

第3部 コーポレート・ガバナンス改革と金融改革・市民団体・外国資本

1997年末経済危機後、韓国政府は第2部で検討した企業構造改革と共に、大規模な金融改革を進めた。というのも、経営危機による多くの企業の破綻によって、金融機関が莫大な不良債権を抱え、多くの金融機関がBIS自己資本率を満たせないほどに不良化したからであった。このように、経営の改善とコーポレート・ガバナンス改革のための企業構造改革を進めるためには金融改革が不可欠であった。

また、金融機関が企業活動に対する監視・監督機能を十分に果たしていないことが1997年末経済危機を招いた主要な原因の一つであったために、金融改革には金融機関の企業に対する監視・監督機能の強化を通じるコーポレート・ガバナンス改革の推進という課題も与えられていた。

このような金融改革が具体的にどのように行われ、どのような結果を出し、どのような課題を残したかを検討することは、コーポレート・ガバナンス改革を理解する際本質的に重要な課題の一つである。

企業の経営活動とコーポレート・ガバナンスに対する外部的監視者として韓国において最も顕著な役割を果たしたのは市民団体であり、その中でも少数株主運動を主導してきた参与連帯の役割は「経済正義の実現」という市民運動の新しい地平を広めたという点で世界的意義を持つ。参与連帯の少数株主運動は企業活動の監視・監督だけでなく、違法的な経営活動に対する告発と訴訟、コーポレート・ガバナンス改革の進展のための制度改革と法制化の推進など財閥改革とコーポレート・ガバナンス改革に関連したすべての部門にわたっている。1997年末経済危機以降のコーポレート・ガバナンス改革に関連した制度改革は参与連帯の活動と密接な関連を持っている。企業のコーポレート・ガバナンスと経営に一切干渉していない日本の「安定株主」的な機関投資家はある意味では企業活動に対する監視と監督機能を十分にしていないと見ることができる。韓国においては機関投資家の代りに、参与連帯などの市民団体が積極的な企業監視活動を行ってきている。日本ではこのような市民運動の役割は期待しにくい社会的状況が存在しているといえるが、企業構造改革とコーポレート・ガバナンス改革が市民団体の積極的な参加の中で行われている韓国の経験が企業改革とコーポレート・ガバナンス改革において示唆する点は決して少なくない。

さらに、1997年経済危機以降に韓国の証券市場に発生した何よりも大きい変化は外国投資資本の急速な進出である。2004年2月現在、外国投資資本の割合は証券取引所の時価総額のおよそ42%に達しており、その割合は継続的に増えていくものと展望されている。国内機関投資家の割合が低くなり、企業の外部的監視者としての役割を遂行できなくなっていく中で、外国投資資本の韓国証券市場と個別企業のコーポレート・ガバナンスに対する影響力はますます増している。

以下では、韓国における金融改革とその結果、そして国内機関投資家の役割、参与連帯の

活動、外国投資資本の役割などを、コーポレート・ガバナンス改革との関連において検討する。

第1章 金融改革

第1節 金融市場

1. 2000年における金融市場の変化

1997年経済危機以降、韓国では企業の財務状況・所有構造・コーポレート・ガバナンスの全体が変わらないと、いくつかの優良企業（集団）を除いたほとんどの企業は常に危機にさらされる状態が続くだろうという危機が高まった。上記の大字や現代をめぐる事態に見られるように、企業集団だけの問題でなく経済全体の危機をもたらしかねない危険性を有し、もはや極めて困難な構造的問題がその背景に横たわっていた。台風の目になっている現代だけでなく、経済全体にわたって資金梗塞の問題が深化しており、構造化しているためである。

2000年に入ってからのもっとも大きな問題の一つは企業の資金調達において大きな行き詰まりが生じていたことであった。すなわち、満期が到来する社債に対応した償還社債の発行を行なうことが出来ず、企業の余裕資金を吸い込むブラックホールのような役割を果たした。実際に2000年1月から5月末にかけて5大グループ以外の中堅企業が満期到来社債の中2兆7000億ウォンだけ償還社債の発行に成功しただけで、残りの7兆8000億ウォンは償還しなければならなかった。このような大規模な償還資金を確保する過程において企業は厳しい流動性のひっ迫に直面することになった。

さらに、2000年6月から12月までの月別に満期到来する社債の規模を見ると、図表3-1のとおりである。ここの図表からも5大企業集団だけでなく、5大外企業集団においても満期到来社債による負担が非常に重いものであったことが分かる。

図表3-1 2000年月別社債満期償還規模

(単位：億ウォン)

	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
5大	11,317	27,345	14,103	10,544	8,952	21,528	66,954
5大外	20,616	28,117	11,650	16,026	17,296	14,067	31,723

(出典) 『毎日経済新聞』2000年6月19日

このような金融市場の梗塞のもっとも大きな原因は、それまで社債の主な買収機関であった投資信託と銀行信託に対する市場の信頼が急激に冷え込んだことにある。というのは、銀行の預金金利を大きく上回る利子を補償することで多くの遊休資金を集め、運用できた投信が資金運用に失敗し、大きな損失を被ることになり、投資家の期待を大きく下回る利子しか与えられない状況が続いたからであった。

その引き金となったのは1999年8月に明らかになった大字グループの不渡り＝ワークアウトであった。というのは、投信はすでに不良化が進んでいた大字社債を大量に資金運用に

取入れていたからであった。1998年（70.6兆ウォン）、1999年（32.5兆ウォン）の2年間に発行された社債103兆ウォンのうちおよそ43%に達する24.4兆ウォンが不良化した、そのうち大宇系列会社が占める比重は78%であった。

こうして、企業社債を買収してきた投信が買収基盤を喪失することになった。それに短期資金の供給源である総合金融社（ノンバンク）も資金運用の失敗で流動性危機に揺れていた。これによって、市中資金のほとんどが銀行に集中することになった。以下の図表3-2に見られるように、銀行の預金総額は1998年末から2001年末までの3年間でおよそ150兆ウォン増加した。

図表3-2 銀行の預金の動向

(単位：兆ウォン)

	残高					
	1996年末	1997年末	1998年末	1999年末	2000年末	2001年末
預金総額	384.494	434.950	424.214	452.071	510.984	
(+金融債)			451.235	481.528	535.419	596.709

出所：韓国銀行「1998年銀行預金動向（推定）」1999年3月と「2001年銀行預金の動向」2002年3月から作成。後者の2001年の資料には金融債が預金として分類され、加えられている。

投信の正常化のために莫大な公的資金が投入された¹にもかかわらず、投信の機能が回復しないことが深刻さを増していた。こうして、銀行が正常な機能を果していないという異常な事態を根本的に解決することが求められるようになった。

しかし、銀行は企業に対する資金供給に極めて消極的であった。というのも、銀行は大宇や現代などへの企業融資によってすでに非常に不良化しており、BIS（自己資本比率）8%の制限による財務構造の改善が求められるようになったため、企業融資に消極的にならざるをえない構造になっていたからであった。

同様の理由で企業資金調達に大きな役割を果していた総合金融社も瀕死状態に陥った。IMF管理直前には100兆ウォンに達した預金が2001年からの預金者部分保護制度(Pay-off)施行の影響もあって、2000年8月12日には現在10兆ウォン規模に縮小したし、さらに97年末には30社に達していた総合金融社のうち営業中なのはわずか8社に減った。その中でもまた、国際決済銀行基準(BIS)自己資本率8%を下回るハンス、韓国、中央総合金融社は8月20日までに再建計画を提出しなければならない運命になった。生き残っている5社も実際には開店休業状態に陥った。総合金融社の貸出のもっとも大きな部分を占めている企業手形(CP)割引業務は80%を銀行・証券社に奪われた。97年末83兆ウォンに達したCP割引額は8月12日には6兆ウォンまで激減した。

こうして、2000年にはいってから、一部の超優良企業を除いた大部分の企業は直接・間接

¹ 2000年1月と6月とに2回にわたって韓国投信と大韓投信に支援された公的資金は各々5兆ウォンと2兆9000億ウォンで、二大投信に総7兆9000億ウォンの公的資金が支援された。さらに、投信社が保有していた18兆5000億ウォンの大宇の無担保債権を6兆4000億ウォンで買収した。

資金調達窓口が閉ざされ資金難を訴えることになった。金融機関は信用度が劣る企業が発行する社債と企業手形（CP）の買収を忌避し、貸出を控える現象が深刻化した。それによって2000年5月の社債純発行規模は4月に比べて1兆800億ウォン減少したし、CP純発行規模も4月に比べて4000億ウォン減った。社債または企業手形は信用格付けによっていくつかの上位企業だけが自由に発行することができるだけで、中堅企業以下は満期到来債券相当を再発行するのが困難な状況が続いていた。

2000年6月11日李財政経済部長官は6大グループ以下の中堅企業集団の中で流動性不足状態に陥る企業は時間を延ばさず迅速にワークアウトに入れ、市場へのショックを最小化する方針であることを明らかにした。それと同時に、萎縮された債権市場を活性化させるために社債発行を容易にする社債部分保証制度（企業が発行する社債全体の25%程度を信用保証機関が部分保証することによって社債が債権市場において円滑に流通できるようにする制度）を7月から導入することを明らかにした²。

政府は総合金融社の強制退出は行なわず、自力生存を誘導する方針を明らかにする³と同時に、2000年6月21日、このような事態に対する対応策として10兆ウォン規模の債権ファンドの構想を打ち出した。また韓国銀行も一時的流動性の不足に直面している金融機関に必要な資金を支援する流動性調整貸出制度を9月から施行することにした。さらに、6月24日政府（金融監督院）は企業資金難の解消のために5000億ウォンの社債を7月末まで買収することを銀行界に指示した。しかし、政府側からの関与に銀行側が反発を表明し、銀行の社債買収実績は政府の指示にもかかわらず、なかなか進まない足踏み状態が続いていた。

政府側はこのような事態に対する対策に本格に取り組みはじめた。2000年6月29日韓国銀行は8月1日から一時的流動性不足（資金難）を被る金融機関に対してコール金利⁴より低い金利で資金を貸出す流動性調整貸出制度を施行すると発表した。韓国銀行は導入初期の8～9月にはまず2兆ウォン水準でこの制度を運営し、金融通貨委員会で四半期別に貸出限度を設定した。また韓国銀行は原則的に1ヶ月単位で運営する予定であるが、数日間に急速に資金の引出事態が発生するなど緊急事態が勃発すると直ちに資金を支援する方針であることを明らかにした⁵。

