

第4章

経済発展過程における金融改革

——韓国的事例研究——

伊東 和久

はじめに

韓国の高度成長、金融発展過程において、政府の役割が大きかったことはよく知られている。1962年に始まって70年代にいつそう強められた経済計画に基づく経済開発政策は、産業政策に最も重点をおいたものであり、その遂行に必要とされる包括的な支援措置をとった。とくに輸出促進と重化学工業建設のために租税減免、選択的優遇金融、輸入規制、関税など、財政金融手段を多面的に活用した。韓国の開発年代（1960～70年代）の財政金融システムは、産業政策に従属させられたといえる。限られた投資資金を市場メカニズムに任せず、政府自らがその配分と条件を決定するために、金融システムをも政府のコントロール下においたという事実には、そのことが象徴的に表れている。金融が財政の肩代わりをしたと表現しても間違いではなかろう。経済開発過程ではリスクがつきものであり、回収可能な融資ばかりでなく、租税を原資とした財政資金による補助が妥当な場合もある。しかし、経済計画の目標投資率を実現するためには限られた財政資金だけでは不十分であり、海外貯蓄に依存するか、金融システムを通じて集めた資金に依存するほかなかったのである。

こうして、金融システムをも政府が保有あるいは規制するという形態をとって資源配分を誘導した産業政策は、工業化に成功し、高度成長をもたらした。

た。しかし、その副作用も大きかったといえよう。開発年代には、高成長が達成された一方、高インフレが継続した。インフレは金融システムを脆弱にする最大の要因である。事実、金融システムの規模を示す指標である金融連関比率は、インフレが収まった1980年代にそれまでとは比べものにならないスピードで上昇を始めた。経済発展過程における高成長・高インフレの原因が、経済開発のために限られた資金を政策的・選別的に供給する、いわゆる開発金融に起因しているのだといえよう。

このような開発金融中心の金融政策の特徴は、経済発展過程における資金配分を政府が掌握することによって、産業政策を有効に実施することであり、この功罪については World Bank [1993] をはじめとして論議が盛んであるが、その焦点は、戦略的育成部門に対する低金利政策の役割であった。この低金利政策を含む金融規制を金融抑圧 (financial repression) と捉えるマッキノン=ショウ仮説と、それに批判的な見解であるスティグリッツの議論を紹介する。その前に、経済発展過程における貯蓄・投資ギャップの存在の理由とその貯蓄投資を仲介する金融仲介機能を経済発展段階に即して整理し、韓国における金融システムの形成の過程を要約する。つぎに「構造調整政策」の金融セクターにおける中心概念である金利自由化政策と金融市場における政府の役割をめぐる議論を、主としてスティグリッツの見解に依拠して展開する。スティグリッツの見解が最も説得的な理論内容をもっているからである。そして、韓国における金融システムの形成の経験を、(1)貯蓄金融機関、(2)短期金融市場、(3)株式市場について整理して、他の途上国への適用可能性を検討することにしよう。

第1節 発展途上経済における貯蓄・投資と金融政策⁽¹⁾

1. 発展途上経済における貯蓄投資と金融仲介

一国経済は通常、金融部門を除き、家計（非営利法人を含む）、法人（企業）、政府、海外部門に分けられる。総貯蓄はこれら各部門の貯蓄の和であり、総投資も同様である。したがって、総投資と総貯蓄の差は各部門の投資と貯蓄の差で表現される。そして資金循環表上、投資超過は資金不足（貯蓄超過は資金余剰）を意味するが、発展途上国では通常、家計は貯蓄超過、法人は投資超過、政府は投資超過、海外は貯蓄超過（国際収支では輸入超過）である。

$$\text{国内総投資} - \text{国内総貯蓄} = \text{家計貯蓄超過} + \text{法人投資超過} + \text{政府投資超過} = \text{海外貯蓄超過}$$

(資金余剰) (資金不足) (資金不足) (資金余剰)

国民所得水準が低い発展途上国では、家計貯蓄が低位であり、法人投資超過分をまかなうことができない。政府部門もインフラストラクチャーの整備、公共事業投資で大幅に投資超過であり、海外援助・借款を導入して補っている。投資超過部門は、不足分を金融仲介機関を通じて調達する（間接金融）か、貯蓄主体から直接資金を調達する（直接金融）が、発展途上国の場合、間接金融の形態が支配的であるものの、金融仲介機関（銀行、保険・信託会社など）も、国民貯蓄が低いと預金などの形態での資金吸収能力が限られ、また金融市場が発達していないこともあり、資金不足の場合、中央銀行借入か海外借入に頼らざるをえない。政府部門は、非金融民間部門に国債保有能力がないため、投資超過分を中央銀行を含む金融仲介機関から、中央銀行直接借入か国債引受けの形でまかなわねばならない。この場合、政府は国内で最も信用価値が高いという理由もあって最低利で借り入れ、その金利が金利体系の下限となる。また、その借入費用を低く抑えるために、政府・中央銀行は金融機関の預貸金利水準を規制し、低位に固定する。その結果、これら組織的

融市場金利と非組織的金融市場（民間貸借市場）金利とが大きく乖離し、組織的金融市場に金融貯蓄が集まらない最大の原因となる。

したがって、国内投資資金の不足分は、海外貯蓄を除けば結局、中央銀行信用によるハイパワードマネーの供給に依存する結果、新規投資が生産物を生み出すまで物価上昇が起こりやすい。経済成長率が高い場合、インフレが恒常化し、固定相場制下では貿易赤字を増大させる。また、期待インフレ率が高まり、金融資産の価値減少が予想されることから、資金が金融資産投資に向かわず、金融仲介機関の投資資金のアベイラビリティを減少させることになる。こうして、発展途上国の中央銀行信用による成長政策は対外不均衡の限界に突き当たり、いわゆるストップ・アンド・ゴー政策を余儀なくさせ、経済不安定を引き起こすことになる。

2. 低金利政策と高金利政策

法人部門の投資超過が生じる重要な原因は、低金利による開発戦略部門の投資促進政策にある。開発の戦略部門には公共事業、創始産業、輸出、重化学工業産業などが入る。低金利政策による投資促進政策は、第二次大戦後に多くの発展途上国でとられたが、これはいうまでもなく伝統的なケインズ理論に基づいたものであった。

これに対して台湾および一時期の韓国では、高金利政策により金融仲介機関への金融貯蓄を増加させて投資資金のアベイラビリティを高めるといふ、投資促進のための金融仲介機能を重視する政策がとられた。これは、金融的深化（financial deepening）を重視する政策であり、所得に対する貨幣保有比率が高まると実物投資が増えるといった考え方に基づいている（McKinnon [1973], Shaw [1973]）。政策的には貨幣保有の利潤（名目預金金利－インフレ率）を高めるために、名目預金金利を引き上げ、インフレ率を低めるべきだと主張される。しかし、この政策にもいくつかの問題がある。第1に、内外金利差から外資が流入してマネーサプライが増加し、インフレが

