

韓国の金融危機と構造改革

松尾 順介

はじめに

通貨危機以来、韓国経済の混迷は著しいが、その中で政策当局は金融を含む急速な経済構造改革を推し進めている。その内容は、財政改革、金融改革、貿易・資本自由化、企業経営改革など広範囲なものであるとともに、従来の韓国経済のシステム変革にもつながるラディカルなものと思われる。現在の韓国の経済危機では構造問題がさまざまな形で指摘され、構造改革の成否に韓国経済の今後がかかっているといっても過言ではない。また、韓国国内では構造改革に前向きな方向での世論の盛り上がりもみられ、その意味ではアジア諸国は日本を含めて、いかにして経済構造改革を成し遂げるかという改革競争の時代に入りつつあるともいえるが、そのためにはとくに危機的状况に陥っている韓国にとっては、雇用環境の悪化など相当の社会的コストの負担も予想され、当面予断を許さない状況が続くものと考えられる。

今回のレポートでは、韓国の金融危機の背景を国内的要因と対外的要因から概観した上で、不良債権処理、金融機関の整理、財閥システムの改革など、主として金融面の構造改革の内容と現況を紹介し、最後に課題を指摘する。

1 金融危機の背景

この間の韓国の金融危機の要因は、概ね国内の経済構造に起因する国内的要因と、東アジア通貨危機と連動した対外的要因に分けられるものと思われる。まず、この二つの要因からみてみよう。

(1) 国内的要因

韓国経済の成長を特徴づけているのは、財閥による積極的な重化学工業などへの投資行動とその製品輸出に主導された経済成長であるといわれるが、九〇年代では、半導体・自動車・鉄鋼・石油化学・造船などの重化学工業、あるいはハイテク関連産業に重点的に投資が行われ、またこれら産業の輸出が増加することによって経済成長が支えられてきた。因みに、韓国のGNPは一九九〇年二五・一八億ドルから一九九五年四五・二六億ドルへと六年間で一・八倍に増加しているが、同時に輸出額も一九九〇年六一・三億ドルから一九九五年一二三・三億ドルへとほぼ倍増しており、典型的な輸出主導型成長を遂行していたことがわかる。

しかし、このような経済成長は、一方では輸出依存度を高め、貿易依存度(輸出/GDP)を五八%にまで高めるとともに、他方では製造業全体の負債を増大させ、自己資本比率を低下させてきた。因みに、一九九六年の製造業平均の自己資本比率(自己資本/総資本)二四%、負債比率(流動・固定負債/自己資本)三二・七%となっている。これは現在の日本の製造業の比率がそれぞれ三六%、一七五%であることと比較すると、その負債水準がいかに高いものであるかが分かる。そして、このような過剰信用状況は、企業の内外からの積極的な借入に支えられており、外債だけをとっても、一九九〇年三二・七億ドルから一九九五年七九〇億ドルへと二・五倍に増加しており、その結果として外債輸出比率は同じ期間で五〇・二%から六四・一%、また外債GNP比率は一・二・六%から一七・五%へと一貫して増加している。つまり、韓国の輸出主導型経済成長は、同時に債務

表1 対外債務関連指標の推移

(単位: 億ドル, %)

| 年 | GNP | 輸出 | 外債 | 外債輸出比率 | 外債GNP比率 | 経常収支 | 外債保有b | 外債保有比率 |
|------|------|------|-------|--------|---------|------|-------|--------|
| 1990 | 2518 | 613 | 317 | 50.2 | 12.6 | -22 | 148 | 214.2 |
| 1991 | 2920 | 696 | 391 | 56.2 | 13.4 | -87 | 137 | 285.4 |
| 1992 | 3052 | 752 | 428 | 56.9 | 14.0 | -45 | 172 | 248.8 |
| 1993 | 3308 | 809 | 438 | 54.1 | 13.2 | 4 | 203 | 215.8 |
| 1994 | 3780 | 937 | 569 | 60.7 | 15.1 | -45 | 257 | 221.4 |
| 1995 | 4526 | 1232 | 790 | 64.1 | 17.5 | -89 | 327 | 241.6 |
| 1996 | 4804 | 1283 | 1047 | 81.6 | 21.8 | -237 | 332 | 315.4 |
| 1997 | 4343 | 1366 | 1569a | 114.9 | 36.1 | -80 | 250c | 627.6 |