7月3日から政府が流動性緩和策として打ち出した、債権専用10兆ファンドが出帆すると同時に、もう一つの活性化策として新株買収権付き社債（BW）発行企業の新株買収権証書を債権と分離して証券取引所に上場できるようになり、同日から新株買収権市場が開設されることになった。さらに、54の中堅企業が1兆5000億ウォンに達する大規模プライマリCBO

² 『毎日経済新聞』2000年6月12日

³ 『毎日経済新聞』2000年6月21日

⁴ コール金利とは、資金不足の金融機関が資金余剰の金融機関から資金を借りる際に払う子率である。機関と機関との間の短期取引であるため、利率は他の金利よりも低い。したがって、コール金利引下げ→預金金利引下げと貸出金利引下げ→市中資金の流動性活性化が期待される（『朝鮮日報』2001年9月10日）

⁵ 『朝鮮日報』2000年6月30日

を発行することにした。プライマリ CBO の発行を通じて資金を調達することになるのは信用格付けが BBB 以下から BB- に該当する企業であり、市場から社債の発行を通じて資金を調達できなかった企業が中心になる予定であった。

しかし、政府主導による資金市場安定対策の一つとして進められていた上記の各種細部施策はうまく施行されていない。2000年7月13日、10兆ウォン規模の債権専用ファンドを通じる資金流入は3分の1の水準にとどまり、債権担保証券（CBO）の発行が延期され、投信の新商品の販売も1ヶ月近く遅延され、非課税商品も7月末以降に延期された⁶。政府が資金市場の安定のために必要な場合には債権専用ファンド基金 10兆ウォンを追加に調整する方を推進することとしている中でも、債権専用ファンドは7月26日現在3兆3000億ウォンしか調整されていない状態であった⁷。さらに、銀行が出した資金の中で2兆ウォンほどは国債、通安債、コールで運用され、社債はわずか6500億ウォンに過ぎなかった。それに社債においてもほとんどが信用格付け BBB 級以上であるもので、資金が必要な中堅企業には回らなかった⁸。7月27日付韓国銀行の発表によれば、2000年1月から7月26日にかけて金融機関は国債7兆8370億ウォン、通安債14兆2528億ウォンを買収したのに対して、同じ期間に企業は21兆7850億ウォン規模の社債が満期到来したが、償還社債の発行総額は8兆9559億ウォンに過ぎなかった。さらに、非課税ファンドの販売額は3兆ウォン台に達しているが、大部分の需要が通安債などの国債だけに集中していた。総販売額2兆6000億ウォンのうち社債は1010億ウォンにとどまっていた⁹。

2000年7月25日、2000年7月15日現在、金融機関が保有している CP（企業手形）は全部で39兆ウォンであると集計された。金融機関保有 CP は市中資金難の真中であつた5月に比べて6兆8000億ウォン減った。信託金利がかなりよくて資金が集まっていた98年末現在の水準（70兆ウォン）に比べて半分の水準に落ち込んだ。こうして、1999年の初め頃までであれば緊急資金が必要な企業は金利を上げれば債券発行が可能であつたが、金利をいくら上げても発行そのものが不可能な企業が大部分になったのである¹⁰。

一方、ハイイールドファンドと CBO ファンドとは資産の50%以上を投機格付け債権に投資するハイリスク・ハイリターン型のファンドで、投機格付け分類企業への資金調達を円滑化するためのものである。特に CBO ファンドは資産の25%以上を後順位債権担保証券に投資しなければならない代わりに、両方とも公募株を優先的に配当してもらうことができ、高い収益率が期待される。各々1999年1月と2000年2月に販売しており、2000年7月28日までに26兆4000億ウォンが売られた。投機格付け債権に主に投資するハイイールドと CBO ファンドの収益率は1999年11月発売初期には年15.68%に達していたが、収益率が2000

⁶ 『毎日経済新聞』2000年7月14日

⁷ 『毎日経済新聞』2000年7月26日

⁸ 『毎日経済新聞』2000年7月28日

⁹ 『毎日経済新聞』2000年8月1日

¹⁰ 『毎日経済新聞』2000年7月26日

年に入って持続的に下落し、7月に販売されたファンドの場合年6.01%まで収益率が下がった¹¹。さらに、その収益率は7月末には一時期5%以下にまで下がる異常な現象まで見られた。このことがさらに投信に対する不信を一層深化させる要因として働いた。

2000年7月末までに満期が回ってくるハイイールド・CBOファンドの規模は全部で10兆7000億ウォンに達する。投信社が顧客らの預託金の引き出しに応じなければならない、すなわち満期が回ってくる債券を全部買戻さなければならなかったため、投機格付け債権を発行する中堅企業らの資金難が下半期に一層深刻になった。7月24日金融監督院と投信業界によれば、2000年末までに満期がくるハイイールド・CBO・ニューハイイールドファンドの規模は各々7兆9000億ウォン、2兆4000億ウォン、4000億ウォンであるのに対して、投機格付け債権に投資したファンド全体に含まれている社債と企業手形のうち年内に満期が回ってくる規模は全部で7兆5000億ウォンで、これを全部充当してもファンド全体の預託金の引き出し規模に3兆2000億ウォン程度足りないを集計された。したがって、7月現在のファンド構造では満期がくる債券に対して期間を延長する余裕などなかった。一方韓化証券が集計した資料によれば、2000年6月までに満期が到来した社債規模は16兆5305億ウォンであったのに対して、7月から年末までに満期が到来する社債規模は29兆7226億ウォンで、13兆ウォンも多かった。特に12月には11兆3109億ウォンの社債満期が一斉に重なるために、金融市場の危機のうわさも出るようになった。しかし、構造調整を余儀なくされていた銀行が下半期に企業に貸し出しを大幅増やす可能性は極めて低かった¹²。

2000年10月2日、財政経済部幹部は「11月から始める2次債権型ファンドの投入には郵便局、年金の他に金融機関にも5兆ウォンほどが配分されるだろう」と語った。これに対して、金融機関は1次債権型ファンド（10兆ウォン）の際にも銀行（8兆ウォン）、保険社（2兆ウォン）が無理に動員されたのに、再び資金投入に参加させられるのは現実を完全に無視した処置であると反発を見せた。A銀行関係者は、「1次の際にも数千億ウォンの資金を入れたせいで、資金事情やBIS自己資本比率などにおいて少くない打撃を受けた」とし、「現在としては追加的にお金を入れる余力がない」と反対の方針を明らかにした¹³。

2001年内に満期到来する企業の社債の規模は2000年より34%も高い60兆ウォンを上回るものになると集計され、一層資金需要が増えるものと分析された。とくに2000年第4四半期に満期到来するものまで含めると、これから2001年までに企業が償還するかそれとも償還社債の発行を行わなければならない社債の規模は全部で80兆ウォンに肉迫するものであった。そのうち2001年に満期到来する30大企業集団の系列会社における満期到来社債の物量が40兆ウォンに達する。

2000年10月1日に金融監督院が国会に提出した30大企業集団の系列会社における月別

¹¹ 『朝鮮日報』2000年7月28日

¹² 『朝鮮日報』2000年7月25日

¹³ 『毎日経済新聞』2000年10月3日

社債満期到来に関するデータによれば、30大系列会社が第4四半期に償還しなければならない社債の規模は11兆9763億ウォンに達し（これは同じ期間の国内全体の社債満期到来総額17兆4000億ウォンの68.8%に相当する規模である）、その2000年第4四半期の満期到来分まで入れると、51兆ウォン以上の社債が2001年末までに償還されるか償還社債が発行されなければならないとされた。系列会社別の2001年社債満期到来規模を見ると、現代が8兆6850億ウォンでもっとも多く、三星が7兆9700億ウォン、LGが4兆3200億ウォン、株式会社大宇が4兆3250億ウォン、SKが3兆4970億ウォンなどの順であった¹⁴。

図表3-3 2001年月別社債満期到来の状況

(単位：ウォン)

月	満期到来額	7月	3兆8025億
1月	4兆3235億	8月	6兆1873億
2月	5兆7105億	9月	5兆680億
3月	4兆3466億	10月	7兆8800億
4月	2兆9135億	11月	6兆8866億
5月	2兆2462億	12月	8兆4923億
6月	3兆2272億	小計	60兆842億

社債などからの利子がかなりの規模に達していることが企業側にとって大きな負担となっていることも問題であった。2000年10月22日に現代証券が出した「韓国株式市場の分析と展望」という報告書を見ると、政府が投機格付け債権を消化するために投入したプライマリCBO（発行市場CBO）の平均収益率が12～13%に達しているのに対して、これを主に借りて使っている国内企業集団の投下資本収益率（資本を投入したときに利益を出す比率）は大部分が9%未満に止まっていると指摘した。現代証券は1999年末基準で三星グループだけが資本収益率23%でそれを超えているだけで、現代9.1%、SK8.9%、LG8.1%、ロッテ4.6%、双龍3.3%、ハンソル2.2%、コオーロン5.1%など残りのグループは大部分のプライマリCBO金利より低い収益性を見せていると分析した。このことは、結局国内企業集団の収益率ではプライマリCBOの利子費用もカバーできないという意味であり、構造調整がまともに行われない場合、プライマリCBOの利子を払うために、再びお金を借りなければならないという悪循環につながるおそれがあるのである。さらに、現代証券は2000年10月から2000年末までに満期が到来する投機格付け債権は全部で3兆7910億ウォン規模であり、2001年も上半期だけで7兆7820億ウォンの満期が到来するとされた。

しかし、このような投機格付け債権を消化するために発行されるプライマリCBOは2000年10月20日現在3兆6153億ウォンにとどまっており、プライマリCBOを主に買収するために投入された10兆ウォン規模の債権型ファンドは半分以上を超え、絶対的な余力不足の状態である。「満期が到来する投機格付け債権をすべて債権型ファンドで吸収しようとする

