

第4章

韓国における国際金融取引の自由化

はじめに

韓国経済の1960年代以後の四半世紀にわたる高度成長は、80年代に入り韓国経済の構造の目に見える変化をもたらした。1980年代前半スタグフレーションに陥ったが周知のとおり重化学工業化の進展など産業構造の高度化がなされ、70年代までの高インフレ高成長から、低インフレ高成長に変化した。このような経済構造の変化に対応して、それまでの政府主導経済から民間主導経済へ転換することを目標とする政策の一環として、金融自由化・国際化措置がとられてきた。1980年代は基本的にはその政策が継続されたが、さらに、93年の金泳三新大統領政権誕生を契機に、「新経済5カ年計画」において段階的金融制度改革が盛られ、これまで推進してきた金融自由化・国際化を一層推進し、計画終了時である1997年を目標にほぼ先進国水準の自由化を達成しようとするものである。これと並行して1980年代末に構想されたOECD加盟計画が、96～97年を目標にして再び政策課題として浮上している。いうまでもなく金泳三大統領の任期中の重要な経済政策目標のひとつとしてである。

このような金融自由化・国際化政策推進の背景を考えると対内的側面として、経済成長と輸出の増加により資金需給の構造が変化し、金融証券市場規

制の緩和のみならず、金融システムの新しい枠組みづくりが必要になったことである。対外的側面としては、厳しい国際金融取引規制のための内外資金取引の分断による閉鎖的金融システムの維持が、国内経済要因のみならず、アメリカをはじめとする諸国からの対外開放圧力が高まったため、金融証券市場開放を進めざるをえなくなったことである。

本章では、1980年代以降の韓国の外国為替・資本取引自由化と国際化の進展状況の評価、銀行証券部門の国際金融業務の進展状況について検討することにする。検討するにあたって考慮する必要があるのは自由化の順序とその早さであるが、韓国のそれを判断する場合、日本の経験を参考にするのは意味があると思われる。また、自由化の順序と早さについてはすでに多くの研究がなされており、それらの研究によれば、対外取引、すなわち貿易取引・外国為替・資本取引の自由化には、国内市場における価格・賃金・金利などに対する規制によってディスターションが存在していること、および市場が未発達な状況であるなど国内経済与件が成熟していない状況では、国内経済の安定と成長を妨げることが明らかにされている。そこでいかなる条件を整え、いかなる順序で市場開放を進めるのが経済発展に最適であるのかが問題となる。韓国が日本の経験を参考にするのも、日本がその経済発展の各段階で、いかなる順序で、また、どの程度経済各部門・市場の自由化・市場開放を進め、いかなる成功を収め失敗をしたのかが、経済運営の参考になるからである。他方、1970年代中盤以降南米諸国の経験をもとに最適自由化順序についての理論・実証研究がなされてきており⁽¹⁾、例外があるにしてもほぼ意見の一致をみているといえるであろう。簡単に要約すれば次のようになるであろう。通常、途上国では国際金利より国内金利が高いために、為替管理・資本取引を自由化すると急激な資本流入が生じ、固定相場制下では、資本流入によって生じる自国通貨価値の過大評価を防ぐため、通貨増発がなされ、その結果インフレが発生する。一方変動相場制下では、自国通貨価値上昇、その結果としての輸出競争力低下が生じ、そのどちらの為替相場制でも経常収支が悪化する。もし、国内金融市場が金融抑圧下であれば、資本取引の自

自由化はキャピタルフライトを生ずる。それ故、まず国内金融市場の自由化がなされねばならない。このように資本勘定の開放は国内経済に不安定要因を持ち込む。また、実物市場と資産市場では、その調整速度が異なるため、自由化の順序はこれを考慮しなければならない。これらのことを総合すると、自由化の順序として実物財市場の自由化を金融資本市場の自由化より先行すべきであり、国内財・金融市場の自由化を行ったうえで、国際貿易・資本取引自由化を行うべきであるというものである。このような理論に照らしてみるとき、日本の貿易・外国為替・資本取引の自由化過程はほぼこの自由化の理論に合致していたといっても過言ではなく、韓国もまた日本を参考にしたつ、この理論に従っているのである。

第1節 外国為替・対外資本取引の自由化とその評価

韓国は日本同様外国為替管理法によって為替管理を行っており、現在も居住者による外貨保有禁止、対外債権の回収義務による外貨資産の集中を行う外国為替集中制をとっているほか、対外支払いの件別許可等の対外支払いの制限、短期対外借入規制と居住者の対外投資規制を行っている。海外からの外国人直接投資、商業借款（長期外貨資金借入）、技術導入などに対しては、外資導入法によって規制しており、外資導入に関連する外国為替取引、元利金支払い、技術導入によるロイヤリティ支払い、配当金送金なども外国為替管理法によって厳格に規制されている。外国為替銀行も直物為替売買差額である直物ポジションと、同じく先物ポジションとを合わせた総合ポジション規制を行っている（日本で行われていた「円転規制」に相当）。また貿易取引に伴う為替取引が原則であり、資本取引は、例外的に定められた取引にのみ認められる、いわゆる「実需原則」に基づいている。

このように韓国の為替・資本取引規制は、日本の1980年に抜本改正され、「外資導入法」と統合された「外国為替管理法」の改正前の旧法ときわめて

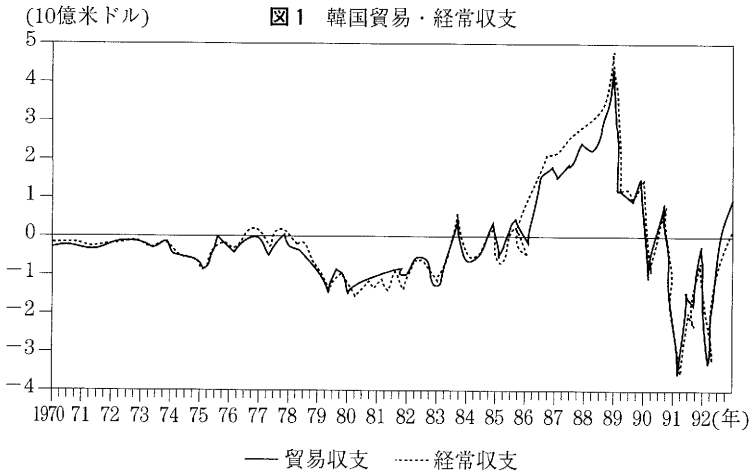
近く、事実、それを踏襲しているのである。したがって厳格な内外資金の分断規制を行ってきたが、その規制も日本同様漸進的に緩和されてきた。しかし、韓国の諸規制のなかで対外取引規制が最も厳格で、また遅れているのは、これまでの経済自由化の順序に関する経験・理論が対外資本取引規制を最も最後にすべきであることを主張しており、韓国の政策がその主張に従っていることからきている。

1. 韓国の資本収支

ここで韓国の対外資本収支を概観してみよう。

韓国経済は1970年代まで高インフレ・高成長を続けてきたが、借款導入を主とする外資依存は70年代後半深まる一方であり、第2次石油ショックによる国際収支の大幅赤字補填のための海外借入も累増した。長期投資（直接投資を除いている）と短期投資の動きがプラスの方向に動いているのがそれを表している。しかし、1980年代後半、すなわちプラザ合意以後の円高により韓国製品の競争力が強まり、貿易収支の大幅黒字を出した86年から88年（図1参照）には長期投資がマイナスになり、借款の償還が進められたことが明らかである。また、ポートフォリオ投資については後に詳述するが、1980年代に入り、コリアファンドなどの外国人専用収益証券の発行が始まり、92年に外国人の株式投資が認められるようになったことなどを背景に、90年代は上昇傾向が顕著である。短期投資は激しい騰落を繰り返しており、投機と規制が行われていることを示しているとみてよいであろう。