(注) a・c: 1997年11月末現在、b: 金+外国為替+IMFポジション+SDR。

(資料) 韓国統計庁「韓国主要経済指標1997.9」ソウル 1997年、その他資料より作成。

(出所) 笠井信幸「韓国の経済危機と新体制の課題」、『世界経済評論』、1998年4月、40ページ。

依存型経済成長でもあったことが分かる(表1参照)。

このような、財閥による負債に依存した過剰投資が行われた要因として、以下の点が指摘される。第一に、財閥の規模拡大の追求であり、その背景には政府の財閥の規模拡大による輸出競争力拡大政策があり、財閥は政府の優先的資金配分政策に支援され、かつ財閥間で相互に競争しながら規模拡大を追求してきたわけである。第二に、設備投資によるリベートの発生であり、このリベートが財閥家族に莫大な収入をもたらすと同時に、財閥による過剰投資を促していたことも指摘されている。第三に、対中国市場戦略があった点である。つまり、未開拓市場としての中国市場への参入を企図して投資戦略が立てられたことも過剰投資に拍車をかけたとされる。第四に、モラル・ハザードが生じていた点である。すなわち、長年の財閥優遇策は、財閥と行政の癒着を生み出し、官僚の天下りを常態化させたが、それによって財閥大企業は政府機関のような「不倒神話」を醸成させるとともに、金融機関の審査能力の欠如をもたせたとされる。そして、このような財閥系企業の借入は、財閥内の企業間の債務保証によって裏打ちされるとともに、慢性的な資金不足は「総合金融会社」(無担保・超短期融資中心のノンバンク)からの借入を拡大させていた。

(2) 対外的要因

このような不安定要因を内包しつつも韓国経済はその成長によって、国際経済に占める位置づけを高め、結果的に一九九六年一〇月、二九番目のOECD加盟国に承認されるに至ったが、これによって景気低迷にもかかわらず、「韓国版金融ビッグバン」などの経済・金融自由化を推進せざるを得なくなった。まず、一九九六年には主要輸出品のひとつである半導体輸出が世界的な市況の悪化から低迷するとともに、円安の進展によって日本との競争が激化し、輸出が全般的に低迷し、OECD加盟国に対する危惧が高まった。このような輸出低迷は、一九九七年には半導体価格急落の影響は収まり、ウォンの対円相場の下落によって競争力の回復も見られたため、いくぶん輸出は回復する。因みに、輸出額の推移は一九九五年に一一三三億ドルに達した後、一九九六年一二八三億ドル、一九九七年一三六六億ドルである。しかし、生産過剰状況が改善されるには至らず、国内景気は一九九七年後半から一層悪化し、中小企業倒産や金融機関の不良債権の増加によって金融不安が高まっていた。

一九九七年七月のタイ・バートの急落に端を発したアジア通貨危機が、韓国に波及したのは同年一月である。従来、円などを除くアジア通貨は、プラザ合意後のドル安期のレートにリンクしており高い輸出競争力を維持していたが、一九九四年の中国人民元大幅切り下げ(約三三%)以降、アジア諸国の経常収支は悪化を余儀なくされていた。しかし、九四年から九五年にかけての超円高はこの影響を緩和し、アジア諸国の国際収支の改善要因として寄与していたと考えられる。ところが、一九九六年後半以降は円安傾向が定着したため、次第に貿易収支は悪化し、タイをはじめ、インドネシア、マレーシア、フィリピンなどのアジア諸国はドル・リンクを放棄せざるを得なくなるとともに、これを見通した投機筋の売り浴びせによって暴落する事態となるに至った。そして、このような通貨危機は、単なる為替レートの急落にとどまらず、外資の撤退および海外からの融資回収につながる

り、国内信用不安と株価下落、さらには国際的なデフォルト・リスク増大による信用失墜にまで発展した。とくに韓国では、OECD加盟によって資本自由化がなされ、前述のような外債を中心とした海外証券発行も拡大していたが、そのデフォルトを回避するためにもIMFに対して支援申請せざるを得なかった。つまり、通貨危機によって従来からの不安定要因が顕在化し、いつきに危機的事態となったわけである。⁽¹⁾

