

# 韓国、台湾の金融政策と企業金融

いとうかずひさ  
伊東和久

はじめに

- I 韓国の金融規制の特徴
  - II 韓国の企業金融構造の特徴
  - III 台湾の企業金融構造の特徴
  - IV 韓国における信用割当と企業金融
  - V 韓国の資本構成を決定する主な要因
- 結 論

はじめに

韓国は、輸出および重化学工業を推進するため、人為的低金利政策に基づく信用供給によって資金配分に介入してきた。これは「政府主導型間接金融システム」あるいは「政府主導型信用割当システム」と呼ぶことができる。この「政府主導型間接金融システム」の下で経済活動の担い手である企業の資金調達構造がいかなる形態をとるのか、その形態が市場メカニズムに基づく金融システム（市場型とここでは呼ぼう）の場合と異なるといえるのか、また企業の収益・財務構造を示す諸指標が「市場型」の場合と比べていかなるパフォーマンスを示すのか、といった問題は興味深いテーマである。

こうした問題意識の下になされた韓国の企業金融についての研究はこれまで殆ど見られず、大部分は通常の企業金融の理論の適用による分析である(注1)。本稿では、これらの研究をも利用しながら、韓国の企業金融構造の特徴の形成要因を分析する。韓国の「政府主導型」の金融システムと対

比して、台湾を「市場型」のレファレンスとして利用する。台湾の金融システムを「市場型」と見るのには異論があると思われるが、あくまでも相対的な対比の意味であり、問題を一層明らかにするためには役立つと思われる。以下において、韓国、台湾の金融政策の特徴を要約し、次いで韓国、台湾の企業金融構造の相違を明らかにする。最後に、韓国の企業金融構造の決定要因を幾つかの研究を利用して明らかにする。特に、企業の資本構成に影響を及ぼす金融的要因を考察する。

(注1) 金炳淳「企業의資本費用과資本構造에 관한研究」(『産業研究』第5輯 1983年)/徐相龍「企業의財務構造에 관한小考」(『経商論叢』第4輯 1982年)/証券監督院「우리나라企業財務構造의現況과改善方案」(『証券調査月報』第67号 1982年11月)等。

## I 韓国の金融規制の特徴

韓国の金融規制(資金配分規制、金利規制)を要約しよう。

韓国政府は、輸出および重化学工業推進のため、人為的低金利政策に基づく信用供給により産業政策に合致した資金配分を行なった。金融システムにおいてその主要な担い手となったのは政策金融機関(韓国産業銀行、中小企業銀行、国民銀行、住宅銀行等)であり、さらに商業銀行もこれら政策金融機関とともに、開発計画等の政策に沿った選択的信用統制に基づく資金配分を行なってきた。商業銀行のこのような政策融資を支えたのは、(1)韓国

銀行の優遇再割引(たとえば輸出金融)、(2)政府資金による利子補償、(3)指示金融(中小企業向け貸出のように、貸出目的・条件を決められているが資金支援のないもの)など商業銀行に対するインセンティブの供与、または裁量的指示による優先分野への資金配分の誘導であった。この人為的低金利政策と資金配分規制は、政策金融機関はもちろんのこと、商業銀行の収益率までも低めたが、しばしば韓国銀行によるこれら銀行の支払準備への付利などにより収支補填を行なうことで赤字化を食い止め、商業銀行に対する資金面に限らない政策当局の強力なバックアップを示した。

政策的優遇資金の貸出金利は非常に低く設定され、一般資金貸出金利の半分以下の水準が1982年まで続いた。このような政策的優遇資金は、1968~72年と74年を除き、全金融機関貸出の約50%以上を占めてきた(注1)。

こうした政策的資金配分が産業政策に基づくものであることは、主として第2次5カ年計画期(1967~71年)以後、種々の立法措置によって個別産業ごとに、必要資本財、原材料輸入、税制にわたる包括的優遇措置がとられたことに対応している。特に、第2、3次の両計画期に韓国の重化学工業化が推進され、1967年の「機械工業振興法」による「機械工業育成資金」、69年の「電子工業振興法」による「電子工業育成資金」、「電子工業振興基金」、その他69年の「自動車工業育成計画」、70年の「造船工業振興基本計画」などにより新しい分野への投資促進と設備近代化が図られた。

さらに、工業団地造成資金、石油化学工業建設資金など、次々と重化学工業建設のための財政投融资が行なわれた。第3次計画期には、「国民投資基金」を設立して重化学工業と輸出向けの長期資金供給の拡大を図り、重化学工業化の本格的推

進を行なった。さらに、第4次計画期(1977~81年)には、5年間の重化学工業投資計画額を最初の3年間でほぼ支出し終わったのに対し、軽工業部門は、同時期計画額の50%にも及ばない実績であった。このような産業政策の金融面での実施は預金銀行の融資シェアにも表われ、重化学工業向けシェアは1970年代半に入って50%水準に近づき、以後これを超えて軽工業を凌駕するに至った。

以上のような産業政策を実現する金融システムに対する規制は、借手である企業の資金調達と投資行動にいかなる影響を及ぼし、その結果としての企業収益は、いかなるパフォーマンスを示すことになるのであろうか。次に、企業金融構造について分析を進めよう。

(注1) 金重雄「産業発展と政策金融」(『開発研究』[開発研究院]第8巻第1号 1986年春)54ページ/拙稿「政策金融と金融政策——韓国の事例研究——」(『アジア経済』第22巻第9号 1981年9月)/拙稿「開発金融と商業銀行」(伊東和久・高阪章・田近栄治編『経済発展と財政金融』アジア経済研究所 1985年)。

## II 韓国の企業金融構造の特徴

### 1. 企業金融構造形成の政策的要因

すでに述べた「政府主導型間接金融システム」の下では、企業の資金調達と投資行動、その結果としての収益構造は、次のようになるであろう。

企業は、政府主導型間接金融システムにより、市場金利に比べて有利な低金利で資金を借入れることができるため、政府の意図する優先産業分野に投資を増大させる。この結果、生産あるいは輸出の増大がなされ、次にはその実績を基にさらに借入額の増大を図るという行動をとる。売上高増大と市場シェアの増大が、高度成長過程に共通し

てみられる行動様式である。韓国の場合、さらに、輸出による売上高増大が国内市場の狭隘さを補った。また後に見るように、外貨借入による為替リスク負担を輸出外貨の獲得によってヘッジするという役割をも担い、一層の外貨導入とそれによる投資増大の好循環を可能にしたのである。

借手企業の企業活動は産業政策の実行であるから、倒産という事態に対しては、政府ができるだけの措置を講じて回避させるため、貸手にとっての倒産リスクは低い。それゆえ個々の企業収益、財務内容よりは、産業政策に合致した産業分野であるかどうかの方が融資条件として問題であった。たとえば、商業銀行貸出金利を優良企業向けとそうでない企業向けの2種類に分け、わずか0.5%の貸出金利格差をつけただけの状況が長く続いたのは、そのような金融システムに対する政策当局の態度を示したものと見えよう。

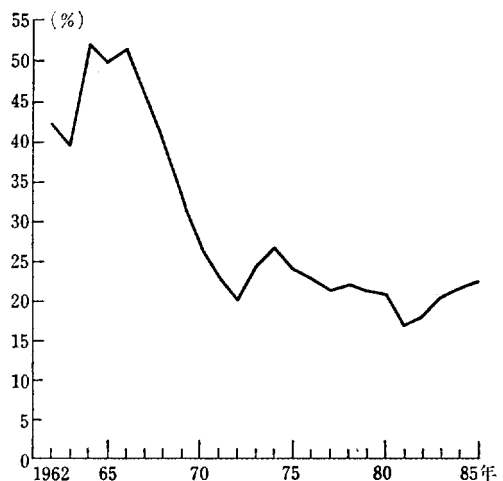
この貸手と借手の関係を端的に示す指標は、企業の資本構成を示す自己資本比率（自己資本／総資本）あるいは、負債／自己資本比率である。本来、自己資本比率は、企業の資金調達能力を示す最大の指標であり、これが高いほど元利金支払い負担が小さく、それゆえ収益力の高さを示す。自己資本比率が低いとリスクが高いものと判断され、借入金利も高く設定される。企業の財務内容の相違が、資金調達コストを決定する要因になるのである。

しかし、「政府主導型間接金融システム」の下では、自己資本比率に代表される財務指標は融資条件を決定する重要なファクターではなかった。一般に、企業が、この比率を貸手との関係によって決められるある水準に保つことが、資金調達コストを最小にするのだが、このシステムの下では、そのような財務管理を行なう必要はない。政

策当局により決められる産業分野への資金配分を得るためには、その産業の生産量または輸出量ができるだけふやすという量的拡大を行なえば十分であったからである。自己資本比率は総資本（＝負債＋自己資本）に占める自己資本の比率であるから、外部負債の増加率が自己資本の増加率を上回れば低下する。自己資本とは関りなしに、設備投資のための外部負債の中心をなす銀行借入を増大させることが可能であったから、自己資本比率を低下させてでも、外部借入によるレバレッジ効果（leverage effect）を利用した方が有利である。すなわち、借入による総資本増大の下では、総資本利益率が下がっても、これが借入利率より高い限り、自己資本利益率は借入がない場合よりも高くなり、借入企業にとって有利なのである。このような企業行動が、韓国においては顕著であった。