資本導入の部門別推移をみると、表1のように公的部門のシェアに比べ民間部門のシェアが高まっている。公的部門の国際収支赤字補填のための外資導入の比重が低下する一方、金利、為替レートなど価格変数により変化する民間部門の外資導入のシェアが高まっている。すなわち、民間部門のシェアが1980年代前半45.6%にとどまっていたのが、80年代後半56.2%に高まり、90年代（平均）に74.7%に高まっている。海外債券発行と国内株式投資の増



(出所) IMF, *IFS*. 各号より作成。

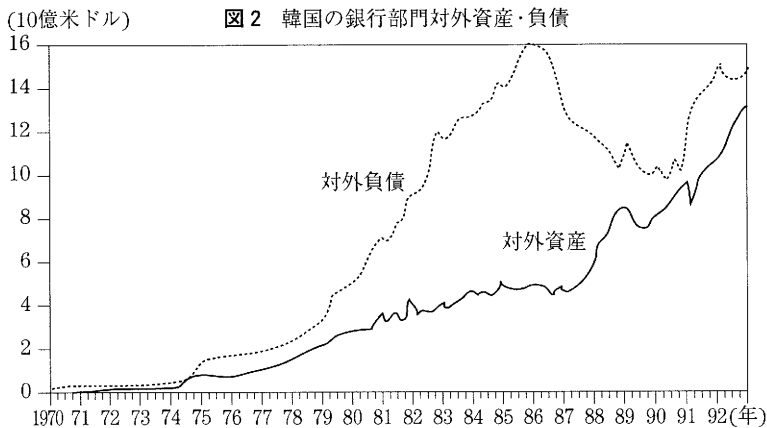
表1 韓国の部門別資本導入の推移

(単位：億ドル，%)

	1980~85平均	86~89平均	90	91	92	93.1~9
資本導入	67.8	53.4	104.5	130.7	145.9	107.2
公共部門	15.1 (22.2)	8.4 (15.8)	4.2 (4.0)	4.3 (3.3)	4.9 (3.4)	2.7 (2.5)
民間部門	31.0 (45.6)	30.0 (56.2)	78.4 (75.0)	78.4 (60.0)	121.3 (83.1)	86.5 (80.7)
開発機関外貨債務 発行	.. (..)	0.3 (2.4)	9.2 (8.8)	19.4 (14.8)	15.7 (10.8)	13.1 (0.2)
民間外貨債務発行	.. (..)	0.4 (0.8)	3.3 (3.2)	4.2 (3.2)	19.5 (13.4)	14.2 (3.3)
外国人株式投資	-	-	-	-	27.4	47.2
金融部門	(-)	(-)	(-)	(-)	(18.8)	(44.0)
	21.8 (32.2)	15.0 (28.0)	21.9 (21.0)	48.0 (36.7)	19.7 (13.5)	18.0 (16.8)

(出所) 韓国銀行 [1993]

(注) () 内は構成比



(出所) 図1に同じ。

加が主要因であり、規制緩和の結果である。

韓国の銀行部門(預金銀行)の対外資産と負債の残高の推移をみると(図2)、1980年代前半まで対外負債は上昇の一途をたどり、世界で有数の対外債務国であった時期を示しているが、85年以降は対外債務残高が急落し、対外資産と歩調を合わせる姿に戻っている。1980年代の後半は対外債務の償還、場合によっては繰上償還を行ったことが示されている。この80年代後半の銀行対外債務の縮小の動きは、台湾のそれと対照的である。台湾は、1986年の第4四半期から87年第1四半期の台湾元の急上昇期に預金銀行の対外負債は急増し、韓国と正反対の動きをみせた(Liu[1992], pp.204-207)。

これは、台湾元の切上げを予測し、銀行を通じて外貨を借り入れ、台湾元に替えることによって利益を得る投機的資金流入が生じたためである。台湾の中央銀行は商業銀行の対外負債残高の増加を抑え、そのような投機的行動は終息した。一方、韓国はウォンの切上げが1986年以降90年まで継続したが、厳しい為替・資本取引規制のもとでは、このような投機資金の流入よりも輸出の好調による巨額の対外債務の返済が行われ、銀行部門の対外負債の縮小が進んだ。1990年以降の対外資産・負債残高の伸びは韓国経済の国際化の進

表2 部門別通貨供給と総合収支推移

	マネーサプライM ₂ (億ウォン) ¹⁾			総合収支(億ドル)		
		国内部門 ²⁾	海外部門		経常収支	資本収支
1980	26,567	34,909	-8,342	-18.9	-53.2	38.0
1981	31,366	48,172	-16,806	-23.0	-46.5	27.6
1982	42,331	62,788	-20,457	-27.1	-26.5	12.3
1983	30,339	37,928	-7,589	-3.8	-16.1	21.6
1984	17,675	28,757	-11,082	-9.6	-13.7	13.1
1985	38,596	54,548	-15,952	-12.5	-8.9	5.1
1986	52,679	36,100	16,579	17.0	46.2	-23.7
1987	64,464	-25,833	90,297	52.0	98.5	-58.4
1988	86,593	-15,526	102,119	121.8	141.6	-14.0
1989	96,991	73,346	23,645	24.5	50.5	-33.0
1990	100,696	99,512	1,184	-2.7	-21.8	38.8
1991	150,384	181,552	-31,168	-37.4	-87.3	42.3
1992	125,127	94,235	30,892	49.0	-45.3	83.4

(出所) 表1に同じ。

(注) 1) 年中増減額

2) 国内信用その他純資産の合計

展を表すものであるといつてよいであろう。

この間の経緯は表2によつても明らかである。1980年代後半は、前半と正反対に経常収支が黒字化する一方、資本収支が赤字化して、資本流出が生じている。しかし、経常収支の黒字幅が大きかったために、総合収支は黒字であり、マネーサプライは海外部門が増加要因となって過剰流動性問題が生じたのである⁽²⁾。資本収支において明らかなようにポートフォリオ投資資金の流入の増大は株式投資の自由化が主因である。

2. 日本の為替・資本取引規制とその自由化

以上韓国の対外資本取引の状況を概観したが、外国為替・資本取引の規制現況について検討しよう。韓国の政策目標がしばしば日本との比較を参考にして定められており、韓国の為替・資本自由化政策も日本の自由化政策と比較して検討することが早道である。そこで、まず日本の資本自由化政策をみることにする⁽³⁾ (表3)。

日本は、1952年サンフランシスコ平和条約発効後、為替持高集中制をとり、57年に直先総合持高制、60年に「貿易為替自由化大綱」を決定して、OECD加盟、IMF 8 条国移行を目標とした。同年非居住者自由円勘定創設、円為替導入を行った。為替相場はIMF 平価の上下0.75%の範囲内で平衡介入を行った。1964年にIMF 8 条国に移行し、またOECDに加盟した。そして1968年に「円転規制」を導入した。