発生する可能性があること、第2に、預金金利を引き上げる一方、借り手の資金調達コストを考慮して貸出金利を低く抑えがちなため、金融仲介機関の経営悪化を招く恐れがあること、第3に、金融仲介機能強化をねらいとする人為的規制の撤廃が過当競争を引き起こし、金利が非組織的金融市場金利の水準まで高まり、効率性の高い投資まで阻害する可能性のあることである。したがって、高金利政策をとるタイミング、対象金融機関の範囲、預金金利間の格差、期待インフレ率の高さ、固定金利ポートフォリオのシェアなどの見極めが、現実にはむずかしい問題となる。さらに高金利政策の問題点としては、貸出金融機関と借り手の間に情報の非対称性が存在しているのが常であり、高金利であるほどモラルハザード、逆選択などが生じ、貸出量が社会的に最適にならなくなるという問題が生ずる (Stiglitz and Weiss (1981))。この問題については、第3節で詳しく検討する。

第2節 金融システムの発展

1. 経済発展と金融仲介の諸形態

ガーレイ=ショウ (Gurley and Shaw [1960]) は経済発展段階別に貯蓄主体から投資主体への金融仲介の形態を整理しているが、ここでは若干順序も変えて4段階に整理してみよう⁽²⁾。すなわち、第1段階は投資主体と貯蓄主体とが一致している自己金融 (self finance) の段階である。経済発展の始まる前の未発達な経済、伝統的な経済の段階である。自己金融は各経済主体の基本的な資金調達形態であり、以後の段階でも基本となる。第2段階以後各段階での金融仲介は、この自己金融に間接金融と直接金融の諸形態が加わってゆくことを意味する。第2段階は共同で出資し事業を行う^{あいたいがた}相対型の直接金融、および地主や仲買業者が小作人や零細企業に貸し付ける相対型の貸付である。この段階では、村落あるいは町などで相互に知り合っている者同士の間

で貸借関係が成り立っている。いわゆるインフォーマルな非組織的金融市場（unorganized financial market, curb market）が最も一般的な金融仲介の形態である。この非組織的金融市場は、経済発展の進展とともに経済取引が規則的かつ頻繁になり、しかも不特定で多数の取引者の間で行われるようになるにともない、銀行などの近代的金融機関の、より効率的な金融仲介機能と支店網、海外とのコレスポネンスネットワークなどとの競争に勝てなくなる。非組織的金融市場の金貸業者などのなかで、有力な専門金融仲介業者は銀行などの近代的金融機関を設立して対応する。第3段階では、経済発展とともに企業の規模拡大、企業数の増大が生じ、これらの資金取引の仲介を行う商業銀行、設備資金を供給する投資銀行などの金融仲介機関による間接金融が支配的となる。非組織的金融市場も並存しているが、もはや生産信用の供給先は中小企業・個人などに限られる。この非組織的金融市場がどれほど残存するかは、近代的金融部門の金利規制・有担保主義など種々の金融規制による非効率性、インフレの激しさなどに依存する。第4段階では、間接金融に証券市場を通ずる債券や株式発行による直接金融が加わり、国民の投資先は、預金などの元本保証の金融資産からハイリスク・ハイリターン of 株式までと、投資メニューの多様化が生ずる。また株式・債券市場のセカンダリーマーケットを通じて金融資産の流動化がいつそう容易になる。また企業にとっては、発行市場を通じて巨額で大量の資金調達が可能となる一方、個人投資家を含め利子・配当利益のみならずキャピタルゲインも得られるようになる。

このように経済発展の各段階に適した金融仲介の諸形態が存在するが、各段階には複数の金融仲介の形態が主要なものと補完的なものとして並立するのであろう。また、ここで述べた第3段階と第4段階の発展の順序は国によって必ずしも共通ではない。

なお第5段階として金融派生商品の登場をあげることもできよう。

2. 韓国の金融システムの発展と改革

以上のような経済発展とそれに対応した金融仲介の形態の考え方に照らしてみると、韓国の金融システムの形成とその改革はどのようにまとめられるであろうか。

韓国の金融システムは、ドイツ、日本、また他の途上国と同様、政府によって計画され設立されてきた政策金融機関と商業銀行などから構成されている一方、非組織的金融市場（韓国では私金融市場あるいは私債市場と呼ばれている）の役割も大きく、非組織的金融市場の近代化が重要な政策課題であった。1960年代までの韓国の非組織的金融市場は、第2段階の発展段階における相対型の直接金融が非常に大きな役割を占めていたが、72年の短期金融会社（投資金融会社）、相互信用金庫、信用共同組合の設立により、非組織的金融市場の近代化を行い、近代的かつ組織的金融市場への包摂を図った。本来非組織的金融市場は村落、同業者など限られたグループ内の人たちによって組織される相対型の金融仲介であり、この金融仲介機能に法的な根拠を与えると同時に合法的な金融取引として認めたわけである。しかし、経済発展による金融サービス需要の変化は、これら金融機関の相対型の限定された金融仲介機能では応えられない状況をつくりだしており、1980年代に入ってこれら非銀行金融仲介機関の業務の見直しなどの改革が必要となってきたのである。

直接金融のもうひとつの形態である資本市場の改革も1968年から開始されたが、70年代に入って重化学工業化の推進とともに本格化した。韓国における資本市場改革も、間接金融優位の状況のなかで、投機的流通市場から投機的取引を排除し、くわえて発行・公開市場の育成を図るなど、多くの途上国が直面している課題に取り組み、1980年代後半にいたって著しい発展を遂げた。韓国では1980年代後半にようやく第4段階の直接金融が定着し、金融システムの重要な構成要素になったといえよう。

