

International Department Working Paper Series 03-J-2

韓国の企業改革について - 政府主導から市場主導の改革への移行 -

野呂 国央、赤間 弘

kunihisa.noro@boj.or.jp, hiroshi.akama@boj.or.jp

2003年3月

日本銀行国際局

International Department

Bank of Japan

〒103-8660 日本橋郵便局 私書箱 30 号

本論文の内容や意見は執筆者個人のものであり、日本銀行あるいは国際局の見解を示すものではありません。

(はじめに)

韓国では、1997年以降、過剰投資・債務を背景に、上位30位にあった財閥のうち約半分が破綻した。まず、1997年入り後、中堅財閥が相次いで破綻し、年末には通貨危機に発展した。また、1999年には、当時第2位の大宇グループが破綻したほか、2000年には、最大手財閥であった現代グループの一部企業が資金繰り難に陥っている。

しかしながら、韓国政府は、1998年以降、IMFの指導の下で、諸改革を進めてきており、1999年以降、比較的高い成長に復するとともに、2002年上半期には上場企業が過去最高益を計上するなど、目覚しい改善を遂げている(図表1)。また、日本を含む一部アジア諸国で生じているデフレ的な現象もみられない。

本稿¹では、過去5年間における韓国の企業改革を概観した上で、若干の評価や日本へのインプリケーションを述べる。

(要旨)

1. 企業財務の推移

(1) 通貨危機前における企業債務の急増(通貨危機発生迄の1990年代)

- ・ 韓国企業は、1990年代、債務が急増した(企業債務のGDP比 1989年115% 1997年175%)。しかし、調達資金は、収益性の高い投資には振り向けられず、インタレスト・カバレッジ・レシオ(営業利益/利払い)は、悪化した。
- ・ 財閥の過剰設備・債務は、ガバナンスの問題に起因した。従来から、財閥は、所有と経営が未分離であるほか、銀行も、政府の影響下に置かれていたが、「政経癒着」により、財閥向けに安易な融資を実行していた。こうした中、1990年代に入ると、金融自由化の流れの中で、財閥のノンバンク設立が容認されたため、財閥の安易な資金調達が一段と急速に拡大した。

(2) 通貨危機後における財務改善状況(1998年以降)

- ・ 危機後、企業はリストラに取り組んでおり、債務総額は、頭打ちとなっているほか、GDP比で緩やかに低下してきている(1997年175% 2002年上期153%)。また、企業の負債比率(負債額/資本額)は、増資(資本の増加)によって、大幅に低下している。
- ・ 債務の内訳をみると、系列ノンバンクからの借入れやCPが減少する一方で、銀行からの資金調達は増加している。これは、銀行が、中小企業(主に、内需関連のサービス業)

¹ 本稿は、日本銀行国際局ワーキング・ペーパー・シリーズ「韓国の金融改革について」(2002年10月)、「通貨危機発生以降における韓国の労働市場の動向」(2002年12月)に関連して、調査したものである。

向け融資を積極化させているため（危機前には財閥向け融資によりクラウド・アウトされていた）であり、マクロ的な企業債務総額を評価する際には、このような前向きな債務増加分を割り引いてみる必要がある。

- ・ 上場企業の収益も、危機直後の1998～1999年には赤字であったが、2000年以降は黒字に転じ、2002年上期には過去最高を計上した。ただ、マクロ的にみた収益改善は、一部大手優良企業の収益好調によるところが大きい点には留意する必要がある。通貨危機を経て、企業間で2極化が進んでおり、未だ3割近い企業（製造業）では、利払いが営業利益を上回っているなど、引き続き、過剰債務の削減が必要である。

2. 企業改革の概要と特徴

（1）危機発生直後における政府の対応（1998年）

政府の強力な介入と抜本的な改革

- ・ 政府が構築した枠組みは、債務削減（負債比率の数値目標設定）や中核企業の選定（5大財閥に対し、事業交換による選択と集中を要求）等による企業財務改善や、企業の退出・再生（債権銀行団に対し、資金繰り難に陥っている企業を再生可能先と再生不能先とに峻別させ、企業整理・再生を促進）のほか、コーポレート・ガバナンスの改革（外資導入、社外取締役の義務付け等）にまで踏み込んでいる抜本的なものである。

包括的な改革

- ・ また、企業改革を促進するために必要な、金融改革、資本勘定の自由化、労働市場改革など幅広い改革を含む、包括的な改革であることも特徴である。金融改革については、企業処理に伴う銀行の自己資本毀損に対応して、公的資本注入や外資導入を促した。また、こうした資本増強は、銀行の企業を処理する能力を高めた。労働市場改革は、労働市場の柔軟化を通じて、過剰雇用を是正したほか、資本勘定の自由化（外資導入）は、企業や銀行の資本増強やコーポレート・ガバナンスの強化などに繋がっている。

改革のデフレ・インパクトの軽減

- ・ 政府は、債権金融機関団に対し、再生可能と判定した企業について、私的な枠組みである「ワークアウト」（所謂「ロンドン・アプローチ」）の下で、再生を行なうよう求めた。ワークアウトの導入によって、多くの企業が法定管理に追い込まれる事態が回避されたほか、一般債権者の保護（債権金融機関が、金利減免等により損失を分担）により、企業活動は継続されたため、実体経済に対するデフレ・インパクトが軽減された。

韓国における企業改革に関する主要策

↑ 危機発生

↓

↑

構造改革の枠組み確立

↓

↑

構造改革の枠組みの強化

↓

	財閥破綻状況	企業リストラ策	関連する構造改革 (金融改革、労働改革、 資本勘定の自由化など)
1997年	<ul style="list-style-type: none"> ・中堅財閥破綻が相次ぐ ・通貨危機発生、IMF 支援要請 		<ul style="list-style-type: none"> ・金融機関預金の全額保証 ・KAMCO による不良債権買取開始 ・総合金融会社の閉鎖
1998年	<ul style="list-style-type: none"> ・通貨危機を受け多くの財閥が資金繰り難に陥る 	<ul style="list-style-type: none"> ・企業リストラ 5 原則導入 中核企業選定(事業交換等) 財務改善(負債比率引下げ) 系列間の相互保証解消 透明性向上 ガバナンス強化 ・ワークアウト導入 (6位以下財閥対象) ・整理対象企業 55 社の発表 	<ul style="list-style-type: none"> ・第一、ソウル銀行国有化 ・「労使政委員会」の発足、整理解雇制の導入 (労働市場の柔軟化) ・外国人株式投資制限撤廃 (外資への売却促進) ・第1次金融再編計画 (公的資本投入) ・投資信託等に対する社債等の保有上限規制の導入
1999年	<ul style="list-style-type: none"> ・大宇グループ破綻 	<ul style="list-style-type: none"> ・企業リストラに 3 原則追加 産業・金融資本分離 循環出資・不正内部取引抑制 変則相続の遮断 ・大宇グループワークアウト入り 	<ul style="list-style-type: none"> ・財閥の出資総額規制の再導入を決定 ・不良債権の定義厳格化 (FLC 導入)
2000年	<ul style="list-style-type: none"> ・現代グループ経営難が表面化 (グループ解体) 	<ul style="list-style-type: none"> ・整理対象企業 52 社の発表 	<ul style="list-style-type: none"> ・第2次金融再編計画 (追加的な公的資本投入) ・商業銀行 5 行の追加的国有化
2001年	<ul style="list-style-type: none"> ・ハイニックス(旧現代電子)の経営難 	<ul style="list-style-type: none"> ・企業構造調整促進法制定 (ワークアウトの強化) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ペイオフ解禁 ・「常時信用リスク評価システム」の開始
2002年		<ul style="list-style-type: none"> ・累計約 200 社が整理対象 	<ul style="list-style-type: none"> ・国有化銀行株の売却促進

(2) 企業改革のモメンタムの維持と枠組みの補強 (1999 年以降)

- ・ 1999 年以降、危機的状況を脱し、景気急回復を果たした後も、改革のモメンタムは概ね保たれ、改革の枠組みは補強されていった。
- ・ まず、1999 年頃から、債務削減を推し進めるために、財閥の出資総額規制の再導入を決定したほか、投資信託会社のガバナンスなどの強化を図った。危機直後には、企業債務削減が進捗しなかった (GDP 比 1997 年 175% 1998 年 176%) が、この背景には、債務削減ではなく、系列会社間での持ち合いを利用した増資によって、負債比率の引き下げを図り、社債・CP 発行での資金調達 (大部分は財閥系が多い投資信託が取得) により、むしろ業容を拡大した先がみられたためである。
- ・ また、企業の退出・再生についても強化が図られた。ワークアウトが進捗しないケースがみられたほか、同スキームへの金融機関の参加に強制力が無かったため、一部金融機関の抜け駆けが問題となっていた。このため、政府は、債権銀行団に対し、2000 年に、整理対象企業の選定・公表を再度指示したほか、2001 年以降は、不振企業について、定期的に再生可能性をレビューすることを義務付けた。さらには、ワークアウトへの金融機関の参加を強制化している。
- ・ この他、銀行への公的資金投入と並行的に、不良債権の定義厳格化を進めたことも、企業処理の加速に繋がった。

(3) 市場メカニズムによる企業改革への移行

- ・ 金融システムの再構築と強化により、企業改革は、政府主導から市場主導に移行しつつある。株式市場や銀行は、企業に対する選別姿勢を強めており、企業間の 2 極化をもたらしている。こうした中、不振企業は、資金調達が困難となっており、利払いや元本返済のために、非中核事業の売却を行なうなどのリストラを断行せざるを得ない状況に追い込まれている。
- ・ すなわち、株式市場への外資流入によって、株式市場での企業選別が強まっている。また、銀行も、公的資本注入などによって償却原資が確保されたほか、「官治金融」の排除と外資流入などによる、コーポレート・ガバナンスの強化に伴って、企業に対する選別姿勢を強めている。さらに、2002 年頃より、公的資本注入を受けた国有銀行の民営化が進捗してきており、市場メカニズムが一段と強化されてきている。
- ・ また、銀行は、収益性の高い、個人や中小企業向け融資を活発化させており、財閥に偏重した経済構造を是正するとともに、労働市場改革と相俟って、サービス業などへの順便な資源移動をもたらしている。

3．若干のインプリケーション（金融システム強化の重要性とデフレ回避）

- ・ 韓国では、未だ、企業の過剰債務が完全に解消されていないなど、改革は道半ばであることは事実である。しかしながら、概ね、改革のモメンタムは保たれており、その道筋は着いていると言えよう。
- ・ また、韓国の経験から、市場メカニズムが十分に機能しなくなった場合は、政府の迅速な介入が必要であるほか、その際、市場の機能回復・強化策を講じ、かつ、できるだけ早期に、市場主導の改革に移行することが重要であることが分かる。
- ・ 特に、企業改革を中長期的な軌道に乗せるためには、企業の株主構成のみならず、債権者である金融機関の適正なガバナンスの構築が、極めて重要であることが分かる。多くのアジア諸国では、未だ金融機関のガバナンスの問題（政府の関与、財閥による金融機関保有、金融機関と企業間の株式持ち合い、外資参入規制など）が少なくない中で、韓国では、こうした問題が大幅に改善した。日本と韓国における企業改革の違いについては、政府による介入の有無が強調される向きもあるが、金融機関のガバナンスも決定的な違いである。
- ・ さらに、金融機関の機能回復（企業を退出・参入させる機能）が、デフレ防止を通じて、企業活動に好影響を及ぼす点も重要である。金融機関が、企業の選択と集中を促し、過当競争や供給過剰を是正するとともに、信用仲介機能の回復が、サービス部門などへの資源移動をスムーズに進めることが、デフレ圧力を緩和している面があるろう。

1. 企業財務の推移

(1) 通貨危機前における企業債務の急増（通貨危機発生迄の1990年代）

韓国企業は、1990年代入り後、債務が急増した（企業債務のGDP比 1989年115% 1997年175%〈資金循環表ベース〉、図表2）。しかし、調達資金は、過剰な業容拡大と投資に振り向けられ、インタレスト・カバレッジ・レシオ（営業利益/利払い〈以下ICR〉）は、悪化した。韓国銀行（中央銀行）の「企業経営分析」²によれば、製造業のICRは、1990年代に低下したほか、建設業のICRも1990年代央より100%を下回った（営業利益で利払いを賄えない水準）。さらに、小売・卸売のICRは、ほぼ一貫して100%を下回っていた（前掲図表2）。

企業債務の内訳をみると、ノンバンク（主に、総合金融会社、投資信託会社〈韓国では、ノンバンクを「第2金融圏」と呼称〉）を通じた資金調達の増加が顕著であった。財閥は、総合金融会社からの借入を急増させたほか、社債・CP発行による資本市場調達を活性化させているが、こうした証券の大部分は、ノンバンクが購入した（図表3）。一方、銀行からの借入も増加基調を継続していたが、GDP比では緩やかな上昇に止まっており、企業債務増加の主因は、ノンバンクからの資金調達増であったことが分かる。危機直前には、ノンバンク借入、社債発行残高とも、銀行借入とほぼ同規模となっている。

こうした財閥の過剰設備・債務は、ガバナンスの問題に起因した。従来から、財閥は、所有と経営が未分離（財閥一族が経営者であるとともに、系列会社を通じて株式を保有）であるため、株主のガバナンスが機能していないほか、債権者である銀行は、1980年代には民営化されていたが、依然として政府の影響下に置かれており、「政経癒着」が横行する中で、財閥向けの安易な融資が維持されていた。こうした中、1990年代に入ると、金融自由化の流れの中で、財閥のノンバンク設立が容認されたため、財閥の安易な資金調達が一段と急速に拡大した訳である。政府は、財閥の銀行支配を排除していた（同一主体の銀行に対する出資を4%以下に制限）ため、財閥は、資金調達手段を強化するために、ノンバンク設立を強く要望していた経緯がある。

(2) 通貨危機後における財務改善状況（1998年以降）

通貨危機後、企業は財務リストラに取り組んでおり、企業の債務総額は、頭打ちとなっ

² 韓国銀行が作成する「企業経営分析」（“Financial Statement Analysis”）の調査対象は、売上高70億ウォン以上、産業内で売上高が上位5位以内、株式市場への上場の何れかを満たしている全企業と、それ以外で、売上高が2億ウォン以上の企業でサンプルとして抽出された先（2001年の調査対象企業は3323社〈うち製造業2175社〉）。なお、金融・農林・水道・衛生等は調査対象外となっている。

ているほか、GDP比で緩やかながら低下してきている（企業債務のGDP比 1997年175% 2002年6月145%<前掲図表2>）。債務の内訳（GDP比）をみると（前掲図表3）、ノンバンクからの借入とCPの減少が著しいが、これには、財閥破綻に伴う不良債権増大から、系列の総合金融会社の殆どが閉鎖されたことが大きく影響している。一方、銀行借入れは、2000年以降、増加してきている。銀行は、危機前は、「政経癒着」と「政府は財閥を破綻させない」（所謂“too big to fail”）との認識から、財閥向け貸出に積極的であったが、危機後は、規制緩和や優遇税制に後押しされた中小企業設立の動きとも相俟って、収益性の高い、個人や中小企業（主に、内需関連のサービス業）向け貸出を増加させている。銀行の企業向け貸出残高のGDP比が、非製造業向けを中心に上昇しているほか（図表4）、後述のように、銀行が不良債権の最終処理を進めていることや、大企業の資金調達が資本市場にシフトしていることに鑑みると、中小企業向け貸出が急速に増加していると考えられる（後掲図表19）。従って、マクロ的な企業債務総額を評価する際には、このような前向きな債務増加分を割り引いてみる必要がある。

なお、日本、米国、韓国を比較すると、韓国の企業債務総額（GDP比）は、未だ、日本を若干下回る程度の高水準であるほか、ネット金融負債（金融負債－金融資産）のベースでは、日本をも上回っている状況にある³（図表5）。

また、企業の負債比率（負債額/資本額）は、増資を主因に、大幅に低下している（上場企業の負債比率は、1997年の271%から2001年には156%まで低下）（図表6、後掲図表8）。1998年中は、資産再評価も、自己資本増加、および負債比率の低下に寄与した。なお、韓国企業の負債比率は、製造業に限ってみれば、日米企業の水準にまで低下している（図表7）。

この間、上場企業の収益は、危機直後の1998～1999年には赤字であったが、2000年以降は黒字に転じ、2002年上期には過去最高を計上した⁴（図表8）。

ただ、マクロ的にみた収益改善は、一部大手優良企業の収益好調によるところが大きい点には留意する必要がある。通貨危機を経て、企業間で「勝ち組」と「負け組」の2極化が進んでおり、不振先は、引き続き、過剰債務の削減が必要な状況にある。韓国銀行の「企業経営分析」によれば、製造業のICRは、2002年上期には大幅に改善し、200%を上回ったが、その分布をみると、未だ、3割近い先で、100%を下回っている（図表8）。

なお、製造業が生産する付加価値の分配をみると、利払いと並んで、減価償却が収益の

³ 本邦企業の金融資産・負債には、韓国と比べ、企業間信用が多い。

⁴ なお、1999年に、景気が急回復したにも拘わらず、上場企業が大幅な赤字を計上した背景としては、後述するように、当時2位の大宇グループが破綻したことが挙げられる。

圧迫要因となっていることが分かる（図表9）。従って、ICR から判断するほどには、企業のキャッシュフローは悪くなく、利支払い能力は低くないと言えよう⁵。また、労働分配率は、労働市場の柔軟化政策などにより、危機直後の1998年～1999年には大幅に低下したが、2000年以降は、高目の賃金上昇を背景に、再び、収益に圧迫要因になりつつあることが懸念される。

2．企業改革の概要と特徴

（1）危機発生直後における政府の対応（1998年）

政府は、コンフィデンスの回復が急務であった、危機発生直後の1998年においては、IMFプログラム⁶の下で、企業改革に強力に関与するとともに、迅速に、企業改革の枠組みを構築した。この改革の枠組みは、諸改革（金融改革、資本勘定の自由化、労働市場改革など）を含む、包括的なものであったことと、デフレ・インパクトを軽減する手法が採られたことが特徴である。

また、韓国経済においてプレゼンスの高い財閥を対象とするとともに、企業規模毎に、異なった改革の枠組みを用意した。5 大財閥（現代、サムスン、大宇、LG、SK）に対しては、優良企業が比較的多く、資金繰りの問題が軽微であったこともあって、グループ内での自助努力でリストラを進めることを要求した。また、経済全体に与える影響が大きいことに鑑み、重複投資の解消や産業構造調整の観点から、後述のように、財閥間で事業交換（ビッグ・ディール）を実施して、中核事業への集中を進めることなども要請した。一方、6位以下の財閥に対しては、流動性危機に陥っていた先が多かったこともあり、後述のように、私的枠組みである「ワークアウト」により対応することとした。

政府の強力な介入と抜本的な改革

この改革の枠組みは、債務削減や中核企業の選定などによる企業財務改善や、企業の退出・再生（債権銀行団に対し、資金繰り難に陥っている企業を再生可能先と再生不能先とに峻別させ、企業整理・再生を促進）のほか、コーポレート・ガバナンスの改革（外資導入、社外取締役の義務付け等）にまで踏み込んでいる抜本的なものである。アジア通貨危機時にIMF融資を受けた国の中で、プログラムにコーポレート・ガバナンスの強化が明示的に盛り込まれたのは、韓国のみであり、根本的な問題が、財閥に対するコーポレ