すでに外国人の株式投資は1951年に認められていたが、株式売却代金送金の制限(2年据置、5年分割送金)が厳格であり、外資導入政策の色彩が強かった。これが緩和されたのは1960年代に入ってからであった。日本の1人当りGNPは、1960年代末に主要先進国の水準に近づき、経常収支黒字もこの頃に定着し、68年以降純債権国になった。このような経済水準に到達したことから、外国為替・資本取引の自由化が段階的に進められた。まず、外国人株式投資の自動認可範囲を拡大し、証券投資元利金送金制限を撤廃した(1963年)。ジャパンファンド(Japan Fund)などの日本株式専門投資信託会社を設立し、また海外での株式預託証書(Depository Receipt: DR)の発行を開始した。1960年代後半以降OECD加入の結果、市場開放圧力が高まり、67年に第1次自由化措置として外国人直接投資と証券投資の自由化を推進し、以後5次にわたり、直接投資に関しては自由化業種と外国人持分シェアを拡大し、証券投資に対しては日銀の自動認可範囲を拡大した。1970年に証券・投資信託を自由化業種に選定した。1972年に居住者・非居住者の外貨預金を認めた。

表3 日本の年代別外国為替管理緩和と推進状況

年代	経済与件	外国為替管理緩和と内容
1960年代 前半期	経常収支均衡 IMF 8 条国移行と OECD 加入	貿易取引制限の部分的緩和 円の国際化のための制度整備（自由円勘定設置等）
1960年代 後半期	経常収支黒字定着 先進国経済化	対内直接投資の自由化推進
1970年代 前半期	経常収支黒字拡大 自由変動為替レート制移行	対内直接投資自由化完了 資本流出に対する規制緩和（石油ショック時除外） 対外直接投資自由化促進，対外証券投資許容
1970年代 後半期	経常収支黒字拡大持続 国内金融市場の超過需要圧力 緩和	経常支払自由化等対外送金制限緩和 個人居住者に対する海外預金勘定開設 外為ヘッジング取引規制緩和 金・地金取引自由化と対外不動産投資制限緩和
1980年代	経常収支黒字大規模化 米国との貿易摩擦深化 低金利経済の定着	外為取引の原則自由化（1980年） 資本取引に対する残余制限解除推進 外為先物取引実需原則廃止

（出所）李 [1993]，p. 42.

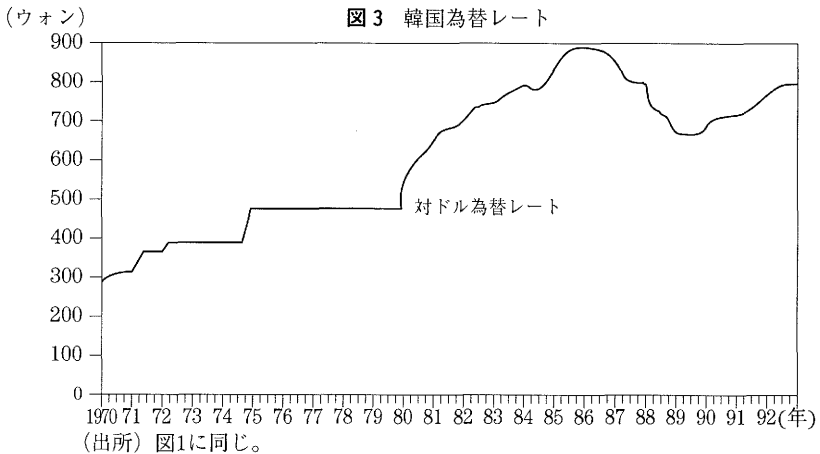
1973年には、証券投資も当該企業の同意があれば100%まで取得可能となった。このように資本自由化を進める一方、短期投機性資本の流入を防止するため、外国人による短期国公債と非上場債券の取得を禁止し、居住者の外貨債券発行制限、インパクトローン導入規制を行った。しかし、これらも1970年代に規制が緩和されている。

1970年代初頭には機関投資家の対外証券投資と一般個人投資家の主要国上場証券取得、後に非上場債券と株式の取得を認めた。また、非居住者の日本での債券発行と、株式の証券取引所上場を認め、資本の流出入の自由化が進められた。1971年に為替変動幅をIMF平価の上下2.5%に拡大し、73年に変動相場制に移行した。1977年にはユーロ円債発行が解禁となっている。この結果、対内外直接投資と証券投資がほぼ完全自由化された。1980年代は、居住者・非居住者によるユーロ円債発行、短期資本取引の自由化が進められ、円の「国際化」が進んだ。

3. 韓国の為替・資本取引規制とその自由化

以上のように、日本は1950年代から80年の新外為法制定まで、約30年を経てほぼ自由化・国際化を達成したのである。このような日本の自由化・国際化プロセスと比較すると、韓国の現況はどう位置づけられるであろうか。

まず、為替市場と為替管理についてみると、為替レートの決定は1990年以降、市場平均為替レート制をとるまで、SDRバスケットと韓国銀行が独自に定めるバスケットに依拠する複合通貨バスケット制度であったが、事実上、韓銀によるドルベッグの公定為替レートであった。しかし、1980年代後半經常収支が黒字化し、しかも対米黒字が100億ドル近くまで増大する傾向にあって、米国との通商摩擦を恐れてウォンの切上げを続け、88年以降貿易収支黒字の急減が始まった。その後、為替レートは、1989年以降再び切り下げられた(図3)。このような通貨当局の為替レート決定は、為替市場の変化についていけず、しかもきわめて政治的なレートの決定であるとの批判が内外から高まり、1990年3月から銀行間ドル取引レートの加重平均を翌日の市場レートとする市場平均為替レート制を採った。変動幅は、上下0.4%以内に制限されていたが、以後その変動幅は拡大され、1993年10月以降上下1%に拡大されている。外国為替市場の規模は、1990年代に入り急増し、90年の日中平均1億8300万ドルから93年(1~10月)の5億5600万ドルに増えている。先物取引額も1993年同期間5億1400万ドルに増加している。しかし、先物取引の内容は、1週間以内の超短期が中心であり、中長期先物取引も輸出企業によるドル先物売りに偏重しており、ウォン切下げ期待のもとで、ドル先物ディスカウントがここ近年継続してきた。他方、為替銀行も先物市場が小規模で狭溢なため、顧客取引によって発生した為替ポジションのリスクカバーが困難な状況であった。また、国内金利が規制されて金利平価によって先物レートが決まらず、各銀行のウォン切下げ幅の期待の差によって、各行がそれぞれ異なる先物レートをつけているのが実情である。さらに、先物専門仲



介ブローカーが存在していないこと、銀行・企業の為替取引の専門家層が薄いことなど、先物市場への認識不足が一般的であったといえよう（韓国外換銀行[1991]）。

韓国は、外国為替集中制をとっており、外国為替銀行と機関投資家を除外して原則的に海外での外貨保有を禁止しており、国内に回収された1万ドル以上の外貨は一定期間内に為替銀行に売却しなければならない。また、為替銀行の持高規制を行っており、外国為替の集中を図る目的から買持超過額の上限を規制しているが、これは同時に、ウォン切下げを狙った為替投機を防ぐ目的をもつ。一方、売持超過額の上限、特に直物売持超過額の限度を厳格に定めている（「円転規制」に相当）。1986年以降のウォンが強勢にある時に、このポジション規制が厳しく適用されたと思われるのはすでに本節の1項でみたとおりである。もちろん、これら買持、売持の限度額は引き上げられてきており、為替銀行と企業の取引額も増加してきている。1993年には、貿易実績が1億ドル以上の企業に海外で2億ドルまで外貨預金が認められ、さらに非居住者自由ウォン勘定を導入し、1件10万ドルまでのウォン決済が認められ、ウォン為替取引が始められた。