¹⁴ 『毎日経済新聞』2000年10月2日

と、ファンド規模が 80 兆ウォンにならなければならない」と分析した¹⁵。

こうして、資金市場において社債の取引が占めている比重が 2000 年後半に入って急激に減少した。2000 年 10 月 23 日ハナ経済研究所が、債権市場で取引される国債、通貨安定証券、一般社債、資産担保証券（ABS）などの総取引額から社債の比重を算出し、1998 年 10 月から資金市場における社債の比重を分析した結果を見ると、図表 3-4 の通りである。それを見ると、1998 年 10 月には 56.05%で半分以上を占めていたが、1999 年 3 月から 2000 年 3 月までに 32%台に下がって、2000 年 4 月から急激な減少が見られ（19.96%）、2000 年の下半期になって急激に 10%以下に落ちた。とりわけ 2000 年 9 月の不良兆候企業の退出方針の発表後、取引比重が 9.04%に下がり、10 月には 6.80%にまで落ちた。この数字は 2000 年下半期に入って企業側がいかに資金調達において困難な状況に置かれていたかを明瞭に示すものであった。

図表 3-4 資金市場において社債の取引が占める比率

時期	98.10	99.3	99.9	2000.3	2000.9	2000.10
比率	56.05	32.64	32.38	31.70	9.04	6.80

(単位：%)

資金市場が急速に梗塞し「金利不問」手形が社債市場に出回るようになった。2000 年 10 月 24 日の毎日経済新聞の報道によれば、最近資金難を蒙っていると知られている 4 大グループ系列の現代建設と K 建設が発行し、裏書した手形が明洞と江南社債市場から年利 24%(月 2%) に割引されていると見られた。ところが、1000 万ウォン台の小額手形はこの程度でも消化されたが、1 億ウォンを超える巨額手形は割引そのものが不可能であった。この中には 30 大グループに属する中堅企業はもちろん、有名なベンチャー企業まで入っているとうわさされた¹⁶。このような状況の下で金融機関は企業に背を向け、国公債だけを好むことになり、金利が下落する状況が続いた。(図表 3-5 参照)

図表 3-5 企業資金市場の悪化要因

需要側面	供給側面
・ IMF 事態の際に発行した高金利社債が年末から大規模満期到来	・ 債権・CP 市場の麻痺によって社債・CP を通じる資金調達の行き詰まり
・ 石油価格の上昇に伴う費用負担の増加	・ 株式市場の沈滞による有・無償増資を通じる資金調達の困難
・ 負債比率の縮小に伴う貸出送還の負担	・ 金融構造調整・大宇自動車の追加損失負担による金融機関の企業新規貸出の縮小の動き
・ 株価下落による転換社債現金送還の圧迫	・ 年末資金需要の増加

また、後順位債権など投機格付け債権を消化するために作っておいた非課税高収益ファン

¹⁵ 『朝鮮日報』2000 年 10 月 23 日

¹⁶ 『毎日経済新聞』2000 年 10 月 24 日

ド販売がほとんど行われず、代替商品の許容など投信が特段の対策を要求するに至った。投信協会によれば、2000年10月に入ってから販売を開始した非課税高収益ファンドの販売規模は10月24日現在で108億ウォンに過ぎなかった。年末までに満期が回ってくるハイイールド・後順位担保債権（CBO）ファンド規模が3兆2974億ウォンに達していることを考慮すると、非課税高収益ファンドを通じる投機格付け債権の発行は不可能であるということになった。とくに市場において全く消化されない後順位債権を25%以上取り入れているCBOファンドの満期到来規模が2001年3月までに4兆3598億ウォンに達し、1日も早く代替商品を作り、消化対策を整えないと、大きな混乱が生じるという指摘も出た。

こうして、投信が市場で消化されない投機格付け債権を未売却収益証券の形態で抱えているが、漸次満期到来規模が拡大しているため、非常に耐えがたい状況になった。これと関連して、投信関係者らは、一旦譲与・相続税が免除される無記名債権を時限的な代替商品として許容することを金融監督院に要求した。また、投機格付け債権を編入させることができる換売条件付き債権（RP）発行を通じて投機格付け債権を市場で消化できるような道を開いてくれることを申し入れた¹⁷。

2. 2001年における金融市場

2.1 社債迅速買収制度

結局のところ、このような状況の中で政府は社債発行の活性化のために、IMF経済危機以後のこれまでの方針とは全く異なる直接的な市場介入に乗り出さざるをえなくなった。政府は2000年12月26日経済長官懇談会を開き、「資金市場安定のための社債発行を円滑化させる方案」を確定し、2001年1年間、時限的に実施することにした。その具体的な内容は、①国策銀行の産業銀行が2001年中に4大グループ系列会社を含む企業の満期到来社債20兆ウォンを買収する、②資金市場の安定のために投入される債権型ファンドを2001年にも10兆ウォンずつ順次的に無制限に投入する、③信用格付けは低い、事業性のある中堅大企業が発行する社債に対しては産業銀行と信用保証基金が全額保証する、④ソウル保証保険の保証機能を回復させる、などである。

政府は「2001年中満期到来する社債は65兆であるが、会社整理・和議企業の社債と超優良企業を除けば、政府支援対象となる規模は25兆ウォンである」という認識の下で、それに対する資金支援方案（社債迅速買収制度）を作成した。2001年度満期到来社債の具体的な内容を四半期別に見ると、以下の表の通りである。

¹⁷ 『毎日経済新聞』2000年10月27日

図表 3-6 2001 年社債満期到来状況

(単位：兆ウォン)

総満期到来分		ワークアウト・会社 整理・和議企業など		信用格付け A 以上の企業		実質満期到来分	
1 四半期	15.5	1 四半期	5.1	1 四半期	4.7	1 四半期	5.7
2 四半期	12.0	2 四半期	3.2	2 四半期	4.5	2 四半期	4.3
3 四半期	14.1	3 四半期	4.7	3 四半期	4.9	3 四半期	4.5
4 四半期	23.8	4 四半期	4.6	4 四半期	8.7	4 四半期	10.5
計	65.4	計	17.6	計	22.8	計	25.0

出所：『毎日経済新聞』2000年12月27日

産業銀行による社債の買収方案によれば、産業銀行が社債満期到来で困難を被っている企業の社債のうち80%を直接買収、残りの20%は企業が自力で償還するようにした。それによって、産業銀行が買収する社債は全体の25兆ウォンの80%である20兆ウォンになる。この産業銀行を通じる企業資金支援制度の具体的な内容を見ると、図表3-7の通りである。

支援のやり方は企業が社債満期金額の80%以内において私募社債を発行し、それを産業銀行が全額買収することである。企業側からすれば、満期到来金額の20%だけを調達すれば、不渡りを免れることができる。その後、産業銀行は買収した社債のうち70%を債権担保証券(CBO)と貸出債権担保証券(CLO)に編入し、20%は債権銀行に配分する。残りの10%は産業銀行が保有する。政府は社債を円滑に買収するために産業銀行に同一人・同一系列貸出限度の規制を適用しないことにした。それと同時に、韓国銀行が買戻条件付(RP)方式と政府直接出資などを通じて産業銀行の流動性を全部で2兆ウォンほど供給することにした。

政府が「政府主導金融政策の深化」と「構造調整の遅延」という非難にもかかわらず、このような強力な企業資金支援策を出した背景には、国策銀行を通じて直接介入しなければ、2001年には企業の連鎖倒産による資金市場の不安が極まるだろうという切迫感が存在していた。このことは、それまで政府が進めてきた社債部分保証制と債券ファンド調整などを通じる資金市場対策が効果を挙げることができなかつたため、政府が直接市場に介入する方向に政策が急激に変わらざるを得なかつたことを意味した。

この12月26日に発表された資金市場安定策に対して、専門家たちは根本的な解決策にはなれず、差し迫った危機を鎮火するという臨時的対応策に過ぎないという懸念を表明した。この施策によって2001年下半期において景気が上向きにならないと、資金市場の梗塞はその混乱を極めるおそれがあるという危惧を表した。

2001年1月16日、ソウル産業銀行本店で債権金融機関会議が開かれた。そこで各銀行が支給保証する社債の買収方法をめぐって一部銀行が反発、主債権銀行の産業銀行と激しい対立が起こった。この日、債権金融機関は2月満期到来社債の買収対象企業に現代電子、現代建設、現代商船、双竜ヤンヘを選定した。この会議において、一部銀行は産業銀行の買収分80%のうち再び債権銀行が買収するべき20%に対して「各銀行が支給保証する社債は該当銀行が責任を持たなければならない」と主張し、それを均等に配分すべきであると主張する銀行と深刻な意見対立を見せた。産業銀行は2月にも現代電子2000億ウォン、現代建設1500

億ウォン、現代商船 650 億ウォン、双竜ヤンヘ 1189 億ウォンの社債を買収することを決定した。そのうち 20%は該当企業が先に納入・買収、産業銀行は 80%の 5071 億ウォンを買収することになる¹⁸。このように、産業銀行による社債の一括買収の対象となっている 4 つの企業のうち 3 つを現代グループ（鄭夢憲系列の現代電子、現代建設、現代商船）が占めていた。

2001 年 4 月 19 日、産業銀行は来る 5 月から 12 月までに現代建設、ハイニクス半導体、現代商船、現代石化、双竜ヤンヘ、ソンシンヤンヘなど社債迅速買収対象 6 社の社債満期到来額は全部で 5 兆 3296 億ウォンに達し、そのうち産業銀行が 80%にあたる 4 兆 2637 億ウォンを買収する計画であることを明らかにした。会社別の買収額を見ると、ハイニクス半導体 2 兆 704 億ウォン、現代建設 9526 億ウォン、現代商船 4978 億ウォン、現代石油化学 2720 億ウォン、双竜ヤンヘ 3475 億ウォン、ソンシンヤンヘ 1234 億ウォンであった¹⁹。

社債迅速買収制度を主導してきた産業銀行がすでに買収した満期到来社債の半分程度をまだ処分できず、困難を蒙っていることが分かった。このため、産業銀行は最悪の場合年末まで数千億ウォンの貸倒引当金を抱えることになる。2001 年 1~4 月中に産業銀行は現代系列会社と双竜ヤンヘなど 6 社が発行する償還社債 1 兆 7683 億ウォンを買収したが、そのうち半分の 8800 億ウォンをまだ処分できていない状態であるという。しかし、産業銀行は 2001 年に総額 6 兆ウォンの社債を買収する予定であるため、貸倒引当金を 10%だけ積み立てると仮定しても 3000 億ウォンの追加負担が発生する。迅速買収対象であるハイニクスと現代建設などの経営状態が悪化する場合、貸倒引当金の負担はより増えることになる²⁰。産業銀行は 2000 年決算においても大宇社の不渡りに伴う貸倒引当金の積立、韓国重工業の民営化による株式評価損などで 1 兆 3984 億ウォンもの莫大な純損失を記録したことがある²¹。