⁵ 2001年の営業キャッシュフローベースのインタレスト・カバレッジ・レシオ（（営業活動によるキャッシュフロー＋利払い費）/利払い費）は、製造業で276%、建設で230%、卸・小売業で354%。

⁶ 因みに、韓国は、2001年8月にIMF融資を完済している。

ート・ガバナンスであると強く意識されていたことが分かる⁷。

（企業財務改善策）

政府は、1998年に、主取引銀行に対し、上位64財閥との間で、財務構造改善約定（CSIP<Capital Structure Improvement Plan>）を締結するよう要求した。その中で、過剰債務削減のために、負債比率（負債/資本）を200%以下に引き下げることや、系列企業数の削減などを求めている。また、財閥が、CSIPを遵守できない場合は、罰則金利の適用や税制上の罰則（負債比率が200%を超えている場合は、その超過債務の利払いを税務上、損金扱いできない）を課すなどして強制力を付している。

さらに、政府は、財閥間の重複投資の解消と、各財閥の選択と集中を進めるために、5大財閥に対して、相互に事業交換（ビッグ・ディール）をして、主力事業に集中するよう要請した。ただ、政府主導で行われたビッグ・ディールは、経済的合理性が十分でなかった計画もあり、成立しなかった案件も多いほか、業況改善に繋がらなかったケースもみられる（図表10）。企業の集中と選択は、財閥の破綻や、財閥自身が自主的に進めた非中核事業の整理・売却によって、進んだ面も大きい⁸。

（企業の退出・再生）

1998年に、政府は、債権銀行団に対し、整理対象企業を選定させた。その選定に基づき、金融監督委員会（FSC<Financial Supervisory Commission>）は、1998年6月、55社の企業（うち20社は5大財閥の系列会社）を整理対象企業として発表し、これら企業は清算・売却・合併により整理されることとなった。なお、整理対象企業の選定は、基本的に、債権銀行団に委ねられていたが、危機発生直後の段階では、政府の関与があったことは否めない（政府は、債権銀行団が提出した整理対象企業の中に5大財閥系企業がなかったことから、見直しを要求し、それを受けて5大財閥の企業も含まれることとなった）。

一方、資金繰り難に窮しているが、再生可能と判定された企業⁹は、私的枠組みである

⁷ なお、コーポレート・ガバナンスの是正をIMFプログラムに盛り込むことを提案したのは、韓国政府側であったとされている[深川2000]。

⁸ 半導体産業は、危機前は、サムスン、現代、LGの3社体制となっていたが、政府の強い意向を受け、現代電子がLG半導体を吸収（現ハイニックス）したことから、2社体制となった（もっとも、LG半導体を吸収したことに伴う過剰債務もあって、ハイニックスは経営不振に陥っているため、サムスンが圧倒的な強さを誇っている）。自動車産業は、危機前は、現代、起亜、大宇、双龍に加え、サムスンが新規参入し、過当競争となっていたが、現代自動車を除く各社が実質的に破綻したため、現在は、起亜を傘下に収めた現代自動車が圧倒的なシェアを占めるようになった（この間、事業交換が成立しなかった大宇、サムスンは、外資に買収されている）。

⁹ 当初、6~64位の中堅財閥の企業および独立系大企業がワークアウトの対象となった。ただ、後述の

「ワークアウト」の下で、再生されることとなった。債権金融機関団¹⁰は、企業に対し、経営改善目標を設定し、コスト削減・資産売却などのリストラを要求すると同時に、元本返済猶予、金利減免、デッド・エクイティ・スワップ、運転資金の融資などの金融支援を行なっている¹¹（前掲図表 10）。なお、日本の産業再生機構に相当する機関は設立されていない。

これまで、83 社が金融機関主導でワークアウト入りしたが、2002 年末時点で、55 社が再建計画を達成してワークアウトを終了した一方、12 社が未だワークアウト作業中である。また、16 社は、ワークアウトを断念し、法定管理および清算措置に移行した。

因みに、不良債権を買取った KAMCO（Korea Asset Management Corporation、公的な不良債権買取機関）や、KAMCO からワークアウト対象企業の債権を買取った CRV¹²（Corporate Restructuring Vehicle、外資と KAMCO の合弁で設立）も、ワークアウト作業に一部関与している。

（コーポレート・ガバナンスの強化と透明性の向上）

コーポレート・ガバナンスの強化のために、外資導入（後述）のほか、株主権限の強化（少数株主や機関投資家の権利を強化¹³）、社外取締役の導入（大規模な上場企業に対して、過半を外部取締役とすることを義務付け）、財閥オーナーの経営責任の明確化（法的に責任のない財閥のグループ会長を、主力企業の代表取締役に就任させるなど）などが図られた。

また、コーポレート・ガバナンス強化に不可欠な、企業財務の透明性向上も図られてお

ように、大宇グループが破綻した際には、大宇系列 12 社に対してもワークアウトが適用された。

¹⁰ 銀行、保険会社、投資信託会社、総合金融会社など約 210 社がワークアウト参加対象。

¹¹ 債権金融機関団が設立する委員会が、再建計画（期間は概ね 3 年）を策定し、75%（債権額ベース）の同意を得て、ワークアウトに入る。また、債権金融機関団の間で調整が着かない場合は、民間識者等から成る企業構造調整委員会に委ねられたが、実際には、政府が強く関与していたとの指摘がある。金融支援は、返済猶予、金利減免が中心で、一部デット・エクイティ・スワップが行われたが、債務減免は非常に少なかった（前掲図表 10）。なお、一部先では、経営陣の交代がなされたほか、デット・エクイティ・スワップにより、支配的株主が大きな影響を受けた。

¹² 因みに、KAMCO は、外資と合弁で、CRV のほか、AMC（Asset management Company）、CRC（Corporate Restructuring Company）を設立しているが、AMC は回収を担う一方、CRC は主に法定管理入りした企業向け債権を対象としている。

¹³ 株主代表訴訟や株主総会における提案権に必要な最低株式保有率を大幅に引き下げたほか、機関投資家のシャドーボートティング制（機関投資家の投票を、他の株主による賛否の比率と同等に分配）も廃止された。

り、財閥間の相互債務保証の解消¹⁴や、グループ全体の結合財務諸表の作成などが義務付けられた。

BOX1：企業構造改革の5+3原則

政府は、1998年1月に、企業構造改革の5原則を打ち出した。この原則の下、1998年中に、企業改革の基本的枠組みが構築された。また、1999年8月には、改革の枠組みを補強すべく3項目が追加された（この点については、「(2) 企業改革のモメンタムの維持と枠組みの補強」で詳述）。

(1998年1月に発表された5大原則)

企業経営の透明性向上（結合財務諸表作成の義務化、外部監査法人選任委員会の設置など）

系列間の相互債務保証の解消（1998年から新規保証を禁止、2000年3月までに既存保証分を解消）

財務構造の抜本的な改善（負債比率を200%以下に削減）

中核企業の選定と中小企業との協力関係強化（中核事業専門化、系列統廃合、売却交換、ビッグ・ディール）

支配株主と経営者の責任強化（少数株主権利強化、社外理事選任等）

(1999年8月に発表された追加3原則)

産業資本と金融資本の分離

循環出資と不正内部取引の抑制

変則相続の遮断

包括的な改革

企業改革を促進するために必要な、金融改革、労働市場改革、資本勘定の自由化など幅広い改革を含む、包括的な改革であることも特徴である。

金融改革¹⁵については、企業処理に伴う銀行の自己資本毀損に対応して、公的資本注入や外資導入を実施した。こうした自己資本増強は、銀行による企業の処理を積極化させる方向にも作用している。また、労働市場改革は、労働市場¹⁶の柔軟化を通じて、過剰雇用

¹⁴通貨危機直前には、30大財閥の系列会社間の相互債務保証は、自己資本の半分程度に達しており、企業のリスク・プロファイルの判定を困難にしていた点が指摘されていた。

¹⁵ 金融改革については、国際局ワーキング・ペーパー・シリーズ「韓国の金融改革について」（2002年10月）を参照。

¹⁶ 労働市場改革については、国際局ワーキング・ペーパー・シリーズ「通貨危機発生以降における韓

を是正した。さらに、資本勘定の自由化（外資導入）は、企業や銀行の資本増強やコーポレート・ガバナンスの強化に繋がったほか、企業の資産売却（それに伴う債務削減）を促した。

BOX2: 通貨危機後における韓国の資本勘定の自由化

対内直接投資は、1984年にはネガティブ・リスト方式に転換し、形式的には自由化が進展していたが、国内産業保護の観点から、M&Aに対する規制、対内株式投資規制（後述）、外資企業への資金調達規制（親子ローンの禁止、対外借入規制）によって、事実上は、強く規制されていた。しかしながら、危機後は、こうした規制は撤廃された。

通貨危機後における対内投資（外資導入）規制の緩和措置

1997年12月	・債券投資の完全自由化
1998年5月	・株式、CD、CPに対する投資の完全自由化
1998年7月	・企業による中長期借入の自由化 ・不動産投資自由化
1999年7月	・企業による短期借入の自由化(一部規制維持)

また、対内株式投資については、1990年代に入って、外国人保有上限が徐々に引き上げられてきていたが、危機後、自由化が加速し、1998年5月には、完全自由化された。また、銀行株に対する投資は、居住者、非居住者を問わず、1投資家の保有上限が4%とされていたが、危機後は、外国人に対し、4%を超える投資が容認された。

外国人の株式保有上限比率の推移 (%)

	海外投資家合計	個別海外投資家
1992年1月	10	3
1994年12月	12	3
1995年7月	15	3
1996年4月	18	4
1996年10月	20	5
1997年5月	23	6
1997年11月	26	7
1997年12月12日	50	50
1997年12月30日	55	50
1998年5月	100 (完全自由化)	100 (完全自由化)

改革のデフレ・インパクトの軽減

さらに、景気が急激に落ち込む中であって、財政支出拡大、雇用対策などによる対応の

国の労働市場の動向」(2002年12月)を参照。

ほか、企業改革自体も、デフレ・インパクトを軽減するような手法を選択した。

政府は、前述のように、債権金融機関団に対し、「ワークアウト」の下で、企業再生を行なうよう求めが、これにより、多くの企業が法定管理に追い込まれる事態¹⁷が回避されたほか、一般債権者の保護（債権金融機関が、金利減免等による損失を分担）によって、企業活動は継続されたため、実体経済に対するデフレ・インパクトが軽減された¹⁸。

（２）企業改革のモメンタムの維持と枠組みの補強（1999年以降）

1999年以降、危機的状況を脱し、景気急回復を果たした（実質 GDP 成長率 1997年 5.0% 1998年 6.7% 1999年 10.9%）後も、改革のモメンタムは概ね保たれ、改革の枠組みは補強されていった。

（企業債務削減の強化）

危機発生直後の1998年には、企業の債務削減は捗々しくなかった。企業債務の GDP 比は、ほぼ横這い（1997年 175% 1998年 176%）で推移したが、為替レート回復に伴って外貨債務がウォン建て換算で縮小したことを割り引くと、企業債務は、相変わらず増加基調を維持していた（図表 11）。

この背景には、まず、株価回復に加え、財閥の出資総額規制（出資を「純資産の 25%」以下に抑制）の撤廃もあって、多くの財閥が、債務削減ではなく、増資によって債務比率の目標（1999年末までに 200%以下に引き下げ）を達成しようとしたことが挙げられる。財閥は、出資総額規制の撤廃に伴って、循環出資¹⁹（系列企業間の株式持ち合い）を活発に行なったため、30大財閥グループの株式内部保有比率（本人、家族および系列会社が保有する株式の比率）は、大幅に上昇した（1997年 43% 1999年 51%）（図表 12）。1998～1999年にかけては、資本勘定の自由化を背景に、外国人の株式取得の急増や、金利低下を背景とする個人の金利選好の高まりから、投資信託の株式投資増がみられたほか、

財閥自身による株式投資も、財閥の出資規制撤廃を受けて増加している（前掲図表 12）。政府は、1998年に、財閥内の相互保証を順便に解消させることや、5大財閥に対し、グループ内での自助努力を求めたため、財閥内の出資規制（純資産の 25%以下に規制）を撤廃した。

また、1998年には、通貨防衛を企図した高金利政策の解除によって金利が急低下したこともあって、財閥の社債・CP 発行が極めて容易になったことも、企業債務の削減を妨げ

¹⁷ 韓国では、法定管理が適用された場合、企業が清算されるケースが多かったため、事業継続が困難であることも指摘されている。

¹⁸ 裁判所の処理能力が不十分であったことも、ワークアウト導入の背景の一つである。

¹⁹ 循環出資とは、A社がB社に出資し、B社がC社に出資し、C社がA社に出資する取引を指す。

た。財閥系列のノンバンクについては、殆どの総合金融会社は閉鎖された一方で、投資信託会社は存続していたが、財閥が発行する社債・CPの大部分が投資信託会社に購入されていた²⁰（図表13）。1997年12月から1998年12月に発行された社債のうち3割弱がデフォルトしており、過剰の社債が発行されていたことが分かる²¹。

過度な増資と社債発行への依存によって業容を拡大し、後に経営不振に陥った典型的な企業が、大宇グループであった。1998年中は、銀行の貸出姿勢が急速に慎重化する状況下、資本市場での順便な資金調達、クレジット・クランチを大幅に和らげた面がある反面、企業リストラを遅延させたことは否めない。

政府は、こうした状況に対し、企業債務削減とガバナンスの強化を図るために、1999年に、財閥間の出資総額規制を再度導入するとともに、1998年終盤以降、投資信託会社の透明性とガバナンスの強化²²を図ったほか、1999年以降、資産再評価による負債比率の低下を認めないこととした。財閥の出資規制の再導入もあって、2000年以降、30大財閥グループの株式内部保有比率は、低下した（1999年51% 2001年45%）。また、政府は、投資信託会社に対し、1998年11月には、時価会計や、同一企業の債券に対する取得制限（15%以下）を導入したほか、2000年には、社外取締役、監査役の導入など、ガバナンスの強化を図った。

なお、1999年に、大宇グループが破綻すると、同グループが発行した社債・CP²³の大部分（7～8割）が投資信託に組み込まれていたため、解約が殺到し、投資信託会社は流動性危機に陥ったほか、債券市場が大混乱した。こうした状況に対し、政府は、投資信託会社に元本を保証させて、解約を抑制したほか、銀行などの出資による債券買取基金を創設し、債券の買い支えを行なうことを指示した。また、当初、6位以下の財閥に適用されていたワークアウトを大宇グループの企業にも適用している。

さらに、2001年には、現代グループ企業の資金繰り難を契機に、多くの企業の社債借り換えが困難化した（韓国の社債は、3年物が主であるので、1998年に発行した社債が償還

²⁰ なお、株式市場への外資流入が急増した一方で、債券市場への外資流入は極めて少額に止まっている（2002年6月時点で、社債の外国人保有比率は0.1%に止まっている）。

²¹ 社債の発行が過度に行われた背景としては、投資家の問題のほかに、格付けが適切に行なわれていなかったことが挙げられる。

²² ただ、財閥が、今なお、多くの金融機関（保険、証券・投信、カード会社など）を有しているという問題は残っている。

²³ 因みに、大宇グループは、危機後、大量の社債・CPを発行（社債発行残高1997年9兆ウォン 1999年6月22兆ウォン、CP同4兆ウォン 9兆ウォン）し、各々、同グループのウォン建て債務の51%、20%を占めるに至っていた。

期日を迎えた)が、政府は、政府系銀行に借換え債を引き受けさせることにより対応した。

こうした政府の措置は、企業の債務削減を遅延させることとなったが、社債市場や投資信託の規模が極めて大きく(1998年末時点で、投資信託会社の総資産は、商業銀行の5割弱にまで膨張していたほか、社債発行残高も、商業銀行貸出の7割程度までに増加していた)システミック・リスクに発展する可能性も大きかったことに鑑みると、その評価は難しい。

この間、通貨危機以降、ABS発行が急増している(図表14)ため、社債残高は、横這い圏内で推移している(前掲図表3)。政府系銀行が、上記の借換え債をABSを用いて売却したことに加え、ABS市場の発達を受けて²⁴、売掛金など不良債権以外を原資産としたABS発行が増加してきている。

(企業の退出・再生における強化)

2000年以降、企業の退出・再生についても強化が図られた。ワークアウトが進捗しないケースがみられたほか、同スキームへの金融機関参加に強制力が無かったため、一部金融機関の抜け駆けが問題となっていた。

このため、政府は、2000年に、債権銀行団に対し、整理対象企業の選定・公表を再度指示(52社を整理対象企業として公表)したほか、2001年以降は、債権銀行団に対し、リスクの高い企業²⁵について、半期毎に、整理対象とするか否かの判定を行なうことを義務付けた(「常時信用リスク評価システム」)。2001年以降、毎回千社を超える企業が判定の対象となり、累計で約200社が再生不可能と判定され、既に150社以上が整理された。

また、ワークアウトについては、同スキームへの金融機関の参加を強制化する立法措置(「企業構造調整促進法」)を施した(同枠組みの最初の適用先は、ハイニックス<旧現代電子>)。これにより、再建計画に反対する金融機関は、時価で、当該債権を売却することが義務付けられた。

(銀行による企業処理の加速)

公的資金投入などによって銀行の不良債権処理能力を高めるとともに、不良債権の定義厳格化を進めたことも、企業処理の加速に繋がった。

²⁴ 1999年頃迄は、不良債権買取機関であるKAMCOによるABSの発行が主体であった。

²⁵ 韓国金融監督員は、リスクの高い企業の選定について、以下のガイドラインを示している。

インタレスト・カバレッジ・レシオが3年連続で一定値を下回っている企業

債権分類が要注意以下の企業

各行の内部規定において、潜在的に存続不可能となる可能性のある企業

監査意見が「条件付き」、「否認意見」、「反対意見」である企業

重大かつ急激な信用格付けの引下げが行なわれた企業や、ノンバンクから多額の借入がある企業等。

不良債権定義の厳格化

1998年6月	6か月以上延滞 3か月以上延滞
1999年12月	Forward Looking Criteria (FLC) 導入
2000年12月	ワークアウト企業向け貸出を不良債権から除く特例を廃止

政府は、銀行に対し、危機発生直後の1998年に資本注入を行なった後、2000年にも、大宇グループの破綻と不良債権の定義厳格化（FLCの導入）に対応し、追加的に資本注入を施した²⁶。また、韓国銀行の調査によれば、銀行の1998～2000年にかけての不良債権発生のうち、4割程度は定義厳格化によるものである（図表15）。

