慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	組織金融市場と未組織金融市場の補完関係と代替関係 : 韓国・ タイのケース
Sub Title	Complementarity and substitutability between the regulated and unregulated financial markets : case study of Korea and Thailand
Author	岸, 真清
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1987
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.80, No.5 (1987. 12) ,p.463(69)- 477(83)
JaLC DOI	10.14991/001.19871201-0069
Abstract	
Notes	村井俊雄教授退任記念論文集
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19871201-0069

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

「三田学会雑誌」80巻5号（1987年12月）

組織金融市場と未組織金融市場の補完関係と代替関係

——韓国・タイのケース——

岸　　真清

I　はじめに

先進国においてもそうであるが，とくに発展途上国の金融仲介を考える際，資本市場の不完全性を想定せざるを得ない。本稿は，韓国・タイのケース・スタディから，資本市場の不完全性を考察するものである。両国は他の国々（それぞれ中進国，途上国と比較して）よりも整備された銀行制度を有する。しかし，組織金融市場と未組織金融市場の間で二重の金融構造を形成している。金融の二重構造下で遂行される金融政策は投資と貯蓄の型に影響を及ぼしながら実物部門の二重構造を定めている。

一国の資本蓄積過程を研究するとき，二重構造の型として，伝統的な自給経済部門と近代的な輸出部門の併存を対象とするのが，一般的である。しかし，二重構造は同じ工業部門内でも生じる。大企業と中小企業からなる規模別二重構造がそれである。

本稿の目的は，規模別二重構造に焦点を当て，それが金融の二重構造とどのようにかかわり合っているのかを検討することにある。それゆえ，まず，第2節において，韓国・タイの政策主体である組織金融機関を展望する。両国は経済発展段階が異なるばかりでなく，工業化のための金融政策も異なっている。第1次から第5次にわたる経済発展計画のなかで，韓国は強力な信用割当を背景に工業化を成功させている。これに比べ，タイは強い割当を行っているわけではない。そのことは預金銀行・開発金融機関の行動と性格からも伺われる。

第3節は，未組織金融市場の役割を考察する。組織金融機関，金融市場は未組織金融機関，金融市場の役割を決定する。未組織金融市場は政府の規制を受けるものではなく，その意味で価格のメカニズムが機能する市場であると考えられる。従来，両市場は代替関係と把えられがちであった。しかし，政策金融が組織金融市場を通じて大企業を優遇するとき，それに接近できない中小企業は未組織金融市場から資金調達をせざるをえない。このことに着目し，両市場が補完的であるとする考え方も，最近，有力になっている。

第4節は，4つのモデルを用意する。そして資金調達をする企業，運用する家計が組織金融市場

と未組織金融市場との間でどのような行動をとってきたのかを考察する。そのため，まず，両市場の相互関係を，1)完全代替モデル，2)不完全代替モデル，3)不完全補完モデル，4)完全補完モデルを用いて，整理する。次いで，未組織金融市場参加者の特質を分析することで，代替関係と補完関係について論じる。

最後に，補完的関係として把えられる中小企業および家計のための資金のチャンネル作りを提案する。

II 韓国・タイの金融組織の比較

韓国・タイ両国は他の東・東南アジア諸国に較べて相対的に整備された銀行制度を有する。一方，他の国々と同様，二重の金融構造を持っている。すなわち，伝統的，多様にして競争的な未組織（未制度）金融市場（Unregulated Financial Market, UFM）と近代的かつ組織された（制度）金融市場（Regulated Financial Market, RFM）がそれである。金融の二重構造を背景に，両国の金融政策は資金の供給と需要を通じて，投資と貯蓄によって決定される実物経済に強く影響を与える。そのことが，企業規模および業種別からみた実物部門の二重構造を形成している。両国はまた海外資金の導入に成功し，そのために金融機関を整備してきたことでも共通している。

しかし，両国の経済発展政策の遂行の方法は異なっている。韓国はいわゆる政策金融[(1)]と呼ばれる信用割当と利子率の統制によって第1次5カ年計画以来，輸入代替型の，そして第2次5カ年計画から輸出促進型の工業化を急速に進めている。これに対し，タイは第3次経済社会開発計画期以降輸出工業化を掲げているものの，基本的に民間主導型である。このことは，工業化の政策主体である産業開発銀行の性格にも反映されている。ここでは，RFM と UFM から構成される金融組織と金融政策を，1)韓国，2)タイのケースから比較検討する。

韓国の金融組織

韓国の組織金融市場（RFM）内の金融機関（Regulated Financial Institutions, RFIs）[(2)]は，韓国銀行（Bank of Korea, BOK），預金銀行（Deposit Money Banks, DMB）の貨幣的機関，開発機関，貯蓄機関，生命保険会社，投資会社の非銀行金融仲介機関が主なものである。これらの間接的金融機関のほか直接的金融機関として証券諸機関およびその他準金融機関が存在している。

注（1） 政策金融とは，政策当局が特定部門へ資金を供給するために，差別的な信用割当を行う質的な統制手段を用いることである。その定義については，たとえば，伊東和久「政策金融と金融政策—韓国の事例研究—」アジア研究，1981年9月，p. 35. また，信用割当の理論的考察については，金子隆「預金・貸出市場」（村井俊雄監修，岸真清・太田康信・大村敬一・金子隆・山田健著『現代金融市場論』学文社，1985年）pp. 68-90 を参照。

（2） Cole, P. C. and Park, Y. C., Financial Development in Korea, Council on East Asian Studies Harvard University Press, 1983, Chapter 3. Skullt, M. T. (ed.), Financial Institutions and Markets in the Far East, The Macmillan Press, 1982, pp. 136-169.