1980年代後半には、国際収支の黒字幅が巨額となり、過剰流動性問題が生

じ、インフレ、不動産の投機などいわゆるバブル経済化する結果となってしまったが、このときの最も大きな金融政策上の問題は通貨管理であった。それまで韓国の金融政策の課題は恒常的な資金不足にいかに対応して通貨を供給するかであり、通貨を吸収することは問題とはならなかった。換言すれば各種金融機関の資金の過不足を調整する短期金融市場を必要としていなかったのであり、流動調節の場である短期金融市場と短期金融市場の仲介ブローカーの必要性がこの時期に初めて認識されたといつてよいであろう。短期資金の貸借の仲介は投資金融会社によって、CP（コマーシャルペーパー）の割引・販売を通じてなされていたが、その本来の目的は非組織的金融市場資金の吸収であり、非組織的金融市場を代替することであった。しかしながら、この投資金融会社をはじめ、相互信用金庫、信用協同組合そして総合金融会社などの非銀行金融仲介機関（韓国では証券・保険・投資信託会社なども含め第2金融圏と総称する）は金利規制のもとで、非組織的金融市場からの資金を吸収するために銀行預金よりも高い金利で調達し、また高い金利で運用することが許容されていた。そのため、1980年代にインフレが収束すると急速に金融資産の実物経済（GNP）に対する比率、すなわち金融連関比率などが高まるなかで、非銀行金融仲介機関は銀行部門に対してシェアを伸ばしてきた。すなわち、非組織的金融市場金利、非銀行金融仲介機関金利、そして銀行金利の順となっている金利の三重構造のもとで、投資金融会社のもつ手形管理口座など銀行預金類似商品のシェアが高まり銀行預金を侵食し、非銀行金融仲介機関は1980年代後半には銀行のシェアを凌駕しはじめるという新たな問題を惹起するようになってきたのである。このように非銀行金融仲介機関と銀行部門の金融システム全体における位置づけの再定立の問題が、重要な金融改革の課題となってきたのである。とくに投資金融会社は短期金融商品を扱っていることから短期金融市場の仲介ブローカーとしての役割に限定し、銀行類似機能を停止するよう政策的に誘導され、1991年にはソウル所在投資金融会社は7社を残し、銀行と証券への業種転換を行った。

さらに1980年代後半から韓国の金融システムが直面してきている問題は、

アメリカからの、日本に対すると同様の金融サービス産業の市場開放圧力であり、また EU 諸国の金融機関が相互主義原則の適用によってユニバーサルバンキングの形態で進出してきた場合にいかに対処するかなどであり、国内金融措置の大幅な変更を必要とする問題である。韓国もすでに証券会社の銀行系列化、銀行系列の証券会社の設立（産業銀行による産業証券の設立など）などユニバーサルバンキングを目指す形で金融機関の設立・業務分野の調整を始めている。このような金融自由化・国際化の動きは単に外圧への対応だけではなく、経済発展の結果として生じてきている新たな金融サービス需要へ対応していくために、不断の金融システムの改革が必要であり、金融システムの効率化を図ることが不可避だからである。

第3節 発展過程における金融改革をめぐる議論

金融改革は大別して、(1)金融規制の緩和・自由化、(2)各種金融機関の設立と各種金融・資本市場の形成、に分けられる。これらをめぐる議論を整理して、韓国の経験を検討してみよう。まず金融規制の緩和・自由化に関する議論を整理し、次いで政府の役割についての議論について整理する。(2)の各種金融機関の設立と金融・資本市場の形成については次節で議論することにする。

1. 金融規制の緩和・自由化

発展途上国の金融セクター改革は、1980年前後から IMF・世界銀行による「構造調整融資」の一環として、マクロ安定化政策と並んで金融政策・金融制度改革として行われてきた⁽³⁾。構造調整プログラムの一環としての金融改革の核心は金利自由化であり、いわゆる「金融抑圧」の解消にある。「金利コントロールと信用割当は多くの国で共通である。その結果、実質預金金

利と計画信用 (targeted credit) は、しばしば非常に低いか、マイナスになり、貸出可能資金は供給不足である」、「金融改革はしばしば資源の用途の効率性を高め、民間貯蓄を増加する」(Fry [1995] p.95)。より高い実質預金金利の貯蓄への影響は、先進国、途上国ともに正負どちらかはっきりしないが、非常に低いマイナス実質金利からゼロに近い水準への上昇は、高インフレ国ではっきり正の効果をもつという実証結果が得られている(同 p.96)。このように金利の貯蓄への効果は明瞭ではないが、1970年代以降、アジア諸国において、金利自由化が進められてきた。これは金利自由化政策が、金利という金融市場の価格を自由化することで社会的厚生を極大化しようという新古典派的考え方に立脚してとられた政策であるが、現実には必ずしも十分に金利自由化の目的が達成されたとは言い難く、自由化の進展も国ごとに異なる。このことは、途上国への金利自由化政策の適用ともいえるマッキノン=ショウ仮説の限界を示唆しているといえよう。フライの整理によれば、マッキノン=ショウは、途上国において普遍的に行われていた人為的低金利政策の弊害が、(1)低金利は、現在消費に有利に、将来消費に不利に働くため、貯蓄を社会的水準以下に下げる、(2)潜在的な貸し手が銀行を経由せず、直接、低収益投資を行う可能性をもつ、(3)低金利で銀行借入の可能な借り手が資本集約的プロジェクトを選択すること、などにあり(同 p.27)、市場金利で資金を調達し、十分収益をあげられる優良プロジェクト以外のものまで選択することにより、資源の最適配分を妨げることを主張する。

このような新古典派の見解に基づき、IMF・世銀は金利自由化とその環境整備としての種々の金融規制緩和措置を途上国に迫ってきた。これに対し、1980年代に入り、さまざまなマッキノン=ショウ仮説への批判的見解が登場してきたが、従来の新古典派の見解では、取引費用、とりわけ情報費用が無視されており、これを考慮に入れることが現実の問題を理解するうえで必要であるとするスティグリッツの見解は、新古典派経済学を含むより広い一般的な仮定のうえに構築されているという点で説得的である。すなわち、金融・資本市場に限っていえば貸し手と借り手の間、株主と経営者の間に存在する

情報の非対称性は、いわゆる「信用割当」(credit rationing) (Stiglitz and Weiss [1981]), 「エクイティ・レーショニング」(equity rationing) (Greenwald and Stiglitz [1990]) を生じさせ、政策的・制度的規制が存在しなくても資源の最適配分が達成されていない、いわゆる「不完全市場」(imperfect market) の状況を説得的に説明しているのである。

「信用割当」は次のような現象を指す。すなわち、貸し手と借り手の間に情報の非対称性が存在するために、貸し手(銀行)が金利を高めるにつれ、よりリスクなローンの申込みをする借り手が増え(逆選択効果)、また、借り手は高い金利を負担するため、安全なプロジェクトから高い収益、したがって高いリスクのプロジェクトに向かう(誘引効果、またはモラルハザード効果)結果となる。これらの効果は貸し手のローンポートフォリオを悪化させ収益率を低める。それゆえ銀行は、一定水準以上の金利では貸出をしなくなり、社会的に最適な貸出が達成されなくなる。このように金利自由化を行っても、依然「市場の失敗」が存在し、これを是正する「政府の役割」が必要とされるのである。

同様に「エクイティ・レーショニング」は株式市場において、株式投資家と企業経営者の間に存在する情報の非対称性、すなわち投資家が企業経営者ほどには、その企業の投資プロジェクトの収益・リスクを知りえない状況において生ずる。すなわち、投資家はこのように考えるであろう。経営者にとって、株式発行が望ましいのは、自社の株価が過大評価されているときであり、過小評価されていると考えるなら、たとえ企業にとって有利な投資プロジェクトがあっても株式発行しないであろう。したがって、投資家は株価が十分低いと考えるときにしか投資しないであろう。また、借入(銀行借入・社債発行)は企業経営者にとって、償還額が決まっているため、それ以上の収益をあげればあげるほど経営者の手元に残るというインセンティブが働くのに対し、株式は、配当として分配せねばならず、経営者にとっては不利である。このように株式発行は、情報の非対称性が存在するときには資金調達の状態として十分機能しない。とくに企業経営者が投資プロジェクトの資金