（3）市場メカニズムによる企業改革への移行

外資導入やコーポレート・ガバナンス強化などの諸施策によって、より効率的な市場が構築され、改革は、政府主導から、市場の圧力が企業リストラを促す局面に移行しつつある。株式市場や銀行は、企業に対する選別姿勢を強めており、企業間における「勝ち組」と「負け組」の2極化をもたらしている（例えば、優良企業が多い時価総額上位10社のシェアは、危機前に比べ2割程度上昇し、5割を超えている²⁷）。こうした状況下、資金調達が困難化している「負け組」は、利払いや元本返済のために、非中核事業の売却を行なうなどのリストラを断行せざるを得ない状況に追い込まれている。

すなわち、株式市場への外資流入によって、株式市場での企業選別が強まっている。韓国の株式市場は、危機前は、個人投資家主導であったが、危機以後は、資本勘定の自由化によって、外国人投資家主導の市場になっている²⁸。株式売買高に占める外国人のウェイトは、危機以降、急上昇をみており、海外投資家が相場を主導する局面が多くなっている（図表16）ほか、外国人の持ち株比率は、2001年末時点で、持ち株数ベースで15%、時価総額ベースで37%にまで上昇している（図表17）。持ち株ベースでは、個人、企業を下回っているものの、保有額（時価総額）では、最大の保有主体となっており、外国人が優良企業へ投資を集中させていることが分かる（前掲図表17）。

また、銀行も、公的資本注入などによって償却原資が確保された（現在、銀行の自己資

²⁶ この点については、国際局ワーキング・ペーパー・シリーズ「韓国の金融改革について」（2002年10月）を参照。

²⁷ なお、サムスン電子が株式時価総額に占めるシェアは、危機前の1996年には約4%に止まっていたが、2001年末には約18%に達している。

²⁸ なお、株式市場における外国人投資家のプレゼンス上昇は、コーポレート・ガバナンスの向上に繋がっているほか、米国株価との連動性を強めていることが指摘されている。

本比率は11%弱に上昇)うえ、「官治金融」の排除と外資流入によりコーポレート・ガバナンスが強化された(多くの大手銀行の外国人持ち株比率は、過半を超えている)ことによって、企業に対する選別姿勢を強めている。銀行の不良債権処理状況をみると、1998年中は、不良債権買取機関であるKAMCOによる処理が過半を占めていたが、1999年以降は、銀行自身による不良債権処理が殆どとなっているほか、2000年以降、処理額(最終処理)も急拡大している(前掲図表15)。さらに、2002年頃より、公的資本注入を受けた国有化銀行の民営化が進捗してきており、市場メカニズムが一段と強化されることが展望される。政府による国有化銀行への関与は、数値目標(不良債権比率、ROA、ROEなど)を課するに止まっていたため、危機前のような「官治金融」が復活した訳ではないが、民間投資家が株式を保有した方が、より良いガバナンスが期待できると考えられている。

そして、銀行は、収益性の高い、個人や中小企業(主に、内需関連のサービス業)向け融資を増加させており、労働市場の柔軟性向上と相俟って、財閥に偏重した経済構造を是正するとともに、スムーズな資源移動をもたらしている面がある。銀行のガバナンスの強化に加え、不良債権の最終処理が進んでいる(間接償却ではなく)ことが、資本の再配分をもたらしている。銀行の業種別貸出を詳細にみると、製造業、建設業向けが低迷している一方、運輸・通信、ホテル・レストラン、不動産業といった非製造業向けの貸出が高目の伸びを続けているほか、GDPや雇用者数に占めるサービスのウェイトも順調に高まってきた(図表18)。また、危機後、中小企業向け貸出のウェイトも高まっているほか、ベンチャー企業を含む企業設立が急増していることもあって、中小企業における雇用者数のウェイトも急上昇している(図表19)。

この間、企業の退出・再生の枠組みについても、現在のワークアウト・企業構造調整促進法といった私的枠組みから、ルール型への移行を展望して、倒産関連法の抜本改正が計画されている。

3. 若干のインプリケーション

韓国では、未だ、過剰債務が完全に解消されていないなど、改革は道半ばであることは事実である。インタレスト・カバレッジ・レシオの低い企業については、「常時信用リスク評価システム」の下で、銀行が監視・整理を進めているものの、景気が急速に落ち込んだ場合、どの程度の影響が及ぶのか注視していく必要があろう。

しかしながら、改革のモメンタムが保たれていることに鑑みると、改革の道筋は概ね着いていると言えよう。外資を中心とする市場からの圧力によって、企業がリストラに取り組みざるを得ない状況にあるため、改革のモメンタムは持続するものと考えられる。

また、韓国の経験から、市場が正常に機能しなくなった場合は、政府の迅速かつ大胆

な介入が必要であるほか、その際、市場の機能回復および強化策を講じ、かつ、できるだけ早期に、市場メカニズムによる改革に移行することが重要であることが分かる。企業が再生可能であるか否かや、どのように企業再生すべきであるかの判断は、市場のスクリーニングを通じて、より適正に行なわれるものである。ビッグ・ディールが必ずしも成功を収めなかった事実は、政府主導による企業リストラの限界を示唆するものであろう。

特に、企業改革を中長期的な軌道に乗せるためには（対処療法的でなく）、企業の株主構成のみならず、債権者である金融機関の適正なガバナンス（韓国の場合、銀行とノンバンク双方）の構築が、極めて重要であることが分かる。多くのアジア諸国では、未だ金融機関のガバナンスの問題（政府の関与、財閥による金融機関保有、金融機関と企業間の株式持ち合い、外資参入規制など）が少なくない中で、韓国では、こうした問題が大幅に改善した。日本と韓国における企業改革の違いについては、政府による介入の有無が強調される向きもあるが、金融機関のガバナンスも決定的な違いである。

さらに、金融機関の機能回復（企業を退出・参入させる機能）が、デフレ防止を通じて、企業活動や企業リストラに好影響を及ぼしている面があることも重要である²⁹。韓国では、財が概ね 2%前後の伸びを続けている³⁰ほか、サービス価格は、より高目の上昇基調にある（図表 20）が、これには、内需が強いことに加え、過当競争や供給過剰が是正されていることも大きく寄与している。この点、危機による破綻に伴って多くの企業が退出したことに加え、金融機関の選別姿勢の強まりが、企業の集中と選択を促し、供給過剰の解消に繋がった面もあろう。また、金融機関の信用仲介機能の回復は、サービス部門などへの資源移動をスムーズに進めることを通じて、デフレ圧力を緩和している面があろう³¹。

以上

²⁹ 韓国でも、繊維産業を中心に、中国などへの生産拠点のシフトが続いている。この点は、国際局ワーキング・ペーパー・シリーズ「通貨危機発生以降における韓国の労働市場の動向」（2002年12月）を参照。

³⁰ 財の需給を示す製造業稼働率は、ほぼ危機前の水準に戻りつつある（図表 21）。

³¹ なお、中国において、供給過剰が是正されず、物価が下落し続けている背景にも、金融機関の機能が十分に働いていないことが挙げられよう。すなわち、国有商業銀行は、雇用維持のため、不振国有企業向け貸出を回収することが困難であるほか、高水準の不良債権を抱え、新規貸出に対して慎重となっている。

< 参考文献 >

安倍誠 (2002) 「30 大企業グループの変動と事業再編」(「アジ研ワールド・トレンド No.78」アジア経済研究所)

高龍秀 (2000) 「韓国の経済システム」東洋経済新報社

深川由紀子 (1997) 「韓国・先進国経済論」日本経済新聞社

深川由紀子 (2000) 「東アジアの構造調整とコーポレート・ガバナンス形成 韓国の事例を中心に」(青木昌彦・寺西重郎編著、転換期の東アジアと日本企業」東洋経済新報社)
日韓経済協会「協会報」各号

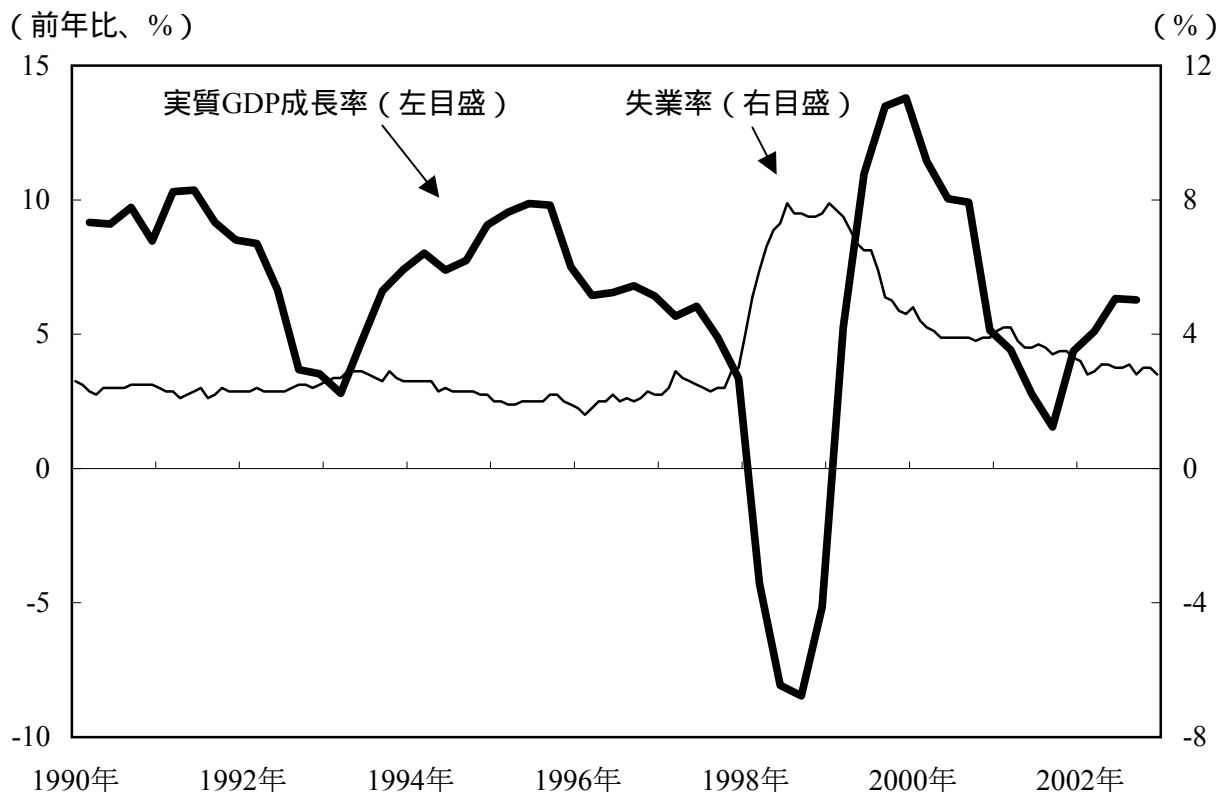
The Bank of Korea (2002) “Financial Statement Analysis for 2001”

Coe, David T. and Se-Jik Kim, editors (2002) “Korean Crisis and Recovery” IMF and Korea Institute for International Economic Policy

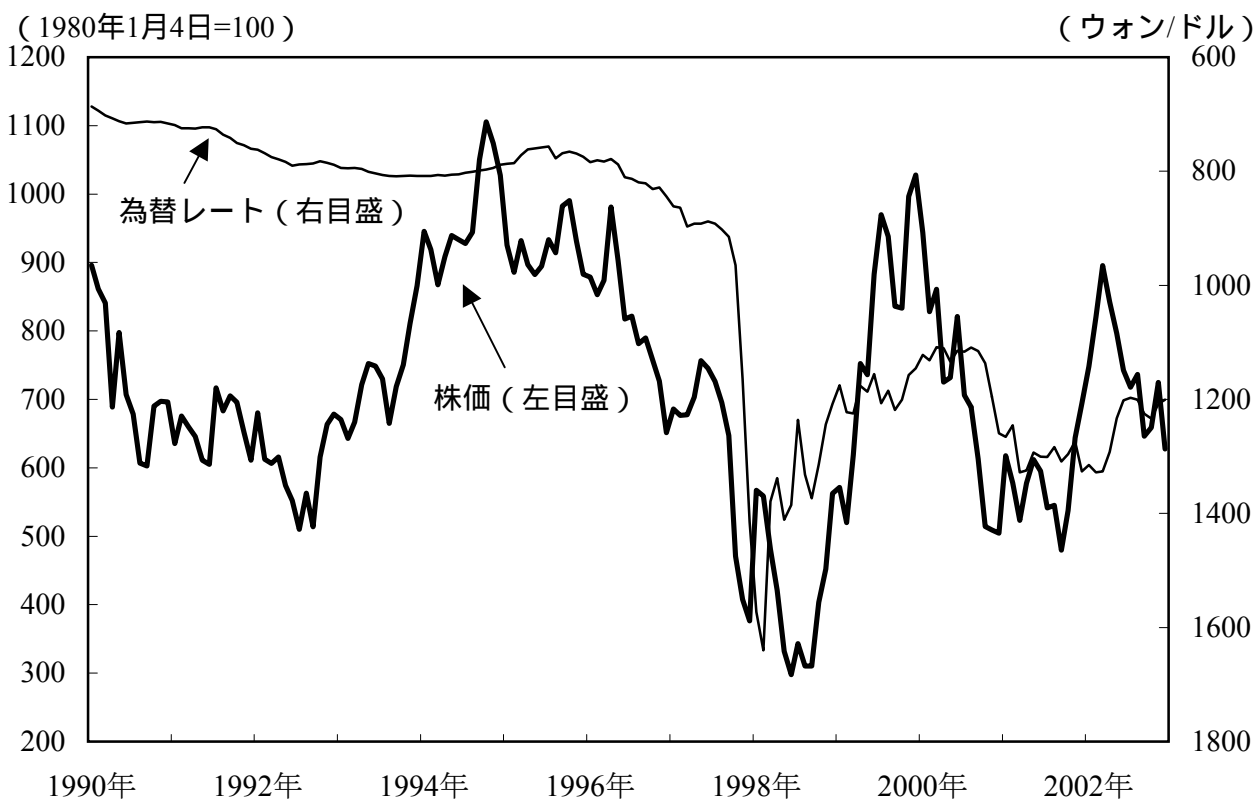
OECD (2001) “Economic Surveys KOREA”

韓国の主要経済指標

実体経済動向



金融市場動向



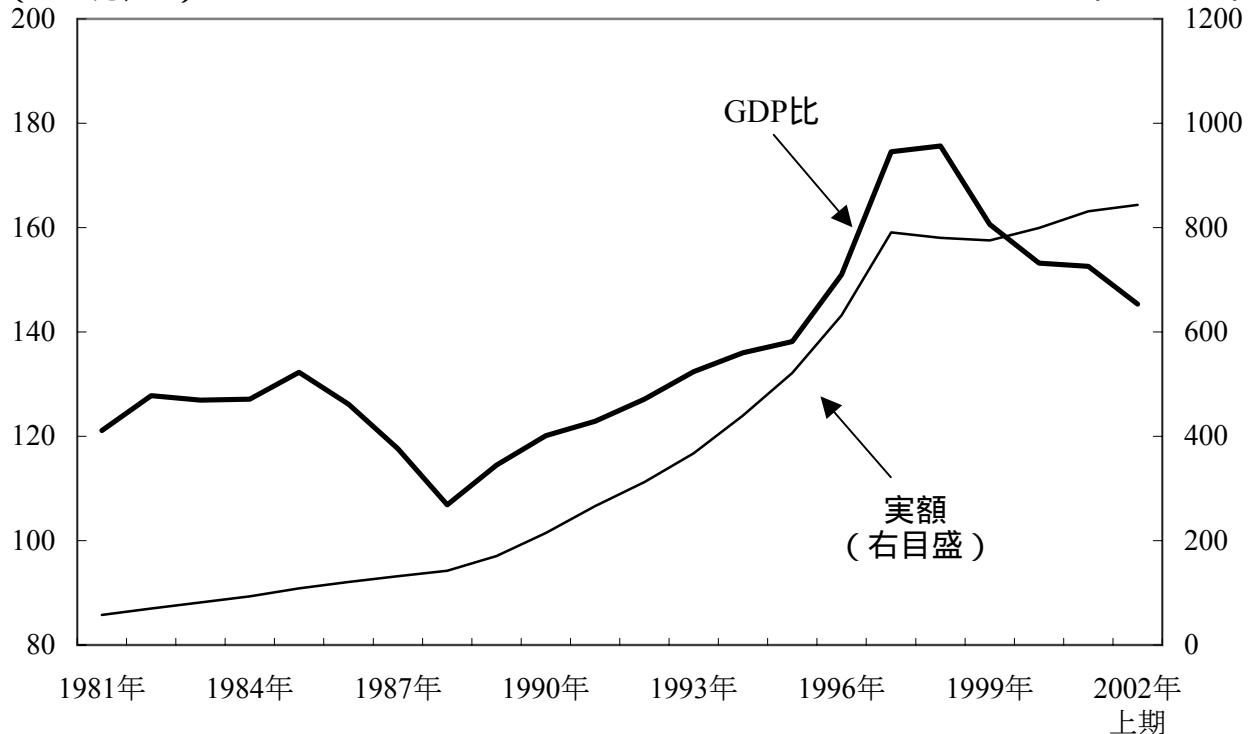
(出所) 韓国国家統計局等

企業債務残高とインタレスト・カバレッジ・レシオ

企業部門の金融負債残高

(GDP比、%)

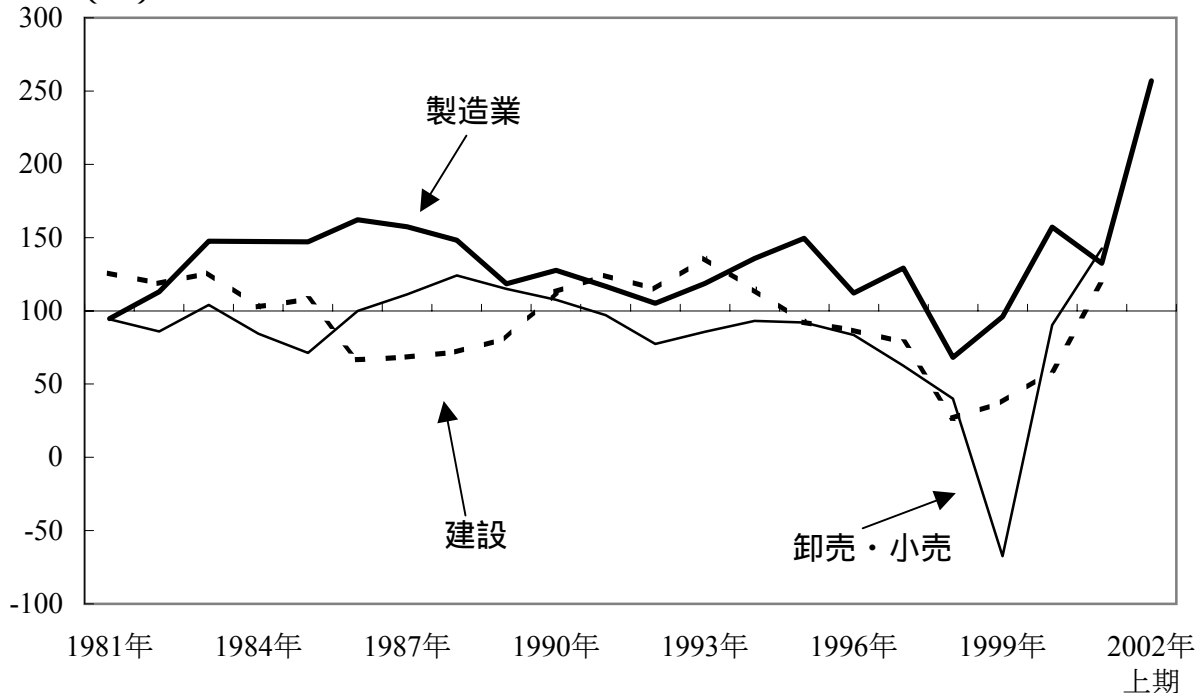
(兆ウォン)