各金融機関の出現は韓国近代化への足跡でもある。BOK は戦後の韓国経済の再建に際し1950年に制定された中央銀行である。DMB は商業銀行と特殊銀行に分けられる。商業銀行は現在，預金預け入れと短期資金の貸出しを行う通常の機能を果している。しかし，60年頃までは商業銀行を統制する中央銀行とともに金融的発展とインフレ対策を主な目的としていた。特殊銀行のなかでは，まず，小農業者・小企業者を保護するため，61年に全国農業協同組合連合会および中小企業銀行が設立された。次いで海外資金獲得のため，韓国産業銀行法，韓国銀行法が改訂された。63年，64年には外国資本とくに日本からの資本流入を貸付けの形にするため，外国ローンへの支払保証制度がとられた。65年にはいわゆる金融改革が試みられ，定期預金金利が大幅に上昇した。その後，60年代後半の新しい金融機関として，韓国外換銀行，韓国信用銀行，韓国住宅銀行が設立された。韓国外換銀行は BOK の外国為替および海外運用部門の金融資金を扱うために分離したものである。韓国信用銀行は5つの国民銀行の信託部門を統合したもので，実際には商業銀行の機能を果している。そして現在，ソウル信託銀行になっている。韓国住宅銀行は低所得家族のために住宅資金融資を行う。

70年代に入ると，新しい型の非銀行金融機関の役割が増すことになった。すでに50年代設立の韓国産業銀行（Korea Development Bank, KDB），60年代設立の韓国開発金融公社（80年6月より韓国長期信用銀行に改名）および韓国輸入銀行に加えて，新たに国民投資基金（National Investment Fund, NIF）と韓国土地金庫が設立された。これらの諸機関は共通して政府，国際金融機関，外国銀行からの借入金と公債発行から得られる基金によって長期産業信用を供給している。ただし，特定の顧客を除き公衆の預金を認めていない点で DMB と異なる。なかでも，KDB と NIF は長期信用に対して中心的な役割を果たし，政策金融の中核機関ともなっている。

韓国産業銀行（KDB）は60年以降の各年次において韓国の設備資金総額のうちほぼ一貫して50％あるいはそれ以上の貸出しシェアーを受け持っている。KDB の貸出，投資先は産業別では製造業が主であるが，各5カ年計画の目標と密接に結びついている。(3) たとえば消費財輸入代替期であった62～65年の第1次5カ年計画期は，制度基盤整備のねらいもあって，資金供給を主に経済開発計画事業に当てている。67～71年の第2次5カ年計画期は消費財輸出と中間財輸入代替期であったが，高度成長実現のため化学・鉄鋼・機械工業に優先的に資金を供給している。72～76年の第3次5カ年計画期は資本財・中間財輸入期であって，一層の重化学工業化によって年8.6％ほどの高度成長をめざしていた。そして第2次計画期と同様，鉄鋼・機械工業への資金供給が中心になっている。第4次5カ年計画はバランスのとれた自立成長のための産業構造作りをめざした。鉄鋼・機械工業融資を中心に産業構造の高度化へ向けて集中的な資金供給が行われている。

5カ年計画遂行の柱である KDB の資金調達は政府からの借入金と外国資本借入が主である。発

注（3） 韓国の5カ年計画については，伊藤和久「韓国の経済成長と産業開発金融」（伊藤和久編『発展途上国の産業開発金融』アジア経済研究所，1983年）pp. 89～95 および海外経済協力調査部編『海外経済協力便覧 1968, 1972, 1978, 1984』，さらに，Kuznets, P. W., Economic Growth and Structure in the Republic of Korea, Yale University Press, 1977, pp. 196-216 を参照。

足当時は財源のほとんどを政府からの借入金に頼っていた。その後，依存度を低め，83年現在で調達総額の 10% ほどになっている。これと対照的に外国資本の借入は飛躍的に増加し，50% 近くを占めるに至っている。

国民投資基金（NIF）は第3次5カ年計画に先立って，国内貯蓄を高めるような新しいチャンネルの創造を目的とした。すなわち，5カ年計画の主目標である重化学工業の発展に必要な資金を供給するために設立されたものである。NIF の財源は，NIF 債券の発行，国民貯蓄組合資金，金融機関貯蓄性預金，公共基金，政府からの移転などである。とくに DMB による債券引き受けと預金が多い。NIF は金融仲介者として，DMB，KDB と並んで重化学工業，電気業，延払輸出などに設備資金と運転資金を貸出している。貸出金利と預金金利は逆鞘である。たとえば78年において輸出信用向けが 6%，重化学工業向けが16% 程度の貸出金利にもかかわらず，預金金利は 6% から 18.6% の範囲である。

組織金融機関（RFIs）には，上述の諸機関のほかにも，投資金融会社，相互信用金庫，信用組合の貯蓄機関と投資金融会社，証券会社，証券投資信託会社，証券金融会社の投資会社が存在する。これらは，いずれも未組織金融市場（UFM）の短期金融を吸収する機能を持つ。

政策金融を担当する RFIs は政府ないしその他の政策主体によって価格・参加の規制を受けている。しかし，規制によって金利などが現実の金利と離れたところに設定され，その結果，資源配分の効率性を失うことも多い。しかし，UFM の金融機関（UFIs）は政府の規制を受けるものではなく，合法的に認められていないブローカー，ディーラーを通じて取引を行うものである。UFM 証券は RFIs が発行する短期の間接証券と密接な代替物であり，1年あるいはそれ以内に満期となる短期の本源証券のための市場である。UFM を通じて，マーケット・メカニズムが機能するわけである。

UFM そのものは，また，以下の5種類の市場から構成される[(4)]。専門的な仲介者を介在させないで究極的な借り手と貸し手が直接取引する民間信用市場（rudimentary private credit market）。他の東南アジア諸国にも広く見られるように，預金と貸付けのための分割支払い制度によって特徴づけられるケ市場（kye market）。コマーシャルペーパーの市場でありながらも，インフォーマルに取引きされる手形市場（informal bill market）。企業が借り手であり，他方，企業所有者，政府役人，不動産ブローカーなど異質な貸し手からなる大規模なインフォーマル信用市場である場外市場（curb market）。相互貯蓄と貸付機関の形態をとる無尽によって代表される消費者と小企業者のための灰色金融市場（grey financial market）。

タイの金融組織

タイの組織金融機関（RFIs）には，中央銀行としてのタイ銀行（Bank of Thailand, BOT），銀行

注（4） Cole, D. C. and Park, Y. C., op. cit., Chapter 4.

