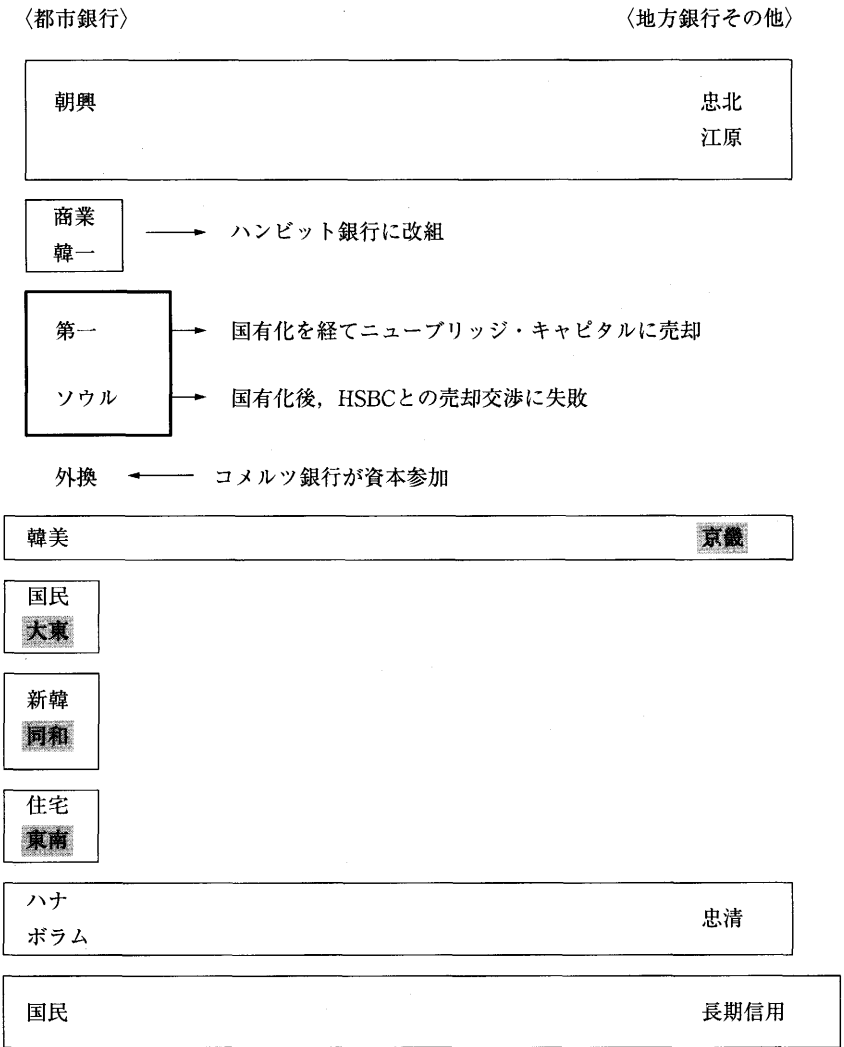
(4) 信用組合の1994年4月合計には、新たに設立された9社を含む。

(出所) FSS [1999].

た。そのうえで経営状態が比較的健全な他行（それぞれ新韓、住宅、国民、韓美、ハナ：すべて都市銀行）への吸収合併を命じ、金融機関総資産の約15%を処理・縮小させた。さらに、存続可能行どうしの合併および吸収合併をすすめる、銀行の体力強化を図った。地銀である江原銀行と忠北銀行を合併のうえ朝興銀行とし、商業銀行と韓一銀行をハンビット銀行として改組、長期信用銀行（開発銀行）を国民銀行へ吸収合併させた。このような不健全行の整理・統合は国際決済銀行 (BIS) による自己資本規制基準をもとに評価が繰り返され、さらに2行を債務超過と判断して国有化した（表1、図1参照）。

また一方で、FSCが中心となって金融セクターへの外資導入が推進された（表2参照）。銀行の財務健全化のみならず、金融機関として適正な審査基準を用いた与信機能やリスク管理手法を導入するための手段として、この段階で金融機関総資産の約25%が処理され、1998年9月、韓国政府は金融再構築

図1 銀行（商業・特殊・その他）再編



(注) 網掛けは整理対象行。枠で囲まれた銀行は合併関係を表し、太い枠は国有化された銀行を表す。

(出所) FSCホームページほかをもとに筆者作成。

表2 韓国金融機関への外資による資本・経営参加

韓国金融機関	買収企業 (国籍)	株式取得・経営参加
韓国外換銀行	コメルツ銀行 (独)	29.3%を取得, 役員2名を派遣。
ハナ銀行	国際金融公社 (IFC) (国際機関)	6.2%を取得。
第一銀行	ニューブリッジ・キャピタル (米)	51%を取得, 役員14名のうち10名を外国人に。
国民銀行	ゴールドマン・サックス (米)	18%を取得。
住宅銀行	ING銀行 (オランダ)	10%を取得。役員2名を派遣。

(出所) FSCホームページ。

の第一段階が終了したと宣言した。

これまでのところ、金融セクターの再構築はほぼ政府のスケジュールどおりに進み、1999年央には、都市銀行・地方銀行のBIS基準自己資本比率は平均で10%程度となっている。

2. 金融機関の不良債権の買い取り・売却

第一段階で国会が承認した64兆ウォンの財政支援は、1999年7月時点で51兆7000億ウォン(約80%)がすでにKAMCO, SFCの両機関によって利用されている。

韓国における不良債権処理は、公的・私的(各銀行ベース)の両アプローチにしたがって行われており、その中心的機関が先にあげたKAMCOである。KAMCOは1962年4月6日、韓国開発銀行(KDB)のもとに政府所有資産の処分を行う仲介機関(成業公社)として設立されたが、1997年11月24日に改組された。米国の整理信託会社(Resolution Trust Corporation)にならい、預金保険でカバーされた金融機関の不良債権を買い取ったのちに売却するだけでなく、金融機関の債務リストラ計画や資産処分方法にも関与するなど、金融セクターの再構築を支援するための機関となったのである。KAMCOは1999年4月の韓国資産管理会社法(KAMCO Law)の改正によって不良資産処理銀