第1図は、韓国の製造業の自己資本比率の推移を示したものである。第1次5カ年計画期において、自己資本比率は平均47.7%であったが、高投資・高成長が本格化した第2次5カ年計画期間中

第1図 韓国の自己資本比率（製造業）



(出所) Bank of Korea, *Financial Statements Analysis*, ソウル, 各号より筆者作成。

には低下の一途をたどり、1971年には20.2%にまで下がった。この第2次5カ年計画期の自己資本比率の急激な低下は、この期間に行なった設備投資のための銀行借入、外国借款の導入によるものである。特に外資は、経済全体投資の資金調達源の約40%をも占めており、最も大きい役割を演じている。外資は、以後も企業の重要な調達源であった。このような自己資本比率の低下、すなわち借入依存度の高まりが、韓国企業の金融負担を高めたことは当然であり、営業利益率は諸外国より高い水準を示し、豊富な収益機会が韓国経済に存在したことを示す一方、利払い後の純利益率がきわめて低い結果となったこともまた当然であった。これは、韓国の金利政策に、人為的金利政策により企業の金融費用を軽減させるという役割をもたせたことを意味する。先進国に比べて、企業の付加価値に占める労働費用の割合が、低賃金のゆえに低いという、国際競争上有利な条件を金融費用により相殺されることを防ぐため、貸出金利が低く抑えられてきたのである。

以上、韓国の企業金融構造形成の政策的要因を述べた。以下に、韓国の企業金融構造に上述の政策的要因がいかにか反映しているのかを見ることにしよう。

## 2. 韓国の企業金融構造

まず、資金循環データを用いて、韓国法人企業部門の資金調達活動をみよう。

企業の資金調達方法は、企業の内部留保、減価償却引当金などの内部資金と、金融取引を通じて企業外部より調達する外部資金とに区分される。外部資金は、企業が株式、社債など本源的証券を発行することで、資本市場を通じて投資者から直接資金を調達する直接金融と、金融仲介機関を通じて調達する間接金融とに区分され、さらにこれ以外に、私債借入、海外借入が存在する。

第1表の資金循環データを使って、韓国企業の資金調達活動をみよう。第1次5カ年計画期までは、内部資金が資金調達全体の約50%を占めていたが、第2次計画期になると、外部資金の割合が70%を超え、第4次計画期までほぼ同様な状態が

第1表 企業の資金調達源泉（韓国）

(%)

	第1次計画期 1963~65	第2次計画期 1966~71	第3次計画期 1972~76	第4次計画期 1977~81	第5次計画期 1982~84
内 部 資 金	47.7	25.4	32.9	23.3	—
外 部 資 金	52.3	74.6	67.1	76.7	—
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0	
外 部 資 金	100.0	100.0	100.0	100.0	
金融機関借入	48.4	41.8	51.1	53.7	41.2
銀行	33.5	32.8	34.3	32.6	25.4
非 銀 行	15.0	9.0	16.8	21.1	23.2
証 券	27.6	14.3	21.8	24.8	57.5*
社 債	1.2	0.7	2.5	4.2	(11.1)
株 式 出 資	21.4	11.8	18.1	14.4	(18.4)
出 資	5.0	2.7	1.3	1.9	
企業手形、CP	—	—	1.8	5.5	3.4
政府融資と私債貸出	8.5	7.8	-0.3	0.8	—
海 外 借 入	15.4	36.2	26.6	15.2	1.2

(出所) 韓国銀行『経済統計年報』ソウル 各年版。

(注) \* 社債と株式出資との和ではない。資金循環表の新方式によるため、理由は明らかでない。

続いていた。外部資金のなかでも、金融機関借入の比率が40~50%を占め、最も重要な役割を演じている。非銀行金融仲介機関は、設立が相次いだ1972年以後、そのシェアを着実に増大させ、第5次計画期には銀行借入シェアに迫っている。証券発行による資金調達シェアは、第2次計画期に減少したが、以後上昇を続けており、特に社債のシェアが顕著に大きくなっている。これに対し、海外借入のシェアは第2次5カ年計画期に倍増し、外部資金の約36%という高いシェアを示し、以後第4次計画期までは、減少傾向にあったもののシェアは大きかった。しかし、第5次計画期になると、きわめて小さなシェアに落ちた。企業手形、CPなどの短期資金調達手段も、第3次計画期以降、外部資金調達手段の多様化に寄与している。

これらの事実から、特に第2次5カ年計画期から第4次までの期間、資金調達手段の多様化が図られているものの、基本的には、間接金融と海外借入によったことが明らかである。資本市場を通ずる資金調達の中でも、特に自己資本を構成する株式発行は、1968年の「資本市場育成法」、72年の「企業公開促進法」、76年の「証券取引法」の整備など政策当局の努力により、いわば上からの力でなされてきた。しかし、借入が金利を損金に算入できることから、調達コストの点で株式発行が有利というわけではない。また、法人税は、1960年代初頭の20%から上昇を続け、82年には50%まで高められた。翌1983年には約40%に引下げられた<sup>(註1)</sup>。政策当局の公開企業に対する法人税軽減などの優遇税制措置にもかかわらず、このような法人税率の高さにより、企業の借入選好は高まった。

株式発行による有償増資も行なわれていたが、企業の保有する不動産等の資産再評価による資本

剰余金の資本組入れや法定資本準備金組入れなどの無償増資の方が多いという状況が続いてきた。それゆえ、自己資本のうち、証券市場を通じて調達された部分が少ないのが実態なのである。

社債は、企業にとって、資本市場を通ずる資金調達のもう一つの重要なルートであるが、1972年までは、債券市場には国債しか存在していなかった。1968年以来、7次にわたる銀行金利の引下げ、72年の8・3措置（それまで企業が私債市場から借りた私債の元本と利払いの数年間凍結）、企業公開促進法等が、同年の会社債公募発行に道を開くこととなり、債券市場も活発化した。1978年になって株価は史上最高値を出したが、その後、金融引締めや第2次石油価格引上げにより景気後退が著しくなり、また、79年の政治不安により、それが加速化された状況下で、株式市場は発行、流通市場とも持続的沈滞に入った。こうした株式市場沈滞による有償増資困難のため、また金融引締めによる銀行貸出抑制に対する代替的資金調達手段として、企業は債券発行に頼らざるを得なかった。従来、株式発行額が社債発行額を凌駕していたが、1979年には、社債発行が株式有償増資の約3倍にも及び、以後、債券発行が証券市場での中心的な存在となった。社債の発行目的は、約60%が運転資金、約30%が借換えのためであり、設備投資を目的とするのは10%弱にすぎない。期間は、近年徐々に長期化しつつあるとは言え、2~3年が最も多い。したがって、この社債発行の盛況を、資本市場の発展の表われとのみみることはできず、後ろ向きの金融手段とみるべきでもある。事実、株式発行が好況期に増加するのに対し、社債は不況期に増加するというように、両者は逆相関の関係にある。社債発行が、株式発行に比べてより急速に増大しているという事実も、自己資本

第2表 資金規模比較（韓国）

（単位：10億ウォン）

	預金銀行 借入金	株式発行	社債発行
1974	648.5	147.3	1.5
1975	433.6	267.6	27.9
1976	554.0	433.6	64.8
1977	657.2	564.5	155.4
1978	1,801.4	1,006.6	303.0
1979	2,323.3	657.3	531.4
1980	2,386.3	786.7	712.6
1981	2,048.0	805.1	1,046.0
1982	2,876.6	756.1	1,854.5
1983	1,961.0	1,714.8	1,310.2
1984	2,557.9	1,575.6	1,366.4
1985	4,488.1	990.8	2,041.6

（出所）1984年までは、韓国銀行『経済統計年報』ソウル 各年版、85年は同『調査月報』1986年3月号。

比率を低める重要な要因である。

第2表に示されている金融機関と資本市場の資金規模から、預金銀行借入は量的には最大であるものの、増加テンポについては社債発行が著しいことがみてとれる。これは、1980年代に入って、インフレ抑制のための厳しい貸出抑制策、とりわけ大企業向けのものが強く抑制されたため、大企業が、社債発行による資金調達を増やしたことを物語っている。事実、社債発行の90%以上が大企業によるものであり、中小企業の比率が10%を超えたのは、ここ2、3年のことにすぎない。

以上、法人企業部門全体についての資金調達構造の特徴をみてきた。

次に韓国製造業の、規模別の企業金融を比較してみよう。規模別に分析するのは、大企業と中小企業とでは、当然資金調達構造が違っているはずであり、規模別に比較しながら分析の方が現実的であるからである。大企業と中小企業の分類基準については、経済発展による産業構造の高度化、規模拡大により変化してきているが、ここでは、韓国でとられてきた中小企業の定義に従うことにする（注2）。