機関としての商業銀行と特殊銀行が存在する。そのほかに，非銀行金融機関の農業および貯蓄協同組合，住宅金融会社，ファイナンス会社がある。

タイ銀行（BOT）は本来の政策目的である政府のための銀行，貨幣供給量および外国為替の統制，銀行組織の調整，最終的な資金の貸し手としての機能のほか，1970年以来，経済発展計画に沿う優先部門への優遇利子率の検討も加えている。しかし，BOTの影響力はそれほど強いものではない。他の金融機関のBOTからの借入金比率が低いこと，統制を行なおうとしてもそれぞれの機関の管轄があって一様に影響力を行使できないという問題[5]がある。

商業銀行はタイにおいて長い歴史を有し，経済発展に対して主導的な役割を果しているといってよい。たとえば，「世銀報告」によれば[6]，80年現在で，タイのRFIsの総預金量3,020億バーツのうち2,171億バーツと71.9%を占める。また総投資に占める割合も651億バーツのうち327億バーツと50.2%である。同様にパイロート（Vongvipand, P.）によると[7]，製造業の資金調達において78年現在でRFIsの総貸出額147億バーツのうち商業銀行の貸出しは57億バーツと39.1%を占める。これは中央銀行再割引の形をとるタイ銀行の68億バーツと並んで重要である。

タイ産業金融公社（Industrial Finance Corporation of Thailand, IFCT）および小企業金融部（Small Industries Finance Office, SIFO）[8]は商業資本の資金不足を補い，開発のために優先される部門へ信用配分を行う目的の下で，それぞれ，1959年，64年に設立されている。

IFCTは資本市場育成の目的も有するが，基本的に民間の金融機関である。韓国産業銀行（KDB）の株式が全額政府所有であるのと対照的に100%民間保有であることが特徴である。しかし，他方ではタイ銀行（BOT）から低利の長期資金を受け取っていることで，他の民間金融機関と異なっている。また，海外からの借入金比率もきわめて高い。79年12月現在，IFCTの資金構成は借入金が82%である。その内訳はBOTから6%，海外から76%である。そのほか，社債発行が3%，資本金が15%である。

IFCTの貸出しは商業銀行の製造業向け総貸出額の7.4%（79年）にすぎない。しかし，中・長期の貸出しを行うことで製造業部門への貢献は大きい。加えて，融資が国家の政策目標に沿っていることに着目されなければならない。最優先の融資プロジェクトは，たとえば，以下のようである。

(1)第2次経済社会開発計画（1967～71年）以来の政策目標である輸入代替産業育成のための，外貨節

注（5） Projects Department East Asia and Pacific Regional Office of the World Bank, Thailand-Perspective for Finacial Reform Volume 1, Dec. 1982, pp. 59-63. また，Skully, M. T., Financial Institutions and Markets in Southeast Asia, The Macmillan Press, pp. 296-378 および Jao, Y. C., Financial Structures and Monetary Policies in South East Asia, The Macmillan Press, 1982, pp. 148-161 を参照。

（6） Projects Department East Asia and Pacific Regional Office of the World Bank, op. cit., p. 61.

（7） Vongvipand, P., Finance in Thailand's Industrial Development Context A Report prepared for the NESDB, Nov. 1980, 第11表による。

（8） Ibid., pp. 62-80.

約プロジェクト，(2)第3次経済社会開発計画（1972～77年）に掲げられて以来の政策目標である輸出工業化のための外貨獲得プロジェクト，(3)第4次経済社会開発計画（1977～81年）で取り上げられた雇用増大目標に照らしたプロジェクト，などである。これらは，タイ経済計画の優先項目に対応している。

SIFO は，もともと手工芸等の家内・零細企業への低利率の資金援助および技術援助を目的とするものであった。資金源は政府の予算に計上された資金を原資とする。この資金がクルンタイ銀行に預託され，同銀行が預金額の3分の1の割合で SIFO へ資金供給している。貸出先は，アグロ・インダストリーおよび輸出促進プロジェクトを主としながら，IFCT 同様，経済計画を支えている。

上述の諸機関にファイナンスカンパニーを加えたのが，タイにおける工業化のための組織金融機関（RFIs）である。なかでも，商業銀行と IFCT が代表的である。これらの機関は民間主導型の性格を有し，したがって韓国とはタイプが異なるが，海外資金を取り入れながら政策金融を担当する主体であると言えよう。RFIs の型に対応して未組織金融機関（UFIs）との関係も異なっている。

UFIs[(9)] は営利的なものとそうでないものの2つの型を持つ。両者を分けるのは利潤獲得動機である。前者に相当するのが，専門的金貸し，地主，チト取扱者（traders share society/group/scheme），地方商人・原料供給者である。非営利的なものとして，親族，友人があげられる。

未組織金融市場（UFM）そのものはタイにおいても韓国と同様に定義される。ローゼンタール（Rozental, A. A.）によれば，UFM は政策当局が監督をしない市場である。また，資金運用をカバーする規制はほとんど存在しないが，以下の特徴が指摘される。(1)信用は消費と非生産的目的に対しても使用される。(2)信用は投機活動に投資される傾向にある。(3)組織金融市場（RFM）とのリンクはむしろ弱い。他方，ワイ（Wai, U. T.）は UFM が消費支出のために使用されているとしながらも，資金供給の80～90％が UFM で取引されていることをあげ，その役割の大きさを指摘する。また，中央銀行が UFM の貸出し条件に影響を及ぼさぬことから，ローゼンタールと同様に，RFM とのリンクは弱いと主張する。

Ⅲ　経済発展パターンと未組織金融市場の役割

金融の二重構造のなかで未組織金融市場（UFM）は伝統的農業・手工業・サービス部門に対応して形成されてきた。たとえば，第1次5カ年計画発表当時の韓国あるいはタイはごく最近まで基本的に農村社会であった。したがって，必ずしも近代的な金融機関になじむ経済構造ではなかった。むしろ，金貸し，ケ・チトなどの未組織金融機関（UFIs）に深く結びついていた。

他方，韓国の預金銀行（DMB）・産業銀行（KDB），タイの商業銀行・産業金融公社（IFCT）が輸入代替工業化，輸出促進工業化政策に従って大企業中心に政策金融を実施した。とくに，韓国は政

注（9）Onchan, T., Informal Credit and the Development of Non-farm Enterprises, A Report prepared for USAID, Dec. 1984, pp. 4-9.