この社債迅速買収制度は政府主導の金融政策であり、また WTO 規定にも違反するとして内外から大きな批判を受けていた。また、上述したように主債権銀行の産業銀行においても買収した社債を他銀行が協力しないために十分に解消できない状況に置かれるようになった。さらに、対象企業 6 社のうち 5 社は債権銀行団の別途の措置（デットエクイティスワップなどの債務調整）を通じて企業回生手続きをたどるようになっていた。こうして、2001 年上半期の緊迫した金融市場の危機を乗り越えるという当初の目標を果たした社債迅速買収制度は、2001 年 12 月までに当初の予定通り中断することになった。

ここで注目に値することは、その後、政府および債券銀行団によって講じられている不良企業に対する支援方法が、債務調整というより直接的な方法に変わっていったことである。

¹⁸ 『朝鮮日報』2001 年 1 月 17 日

¹⁹ 『朝鮮日報』2001 年 4 月 20 日

²⁰ この中で 2001 年 6 月 1 日政府は企業の設備投資を拡大させるために 2001 年下半期中に産業銀行を通じて 30 億ドル規模の外貨貸出用外貨借入を推進する計画を明らかにした（『毎日経済新聞』2001 年 6 月 2 日）。この措置に対して、一部では「外貨まで借りて、だめな企業を助けようとしている」という批判も出た。

²¹ 『朝鮮日報』2001 年 5 月 2 日

デットエクイティスワップなどによる債務調整は対象企業が立ち直らない限り、銀行の不良化を加速化させる危険性がある。というのは、対象企業が倒産すると、デットエクイティスワップされた株に関しては1円も戻らないことになるからである。

図表3-7 社債迅速買収状況

(単位：億ウォン)

時期	買収会社	総金額
1月	ハイニクス (4800) 現代建設 (800) 現代商船 (800) 双竜ヤンヘ (800) ソンシンヤンヘ (360)	7560
2月	ハイニクス (2400) 現代建設 (1200) 現代商船 (520) 双竜ヤンヘ (951)	5071
3月	ハイニクス (1200) 現代建設 (1040) 現代油化 (320) 双竜ヤンヘ (932)	3492
4月	ソンシンヤンヘ (400)	400
5月	ハイニクス (800) 双竜ヤンヘ (1240)	2040
6月	双竜ヤンヘ (642)	642
7月	ハイニクス (2880) 双竜ヤンヘ (696) ソンシンヤンヘ (240)	3816
8月	ソンシンヤンヘ (240)	240
9月	現代商船 (320)	320
10月	現代商船 (680)	680
11月	現代商船 (2000)	2000
12月	現代商船 (1970) 現代建設 (1896)	3866
	計	30127

出所：『毎日経済新聞』2001年11月27日

2.2 信用保証限度の拡大

さらに、政府は深刻な企業資金難を解消するために、信用保証限度を大幅に増やし、2001年に最大73兆ウォンの企業資金を供給することにした。政府はこの資金を不良社債の償還社債の発行（償還資金調達のための社債発行）支援20兆ウォン、回生可能企業に対する新規資金供給10兆ウォン、中小・ベンチャー企業資金支援43兆ウォンなどに配分する計画を打ち出した。不良社債の買収、金融機関が拒否する新規資金貸出などが行われるように政府が保証拡大という手段を通じて強行する非常対策である。

政府が考えている信用保証拡大の軸は大きく三つである。

第1に、大企業の償還社債の発行の支援である。現在金融市場においてはA格付けの一部大企業の社債以外はほとんど流通がされていない。政府はこのうち20%（5兆ウォン）は該当企業が自力で消化するという前提の下で残りの20兆ウォンの社債の満期延長資金を供給することにした。すなわち、償還社債の発行につく信用保証比率を平均50%と計算し、10兆ウォンの保証を供給するということである。

第2に、2000年「11・3不良企業退出」から回生可能判定を受けた235社の企業に対する資金支援である。政府の判定にもかかわらず、金融機関が依然としてこれらの企業に対して新規資金の支援を忌避しているからである。政府はこれらの企業が発行したCLO（売上代金担保付債権）につく保証を2000年の50%から2001年には70%に大幅に上向き調整し、買

収を活性化させるということである。

第3に、中小・ベンチャー企業に対する資金支援である。2000年政府は下請け会社あるいは納品会社に対する代金決済を既存の手形の代わりにカードとする「企業購買専用カード制度」を導入した。ここにつく保証を2000年の2兆ウォンから2001年には5兆ウォンへと増やし、中小企業の運転・施設資金、貿易金融に対する保証などを拡大し、資金難を解消していくということである。

しかし、このような資金市場安定対策に対しては、産業銀行を通じる社債買収制度の「拡大版」の性格が強いという批判が提起されており、「誤ったら企業不良を拡大・延長させる結果をもたらすことになる」、とくに「回生可能でありながら、一時的流動性困難をこうむっている企業に対する判定を市場でなく政府がやっていることにもっとも大きな問題がある」という指摘がなされた²²。

第2節 公的資金の投入

1. 公的資金投入の状況（2001年12月31日現在）

1997年末 IMF 経済危機をきっかけに全面的に表面化した企業の不良化によって銀行、投信、総金などの企業への資金調達を行ってきた金融機関が大量の不良債権を抱えることになった。このために、不良債権の整理と金融市場の調整が不可避になった。

2001年12月末までに投入された公的資金は総額161兆9000億ウォンに至る。1998年9月に国会同意を経て最初に投入された公的資金は64兆ウォンに達するが、その内訳は預金保険基金（預金保険公社）に43兆5000億ウォン、不良債権整理基金（資産管理公社）に20兆5000億ウォンである。2000年9月には国家の同意を得て、預金保険公社の基金債権として40兆ウォンが新たに投入され、それに預金保険公社の保有現金、破産配当、資産売却代金として投入された10兆ウォンが加えられ、計50兆の公的資金が追加的に投入された。その他に、国有財産管理特別会計の現物出資、公共資金管理基金、予保予算、償還社債資金、金融機関借入金からなる公共資金として27兆ウォンが投入された。そして、投入された公的資金のうち資産売却、株式売却、破産配当、貸出金の回収などの形態で投入された公的資金のうちすでに回収された資金27兆8000億ウォンが公的資金として再投入されたため、それを考慮に入れると、2001年6月までに投入された公的資金は158兆9000億ウォンになる。その後12月末までに追加的に造成される公的資金はなく、回収された資金が再投資されることになり、2001年12月末までに再投入された回収資金は6月末の時点よりおよそ3兆ウォン増加した30.8兆ウォンであった。こうして、2001年12月末までに投入された公的資金はお

²² 『朝鮮日報』2001年1月17日

よそ 161 兆 9000 億ウォンになる。

このように投入された公的資金の中で 2001 年 12 月までに投入された公的資金は総額 155 兆 3000 億ウォンに至る。預金保険公社と資産管理公社の基金債券の発行を通じて調達された資金が 102 兆 1000 億ウォン、回収された資金が 30 兆 8000 億ウォン、国有財産および公共資金管理基金などから 22 兆 4000 億ウォンが投入された。

図表 3-8 公的資金の財源別支援状況 (1997 年 11 月～2001 年 12 月末)

(単位：兆ウォン)

	出資		預金代支給	資産買収等	不良債権買収	計
債券発行	42.2	15.2	20.0	4.2	20.5	102.1
回収資金	3.9	1.1	5.3	3.8	16.7	30.8
公共資金	14.1	/	0.5	6.3	1.5	22.4
計	60.2	16.3	25.8	14.3	38.7	155.3

出所：財政経済部公的資金管理委員会「公的資金統計資料」2001 年 12 月 31 日

公的資金の投入状況を金融機関種類別に見ると、金融決済システムにおいて大きな比重を占めている銀行に対しては出資、不良債権の買収などで総投入額の 54.9%である 85 兆 3000 億ウォンが支援されており、ノンバンクに対しては預金代支給、不良債権買収などで 46.3%に当たる 67 兆 7000 億ウォンが支援された。

公的資金の管理主体である機関別に見ると、預金保険公社が 62.8%の 97 兆 6000 億ウォン、資産管理公社が不良債権の買収に 24.9%の 38 兆 7000 億ウォンを投入した。その他にも政府も出資、資産買収などに総投入額の 11.7%の 18 兆 1000 億ウォンを投入した。

年度別支援状況を見ると、1998 年に 55 兆 6000 億ウォン、1999 年に 35 兆 4000 億ウォン、2000 年に 37 兆 2000 億ウォン、2001 年に 27 兆 1000 億ウォンが投入された。

2. 第 2 次追加投入

第 2 次の追加投入が国会を通ることになった 2000 年 9 月までに、金融機関に投入された公的資金の規模を見ると、以下の通りである。

図表 3-9 公的資金投入順位 10 位金融機関 (2000 年 9 月 22 日現在)

順位	金融機関	公的資金投入額
1	第一銀行	12 兆 5400 億ウォン
2	ソウル銀行	8 兆 1100 億ウォン
3	ハンビツ銀行	6 兆 5000 億ウォン
4	朝興銀行	5 兆 4700 億ウォン
5	韓国投信	5 兆ウォン
6	東和銀行 (新韓銀行に合併)	3 兆 1600 億ウォン
7	京畿銀行 (韓美銀行に合併)	3 兆 1500 億ウォン
8	大韓投信	2 兆 9000 億ウォン
9	ソウル保証保険	2 兆 6500 億ウォン
10	東南銀行 (住宅銀行に合併)	2 兆 2800 億ウォン