(出所) 韓国銀行「資金循環勘定」

インタレスト・カバレッジ・レシオ (営業利益 / 利払い費)

(%)

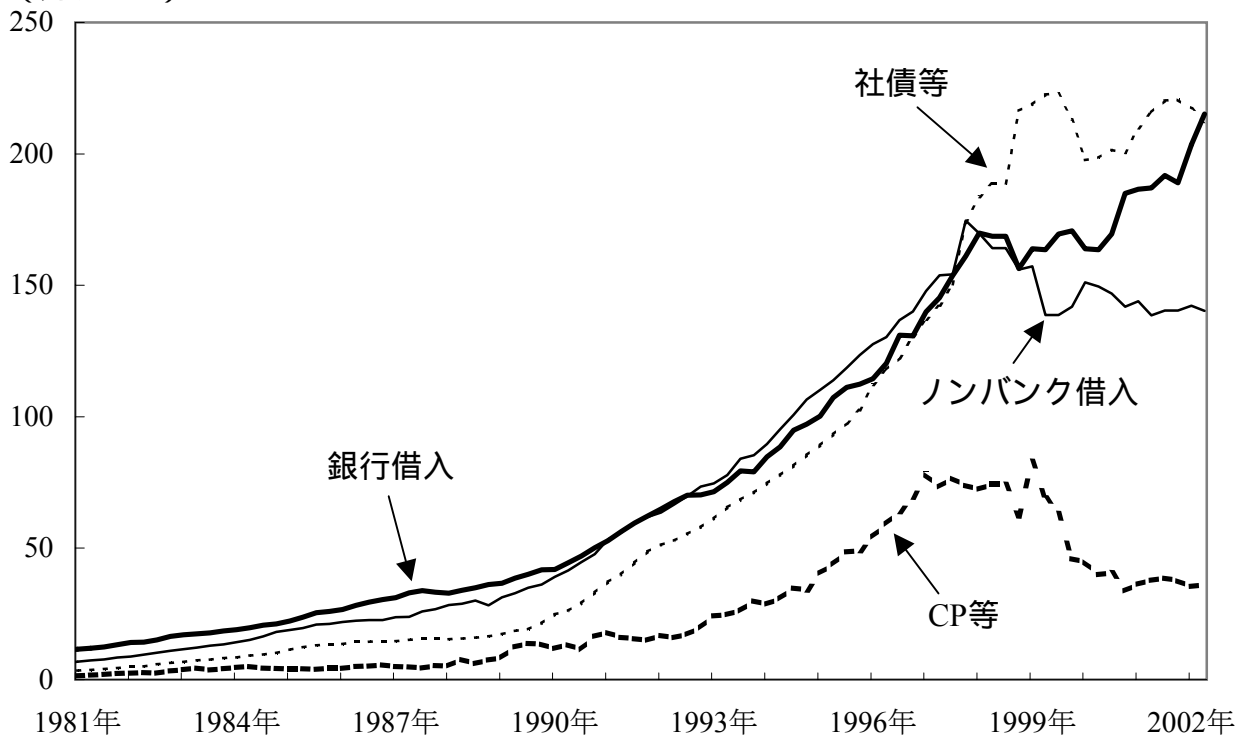


(注) 1995年以前の計数は、(対売上高営業利益率 / 対売上高利払い費率)により算出。

(出所) 韓国銀行「企業経営分析」

企業債務の内訳

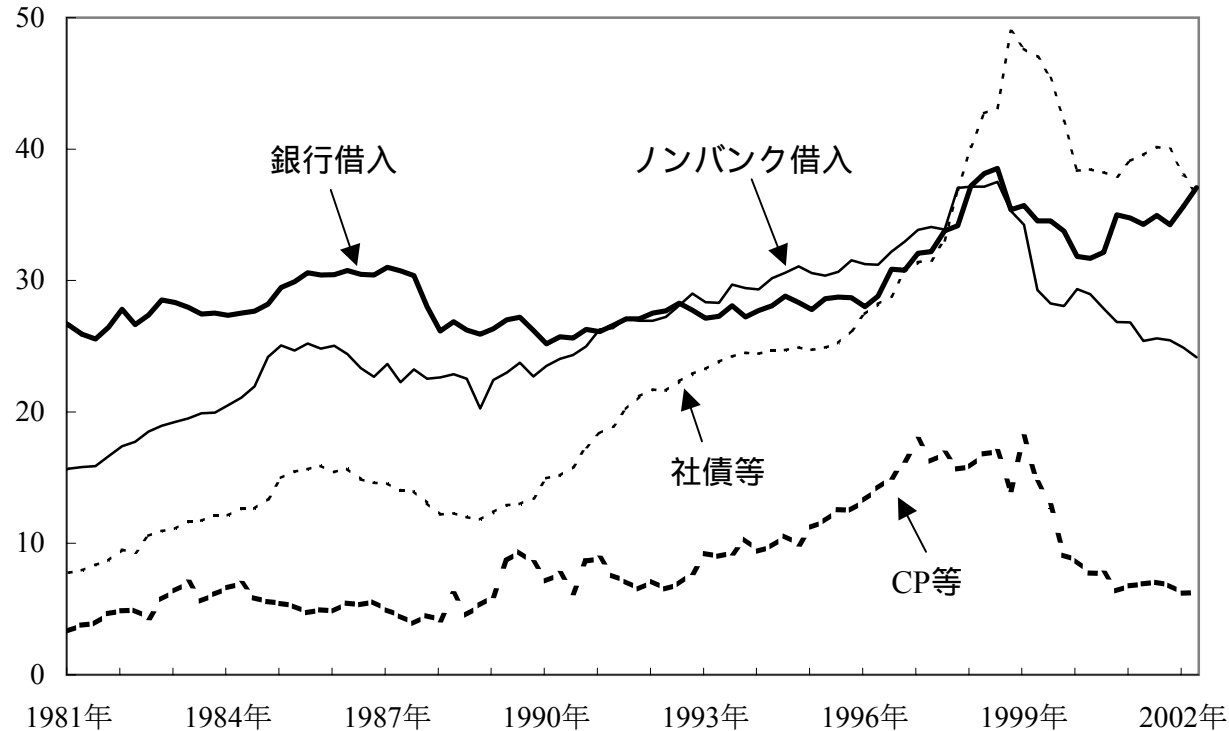
実額
(兆ウォン)



(出所) 韓国銀行「資金循環勘定」

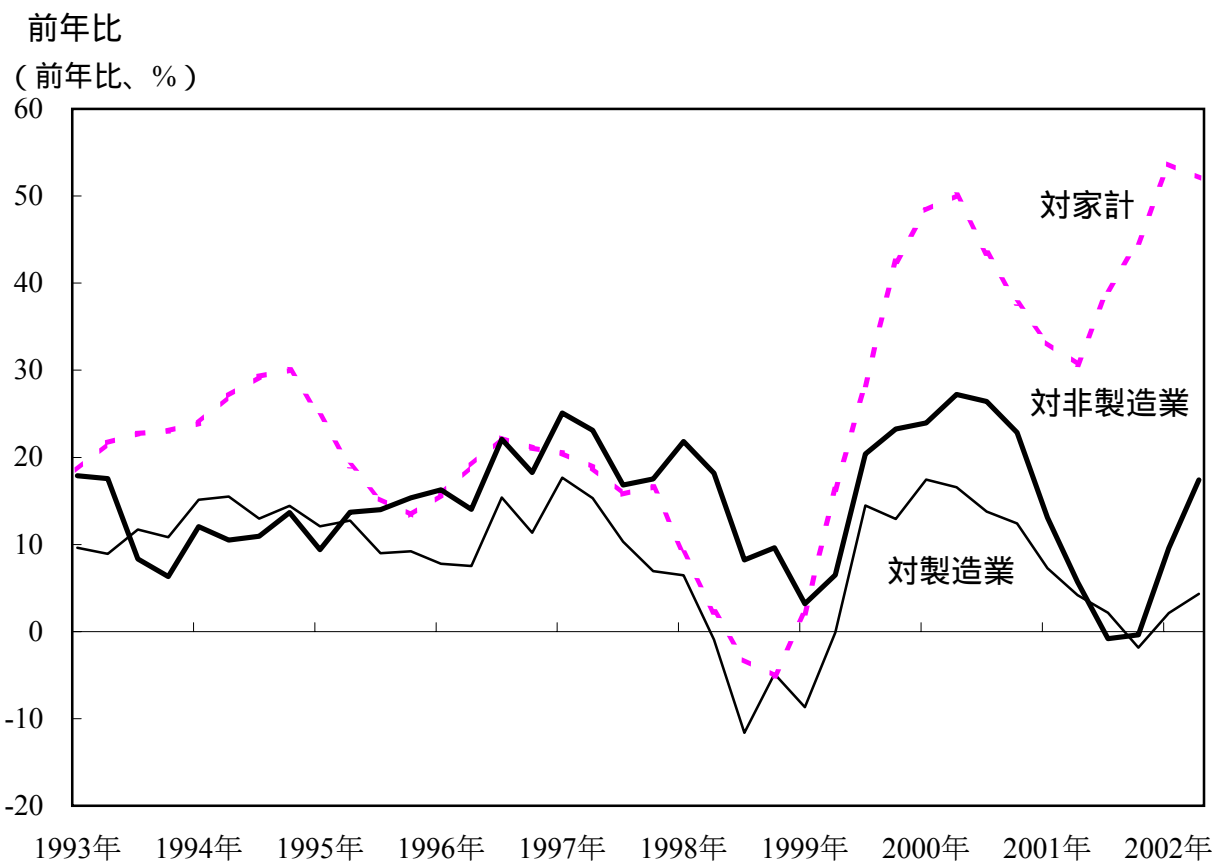
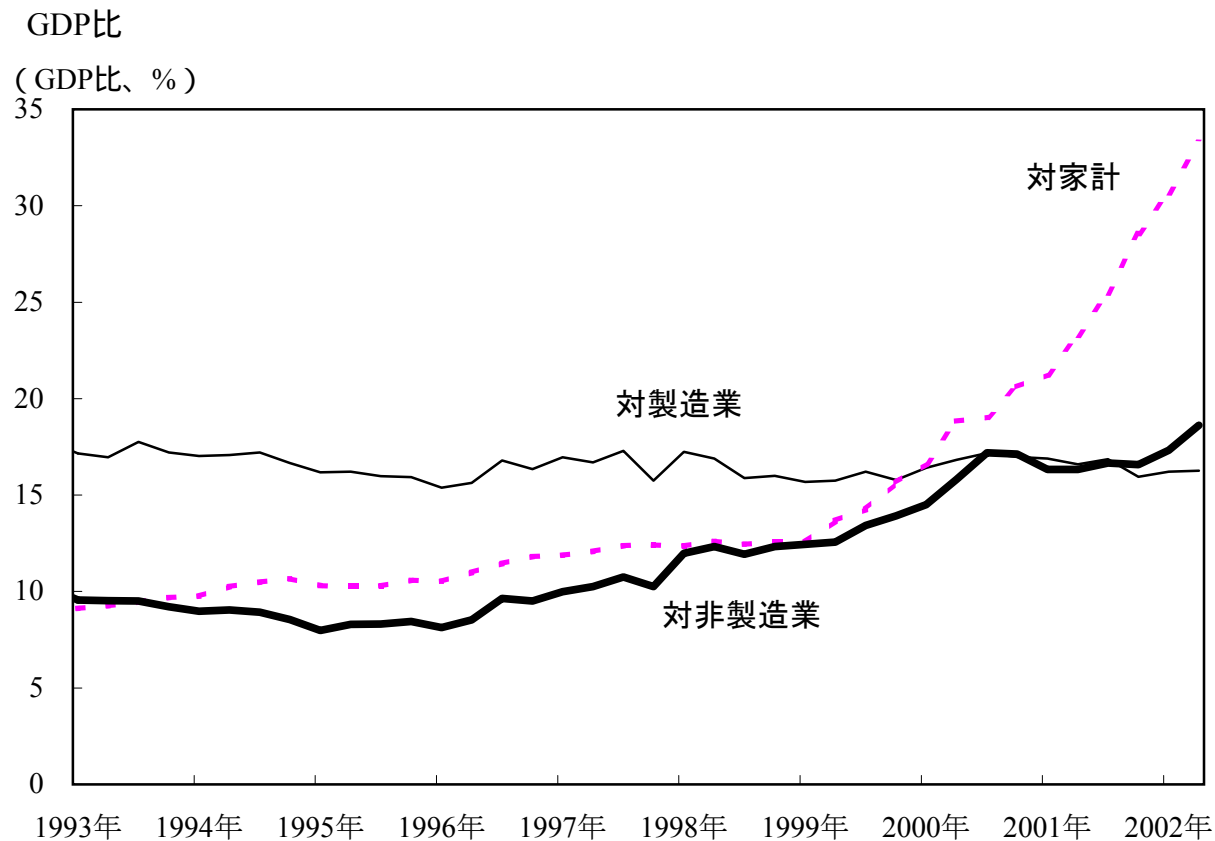
GDP比

(GDP比、%)



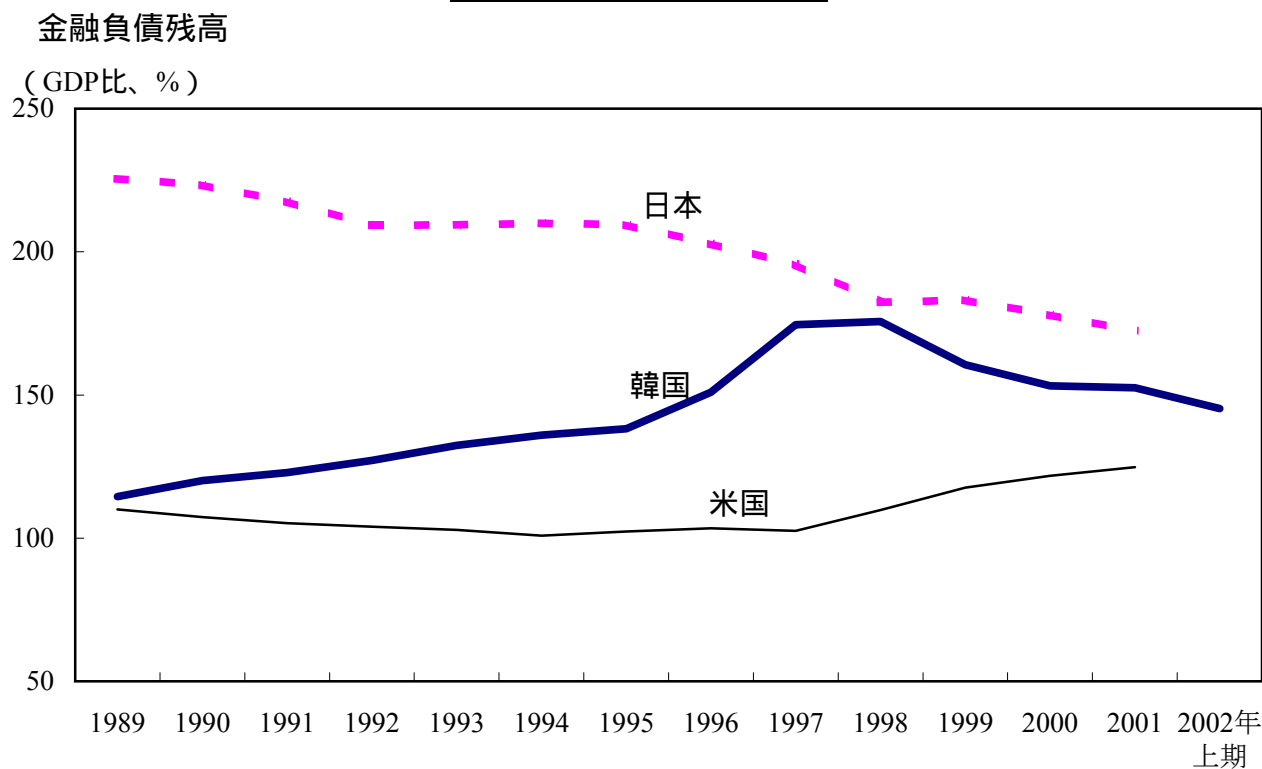
(出所) 韓国銀行「資金循環勘定」

銀行の業種別貸出

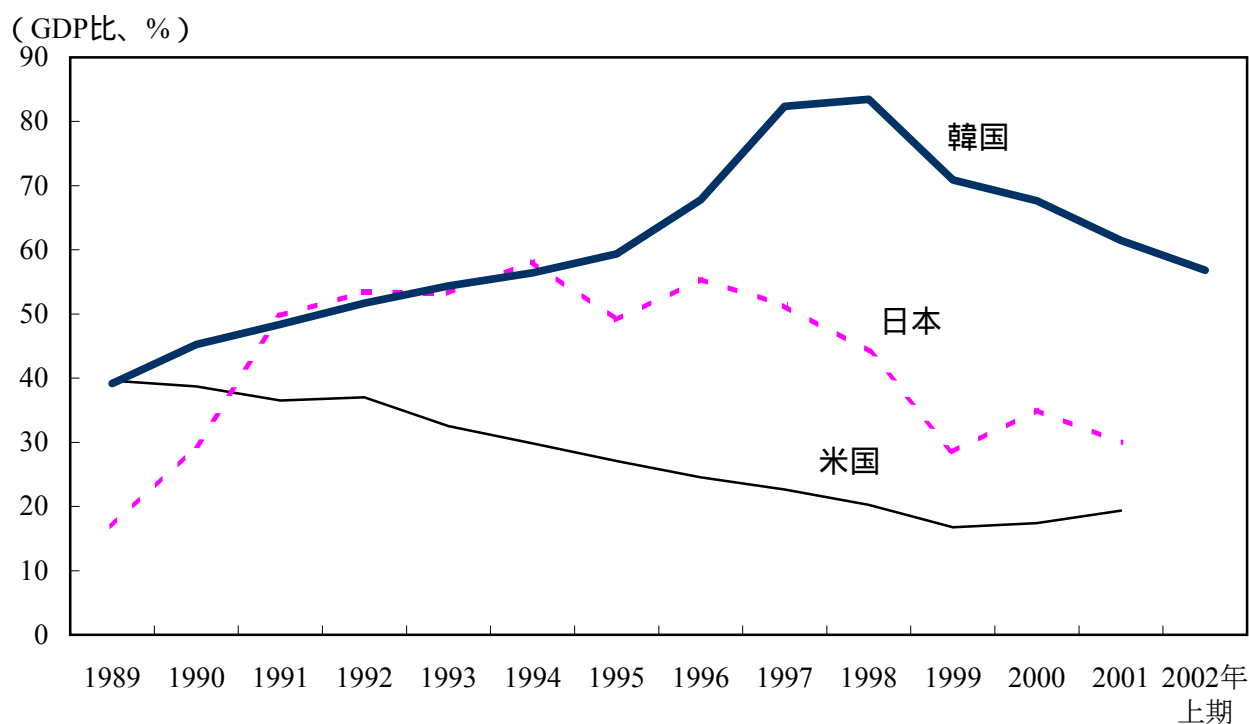


(出所) 韓国銀行

企業債務の日米韓比較



ネット金融負債 (金融負債 - 金融資産)