次に資本取引の自由化現況についてみよう。国家間の資本移動に対する制

限を緩和する資本自由化は OECD 資本規約の自由化項目の対象になっており、資本自由化の対象は経営参加を目的とする企業出資形態の直接投資、証券市場を通じる証券の発行・売買、不動産投資、金融機関借入、保険などである。国家間の資本貸借、国際金融取引と関連する資本取引は、金融国際化の対象になる。

まず、直接投資に関しては、1993年3月に許可制から原則的に申告制に緩和し、卸・小売、宿泊業を除外して投資制限業種を拡大している。これまで韓国は日本同様韓国への直接投資を厳しく制限し、その代わりに技術導入によって先進技術を取り入れてきたが、他のアジア諸国に比べ不利化している直接投資の促進政策強化の一環である。

外国人証券投資に対しても、1992年に許容して以来、現在外国人投資家に対して1銘柄10%の限度内での株式取得が認められており、直接投資会社に対しては25%まで認められている。一方、国内機関投資家の海外証券投資も機関投資家に投資金融会社・年金基金が追加され、輸出入実績1億ドル以上の一般企業の証券投資と個人の海外投資用ファンドを通じる間接証券も認められることになった(1993年)。これまでの海外投資実績は、1992年各機関投資家の1社平均投資額が700万ドルで、総投資額も2億ドルにすぎない。韓国は海外借入コストを最少化するため産業銀行、外換銀行など有力金融機関を通ずる転貸借入を中心に行ってきた。金融機関の外貨資金借入は1年以下の借入については自由であるが、外貨証券発行と1年を超過する1000万ドル以上の借入は申告する必要があるが、1000万ドル未満の借入は報告事項となっている。今後金融機関の海外資金借入も実質的に申告制に転換し、用途制限のないインパクトローンに許容して、金融機関の外資調達能力を高める方向にある。民間企業の国際的知名度を高め、外貨調達力を強めるため外貨証券発行を認めるが、商業借款と短期外貨資金借入は依然制限されている。企業はCB、BW、CPなど証券を申告によって発行できることになっているが、発行資格、資金用途など厳しい制限を課されている。

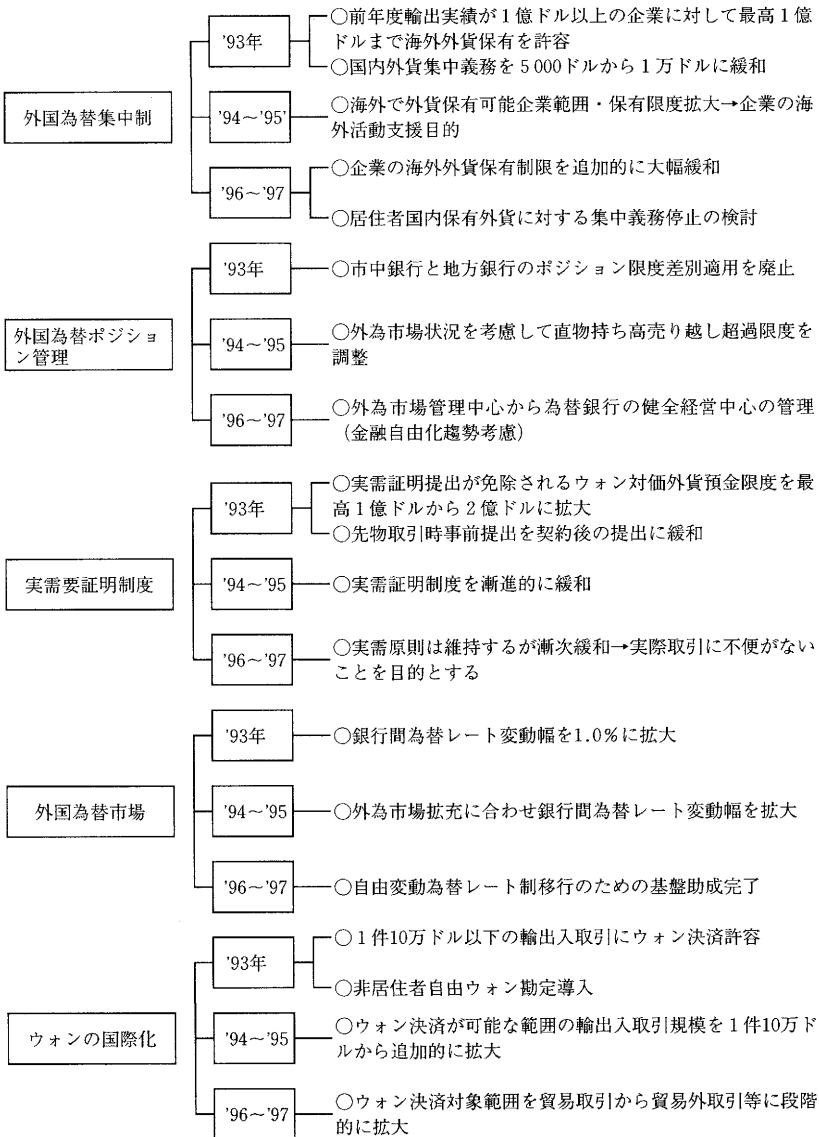
上述のような資本取引規制は、韓国経済のマクロ経済与件から依然内外金

利差が大きく資本流入圧力が存在している状況下、資本流入量の限度を制限していることに他ならない。

以上、韓国の外国為替・資本取引規制の現状について触れてきた。韓国は、1980年代初頭、第2次石油ショック後の国際収支悪化とそれが原因となって世界第4位の対外債務の累積に直面し、資本流入を抑制した。しかし、1980年代後半経常収支黒字が生じた時にも、膨大な外貨の流入でウォンの切上げ圧力が生じたため資本流入規制を厳しくするとともに、対外債務の繰上げ償還を進めた。このように資本流入規制が継続しているなかで、1992年には外国人株式投資が開始されたため、この経路を通ずる外資流入が金融政策上の重要な課題となってきているが、96年を目標にOECD加盟を実現する前提条件として、外国為替・資本取引の自由化をある程度達成しておかなければならない。OECD経常貿易外取引規約に照らした韓国の1992年の自由化留保率は約33%でOECD加盟国平均の13%に比べ高く、資本取引の留保率は87%に達し、加盟国平均留保率の17%をはるかに上回っている。他方、日本のOECD加入時は、当時の基準で、経常貿易外取引留保率は約18%、資本取引の留保率は55%であり、OECD加盟国全体の自由化留保率は、前者が7%、後者は29%であった(朴[1993])。現在の韓国の留保率は当時の日本よりも高い。すでにみたように、日本は1960年に非居住者自由円勘定を設けているが、韓国は93年であり、このようなことを含め外国為替・資本取引面に限って言えば、韓国の対外資金取引規制の形態は60年代の日本と同様な段階にあるのである。