出所：『毎日経済新聞』2000 年 9 月 23 日

図表 3-10 第1次投入公的資金支援実績（1999年12月末支援完了）

（単位：兆ウォン）

		預金保険公社出資支援など					資産管理公社 不良債権買収	合計
投入		43.5					20.5	64.0
支援実績		増資	出演・預 金代支給	資産買収	その他	小計	20.5	64.0
		20.5	21.0	1.8	0.2	43.5		
銀行	退出銀行（5社）	1.2	9.6	0.2	0.0	11.0	1.1	12.0
	第一・ソウル銀行	9.0	0.0	1.6	0.0	10.6	4.1	14.8
	その他銀行	6.3	0.0	0.0	0.0	6.3	12.1	18.4
	小計	16.5	9.6	1.8	0.0	27.9	17.3	45.2
ノン バン ク	生命保険	3.9	1.4	0.0	0.0	5.3	0.0	5.3
	保証保険	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	1.4	1.5
	総金社	0.0	5.8	0.0	0.0	5.8	1.7	7.5
	金庫	0.0	2.9	0.0	0.2	3.1	0.1	3.2
	信協	0.0	1.3	0.0	0.0	1.3	0.0	1.3
	小計	4.0	11.4	0.0	0.2	15.6	3.2	18.8
回収財源(2000年8月末)		7.5					17.9	25.3
回収後再使用実績		3.0	4.2	1.9	-	9.1	9.5	18.6
可用財源		0.4					6.3	6.7

出所：『毎日経済新聞』2000年9月23日

ところで、金融改革のために投入される公的資金の規模は当初の約束通りではすまず、製造業部分から生じる追加的の不安要因によってさらに拡大されることになった。政府は2000年5月に第2次金融構造調整の計画を打ち出す際に、30兆ウォン規模の追加的な公的資金が必要であると報告し、その時点において推算される公的資金の投入額は20兆ウォンの水準であると報告した。20兆ウォンの内訳は、①ナラ総金預金代支給1兆7000億ウォン、②第一銀行プットバック・オプション4～5兆ウォン、③韓国・大韓投信への出資4兆9000億ウォン、④ソウル保証保険出資2兆7000億ウォン、⑤ノンバンク預金代支給5～6兆ウォンであった²³。

政府はこのための20兆4000億ウォンの資金調達計画を立てた。預金保険公社による回収財源で6兆4000億ウォン、資産管理公社余裕資金借入で4兆7000億ウォン、政府出資銀行の優先株早期償還を通じて2兆4000億ウォンを調達し、さらに政府保有銀行株式を担保とした借入あるいは各種債権の発行を通じて6兆9000億ウォンを調達するという計画を立てた。

しかし、まもなくして金融構造調整の過程で政府が投入しなければならない公的資金の規模はそれ以上に増える可能性が高いことが分かった。すでに2000年6月29日の時点で上記の20兆ウォンに入っていなかった公的資金3兆5000億ウォンの投入が最小限でも追加的に生じることになり、すでに当初の調達計画の金額を1.4～4.1兆も上回ることが明らかになった。しかし、当時専門家は銀行構造調整が本格化すれば合併銀行の後順位債買収の負担が数兆ウォン台に増加し（李金融監督委員長による5月2日付「2段階金融改革」報告によれば

²³ 『毎日経済新聞』2000年6月22日

10兆ウォン²⁴⁾、さらにソウル銀行・大韓投信増資支援と信用金庫・信協構造調整過程でも少なくない公的資金の投入が発生するだろうと指摘した²⁵⁾。

その中で、政府は2000年6月22日金融構造調整過程で必要な公的資金を充当するために外国金融機関から10億ドル(約1兆2000億ウォン)を緊急借入することにした。このことは総金社構造調整などに必要な公的資金が増えるのに対して、それを充当できる資金がないためであった。この資金は2000年7月初めに預金保険公社に入り、公社を通じて構造調整過程に投入されることになった。

2000年9月3日に各金融機関によって提出された潜在不良貸出に関する資料に基づいた計算によれば、非優良金融機関を健全化させるために必要な公的資金は業種別に銀行8兆7000億ウォン、総合金融社1兆2000億ウォン、保険1兆6500億ウォンであることが明らかになった。こうして、不良金融機関を健全化(不良債権の解消)・正常化するために2000年末まで投入すべき公的資金規模は全部で11兆5500億ウォンに達すると推算された。そのうち、政府の2000年5月における既存公的資金投入計画(18兆3000億ウォン)に含まれていない金額は8兆ウォンであった。

ところで、この推算は該当金融機関が提示した資料に基づいたものであるため、11兆5000億ウォンの他に公的資金投入金額が追加的に増える可能性が指摘された。また、公的資金の投入に先立つ必須的な精密調査作業によって追加不良が現れると、公的資金の必要金額ははるかに増える可能性が存在していた。さらに、預金保険公社の金庫が底を尽いているだけに、預金代支給などのための余裕資金が必要となるが、実際に2000年9月3日付の推算作業においては、公的資金が必要とされるソウル保証保険(2兆ウォン投入予定)、各種の預金代支給金(3~5兆ウォン推定)などは除外されていた。

これらによって、2000年9月22日、政府は、必要な公的資金の追加造成規模を5月における20兆ウォンから40兆ウォンに上方調整することを決定した²⁶⁾。これに伴って、金融構造調整関連の公的資金の投入規模は、2000年8月末までの109兆6000億ウォンに、追加投入50兆ウォンを加え買収などを通じる既投入10兆3000億ウォンを除くと、全部で149兆3000億ウォンに増えることになる。政府は国会同意が得られ次第、可能な限り迅速に3年、5年、7年満期預金保険基金債券を段階的に発行し、遅くとも2001年までに公的資金の投入を満了することにした²⁷⁾。

その追加調整の要因と内訳を見ると、以下の図表3-11のとおりである。図表3-11から見られるように、その主な目的は第2次金融構造調整に投入するためである。まず、銀行のBIS比率を補完するためのものが1兆8000億ウォンから6兆1000億ウォンへ、ソウル保証出資

²⁴⁾ 『毎日経済新聞』2000年5月3日

²⁵⁾ 『毎日経済新聞』2000年6月29日

²⁶⁾ 『毎日経済新聞』2000年9月23日

²⁷⁾ 『毎日経済新聞』2000年9月23日

が 5 兆 3000 億ウォンから 8 兆 7000 億ウォンへ、金庫や信用協同組合などの構造調整のためのものが 3 兆 9000 億ウォンから 6 兆 5000 億ウォンへと上方調整され、さらに水産協同組合や農業協同組合への出資 1 兆 8000 億ウォン、銀行の追加貸倒引当金の積立の支援 2 兆ウォン、ハンアルム総合金融社の損失補填・産銀や企銀が投信に出資した持分の買収など 4 兆 5000 億ウォンが新たに投入されることになった。

図表 3-11 公的資金の 2 次追加造成要因

(単位：兆ウォン)

区分		5・24	9・22	区分		5・24	9・22
既存発行要因	BIS 比率補完出資	1.8	6.1	追加要因	水協・農協の出資		1.8
	ソウル保証出資	5.3	8.7		企業不良に伴う銀行追加貸倒引当金の積立支援		2.0
	金庫・信協構造調整等	3.9	6.5		ハンアルム総金損失補填、産銀・企銀が投信に出資した持分の買収など		4.5
	不良総金社の整理、韓投・大投出資、第一銀行フックなど	19.3	20.4			預金保険公社自体の調達	

出所：『毎日経済新聞』2000年9月23日

さらに、その中で陳財政経済部長官は 2000 年 10 月 23 日、「国会の同意を得て投入する公的資金の規模は国会から合理的な案が出ると、修正されることができると明らかにし、国会の同意を得て投入される公的資金が当初の政府案の 40 兆ウォンより増えることもありうると示唆した。陳長官はこの日国家財政委国政監査において「不良企業の退出と銀行の経営評価の結果が出る 10 月末に最終的な公的資金の規模が出る」と語り、「必要であれば、国会に資料を追加して送る」と語った。一方この日の国政監査において自民連の李完求議員は「政府が推算している 40 兆ウォンの公的資金では企業・金融の構造調整を終えるには非常に足りない」と主張した。李議員は 40 兆ウォンに含まれない追加投入分として、①企業の不良整理に 7 兆ウォン、②大宇不良債券の整理に 15 兆～20 兆ウォン、③次年景気沈滞に伴う企業不良の増加、④韓投・大投などの投信社への追加公的資金の投入などを挙げた²⁸。

政府は企業の退出に伴う金融界の負担が過重になるにつれて、国会の同意を得て調整する公的資金の規模を当初の 40 兆ウォンより 10～20 兆ウォン増やし調整することにした。政府は当初国際決済銀行自己資本比率を 10%に合わせ、不良債券の比率を引下げるために総額 6 兆 1000 億ウォンを想定したが、企業退出が予想より増えることになり、銀行の不良が急増し、ここに必要な公的資金が当初予想より 10 兆ウォンほど増えると見た。また現代建設処理過程においてデットエクイティスワップなどの支援に伴う銀行の損失が急増し、それに伴う公的資金の投入額も最大 10 兆ウォンに達すると予想された²⁹。財政経済部の関係者は「現代

²⁸ 『毎日経済新聞』2000年10月24日

²⁹ 2001年11月29日監査院の調査結果によれば、公的資金が投入された金融機関から支援を受けた不良企業の企業主と不良金融機関役員・職員 5000 名余りが国内外で財産 7 兆 1000 億ウォンを横領した。また支援対象でない分野を支援したり、不良債権を重複買収するなど公的資金が 6 兆ウォンも間違って執行された。それに信用組合出資金 1 兆 9500 億

問題がどのように決定されるかによって、公的資金の追加投入金額が異なることができる」と語った³⁰。

3. 公的資金の回収

ところで、国債の発行を通じる巨額の公的資金の調達、第1に実際に利子を払わなければならない、第2に満期到来の国債を返済しなければならない、第3にそのために投入した資金を順調に回収しなければならないなど、大まかに言って三つの大きな問題を抱えている。

まず、国家の債務償還能力に対して、政府は楽観的であり、公的資金は今後政府保有株式と不良債権の売却によって相当の部分を回収することをできると見ている。しかし、政府が

図表3-12 公的資金の回収展望および予想損失額

(単位：兆ウォン、%)