上述のように、優先分野への資金供給を増大させるための低金利インセンティブは、1982年6月から基本的には廃止され、政策資金金利と一般的貸出金利は同一化されている。それゆえ、本稿の対象期間は1982年までであるが、参考のため、84年までのデータをのせてある。また、台湾とのデータ比較上、1970年代以降に限定している。まず、韓国の場合をみてみよう。

企業の財務比率の中心的指標は自己資本比率であるが、自己資本を超えない範囲の他人資本、すなわち負債の割合が100%であれば、一応貸手の立場から見て安全だとされている。したがって、この負債比率（負債/自己資本）が低いほどよい。また設備投資は、資金が長期にわたって固定されるわけであるから、この固定資産が自己資本の100%以下であれば、この企業は安全である。この固定比率（固定資産/自己資本）も低いほどよい。

さらに、設備投資をはじめとする長期固定的な資金を長期安定的資金でまかないきれず、短期借入金あるいは買入債務などの短期資金に依存せざるを得ないということは、倒産リスクを高めることになる。これを表わす長期固定適合比率（固定資産/[自己資本+固定負債]）も、低いほどその企業は財務上安全である。

以上の長期的な支払能力を示す比率に加えて、企業の流動性ポジションを見る必要もある。この点で、現金化が容易な短期資産、すなわち当座資産（現金、預金、売上債権、有価証券）の流動負債（短期借入金、買入債務）に対する比率、すなわち当座比率は重要な指標である。

固定比率は1970年代後半には明らかに悪化し（第3表）、設備の状況に比して内部資本蓄積が不足していることを示している。さらに、負債比率と自己資本比率も相当に悪化し、長期固定適合比

第3表 主要財務比率の変化(韓国)

(%)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
中小企業																
当座比率	135.8	117.6	113.1	129.3	136.4	135.9	123.6	109.5	104.5	111.7	110.3	109.7	101.9	101.0	107.4	103.3
固定比率	93.0	128.8	114.7	99.3	93.6	94.7	104.9	143.9	165.9	173.2	173.9	166.9	216.6	217.6	173.3	183.1
長期固定適合比率	74.5	78.4	85.3	73.1	67.4	68.9	73.4	84.9	88.4	80.9	83.2	81.4	93.5	95.4	88.1	94.2
負債比率	106.8	206.8	161.3	138.8	148.8	140.9	185.9	272.2	358.6	388.1	374.3	394.9	453.2	433.0	357.8	366.0
自己資本比率	48.4	32.6	38.3	41.9	40.2	41.5	35.0	26.9	21.8	20.5	21.1	20.2	18.0	18.7	21.8	21.4
大企業																
当座比率	120.4	117.1	108.0	128.2	134.2	121.6	119.7	116.2	114.3	109.3	100.6	97.0	93.6	95.5	95.3	97.5
固定比率	173.1	197.1	247.7	197.7	172.2	180.0	200.0	210.2	217.5	231.8	240.4	280.6	273.8	249.4	235.1	222.0
長期固定適合比率	79.9	81.0	87.4	76.1	73.3	74.8	79.0	82.1	85.8	89.3	97.3	94.8	101.0	100.5	100.9	100.3
負債比率	272.9	331.8	402.1	319.1	276.5	322.4	351.5	372.2	349.3	363.3	377.5	504.7	451.1	377.6	360.6	339.5
自己資本比率	26.8	23.2	19.9	23.9	26.6	23.7	22.1	21.2	22.3	21.6	20.9	16.5	18.1	20.9	21.7	22.7

(出所) 第1図と同じ。

率も同様であった。これらの数字は、設備増強に重点を置いて産業が急速に拡大している間は、金融面での改善はなおざりにされていたことを示している。事実、1980年の1企業当りの実質固定資産(卸売物価指数で調整)は、中小企業では65年に比して18.5倍、70年に比して17.3倍となっており、大企業では10.5倍と4.8倍である。大企業の指標は、同じ期間中に悪化しており、支払能力を示す指標である当座比率は、1970年代後半に悪化し続けた。このように旺盛な設備投資は、借入依存度を高めて行なわれた。

次に、収益性の指標をみると(第4表)、総資本純利益率は、中小企業の場合、1973~74年の高水

準から70年代後半には悪化し、一方大企業は80~82年には赤字であった。しかしながら、総資本純利益率に関する要素である総資本回転率と売上高純利益率(注3)をみると、前者については、中小企業は当該期間中大企業とほぼ同水準かこれを上回っていたが、後者については1980~82年を除くと大企業の水準に達していない。売上高営業利益率に関しては、大企業の方が高く、1980~82年には黒字を計上した。売上高純利益率が1980~82年に赤字であることと比較すると、この時期、大企業の金融費用負担が大きかったことを示している。

次に、企業金融の観点から中小企業の金融構造をみてみよう。自己資本比率が高いということ

第4表 収益率の変化(韓国)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
中小企業																
総資本純利益率(%)	3.47	2.82	2.05	3.09	6.05	5.88	3.60	3.42	2.96	2.58	1.60	0.33	1.16	0.37	3.19	2.93
売上高営業利益率(%)	6.86	6.93	7.04	5.40	6.61	5.62	5.33	6.16	6.00	6.76	6.31	5.85	6.01	5.28	5.39	5.19
売上高純利益率(%)	4.08	2.50	2.99	3.10	5.20	2.98	2.21	2.27	2.18	1.61	1.00	0.22	0.72	0.26	1.94	1.72
総資本回転率	1.6	1.4	1.49	1.59	1.72	1.97	1.63	1.51	1.36	1.57	1.59	1.52	1.60	1.42	1.64	1.70
売上債権回転率	11.0	8.9	9.97	12.21	12.70	16.76	12.80	12.94	11.19	10.51	10.27	9.62	9.89	7.91	7.96	8.84
固定資産回転率	3.6	3.3	3.46	3.73	4.38	5.01	4.30	3.86	3.28	4.38	4.36	4.41	4.17	3.49	4.33	4.38
大企業																
総資本純利益率(%)	3.12	2.56	-0.11	2.63	5.67	4.01	2.72	3.16	2.58	2.75	1.94	-1.61	-1.30	-0.02	1.88	1.32
売上高営業利益率(%)	10.49	10.50	9.02	9.72	10.48	7.61	7.34	7.58	6.90	7.87	7.69	7.54	8.00	7.93	8.03	7.82
売上高純利益率(%)	4.31	3.30	1.11	3.97	7.57	3.46	2.45	2.69	2.04	2.29	1.65	-1.31	-1.11	-0.02	1.61	1.11
総資本回転率	0.8	0.7	0.83	0.94	1.04	1.10	1.11	1.17	1.27	1.20	1.18	1.23	1.17	1.14	1.17	1.19
売上債権回転率	9.3	8.1	9.16	9.10	11.00	11.79	12.35	10.83	11.04	10.62	10.13	9.09	8.85	7.49	7.40	6.99
固定資産回転率	1.8	1.6	1.70	1.98	2.18	2.64	2.51	2.67	2.89	2.43	2.36	2.55	2.41	2.25	2.28	2.33

(出所) 第1図と同じ。

は、企業金融構造が堅固で、不況に耐えうる強い力を持っていることを示す。また、自己資本は内部留保と資本から成っているため、間接的には収益率の高いことをも表わしている。

中小企業の自己資本比率は、1963年に60.1%であったものが70年には32.65%と下がったが、72～74年には40%台へと回復した（第5表、ただし、表では71年以降のみ表示、以下同様）。1970年代後半になると急激に悪化し、81、82年には20%以下にまで下がった。一方、大企業の場合には、1963年の51.1%から70年には23.3%へと下落したが、73、74年にはわずかながら改善した（第6表）。しかしながら1970年代後半には、再び21%程度に下落し、その後もさらに下落し、80年には16.5%となった。

このように、韓国の大企業、中小企業は、ともに自己資本比率はきわめて低く、すでに述べた政策的要因を反映しているのである。

では、これらの企業は、どのようにして資金調達しているのだろうか（第5、6表参照）。金融機関からの借入に関しては、1970年代には中小企業は大企業と同程度のシェアであった。大企業、中小企業とも、長期・短期の資金にほとんど相違はなかったが、1977年以降になると、中小企業は銀行からの長期借入金比率がわずかながら大きくなった。

中小企業の短期資金借入比率は、大企業に比べてわずかに高い。企業間信用については、中小企業の比率は大企業より高い。大企業と中小企業との間でも顕著な違いがみられたのは社債と海外借