ただし、このような危機的状況は、早くから外国金融機関の危惧するところでもあり、例えば、米銀は対韓国融資残高を一九九六年末一八〇億ドルから一九九七年六月九八億ドルへと大幅に低下させており、邦銀も九六年末二四三億ドルから九七年末九〇億ドルへとやはり大幅に低下させている。さらに、コリアン・プレミアムの拡大などを通じて融資条件を厳しくしていた。⁽²⁾

(1) アジア通貨危機の要因については、伊豆久「アジア通貨危機をめぐって」、『証研レポート』、一九九八年五月、がその要因についての諸説を整理、検討しており、興味深い。

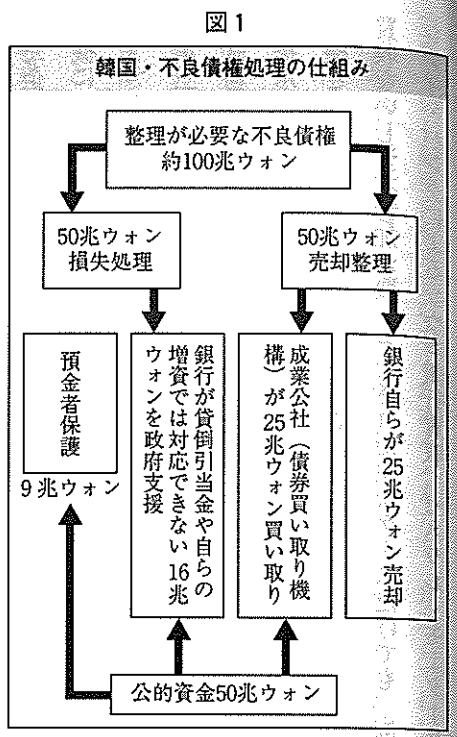
(2) 笠井信幸「韓国の経済危機と新体制の課題」、『世界経済評論』、一九九八年四月、四一ページ、参照。

2 金融構造調整

以上のような金融危機の進展によって、政策当局は広範囲にわたる経済構造改革を余儀なくされるに至ったが、ここでは金融面を中心に不良債権処理、株式市場活性化策、金融機関整理、財閥改革について紹介する。

(1) 不良債権処理

まず、現在整理を必要とする不良債権は約一〇〇兆ウォンとされているが、現在の政府案では、大胆な公的資金導入を行い、このうち五〇兆ウォンは損失処理し、残り五〇兆ウォンを売却処理するといわれている。すなわ



(出所) 『日本経済新聞』、1998年7月17日。

ち、不良債権のうち売却可能な五〇兆ウォンについては、銀行自らが二五兆ウォンを売却するとともに、政府が「成業公社」といわれる債権買取り機構を設立し、ここが残り二五兆ウォンを買取るものとされている。また、損失処理される五〇兆ウォンについては、銀行が貸倒引当金や増資で対応できない一六兆ウォンは政府支援で処理し、残りを金融機関の損失として処理する。さらに、この過程で預金者保護のために公的資金を九兆ウォン投入するというものがある。

る(図1参照)。したがって、投入される公的資金は合計五〇兆ウォンにのぼるものと見積もられている。そして、この資金は国債発行によって調達するといわれているが、このような大量発行によってクラウディング・アウトが惹起される懸念は多分にあり、政府見通しの甘さが指摘されている。また、そもそも必要な資金が五〇兆ウォンで十分かどうかを疑問視するむきもあり、一〇〇兆ウォンに達するという見方もある。

(2) 金融機関の整理

次に、金融機関の構造調整として、再建の困難な金融機関の整理が挙げられる。日本と同じく韓国の場合も金融機関に関しては、いわゆる「護送船団」方式が採用されてきたが、IMF支援以降はこの方式は放棄され、再建困難とされる金融機関は整理の対象となっており、政府方針では段階的かつ業態別に整理されることが表明さ

れている。まず、問題の総合金融会社は今年一月から六月までに三〇社のうち一四社に対して閉鎖命令が出されたことにより、清算が決定され、次に六月には再建困難とされた五銀行（うち都銀三行、地銀二行）を有力銀行に強制的に吸収合併させることが決定された。また、政府出資によって国有化された第一およびソウル両行については、一二月を目途として外銀などに売却が予定されている。さらに、八月には再生困難とされた下位の生命保険会社四社の整理が発表され、上位生命保険会社中心に他社への売却が検討されている。現在、政府によって自己資本比率八%未満の銀行を早期に整理する方針が出されており、これに該当する銀行は、都地銀二四行のうち、前述の五行を含めて一四行あるとされるが、これらの銀行では、いずれも資産圧縮を進めており、これが貸し渋りに拍車をかける要因となっている。さらに、政府は再建困難な事業会社についても早期に整理する方針を打ち出しており、このことも貸し渋りに拍車をかける要因となっているといわれている。さらに、整理対象となった企業の労使紛争も激化しており、これがS&P社の格付けにも影響を及ぼしているといわれるように、経済危機に拍車をかけていることは否定できない。