機関	投入形態	2001年6月		追加回収可能額		総回収可能		予想損失額
		投入額	既回収額	仮定	規模	規模	回収率	
預金 保険 公社	出資	40.3	2.6	株価仮定3000ウォン/株	6.5	9.1	22.6	31.2
				2000ウォン/株	4.4	7.0	17.4	33.3
				1000ウォン/株	2.7	5.3	13.2	35.0
	出	12.2	5.9		0	5.9	18.3	26.3
	預金代支給	20.0						
	資産 買収・貸出	7.8	3.1	第一銀行買収 残余資産 全額回収	3.8	6.9	88.5	0.9
				80%回収	3.0	6.1	78.7	1.7
				60%回収	2.3	5.4	69.0	2.4
				楽観的	10.3	21.9	27.3	58.4
	小計	80.3	11.6	中間	7.4	19.0	23.7	61.3
悲観的				5.0	16.6	20.6	63.7	
資産 管理 公社	不良債権買収(初期)	20.5	22.5	銀行不良債権全額回収＋ 大宇関連60%回収	13.2	35.7	93.4	2.5
	不良債権買収(再投入)	15.7		銀行不良債権全額回収＋ 大宇関連50%回収	12.7	35.2	92.1	3.0
	公共資金	2.0		銀行不良債権全額回収＋ 大宇関連40%回収	12.2	34.7	90.8	3.5
	小計	38.2	22.5	楽観的	13.2	35.7	93.4	2.5
				中間	12.7	35.2	92.1	3.0
				悲観的	12.2	34.7	90.8	3.5
政府 及び 韓国 銀行	現物出資、後順位債 買収、不良債権整理、 大宇C P買収など	19.0	0		9.1	9.2	48.4	13.9
合計	137.5	34.2	楽観的	32.6	66.8	48.6	74.8	
			中間	29.2	63.4	46.1	78.2	
			悲観的	26.3	60.5	44.0	81.1	

出所：朴スンロク「公的資金の回収と国民負担」『公的資金投入の中間評価と課題』韓国経済研究院、2002年1月

ウォンと総合金融社に不良投入された2兆3353億ウォンを追加すると、間違っても執行された公的資金の総額は10兆ウォンを超えることになる（『毎日経済新聞』2001年11月30日）。

³⁰ 『毎日経済新聞』2000年11月3日

金融改革のための財源として大きく期待している預金保険公社による回収率は低調な水準に留まり、状況を楽観的に見ることができない状態である。そのため、専門家は公的資金の回収に対して懐疑的な見方を示している。

2001年6月末までに投入が完了された公的資金137兆5000億ウォンの回収可能性を上記の表に記された朴スンロクの分析から見ると、次のようである。預金保険公社の場合、総投入額80兆3000億ウォンのうちすでに回収された11兆6000億ウォン、追加的な回収可能額を中道的な立場から評価すると、およそ7兆4000億ウォン(23.7%)が回収可能であり、61兆3000億ウォンの元金損失が発生する。楽観的に評価すると、およそ58兆4000億ウォン、悲観的に評価するとおよそ63兆7000億ウォンの元金損失が発生する。資産管理公社の場合は、公的資金投入総額38兆2000億ウォンのうちすでに回収された22兆5000億ウォンに追加的に12兆7000億ウォンが回収される。従って、資産管理公社の予想元金回収率はおよそ92.1%で、元金損失は3兆ウォン程度発生する。さらに、政府と韓国銀行が投入した公共資金の場合には、不良債権整理のために投入された1兆9000億ウォンが全額回収可能であると楽観的に評価しても総投入額19兆ウォンのうち13兆9000億ウォンの元金損失が予想される。こうして、全体的に見れば、2001年6月末までに投入された公的資金137兆5000億ウォンのうちおよそ78兆2000億ウォンの元金損失が予想され、全体的回収率は46.1%にとどまる。

4. 元金と利子の償還

一時期財政経済部によって公開が引き止められ、話題にもなった租税研究院の報告書は「公的資金回収に問題が生じる場合、財政で応えることができる最大規模はおよそ33兆4000億ウォンに過ぎない」と計算した。さらに、公的資金の回収率がそれに及ばない場合は財政負担がますます増えることになる。財政が対応できる33兆4000億ウォンは、全体で104兆ウォンの公的資金(現金だけ計算)のうち資産管理公社が投入する20兆5000億ウォンを2002年から予定通り償還し、預金保険公社が投入する83兆5000億ウォンのうち約60%を償還した時の規模である³¹。したがって、回収率60%以下の場合には、政府は福祉拡大あるいは経営浮揚などを放棄し、財政健全化の断行を財政政策の最重要課題とすべきであるという結論を出した³²。それに、公共基金として投入された40兆弱の公的資金を加えると、その規模は一層大きくなる。

³¹ 2001年12月3日、全国経済人連合会傘下の韓国経済研究院はこれまで投入された公的資金158兆9000億ウォンのうち回収できない元金損失額が84兆6000億ウォンに達し、それに利子支給額4兆8千億ウォンと、機会費用9兆9000億ウォンまで合わせると、損失金額が全部で139兆3000億ウォンに達するだろうと分析した(『朝鮮日報』2001年12月4日)。

³² 『朝鮮日報』2001年5月28日

図表 3-13 公的資金の元金と利子の償還計画（2001年6月末基準）

（単位：ウォン）

年度	債権満期到来額 (A)	債権利子償還額 (B)	合計 (A+B)
1999	6287 億		6287 億
2000	4 兆 1453 億		4 兆 1453 億
2001	1 兆 8707 億	1 兆 3245 億	3 兆 1952 億
2002	5 兆 6895 億	3 兆 9803 億	9 兆 6690 億
2003	21 兆 1929 億	5 兆 5714 億	27 兆 5011 億
2004	17 兆 7815 億	6 兆 1567 億	23 兆 9382 億
2005	17 兆 9809 億	6 兆 4419 億	24 兆 4228 億
2006	16 兆 6370 億	5 兆 9618 億	22 兆 5980 億
2007	1 兆 2084 億	4 兆 0917 億	5 兆 3001 億
2008		2 兆 3316 億	2 兆 3316 億
2009		6326 億	6326 億
2010		1526 億	1526 億
2011		922 億	922 億
2012		471 億	471 億
2013		371 億	371 億
2014		273 億	273 億
2015		173 億	173 億
2016		74 億	74 億
計	87 兆 1347 億	36 兆 8735 億	124 兆 82 億

出所：『朝鮮日報』2001年8月27日

一方、債権利率と関連して、政府が 2002 年予算から支給する公的資金の利子が過多計算されたものであるという指摘が提起された。政府が計算した年 8%金利は現在流通されている 3 年満期国債金利 4.60%より 3.4%も高く、3 年満期社債金利 6%よりも 2%ポイント以上高い水準である³³。2001 年 10 月 26 日、全国経済人連合会傘下韓国経済研究院も、「公的資金の中間評価と課題」という中間報告書において「政府が金融構造調整のために投入した公的資金の元金の損失（80 兆）と利子費用（40 兆）などのため国民が負担しなければならない資金が 140 兆に達する」ため、投入した公的資金を利率が低く、満期が長い国債に転換するべきであるという主張が提起された³⁴。これを受けて、政府は 2002 年から 2006 年までに集中的に満期到来する公的資金は 20 年満期の新たな債券の発行³⁵を通じて返済していく方針を固めた³⁶。

5. 成果

5.1 不良債権の処理

不良債権の処理は主に資産管理公社を通じて行なわれた。2000 年末までに資産管理公社は、不良債権整理基金設置（1997 年 11 月 24 日）以降 2000 年 6 月までに国家保証債券発行で投入された公的資金 20 兆 5000 億ウォン、公共基金 2 兆 303 億ウォンおよび不良債権を整理し

³³ 『毎日経済新聞』2001年9月30日

³⁴ 『毎日経済新聞』2001年10月27日

³⁵ 『毎日経済新聞』2001年11月19日

³⁶ 『朝鮮日報』2001年11月24日

回収した資金のうち15兆6895億ウォンを再使用するなど総額38兆2198億ウォンを投入し、99兆4819億ウォン規模の金融機関の不良債権を買収した。2001年においては回収された資金1兆ウォンが不良債権の買収に再投入された。

さらに、金融機関も貸倒引当金積立と償却などを通じて不良債権を減らしてきた³⁷。銀行において積み立てられた貸倒引当金の規模を見ると、1998年に7兆5376億ウォン、1999年に9兆7840億ウォン、2000年に11兆3346億ウォンである。

図表3-14 銀行当期純損失の状況

(単位：億ウォン)

銀行名	1998年		1999年		2000年	
	貸倒引当金積立前利益	当期純利益	貸倒引当金積立前利益	当期純利益	貸倒引当金積立前利益	当期純利益
都市銀行(11)	△24,950	△92,312	44,289	△49,486	82,276	△23,999
地方銀行(6)	△10,257	△18,271	3,642	△423	2,666	△4,405
計	△35,207	△110,583	47,931	△49,909	84,942	△28,404

1997年末のIMF経済危機以降数回にわたって不良債権の算定基準が変わったが³⁸、政府によって発表された1997年12月から2001年6月までの不良債権規模の推移を見ると、以下の図表3-15のようである。2000年3月から不良債権の算定基準になった新資産健全性保有基準(FLC)に従って、全金融機関の不良債権規模を逆推定してみると、1997年末に86.4兆ウォン、1998年末に102.7兆ウォン、1999年末に66.7兆ウォン、2000年末には64.6兆ウォン、2001年6月末には49.8兆ウォンで、1998年を頂点にして毎年減少している。ところが、ノンバンクの場合は銀行に比べてその割合は依然として高く、とりわけ証券52.6%、総合金融社37.1%、金庫36.9%、リース43.8%である。なお、潜在的不良債権の問題については前節で述べた通りである。

2002年8月8日金融監督院は、2002年6月末現在の銀行の不良債権比率は全体貸出の2.4%で、2001年末の3.4%に比べて1.0%ポイント下落したと発表した。金融監督院は、不良債権比率が減少したのは2002年上半期新規発生が5兆9000億ウォンに達したが、貸倒償却などを通じて10兆5000億ウォンを整理したからであると説明した。

³⁷ 金融監督院は2000年12月27日、金融機関の貸倒償却に対する損金算入基準を大幅に簡素化し、金融機関が「推定損失」と分類した債権に対して貸倒償却した場合、債務者の財産有無調査確認などの事前審査無しに全額損金と認定できるように「金融機関債権貸倒認定業務細則」を改定した。