行として活動することが認められ、また、国内金融セクター監督機構の改革によって、現在は金融監督委員会(SFC)と財政經濟部の監督下にある。韓国政府が金融セクター改革の第一段階終了を宣言した1998年9月末までに、KAMCOは39兆ウォン(簿価)の不良債権を購入しているが、同年9月のみの買い入れ額だけで25金融機関(銀行23, 損保2)が保有していた23兆ウォンにのぼる。これらは市場価格で17兆7000億ウォンとみられ、簿価の約45%に相当する。さらに、1999年12月末までに額面55兆8000億ウォンの資産を約22兆8000億ウォンで買い取っているが、一方で1998年6月末から全金融機関の不良債権基準をBISなどで一般的に利用されるものに変更³⁾したため、「要注意」債権を含む金融機関の不良債権総額は、1997年末時点の86兆4000億ウォンから136兆ウォン(GDPの32%に相当)に増大した。これは、残余分買い取りのために国債発行高が増加し続けることや、不良債権処理の長期化を憂慮する意見の背景ともなっている。KAMCOは現時点で、2000年までに16兆9000億ウォンの買い取り資産を処分し、2003年までに不良資産の98%の処分を完了することを目標としている。そのための手段として、国内および欧米やアジアにおける海外支部での情報提供を積極的に展開する予定であり、最終的に買い取り価格の91%を回収する目算である。さらに、資産処分の手段を(1)債務リストラクチャリング(再構成：金利減免や債務のリスケジュール)、(2)随時売却(市場価値が低いと見なされるものを先に)、(3)資産担保証券発行、(4)売却益分配契約、(5)競売、(6)資産の処分・整理、と多様化させることによって、短期間での効率的な回収率の上昇を目指している。現在までに行われた(3)と(5)の多くは米国系投資銀行が購入しており、これらについては毎月実施することを検討している。

一方、KAMCOは海外債権者の所有する不良資産の買い取り・処分に関して、外資系投資会社とのジョイント・ベンチャー(JV)企業を7社設立することによって対処する方針である。各JV企業は約3兆ウォンの資産を所有する予定(海外債権者の不良資産の約65%に相当)で、第1号企業として1999年にドイチェバンクと合併契約を締結したが、第2号以降は目処がたっていない。

表3 KAMCOによる金融機関別不良資産買い取り実績 (1999年12月末現在)
(単位: 1兆ウォン)

金融機関の種類	額	面(A)	買い取り額(B)	B/A
市中銀行	47.1		19.5	41%
商業銀行	2.7		1.7	65%
保証会社	5.9		1.4	23%
保険会社	0.02		0.005	21%
証券会社	0.1		0.05	49%
相互信用・貯蓄組合	0.2		0.1	56%
合計	56		22.8	41%

(出所) KAMCOホームページ。

表4 KAMCOによる不良資産売却実績 (1999年6月末現在)
(単位: 1兆ウォン)

売却形式	簿価	買い取り価格	回収額
海外企業への売却	2.9	1.1	1.2
抵当権執行による入札	2.1	1.0	1.0
公開売却	0.2	0.1	0.1
債権回収	11.3	5.9	6.5
合計	16.5	8.1	8.8

(出所) KAMCOホームページ, IMF [2000]。

以上みてきたように、金融セクターの再編は政府主導によって短期間に進展し、現在の課題は、海外金融機関の保有分を含む不良資産の売却が2003年までにどの程度進むかに移っている。一方、持ち株会社の解禁など、今年積極的に行われる予定のさまざまな金融自由化と「第二金融圏」(投資信託会社など)の再構築も企図されているが、これは緒についたところだといえよう。

第2節 企業セクター再構築の枠組み

1. 企業の債務の構成：財務構造の脆弱さ

韓国企業は金融機関からの借入に依存し、莫大な設備投資を1980年代から加速させたが、これらの投資が企業の生産性を向上させることに寄与しなかったと分析する論文は数多い⁽⁴⁾。1997年末の企業セクターにおける債務合計額は811兆ウォンにのぼり、GDPの190%に相当していた。同時期の企業対外債務1016億ウォンはタイやインドネシアに比べると規模が小さいようにみえるが、これは後述するように、韓国では対外借入に関しても銀行を仲介した間接金融が奨励されていたため、外貨取引に付随する為替リスクは企業ではなく銀行が負っていたからである⁽⁵⁾。

また、韓国企業の負債比率(負債/自己資本比率)は多くの外国企業に比べて非常に高く、その構造は外的ショックに対して弱いといえよう。とくに1997年末時点における上位30財閥の負債比率は519%にもなり、前年比130%増であった。この数値はアジア危機の影響を受けた国々のなかでもインドネシア(900%超)についで2番目である。また、借入に依存した財務構造のため、韓国企業の金融費用/売上高は台湾や日本の3倍にもなっており、製造業における利益率が1996年には前年の7.9%から0.9%に下落するなど、大規模な設備投資のための負債は企業の収益率にも影響を及ぼした。韓国銀行は定期的に韓国、米国、日本、台湾の利益率を国際比較しているが、過去20年間において、常に韓国企業の利益率が4カ国のなかで最低であったとしている⁽⁶⁾。企業の財務状況を分析する際、200%以上が望ましいとされる流動性比率(流動資産/流動負債比率)も韓国企業では90%程度しかなく、他の3カ国より低い数値となっていた。企業流動性がこのように低いことは、通貨危機などの外的なショックに対しての対応力を弱めたと考えられる。高い負債比率と資産の流動性比率の低さを特徴とする韓国の企業セクターは、債務支払い不能(負債

が資産を超える純資産のマイナス)や流動性不足(現金化できる資産や収益が返済債務額より小さい)に陥りやすい体質をもっていたといえる。

韓国企業の財務状況がこのように脆弱となった理由としては、(1)政策金融と(2)産業構造があげられよう。第一に、金利規制が戦略産業への政策融資と結びついて、財閥企業が直接金融よりも借入に依存することを容易にした⁽⁷⁾。また、金利規制によって実質金利が資本の限界生産性を下回っていたため、借入過多が発生したのである。第二に、財閥の市場シェアにおける絶対的優位と垂直的産業構造を背景として、財閥倒産の社会的コストは莫大なものとなった。このような状況で、いわゆる「潰すには大きすぎる」(too big to fail)という土壌が根付き、財閥側は借入を増加させればさせるほど安泰となったのである。こうして、1996～1997年の貿易収支悪化によって韓国経済への市場の警戒感が高まり、通貨危機が伝播すると、企業のキャッシュ・フローはたちまち悪化した。

2. 財閥の改革

1998年3月以降、大統領令による企業セクターの資本構成改善計画(Capital Structure Improvement Pack)が進められていた。とくに大宇グループを含む5大財閥は、債権銀行団(2500億ウォン以上の債権をもつ)と企業グループ全体のリストラ策について合意することが義務づけられた⁽⁸⁾。同計画の目的は、(1)1999年9月末までに、資産の売却と増資によって、同年中の自己による資金調達目標33兆6000億ウォンの80%に相当する26兆8000億ウォンを取得する、(2)外資導入の積極的な実行(1999年の目標は71億9000万ウォン)、(3)財閥グループ内企業間における債務相互保証を1999年末までに廃止⁽⁹⁾、企業のスピン・オフ(企業内組織の独立・分社化)、コーポレート・ガバナンスの向上に努める、(4)1999年末時点で財閥の負債比率を200%まで低下させることであった。最大の目標は第4点目の負債比率の低下とされたが、これは不良債権問題がピークであった1997年末時点において、韓国企業で当該比率がこのレベ