(3) 財閥システムの改革

第三に、財閥システムの改革についてであるが、今回の財閥企業が自ら提示した改革案は、不採算部門の売却や財務の健全性向上といった経営戦略上の変更に終始しており、企業統治のあり方にまで踏み込むような改革案は提示されなかったといわれる。しかし、今年二月に労働者の解雇を容易にする整理解雇制が導入されたことを契機として、米国を中心とした外資による企業買収ないしは資本参加が加速している。今年になって外資による買収ないし資本参加が取りざたされた主なケースだけでも、例えばチェイス・マンハッタンによる第一銀行買収、シティ・バンクによるソウル銀行買収、ゼネラル・モーターズによる大宇自動車への資本参加、フォードによる

三星ないし起亜自動車買収などがある（ただし、現時点ではいずれも実現していない）。しかし、このような大型の買収ならずとも、外国資本の株式取得によって発言権の行使が積極化している。例えば、韓国第五位の鮮京財閥では中核のSKテレコム株式九・三七%がタイガー・ファンド、コリア・ファンドなどの海外のファンドによって取得され、社外取締役の新設などを要求し、結果的にこの要求は受け入れられた。そして、SKテレコムでは外国人持ち株比率は通信分野の上限規制である三三%に達しており、もはや財閥経営に特有の株主に対する不透明な経営は許されなくなっている。したがって、従来財閥企業はオーナーを頂点として、その直属の「会長秘書室」が重要な経営戦略を策定していたといわれるが、このような財閥のオーナー型経営は岐路に立たされているといえる。そして、新政権はこのような会長秘書室の廃止を迫っており、また韓国の財閥の場合、オーナーの株式保有比率は九七年の三〇大財閥平均で三・二六%であり、会長以外の株主の保有比率を一〇%以内に制限する規制によって一族支配を維持していたといわれているが、この規制も九七年に撤廃され、いよいよその基盤が揺るがされかねない状況となっているものと考えられる。

3 課題

まず、このような構造改革を推し進める上での障害としては以下の三点が指摘できる。第一に、国内的利害の対立をどのように調整するかという点である。すなわち、再建困難な企業の整理には、すでに相当な労働者の反発が引き起こされており、これが経済危機に拍車をかけていることが指摘されているが、このような労働者側の反発が強い要因として、雇用保険などの失業対策の欠如が指摘されている。今後、金融機関整理のために税金が投入されるような事態が生じると、このような労働者の反発が国民全体に波及する恐れもあると考えられる。他

方、財閥改革にはオーナー経営者の反発もあるとともに、財閥と癒着した官僚・政治家の反発もあり、これをどのように調整するかが課題とされている。

第二に、不良債権処理や金融機関整理に際しては、資金的な手当ての不足も大きな課題である。政府は金融危機に対して公的資金導入を迅速に決定したが、調達方法については必ずしも明確ではなく、前述のような甘さが指摘されている。今後、調達方法の多様化が課題となるのみならず、そのために必要な資金規模のより正確な査定も必要であろう。

第三に、対外要因としてアジア経済全体の低迷が指摘できる。前述のように、韓国の通貨・金融危機はタイに始まる一連のアジア危機の一環として捉えられるわけだが、依然としてアジア危機は払拭されず、例えば中国人民元切り下げなどが行われた場合再燃する可能性は十分にある。したがって、韓国の構造調整はこのような対外的に不安定な状況下で遂行されざるを得ず、その迅速な遂行が課題となるだろう。

*なお、本稿を作成するにあたり、姜敏熙氏（国民投信）、Jae Hyun Yoo氏（大宇証券）、孫福祚（大宇証券）、徐彰秀氏（大宇投資諮問）、張福鍊氏（元メリルリンチ証券）、安島徹氏（野村アセット・マネジメント）、鄭炳建氏（NKテレコム）の各氏に大変お世話になりましたこと御礼申し上げます。