第5表 中小企業の資金調達構造（韓国）

(%)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
自己資本	38.3	41.9	40.2	41.5	36.1	26.9	22.3	20.5	21.1	20.2	18.0	18.7	21.8	21.4
資本金	28.6	35.1	31.6	29.8	27.1	20.6	18.0	15.8	15.7	14.7	13.7	15.1	15.2	14.5
内部留保・剰余金	9.7	6.7	8.5	11.8	9.1	6.3	4.4	4.6	5.4	5.5	4.6	3.7	6.6	7.0
外部資金	61.7	58.1	59.8	58.5	63.9	73.1	77.7	79.5	78.9	79.8	82.0	81.3	78.2	78.6
短期銀行借入金	16.9	16.3	16.4	13.9	17.5	20.4	17.9	18.2	16.8	17.8	16.8	17.3	18.0	18.7
その他短期借入金	6.5	5.7	5.3	5.4	4.2	3.7	5.1	6.0	6.8	5.2	4.7	5.0	3.9	3.4
短期借入金合計	23.4	22.0	21.7	19.3	21.7	24.1	23.0	24.2	23.6	23.0	21.5	22.3	21.9	22.1
買入債務	11.3	10.7	9.5	10.0	14.4	15.5	13.9	14.5	15.6	19.5	20.4	19.9	20.3	21.3
長期銀行借入金	8.8	10.0	8.7	9.9	7.7	9.5	20.0	15.8	15.1	13.7	13.8	12.7	11.3	10.6
社債	0.0	0.9	0.8	0.4	0.7	6.3	0.6	0.6	1.1	1.2	0.9	1.8	2.3	2.2
海外借入	1.0	0.9	1.5	0.6	2.2	5.1	2.9	3.0	2.7	2.3	3.4	3.3	2.0	1.1

(出所) 第1図と同じ。

第6表 大企業の資金調達構造（韓国）

(%)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
自己資本	19.9	23.9	26.6	23.7	22.1	21.2	21.3	21.6	20.9	16.5	18.1	20.9	21.7	22.7
資本金	15.5	18.2	17.0	15.7	14.3	14.3	14.1	14.3	11.7	11.1	12.2	11.7	12.3	12.8
内部留保・剰余金	4.4	5.7	9.6	8.1	7.8	6.8	7.2	7.3	9.2	5.4	6.1	9.2	9.3	10.0
外部資金	80.1	76.1	73.4	76.3	77.9	78.8	78.7	78.4	79.1	83.5	81.9	79.1	78.3	77.3
短期銀行借入金	16.0	13.8	15.0	18.3	15.3	16.7	15.5	14.8	16.0	17.3	16.8	13.4	13.8	13.1
その他短期借入金	6.2	2.4	2.2	2.7	3.4	4.0	4.4	4.7	6.4	5.1	6.9	6.5	6.1	7.5
短期借入金合計	22.2	16.2	17.2	21.0	18.7	20.0	19.9	19.5	22.4	22.4	22.7	19.9	19.9	20.6
買入債務	9.6	10.5	9.0	10.5	12.9	11.4	11.8	10.6	12.2	13.2	11.6	12.1	12.7	12.3
長期銀行借入金	11.9	14.5	13.4	12.0	9.3	11.4	11.9	13.3	11.3	10.7	11.5	9.9	9.9	9.2
社債	0.6	0.9	0.7	0.9	1.3	1.9	2.7	3.4	4.1	4.8	3.7	5.8	5.7	5.5
海外借入	20.4	17.4	15.2	15.3	16.3	13.3	14.0	11.5	10.1	11.3	10.2	7.5	7.1	5.5

(出所) 第1図と同じ。



入であった。大企業の場合、海外借入は1970年代初頭の20%程度から徐々に減っているが、中小企業は70年に2.4%であったものが、76年には5.1%へとふえ82年には3.3%となっている。社債については、1982年の大企業の比率は5%を超えていたのに対し、中小企業は2%未満であった。海外借入と社債の利用は、主に大企業によりなされてきたことを示している。

次に、銀行からの長期資金調達状況をみてみよう（第7表）。自己資本に対する長期銀行借入金の比率は、1971年に大企業で60%であり、一方中小企業ではその約3分の1の23%であった。しかしながら、1977年頃になると状況は逆転し、中小企業の比率が大企業を上回るようになった。純売上高に対する長期銀行借入金の比率は1971年に大企業で16.0%、中小企業で6.1%であったが、77年以後、両者の間にはほとんど差がなくなった。総資産および有形固定資産に対する長期銀行借入金の比率も1977年以降は、大企業より中小企業の方が高く、中小企業の総銀行借入金に占める長期資金の比率は、1971年34.2%から77年には52.8%へと伸び70年代後半には一貫して40%を超え、大企業との差はほとんどなかった。こうした増加の原

因として考えられることは、まず第1に、1979年以後の景気停滞期に、それ以前の過剰投資を原因として大企業の設備投資が制限されたときでさえ、長期銀行借入が減少しなかったことであった。また第2にあげられることは、1977年に中小企業の定義が変更されたとき、従業員数200～299人の企業がこれに含まれることとなって、統計の基礎が変わったことである。

次に、大企業と中小企業とで、企業間信用に大きな違いがあるかどうかを確かめてみよう。企業間信用の与信である売上債権は売掛金と受取手形の合計であり、受信である買入債務は買掛金と支払手形の合計である。しかしながら、こうした項目には、政府、家計および外国企業の保有する信用なども含まれている。だから厳密に言うとは言いえない。さらに、こうした項目には、割引済みの手形は含まれておらず、大企業・中小企業別の企業間信用の構成を知ることはできない。

こうした制約にもかかわらず、韓国について以下のような比率を計算してみた。1971年から82年までの期間、中小企業の総資産に対する買入債務の比率は平均して14.6%で、大企業の場合は11.3

第7表 企業規模別借入能力比率（韓国）

(%)

		1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
短期銀行借入金／純売上高	大企業	21.5	16.1	16.9	18.6	15.9	15.9	15.0	14.2	15.4	16.4	14.6	12.8	12.6	11.8
	中小企業	11.7	11.2	11.0	8.0	11.5	15.2	14.7	13.8	12.0	13.3	11.8	13.0	11.9	11.9
長期銀行借入金／純売上高	大企業	16.0	16.8	15.2	12.2	9.7	10.9	11.5	12.7	10.9	10.1	10.6	9.5	9.0	8.3
	中小企業	6.1	6.8	5.8	5.7	5.0	7.1	11.6	11.9	10.8	10.2	9.7	9.6	7.5	6.8
長期銀行借入金／総資産	大企業	11.9	14.5	13.4	12.0	9.3	11.4	11.9	13.3	11.3	10.7	11.5	9.9	9.9	9.1
	中小企業	8.9	10.0	8.7	9.9	7.7	9.5	20.0	15.8	15.1	13.7	13.8	12.7	11.5	10.6
長期銀行借入金／有形固定資産	大企業	34.3	46.3	41.5	40.0	23.1	23.6	8.3	14.4	7.3	4.3	2.3	5.2	2.4	5.2
	中小企業	26.9	32.7	31.0	33.3	25.6	29.8	8.6	6.5	7.6	5.5	8.5	2.4	1.3	2.3
長期銀行借入金／総銀行借入金	大企業	42.7	51.2	47.3	39.6	37.9	40.5	43.4	47.1	41.4	43.8	42.2	42.6	41.7	41.3
	中小企業	34.2	38.0	34.6	41.5	30.4	43.1	8.5	2.8	4.6	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3
海外借入／総資産	大企業	20.4	17.4	15.2	15.3	16.3	13.3	14.0	11.5	10.1	11.3	10.2	7.5	7.1	5.5
	中小企業	1.0	0.9	1.5	0.6	2.2	5.1	2.9	3.0	2.7	2.3	3.4	3.3	1.9	1.1
長期銀行借入金／自己資本	大企業	59.9	60.8	50.8	50.8	42.2	25.3	8.5	8.6	6.5	7.6	4.6	7.4	5.4	5.0
	中小企業	23.0	23.9	21.6	23.8	21.2	35.4	8.9	4.7	7.2	6.7	7.6	3.6	8.0	5.1

(出所) 第1図と同じ。

第8表 企業規模別外部資金調達構成 (韓国, 1982年)

(%)

従業員数	外部資金	銀行			非銀行 金融仲介 機関	社債	私債	その他
		中小企業 銀行	他の政策 金融機関	商業銀行				
製造業	100.0	27.1	9.9	42.0	16.4	1.3	2.8	0.6
5～9	100.0	36.6	11.1	27.1	4.8	—	20.4	—
10～19	100.0	44.3	10.3	29.0	6.7	0.1	9.6	—
20～49	100.0	45.2	11.3	37.2	4.0	—	2.2	0.1
50～99	100.0	29.2	8.1	44.7	16.3	—	1.7	—
100～199	100.0	22.0	8.7	43.9	18.9	3.7	1.5	1.3
200～299人	100.0	12.6	11.2	46.8	26.2	1.2	1.1	0.9

(出所) Korea, Small & Medium Industry Bank の資料より作成。

であった。純売上に対する売掛債権の比率は、平均して中小企業で10.4%、大企業で12.6%であった。これらの事実、中小企業が大企業から買入債務をうけており、一方大企業は、中小企業に対する売掛債務を保有していることを示す(注4)。