ル以下の企業が一社もなかったためである (Kim, Dohyung [1999])。また、この目標自体は同年6月末時点で達成されたが、急激な経済指標の回復にともなう不動産価格の上昇によって、企業の資産評価の一部が改善されたために実現したものであり、数字上の財務状況は改善されていても、企業自体の努力や負債の絶対額が減少したことによるものではない、という見方もある⁽¹⁰⁾。1999年末までに、大字を除く4大財閥とこのグループに属する企業の債務リストラについて、国内金融機関は最終的な合意に達した。合計21兆3900億ウォンの債権に関して金利減免を行い、5兆4900億ウォンの債権を証券化する予定である。

こうした企業債務の縮小を実現する手段として、財閥間におけるシェア拡大を目指す過当競争と多業種経営を是正し、国内産業の効率性を高めようとするのが「ビッグ・ディール」(big deal)である。政府の指導のもと、5大財閥間で各グループの基幹産業選定にしたがい、企業の統廃合を進めようとするものである。半導体、石油化学、自動車、航空機、発電施設・船舶エンジン、輸送(鉄道)車両製造、石油精製の7事業が候補とされたが、現時点では一部のみが実現し、外資導入の難航や当該企業の倒産により暗礁に乗り上げた案件もある(表6,表7参照)。しかし一方で、このような政策が実行されたとしても、新たな矛盾が発生することになる。財閥グループの規模縮小(基幹

表5 5大財閥の各基幹(コア)産業と系列企業削減予定

財 閥 名	基 幹 産 業	系列企業削減予定
現 代	自動車, 建設, 電子, 化学, (金融を含む) サービス	33 (63→30)
三 星	電子, 金融サービス, (貿易を含む) サービス	25 (65→40)
大 宇	自動車, 重工業, 貿易・建築・金融サービス	31 (41→10)
L G	化学, エネルギー, 電子・電気通信, (金融を含む) サービス	23 (53→30)
S K	エネルギー, 化学, 電気通信, 建設・運輸・金融サービス	22 (42→20)

(出所) FSCホームページ。

表6 ビッグ・ディールの経過

産 業	合併後企業名	合 併 の 形 態
半導体 自動車 石油化学	現代電子	LG半導体を吸収合併 大宇が三星自動車を買収 現代石油化学と三星総合化学を統 合
航空機 鉄道車両	韓国航空宇宙産業 韓国鉄道車両	現代, 三星, 大宇が統合 現代精工, 大宇重工業, 韓進重工 業が統合
発電設備・船舶エンジン	韓国重工業(後に民営化)	韓国重工業が現代・三星の同部門 を吸収
石油精製	現代(石油精製部門)	現代がハンファの同部門を吸収

(出所) 水野 [2000].

表7 対大宇財閥への各主要行与信残高 (1999年6月末時点)

(単位:10億ウォン)

金 融 機 関 名	融 資	CPおよび社債	合 計
ハンビット銀行	2,530	1,230	3,760
韓国外換銀行	2,470	400	2,870
第一銀行	2,080	760	2,840
朝興銀行	1,740	450	2,190
コラム銀行	830	480	1310
ハナ銀行	530	520	1050
韓国開発銀行	3,900	130	4,030
韓国輸出入銀行	2,300	—	2,300
国民銀行	380	670	1050
合 計	16,760	4,640	21,400

(出所) IMF [2000].

産業への収束)と過大な事業多角化の抑制が実行されれば、各基幹産業での大財閥のシェアはますます高まり、政府がもう一方で推進せねばならない競争・市場原理による企業セクター再編の浸透が犠牲になる可能性があるからである。

また、第4節でも述べるように、企業（とくに財閥）は資産の売却、各財閥のコア産業以外のグループ企業を清算したり、コスト削減を行うといったグループ内の合理化を敢行するより、新株発行による資金調達（資本の増強）を行っている。例えば、1998年6月に、FSCと各財閥の債権銀行は合計55社の系列企業（そのうち52社が上位64財閥の下請け、なかでも20社は5大財閥の傘下にあった）を存続不可能として解散させることを決定し、金融機関はこれら企業への追加的な融資を停止した。しかし、同年8月時点で実際に清算されたのは20社にすぎず、5大財閥傘下の企業はすべて同系列の他企業に買収された。

以上は主に5大財閥を対象とした改革策である。一方、6～64位の中堅財閥と非財閥系企業に関しては、債権銀行による債務処理プログラムを中心として改革が進められている。政府は1998年4月、国内64位までの各財閥にも1999年末までに負債比率を200%以下に低下させるため、基幹（コア）産業以外の企業の売却などからなる合理化案（資本構成改善合意〈Capital Structure Improvement Agreement〉とよばれる）を、主要債権銀行と交渉したうえでまとめるよう命じた。

3. 中小企業

中小企業に対しては、債務救済プログラムを中心とする対策がとられた。海外金融機関の韓国系金融機関に対する信認が著しく損なわれたことと、通貨危機が伝播した当初における信用収縮によって、原材料・中間財を輸入し、加工製品を輸出していた中小企業は取引を行えなくなった。さらに、その影響が金融改革による効果が現れる以前に甚大なものとなると予測されたからである。政府は、(1)国内の財務健全な10金融機関に中小企業向け特別融資を実行させ、(2)原材料・中間財輸入を援助するための世銀融資（10億ドル）、(3)既存債務支払いの延期、などの施策を実行した。また、1998年10月に企業再建基金（1兆6000億ウォン）を設立し、財務状況が健全で存続可能な中小企業への資金援助と、短期から長期への借り換えに関する支援を始めた。同時に

韓国不動産会社 (Korea Land Corporation) がこれら企業の所有する不動産資産の買い取りを行うようになった。

一方で債権銀行には、融資残高10億ウォンの中小企業2万2000社の財務状況をすべて再評価し、債務リストラ交渉を進めさせた。中小企業の合理化・財務状況改善は、政府よりも債権銀行主導という形で行われており、企業は「企業改善計画」(Corporate Improvement <Workout> Plan) を提出し、債権銀行と金融監督委員会 (FSC) の承認を得ることになっている。計画の主な内容は、元本・金利支払い猶予、金利減免、融資期間の延長、債務放棄、新規融資、債務支払い保証義務の解消、債務流動化、非基幹産業に属する企業の売却、新株発行、などである。1998年末には92社 (財閥系列企業72社、独立系中小企業21社) が計画を提出し、そのうち54案が債権銀行とFSCの承認を得た (Kim, Dohyung [1999])。