³⁸ 不良債権の算定基準はIMF経済危機以降次のように5回にわたって変わっていた。①1998年9月：銀行不良債権の場合危険債権以下貸出の強化(不渡り6ヶ月以上延滞→不渡り3ヶ月以上延滞)、②1999年3月：ノンバンクの不良債権も銀行と同様に基準強化(不渡り6ヶ月以上延滞→不渡り3ヶ月以上延滞)、③1999年末：銀行不良債権の基準強化(新資産健全性分類基準FLCによる無収益貸出追加)、④2000年3月末：新資産健全性分類基準による危険債権以下貸出(利子を受けていない貸出+利子を受けても未来償還能力が不透明で危険債権以下に分類された貸出も含む)、⑤2000年6月および8月：総合金融社と保険社に対してもFLC導入。

図表 3-15 金融産業不良債権の状況

(単位：兆ウォン、%)

	1997	1998		1999		2000		2001			
	12	6	12	6	12	6	12	3	6	9	12
銀行	31.6	40.0	33.7	37.1	39.7	56.5	42.1	38.1	30.2	27.4	18.8
ノンバンク	12.0	23.6	26.5	26.3	27.0	26.0	22.5	21.4	19.6		
不良債権	43.6	63.6	60.2	63.4	66.7	82.5	64.6	59.5	49.8		
不良債権比率	6.7	10.2	10.4	11.3	11.3	13.6	10.4	9.6	8.0		
資産管理公社買収	11.0	13.8	44.0	46.1	56.0	81.5	95.2	98.3			

① ② ③ ④

注：①危険債権以下貸出の基準強化、②ノンバンクの基準強化、③FLCによる無収益貸出、④FLCによる危険債権以下貸出

図表 3-16 2001 年中銀行不良債権の整理方法別内訳

(単位：兆ウォン、%)

	貸倒償却	流動化	担保物処分等	売却	債務の資本化等	CRVを通じる売却	計
金額	11.6	10.89	9.97	5.64	3.80	0.97	42.0
比重	27.6%	25.9%	23.7%	13.4%	9.1%	0.2%	100.0%

出所：金融監督院「2001年銀行の不良債権整理現況」2002年2月

図表 3-17 銀行の不良債権の推移

年	1999 年末	2000 年末	2001 年末	2002 年 3 月	2002 年 6 月
比率	12.9%	8.0%	3.4%	3.1%	2.4%

出所：『毎日経済新聞』2002年8月9日

5.2 銀行の自己資本拡充

不良銀行の退出、不良債権の整理、大規模公的資金の出資などを通じて、銀行の資本充実度はかなり改善された。一般銀行の BIS 比率は 1997 年 7.04%で最低値を記録したが、その後上昇し 2000 年末には 10%を上回っている。

図表 3-18 一般銀行の BIS 比率推移

(単位：%)

	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年
都市銀行	6.66	8.22	10.79	10.52
地方銀行	9.60	8.31	11.36	10.77
銀行一般	7.14	8.23	10.83	10.53

銀行の BIS 比率はその後 10%以上を維持しているが、都市銀行別の BIS 比率は、以下の通りとなっている。

図表 3-19 銀行の BIS 比率と資産

(単位：%、兆ウォン)

区分	BIS 比率		資産		区分	BIS 比率		資産	
	2001.12	2002.6	98.12	2002.6		2001.12	2002.6	98.12	2002.6
朝興	10.43	10.6	339.395	578.223	国民	10.23	10.13	1091.935	1610.382
ウリ	11.28	11.33	660.086	768.264	新韓	12.02	10.82	324.588	549.766
第一	13.26	12.88	272.183	286.630	韓美	11.18	11.02	186.333	322.787
ソウル	9.22	10.14	227.391	241.881	ハナ	10.29	10.11	169.538	480.144
外換	10.96	9.29	393.122	492.293					

出所：『毎日経済新聞』2002年10月9日

5.3 潜在的不良債権

残存価値より清算価値が高いか、回生可能であるかというのも重要な基準となるが、不良企業の経営が改善し、銀行やノンバンクから借り入れた負債を返済できるかということも重要な基準である。その際に重要な基準となったのが利子補償比率である。利子補償比率が100%以下の場合、売上で得られた収益によって利子も払えない状態にあることを意味する。上述した通り、利子補償比率は政府や金融機関による不良企業の選別の際に重要な指標として用いられていた。それを基準に行なった南ジュハの調査を見ると、上場企業のうち利子補償比率が100%未満であるか、3年連続投資収益率が資本費用を満たせない債務償還能力が足りない潜在不良企業の割合は30~35%に上っていた。

図表3-20 上場企業の不良債権規模の推移

(単位：10億ウォン、%)

年度	全体	総負債	不良企業の負債	構成比	全体借入金	不良企業の借入金	構成比	不良企業の数	不良企業の割合
1995	662 (199.8)	244,593	29,692	12.1	111,462	15,680	14.1	109 (17.5)	16.5
1996	654 (161.3)	291,058	58,314	20.0	137,133	29,554	21.6	158 (△6.9)	24.2
1997	641 (131.0)	392,980	122,627	31.2	192,767	65,111	33.8	226 (△56.0)	35.3
1998	600 (107.5)	393,426	126,144	32.1	167,941	65,612	39.1	225 (△151.9)	37.5
1999	483 (252.4)	339,908	83,685	24.6	136,984	47,549	34.7	94 (△115.1)	19.5
2000	561 (262.5)	320,521	91,798	28.6	83,075	25,773	31.0	156 (△152.0)	27.8

注：() は利子補償比率の平均。不良企業の判断基準は企業の利子負担能力を表す利子補償比率で、利子補償比率が100%未満の企業を不良起業と判定。

出所：南ジュハ「公的資金投入規模の適正性と金融構造調整」『公的資金投入の中間評価と課題』韓国経済研究院、2002年1月

図表3-21 投資収益率基準3年連続不良企業の割合：パネル資料の分析

	企業の数	企業の比重	負債総計	借入金総計	利子補償比率	投資資本純利益率
3年連続企業(上場)	136	29.5%	34.5%	34.2%	173.85 (45.37)	5.25 (△1.00)
3年連続企業(非上場)	474	40.9%	47.3%	48.7%	39.74 (△69.50)	△0.15 (△8.77)

注：投資資本純利益率は(税前純利益+法人税+金融費用)/総資本である。標本として上場企業461社、非上場企業1160社を分析した。() は潜在不良企業の数値

出所：南ジュハ「公的資金投入規模の適正性と金融構造調整」『公的資金投入の中間評価と課題』韓国経済研究院、2002年1月

上記の図表3-20において利子補償比率が100%以下である企業の割合を見ると、1998年の37.5%から1999年に19.5%へと急激に減少したが、2000年には再び27.8%への増加を見せた。さらに、利子補償比率が0%以下の不良企業が金融機関から借りた借入金が金融機関からの企業向け貸出金総額に占める割合を見ると、上場企業の場合1997年5.4%、1998年12.4%、

1999年8.1%から2000年には19.0%へとかなり悪化しており、非上場の場合にも1997年22.6%、1998年22.4%、1994年12.4%、2000年25.2%であった。

2001年7月20日の韓国銀行の「2000年中製造業キャッシュフローの分析」によっても同様の結果が確認された。それによれば、外部監査対象製造会社3806社中、利子補償比率100%未満の会社が1115社で29.3%に達した。1999年に比べて24.2%から5.1%ポイント高くなった。4大グループ系列会社42社の中では三星2社、現代2社、LG1社の5社、5-30大グループ112社の中では32社(28.6%)が100%未満であることが分かった³⁹。このように、依然として不良企業が多く存在していた。また、韓国における企業構造調整の全般的状況を評価し、OECDも「3年連続営業利益で利子も払うことができない企業が563社に達する点を考慮すると、退出企業の数があまりにも少ない」とし、不良企業の早急な整理と銀行の民営化を要求した⁴⁰。さらに、韓国上場会社協議会が2000年度12月決算上場会社497社を対象に調査した利子補償比率の調査も同様の結果を見せた。それによれば、利子補償比率が100%未満の上場会社は営業損失を計上している62社を含めて37.2%の185社であった⁴¹。2001年度上半期においてもその比重は若干減少したものの、ほぼ同様の結果を見せた。営業赤字の64社を含めて、利子補償比率が100%未満の会社は34.7%の175社であった⁴²。

南ジュハは「政府が大規模の公的資金を投入しても、企業の負債償還能力が改善できない理由は、資産管理公社の不良債権の買収のために公的資金が動員されただけで、不良債権の根本的な原因となる不良企業の厳格な構造調整や退出がなかったからである。不良債権の規模は結局企業の負債償還能力によって決定されるため、負債償還能力が不十分な企業を市場に残したままで不良債権だけを買収すると、不良債権の問題は周期的に発生することになり、公的資金の追加的な投入は容易に予想できる。そのような結果は、金融危機を克服するためには、企業・金融構造調整政策が同時に厳格に推進されなければならないにもかかわらず、金融構造調整は推進しながらも、不良企業に対する企業構造調整が相対的に進んでいないことに起因する」と結論付けた。

2001年末の企業構造調整に関連して、その成果として、①東亜建設、宇邦などの不良企業の退出、②常時構造調整システムの定着、③企業構造調整促進法の制定、④銀行の不良債権比率の急落などが挙げられ、不十分な点としては、①大宇自動車、現代投信などの海外売却の遅延、②ハイニクス半導体などの現代問題、③公的資金の回収不振、④銀行の民営化の遅延などが挙げられた。

南ジュハは「企業向け貸出が総貸出に占める割合を50%だけであると仮定しても、金融圏の潜在不良債権比率は政府が発表した(2001年6月現在不良債権比率)8%よりはるかに高

³⁹ 『毎日経済新聞』2000年7月21日

⁴⁰ 『毎日経済新聞』2001年8月4日

⁴¹ 韓国上場会社協議会「12月決算上場会社2000年度金融費用現況」2001年4月

⁴² 韓国上場会社協議会「12月決算上場会社2001年上半期利子補償倍率の現況」2001年8月

い 15%の水準に達している」という見解を表明した。ちなみに、1998年6月末に政府（金融監督委員会）、金融研究院、韓国経済研究院、世界銀行によって推定された不良資産規模を見ると、以下の通りである。このように、不良企業の退出があまり進んでいない状況の中で、潜在的不良資産と政府が発表している不良債権の規模とにはかなり大きな隔たりが見られた。