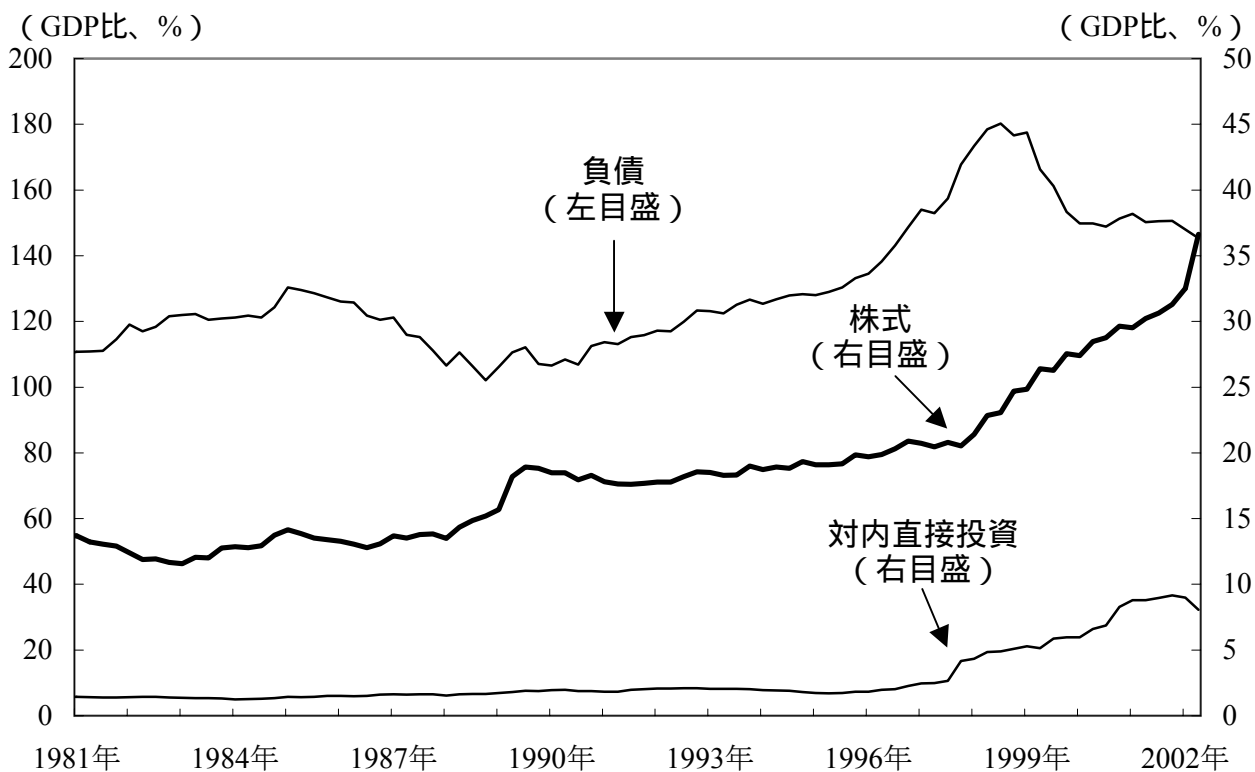


- (注) 1. 非金融法人ベース。
 2. 韓国の金融負債には、株式、その他資本、対内直接投資を含まない。
 3. 日本の金融負債には、株式、出資金を含まない。
 4. 米国の金融負債には、株式を含まない。

(出所) 各国資金循環統計より作成。

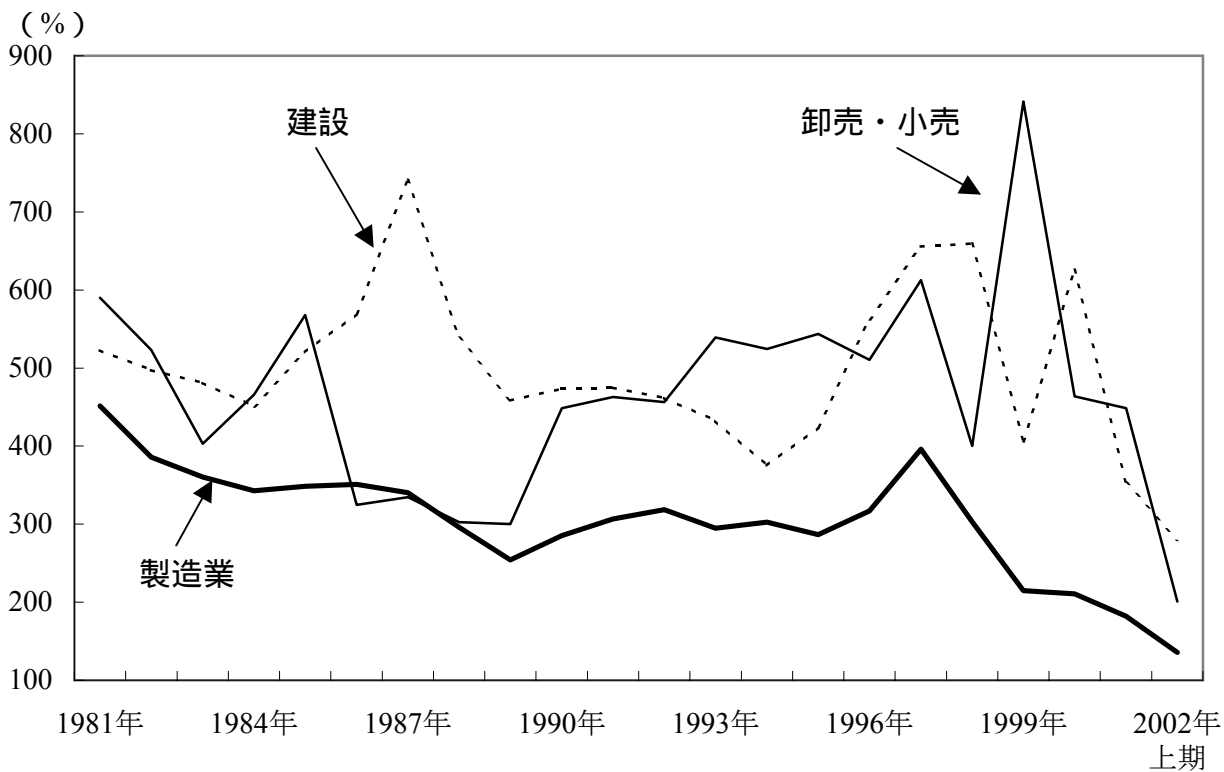
企業の負債比率（負債／資本）

企業部門の資本・負債の推移



(出所) 韓国銀行「資金循環勘定」

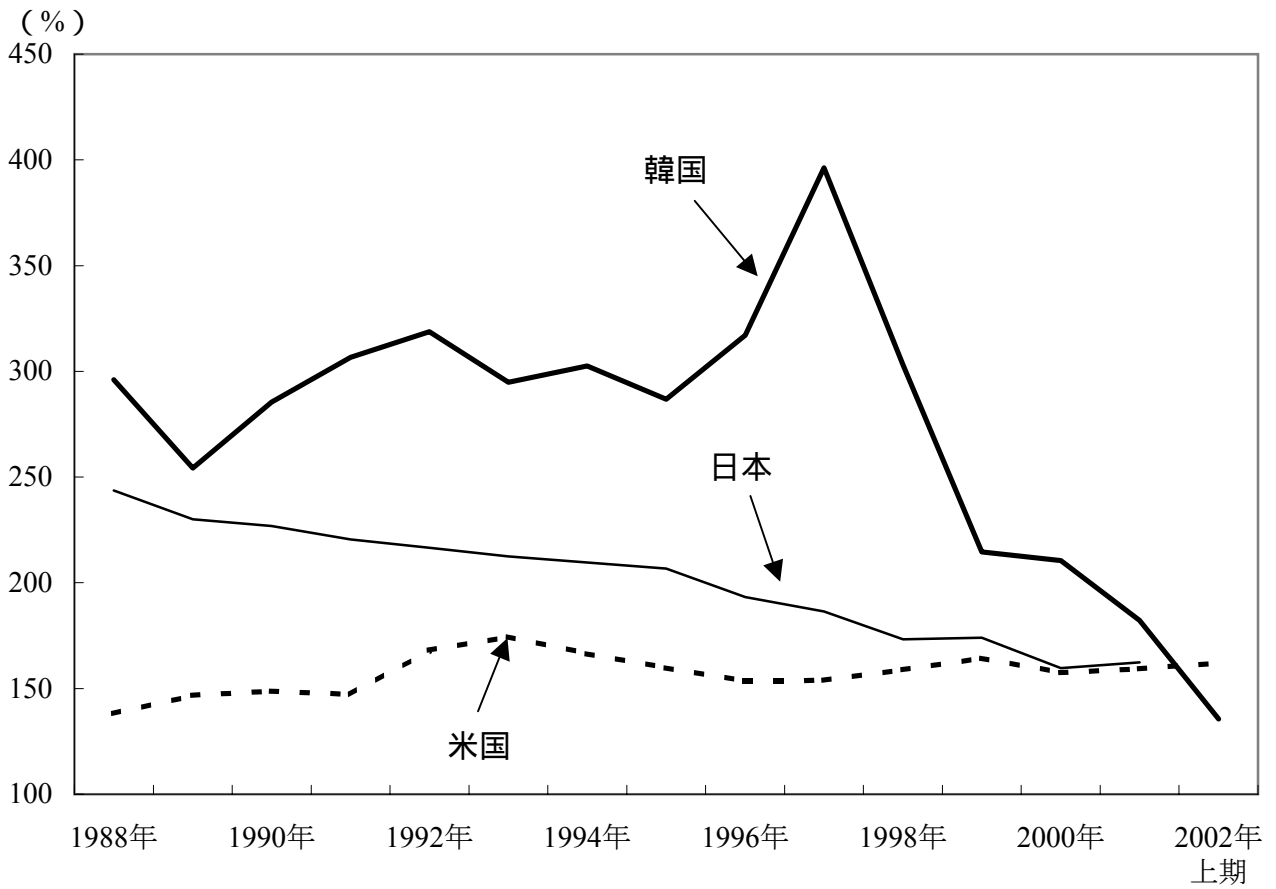
負債比率の推移



(出所) 韓国銀行「企業経営分析」

企業の負債比率の日米韓比較

負債比率（製造業）



(出所) 韓国銀行「企業経営分析」

企業収益 (1)

上場企業の収益推移

(兆ウォン、%)

	上場 企業数	総資産	総負債	総株主 資本	負債 比率	総 売上高	純利益	資本 収益率	株主 資本 収益率
1997	611	375	274	101	271.4	359	1.8	6.7	1.8
1998	597	488	381	107	356.9	420	▲ 3.2	▲ 11.3	▲ 3.0
1999	575	486	364	122	299.0	435	▲ 15.6	▲ 51.7	▲ 12.8
2000	575	513	309	204	151.6	424	12.0	27.9	5.9
2001	569	527	321	206	156.1	498	6.6	14.3	6.4

(注) 金融機関、新規上場企業、決算期を変更した企業等を除くベース

(出所) 韓国証券取引所

製造業におけるインタレスト・カバレッジ・レシオの分布

(企業数ベース)

(%)

	0%以下	0 ~ 50%	50 ~ 100%	100 ~ 150%	150 ~ 200%	200%以上	100%以下	全体
1999年	14.3	7.8	10.5	15.6	10.6	38.6	32.6	96.1
2000年	11.3	6.1	8.9	14.1	10.3	46.6	26.3	157.2
2001年	14.1	6.0	8.5	13.0	9.1	46.4	28.6	132.6
2002年 上期	16.0	5.4	5.4	7.0	7.0	53.4	26.8	257.0

(借入額ベース)

(%)

	0%以下	0 ~ 50%	50 ~ 100%	100 ~ 150%	150 ~ 200%	200%以上	100%以下	全体
1999年	23.9	16.7	22.0	17.6	6.4	13.4	62.6	96.1
2000年	21.8	14.8	13.4	14.8	13.0	22.1	50.0	157.2

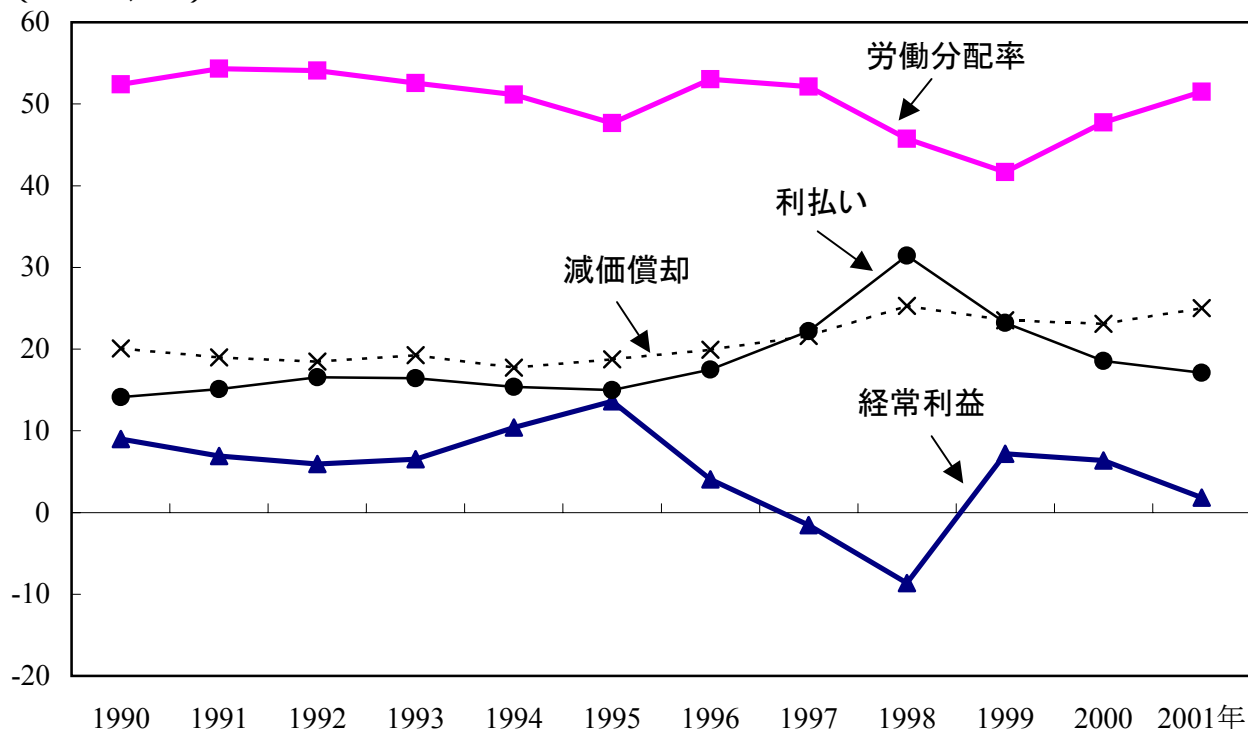
(注) 借入額ベースの計数は、2001年以降非公表。

(出所) 韓国銀行「企業経営分析」

企業収益 (2)

付加価値の分配 (製造業)

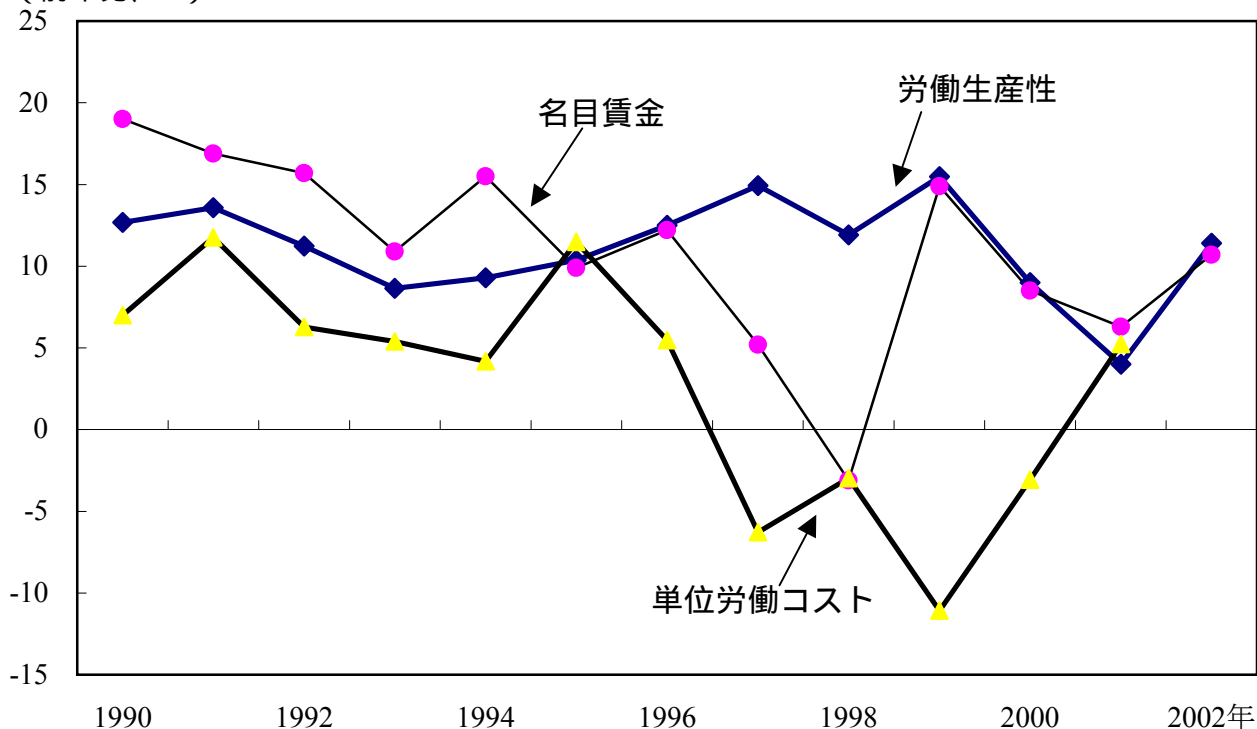
(シェア、%)



(出所) 韓国銀行「企業経営分析」

雇用コスト関連指標 (製造業)

(前年比、%)