第3節 企業セクターにおける資金調達・財務構造の変化とその影響

1. 通貨危機後の企業金融の変化

韓国における資本取引の自由化は、アジア危機以前には部分的にしか実現しておらず、企業の直接借入や海外直接投資よりも、韓国系銀行による仲介を経由した形式が政府によって奨励されていた。韓国系企業による海外での直接金融を制限する手段として、海外市場での社債発行にはBBB以上の格付けを得ている企業のみを適格とする規制があり、また、受信金利にはLIBOR+100bp以上が適用されていた。つまり、これらの規制によって、一部の大企業を除く企業は韓国系銀行を経由して対外借入を行うという形が定着しており、このような背景をもとに、韓国系金融機関が1980年代に積極的に海外進出を行った⁽¹¹⁾。その結果、韓国系銀行の海外支店網を含む対外債務残

高は、1993年末の400億ドルから1997年9月末時点には1600億ドルに増加していた。金融機関の短期海外借入に関する規制は緩和されていたが、海外からの長期借入や外資系企業による韓国国内への証券・債券市場への投資に対する規制は存続していたため、韓国系金融機関は国際市場での短期借入を原資として、国内企業の設備投資資金を長期融資していた⁽¹²⁾。結果として、融資金融機関のバランスシートにおける債務・資産の満期期間が異なることによってリスクが拡大していく一方、金融機関は適切な資産負債管理を怠った。最低担保カバー率の目安は一般的に70%とされるが、1997年12月末時点における都市銀行の短期融資残高のうち、担保でカバーされていたのは約50%、商業銀行全体においては約25%のみであった。

このような状況のもと、通貨危機の伝播によって金融機関が短期資金を借り換えることが不可能になると、企業セクターの資金調達の間接金融中心から直接金融中心へと変化した。債券・株式市場とも、韓国経済の回復基調が指標で顕著となった1998年後半以降、急速に規模が拡大したのである。

1994年末時点のウォン建て債券発行残高は約124兆ウォンであり、主な発行者は民間企業(37.8%)、国営企業(23.3%)、中央銀行(20%)、政府機関(19.0%)となっていたが、1999年には民間企業の発行シェアが拡大している。後述するように、中小企業の社債発行が減少傾向にあることから、発行企業は大企業が中心となっていることがわかる。例えば、1998年度の社債発行市場における5大財閥のシェアは、80%に達していた(朴 [2000])。

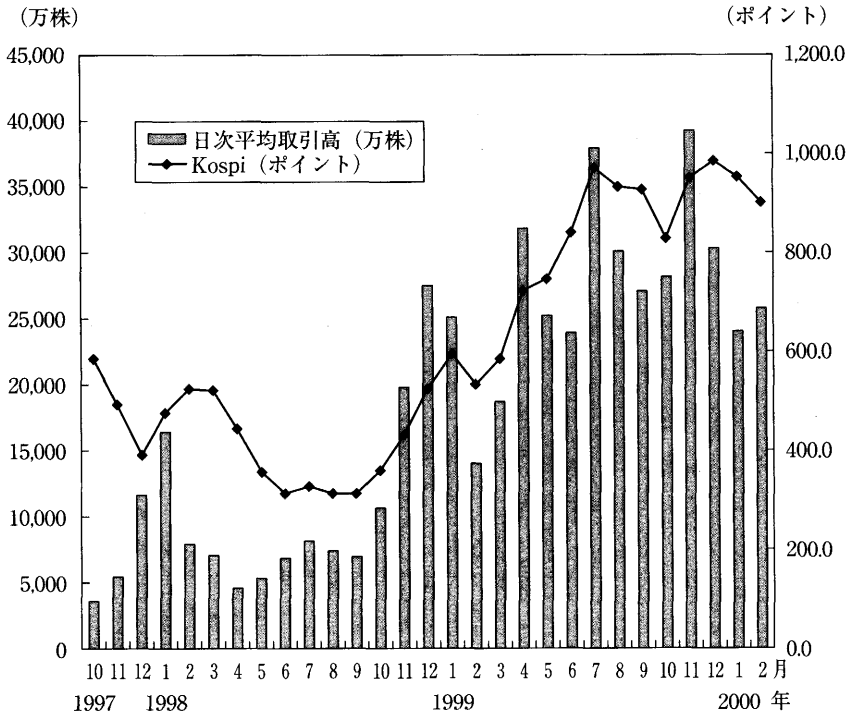
一方株式市場では、1999年前半(1~6月)において、合計586企業が約19兆ウォンにのぼる株式を発行(1998年全体では約13兆ウォン)した。同年後半には、さらに約20兆ウォンの株式発行が行われたとみられる。このような株式市場の急速な拡大には、政府の採用した政策が関係している。前節でも述べたように、韓国政府はIMFとの施策合意にもとづいて企業間の債務相互保証を解消させてきたが、一方で、企業間の株式持ち合いについては規制を緩和する方針を採用したからである。

また、中規模以下の企業は1兆7200億ウォンを株式発行によって資金調達

(2729億ウォンから増加)し、社債発行は1兆1800億ウォン(4兆3800億ウォンから下落)であった。「1999年末までに債務負債比率を200%以下に圧縮する」という政府目標を、多くの企業は株式発行によって1999年末までに達成しようとしたからである(朴[2000], *Asian Business*, September 1999)。このように、代替手段としての直接金融が拡大しつつあることと、中規模以下の企業が社債発行よりも株式市場での資金調達が可能になった背景には、政府が経済活性化と失業対策のために、ベンチャービジネス創業の振興を目的としてKosdaq(店頭株式市場)を大幅に開放する政策をとった結果、資金調達が容易になったことがある。さらに、高金利政策が維持されていた期間には金融機関に預金されていた資金が、韓国政府がIMFとの交渉に成功したことによって金利が引き下げられたこと、企業業績が回復の兆しを見せ始めたことによって、証券市場へ流入するようになったこともあげられる。実際、Kospi指数構成株の主要取引は機関投資家が中心であるが、Kosdaq市場では90%以上を個人投資家による売買が占めている(図2参照)。

こうした証券市場への資金流入は個人部門からだけではない。現時点では新規融資を行ったとしても、従来の不動産担保取得が不可能、あるいは高リスクな状況にあり、金融機関にも証券市場への投資を行うインセンティブがある。また、金融機関の与信制限は、多大な不良債権を抱える金融機関がBISの自己資本規制基準を満たすために、融資よりもリスクが少なく流動性の高い政府債券を選好していることを示している。株式投資に関しても、証券投資に対する規制緩和と韓国経済の回復の早さを認識した米国系を中心とする海外機関投資家の資金が、大規模企業グループをターゲットとして1999年初めから韓国証券市場に流入しており、これをみた国内金融機関が、企業融資よりも収益性と流動性を重視して追随するようになった。FSS発表の1999年3月末における国内金融機関の総資産に占める間接金融のシェアは40%であり、1998年末の45%から減少している。一方、証券投資は同時期の比較で32%から37%へ上昇している。