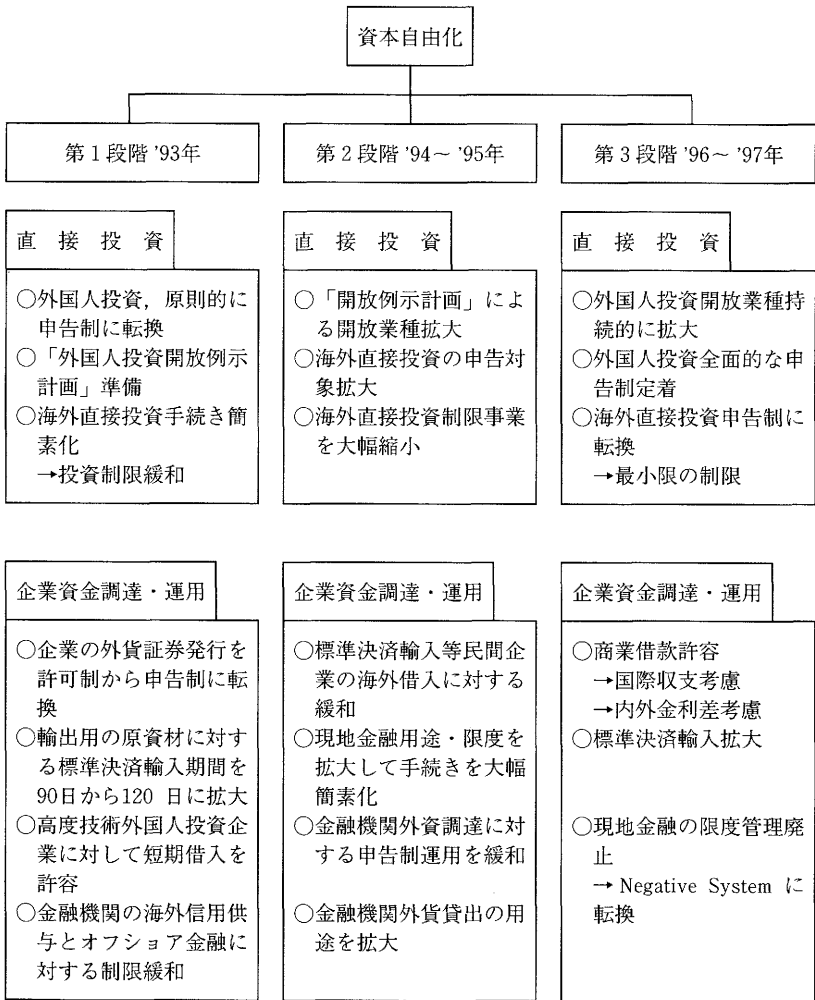
次に貿易取引の自由化がいかになされているのかをみると、韓国は、1980年代に入り輸入自由化率を高め、80年の68.6%が、87年には93.5%に達した(7915品目中7403品目の自由化)(孫一台[1989], p.20)。日本は1964年に93%に達しており、主要西欧先進国も50年代末に90%以上の水準を達成している。韓国も1991年には99%を超えており、農産物を除き、ほぼ自由化は完成しているといえよう⁽⁴⁾。したがって、韓国の対外取引の自由化は経常取引から資本取引へと進んでおり、日本と同様対外開放の理論に沿って展開されているといえよう。

図 4 外国為替自由化政策方向



(出所) 表3に同じ。

図5 資本取引の自由化



(出所) 表3に同じ。

1996年の OECD 加盟をも目標に入れた韓国の「新経済5カ年計画」では、対外取引の自由化計画が、外国為替管理に関しては図4、資本取引に関しては図5に整理されている。外国為替管理に関しては、まず、居住者の国内外貨集中制を計画目標年次である1996～97年に停止することを検討するとし、為替銀行のポジション管理、先物取引の実需原則などの規制を緩和すること、自由変動為替相場制、そしてウォン決済を貿易取引から貿易外取引に拡大することを目標としている。資本取引に関しては、海外直接投資の自由化、外国人による上場債券投資の自由化、企業の商業借款導入などを謳っている。これらの目標が完全に達成されれば、日本の1980年「為替管理法」改正後の状態にきわめて近くなるのであり、実際は、対米協議・OECD加盟との関係でこれらの目標の達成は早められる可能性が高い。

第2節 韓国の国際金融業務の進展⁽⁵⁾

1. 金融市場

1960年代以後、韓国政府が経済開発計画を樹立し、その計画目標を達成するために必要な資金を海外から導入することから、韓国の国際金融活動が始まったといえる。初期の国際金融業務は、米国、西独などからの公的借款が中心であったが、ユーロダラー市場の発達によってシンジケートローンをはじめとする各種の民間借款導入がより大きなシェアを占めるようになった。1970年代後半韓国の国際的信認度が高まり、銀行借入一辺倒から国際債券（ユーロ債）の発行が始められている。最初の外貨債の発行は1974年の韓国産業銀行によってなされ、以後、韓国の金融機関と企業により国際金融・資本市場でのさまざまな形態と通貨で外貨債の発行が行われた。この外貨債の発行は1983年前後の所謂金融の証券化によって活発化し、85年には三星電子による海外C B発行を皮切りに上場企業の海外転換社債発行が相次いだ。1986年以

降、国際収支の黒字化によって外貨保有高が急増し、外資導入は縮小した反面、海外投資と海外融資が活発化した。1987年末には、外国為替銀行のオフショア金融取引に対して支払準備軽減、利子・法人所得税免除など優遇措置がとられ、国際金融業務の活性化が図られ、88年には、証券会社をはじめとする機関投資家に限り、海外証券投資が認められた。1989年以降、国際収支が赤字に転換し、為替銀行と企業の海外借入が再び選別的に許容され、その結果、国際金融業務の調達と運用の両面で規模が増大している（前掲 図2 参照）。一方、国際金融における金融革新の進展による派生金融商品である金融先物、オプション、スワップ等も部分的な取引に制限されているが、為替銀行と企業によって利用されるようになった（表4）。

外国為替銀行の国際金融業務は、本店の国際金融関連部署、海外支店、そして海外の子会社形態で設立された現地法人を通じて行われる。本店の国際金融業務は、シンジケートローンまたは外貨債発行を通じて外資調達業務とそれによる外貨貸出とその他信用供与業務、海外支店では輸出入関連業務、僑胞に対する与信業務が中心である。現地法人は、リーテイルバンキングと

表4 派生的金融商品取引動向

(単位：100万米ドル)

	1990年	1991年	1992年
通貨オプション	707	81	46
通貨先物	154	335	141
通貨スワップ	6,248	5,415	2,221
金利先物	7,276	8,760	9,675
金利先物オプション	739	548	216
金利スワップ	1,390	5,803	3,022
金利オプション		10	230
先渡金利契約	1,030	828	315
計	17,544	21,780	15,866

(出所) 証券監督院

ホールセールバンキング（マーチャントバンキング）に大別でき、前者は海外支店と同様の業務を、後者はシンジケートローンとユーロ債の引受シンジケートに参加するマーチャントバンクあるいは国際投資銀行の業務を行っている。

韓国の金融機関の海外進出状況は、1967年に外国為替専門の特殊銀行（国策銀行）である韓国外換銀行が東京、大阪、香港、ニューヨークに支店を開設したのが嚆矢である。外換銀行は国策銀行として優先的に海外支店を設立し、国際金融業務のパイオニアの役割をもたされた。以後、同じ国策銀行である産業銀行が1969年にニューヨークと東京に事務所を開設した。市中銀行では、1968年に第一銀行と韓一銀行が東京と大阪に支店をそれぞれ開設したのが最初である。地方銀行は釜山銀行が1973年に大阪に事務所を開設したのが最初である。海外進出が最も盛んだったのは1977、78年の国際収支が均衡化した時期であり、ニューヨーク、ロスアンジェルス、ロンドンを中心に本格的な進出がなされた。表5に、1994年6月末現在の金融機関の海外進出状況が示されている。支店71店舗、現地法人46、そして現地事務所75に達している。支店は、地域的には米国と日本に集中しているが、その理由としては、外国為替取引が盛んであり、また韓国系僑胞が多く居住しているからであろう。現地法人はヨーロッパの主要金融センターと香港に集まっており、これはマーチャントバンクが活発な地域だからだといえよう。