(注) 1. 名目賃金の2002年の数値は1-7月平均値、労働生産性の2002年数値は1-6月平均値。

2. 名目賃金は、製造業常用雇用者の月額総支給額の平均値。

(出所) 韓国国家統計局

ビッグディール・ワークアウト

ビッグディール

業種	内容
半導体	現代がLGを吸収合併（現ハイニックス）、サムスンとの2社体制化。
石油化学	現代・サムスンの統合失敗。
家電	サムスン・大宇の事業交換失敗。
精油	現代・ハンファが統合。SK・双龍の統合失敗。 現代、双龍は外資が買収。
航空機	現代・サムスン・大宇の統合成立。
発電設備	韓国重工が現代・サムスンを統合。（後に斗山が韓国重工を買収。）
船舶用エンジン	韓国重工・サムスンが統合。
鉄道車両	現代・大宇・韓進が統合。
自動車	現代が起亜を買収。大宇・サムスンの交換失敗。 経営破綻後、大宇・サムスンはそれぞれGM、ルノーに売却。

ワークアウト対象企業数（2002年末）

適用企業数	成功	法定管理 清算等	作業中
83	55	16	12

ワークアウト適用先への金融支援の状況

（兆ウォン）

	債務繰延べ		デッド エクイティ スワップ	その他	合計
	金利 減免分	通常 金利分			
1999年計	54.8	4.5	28.9	4.2	92.4
非大宇	19.4	3.7	2.2	2.5	27.9
大宇（計画）	35.4	0.8	26.6	1.6	64.5
2000年	57.5	2.7	6.0	5.3	71.5
2001年	26.4	1.8	4.7	2.4	35.3

（注1）デッドエクイティスワップには社債取得を含む

（1999年計画では大宇系企業の社債209261億ウォンを取得予定）

（注2）その他には、預金と債務の相殺、債務償却、通常取引等を含む

ワークアウト適用先のリストラ状況

（兆ウォン）

	資産処分		分割等	資本増強	外資導入	その他	計
		不動産					
1999年	13.5	10.3	1.0	3.0	9.6	5.3	32.5
2000年	14.7	4.1	1.7	2.6	2.6	4.5	26.0
2001年	24.5	6.2	2.1	1.7	2.6	3.3	34.2
計	52.8	20.6	4.8	7.4	14.7	13.1	92.7

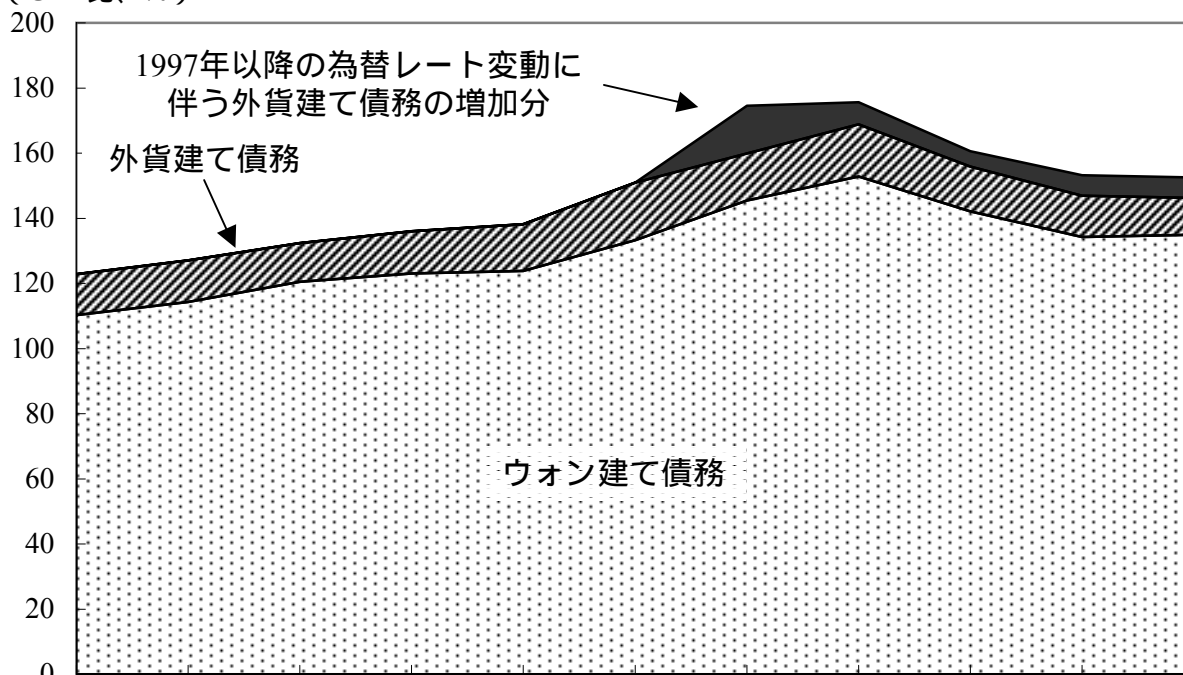
（注1）1999年の計数は、大宇によるものを含まない

（出所）金融監督院

通貨下落に伴う債務残高の変動

企業部門の外貨建て債務と為替レート変動の影響

(GDP比、%)

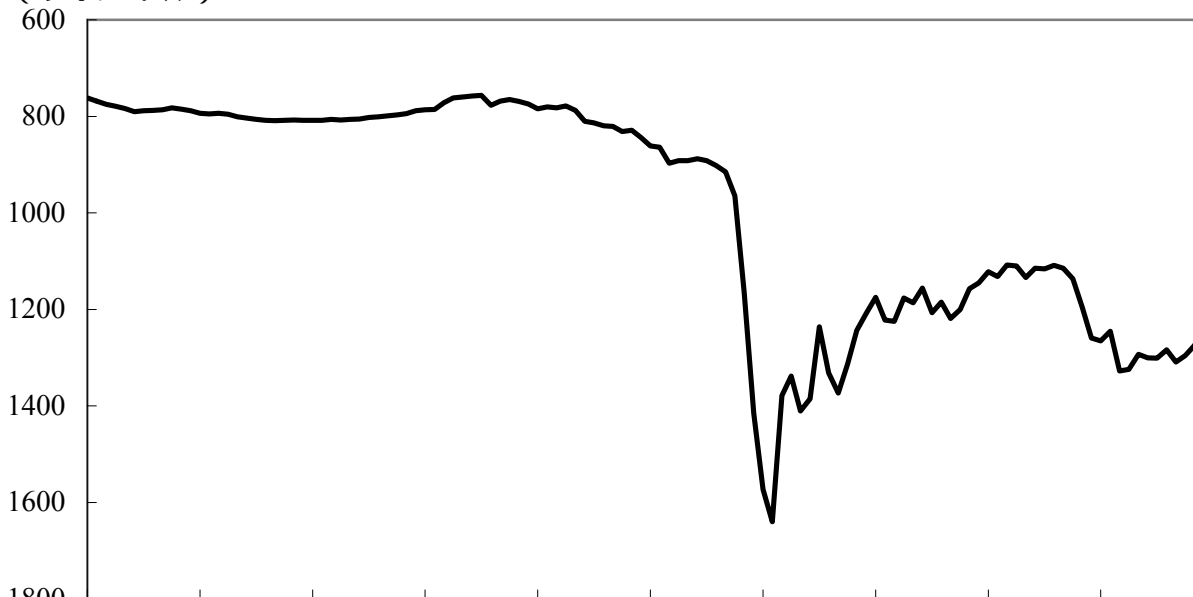


1991年 1992年 1993年 1994年 1995年 1996年 1997年 1998年 1999年 2000年 2001年

(注) 企業の外貨建て負債 = 外債 (資金循環残高表) + その他対外債務 (資金循環残高表) + 民間部門への外貨建て貸出 (マネタリーサーベイ)

為替レート

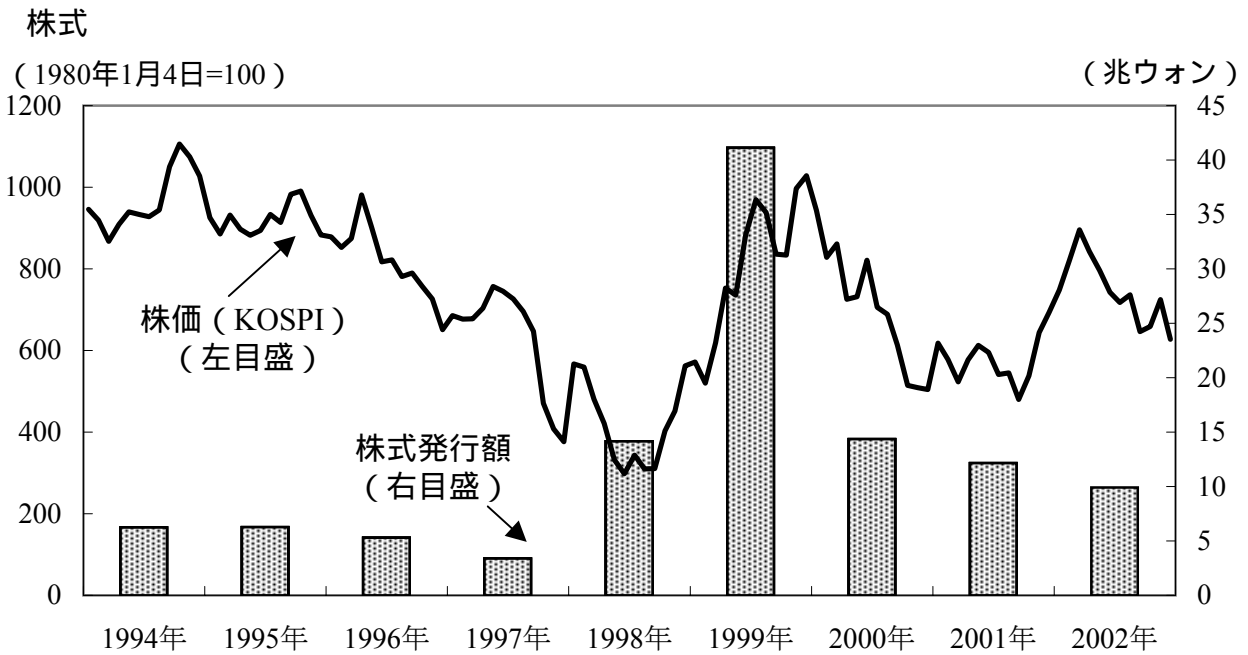
(ウォン/ドル)



1992年 1993年 1994年 1995年 1996年 1997年 1998年 1999年 2000年 2001年

(出所) CEIC

企業の増資動向



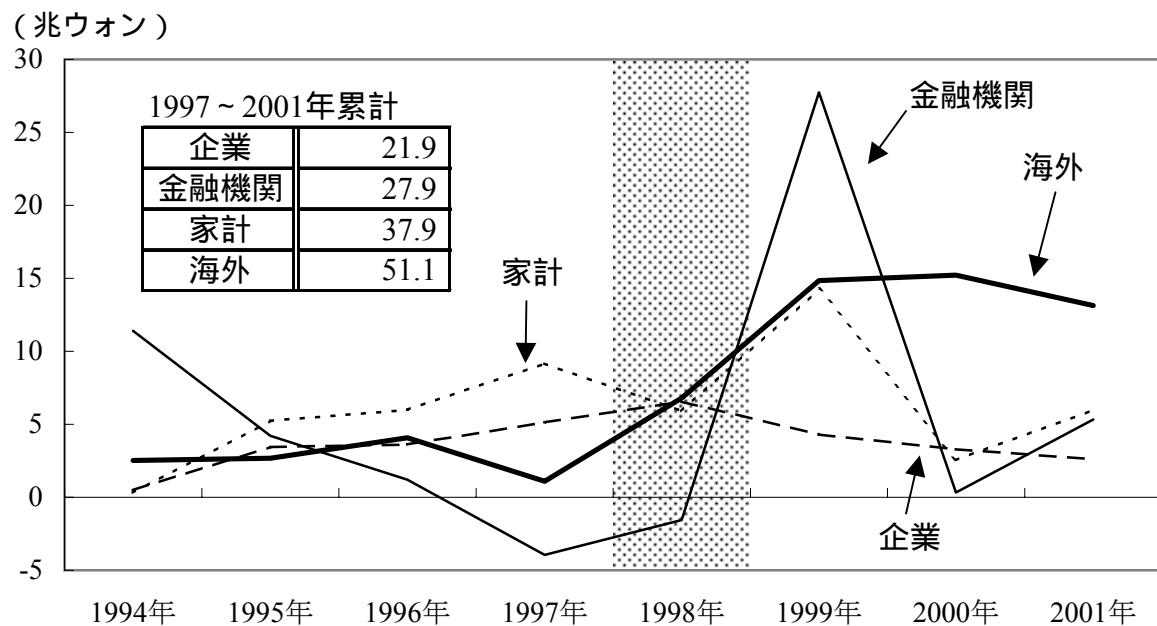
(出所) CEIC、金融監督院

30大財閥の株式内部保有比率推移

	1990	1993	1995	1997	1998	1999	2000	2001
内部保有	45.4	43.4	43.3	43.0	44.5	50.5	43.4	45.0
(家族)	13.7	10.3	10.5	8.5	7.9	5.4	4.5	5.6
(系列)	31.7	33.1	32.8	34.5	36.6	45.1	38.9	39.4

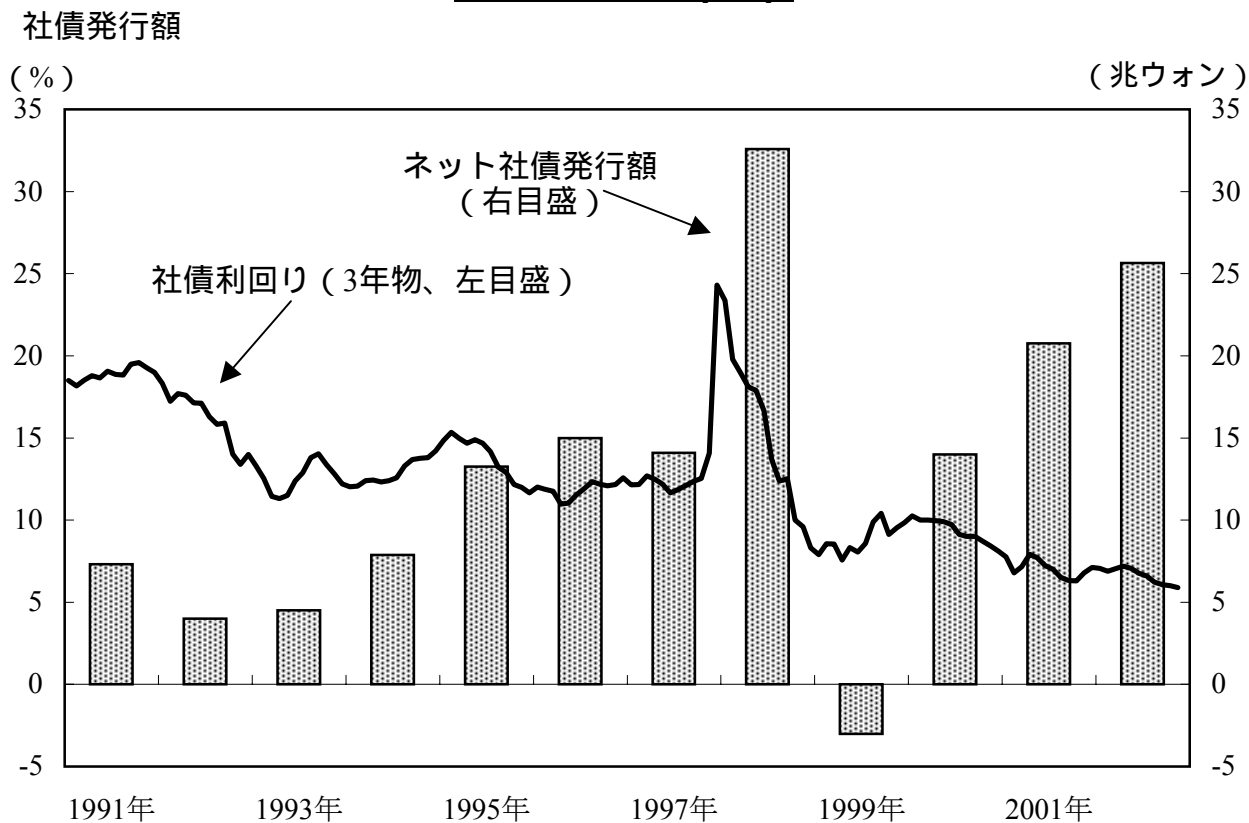
(出所) 深川(1997)、高(2000)等

主体別の株式取得動向



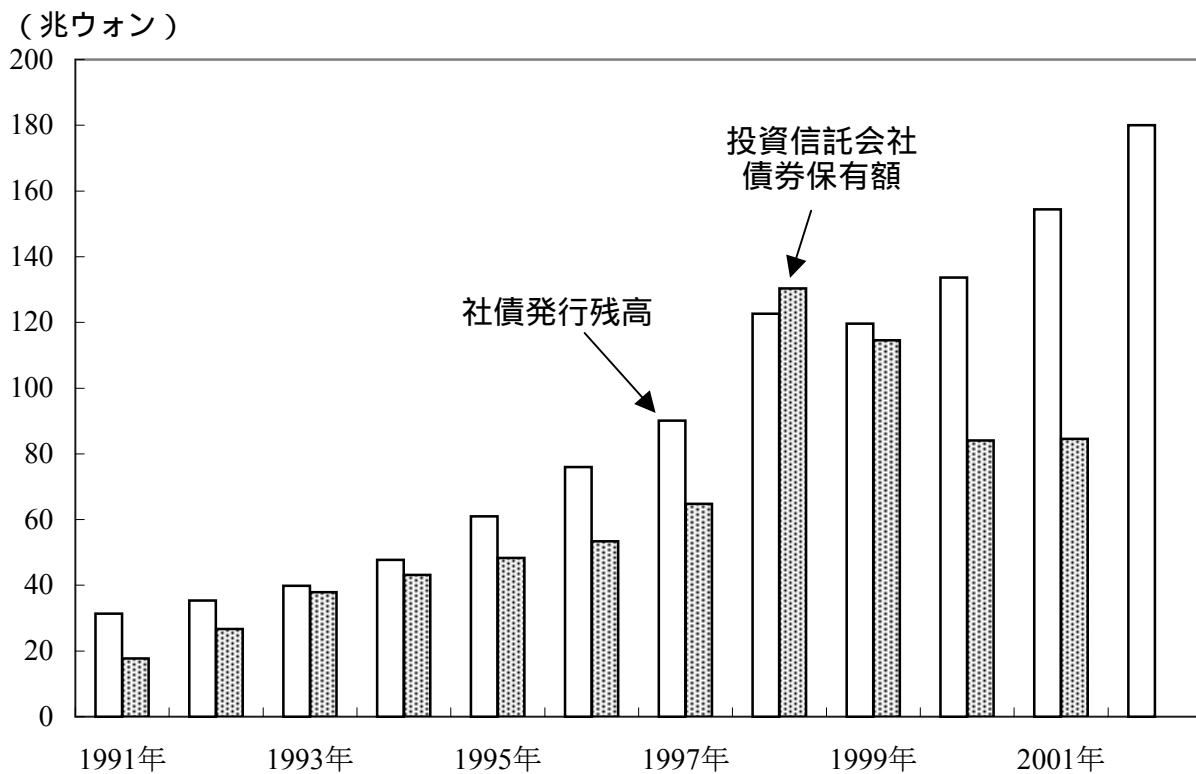
(出所) 韓国銀行「資金循環勘定」

社債発行動向(1)