策金融が急速な工業化をもたらした例である。優遇企業に対する組織金融機関（RFIs）の金利はUFIsのそれよりも低く，貸付資金への超過需要を生む。そのことが政策当局の信用割当を可能にする根拠となっている。ここに，低金利資金の恩恵を受ける輸出業者ないしは大生産者とRFIsに接近し難い小企業の格差を生じさせることにもなる。すなわち，工業化の過程でRFIsから十分に資金を供給されない部門と伝統的な社会とがUFIsに依存するわけである。

UFMと組織金融市場（RFM）は，従来，代替的な関係にあるとされていた。たとえば，ショー（Shaw, E. S.），マッキノン（Mckinnon, R. I.）は資本市場の不完全性を前提し資本と貨幣の補完性を指摘するが，UFMとRFMを代替的な関係と把える。[(10)] UFMとRFMの代替性を重んじる考え方は，一般的に利子率の役割を高く評価する。すなわち，RFMの貸出金利の上昇があれば貯蓄がUFMからRFMへシフトすることを想定する。ところが，最近，両者は補完的であるとするコール＝パク（Cole, D. C. and Park, Y. C.）などの考え方が出現している。この考え方は利子率よりも信用量の役割を重視する。コール＝パクは韓国企業の資金調達に着目し，長期の固定資金（設備投資）のための貸付市場と短期の運転資金（在庫投資）のための短期の貸付市場を区別する。そして設備投資はRFMと密接であり，在庫投資はUFMから調達される。RFMの信用が制限されたとしても，設備投資を減ずるだけであり，UFMでの在庫投資が続けられることを指摘する。

タイのケースは，前述のワイ，ローゼンタールのように，UFMとRFMが分離され，ほとんど別個の市場であるとされていた。ところが，トングロー（Onchan, T.）はワイ，ローゼンタールを批判する。すなわち，公衆が低い利子率でRFIsから借り入れ，その資金をUFIsに再投資することで高収益を得ているケースを指摘する。[(11)] ただし，UFMでの信用拡大はRFMで信用が厳しく統制されているからではない。たとえば，83年のブーム期のようにRFMの信用拡大の結果がUFMの信用を拡大させるという，信用拡張期に限った補完関係を観察している。

共通した二重の金融構造のなかで，UFMの役割について見解が異なるのは，韓国とタイの政策主体の違いにもとづく。ここでは，政策主体の違いが引き起こす経済発展パターンがUFMにどのような機能を果たさせているのかを論ずる。

〔1〕 韓国の政府，企業，家計，海外の各経済主体をめぐる資金の流れは第1図のようである。[(12)]

注（10） マッキノンは利子率の上昇が貯蓄意欲を高めたとしても，UFM証券の保有を減じるだけであると考える。ショーも貯蓄に対する利子率のインパクトを評価する。高金利政策が，一方では実物資産保有の収益率を高め，他方，生産過程の投入物としての実質貨幣供給量を拡大させる傾向にあることを指摘する。

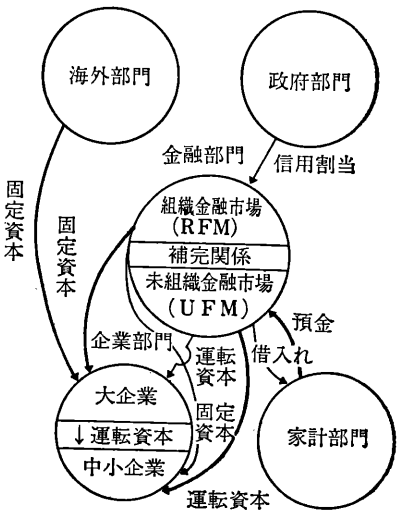
しかし，コール＝パクは，こうした実物資産と貨幣の間の補完性は韓国のケースではあてはまらないと考える。その理由は，海外からの資本流入が生じかえってUFM証券の保有を高める可能性があること，貨幣供給量の増加は単に労働力を節約する可能性を有するだけであることに求められる。いずれにせよ，UFMの分析が彼らに欠けていることに不満を持つ。Cole, D. C. and Park, Y. C., op. cit., pp. 204-207.

（11） Onchan, T., Informal Credit and the Development of Non-farm Enterprises, op. cit., pp. 19-20.

（12） 拙評「David C. Cole, Yung Chul Park Financial Development in Korea 1945-1978」アジア研究，1984年7月，pp. 92-100.