図2 株式指数と日次平均取引高



(出所) 韓国銀行ホームページより筆者作成。

2. 直接金融市場の拡大と各利害関係者への影響

しかし、こうした変化を国内での資金調達構造における直接金融の重要性の高まりと見なすのは早計ではないだろうか。銀行を中心とする間接金融が縮小している時期に直接金融が代替手段として伸張するのは一般的な現象であるが、資本市場（株式市場と社債市場）の拡大は、不健全な理由のうえに実現しているとも考えられるからである。まず、株式市場に関しては、株式発

行とグループ企業内での持ち合いの増加が、負債比率200%を達成するための手段とされ、資本増強が図られている。そして第二に、こうした資本増強を背景として社債が大規模に発行されているからである。従来の社債発行には実質的な金融機関・政府による暗黙の保証が付与されており、現在でも厳密な格付けによる発行、販売、流通が行われているとはいえない。

この状況を補完しているのが、金融自由化による参入障壁の撤廃で多数発足した大企業系列の証券会社や、とくに投資信託会社である。彼らは直接金融市場で主導的な役割を果たすことで、親企業の社債発行や増資を直接・間接的に支援している。また、保険、証券やクレジット、投資信託など（「第二金融圏」と呼ばれる）のノンバンク部門における5大財閥系のシェアの伸長が、機関投資家として系列企業の有価証券引き受けを行うのを助けている。つまり、株式、社債ともに企業グループ内で保有されているという状況になっているのである。このような有価証券の持ち合いが問題となったのが、倒産した大宇グループの社債に関するトラブルである⁽¹³⁾。

財務体質の改善を理由として増資を行う場合には、それまでの株主構成を著しく変化させないことが企業側にとって重要な問題となる。この場合、グループ内金融機関が引き受け証券会社であれば、外部株主のシェアの拡大、つまり、企業に対する利害関係者の増加を避けることが可能である⁽¹⁴⁾。したがって、財閥企業がグループ内で新規発行株式を持ち合えば、相互のモニタリングのインセンティブをとまなわないうまま形式上の資本増強が可能となり、その結果、大規模な社債発行——つまり負債の増加——が実行できるのである。

では、このような手段で実現する財務体質の「改善」が、外部資金提供者（外部株主、社債債権者）の立場や、改革を推進すべき立場にある政府当局に与える影響についてみてみよう。

(1) 外部資金提供者への影響

すでに述べたように、株式、社債の両市場において、企業オーナーの影響

力を下げない程度⁽¹⁵⁾の相互持ち合いを手段とした、グループ企業の見かけ上の資本増強と負債増加が行われている場合、既存外部資金提供者、つまり外部株主と社債への外部投資家の代理費用（エージェンシー・コスト）は上昇する。

まず、外部株主からみると、新規株式発行が行われても企業グループ内での持ち合いが解消されるのでなければ、外部株主の持ち分は希釈される（相対的に減少する）ことになり、彼らの投資先企業に対する監視費用（モニタリング・コスト）が増加する⁽¹⁶⁾。

外部社債投資家にとっても同様である。企業グループ内の証券会社や投資信託会社、または保険、クレジットなどのさまざまな企業が機関投資家として社債を保有することは、企業の監視を十分に行わない投資家が増加することを意味する。また、グループ内の機関投資家が採算を無視して証券を引き受けることにより、資本市場の機能が歪められる恐れもある。例えば、企業自体や投資プロジェクトのリスクが債券の価格や金利に反映されなくなる可能性が考えられよう。

(2) 政府当局にとっての企業財務内容の変化

企業の資金調達の間接金融主体から直接金融主体へ変化するのにもない、企業の資産負債比率の低下が実現できるのであれば、IMFとの「公約」として掲げた数値目標上ではプラスである。しかし、政府当局は、負債比率の低下だけで企業の経営体質の変化が実現したとは判断できない。格付けによる企業識別が直接金融市場で十分に機能していない段階では、「直接金融市場での資金調達増加は、市場の価格決定による正当な企業評価が機能している証拠」として、経営効率化が進んでいるか否かを評価することは難しいからである。また、社債市場が当局にとっての健全性確保への不備となっている可能性を考慮しなければならない。今後は、例えば、社債市場における保証社債と無保証社債との金利差や、無保証社債どうしの信用ランクの相違による金利差、保証手数料と保証リスクの相関、といったデータを蓄積していくこ

とによって、市場による企業評価が資金調達やリスク管理に反映されているか否かをチェックしていかなければならない。

つまり、資金調達手段の直接金融化、企業の財務構造の変化が企業のコーポレート・ガバナンスや効率化に与える影響は、現状では肯定的にのみとらえることはできない。当局によって株式持ち合い解消策が採用され、社債市場における企業間信用度の差が十分に反映されるような制度面での深化がなければ、企業の効率性や経営姿勢に変化をもたらすことは難しい。このような企業をとりまく外的状況は、長期的課題として次節に述べる。

第4節 現在までの評価と将来的課題

1. 企業セクター再構築における問題点：企業の効率性を高めることができるか

今後、企業セクターの再構築、とくに企業の経営合理化が実際にどの程度進展するかは重要な点である。金融の自由化と外資系企業の韓国企業への資本参加限度が大幅に拡大された現在では、政府主導の「官治金融」による特権的な資金調達手段は存在しない。また、政府はもはや「潰すには大きすぎる」原則を適用しない。

しかし一方で、資金調達に関しては、企業セクターの改革が実行されている現在においても、財閥内での需要や分配が合理的・効率的な判断にもとづいて行われるようになったとは言い難い。例えば Borensztein and Lee [1999] は、製造業を中心とする32の産業セクター（鉄鋼、化学、石油、自動車、造船など）に関する負債比率、平均金利、利益率、資本生産性といったデータの相関性を分析し、韓国企業は改革の前後にかかわらず、調達した資金を必ずしも収益性の高い産業に分配していないと判断した。また、過去においても戦略産業の効率性を向上させていないと結論づけたうえで、この結果を金

融システムが改善されていないことの証左としている。たしかに、従来の政策金融のもとでは、金融機関に資産負債管理や資金使途の妥当性、貸出リスクに関する分析を行うインセンティブは発生してこなかった。しかしながら、貸出業務にともなうリスク管理全般に関するスキームや知識は一朝一夕に蓄積されるものではない。現在、韓国の金融機関は外資導入をテコにリスク管理や経営スタイルの変化に対応している段階にあり⁽¹⁷⁾、現時点で金融システムの改善が成功したか否かを判断するのは時期尚早であるといえよう。むしろ、Borensztein and Lee [1999] による分析の結果によって疑うべきは、企業側が自らの資金需要やその分配に効率性・合理性を追求し、財務構造に関して改善の意欲をもっているのか否か、という点である。