計画を立てるとき、株価の激しい変動のもとでは、安定した資金計画を立てることができず、銀行借入に頼る方がより安全である。事実、先進国においてさえも、銀行借入が株式市場を通ずる資金調達よりはるかに大きなシェアを占めている (Mayer [1988])。

銀行による金融仲介機能 (間接金融) と株式市場を通ずる金融仲介機能 (直接金融) の優劣に関する議論が、最近の情報の経済分析によってなされているが (Allen [1993], Mayer [1988]), どちらも完全競争市場としては機能してはいないということである。スティグリッツによれば、実物財の市場が、商品の同時的取引による競売買市場であるのに対し、金融・資本市場は異時点間の取引市場であり、必然的に不確実性をともなう。したがって金融機関は借入者の不確実性下の生産活動・消費活動における債務契約の履行をモニターする必要がある、審査・選択の過程を通じて情報生産を行っているのであり、先述したように、逆選択効果、モラルハザード効果に対処した行動をとる。このような信用割当が発生する状況において、単に金利規制緩和・金利自由化を行っても、金融市場の効率性を高めることにならない。マッキノンもこのような信用割当が生ずる状況において高金利 (上限) 規制などの必要性を主張しており (McKinnon [1991]), 政策当局の役割が是認されているのである。

「政府の失敗」の問題も深刻であることは事実であるが、スティグリッツも指摘するように、「市場」か「政府」かという二者択一的理論の問題というより、実際の市場と政府の機能の働きの具体的事例での検討がより重要である⁽⁴⁾。

途上国においては、「情報の非対称性」など「市場の失敗」はより激しく、政府の介入・規制の必要性が高い一方、「政府の失敗」の可能性も経済組織の未発達のゆえに甚だしく高い。したがって途上国金融市場においては、政府の金融市場に対する働きかけは重要であり、従来の途上国に対する金融自由化論は再考されねばならないであろう。金融市場における政府の役割について改めて検討しよう。

2. 金融市場における政府の役割

「市場の失敗」が存在する状況において、政府の役割は金融市場の機能を高めるだけでなく、それによって経済のパフォーマンスを改善する。

政府は、金融市場・金融機関を創設し、規制手段以外の手段を通じて間接的に介入する一方、直接貸出を行うなどして直接介入する。さらに、税制・破産制度・会計制度に対する政策を通じて、金融・資本市場に影響を及ぼす。これらは「市場の失敗」に対処することにほかならない (Stiglitz (1994 b))。途上国において最も重要な政府の役割は、民間金融部門によって提供されている信用では満たされない金融サービス需要に応えるために、金融機関・金融市場を創設することである。

途上国においては、経済発展とともに必要となる金融サービス需要に応えるために、経済発展のレベルに対応した金融機関の設立がなされてきた。政府自らが設立する場合とモラルハザードの防止のための種々の規制・介入のみにとどまる場合とがあるが、いずれにせよ政府の役割が金融市場にとって不可欠である。

「市場の失敗」の場合、外部不経済は深刻であり、それを防ぐ政府の役割は保険会社にたとえられる。金融規制はモラルハザードを防ぐための保険会社の規制と同様であり、金融自由化の効果は火災保険約款の放棄に類似している (Stiglitz (1994 b))。スティグリッツは、効率的に活動しうる民間セクターに比べ、政府がより非効率的になる制約と限界を認める一方、政府は、保険会社の私的契約と異なり、強制的に保険契約に加入させることができることから逆選択問題を避けることができ、情報を開示させることによってモラルハザードを軽減しうると主張する (同 pp. 33-39)。さらに、スティグリッツは、金融抑圧を肯定する。すなわち低金利政策は、第1に借り手の平均的質 (低リスク) を高め、第2に資本調達コストを低めるがゆえに、企業の価値 (株式価格) を高める。第3に経済成長を加速するような輸出パフォーマ

ンスを可能にする代替的資金配分メカニズムと組み合わせ利用でき、第4に、指示的信用プログラムによって、高い技術のスピルオーバーをもつ部門への貸出を促進する。それゆえ金融抑圧はむしろ経済成長に寄与するのである (Stiglitz [1994a] pp. 40-41)。

これに対し、フライは、金融抑圧に対する積極的評価は受け入れ難いが、賢明な規制と監督を行ううえでの、「不完全情報」の存在と政府規制の重要性は認める。金融抑圧を容認できない理由として、まず、低金利政策は必ずしも投資の平均効率を高めないことをあげている。なぜならば低金利は低収益プロジェクトをもつ企業の資金需要を助長するからである。第2に資本の限界費用を必ずしも低下させないこと、第3に過去のパフォーマンスを資金配分の基準とするのは、新規参入者にとって不利であり、独占を継続させるからであるとしている (Fry [1995] p. 122)。さらにこのような金融抑圧は、これまでの理論・実証研究において経済成長を阻害するという結果を得ていると主張する。

しかしフライの主張は、低金利政策に対する自由金利政策の擁護にすぎず、スティグリッツの理論は上述したごとく、金融市場は、情報の非対称性などから完全市場ではなく、金融市場における金利の価格機能自体が限られているため、単なる金利の規制からの自由化だけでは、逆選択効果とモラルハザードをもたらす資源の最適配分が達成されないと主張しているのであり、「市場の失敗」に競争政策を持ち込んでもそれだけでは効果をもちえないのである。スティグリッツによれば、企業がプライステーカーとしてだけ行動したりはせず、収穫逦増、生産差別化、不完全情報、イノベーションなどが実際に働く現実の世界においては、「完全競争市場」は存在しておらず (Stiglitz [1994 b] p. 138)、「不完全市場」においては、政府の活動は経済厚生を上昇させる効果をもつのである。「競争が重要ではあるが、いわばアロウ=デブリュー・モデルの価格競争によっては、十分に叙述されえない。価格は、市場資源配分メカニズムの単なる一部分でしかない」(同 p. 103)、換言すれば「『価格システム』は現実の経済が直面するインセンティブ問題の限られた部分集