韓国の公式利子率は1965〜71年の高金利期を除いてマーケット・メカニズムで決定されるべき均衡水準以下に設定されている。こうした低金利政策は，一方では，企業による資金需要を高め，ハロッド＝ドーマーの成長モデルのように投資を刺激するのに役立っていた。他方，インフレにもかかわらず名目利子率が低く置かれたことでゼロに近いか負の実質利子率は，公衆の貯蓄誘因を阻害し，65年の金融改革を必要とすることになった。しかし，65〜71年においてすらRFIsの利子率はUFIsのそれよりも低く，低金利政策がUFM拡大の重要な要因となっている。

第1図　韓国の金融の二重構造



(注) 太線は主な資金ルートを示す。

低金利政策の結果生じる超過需要のギャップを調整するためには，貨幣供給量を増加させるか信用割当を厳格にすることで超過需要を抑えるかである。前者の場合，調整手段はDMBないしKDBへ追加的な貸出しを行うか商業銀行の準備率を低めることで信用量を拡大することである。

後者が選択される場合に，第1優先順位は政府所有ないし統制企業，第2優先順位は輸出産業あるいは大規模生産者のごとく経済発展にとっての戦略的な産業とされた。RFIsの核とでも言うべきDBMおよびKDBを通して最も低い利子率で長期資金を優遇部門へ供給した。しかし，政府は資本財および先端技術の機械類に長期的な投資をするものの，運転資本にはそれほど注意を払わなかった。かくして，短期資本が不足し短期金融をUFMに求める素地が残される。加えて，優遇を受けられない産業，企業はUFMに頼らざるをえなかった。

RFMとUFMからどのように資金調達をするかは，両者が果して代替的であるのか補完的であるのかによる。RFMの銀行預金とUFMのインフォーマル証券が完全に代替的であれば，借り手にとってどちらから借入れるかは問題ではない。この時，RFMとUFMでは以下のような均衡状態が得られる。資金需要を充たすためにDMBが中央銀行から借入金を増し信用量を高めると，RFMの利子率が低下しUFMの需要をその分だけRFMに吸収する。その結果，UFMの信用供給量と利子率が低下する。

しかし，コール＝パクは過去20年間の韓国の経験から，両者が補完的であると主張する。第1図のように，企業の資金調達の方法からみて，2つの資金需要の型を見い出しうる。1つは大企業であって主として固定資本（設備投資資金）をRFMに，運転資本（在庫投資資金）の一部をUFMに求める。もう1つは中小企業であって運転資本の大部分と固定資本の一部をUFMに求める。RFMからの借入金は，韓国において，通常，長期負債とみなされ実物資産が担保として要求される。それゆえ，主として大企業が設備投資資金を求めてRFMに接近することが可能になる。一方，売上高期待の関数でもある在庫投資は懐妊期間が短い。したがって，RFMよりも高い金利にもかかわ

らず，UFM から調達される傾向にある。大企業の場合ですら，在庫水準の上昇につれて UFM からの借入が増加し，利子率の上昇があったとしても必ずしも UFM からの借入金を減らすものではない。

資金の供給からみても，RFM と UFM の併存が保証される。貯蓄しようとする公衆はより高い収益率を求めて UFM へ預金する。家計はもともと UFM と強く結びついている。また，短期的に過剰流動性を有する企業は，UFM へ資金を貸出しすることで利潤を得ることができるからである。72年8月3日の大統領緊急法令のごとく政府は UFM を制限しようとしているが，成功を収めているわけではない。むしろ，RFM は長期資金の貸出しを，UFM は短期資金の貸出しと預金を受け持つことで，両者は補完関係にあると言えよう。

〔2〕 タイの場合はどうであろうか。市場不完全性の観点から，金利規制がなされたとき信用割当が工業部門にどの程度いきわたるかが問題である。韓国であれタイであれ人為的に低く設定された利子率が超過需要を生む一方，供給側の商業銀行が危険を避ける行動をとることで共通している。

パイロートは，80年現在で年利15%の利子率が市場均衡利子率以下であるのかどうか，銀行の貸出しが需要を充たし得るのかどうかを問う。[13] さらに超過需要が存在すれば商業銀行の準備額を低めるはずであると主張する。そして，以下のように論じる。

商業銀行の総準備額に対する超過準備比率は60～68年平均で32.7%と高い。したがって，貸出し能力を超えた需要が存在しているという意味での信用割当は60年代には見受けられない。商業銀行の BOT での資金ポジションも60年代では正であり，借入れの方が小さい。ただし，70年代には海外からの借入れが増加しまた78年，79年にはとくに急増したのにもかかわらず，資金ポジションが悪化している。このことから，信用割当が行われたと推測することもできる。しかし，こうした年は例外として60～70年代を通してタイにおいては信用割当が行われているという根拠はない。

それでは信用割当が行われないのにもかかわらずなぜ UFM が存在しているのか。基本的には商業銀行が資金の貸出しにおいて保守的であることに，その理由を求めることができる。78年，79年を除いては商業銀行はむしろ超過準備を有しているのにもかかわらず商業銀行の貸出基準を充たしていない。そのことが，UFM 資金に依存せざるを得ない企業を生みだしているからである。商業銀行に接近可能な企業は，資本ないし実物資産収益率よりも低く，有利な資本コストで投資することができる。商業銀行は，もともと商業銀行の資金供給不足を補う目的で設立された IFCT，SIFO よりは高い金利で貸出しするが，それでも低金利の貸出しを行っている。たとえば，73年の −4.76%，74年の −12.03%，77年の 3.48%，78年の 3.66%，79年の 2.45% のように，実質貸出金利は負か零に近い。これに対応して，実質預金金利も，それぞれ，−8.49%，−16.33%，0.4%，0.12%，−0.89%である。このように，タイの信用市場は分化され，近代的かつ大規模企業は多数の中小企業を除外する形で，有利な資本コストでの投資を可能にしている。

RFM の借手は UFM への貸手となり，再貸付けのチャンネルを通して両市場を結びつける。

注 (13) Vongvipand, P., op. cit., pp. 46-49.