外国為替銀行の中長期外貨資金の借入規模が、国際収支状況に左右されることはすでにみたが、1980年代末に借入実績がほとんどなくなったあと、90年代に入り、再び増大傾向になった。中長期資金借入の主要な形態はシンジケートローンと外貨債の発行であるが、1990年4月に韓国商業銀行は韓国の銀行として初めて米国でのドル債発行（Yankee Bonds）を行うなど、韓国の銀行の信認度の向上によって外貨債の比重が高まりつつある。為替銀行は、各行ごとに海外信用供与基準の指針を作っているが、貸出対象国は、信用等级が上位50%以内に入っている国で、最近信用度が急落していない国などとなっている。地域別には、中南米、アフリカ等に対しては減少している一

表5 金融機関の海外進出現況

(1994年6月現在)

地域・国	現地法人	支店	事務所	計
北米	10	25	20	55
アメリカ	7	24	15	46
カナダ	3	—	1	4
その他	—	1	4	5
ヨーロッパ	17	11	16	44
英国	5	7	7	19
フランス	—	1	2	3
ドイツ	5	2	4	11
ルクセンブルク	5	—	—	5
その他	2	1	3	6
アジア	16	33	36	85
中国	—	1	10	11
日本	—	19	7	26
シンガポール	2	6	2	10
香港	10	5	10	25
その他	4	2	7	13
その他	3	2	3	8
合計	46	71	75	192

(出所) 韓国銀行

方、アジアと東欧圏に対しては与信が増加傾向にある。1987年末のオフショア金融取引への優遇措置は、オフショア取引を増大させており、将来の「ソウルオフショア金融センター」の開設の準備段階にあるといえよう。

韓国の銀行はいかなる国際的位置にあるのだろうか。Banker誌によれば、1992年の世界1000大銀行中、韓国の銀行で最も資産規模の大きい銀行（韓国商業銀行）が第181位であり、続いて188位（韓国産業銀行）、194位（第一銀行）、200位（韓国外換銀行）などとなっており、韓国の4大銀行平均の資本は、日本の4大銀行平均の8.6分の1、米国の同3.4分の1である。資産規模は同じ

く、日本の20分の1、米国の6.3分の1などとなっている。一方、資本収益率は、資産規模上位銀行の場合、第一銀行が536位で最高位であり、総資産収益率も416位（韓一銀行）と、収益率はきわめて低い。このように韓国の銀行は国内外での金融業務に関して、効率性、収益性などが低い水準にあり、これは種々の規制が制約になっているからであり、資産規模自体は必ずしも小さ過ぎる水準にあるとはいえない。ここでは、国際金融業務に限って問題点を指摘しよう（金融産業発展審議会[1993]）。

韓国の国際金融業務に対する規制は①金融機関の海外資金調達に対する規制、②海外支店の資金運用に対する規制、③現地金融に対する規制、④国内でのオフショア金融業務に対する規制、⑤外国為替取引に対する規制、⑥銀行の海外証券業務規制、⑦海外支店の開設と運用に関する規制等である。

まず、①について、為替銀行は、1000万米ドルを超え、1年を超過する外貨資金の借入は当局に許可を得ればできることになっているが、事実上、国際収支、外債規模を勘案して各行ごとに年間借入限度が定められている。これは、内外実質金利差がある限り、資金流入の潜在的圧力が継続しているためにとられている措置である。企業の資金調達を困難にし、為替銀行の自主的経営を制約するという問題点が生じている。また、外国銀行支店を除外して、中長期資金貸出（3年以上）の財源の70%以上を中長期資金で調達することを規制しているため、中長期貸出へのインセンティブを減じているのである。

②については、海外支店への資産運用規制には、韓国系現地法人に対するシンジケートローン参加制限、居住者の海外借入（日本でいうインパクトローン）に対する国内為替銀行の貸出側参加不可などの規制がある。この規制は、国際収支赤字が継続していた時代に、外国金融機関からの借入を増大させる目的で設けられた規制であり、韓国企業が海外借入を行うにあたり、自国金融機関が参加できず、海外市場での金融機関の市場占有率を高めていく国際化政策と相反する規制であり、緩和ないし撤廃の必要性が指摘されている。

③は韓国企業の海外での現地金融機関からの借入に対する規制である。こ

れは、国内通貨量に影響を与えず、政府・企業・金融機関の支払保証がない限り外債に包含されない。これまで大部分親企業が金融機関の保証によって現地金融がなされていたため規制されているのであるが、事実上、現地金融の報告体制が不備であり、韓国の銀行の海外支店の韓国現地企業に対する貸出は規制下にあるため、現地外国金融機関が現地金融に占めるシェアは70%に及んでいるという。したがって現地金融規制については、批判が強かったと同時に規制撤廃も容易であり、これは1994年になって緩和されることになっている（『毎日経済新聞』94年2月4日）。

④については、世界各国が競争的にオフショア金融市場優遇政策をとっているのに対し、韓国はすでに述べたように、税制等で優遇を与えているが、一般借入同様、1000万ドルかつ償還期限1年超過の域外資金借入、そして域外証券発行も当局に報告しなければならないことになっており、条件としては不利になっている。国内金融市場への攪乱要因などはないことから事後承認などに緩和されるべきである。

⑤については、すでに述べたように先物取引に対する実需原則を適用しているが、実需要因と投機を区別することはこの方式では不可能であり、先物取引活性化のために撤廃することが妥当である。また、為替ポジション限度の拡大、限度制度の廃止も必要であるが、内外金利差が大きい限り外資導入が増大する恐れがあり、全面的廃止は現在では時期早尚であり、新5カ年経済計画の最終時期に撤廃を想定することが計画されている。

⑥については、韓国の銀行が海外において長短分離原則により住宅金融などの取扱いができず、同様に証券業務と銀行業務の分離原則も適用されるため、競争上不利であり、国内における業務領域調整を海外では適用しないことが望ましい。したがって、銀行の外貨証券発行主幹事参加制限、ならびに証券子会社設立等への規制緩和、撤廃などが望ましい。

⑦については、韓国の金融システムの監督は韓国銀行（銀行監督院）と財務部（現財政経済院）の2元的な金融行政によって行われており、監督・指導の重複・複雑性、規制過多が問題であり、特に規制の少ない海外金融機関

と競争するにあたって不利であるとともに、国際慣行と国際的な規制条件と合致せず、円滑に業務を遂行できない問題点があることである。

次に外国銀行国内支店について触れよう(表6)。外銀の誘致は、第1次5カ年計画(1962~66年)の成功を受け、第2次5カ年計画(67~71年)が工業化と輸出促進のための一層の外資導入を必要としていた時期に始められた。外銀を外資導入の窓口として優遇したからである。外銀は政策金融の負担とリスクの高い中小企業向け貸出義務比率から免れていた一方、最も有利であった輸出手形の韓銀再割引は受けられず、支店数も米銀の一部を除き、ほとんど1~2店舗に限られていた。すなわち、ウォンの調達・貸出は極力制限されたのである。一方、外貨資金は韓銀との間で有利なスワップ取決め(韓銀による外貨の売戻し条件付き買入れ)がなされ、その韓国への導入にインセンティブが与えられた。さらに、外銀には優遇税制・拘束預金の許容などインセンティブも与えられた。しかし、1980年代に入り、とりわけ、86年以降の国際収支の変化はそのような外資導入役割の必要性を減少させるとともに外貨スワップへのインセンティブが廃止され、同時にさまざまな優遇措置が廃された。その一方、国内銀行と同様な義務負担に伴い、それまで利用できなかった韓銀再割引、信託勘定の開設、CD発行などが認められ資金調達手段の多様化が可能となった。これは外銀の役割に対する位置づけの変更であり、国内銀行と十分ではないがイコールフットINGの競争を通じて国内金融市場の発展と効率化に寄与する役割を期待することとなったからである。特に米国は米韓金融協議を通じて、外銀に対する規制緩和を要求し、現地法人の設立、CD発行限度の引上げ、複数支店の単一取扱い、営業基金の上限撤廃、スワップ限度の減縮停止、信託業務の制限撤廃、銀行監督規定の明瞭化、現金支払機の24時間運営などの条件緩和を要求しており、これらの規制の緩和ないし限度引上げも継続してなされてきている。この他、為替管理における実需要証明義務緩和、コール市場の改善なども要求し、これらに対して漸進的な緩和・改善措置がとられてきているが、1970年代までの資本不足期に比べ外銀の収益率は低下せざるをえず、撤退する外銀支店もでき