合を処理するにすぎない」(同 p.103)。

以上のように「競争市場パラダイム」に基づく競争市場政策、すなわち、金融市場での金融自由化政策は、現実の経済の働きに対してきわめて不十分な理論化しかしておらず、「構造調整政策」の一環としての「金融セクター改革」も金融市場における「完全競争市場化」を図ろうとするものである。上述したごとく、「構造調整政策」は、価格機能としての「金利」の自由化を実現するところに政策目標の中心をおいているのであり、このような政策理論は現実の金融市場と金融機関の行動からみるときわめて限られた金利という側面のみを強調し、しかも他の側面、すなわち金融市場の産業組織的構造(独・寡占)、金融機関の情報生産内容(開発金融・商業金融・中小企業金融・地域金融、証券)、借り手の逆選択行動・モラルハザード防止規制などについて、理論的にも無視しているのであり、その結果導き出された政策論はきわめて不十分なものであった。したがって、多くの途上国において「構造調整政策」の一環として実施された金融自由化政策が、多くの副作用を誘発して必ずしも成功しなかったのは当然の結果だといっても過言ではないであろう。

第4節 韓国の金融市場形成

以上みたとおり金融市場における政府の役割は、新古典派が想定するような限られたものではなく、より積極的に金融市場の形成に関与する必要がある。このような観点から、韓国の経験において政府が金融市場をいかなる理由からいかに創設してきたのかをみることによって、他の途上国への適用可能性を検討することが本節の目的である。ここではとくに途上国において非公式的かつ非組織的金融市場の存在が、通貨政策・金融政策の最も大きな障害となっていることから、経済発展過程において政府がこの問題をいかに克服しようとしてきたのかをみることにする。

非組織的金融市場とは、設立根拠法をもたない私的な、またしばしば不法な金融取引を行う非公式的な金融市場を意味する。韓国で代表的なものは「契」と呼ばれるものであるが、これを含め「私金融」市場、「私債」市場と呼ばれている。すでに述べたように韓国は、非組織的金融市場の近代化ともいうべく、これら資金を近代的金融市場に吸収するため、1972年に投資金融会社、信用協同組合、相互信用金庫を設立した。また、1968年から73年にかけて抜本的な資本市場の改革を行い、資本市場の基礎を固めた。資本市場も、途上国においては非組織的金融市場と密接な関係にあり、非組織的金融市場資金を吸収するために重要な役割を担う。ここでは、相互信用金庫、投資金融会社と資本市場改革を事例として取り上げよう。

1. 相互信用金庫⁽⁵⁾

相互信用金庫は貯蓄金融機関に分類される。個人・零細商工業者の経済厚生を金融面から高める目的の貯蓄金融機関は、多くの国で自然発生的な互助組織にその淵源をもっており、韓国も例外ではない。すなわち日本の無尽・頼母子講にあたる韓国の契を近代的形態に組織し、法制化したものが相互信用金庫なのであり、歴史的には次のような変遷を辿っている。

「契」は頼母子講と同様に中国などを起源とする古来よりの庶民の相互扶助組織であり、村落において一種の「組合」として形成されてきた。高麗時代まで遡りうる民間の相互扶助組織であり、現在までごく日常的に行われているものである。この契は社会のいたるところで、(1)金融・営利、(2)公益・救済・扶助・教育、(3)娯楽、などの目的のために形成されてきた。しかし、1910年に日本が韓国を併合し、無尽を営業組織化した無尽会社制度(1915年「無尽業法」制定)を導入し、22年に「朝鮮無尽業令」を制定公布してからは多数の無尽会社が設立され、「契」と並存する形となった。無尽会社の多くが入札制であるのに対し、「契」は抽選制が多いなどの点を除けば原理的に全く同じであり、韓国では無尽会社が比較的抵抗なく受け入れられたと思われる。

る。1939年に日本は、当時の朝鮮においてピーク時34社を数えた無尽会社を全国1社体制とした。解放後は社会的混乱と中途解約、新規加入者の途絶、そしてインフレによって機能が麻痺し、46年には朝鮮相互銀行として一般銀行業務を兼営するようになったが、無尽業務は困難に陥った。この頃、無許可の私設無尽会社が雨後の筍のように設立され、入札抽選を利用した賭博、投機的な高利で庶民大衆を幻惑した結果、社会問題化した。これら私設無尽は金融の規律の無さなどからほとんど破産状態となった。政府は、当時の中央銀行である朝鮮銀行（現韓国銀行）全額出資の無尽金融株式会社を設立し、さらに朝鮮相互銀行の無尽金融部を独立させたが、結局韓国無尽株式会社1社に統合した。朝鮮戦争勃発により、経済が正常に復するのは1960年代に入ってからであり、この間民間の無尽会社5社が許可を得て営業していたが、依然経営に問題があり、61年に、これらを統合して国民銀行を設立し、唯一の国策庶民金融機関として再発足した。国民銀行は無尽の資金給付時期の偶発性による不便、契に参加して組を構成することの困難などを解決する相互掛金制度を導入した。しかし、この国民銀行だけでは、一般庶民と零細商工業者の資金需要を満たすにはきわめて不十分であった。すなわち金融政策にともなう与信限度規制、規制金利下での限られた資金調達などの限界があった一方、無尽業務を排除したために無許可の私設無尽が盛行するようになった。このような私設無尽は1971年末に約1000社に及んだという。しかし、これらは資本の零細性、経営能力不足、公金の私物化、監督不在などの問題を抱えていた。このように無許可の私設無尽が絶えず設立される背景にはそれだけのニーズがあり、一方で不正・破産の問題などもまた生ずるところに、非公式的かつ非組織的金融市場への取組みの難しさがあった。

相互信用金庫はこのような困難な状況に対処するための金融機関として設立され、成功を収めたと評価できるのである。

相互信用金庫は無尽業務を相互信用契、相互掛金業務を相互賦金と称して無尽業務を受け継ぐとともに、国民銀行と同様、相互掛金業務も行う。

相互信用金庫は無尽業務と相互賦金（掛金）業務が主柱になっているはず

表1 相互信用金庫資金調達現況 (%)

	1973	1975	1980	1984	1986	1988	1990
受入契金	43.5	76.2	44.5	2.9	0.7	0.2	0.1
受入賦金	—	—	7.7	25.2	20.0	18.8	19.5
普通賦金預金	—	—	—	3.6	4.5	6.3	6.4
定期賦金預金	—	—	—	—	—	44.3	48.3
借入金	2.9	4.5	26.1	52.2	61.7	16.9	12.5
資本金	20.9	18.4	12.1	10.7	8.1	7.5	6.9
その他	32.7	0.9	9.6	5.4	5.0	6.0	6.3
総額(億ウォン)	416	623	5,358	25,323	47,054	64,475	114,548

(出所) 全国相互信用金庫連合会。

表2 相互信用金庫資金運用現況 (%)