また、どんな金融機関が中小企業に貸付を行ない、またこうした貸付はどのように利用されているのかをみると、主要な特殊金融機関は中小企業銀行と国民銀行であり、前者は主に従業員300人未満の企業に貸付を行ない、後者は100人未満の企業に対して行なっている。商業銀行(都市銀行および地方銀行)と短期金融会社もまたこの規模の企業に貸付を行っており、こうした企業に対しては、政府の決めた一定の割合を振向ける義務を負っている。

第8表は、企業規模別の外部資金調達構成を、詳しく表わしたものである。金融機関からの調達は、従業員数5～9人の企業では、外部資金調達のうち79.6%を占め100人以上の企業では90%以上を占めており、金融機関への依存の高いことを示している。個々の金融機関をみると、従業員数50人未満の小企業では中小企業銀行への依存が高く、一方従業員数50人以上の企業では商業銀行と銀行以外の金融機関への依存が高い。

未組織市場での資金調達についての国民銀行の調査(1984年)によれば、従業員数5～9人の企業

では20.4%を占め、従業員数10～19人の企業では約10%を占めている。こうした資金にかかる金利は当然ながら高く、平均して年30%程度になっており、1983年上半期には、年金利36%以下が調査対象の97.9%を占めていた(注5)。

(注1) 各年度の最高限界法人税率に、防衛税、住民税などを含めた税率。李永琪「企業金融の外部効果と租税政策方向」(『韓国開発研究』第7巻第4号 1985年冬)参照。

(注2) 製造業に関してのみ述べると、1950年代は50人以下であったが、61年に5～99人に、73年に200人以下に拡張され、77年にはさらに300人以下に拡張された。中小企業基本法施行令により、特に労働集約的業種は700人以下に、資本集約的業種は最大120億ウォンの総資産を保有する企業まで例外的に中小企業の範囲に含まれる。運輸・建設両部門に関しては200人以下、商業サービスは20人以下が現行の中小企業の範囲である。

(注3) 総資本純利益率=総資本回転率(売上高/総資本)×売上高純利益率(純利益/売上高)。

(注4) 南は、(1)金融逼迫状況下では、大企業に比べ中小企業の方が借入れにくくなり銀行の中小企業向け貸出はかなり減少し、(2)このような場合、中小企業は、銀行が平常通りの信用供与を続ける大企業からの借入にいつそう依存する、ということを示した。南相祐「韓国企業財務構造と資本コスト」(『韓国開発研究』第1巻第3号 1979年冬)。

(1)については、特に中小企業において、総資産に対する銀行借入の比率が高まるため、金融逼迫は中小企業の信用割当へとつながりがちだということである。(2)については、大企業と中小企業の売上に対する企業間信用の純供給比率に影響を与える諸要因を分析する

ことにより、次のことが明らかになった。(イ)高インフレ期には、大企業、中小企業ともに、企業間信用はわずかしか与えられない。(ロ)私債市場金利が高ければ高いほど、中小企業に対し、大企業が与える企業間信用は多くなる。(ハ)在庫投資が適正水準を超えると大企業から中小企業に対し、在庫一掃のために企業間信用を供与し、在庫保有のための大企業への企業間信用の依存を強めさせる。(ニ)製造業の付加価値に対する国内信用の増加率が大企業では正比例的な、中小企業では反比例的な関係になっているのを見ると、金融拡張期には銀行の重要な貸出先である大企業が、中小企業に対して企業間信用を供与していることが明らかである。

(注5) この調査によれば、こうした借入の動機は多い順に、「緊急の必要のため一時的に借入れた」(46.0%)、「金融機関に貸付を断わられた」(33.3%)、「借入の条件がよかった」(9.0%)、「金融機関からの借入では足りない」(7.6%)、「金融機関の貸付が遅れている」(4.1%)であった。「金融機関に貸付を断わられた」理由は、「担保が不適當」(57.9%)、「金融機関の資金不足」(31.6%)、「信用力が乏しい」(9.3%)、「資金使途が不適當」(1.2%)であった。一方私債市場での借入の問題点は、「金利が高い」(72.9%)、「返済条件とその方法」(16.4%)、「担保条件」(10.7%)であった。こうした資金は「運転資金」(86.5%)と「設備資金」(13.5%)として使われ、「親類および知人」(70.1%)、「金貸し業」(15.4%)、「取り引き先」(1.5%)等から調達された。この調査の結果は、中小企業が資金を調達することのわずかしさをほぼ正確に表わしているようである(『調査月報』〔国民銀行〕第166号 1984年10月)。

### III 台湾の企業金融構造の特徴

次に、比較のため、台湾についても同様の分析を行なってみよう。

台湾では、1960年代前半までアメリカから受けていた援助に相当する資金の優遇貸出を除いては、韓国で行なわれていたような資金配分規制は、わずかな分野に限られていた。その代表例は、中央銀行の輸出手形再割引に適用された優遇金利で

あった。その他の場合は、金融機関は銀行協会の決定する預金金利と借手の信用状態を考慮して、韓国に比べてより柔軟な姿勢で金利や貸出条件に対処し、金融市場の実勢に応じて変更してきた。

このように、輸出手形の再割引を例外として、台湾の選択的優遇貸出は、主に比較的最近設立されたり強化されたりした特別銀行によって行なわれてきた。そのなかには、中小企業銀行(1976年に相互貯蓄組合から改組)、中国輸出入銀行(79年設立)、交通銀行(79年に開発銀行として業務強化)があるが、この他にすでに存在していた特別銀行(中国農業銀行、農民銀行等)があった。総貸出に占める優遇資金の比率はきわめて低かった。

このような金融政策の下では、金融システム全体が、産業政策を実行する機関としての役割を果たすよりも、資源の最適配分を金融市場の市場メカニズムにまかせて行なう部分が大きい。それゆえ、借手の信用評価を金融機関自らが行ない、借手の倒産リスクに備える行動をとらねばならない。借手である企業も、資金調達手段を選択する範囲が広く、それゆえ、貸手と借手との間には、より一方的でない競争関係が存在しているはずである。企業にとって、自己資本比率を中心的指標とする各種財務比率をより良好に保つことが、資金調達コストをできるだけ低くするために必要である。

次に、台湾の企業金融構造が韓国に比べていかなる状況にあるかをみることにする。ここでは、台湾の製造業の中小企業および大企業について<sup>(注1)</sup>、利潤ならびに資金調達構造だけを分析する。固定比率については、大企業と中小企業の間での違いはほとんどなく(第9表参照)、韓国と異なり、低下傾向はみられない。負債比率や自己資本比率も大きな悪化はみられなかった。しかしな

第9表 主要財務比率の変化(台湾)

(%)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
中小企業													
当座比率	94.68	129.78	106.21	104.76	107.60	107.36	98.65	105.25	104.45	101.33	95.90	94.73	96.23
固定比率	113.80	95.22	90.96	110.53	99.82	96.81	108.23	108.33	110.36	119.45	122.59	126.31	121.30
長期固定適合比率	104.44	81.55	79.18	92.64	84.29	85.64	94.66	92.65	96.11	105.61	101.08	113.83	106.86
負債比率	273.50	252.24	219.63	215.01	241.99	233.09	261.84	260.18	200.55	225.72	259.91	275.02	243.90
自己資本比率	28.47	26.57	28.09	27.77	27.66	30.03	29.24	31.81	31.30	28.49	27.8	26.80	27.75
大企業													
当座比率	115.48	119.66	111.19	109.83	107.22	103.68	111.63	111.37	104.83	101.93	101.68	105.67	111.08
固定比率	119.66	106.69	121.21	125.56	124.54	124.14	114.63	104.75	111.52	104.21	114.35	104.90	99.79
長期固定適合比率	89.25	84.19	92.56	95.28	94.86	95.93	90.66	84.11	89.23	92.72	91.76	86.01	121.02
負債比率	161.73	165.76	193.44	158.45	155.86	173.84	157.40	162.75	182.10	173.65	169.41	160.52	145.06
自己資本比率	36.92	36.82	35.67	38.07	38.85	36.52	39.09	38.69	34.09	37.63	36.11	38.15	40.12

(出所) Bank of Taiwan, *Report of Survey on the Financial States of Industrial and Mining Enterprises in Taiwan*, 台北, 各年版。

がら、大企業に比べれば、中小企業の方が明らかに悪い。たとえば、負債比率は中小企業の方が大企業に比べて40%高い。自己資本比率は大企業が平均して37.3%であるのに対し、中小企業は28.7%であった。台湾の大企業と中小企業の自己資本比率は、長期にわたって安定しており、これは韓国の中小企業が大きく悪化したことと対照的であった。長期固定適合比率は大企業では90%程度、中小企業で100%程度であった。この比率を示す一要素である自己資本比率は台湾で高く、この比率自体は韓国と同水準にあっても台湾の産業界の方がずっと安定していることを示していた。当座比率は悪化の兆しをみせることなく、中小企業、大企業ともに安定していた。