本章の冒頭でも述べたように、韓国における企業債務は他の危機経済の場合と異なり、海外金融機関からの直接的な外貨建て借入や海外市場での社債発行による資金調達割合は比較的小さく、一部の企業を除けば、通貨危機伝播後の為替レート下落による負債額・比率の急激な上昇はみられなかった。海外市場での調達資金を国内でウォン建て融資に転換することで為替リスクを負っていたのは、主に金融機関だったからである。また、官治金融を背景とする間接金融では、直接金融を選択した場合には必須となる、投資プロジェクトのリスクを公開する（一般投資家に説明する）ことや、そのリスクを市場で金利に上乘せられる可能性を考慮する必要がなかった。企業側にとって間接金融は名実ともに低金利な資金調達方法にほかならず、この行動は「他の資金調達手段よりも負債による代理費用の方が低い」という判断にもとづいていたといえるだろう。しかし、これは政策の歪み（財閥優遇政策）が存在することによって成立していたことに注意する必要がある。

韓国政府がIMF融資を導入して以来、企業改革は行われてきたが、その実効性は国際金融機関などから疑問視されている。1997年12月以降の企業の資金調達行動は、以下の2段階に分けて考えられる。

第一段階は、大宇グループが倒産に至った1999年8月までの時期である。財閥系の企業が発行された新株をグループ内で持ち合い、さらに社債発行に

よって資金調達を行っていたのは、負債比率200%という目標を達成するとともに、間接金融、とくに銀行改革の影響で縮小している新規融資の代替手段となっていたからであった。しかし、前節でみたように、直接金融市場は市場自体が投資家による規律付けが有効であるとはいえない。このような状況において企業が社債発行による負債の増加を選択する場合には、企業側のインセンティブに歪みが存在すると考えられる。政府側は政策的判断により、不採算の企業や銀行を存続させないという方針を打ち出した。しかし、企業側は見かけを操作する資金調達によって、その手段が間接金融から直接金融に代わっても、依然として代理費用がより少ないという判断に従っていたことになる。企業部門の再構築を推進することによって、政府の財閥優遇という政策的な歪みは解消されたが、かわりに財閥側の「抜け道を探す」行為を背景とするインセンティブの歪みは存続した。

それが表面化したのは、大宇グループ倒産以後の第二段階である。大宇グループの破綻・解体過程において、政府は金融市場安定化政策を発表し、同グループの証券を大量に保有する投資信託会社(2社)への公的資金投入を余儀なくされた。1999年8月16日に倒産が確定した大宇財閥は、同月26日に、国内債権銀行団との債務繰り延べプログラムの内容について合意した。グループの10兆ウォン相当の資産(グループ内企業10社および25子会社)に対して実行された約4兆ウォンの融資については、3カ月利払い凍結と一部企業(大宇証券を含む主要12社)の経営実権を銀行側が握るとの条件が決定され⁽¹⁸⁾、同財閥の12社で約60兆ウォン(5700億ドル)にのぼる債務のうち、35兆3200億ウォンについて金利減免を行い、2兆6400億ウォンについては証券化する予定であった。2000年に入って、現代グループにも同様の問題が生じている。

2. 金融・企業セクター再構築における今後の課題：政府は何をすべきか

政府が金融セクターにおける再構築の第一段階の終了を宣言した1998年9月未までに、94金融機関が業務停止命令を受けたり閉鎖され、さらに115機関

がFSCの命令により、リストラ計画を策定している。金融再構築プログラムの一環として、政府は不良債権の購入、銀行の増資、そして預金者保護の資金として公的資金を注入してきた。また、政府が改革スローガンの一つとしてあげている「クリーンな銀行（金融セクター）」環境への基礎固めのため、追加的に260億ウォンを銀行の透明性確保のために歳出した。現在までの金融セクターのリストラは、不採算行の退出、外資系を含む他行への売却・合併という形で成果をあげつつあるといえよう。他方、企業セクターの改革については、IMFが設立協定第4条にもとづいて1999年12月に行った韓国政府とのコンサルテーションでも、予定よりも合理化のスピードが遅く、経営体質の実質的な変革が進んでいないことが企業セクター改革における最大の障害として指摘されている。現時点でその背景として考えられる事象については第3節で述べた。

以上のような状況に鑑みると、将来的・長期的課題として以下の3点があげられる。金融機関や企業は、リスク管理や経営姿勢に関する変革を図らねばならないが、それを推進するためには政府の施策・取り組みが重要となる。

第一に、コーポレート・ガバナンスの変質が要請されることである。この点については、政府が法律や市場の整備といった間接的な施策を行う。外部投資家（株主、債権者）の監督能力を高め、市場をつうじて企業経営の規律付けが行われるようなシステムを構築することや、企業セクターにおける債務問題の改善を促す制度を整備していくことがあげられよう。例えば、債権者の代理費用を削減するため、既存負債と新規負債の処理に関する枠組みを整備していくことである。また、企業の破綻処理や会計基準の整備・徹底といった政策は、将来的な債権者側の代理費用を削減するだけでなく、債権銀行などのもつ既存債務の代理費用の低下も期待できる。このような制度上の抜け穴を埋めていくことこそが政府の役割であり、反対に、現在行われている「企業に指示を出す」方針のもとでは、良い結果はみられないだろう。

本章でみてきたように、現在までの直接金融へのシフトは、健全なものとはいえなかった。一方、2000年中に予定されている金融自由化が実行に移さ

れていくのにもない、企業の負債が融資中心から社債発行に依存する割合が増加する傾向は今後も変わらないと思われる。このような負債構造の変化は、一般的には債権者の構成が金融機関中心から不特定多数の債権者中心へと変化することを意味する。したがって、IMFコンディショナリティにも含まれている企業への会計制度徹底や、財務状況に関する情報開示がさらに推進されていく必要が高まるとともに、企業側の説明責任が重要視されるようになる。こうした政策は、第3節で述べたような、社債市場を中心とした「健全性の不備」を解消するための政策としても機能するだろう。これらによって、コーポレート・ガバナンスの変質を補完する制度的基盤が構築される。

第二にあげられるのは、金融その他の分野における自由化に見合った政府の監督機構・機能の見直しや充実である。直接金融市場での持ち合いは、政府によって推進されている「連結決算導入による財務状況の明確化」という目的の意味を完全に喪失していることになる。連結決算ではグループ内で保有されている株式は資本から控除されるため、このように見かけ上の資本を膨らませて「増強」したうえでの資金調達は、実質的な負債比率を高めることにほかならないからである。また、第2節でも述べたように、財閥内企業の合理化はFSCと債権金融機関による定期的な監視のもと、子会社企業数の削減というかたちで数字上は実行されているものの、グループ内他企業への吸収や合併によって達成されている傾向が強い。これはもとより、財閥側が実質的な合理化を推進する方向にはなく、表面的な手段で数値目標を回避（evasion）していることを示唆している。政府主導による数値目標には企業に改革や再構築へのインセンティブが付与されていないため、実質的な効果が期待できないのである。