(出所) 韓国銀行、CEIC

投資信託会社による債券保有

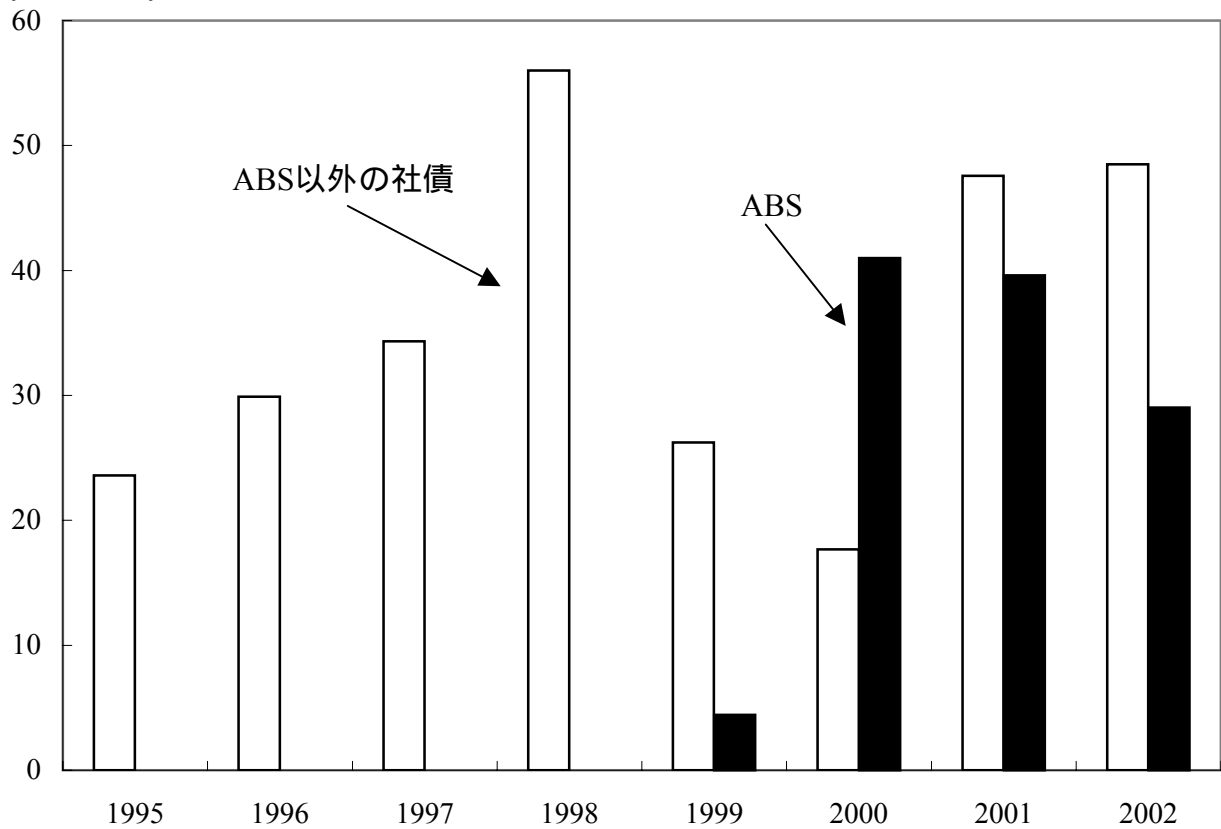


(出所) 韓国銀行

社債発行動向(2)

ABSの発行状況

(兆ウォン)



(出所) 金融監督院

銀行の不良債権処理動向

韓国の銀行の不良債権額の変動要因及び処理実績（引受、合併後基準）
（額面ベース、兆ウォン）

	不良債権 （年末）	増減	増加			減少		
			新規 発生	基準 変更等 （注1）		資産 管理 公社 （注2）	自己 処理 （注3）	
1998年	33.9	1.4	39.7	31.8	7.9	38.3	22.3	16.0
1999年	61.0	27.1	53.7	22.5	31.1	26.6	7.8	18.0
2000年	42.1	-18.9	20.6	15.1	5.6	39.5	1.0	35.9
2001年	18.8	-23.3	17.8	n.a.	n.a.	41.1	0.6	40.3
計	-	-13.7	131.8	-	-	145.5	31.6	110.2

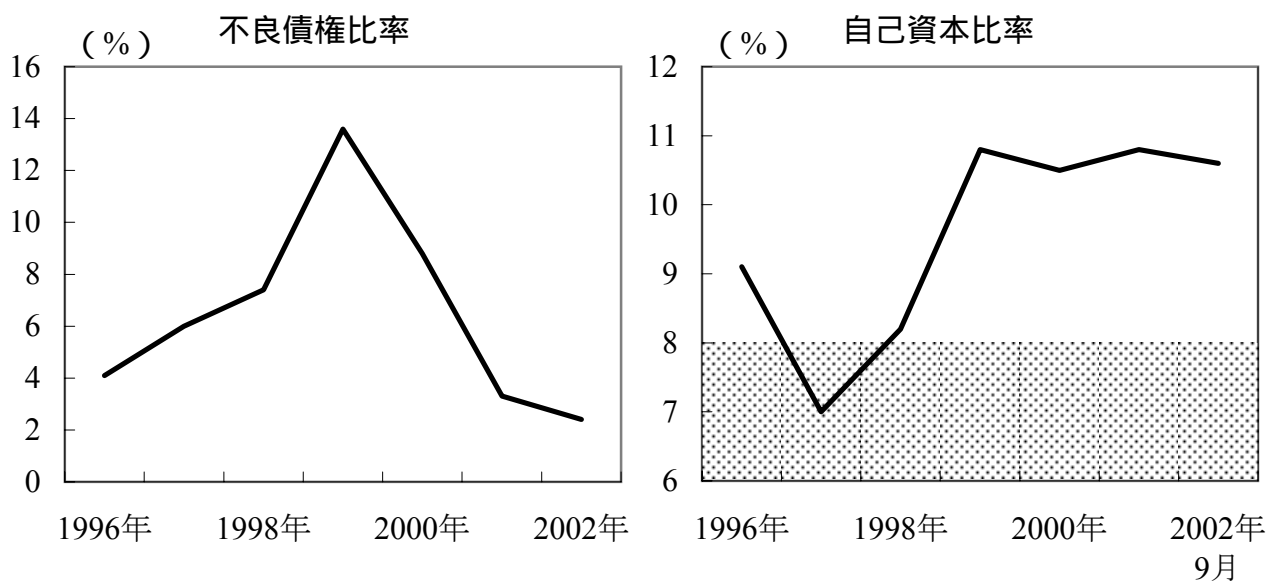
（注1） 整理、被引受銀行資産引受及び基準変更。基準変更は、98年6月の固定分類の強化（6ヶ月以上延滞 3ヶ月以上延滞）、99年末FLC（Forward looking criteria）の導入に伴う不良債権範囲の拡大、2000年12月のワークアウト債権への特例廃止など。

（注2）（売却分）-（買戻分）。また、資産管理公社（KAMCO）の処理額には、1997年中に処理された8.3兆ウォンを含まない。

（注3） 自己処理は、償却、売却・流動化、回収、出資転換、債務の正常化など。

（出所）韓国銀行

商業銀行の不良債権比率と自己資本比率

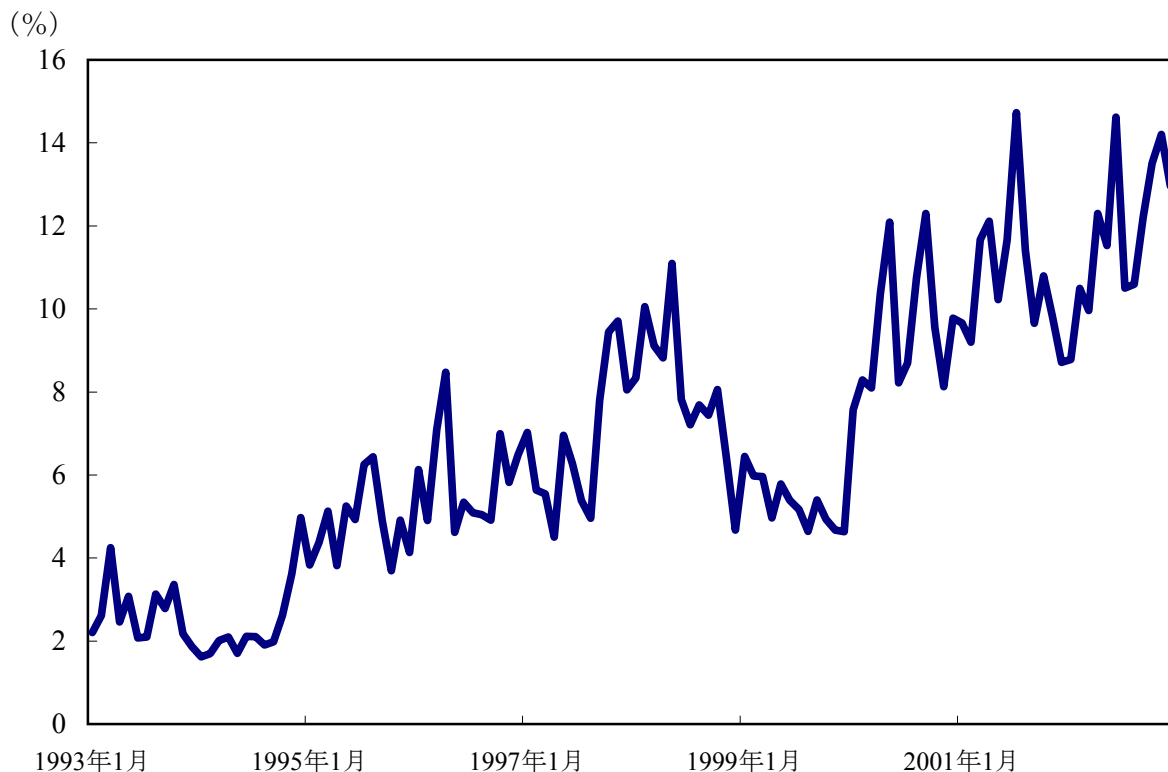


（注）不良債権比率は、98年以前は無収益与信、99年以降はSubstandard and Below Loan ベース。

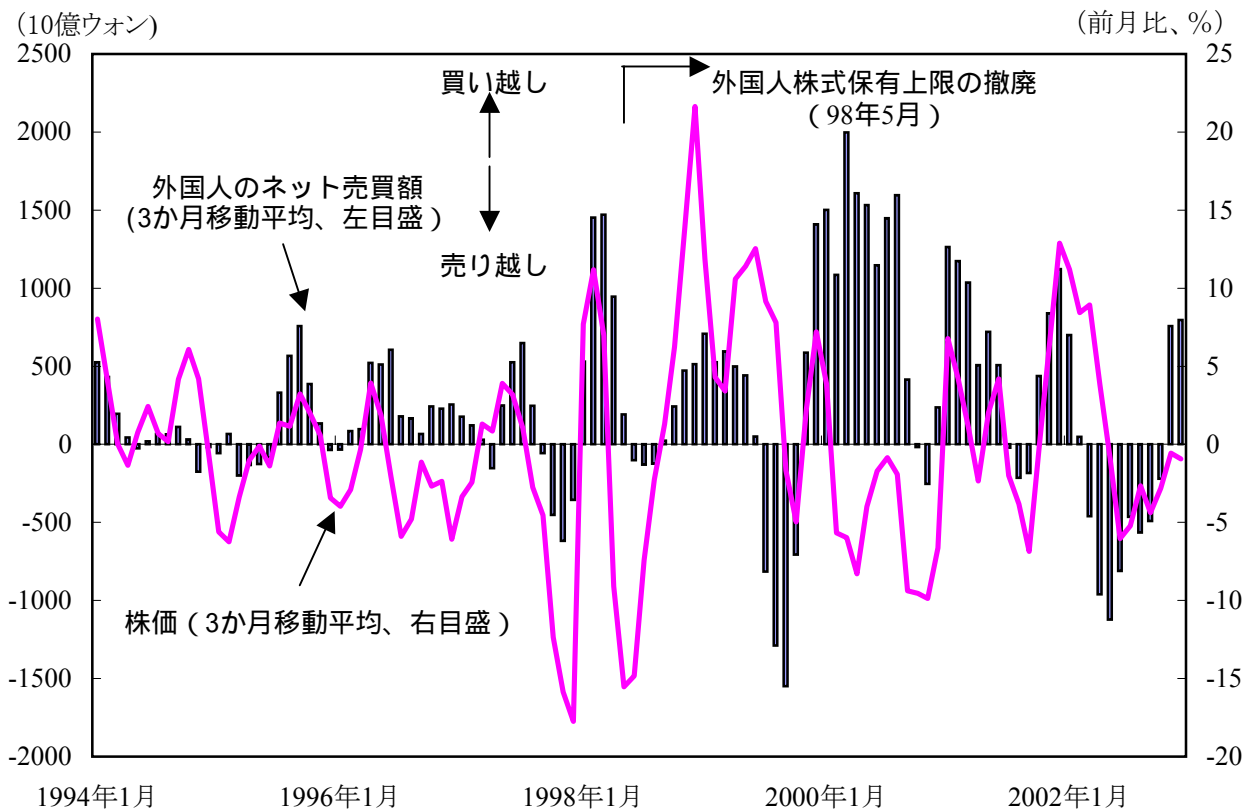
（出所）金融監督院

株式市場における外国人のプレゼンス上昇(1)

株式売買高に占める外国人のシェア



株価と外国人投資家の動向

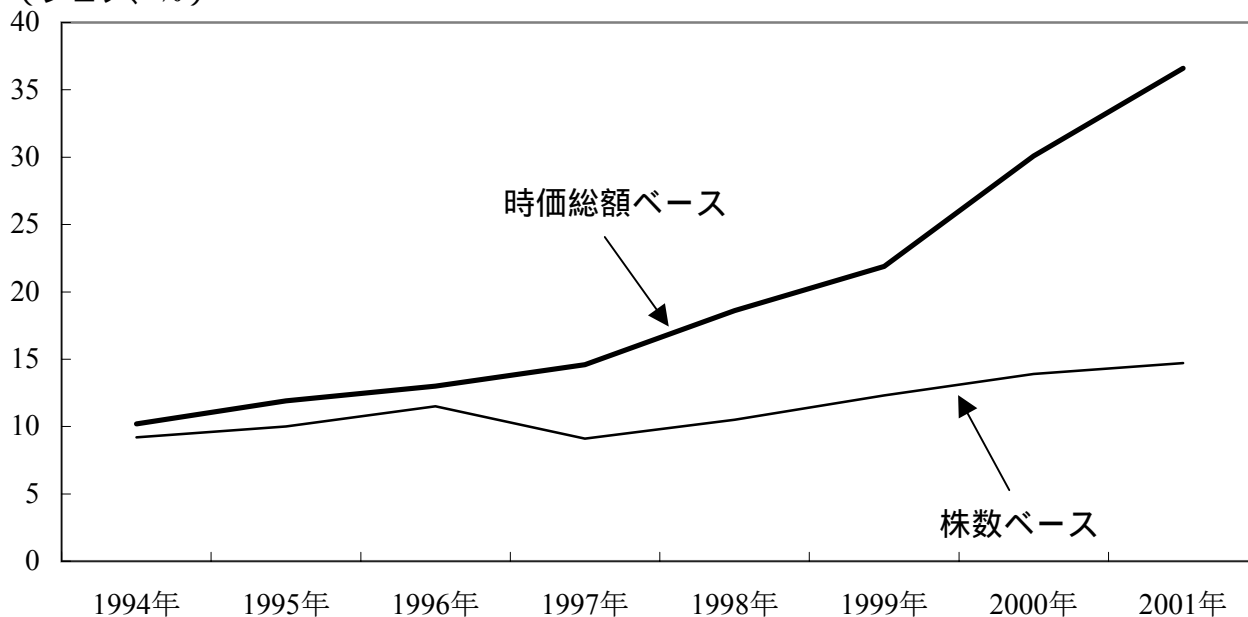


(出所) CEIC

株式市場における外国人のプレゼンス上昇(2)

外国人の株式保有比率

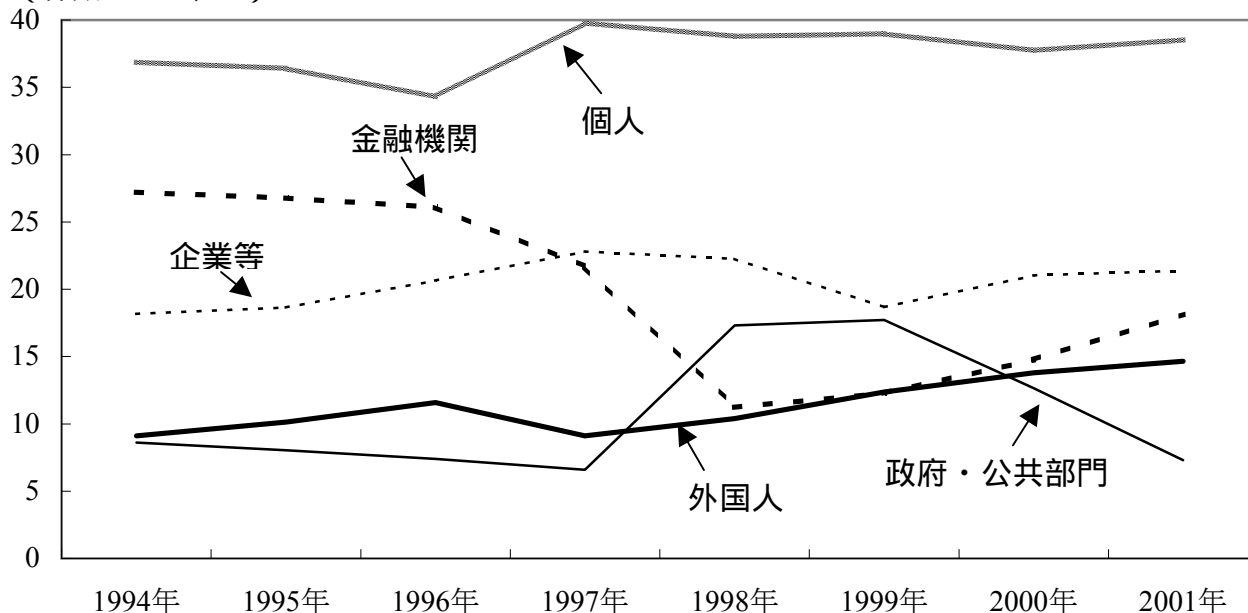
(シェア、%)



(出所) 金融監督院

株式保有主体

(株数シェア、%)



2001年末株式保有残高(兆ウォン)