第10表は、台湾企業の収益が景気変動によって変わることを示している。総資本純利益率は大企業の方が高いことが目立っていた。総資本純利益率の構成要素である総資本回転率と売上高純利益率とをみると、前者は中小企業の方が高く、後者はずっと低かった。これは、中小企業は薄利多売をねらい、大企業は大きな利鞘で利益を得ていることを示している。資金調達構造に関しては(第11, 12表)、中小企業、大企業ともに自己資本比率は高い。しかしながら、大企業の方が自己資本比率がより高く、その一構成要素である内部留保・剰余金の割合は中小企業の倍以上であった。このことから自己資本比率の高さは利益余剰の多い結果であり、その収益性は中小企業より高いことが

第10表 収益率の変化(台湾)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
中小企業													
総資本純利益率 (%)	3.87	6.44	4.51	2.12	3.75	3.90	3.52	3.03	2.86	2.23	1.55	2.02	3.30
売上高純利益率 (%)	2.59	4.25	2.87	1.91	2.47	2.61	2.35	1.89	1.56	1.18	0.90	1.15	1.05
総資本回転率	1.49	1.52	1.57	1.18	1.52	1.50	1.50	1.61	1.82	1.88	1.72	1.76	1.89
売上債権回転率	11.00	10.76	10.54	7.03	8.80	9.23	9.39	9.68	11.89	12.06	10.39	10.39	11.43
固定資産回転率	4.90	5.62	5.52	3.51	5.21	5.10	5.00	5.36	5.86	5.94	5.06	5.22	5.48
大企業													
総資本純利益率 (%)	8.10	10.62	4.93	3.78	4.12	3.95	5.60	7.11	4.67	2.60	2.00	4.90	6.05
売上高純利益率 (%)	10.57	13.31	6.62	5.45	5.67	5.29	6.16	7.07	4.60	2.70	2.18	4.98	5.67
総資本回転率	0.77	0.80	0.75	0.70	0.73	0.75	0.90	0.98	1.02	0.96	0.92	0.97	1.04
売上債権回転率	5.57	6.45	6.09	5.97	6.05	6.27	5.60	5.97	5.64	5.48	4.91	4.92	5.55
固定資産回転率	1.68	1.99	1.80	1.43	1.49	1.74	1.94	2.53	2.55	2.29	2.17	2.46	2.58

(出所) 第9表と同じ。

第11表 中小企業の資金調達構造 (台湾)

(%)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
自己資本	26.77	28.49	31.30	31.81	29.24	30.03	27.66	27.77	28.09	26.57	27.80	26.67	29.08
資本金	23.08	21.25	23.42	23.40	24.35	24.97	22.51	23.19	22.03	21.02	22.91	21.93	23.83
内部留保・剰余金	3.69	7.24	7.88	8.41	4.90	5.06	5.15	4.58	6.06	5.55	4.89	4.74	4.25
外部資金	73.23	71.52	68.71	68.20	70.76	69.98	72.34	72.23	71.91	73.43	72.20	73.33	70.92
短期借入金	19.64	18.92	20.17	20.06	19.41	20.65	19.53	19.28	18.21	18.61	19.10	18.35	19.82
銀行借入金	30.45	30.11	27.35	24.14	28.88	28.22	32.84	28.72	31.63	32.64	12.61	11.96	12.11
その他短期借入金	50.09	49.03	47.52	44.20	48.29	48.87	52.37	48.00	49.75	51.25	31.71	30.31	31.93
長期借入金	3.63	4.01	3.69	4.23	4.62	3.61	3.51	3.68	3.51	2.96	2.78	2.35	2.99
海外借入金	1.16	1.34	0.33	0.57	0.57	0.29	0.42	0.49	0.29	0.45	0.51	0.25	0.36

(出所) 第9表と同じ。

第12表 大企業の資金調達構造 (台湾)

(%)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
自己資本	38.21	37.63	34.09	38.69	39.09	36.52	38.85	38.07	35.67	36.82	37.12	38.39	40.39
資本金	21.24	21.61	21.07	21.22	20.53	21.10	24.75	25.92	25.05	24.69	26.02	25.62	26.50
内部留保・剰余金	13.93	16.02	13.02	17.47	18.56	15.43	14.57	12.15	10.62	10.78	11.07	12.78	13.89
外部資金	61.79	62.38	65.92	61.31	60.92	63.48	61.15	61.93	64.33	63.19	62.88	61.61	59.61
短期借入金	14.12	16.06	19.13	17.92	19.19	18.60	18.85	19.84	22.35	20.69	18.93	16.72	14.47
銀行借入金	21.46	23.05	21.85	18.79	17.31	20.17	20.83	20.74	20.87	19.29	14.36	11.84	13.73
その他短期借入金	35.58	39.11	40.98	36.71	36.50	38.77	39.68	40.58	43.22	39.98	33.29	28.56	28.20
長期借入金	6.65	5.33	6.50	6.76	7.38	6.68	6.89	7.05	7.06	6.16	6.78	6.20	6.95
海外借入金	5.12	3.93	3.28	4.15	4.13	3.35	2.95	1.89	2.04	2.18	2.21	1.65	0.70

(出所) 第9表と同じ。

わかる。

大企業と中小企業の大きな違いは、外部資金でもみられる。短期借入の比率は、中小企業(平均49.1%)の方が大企業(38.9%)より高かった。この理由は、銀行からの短期借入はどちらもほぼ同水準であったが、それ以外からの短期借入が中小企業の方が10%程度高いためであった。すなわ

ち、中小企業の方が株主や未組織金融市場からの借入が多いからであった(第13表も参照)。逆に、銀行からの長期借入と海外借入の比率は大企業の方が高く(平均6.7%と3.2%)、中小企業(3.7%と0.6%)の方が低かった。

第14表は、銀行からの長期・短期借入の総売上高、有形固定資産、総資産に対する比率が大企業

第13表 総借入額に占める非組織的金融市場借入のシェア (台湾)

(%)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
大企業	3.1	3.4	3.3	2.8	2.2	2.7	3.5	4.3	4.6	5.4	6.2	6.1	5.1
株主間の貸付	5.2	3.6	1.9	2.8	4.4	2.9	3.2	2.4	8.2	4.4	4.3	5.7	6.5
その他貸付	3.0	2.6	3.3	4.5	2.0	5.7	4.6	7.5					
中小企業	11.8	9.6	8.5	10.1	8.6	11.3	11.3	14.2	12.8	9.8	10.5	11.8	11.6
株主間の貸付	22.6	26.9	27.9	27.6	22.9	21.1	24.4	25.0	30.1	30.9	26.9	28.2	26.1
その他貸付	3.1	2.6	3.5	2.9	3.4	2.8	1.9	2.3	2.1	2.7	3.2	3.5	3.8
計	2.4	4.9	2.6	0.8	1.3	1.1	1.6	2.2					
計	28.1	34.4	34.0	31.3	27.6	25.0	27.9	29.5	32.2	33.6	30.1	31.7	29.9

(出所) 第9表と同じ。

第14表 企業規模別借入能力比率（台湾）

（％）

		1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
短期銀行借入金／純売上高	大企業	18.43	20.15	26.39	25.82	26.43	25.4	21.0	19.7	22.1	21.3	20.59	16.88	14.45
	中小企業	13.15	12.47	12.85	17.53	12.79	12.92	13.07	11.98	10.16	10.02	11.32	10.44	10.12
長期銀行借入金／純売上高	大企業	6.65	5.33	6.58	6.76	7.39	6.7	7.9	6.9	7.1	6.5	7.01	6.27	6.17
	中小企業	3.63	4.01	3.63	4.23	4.62	3.61	3.26	3.77	3.51	2.96	2.33	1.34	2.04
長期銀行借入金／総資産	大企業	14.54	13.27	15.92	13.92	15.17	14.8	15.5	17.7	17.7	15.4	15.95	15.39	17.09
	中小企業	11.90	14.79	12.77	12.65	15.81	12.43	11.74	12.27	11.33	9.31	8.68	6.98	10.98
長期銀行借入金／有形固定資産	大企業	8.67	6.68	8.84	9.75	10.17	9.0	7.7	7.0	7.0	6.7	7.15	6.19	6.95
	中小企業	2.43	2.64	2.32	3.58	3.04	2.42	2.35	2.29	1.96	1.57	1.72	1.34	2.04
長期銀行借入金／総銀行借入金	大企業	32.00	24.91	25.09	25.62	25.03	23.6	25.5	25.0	23.1	28.7	31.21	27.04	32.45
	中小企業	15.59	17.40	17.46	17.39	19.09	14.87	15.19	15.98	16.16	14.33	13.91	11.37	16.80
海外借入／総資産	大企業	5.12	3.93	3.28	4.15	4.13	3.4	2.9	1.9	2.0	2.2	2.21	1.65	0.70
	中小企業	1.16	0.22	0.33	3.21	0.57	0.26	0.42	0.49	0.29	0.45	0.51	0.57	0.37
長期銀行借入金／自己資金	大企業	17.39	14.15	19.30	17.48	18.89	18.30	17.73	18.53	19.18	17.54	18.27	16.14	17.21
	中小企業	13.54	14.27	11.63	13.43	15.78	12.03	12.74	13.28	12.51	11.14	10.71	8.9	13.61