また、IMFプログラム導入の成果基準ともなっている、債券・不動産などの金融・資産市場の自由化や直接投資に関する規制の撤廃は、2000年内に完了する予定である。これによって、居住者・非居住者を問わず資本移動が量・スピードともに急激にアングロ・アメリカン型（英米型）へと近づくことになり、韓国企業および金融機関はその影響を直接受けることになる。したがっ

て、監督する側であるFSCやFSS自体も、国内金融機関とその海外支店網はもとより⁽¹⁹⁾、2000年以降さらに拡大するであろう外資系金融機関の進出を監督するためのノウハウ蓄積や、人材確保を実行していかなければならない。

そして第三点としてさらに付加するならば、債券市場、とくにベンチマークを提供するための国債市場の整備である。韓国政府が公社債市場の市場取引を活発化させることを目的として、競争入札の(一部)導入を含む改善に着手したのは1993年から1994年にかけてであるが、それ以前は、国債および金融安定債(Monetary Stabilization Bonds: MSBs。中央銀行が市場の流動性を吸収するために大量に発行してきた)⁽²⁰⁾のほとんどが、保有を前提とする行政的決定によって国内の金融機関へ市場金利を下回るレートで配分されていた。現在でも金融機関によって所有されているために市場での取引高は小さく、国債の償還期限は最長でも2年ときわめて短い。MSBsの償還期限も最長で3年であり、これらのイールドが長期金利のベンチマークとして機能しているとは言いがたい状態にある。国内貯蓄が本格的に金融機関預金型から証券市場投資型へ移行するか否かは別問題としても、格付け機関の機能強化とともに証券市場の制度(監督機構、関連法など)の整備が肝要となってくるが、これらは短期的には解決されない問題である。

以上のような長期的課題があげられるが、しかし一方で、構造改革と労働市場改革、金融セクター改革と企業セクター改革、経済再編と景気刺激、といった政策間の整合性や、現時点での問題解決と将来予想される課題との間に齟齬が生じる可能性がある。例えば、対象企業の倒産や外資導入の困難さから計画の一部は実現不可能となったものの、「ビッグ・ディール」に代表される財閥企業の合理化と基幹産業への集中が問題としてあげられる。財閥グループによる特定産業への特化は、多業種化や事業拡大傾向への歯止めにはなるであろうが、他方で、政府が推進しようとする企業間競争への新たな障害となりうる。財閥企業がそれぞれに基幹産業をもつことによって、各産業における独占力が強まると予想されるからである。このように、企業セクター改革ひとつをとっても、政府の舵取りは多方面にわたるバランスが求められ

ることになろう。

おわりに

本章では、韓国における金融・企業セクター再構築の進展、これらにともなう将来的課題と、その障害となる背景について検討した。さまざまな指標にみる韓国経済の回復はめざましく、海外資本とBISの自己資本規制基準の導入をてことした金融セクターの改革は現在順調に進行しているといえる。しかし、韓国政府が金融セクター改革における第二段階の重点としている投資信託会社などの第二金融圏金融機関の整理・健全化における成果があがるか否かは、これら金融機関が財閥企業のグループ内資金調達機関ともなっているため、上位財閥を中心とする企業セクターのコーポレート・ガバナンスにおける実質的な変革が進展するかどうかにかかっている。企業セクター改革は長期的な課題であり、改善には時間を要する問題とみなすのはたやすいが、韓国政府は「なぜ企業側からの改革インセンティブが高まらないのか」を熟考し、政策やさまざまな規制や監督体制を構築すべき時にきているのではないだろうか。

〔注〕

- (1) GDP成長率低下の原因として、大宇財閥に関する巨額の損失や金融機関が増資を行うための資本注入にかかる費用などがあげられる。後節でも述べるが、倒産が決定した時点の大宇グループの負債総額（海外現地法人の現地調達分を含む）は約60兆ウォンであり、これは韓国国家予算の約7割に相当する。同負債総額は、1999年11月末にさらに膨らみ、86兆ウォンとなった。水野 [2000], *The Asian Wall Street Journal*, February 8, 2000参照。
- (2) IMFとの合意に従い、1997年12月30日に実施された。
- (3) 従来は金利支払い延滞6カ月以上の債権を「不良資産」として計上していたが、これを3カ月以上に短縮し、「要注意債権」に関しても、3カ月以上の金利延滞から1カ月以上に強化した。また、資産買い取りに関しても、市場価格の

回復期待にもとづいて価格をつけ、各銀行から個別案件ごとに不良債権を買い取る方式から、1998年9月以降は、担保の有無のみを基準とし、通常債権と抵当権行使資産の別にかかわらず、一律の買い取りレート（有担保債権は簿価の45%、無担保債券は同3%）を定めて買い取りを行う方式に変更した。1998年2月以降は買い取り対価を政府保証債で支払っている。

- (4) 例えばKrugman [1998], Borensztein and Lee [1999]参照。とくに後者では、アジア危機によって金融改革が進められている現在でも、資金が利益をあげられるセクターに流入しておらず、また、生産性を向上させていないと分析している。
- (5) 1998年1月にIMFの仲介により、580億ドルにのぼる韓国系銀行の対外借入がロールオーバーされた。
- (6) もちろん各国には会計基準や法人税などの制度に相違があり、単純に比較することは難しい。
- (7) 韓国における金利規制は、経済的・政治的不一致から近年まで行われていた。国内企業の借入依存度が高かったため、規制緩和後に予想される金利上昇は、政府の懸案だったのである。金利規制緩和は1991年から段階的に実行されてきたが、中小企業向け貸出金利は中銀の公定歩合によって維持され、今日でも規制下にある。
- (8) この場合、日本の金融機関と再建企業の関係とは異なり、銀行側からの経営陣への人材派遣は行われない。
- (9) 新たに相互債務保証を締結することは1998年4月1日をもって禁止され、既存契約については2000年3月末までに解消することとされた。また、異業種間での相互債務保証は1998年末までに同業種間の契約に切り替えること、金融機関が借り手企業にこのような契約を要求してはならないことも定められた。
- (10) 1999年8月に行った現地調査でのインタビューによる。
- (11) 海外市場での対韓国系銀行へのインターバンク融資は、1994年には約150億ドル、1995～1996年には約250億ドルが実行され、1996年末には総額1085億ドルにまで膨らんだ。このうち約70%は、1年以内の短期融資であった（IMF [2000]）。
- (12) 金融機関の資金調達と財閥企業の借入金使途については、水野 [1999] 参照。
- (13) 1999年7月の大宇グループ破綻以降、公社債ファンドの残高は激減した。ファンド購入者の解約に対して、大宇グループの社債部分を保証して応じた投資信託会社が流動性危機や債務超過に陥ったため、政府は公的資金を投入せざるをえなくなり、2000年5月までに大韓投信と韓国投信に対して8兆ウォンの公的資金が投入されている。さらなる企業破綻が発生する可能性がある現状では、投資信託会社の財務悪化が、政府の財政負担を増加させるとともに、「第二