UFM 内の貸付可能資金の源泉[14]は2つである。1つは貯蓄であり，もう1つは商業銀行，貯蓄銀行，ファイナンス会社，とくに商業銀行を代表とする RFIs からの借入金である。後者の比率は高く，83年現在で，UFM の総貸付量の95%ほどである。貸付資金は貯蓄を源泉とする場合には消費に用いられる。UFIs の代表的な形態であるチト；シェアー・シーム (share schemes) の場合，消費と生産に使用される。従来，チト（シェアー・シーム）からの借入は消費を目的とするとされていた。しかし，トングローの実施したインタビュー調査によれば，投資のために用いられるという解答も多い。在庫投資が中心であるが，小企業になるほど設備投資資金としても使用される。このことから，タイの UFM は韓国と同様に，企業，とくに中小企業の資金調達においては補完的関係が見られると言えよう。

Ⅳ　代替関係と補完関係——4つのモデル——

組織金融市場（RFM）と未組織金融市場（UFM）が代替関係にあるのか補完関係にあるのかは，前述の政策主体の行動ばかりではなく，どのような型の UFM を想定するのかにかかる。たとえば，タイにおいて1978・79年の金融引締め期には UFM の信用量を拡大させた代替的関係が存在していた。しかし，83年のブーム期には，RFM の信用の拡大が UFM のそれを増加させる補完的な関係がみられた。

第1表　組織金融市場（RFM）と未組織金融市場（UFM）の相互関係

金融市場の変化 ＼ モデル		UFMの性格	RFMの需要曲線のシフト	UFMの需要曲線のシフト	UFMの供給曲線のシフト	RFMの利子率上昇，規模拡大に対するUFMの反応	
						利子率	規模
静態モデル	タイプⅠ	残余	—	↓	↓	↓	↓（消滅）
	タイプⅡ	需要曲線だけが分離	—	—	↓	↑（リスク・プレミアム）	↓（消滅するとは限らない）
動態モデル	タイプⅢ	需要曲線だけが分離	↑	↑	↓	↑（リスク・プレミアム）	↑
	タイプⅣ	需要曲線・供給曲線とも分離	↑	↑	↑	↑	↑

こうした一見，相反するがごとき相互関係をどのように説明したらよいのであろうか。補完関係と代替関係を4つのモデルで代表させ，整理することにする。

注 (14)　Onchan, T., op. cit., pp. 26-31.

モデルは，以下の4つである。

①静態モデル・タイプⅠ（完全代替）

②静態モデル・タイプⅡ（不完全代替）

③動態モデル・タイプⅢ（不完全補完）

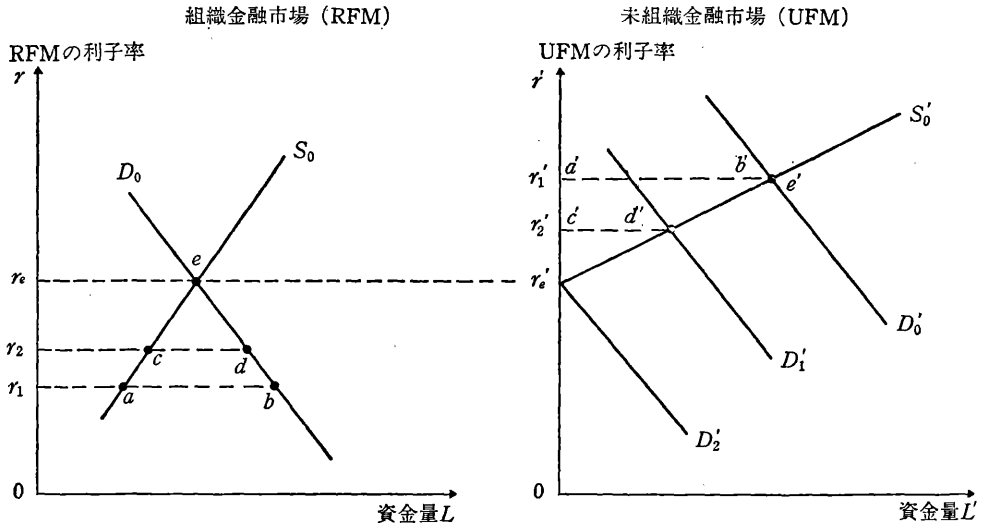
④動態モデル・タイプⅣ（完全補完）

上述の4つのモデルは，第1表のように，1)需要曲線および供給曲線のシフトの有無，その性格（残余的シフトか分離的シフトか）[15]，2)RFM の利子率上昇および（取引量）規模の拡大に対して UFM がどのように反応するかによって分類される。静態モデルと動態モデルを区別するのは，RFM 内で需要曲線のシフト（上昇）が生じるかどうかである。静態モデルは RFM の需要曲線のシフトを仮定しないが，動態モデルはそれを仮定する。

ただし，静態モデルも動態モデルも，需要・供給曲線が分離的なケースと残余的なケースを有する。第2図は静態モデルのうち，残余市場を想定するタイプⅠを示す。残余市場とは低金利政策下で資金の需給が基本的に RFM で決定され，残りの部分だけが UFM で取引される市場を指す。第2図一左図の RFM で生じている超過需要 ab は右図，UFM において $a'b'$ として吸収される。UFM の利子率 r_1' は RFM のそれ，r_1 よりも高く設定される。また，UFM の資金供給 S_0' は RFM の均衡利子率 r_e に等しい r_e' から出発している。このことは，r_e' が r_e よりも低いと資金が RFM へ供給されることを意味している。

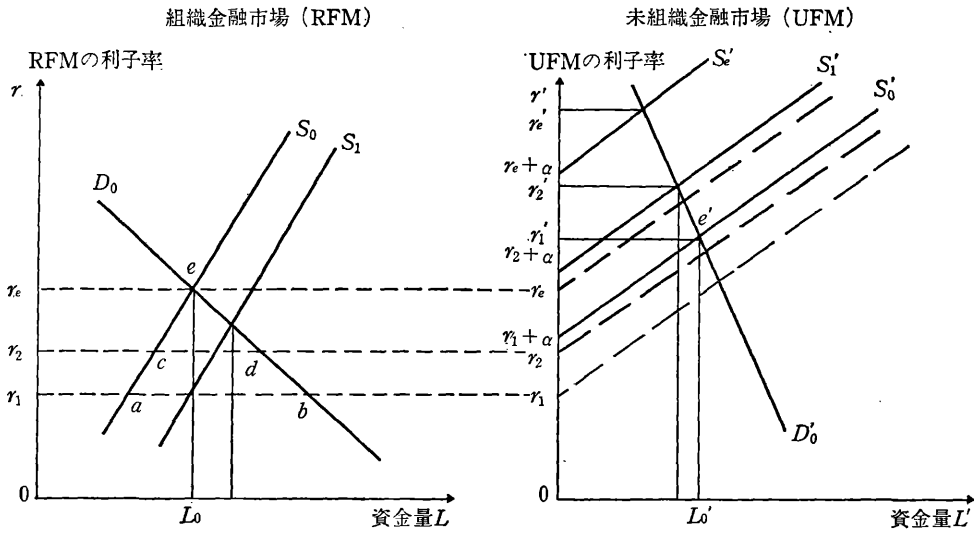
政府が RFM の利子率を r_1 から r_2 へ引き上げると超過需要が減少し cd になる。それに対