	1973	1975	1980	1984	1986	1988	1990
現金・預金	5.5	2.9	5.4	6.4	2.7	2.9	3.1
契給付金	40.6	68.0	59.8	3.0	0.5	0.2	0.1
賦金給付金	—	—	0.8	15.6	11.7	8.9	9.6
貸出金	13.5	17.3	28.8	64.5	71.1	73.0	74.0
手形割引	5.0	4.0	7.4	24.5	27.9	26.4	23.9
契金貸出	3.9	9.1	9.5	0.2	0.0	0.0	0.0
賦金貸出	—	—	3.3	35.5	40.9	44.6	48.2
少額信用貸出	4.6	4.2	8.6	4.3	2.3	2.0	1.9
有価証券	0.0	0.2	0.7	2.9	3.3	2.6	2.5
その他	40.4	11.6	4.5	7.6	10.7	12.4	10.7
総額(億ウォン)	416	623	5,358	25,323	47,054	64,475	114,548

(出所) 全国相互信用金庫連合会。

であるが、資金調達状況の変遷をみると、無尽業務である受入契金のシェアは75年の76.2%をピークに、現在ではほとんどなきに等しい水準にまで減少している(表1)。相互掛金業務である受入賦金は20%前後で漸減してきているものの、依然主要業務である。最大の資金調達源は契金・賦金以外の借入金であったが、最近では定期賦金預金と合わせて60%を占めて安定している。このように設立時とは業務内容が大きく変化してきている。資金運用は、

資金調達と同様、契金付金・契金貸出がほとんどなくなっているのに対し、賦金貸出が増大し50%に近いシェアで中心業務となっている(表2)。また、手形割引業務のシェアも約25%に増加している。貸出金のシェアが増加し80%を超えるまでになっており、非組織的金融市場の機能を取り入れた金融仲介機能が減少して、他の金融機関との相違が希薄化しつつある。

相互信用金庫の与受信金利は、優遇政策のために銀行に比べ有利に設定され、1980年代初頭の金利差はきわめて大きかったが、近年金利差は縮小されてきている。

以上、相互信用金庫の沿革・現状をみてきたが、そこから以下のような点が指摘できるであろう。

第1に、相互信用金庫は庶民の間で重要な伝統的相互扶助的金融システムである「契」を中核的金融業務とすることにより、非組織的金融市場取引との連続性を維持しつつその近代化を図った金融機関であり、その根拠法をもとに金融サービスの範囲、銀行などその他金融機関との関係を明確にするとともに、利用者の保護を図ったものである。このように伝統的慣習経済において発達してきた金融取引を近代的な法制度と経済制度に取り入れたことを、多くの途上国において、先進国の金融制度をそのまま移植し、運用上多くの問題を抱えている例と対照するときわめて示唆的である。

第2に、以上のような目的のもとに設立された相互信用金庫の育成のために金利面などでの優遇を図り、定着・成長とともにその優遇度を減じてきた。このように金融産業に対しても「幼稚産業」育成政策をとり、その競争力の獲得とともに優遇を減じる政策は、「市場の失敗」に対する政府の補完措置の適切なあり方として重要な意味をもつと思われる。

第3に、利用者の経済活動が地域・同業者などきわめて狭い範囲にとどまり、しかも低所得のゆえに貯蓄が限られ、相互扶助的な機能を必要とした時代には、それに適した金融サービスを提供したが、経済発展とともに、不特定多数のさまざまな人々への金融仲介の必要性が高まるにつれ、相互信用金庫の金融仲介機能の形態は大きく変化せねばならなくなっている。とくに

金融機関全体の競争促進的な業務領域に対する規制緩和と技術革新による金融機関の同質化を迫られる環境のなかで、地域住民の信用状態に対する詳細な知識をもち、地域の特殊性に適合した金融サービスの提供が可能である相互信用金庫にとって、取引対象（小規模商工人・家計）の相違、地域に密着した金融機関であることなどを強調して相互信用金庫の独自性を打ち出すことは十分経済的合理性をもつであろう。

経済発展とともに伝統的金融取引形態が対象とした利用者の所得・資産が増大し、金融機関の取引対象も増加、多様化した。さらに各金融機関はより高次の金融サービスを供給する必要に迫られ、それが一方で金融仲介機能の同質化を進展させることになった。しかし貸し手と借り手、そして貸し手の間での情報の非対称性の存在は、金融市場のセグメンテーションを意味し、地域金融機関、あるいは中小企業金融機関など専門または特化金融機関の存立の可能性を理論的に示唆しているといえよう。

2. 投資金融会社⁽⁶⁾

投資金融会社（法的には短期金融会社）は、非組織的金融市場が短期資金の供給において支配的な状況下、自己発行の手形と企業発行のCPの売買を通じて短期金融市場を育成するという重要な役割を担った。

投資金融会社は、1970年コロンビア大学のシドニー・ロビンズが「韓国の金融と資本市場」という報告書を作成して短期金融市場の設立を提唱し、具体的には国際金融会社（International Finance Corporation）などの出資により70年に設立された「韓国投資金融会社」を嚆矢としている。当時の企業と銀行の関係において、15日以内の預金に対して付利しないことから、企業は手元現金を保有していたが、この資金の運用および調達手段としてCPは格好のものとなった。選択的信用統制のもとでは、金融機関に対する人為的低金利政策とインフレのゆえに、短期資金は非組織的金融市場（私金融市場）に流出する。このような状況下、しかるべき金融機関（投資金融会社）と優

良大企業が手形（CPなど）を発行し、短期資金を吸収するという政策は成功を収めた。このCPの発行は当時の韓国の金融市場における金融革新であったと評価することができる。すなわち、投資金融会社が割り引く企業の手形はいわゆる融通手形であり、商業手形と違って商品取引の裏付けがないため信用度が劣り、一般顧客に売り出すことが困難であったため、まず法的な根拠をもつ投資金融会社自体の信用に裏付けられた手形を発行して得た資金で一般企業の手形（CP）を割り引くという形態をとったのである。これは金融機関の「資産交換機能」であり、金融機関が、最終的借り手の発行する金融商品（本源的証券）とはリスク特性の異なる金融商品（間接証券）を創出することによって、最終的貸し手（投資家）に、金融取引にともなうリスク負担を軽減する手段を提供しているのである。

自己発行手形、CP、そして「手形管理口座」（CMA）（CPなど短期金融市場債券に投資運用する）と呼ばれる受益証券など、投資金融会社の発行する金融商品は銀行預金利子に比べ優遇され高い利回りをつけることが保証されたため、投資金融会社は急成長し、設立が自由化された1980年代初頭の一時期を除き、90年代まで金融機関のなかで最も高い収益率を維持してきた。一方、CMAは銀行預金に比べより短期でかつ高い利回りが保証されることから、銀行預金の代替資産として銀行預金のシェアを低下させる原因となった。