金融圏」改革の障害になるとみられている。

- (14) 朴 [2000] では、5大財閥の社債・株式供給の増加と系列金融企業のシェア拡大により、優良な中堅企業の構造調整と成長潜在能力を阻害し、系列金融機関の顧客の資産がモニタリング不十分なまま系列企業の有価証券に投資されていることも、憂慮すべき点として指摘している。
- (15) 韓国企業では、大株主（オーナー）が制限された所有資金で最小限の自己資本により経営権を維持するため、企業公開や有償増資を避けてきた傾向が強い。これは、政府の官治金融の他に、企業の借入依存度が高まる理由ともなる。
- (16) 代理費用の基本的な理論については、本書の第1章と理論編を参照のこと。
- (17) 例えば、コメルツ銀行が資本参加する韓国外換銀行や、ニューブリッジ・キャピタルが買収した第一銀行では、人員削減やコメルツ銀行からの役員派遣が行われただけでなく、①与信判断への透明な基準の導入と、役員から担当部門への判断権限の移行、②リスク管理手法の導入、③各部門の権限強化と行内階層のフラット化、といった経営姿勢に関する大幅な改革が実行されている。
- (18) この合意が発表された当初、海外債権金融機関が、①交渉過程での情報を全く与えられずに蚊帳の外に置かれた、②国内債権銀行が債務繰り延べに応じたことによって、追従せざるをえなくなった、として不快感を表明し、早急に大宇グループの海外資産を売却するのではないかと観測も出た。
- (19) 1997年11月に対外債務支払い危機が発生した際、韓国金融当局が民間金融機関による対外短期債務総額を正確に把握できていなかったことが問題視された。
- (20) MSBsは、例えば米国財務省証券と異なり、発行残高が政府の負債として計上されない。1999年末時点の政府発表による公的債務は112兆ウォン（GDP比22%）であるが、MSBsを含めると同数値はGDP比32%になる（IMF[2000]）。

〔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』中央経済社。
- 貝塚啓明・植田和男編 [1994] 『変革期の金融システム』東京大学出版会。
- 鈴木康晴 [1999] 「アジア各国（タイ・インドネシア・マレーシア・韓国）における金融リストラの進捗状況」（『ファイナンス』Vol. 35, No. 9, 1999年12月号, 大蔵省広報）。
- 首藤恵・松浦克己・米澤康博 [1996] 『日本の企業金融 変化する銀行・証券の役割』

東洋経済新報社。

世界銀行編（日本証券経済研究所訳）[1996]『アジアの公社債市場』財団法人日本証券経済研究所。

Hahm, Joon-Ho [1998]「韓国における金融制度の再編—金融危機とその対策—」
『AT10共同研究 変貌するアジアの金融システム—通貨危機を超えて—』
東京国際研究クラブ・野村総合研究所。

朴景緒 [2000]「韓国の金融システムおよび企業の資金調達の問題点と改革の方向」
（谷浦孝雄編『21世紀の韓国経済—課題と展望—』アジア経済研究所）。

水野順子[1999]「韓国の経済自由化と1997年のデフォルト危機」(『アジア研ワールド・
トレンド』No47, 1997年7月)。

——[2000]「1999年の韓国：『IMF時代』の終了を宣言」(『アジア動向年報2000』
アジア経済研究所)。

〈外国語文献〉

Asian Business, September 1999.

The Asian Wall Street Journal, February 8, 2000.

Bank of Korea, *Financial Statement Issues*, annual issues.

Borensztein, Eduardo and Jong-Wha Lee [1999] “Credit Allocation and Financial Crisis in Korea,” IMF Working Paper WP/99/20, February.

Cooke, David [2000] “The Role of East Asian Asset Management Companies in Financial and Corporate Restructuring,” presented at the International Conference on Systemic Resolution of Corporate and Bank Distress in Crisis-Affected Countries, January 11-12, 2000, Institute of Fiscal and Monetary Policy, Ministry of Finance, Japan.

Financial Supervisory Service (FSS) [1999] *Financial Reform and Supervision in Korea*.

Fukagawa, Yukiko [2000] “Korea’s Corporate and Financial Restructuring,” presented at the International Conference on Systemic Resolution of Corporate and Bank Distress in Crisis-Affected Countries, January 11-12, 2000, Institute of Fiscal and Monetary Policy, Ministry of Finance, Japan.

Hwang, Sang-In [1997] *Economic Impact of Foreign Debt in Korea*, KIEP Working Paper 97-07, Korea Institute for International Economic Policy (KIEP).

International Monetary Fund (IMF) [2000] *Republic of Korea: Economic and Policy Development*, IMF Staff Country Report No. 00/11, February.

IMF [1999] Public Information Notice (PIN) No.99/115, December 29, 1999.

- Kim, Dohyung [1999] "IMF Bailout and Financial and Corporate Restructuring in the Republic of Korea," *The Developing Economies*, Vol. XXXVII, No. 4, December, Institute of Developing Economies.
- Kim, Joon-Kyung [1999] "Debt and Financial Instability in Korea" (『エコノミック・リサーチ』 No.7, 1999年7月増刊号, 経済企画庁経済研究所)。
- Kwon, Jae-Jung and Joo-Ha Nam [1999] *Distressed Corporate Debts in Korea*, Working Paper 99-11, KIIEP.
- Krugman, Paul [1998] "What Happened to Asia?" mimeo., MIT.
- Lindgren, Carl-John, Thomas J.T. Balino, Charles Enoch, Anne-Marie Gulde, Marc Quintyn and Leslie Teo [1999] *Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia*, Occasional Paper No. 188, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- McKinnon, R. and H. Pill [1996] "Credible Liberalization and International Capital Flows: the Overborrowing Syndrome," Takatoshi Ito and Anne O. Krueger eds., *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, Chicago University Press.
- Shin, Hyun-Han and Young S. Park [1999] "Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean 'Chaebols'," *Journal of Corporate Finance*, 5 (1999), pp. 169-191.
- Yun, Mikyung [1998] *Bankruptcy Procedure in Korea: A Perspective*, KIEP Working Paper 98-02, KIIEP.