第2図　タイプⅠのケース



注（15）分離市場仮説および残余市場仮説については，Ku, S. M.「우리나라 私金融市場 의分析」金融，1982年10月，pp. 11-14 および Jeong, W. and Kim, H. B.「公金融市場과私金融市場」金融，1982年11月，pp. 9-15 を参照。

第3図　タイプIIのケース

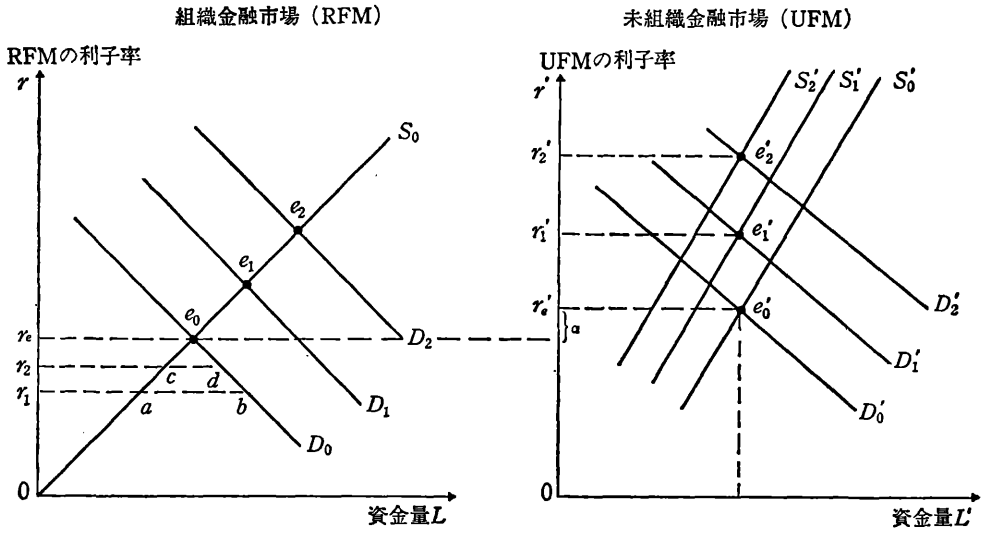


応して UFM の需要曲線が D_0' から D_1' へとシフトする。このようにして，UFM の資金需要が消滅し，RFM の均衡が得られる。このとき，RFM の利子率の上昇につれ，UFM のそれが下落している。このモデルは，両市場が完全に代替関係にあることを示す。もっとも，こうした代替関係は，以下の仮定にもとづく。(1)両市場が同質な金融商品を扱い利子率だけが異なっている。(2)利子弾力性が高く，利子率は効率的な需給調整機能を有する。(3)投資は利子率と投資収益率によって決定され，金融機関の型による影響は存在しない。

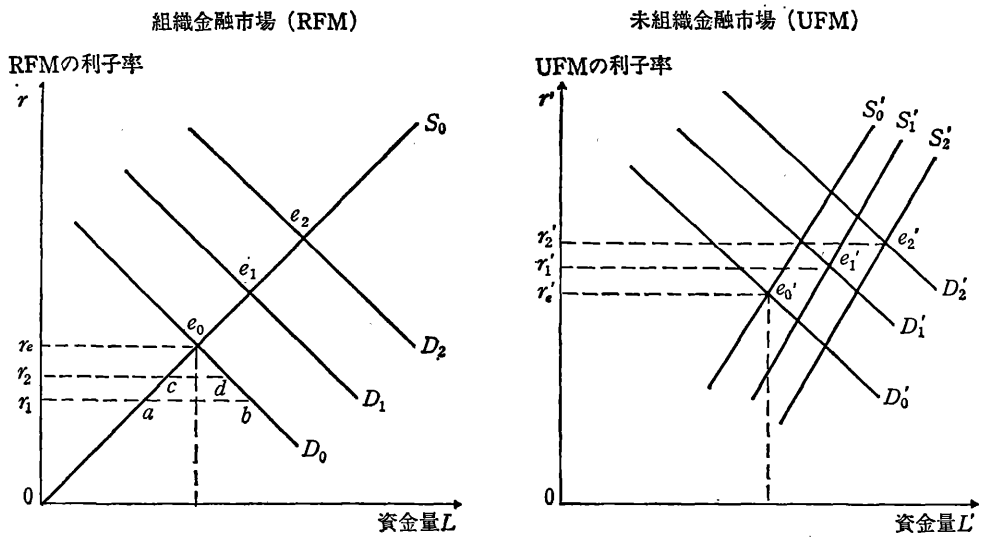
第3図は，タイプIIを示す。これは，代替関係にあるが不完全なケースを想定する。不完全という意味は，UFM の資金需要が RFM とは全く別に決定される分離型であるからである。すなわち，UFM の取引量 L_0' は RFM の超過需要 ab と一致するものではない。他方，供給曲線は RFM の利子率の変動につれて，影響を受ける。つまり，貸出のポートフォリオでは，両市場の代替関係が成立しているからである。通常，UFM の資金供給者は RFM の利子率 r にリスクプレミアム α を加えた利子率（$r+\alpha$）で貸出しを行なう。ひとたび，RFM 内で利子率の上昇が生じると，商業銀行等は資金供給量を増加させる。その結果，必ずしも RFM の増加分に見合うわけではないが，UFM の供給量を減少させる。そして，UFM の利子率を上昇させる。