1980年代後半、国際収支の黒字化によって増大する通貨供給を吸収する手段として中央銀行発行の債務証券（通貨安定証券）が大量に発行され、このような状況において、流動性調節の場である短期金融市場の育成の必要性が認識されるようになった。短期金融市場は金融機関間の資金過不足を調整する市場であり、通貨当局による金融政策発動の場であるが、韓国では短期金融市場の金融仲介を専門にする金融機関が存在しておらず、短期金融手段を扱う投資金融会社とその専門金融仲介機関としての役割を演ずるよう要請されることになった。これを受けて、投資金融会社は、このような役割を担うべく資金仲介ブローカー業務だけに限定するもの以外は、銀行・証券会社・総合金融会社（マーチャントバンク）への業種転換をすでに終えたか、現在転

換を図りつつある。

以上概観した投資金融会社の役割とその変化の事例から、次のような諸点が指摘できよう。

まず、金融機関間の資金調整の市場である短期金融市場の専門ブローカーは、資金仲介を通じて各種金融機関の資金ポジションの情報を集約し、通貨当局との資金取引によって金融政策の具現化を図るとともに、その過程で有用な情報を提供し、金融政策の運用を円滑化する。

第2に、途上国においては、資金不足に直面しがちな銀行部門などから超過資金需要が生じるだけで、短期金融市場が成立しないケースが多い。

韓国や台湾で短期金融市場の整備がなされたのは、国際収支が黒字化しマクロ経済における貯蓄超過が生じてからであり、それまでは銀行間の相対での資金貸借が行われていたにすぎなかった。しかし、最近のアジア途上国のように、経常収支は赤字でも資本収支が株式投資資金の流入などで黒字化し過剰流動性問題が生じるようになると、韓国・台湾とは異なる理由で短期金融市場とその手段の創出が必要となるのである。1970年代後半における台湾の短期金融市場創設と韓国の経験は、政府による新しい金融制度の創設と金融手段のイノベーションを通じてマクロ経済の変化によって生じた資金フローの調整に対処した例である。このように政府によってなされた金融革新は歴史的にも数が多く、政府の金融市場における役割がきわめて大きいことを示している (Allen and Gale [1994])。

3. 資本（発行）市場育成⁽⁷⁾

韓国における資本市場、とりわけ発行市場育成の経験を概観してみよう。

韓国の証券取引所はすでに1956年に設立されていたが、50～60年代は少数の銘柄を中心とする投機的市場でしかなく、証券会社の資本金は一般会社より少なく、証券引受け業務には不十分であるなど、規模・業務両面において多くの問題を抱えていた。さらに、株式発行市場が欠如しているため、当時

の民間企業は株式会社形態を取っていたとはいえ、個人ないし家族企業にはなかなかなかった。

このように資本市場は他の途上国同様きわめて未発達であったが、第1次5カ年計画が成功裡に終わった後、第2次5カ年計画でいっその工業化をめざす政府は、証券市場を通じて国内資金の動員を図るため1968年に資本市場育成法を制定し、株式などの発行市場育成のため「韓国投資公社」（後に投資開発公社と改称）を設立した。1972年の「企業公開促進法」制定、74年の「大統領特別措置」などによって強力に企業公開を進めた。これらの措置の内容は、(1)企業の株式公開を促進するためのさまざまなインセンティブ（法人税軽減・減価償却優遇など）の供与、ならびに公開しない企業に対する銀行借入などの制限、(2)オーナーなど大株主の保護による公開忌避への対処、(3)上位100大企業、グループ内の中核企業、私債借入・銀行借入・外債の大きい企業と輸出・重化学工業分野の企業に対する公開促進、(4)公開対象指定企業の選定と公開の強制、などである。このような政策および好・不況などのマクロ経済の影響もあって、上場企業数は1972年末の66社から73年8月には93社になった。その後、政府は2次にわたり公開対象企業を選定し、その公開を進めた。この結果、1977、78年の好況期も企業公開が進んだが、75、76年の両年が最も多かった。

以上のような企業公開促進政策を具体的に推進するうえで「投資開発公社」が重要な役割を演じた。当時発行市場を担うべき証券会社は規模・業務においてその役割を果たせる状況になく、政府自らがその役割を果たすべくこれを設立したのである。投資開発公社の役割は発行流通市場にわたる広範なものであった。公社の業務は、(1)発行市場における引受け・売捌き機能、公開促進、(2)政府所有株の売却、株価の安定などの流通業務、(3)証券金融、(4)投資信託、(5)投資家保護と啓蒙、企業への経営相談・証券業務の指導、取引所制度・市況分析などの調査・研究・指導などと広い範囲にわたっていた。公社は、主要業務であり発行市場の制度的機能でもある引受け分売体制を確立するため公社内に証券引受協議会を設置して、新規発行株式と国債、公社債、

金融債の引受けを組織的に行うようにした。この構成メンバーは政府、金融、保険など幅広い分野を網羅していた。公社は1968年に発足して以来72年まで有価証券公募の90%以上のシェアを占めた。その後、一般金融機関、証券会社、投資金融会社などがシェアを伸ばしたが、公社は依然として最大シェアを占め市場を主導した。政府は証券会社の規模拡大を支援する一方、公開政策による企業グループの主力企業の公開については証券会社に幹事機能をもたせるように指導した。

投資開発公社は、株式発行に加え社債公募をも行うようになり、これによって、社債保証業務をはじめ、社債発行が新しい企業金融方式として定着することになった。また1970年には、投資信託業務を開始し、その他、証券貯蓄、証券金融をはじめさまざまな投資サービス(各種代行業務、社債登録など)、流通市場での株価安定のための売買などを行った。これらの業務は漸次証券会社、証券投資信託会社によってより大きな規模で行われるようになっていったのである。このようにして公社は資本市場の制度整備に中心的な役割を演じた後、1976年に証券市場の管理業務を証券取引委員会と証券監督院に、投資信託業務を新設された民間会社に移管して、その使命を終えたのである。

以上、韓国における制度整備期の資本市場育成政策とその結果から、次の諸点が指摘できるであろう。

まず第1に、企業における過度の間接金融依存を是正し、間接金融と直接金融のバランスを図る目的で資本市場育成策がとられ、株式、社債、そして投資信託など企業金融の新しい手段が可能となって、企業の長期資金調達への支援体制が確立された。

第2に、投資開発公社は株式引受け、社債、投資信託などの業務で先鞭をつけ、民間部門が機能しうるような環境整備(証券会社の規模拡大など)と技術移転を終えた後、証券行政機関として公正取引と投資家保護のモニターとしての役割に限定するようになった。換言すれば、民間部門がコストを負担しきれないような市場規模でしかない経済発展段階では政府が直接代替し、市場規模が増大するに応じて、円滑に機能するよう間接的に補完する役割に