表6 銀行部門に占める外国銀行のシェア（資産残高）

（単位：10億ウォン）

	外国銀行	市中銀行	地方銀行	特殊銀行	計
1979	1,532.0 (5.3)	14,723.0 (51.3)	1,917.0 (6.7)	10,512.0 (36.6)	28,684.0 (100.0)
1980	3,258.0 (7.8)	20,892.0 (49.8)	2,379.0 (5.7)	15,446.0 (36.8)	41,975.0 (100.0)
1981	4,053.0 (7.7)	26,458.0 (50.0)	3,128.0 (5.9)	19,234.0 (36.4)	52,893.0 (100.0)
1982	4,918.0 (7.8)	31,338.0 (49.9)	4,129.0 (6.6)	22,444.0 (35.7)	62,829.0 (100.0)
1983	6,600.0 (9.3)	33,858.0 (47.9)	5,141.0 (7.3)	25,144.0 (35.5)	70,743.0 (100.0)
1984	7,837.0 (9.9)	26,923.0 (46.5)	6,152.0 (7.7)	28,483.0 (35.9)	79,395.0 (100.0)
1985	9,627.0 (10.6)	41,094.0 (45.4)	7,032.0 (7.8)	32,676.0 (36.2)	90,429.0 (100.0)
1986	10,497.1 (10.8)	42,859.9 (44.1)	7,797.1 (8.0)	36,003.7 (37.1)	97,157.8 (100.0)
1987	11,553.5 (10.5)	48,446.8 (43.9)	9,717.1 (8.8)	40,765.2 (36.9)	110,482.6 (100.0)
1988	11,743.5 (9.4)	55,970.8 (44.9)	10,930.3 (8.8)	46,063.2 (36.9)	124,707.8 (100.0)
1989	12,630.1 (8.7)	64,300.5 (44.5)	14,330.7 (9.9)	53,323.6 (36.9)	144,584.9 (100.0)
1990	14,979.6 (8.1)	100,837.1 (54.6)	19,703.2 (10.7)	49,033.1 (26.6)	184,553.0 (100.0)
1991	16,960.8 (7.7)	119,614.0 (54.3)	24,941.9 (11.3)	58,872.3 (26.7)	220,389.0 (100.0)
1992	16,923.6 (6.7)	136,987.2 (54.5)	26,104.7 (10.6)	70,705.8 (28.1)	251,321.3 (100.0)

(出所) The Bank of Korea, *Monthly Bulletin*. 各号

(注) () 内は%

ているのが現状であり、外銀の韓国での活動を魅力的なものとするためには、一層の規制緩和が必要である。

2. 資本市場

韓国は高度成長過程において金融システムが主要な役割を演じ、経済成長を達成するための資金配分を行ってきた。政府は、間接金融のみならず直接金融の重要性を強く認識し、特に困難な発行市場の育成に力を入れ、1970年代に今日の韓国の証券市場の制度整備を終えた⁽⁶⁾。1980年代に入り、第2次石油ショック後の国際収支赤字の大幅拡大で、対外債務が累積するや改めて非債務性の外資の導入を図るため、81年に「資本自由化4段階計画」を立て(表7)、国際化を推進した。しかし、1980年代後半国際収支の大幅黒字化で、むしろ対外債務の償還を早め、対外投資を促進する必要から、第3段階に行く予定であった外国人の株式投資を90年代に延ばし、さらに第4段階の完全自由化も先延ばしにした。この結果実際には第2段階までの自由化が推進された。1980年代から今日まで実施された主要な自由化(国際化)措置は次のとおりである。

81年3月：外国証券国内事務所設立(野村証券が第1号)

11月：外国人専用受益証券発行(Korea International Trust)

84年5月：Korea Fund(会社型)

7月：韓国証券会社海外進出(大宇証券東京事務所)

85年6月：海外証券資本参加(日興証券、ラッキーに出資)

12月：韓国証券の海外上場、三星電子海外転換社債(ルクセンブルグ)

87年：機関投資家海外証券投資開始

4月：Korea Europe Fund

89年8月：海外転換社債の株式転換

：海外BW(新株引受権付社債)発行

：Korea Fundの第2次増資

表7 証券市場国際化推進段階

第1段階 (1981～1984年)	①国際投資信託(外国人専用の受益証券とコリアファンド)の段階的設立 ②外国証券会社の国内事務所許可 ③証券業者と関連機関の受容体制整備
第2段階 (1985～1987年)	①一般外国人に対する市場経由証券投資の制限的許容 ②国内企業証券の海外発行と上場推進
第3段階 (1988年以後)	①外国人の証券投資の本格的許容 ②国内企業の海外証券発行促進
第4段階 (1990年度)	①資本市場の完全自由化

(出所) 表3に同じ。

90年2月：Korea Europe Fundの第2次増資

7月：Matching Fund(海外・国内証券投資)発行
(証券投資信託会3社による)

9月：Korea Asia Fund設定

91年：外国証券支店開設，韓国証券会社海外現地法人設立

92年：外国人証券投資開始

以上のように海外資金調達手段は，CB，BW，受益証券(コリアファンド)など多様化する一方，海外証券投資，証券会社の海外進出，外国証券会社の支店設立が進み，外国人による株式投資も1992年以来増大する一方であり，新たな問題も発生している。

韓国の証券会社が設立した現地法人はロンドンに8社あり，1992年に設立された1社を除き91年に設立され，ニューヨークに5社が92～93年にわたって設立されている。海外事務所は，1994年9月末に総数46であり，地域別には，香港と東京にそれぞれ15と11となっている。この他5社の投資ファンド管理会社(ケイマン2，バージンアイランド2，香港1社)を設立している。他方，外国証券会社は支店形態で14支店(94年)であり，シティ証券，バンカーズ

トラスト証券を除き委託売買業務のみの運営となっている。外国証券会社の事務所総数は22である。

株式投資に限って外国人の直接投資が1992年より開始され、同年の資金流入額は27億3000万米ドルであったのが、93年には76億4000万ドルに増加し、純流入額は57億ドルに達している。資金流入額はM₂の4.1%に達し、通貨管理に大きな影響を与え始めている。当局はそれ故、居住者の海外投資促進を進めるため、証券投資信託会社による海外投資ファンドを増加させ、また一般個人の外国証券間接投資を通じて海外証券投資の増加を図る一方、海外証券会社から要望の強い総発行株式の10%限度の引上げを遅らせる措置などをとり、資本取引の自由化の副作用を防止する政策を行っている。外国人株式直接投資開放後のもうひとつの重要な課題は、キャピタルゲイン課税問題であり、租税条約で決められている場合、条約により課税または免税となるが、条約がない場合源泉徴収され、さらに住民税が追加される。このキャピタルゲイン課税（株式譲渡差益）に対しては、国内居住者に課されないので、外国人に対する差別待遇が行われていることになる。日本など租税条約にキャピタルゲイン課税に関する規定がない場合に課税されるため、きわめて不利で日本からの投資は困難な現状であり、依然打開されていない。