（出所） 第9表と同じ。

の方がはるかに高いことを示している。総銀行借入金に対する長期銀行借入金の比率は中小企業の2倍近くになっていた。このことは、中小企業が長期資金調達に苦勞していることを示している。

以上みたように、中小企業は大企業に比べ、銀行からの資金調達は不利であったが、損益計算書に表われる利子支払いは大企業より少なかった。この原因をいくつかあげてみよう。(1)金融機関以外からの短期の借入が多いため、こうした支払いは損益計算書の利子支払いとしては記帳されない。(2)こうした支出は別の項目に含まれる。(3)課税を免れるためもあるが全く記帳されない。第13表は借入総額に対する金融機関以外からの借入の比率を示している。1年未満の短期借入のみを対象としたものであり、株主からの借入を筆頭として、大企業と中小企業とでは大きな違いのあることがわかる。明らかに、台湾の中小企業は金融機関からの短期資金調達力に限界があり、このことが金利負担を大きくしているのは確かであろう。

（注1）本稿では台湾銀行『中華民国台湾地区工業財務状況調査報告』台北 各年版（旧『台湾地区鉱工

業資金調査報告』）に基づき、1975～76年調査時点までは資本金額1000万台湾ドル未満、80～81年は2000万台湾ドル未満、81～82年以降は4000万台湾ドル未満の企業をそれぞれ中小企業と定義し、それらの額以上の企業を大企業としている。この台湾銀行の定義は政府の「中小企業補導準則」に従っている。

#### IV 韓国における信用割当と企業金融

最初に述べたように、韓国では、産業政策に基づく資金配分がなされているため、輸出・重化学工業に比して内需・消費財部門が、また大企業に比して中小企業が、より不利な資金配分を受けていたはずである。この信用割当の制度を、規模別・業種別に、名目借入金利と実効借入金利、借入依存度を計算して、企業金融面から明らかにしよう。資金が政策的に割当てられ、中央銀行の優遇再割引、政府による利子補填というインセンティブが与えられても、金融機関はさらに補償残高を課して、私債市場等の市場金利に近づけた実効金利を得るかもしれないからである。

第15表は、『企業経営分析』（韓国銀行）をもとに作成したものであり、大企業、中小企業の支払う

第15表 韓国の名目・実効借入利率

(%)

	(A) 大企業 名目利率	(B) 中小企業 名目利率	(C) 大企業 実効利率	(D) 中小企業 実効利率	(B)-(A) 名目借入利率 格差	(D)-(C) 実効借入利率 格差
1971	18.9	22.4	27.6	29.6	3.5	2.0
1972	12.7	16.2	18.4	21.1	3.5	2.7
1973	9.9	13.9	15.3	18.2	4.0	2.9
1974	10.8	12.0	16.5	16.0	1.2	-0.5
1975	11.2	19.8	16.9	30.9	8.6	14.0
1976	12.7	17.6	19.3	28.1	4.9	8.8
1977	11.7	17.4	17.5	33.0	5.7	15.5
1978	12.0	18.5	17.5	27.5	6.5	10.0
1979	15.3	17.2	21.3	26.3	1.9	5.0
1980	19.1	22.1	25.7	35.6	3.0	9.9
1981	20.4	23.8	16.4	35.4	3.4	9.4
1982	16.2	16.3	21.2	23.7	0.1	2.5

(出所) 第1図と同じ。

(注) (A), (B): 金融費用 ÷ (社債 + 海外借入 + 長短期借入金)。

(C), (D): (金融費用 - 受取利子) ÷ (社債 + 海外借入 + 長短期借入金 - 現預金)。

利子付債務にかかる平均金利を示したものである。実際、中小企業の支払う金利の方が高く、担保その他を含めれば実効金利はさらに高いものとなり、補償残高比率を操作することで実効金利は高まっている。銀行が期待利潤をふやそうとして、借手に対し補償残高を課することで実効金利を上げようとするれば、借手はこれに応じねばならないだろう。韓国では名目金利が厳しく規制され、都市銀行、地方銀行とも中小企業向け貸出を一定額義務づけられ、また投資金融会社は中小企業に対し一定比率で手形の割引を義務づけられているのをみれば、借手が規制金利すなわち名目金利だけで貸出や割引を行なうことが妥当でないことがわかる。韓国では、補償残高を課することで実効金利を操作することがあるといえるであろう。実効金利は、第15表の(注)で表わしたように計算できる。

第15表で計算された実効金利には欠点がある。これは、「現預金」を使って計算した実効金利が「補償残高」だけを使って計算した金利より高くなること、および「受取金利」には預金金利だけでなく他から派生する金利も含まれていることに

起因する。しかしながら、こうした欠点は、大企業にも中小企業にもあてはまるところから、比較分析をするうえでは、この欠点の影響はいく分か少なくなる。名目金利が実効金利より高い場合もあったが、そうでない場合もあった。実効金利は、たいがい大企業より中小企業向けの方が高く、大企業と中小企業との間の格差は、実効金利の方が大きかった。

前述のとおり、政府は金利を規制し資金配分を直接コントロールでき、平均貸出金利の違いは、企業規模と産業の種類に依存する。製造業向け貸出金利を標準に産業別にみると、鉱業、電力、運輸・観光、不動産、社会サービスの各部門が低く、商業・ホテルが高かった(第16表)。製造業のなかでも年によってばらつきがある。非鉄金属製品、第1次金属、金属加工物、機械・装置が比較的低かったが、これはすべて、1970年代に始まった重化学工業化の推進期に支援産業に指定されたものであった(第17表)。

次に、企業規模別にみた借入依存度、借入構造、借入金利を、食料・飲料を非優先部門代表に、繊維、第1次金属、機械、電気・電子を優先

第16表 韓国の借入金利指数（全産業）

（製造業=100）

	製造業	鉱業	電力	建設	商業・ホテル	運輸・観光	不動産	社会サービス
1973	100 (9.8)	86	55	125	129	76	112	105
1974	100 (10.5)	106	51	111	114	79	78	95
1975	100 (11.3)	73	48	114	130	88	68	73
1976	100 (11.9)	92	43	126	133	68	74	119
1977	100 (13.1)	67	31	90	125	91	66	92
1978	100 (12.4)	70	39	123	135	90	32	96
1979	100 (14.4)	75	37	119	141	88	33	147
1980	100 (18.7)	79	40	98	127	83	37	165
1981	100 (18.4)	95	45	106	135	98	88	101
1982	100 (16.0)	94	36	101	115	101	71	88
1983	100 (13.6)	93	42	112	119	94	69	103
1984	100 (14.4)	98	45	94	119	97	77	75

（出所） 第1図と同じ。

（注） かっこ内は金利(%)。

第17表 韓国の借入金利指数（製造業）

（製造業=100）

	製造業	食料・飲料 ・タバコ	繊維 その他	木・木材 製品	紙・紙製 品	化学・石油・ 石炭・ゴム・ プラスチック	非鉄金属	第1次 金属	金属加工 物、機械 ・装置
1973	100 (9.8)	100	109	79	130	99	107	69	104
1974	100 (10.5)	101	87	93	137	126	79	77	115
1975	100 (11.3)	123	91	112	132	116	102	73	94
1976	100 (11.9)	139	103	83	140	112	87	66	98
1977	100 (13.1)	127	103	83	140	112	87	66	98
1978	100 (12.4)	136	125	86	137	123	85	56	93
1979	100 (14.4)	113	111	97	131	120	92	69	94
1980	100 (18.7)	110	101	120	112	126	84	65	105
1981	100 (18.4)	105	102	110	109	114	95	85	95
1982	100 (16.0)	118	100	95	120	113	101	73	98
1983	100 (13.6)	125	107	98	102	102	108	92	96
1984	100 (10.0)	118	99	97	85	122	94	85	97

（出所） 第1図と同じ。

（注） 第16表と同じ。

第18表 韓国の規模別・産業別借入依存度  
（負債/総資産）（1971~82年の平均）

(%)

	大企業	中小企業
食料・飲料	48.2	36.0
繊維	55.7	45.6
第1次金属	53.1	39.4
機械	49.5	32.5
電気・電子	44.1	38.5

（出所） 第1図と同じ。

部門の代表にして比べてみよう（第18表）。大企業でみると借入依存度の一番高いのは繊維産業で、次いで第1次金属、機械、食料・飲料、電気・電子の順であった。表では示していないが外国借入依存度が最も高いのは第1次金属で、次いで織

維、機械、食料・飲料、電気・電子の順であった。はじめの2部門の依存度が高いのは、この部門の企業の多くが輸出指向で企業規模も大きいからであった。電気・電子の依存度が低いのは、エレクトロニクスのような新しく発展中の部門が含まれているからであろう。