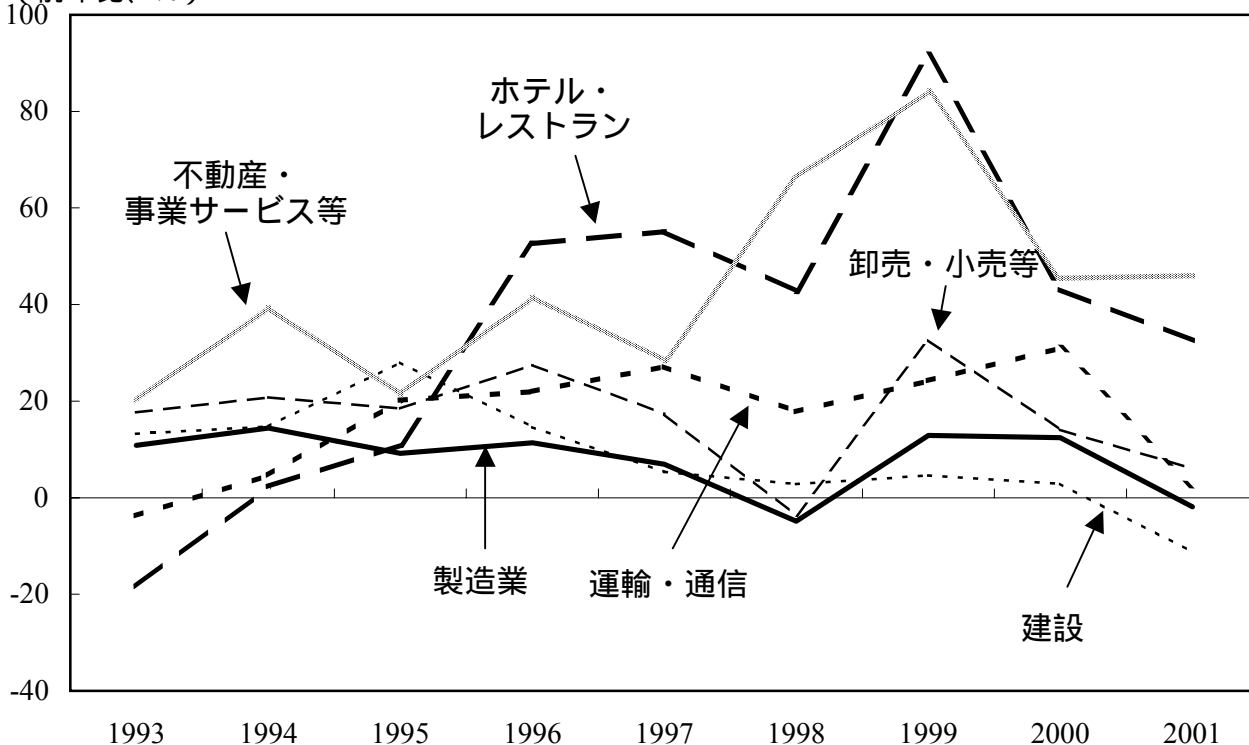
企業	金融機関	家計	海外	政府
62.2	74.4	58.4	83.1	19.8

(注) 株式保有残高は、資金循環の金融資産負債残高ベース
(出所) CEIC、韓国銀行

サービス部門の拡大

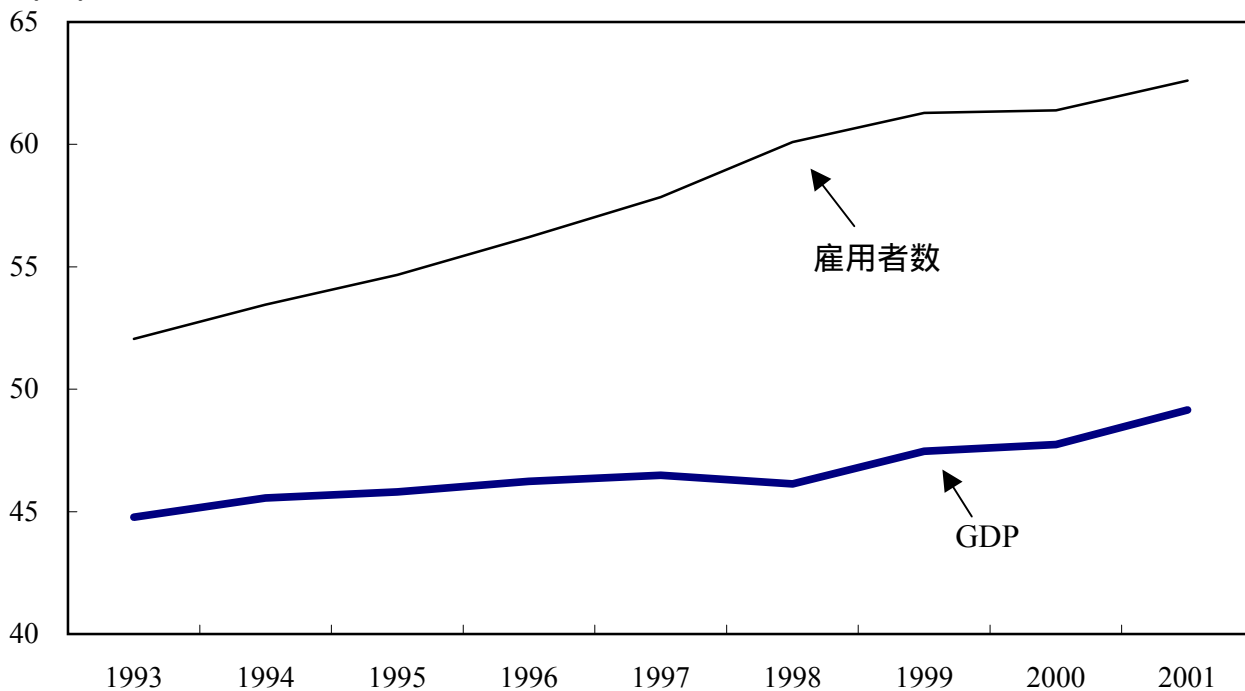
業種別の銀行貸出

(前年比、%)



サービス業のシェア

(%)



(出所) 韓国銀行、韓国国家統計局

中小企業の増加

規模別の銀行貸出の推移

(純増減、兆ウォン)

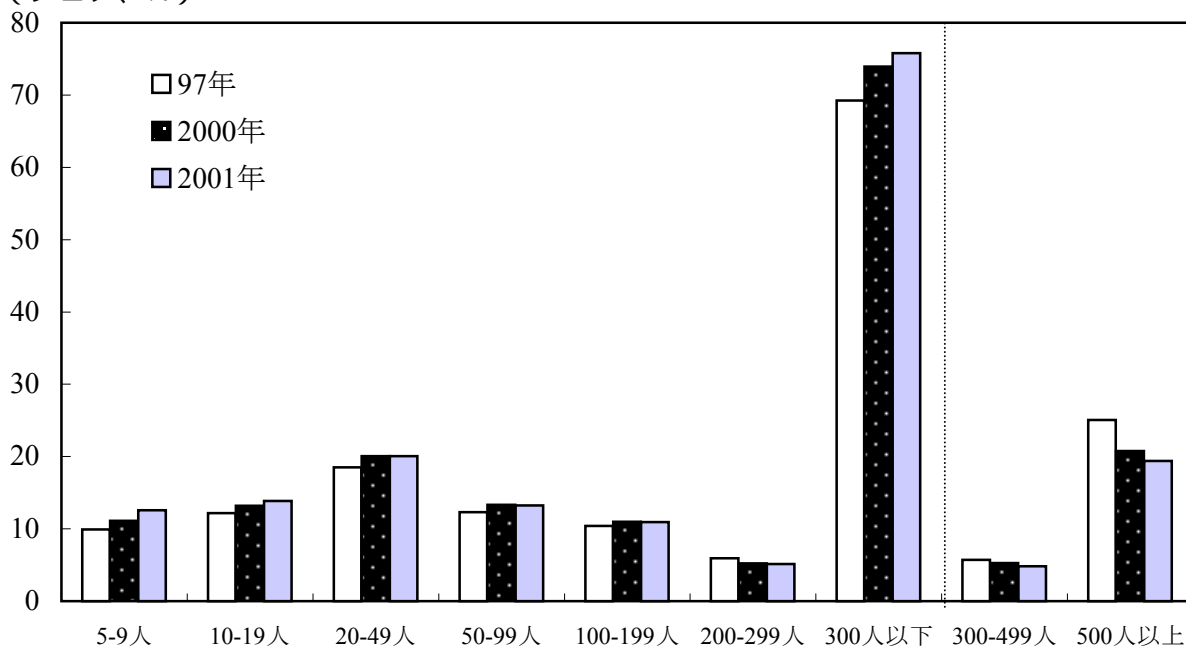
	2000年	2001年				2002年			
	第4 四半期	第1 四半期	第2 四半期	第3 四半期	第4 四半期	第1 四半期	第2 四半期	第3 四半期	10~11 月
企業向け	▲ 0.3	3.3	3.7	6.3	▲ 0.3	12.7	11.6	8.6	8.9
大企業	▲ 2.3	2.1	▲ 2.4	▲ 0.4	▲ 2.7	3.4	▲ 1.1	▲ 0.3	1.1
中小企業	1.9	1.2	6.1	6.7	2.4	9.3	13.5	8.9	7.8

(注) 不良債権処理、デット・エクイティ・スワップに伴う変化分を除くベース(ローン担保証券(CLO)を含む)。

(出所) 韓国銀行

企業規模別雇用者シェア

(シェア、%)



(出所) 韓国国家統計局

破産・開業件数の推移

(件、%)

	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
破産件数(a)	11,589	17,168	22,828	6,718	6,693	4,385
開業件数(b)	19,264	21,057	19,277	29,976	41,460	40,380
(b)/(a)	1.7	1.2	0.8	4.5	6.2	9.2

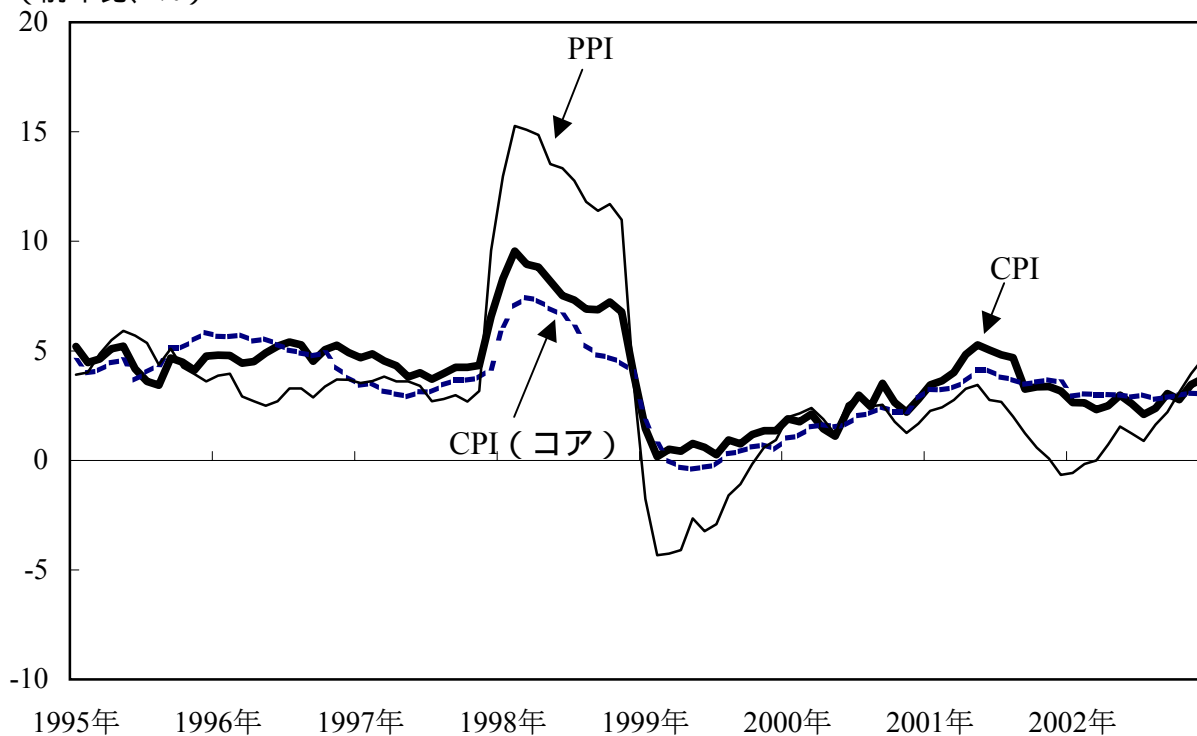
(注) 1999年までは7政令都市(ソウル、プサン等)、2000年以降はウルサンを加えた8都市の破産・開業件数。

(出所) 韓国銀行

物価動向

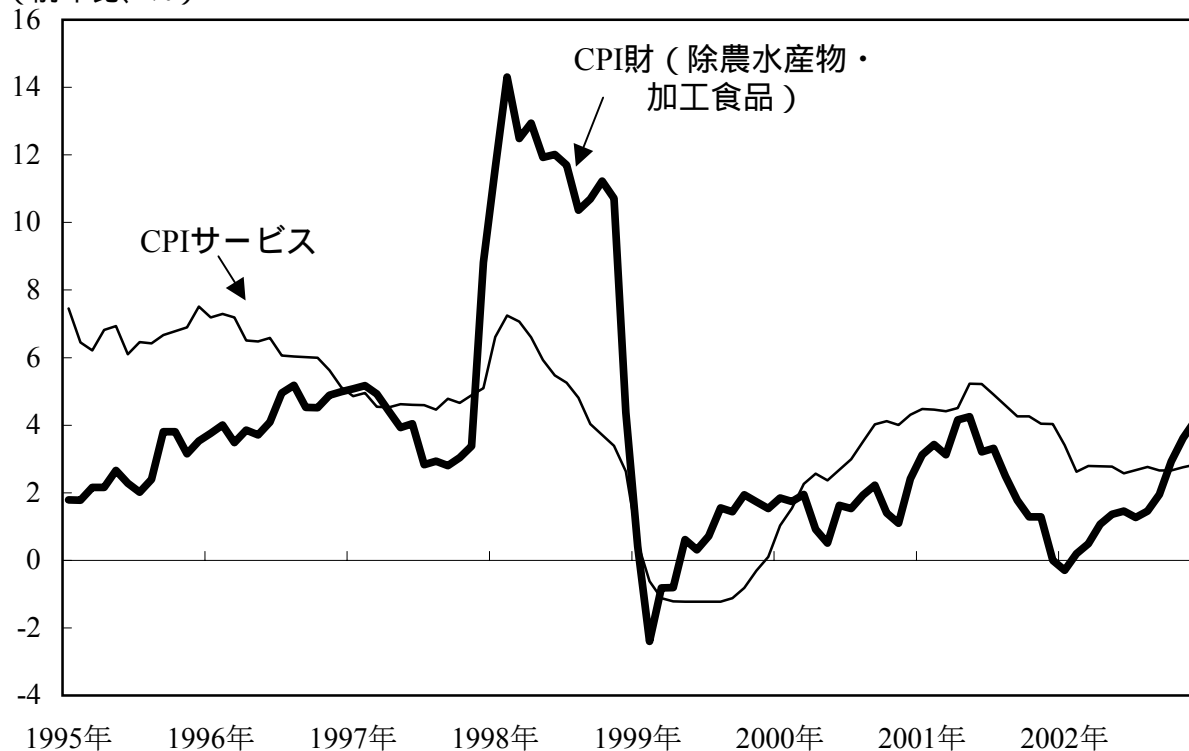
消費者物価・卸売物価の推移

(前年比、%)



消費者物価項目別推移

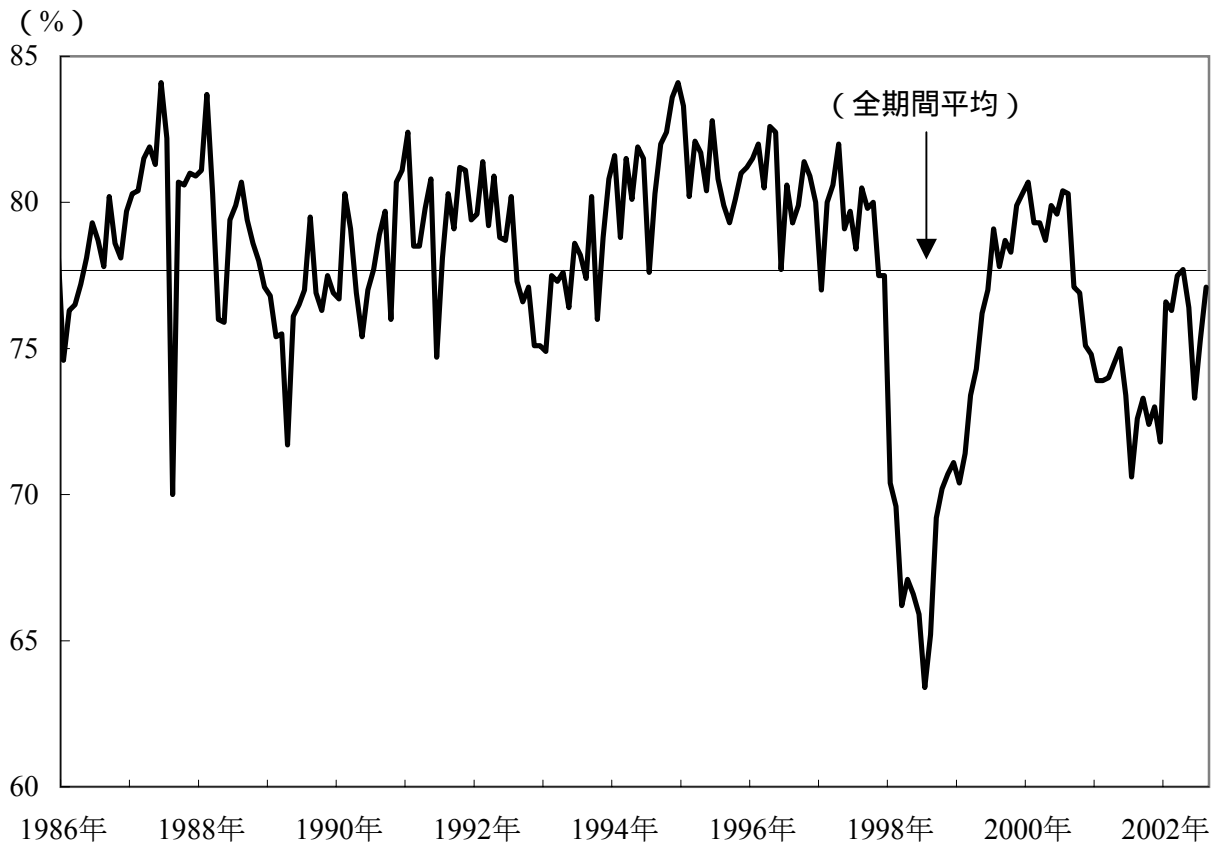
(前年比、%)



(出所) 韓国国家統計局

設備稼働率

製造業の設備稼働率



(出所) 韓国国家統計局