債券に対する外国人投資自由化も金利、為替などの自由化とそれらの市場機能が不完全な状況であり、しかも債券の発行流通市場の機能が十分でない現状からこれらの前提条件の充足を先行させなければならない。

第3節 結び

以上の韓国の国際金融取引の自由化過程、すなわち国際化過程は冒頭で述べた経済自由化の最適順序の理論、すなわち、実物財市場の自由化を金融資本市場のそれより先行させ、国内財・金融資本市場の自由化を行ったうえで、国際貿易・外国為替・資本取引自由化を行うべきだという理論に照らして

ると、すでにみたとおり、まず貿易の自由化による実物部門の自由化が先行し、次いで金融資本市場部門の自由化が行われており、この限りにおいて理論の述べるところと合致している。しかし、国内取引から対外取引の自由化という理論的順序とは一致していない。すなわち、国内金融資本市場の自由化、特に金利の自由化は、対外資本取引の自由化の前にはなされていないのである。そもそも対外取引自体も完全には自由化されていない。外国為替・資本取引のうち、株式投資は制限付きではあるが自由化されている。債券投資の自由化には国内金融市場金利の自由化が前提とされ、部分的には金利自由化が進められてきたが、依然規制金利と韓国銀行による優遇低利融資が継続中である。このような政策をとらざるをえないのは韓国経済が依然産業基盤、生活基盤の構築のための資金需要を必要としており、マクロ経済における資金の超過需要状態が存在しているためである。それ故このような超過需要解消のための各セクターへのバランスのとれた円滑な資金供給拡大を政府が主導せざるをえない現状を、民間経済部門の主導、すなわち市場メカニズムを通じる資金配分に移していく過程が金融の自由化政策に他ならない。超過需要状態の存在が内外金利格差発生の原因であるが、この解消はまさに経済が発展することと同義語だといっても過言ではないであろう。日本は、1950年代以降高度成長を続けて経済発展を成し遂げた結果、70年代に入って、第1次石油ショック後の低成長経済に入り、設備投資の低迷によりマネーフローが変化し、企業の超過資金需要状態が解消するにつれ内外金利差の縮小、そして逆転が生じた。このような内外金利差の縮小、逆転は金利規制の撤廃、資本流入規制の撤廃を可能にし、国際化を推進する前提条件であった。このような日本の例からも明らかなように韓国の金融の自由化・国際化が進展するには実物経済の発展が前提とならなければならない。そのためには安定的成長が必要であり、その意味でなによりもまず、マクロ経済の安定、特に物価安定が最重要である。物価上昇が将来の期待インフレ率を高め、それが高金利をもたらし、さらに内外金利格差を拡大するからである。内外金利格差がある時に資本流入規制を外せば国内金利を低下させるのではないかとの

見解がありうるが、往々にして短期的な投機資金の流入に翻弄され、不動産市場など非生産的な投資に向かうのがこれまで多くの国の例であった。したがって韓国のめざすものは、このような対外資金の流入が生産的な投資に回るような金融仲介機能の形成である。韓国の金融市場の実態は依然金利規制、資金配分規制を必要としている段階にあるといえよう。現状では海外資金が流入してもそれだけでは投機的資金となり、金融市場全体の金利水準低下に寄与しないでインフレを惹起するという逆の恐れが大きい。例えば、外国人による株式投資が自由化されたが、きわめて制限的な条件であるにもかかわらず、その投資額は経常収支よりも大きくなりマネーサプライを増加させインフレ懸念を惹き起こしているのであり、資金流入に対する金融資本市場全体の制度整備が要請されているのである。これまで国内金融取引に関わる金融制度改革が漸進的に進められてきたが、今後もマクロ経済の発展状況に即して、一層の政府規制・介入の縮小を進め、金利自由化、金融機関の自主的経営促進、政策金融の縮小と与信管理規制緩和、各種金融機関の業務領域調整の促進等を推進していかなければならず、そうしてはじめて円滑な金融仲介を果たす金融市場の形成が可能となり、内外資金の生産的投資が可能となるのである。

〔注〕

- (1) 最も代表的なのは、Edwards[1984]、McKinnon[1991]、Frenkel[1983]、Dornbusch[1983]などで、貿易自由化、国内金融市場自由化から資本自由化へ進む順序が望ましいと主張するのに対し、Lal[1987]は、資本自由化から貿易自由化へ進む順序が望ましいと主張している。なお、本書の大平論文を参照されたい。
- (2) この時期の過剰流動性吸収問題と金融改革、特に短期金融市場改革問題については、伊東和久「韓国・台湾の短期金融市場改革」(伊東・山田[1993])参照。
- (3) 深尾[1990]、韓国銀行[1993]などを参照した。
- (4) しかし、韓国の輸入規制が、輸入先多角化制度・転換品目指導などの種々の形でとられていること(特に日本に対しては、対日赤字は正策の一環として輸入自由化品目においても行われている)、また日本に限らず特別法(品質管理法、薬事法、原子力法など)によって輸入制限されていること、高い関税率が課されていることなどによって実質的な輸入自由化率とは相当格差があることも事実であ

る。

(5) 第2節は、金哲[1993]、孫正植[1989]などに負うところが大きい。

(6) 韓国の証券市場、とりわけ発行市場の育成政策とその成果について伊東[1993]参照。

[参考文献]

(日本語文献)

伊東和久[1993]、「韓国の資本市場育成政策とその成果」(沈晩燮編著『韓国の経済と日本』中京大学経済学部附属経済研究所)

伊東和久・山田俊一[1993]、『経済発展と金融自由化』アジア経済研究所

深尾光洋[1990]、『ゼミナール国際金融論』日本経済新聞社

(韓国語文献)

韓国外換銀行[1991]、「外換自由化措置ノ主要内容ト対応方策」(『外換銀行調査月報』10月号)

韓国銀行[1993]、『調査統計月報』11月号

金哲[1993]、「我が国ノ国際金融業務現況ト展望」(『投資金融』第48号 全国投資金融協会)

金融産業発展審議会[1993]、『金融制度改革方案』ソウル

朴元巖[1993]、『韓国ノ外換・資本取引ノ自由化方案』ソウル 韓国開発研究院

孫一台[1989]、『資本自由化政策ト外換政策』ソウル 産業研究院

孫正植他[1989]、『銀行ノ国際化』ソウル 韓国開発研究院

李在雄[1993]、『国際化ノ課題ト対応戦略』ソウル 教文社

(英語文献)

Dornbusch, R. [1983], "Real Interest Rates, Home Goods and Optimal External Borrowing," *Journal of Political Economy*. Vol. 91, No. 1, Feb., pp. 141-153.

Edwards, S. [1984], *The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries*. Essays in International Finance, No.156, Princeton: Princeton University Press.

- Frenkel, J. A. [1983], "Remarks on the Southern Cone," *IMF Staff Papers*. Vol. 30, No. 1, March.
- Lal, Deepak [1987], "The Political Economy of Economic Liberalization," *World Bank Economic Review*. Vol. 1, No. 2.
- Liu, Christina [1992], "Money and Financial Markets: The International Perspective," in Gustav Ranis, ed., *Taiwan : From Developing to Mature Economy*. Boulder: Westview Press, pp. 204-207.
- McKinnon, R. [1991], *The Order of Economic Liberalization*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.