タイプIII（第4図）は，不完全な補完関係を示す。UFM 市場はタイプIIと同様，需要曲線だけが分離型である。しかし，RFM の需要曲線の上昇を想定する動態型である。金利現実化を目的として RFM の利子率 r_1 が r_2 に引き上げられると，資金供給は増加する。しかし，信用拡大にともなって需要曲線も D_0 から D_1 へシフトする。すなわち，金融の拡大と共に資金需要が増加し，金融部門と実物部門の間で動態的補完関係が成立していることを意味する。RFM の利子率が r_2 へと上昇するのにつれて UFM の利子率もリスクプレミアム α を加えて r_1' から r_2' へと上昇する。ただし，供給曲線は RFM の供給が増加するのと反対に，S_1', S_2' と左方へ移動し減少する。供給

第4図　タイプⅢのケース



第5図　タイプⅣのケース



曲線は分離しているわけではない。しかし，RFM の拡大と共に企業の投資活動は活発になるので，UFM の需要は増加する。したがって，RFM と UFM を不完全ではあるが補完関係に置くことになる。

タイプⅣは，第5図によって表わされる。タイプⅢ との差異は UFM の供給曲線の シフトである。供給曲線も，需要曲線と同様，分離型である。RFM の信用量が増すとき，UFM のそれも，また，増加する。このことが UFM の利子率（需給に対して決定的な役割を演ずるわけではないが）を上昇させ，規模も拡大させる。この意味で完全な補完関係にある。

上述のモデルは，UFM の構成，型とどのように結びつくのであろうか。UFM の構成者は資金供給者，需要者，仲介者である。しかし，これらは同質ではなく異質である。UFM 参加者の特質がポイントとなるはずである。

まず，参加者の特質は以下のようである。韓国の例は，大口資金と小口資金の2つのケースに分けられる。[16] 前者は専門私債業者の仲介の下で公務員・政治家・企業者が大企業に資金供給を行うものである。大企業の資金需要は信用割当の結果であって，RFM と代替可能なものである。小口資金は個人私債業者ないし親族が仲介し家計が中小企業に資金を供給するものである。中小企業の資金需要は担保力，信用度が低いため RFM に接近不可能であることにもとづき，代替不可能，補完的である。家計は利子率いかんにより UFM，RFM いずれかで貯蓄する。

タイにおいても，資金規模によって1件当たり5,000バーツ以上の企業信用とそれ以下の個人信用に分けて考えることができる。[17] 都会の UFM の実証研究をアンケート調査によって試みたドァアンマネー (Vongradhip, D.) によれば，企業信用の資金源泉のうち47% が商業銀行およびファイナンス・カンパニーからの借入れ資金である。その59% が企業の運転資本に使用される。この場合は利子率が影響を与え，RFM と代替的な関係もありうる。しかし，企業信用の場合でも資金の源泉を自己資金に求めているケースが27% あり，個人信用と似た行動をとる。

個人信用は資金源泉の 88% が自己資金であり，個人消費支出，耐久消費財購入，運転資本などに使用される。利子率にはほとんど影響されないが，担保なしで参加することができる。個人信用は RFM とはほとんど切り離された状態にあり，金融緩和のときに UFM の資金も増加する。この意味で補完的である。

次に，4つのモデルと UFM の特質との関係は，以下のように考えられる。モデルⅠは企業規模にかかわらず，利子率を基準にして企業の資金調達，家計の資金運用が行われるケースにあてはまる。モデルⅡは中小企業が設備および在庫資金を UFM に求めざるを得ない場合にふさわしい。また，家計が UFM でも貯蓄を行い，大企業が UFM においても資金運用を行うケースである。モデルⅢとⅣは，基本的に中小企業と家計を対象にする。モデルⅢは韓国・タイの中小企業の自己資金にもとづいた設備および在庫投資を説明する。ただし，RFM へも接近している企業，家計が存在し，資金供給に関して代替的な側面も有する。モデルⅣは中小企業と家計が，RFM とは完全に切り離されて資金調達および運用を行うケースである。とくに，タイのように市場が分化したケースを想定する。

注 (16) Ku, S. M., op. cit., pp. 9-11.

(17) Vongradhip, D., "Urban Unorganized Money Markets in Thailand", Department of Economic Research Bank of Thailand, Discussion Paper Series, Dec. 1985, p. 4.

V おわりに

未組織金融市場（UFM）の金融取引に占める地位は相対的に低下しつつある。[18] たとえば，韓国において1972～81年の間で総通貨量が10.8倍と伸びているのに較べ，私債は3.1倍に留まっている。タイも84年以来 BOT の引締政策の結果，ブームが去り混乱状態にいる。しかし，韓国において81年現在の韓国経済研究院の調査によれば，企業借入れの26%が私債を利用し，家計の預金は80%が私債に依存している。タイの場合も80年の BOT の家計貯蓄調査によれば，UFM は預金の16.7%を，貸出しの20.5%を担当している。

こうした私債の規模に関し，金融改革の長期的目標の1つとして UFM を更に縮小（消滅）させることがあげられている。ところが，その場合，中小企業および家計に対する重要な役割が認識されなければならない。UFM が演じ続けている補完的な機能は，組織金融市場（RFM）のマーケット・メカニズムの弱さそのものに由来していることに留意しなければならない。

国際化の進展のなかで，中小企業，家計が資金の調達，運用を海外市場で直接行う可能性が生じる。このことが，UFM の縮小化を実現する。その際，RFM 内での政策金融の在り方を再検討し，中小企業・家計の投資・貯蓄行動を活発化する必要がある。それには，マーケット・メカニズムの機能を強化しながらも，資金のチャンネル作りのための専門金融機関を充実させることが望まれる。

（東海大学政治経済学部教授）

注（18） 韓国のケースは Ku, S. M., op. cit., p. 8, タイのケースは Vongradhip, D., op. cit., p. 11 による。