変わったのである。

第3に、経済発展の初期段階では、政府のもつ情報量は民間セクターに比べ大きく、政府による情報提供（生産）は経済活動に多大な寄与をすることが可能である。

結 論

以上、経済発展過程における金融政策の特徴とその諸問題を整理し、続いてガーレイ＝シヨウ仮説とそのモデルに従って韓国の金融システムの形成過程を整理した。さらに金融規制緩和・自由化をめぐる議論を検討し、主としてスティグリッツの経済主体間に存在する情報の非対称性などによって生ずる不完全競争の理論の立場から、世銀の「構造調整政策」の理論的限界を指摘した。発展途上国の金融自由化は「構造調整政策」によって進められ、その結果は、競争促進による効果もあったが、金利の急激な変動や激しい資金シフト、短期資金化が生じたり、金融機関によるリスクの不十分な評価とリスクへの対応不足など、払ったコストも大きかった。これに対し、韓国の経験は、積極的な政府の金融市場への関与と経済発展に対応した金融システムの構築であって、政府による「金融イノベーション」といいうる役割が果たされた。このように経済発展過程における政府による金融システムの形成は経済発展に寄与しており、他の分野での政府の役割と同様に重要である。韓国においても「政府の失敗」が顕著になった時期がもちろんあった。とくに「第2次石油ショック」後の重化学分野への過剰投資は政府主導による資源配分の失敗といえるのであり、政府の役割が経済発展過程で絶えず変容していかねばならないことは確かである。

以上の韓国の経験から明らかになったことは、次のようにまとめられるであろう。スティグリッツが指摘するごとく現実の市場経済は「不完全競争」市場であり、経済発展過程においてはなおさら不完全な市場であるため、政

府による積極的な補完措置が必要であり、そのような政府の役割は経済発展に多大な貢献をするのである。とくに金融市場については、金融市場の産業組織的構造（独・寡占）、金融機関の情報生産内容（開発金融・商業金融・中小企業金融・地域金融、証券、保険）、借り手の逆選択行動・モラルハザードなどに応じてとられる積極的な政府の代替・補完措置が経済的厚生を向上させ、経済発展を可能にするといえるのである。

韓国における非組織的金融市場の近代的金融市場への包摂過程が示唆する重要な点は、まず第1に、非組織的金融市場の伝統的・慣習的取引形態との連続性を維持しつつ法的・会計的制度の整備を図り、近代的金融機関への転換を図ったことである。

第2に、金融機関育成過程で優遇措置を与える一方、定着・成長とともに優遇度を減じ、イコールフットイングでの競争に転化させていったことである。

第3に、経済発展とともに、伝統的金融取引のニーズからより高次の金融サービスへの需要が高まり、金融機関の同質化が進む反面、地域・中小企業など依然特化すべき金融機関の存立可能性があることである。

第4に、政府による経済発展段階に適合した金融機関と金融手段の創出の可能性が存在することである。すなわち政府による「イノベーション」であり、歴史的にも数多い事例がある。

韓国における金融システム形成の経験が物語ることは、各途上国がもつ経済発展過程における特色を生かしつつ、より発展した段階におけるシステムを取り入れていくことが重要であるということであり、金融政策・制度の画一的導入ではないということであろう。

[注]—————

- (1) 本節は伊東 [1984] を一部引用している。より詳しくは同書を参照。
- (2) ここでの整理は小松 [1994] を参考にしているが、著者なりに解釈を加えて整理している。本書の小松論文も参照。
- (3) ここで対象としている「構造調整政策」の内容とその総括的検討については石

川 [1994] を参照。

- (4) 「政府の失敗」を避けるために、政府が関わる政府調達、公企業の民営化をめぐって、最近の理論的研究は、プリンシパル・エージェント理論の応用としてインセンティブシステムをいかに確立するかという観点から進んでいる。Laffont and Tirole [1993]。
- (5) 相互信用金庫を含む韓国の貯蓄金融機関については、伊東和久「韓国の貯蓄金融機関の現状と課題」(郵政省郵政研究所) 参照。
- (6) 投資金融会社と台湾の短期金融市場について詳しくは伊東 [1990, 1994] 参照。
- (7) 資本市場育成政策について詳しくは伊東 [1992] を参照。

[参考文献]

[日本語]

- 石川滋 [1994] 「構造調整」(『アジア経済』第35巻第11号, 1994年11月)。
 ——編 [1994] 「国際援助政策の理論」(所内資料 経済協力調査室 No. 5-1) アジア経済研究所。
 伊東和久 [1984] 「マクロ経済運営に問題はないか」(篠原・長谷山・柳原編 [1984])。
 —— [1990] 「韓国金融市場の発展と課題」(『証券研究』〈日本証券経済研究所〉第100号)。
 —— [1992] 「韓国の資本市場育成政策とその成果」(沈編 [1992])。
 —— [1994] 「韓国・台湾の短期金融市場改革」(伊東・山田編 [1994])。
 伊東和久・山田俊一編 [1994] 『経済発展と金融自由化』アジア経済研究所。
 小松正昭 [1994] 「金融部門における構造調整政策と援助政策」(石川編 [1994])。
 篠原三代平・長谷山崇彦・柳原透編 [1984] 『2000年のアジア—持続する高成長の秘密—』有斐閣。
 沈晩燮編 [1992] 『韓国経済の展望と日本』中京大学経済研究所。

[英語]

- Allen, F. [1993], "Stock Markets and Resource Allocation," in Mayer and Vives [1993].
 Allen, F. and D. Gale [1994], *Financial Innovation and Risk Sharing*, Cambridge: MIT Press.
 Fry, M. J. [1995], *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Baltimore: Johns Hopkins University Press.
 Greenwald, B. C. and J. E. Stiglitz [1990], "Macroeconomic Models with Equity and Credit Rationing," in Hubbard ed. [1990].
 Gurley, J. G. and E. S. Shaw [1960], *Money in a Theory of Finance*, Washington, D. C.:

- Brookings Institution.
- Hubbard, R. G. ed. [1990], *Information, Capital Markets and Investments*, Chicago: Chicago University Press.
- Laffont, J. J. and J. Tirole [1993], *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, Cambridge: MIT Press.
- Mayer, C. [1988], "New Issues in Corporate Finance," *European Economic Review*, 32, pp. 1167-1189.
- Mayer, C. and X. Vives [1993], *Capital Markets and Financial Intermediation*, Center for Economic Policy Research, Cambridge University Press.
- McKinnon, R. I. [1973], *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D. C.: Brookings Institution.
- [1991], *The Order of Economic Liberalization*, Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Shaw, E. [1973], *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Stiglitz, J. E. [1994a], "The Role of the State in Financial Markets," *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economic*.
- [1994b], *Whither Socialism?* Cambridge: MIT Press.
- Stiglitz, J. E. and A. Weiss [1981], "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review*, 71(3), June 1981, pp. 393-410.
- World Bank [1993], *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, New York: Oxford University Press (白鳥正喜監訳・海外経済協力基金開発問題研究会訳『東アジアの奇跡—経済成長と政府の役割—』東洋経済新報社, 1994年).