大企業の借入資金名目平均金利は、第1次金属が最も低く、次いで繊維、機械、食料・飲料、電気・電子の順であった（第19表）。はじめの2部門が低金利なのは、多分、優遇輸出金融を含む政策資金を利用しているからであろう。一方、食料・飲料の実効金利は一番高く、中小企業、大企業とも平均貸出金利と実効金利との差は最大であっ



第19表 韓国の名目・実効借入利率  
(1971~82年の平均) (%)

	大企業		中小企業	
	名目利率	実効利率	名目利率	実効利率
食料・飲料	16.4	21.8	19.3	30.8
繊維	14.0	16.0	14.8	17.2
1次金属	10.0	11.2	19.8	26.5
機械	15.5	18.2	20.3	26.6
電気・電子	18.0	21.2	17.6	22.9

(出所) 第1図と同じ。

た。これは、信用割当がこの部門で行なわれていることを反映しているとみてよいであろう。

### V 韓国の資本構成を決定する 主な要因

以下では、企業金融論の観点から、韓国の自己資本比率すなわち資本構成を決定する要因を検討してみよう。企業金融の標準的理論であるモジリアニ=ミラー理論によれば、投資家が合理的に行動し、資本市場が完全で、取引コストや税がない状況下では、企業の価値すなわちその資産・債務の市場価値は資本構成と無関係である。しかしながら、こうした状況は現実の世界ではありえない。そのうえ、資本構成は、優遇貸出やさまざまな税の影響を受けやすい。特に韓国では、企業所得税、株主に対する配当税、債券投資家に対する利子所得税に対し異なった税体系が存在し、また政策金融による人為的な低金利と未組織金融市場からの借入という高金利との2重の借入構造があり、最適企業金融構造は大きく影響を受ける。金利支払いは、たいていコストとみなされ、税を免除され、それゆえ借入は節税効果があつて企業に借入を促すこととなる。配当に対する個人所得税率が、利子にかかる税に比して高ければ高いほど、企業は増資に熱心でなくなる。キング (M. King)

は(注1)、税判別変数 (tax discriminant variable) の概念を用い、企業の内部留保、新株発行、借入を含む種々の資金調達法の長所を比較し、内部留保にかかる税と配当収入にかかる税との違いを区別する。いま、 $q$  を過去の税配当に対する内部留保の機会費用、すなわち内部留保1単位が分配されれば株主が受取れる量と定義すれば、 $q$  が1より小さければ配当は、内部留保等に比し重く課税される。さらに、 $z$  をキャピタルゲイン税率、 $t_c$  を企業所得税、 $t_i$  を個人所得税の限界率と定義すれば、次の算式が導かれる。

$q+z-1 > 0$  ならば、企業にとって、新株発行の方が内部留保より有利である。

$1-t_i > 0 > 1-t_c$  ならば、新株発行よりも借入の方が有利である。

$1-t_i < (1-z) \cdot (1-t_c)$  ならば、借入より内部留保の方が有利である。

崔等は、公開および非公開の韓国企業について、1961年から83年までの期間、キングの方法を応用してこのような関係を計算し以下の結果を得た(注2)。

第1に、配当が課税を免れた1961年から71年までを除くと、 $q$  は公開・非公開の企業ともに1より小さく、配当として分配されるべき企業等の利潤が、内部留保されるべき分比べて課税が重かったことを示していた。第2に、公開企業の場合は、1961年から71年の間を除くと、内部留保による資金調達の方が新株発行よりも有利であった。第3に、公開・非公開企業ともに、新株発行よりも借入による資金調達の方が有利であった。第4に、公開・非公開企業ともに、総合所得税が施行された後の1975年から78年までの期間を除いて、内部留保よりも借入による資金調達の方が有利であった。1975~78年には、公開企業では、借入よ

りも内部留保による資金調達の方が有利であった。

これから導かれる結論は、過去20年にわたって税制は、借入が最も有利な企業の資金調達法であった、ということである。このことから、企業の資金調達法としては、借入、内部留保、新株発行の順に有利であることがわかり、韓国企業の負債比率の高さ、自己資本比率の低さが説明される。

上記の事実は、企業の資金調達コストにかかる種々の税制の影響を分析した結果である。韓国の金融システムの特徴を考慮に入れたモデルから、企業の最適資本構成はどのように導かれるであろうか。南は、破産時に株主・社債保有者の税引き後所得の現在高からコストを引いたものを最大にするように企業が行動するというモデルを使って、最適資本構成を分析した<sup>(注3)</sup>。韓国の金融政策の特徴を考慮して、規制金利での借入と私金融市場での借入を区別して考える。前者は、金融当局によって人為的に決められるため、企業は後者の最適借入額と最適な負債比率（負債/自己資本）を決定する。倒産時にかかるコストは、総借入額、市場金利での借入に対する規制金利での借入の比率、借入総額の加重平均金利の三つの変数によって決定されるとする。その結果、最適負債比率をもたらす均衡条件は次のように導かれる。

$$t_c + t_{pe}(1-t_c) - t_{pi} = c_{f1} + c_{f2}/D_0$$

$$c_{f1} = \partial c_f / \partial (D_0 + D_p) > 0$$

$$c_{f2} = \partial c_f / \partial (D_p / D_0) > 0$$

ただし  $t_c$  は企業所得税率、 $t_{pe}$  は株主の配当収入にかかる実効税率、 $t_{pi}$  は利子所得にかかる個人所得税率、 $c_f$  は倒産コスト、 $D_0$ 、 $D_p$  は、それぞれ、規制金利での借入額と私金融市場からの借入額である。韓国にキャピタルゲイン税はないという事実からこれらの等式は次のように修正される。た

だし  $t_d$  は配当にかかる所得税率、 $\delta$  は社外分配率である。

$$t_c + \delta t_d (1-t_c) - t_{pi} = c_{f1} + c_{f2}/D_0$$

$c_{f1}$  と  $c_{f2}$  が与えられているとき、この式は、 $t_c$  と  $t_d$  が大きく  $t_{pi}$  が小さいほど負債比率が高くなることを示す。

資金不足時に資金コストに影響を与える企業の加重平均借入金利、株式資本の帳簿価格の修正に反映する市場価格の変化を考慮する変数、景気変動を表わす変数、政策変更を表わすダミー変数を変数として加えると結果は次のようになる。

第1に、企業の所得税率が高ければ高いほど負債比率は高まる。第2に、総資産に対する低金利での借入（金融機関からの借入で外債を含む）シェアが高ければ高いほど、負債比率は高まり、加重平均した借入金利が高いほどそれは低下する。第3に、農林水産業を除いた部門の付加価値を代理変数とする景気変動に伴って負債比率は変化する。すなわち、景気停滞期には負債比率は上昇する（逆の局面では逆のことが起こる）。

以上の結果から、負債比率を改善するには、企業の所得税を引下げて配当所得税、利子所得税とのバランスを取る必要のあることがわかる。換言すると、配当所得税は高水準におかれ、利子所得税は分離課税として優遇されていることを示している。最後に、低金利で利用できる資金が負債比率を高めているのであり、これを減らすことが負債比率、すなわち資本構成の健全化には必要といえるのである。

(注1) King, Mervyn A., *Public Policy and the Corporation*, ニューヨーク, John Wiley & Sons, 1977年。

(注2) 崔洸「企業財務政策と税制」(同『韓国税制の主要政策課題と改善方向』ソウル 韓国開発研究院 1984年)。

(注3) 南相祐「二重金融構造下の企業財務構造」  
(『韓国開発研究』第6巻第3号 1984年秋)。

## 結 論

以上、韓国の「政府主導型間接金融システム」あるいは「政府主導型信用割当システム」による企業金融構造形成の政策的要因を説明、分析したことから、次のような結論が導かれる。このシステムは、固定比率、負債比率、長期固定適合比率の上昇により、自己資本比率を低下させ、金融費用負担増大により、総資本純利益率を引下げる結果をもたらす。しかし、このような、通常、倒産リスクの増大と受けとられる財務比率の動きは、政策当局により産業政策の帰結として容認され、優先分野の投資促進の実現が図られてきた。それゆえ、借手である企業のみならず、金融システムに対しても、中央銀行、政府による救済保証とその実行を背景に、経済成長が促進されてきた。

これに対し、相対的に「市場型」と称し得る台湾は、対照的に自己資本比率は安定した水準を維持し、また、その財務比率の動きからも、金融システムと借手企業との間に、市場原理による資金需給が行なわれていることを示している。

また、韓国の選択的信用統制に基づく「政府主導型間接金融システム」においては、非優先部門、あるいは中小企業の分野で、金融機関の政策的低利融資と中央銀行・政府による政策的インセンティブが与えられている。しかしながら、それにもかかわらず、私債市場の存在の下で、市場金利に近づけられた実効金利が存在していることが窺い得る。

さらに、代表的な企業金融理論に基づく最適資本構成モデルと財政要因の実証分析からも以上のような韓国における政策体系の下では、間接金融依存、借入依存を高める行動が、企業にとって合理的な資金調達行動であることが立証された。

(アジア経済研究所総合研究部研究主任)