図表3-22 不良資産の推定規模（1998年6月末現在）

	金融監督院	金融研究院	韓国経済研究院	世界銀行
不良資産規模	118兆ウォン (+要注意=197兆ウォン)	219兆ウォン	200~300兆ウォン	不健全貸出：136兆ウォン 不良資産：270兆ウォン
不良資産の範囲	危険債権以下 不良債権	危険債権以下不良債権+要注意	危険債権以下不良債権+要注意	不良貸出の他に銀行信託や投信の不良有価証券まで含む

出所：南ジュハ「公的資金投入規模の適正性と金融構造調整」『公的資金投入の中間評価と課題』韓国経済研究院、2002年1月

潜在的不良企業の整理を通じる不良債権の縮小が何より至急の課題である中で政府は、一方では常時構造調整システムの導入と企業構造調整促進法の制定などの企業構造調整のための活発な動きを見せたにもかかわらず、他方では2001年に社債迅速買取制度を導入し、主に現代グループ系列会社に集中している潜在的不良企業を直接的に支援することによって、債権銀行による潜在的不良企業に対する厳格な構造調整の機会を失わせる副作用を招いた、という批判を受けている。

ところで、日本においては金融機関の不良貸出の相当部分が不動産関連貸出であるのに対して、韓国における金融機関不良債権の大部分が企業部門から発生しているという大きな特徴を持っている。企業部門と金融部門との間においては深い連関性が存在しており、二つの部門に同時に進められている構造調整は両立しにくい相反する側面を持っていた。金融構造調整のためには、不良債権を切り捨て、貸倒引当金を積み立て、貸出を厳格にすることが望ましいが、そうすると企業の資金事情は悪化し、急にお金が必要な企業は流動性危機に直面することになる。また企業構造調整のために不良系列会社を整理すると、逆に金融圏に衝撃を与え、金融機関の不良が大きくなるおそれがある。金融機関の不良債権は企業が金融機関から借りたお金を適時に償還できないため発生するものであるため、不良企業を放置すると金融の不良化も増加する。金融構造調整は一旦金融機関の不良を公的資金の投与によって補うことから始まるが、金融構造調整に時間が多くかかると、その中で企業部門において不良が新たに発生する。それは再び金融機関に戻ってくる。政府は金融機関の不良をまたも埋めなければならない。こうして、金融→企業→金融→企業の順に悪循環が発生しかねない。

5.4 公的資金損失の分担

2002年6月10日、金融監督院は「公的資金損失規模および償還対策」という報告書にお

いて、投入された公的資金の現金 104 兆ウォンのうち回収が不可能な損失額が 60 兆ウォンに達し、利子分 40 兆ウォンを合わせると、公的資金損失は 100 兆ウォンに達すると分析した⁴³。

公的資金の損失が 100 兆ウォンに達することが予想されているが、その損失の分担をめぐって、政治界、政府、財界、金融界との間にかなりの意見の食い違いが見られた。財界と金融界は預金保険料と法人税の負担を増やして、公的資金を返すという政府の方針にかなりの反発を見せている。全国経済人連合会などの財界団体は「グローバル競争時代に、すべての国が法人税を下げているのと反対に、わが国だけが逆行しようとしている」とした。政府は「公的資金で最も大きな恩恵を受けたのは企業と金融機関であるため、一部の責任を問うことは不可避である」という立場であるが、政府内部においても意見の食い違いが見られている。財政経済部と金融監督委員会は「公的資金の損失は政府財政で処理せざるを得ない」、すなわち損失分を全部国債に転換した後、企業・金融機関から取り上げる損失負担額でそれを充当するという考えを持っているのに対して、企画予算処は公的資金を直接受けた金融部門で何よりもまず責任を分担しなければならないと要求している。ところが、現在の金融部門の能力や余力から見て、公的資金損失分全体の 30%を賄うのが限界という見解が多いので、他の主体が残りの損失部分の責任を担う必要がある状況である⁴⁴。

図表 3-23 公的資金損失の分担

区分	公的資金委員会	予算処	金融監督院	財界	金融会社
主な分担主体	企業・金融会社	金融会社	企業	金融会社・政府（国民全体）	企業・政府（国民全体）
分担方法	・法人税追加徴収分の活用 ・特別預金保険料	特別預金保険料	特別法人税の新設	・特別預金予見料 ・各種税源開発	・法人税などの税金の活用
分担の根拠	・市中金利の下落で企業金融内容年間 38~50 兆ウォン節約 ・金融会社の収支改善、資産の健全化	・金融危機の主責任者の金融会社が最大限負担 ・不足分財政支援	・公的資金投入分の 90%が企業対象	・財界負担増加→産業競争力の弱体化 ・政府組織の縮小先行	・公的資金最大恩恵者は企業部門 ・金融会社は制限的負担

出所：『毎日経済新聞』2002年6月11日

2002年6月27日、財政経済部は『公的資金の成果と償還対策』を発表、それまで投入した 156 兆ウォンの公的資金の元金のうち 69 兆ウォンが回収不可能であり、これまで支給した公的資金利子 18 兆ウォンを含めると、全部で 87 兆ウォンが損失処理される展望であると発表した。財政経済部は損失が確定された 69 兆ウォン（利子 18 兆ウォン除外）のうち 49 兆ウォンを今後 25 年間財政で抱え、残りの 20 兆ウォンを金融界で分担させる計画を提示した。

⁴³ 『毎日経済新聞』2002年6月10日

⁴⁴ 『毎日経済新聞』2002年6月11日

図表 3-24 公的資金の損失

投入	=	回収	+	損失
156兆ウォン ・債権発行：104兆ウォン ・回収資金再使用：32兆ウォン ・財政資金：20兆ウォン		87兆ウォン ・既回収：42兆ウォン ・追加回収：45兆ウォン		69兆ウォン
+		+		+
18兆ウォン 再特融資 (利子償還用)		0ウォン 償還義務免除		18兆ウォン (再特融資)

出所：『毎日経済新聞』2002年6月28日

図表 3-25 公的資金損失の分担

	償還期間・方式	償還額
金融会社	25年	44.4兆ウォン
	特別預金保険料0.1%賦課	元金20兆ウォン+利子24.2兆ウォン
財政 (税収増大)	9年	33.7兆ウォン
	租税減免の縮小 エナジー税制改編	元金24.5兆ウォン+利子9.2兆ウォン
財政 (税出削減)	25年	54.3兆ウォン
	国庫支援事業・行事の縮小 再特会計支援の縮小	元金24.5兆ウォン+利子29.8兆ウォン

出所：『毎日経済新聞』2002年6月28日

ところが、損失額 87 兆ウォンというのも事実上非常に不確実な金額である。というのも今後回収される公的資金がどのくらいになるかが不明であるからである。政府は今後回収される公的資金を 45 兆ウォンと展望した。そのうち政府が保有している資産（株式など）の売却を通じて調達するとしているのは、13 兆 1000 億ウォン～18 兆 4000 億ウォンであるが、該当持分を予定通り 2004 年までに売却できるかは疑問であるという評価も出ている。さらに、不良化した産業・企業銀行などの国策銀行の自己資本比率を高めるために出資した 10 兆ウォンの場合、この金額を政府が国有財産に入れておいたことから額面価で評価し、「回収予想金額」と分類していることも問題として指摘されている⁴⁵。

一方、政府が公的資金の損失負担金を転嫁するため金融機関に特別預金保険料 0.1%を賦課することにしたことに伴って、銀行の純利益が平均 4%ほど減少するなど収益性が大きく悪化すると分析された。また、銀行の損失分担は預金金利の引き下げと貸出金利の引上げまたは銀行の手数料の引上げをもたらし、結局金融機関と取引する顧客に転嫁される可能性が高く、政府計画は結局国民がすべての負担を負うことになるという指摘もなされた⁴⁶。

2002 年 6 月 27 日、政府は公的資金償還対策を発表する際に、公的資金に対する利子負担については触れなかった。金融監督院は 2002 年 7 月 10 日、回収不可能と推算される公的資金 69 兆ウォンを 25 年後に一括で償還（年利 7.5%と仮定）する場合、元利金総額は 212 兆

⁴⁵ 『朝鮮日報』2002年6月28日

⁴⁶ 『毎日経済新聞』2002年6月29日

ウォン達すると分析した。すなわち、回収不可能な公的資金 69 兆ウォン+財政負担 49 兆ウォンに対する利子負担 101 兆ウォン+金融機関負担 20 兆に対する利子負担 42 兆ウォン=212 兆ウォンという計算である。都市銀行はこのような金融監督院のモデルを一部緩和し、回収不能公的資金を 25 年間毎月償還（利子率 7.5%）すると仮定する場合、利子負担はおよそ 64 兆ウォンに達すると分析した。これらによると、回収不可能公的資金 69 兆ウォンに対する利子負担は最小 64 兆ウォン、最高 143 兆ウォンになる⁴⁷。

6. 不良銀行の国有化と再民营化

6.1 不良銀行完全減資措置と国有化

2000 年 12 月 18 日、金融監督委員会は、それまで「減資はない」と繰り返して強調してきた、公的資金が投入されたハンビッ・ソウル・平和・光州・済州・慶南の 6 つの銀行を不良金融機関と指定し、預金保険公社に BIS 自己資本率 10%を達成できる規模の公的資金の投入を要請することにした。金融監督委員会はその前にこれらの 6 つの銀行に対して完全減資を行うことを決めた。金融監督委員会は「平和銀行はカード事業部門の売却（3200 億ウォン）を行っているが、売却代金を考慮しても資本が完全に蚕食したと推定される」としたうえ、「勤労者銀行の平和銀行と増資過程において道民株方式が動員された済州銀行も完全減資することにする」方針を固めた⁴⁸。

政府はハンビッなどの 6 つの銀行に全部で 7 兆 1000 億ウォンの公的資金を 2 回にわたって投入する一方、これらの銀行と出資約定書を締結したあと、人力（人員）・組織の削減などの約定内容の履行を監視する。6 つの銀行のうち平和・光州・慶南銀行をハンビッ銀行中心の金融持株会社に編入し、済州銀行を新韓銀行に編入する一方、ソウル銀行は 2001 年上半期に国外売却を推進することにした⁴⁹。

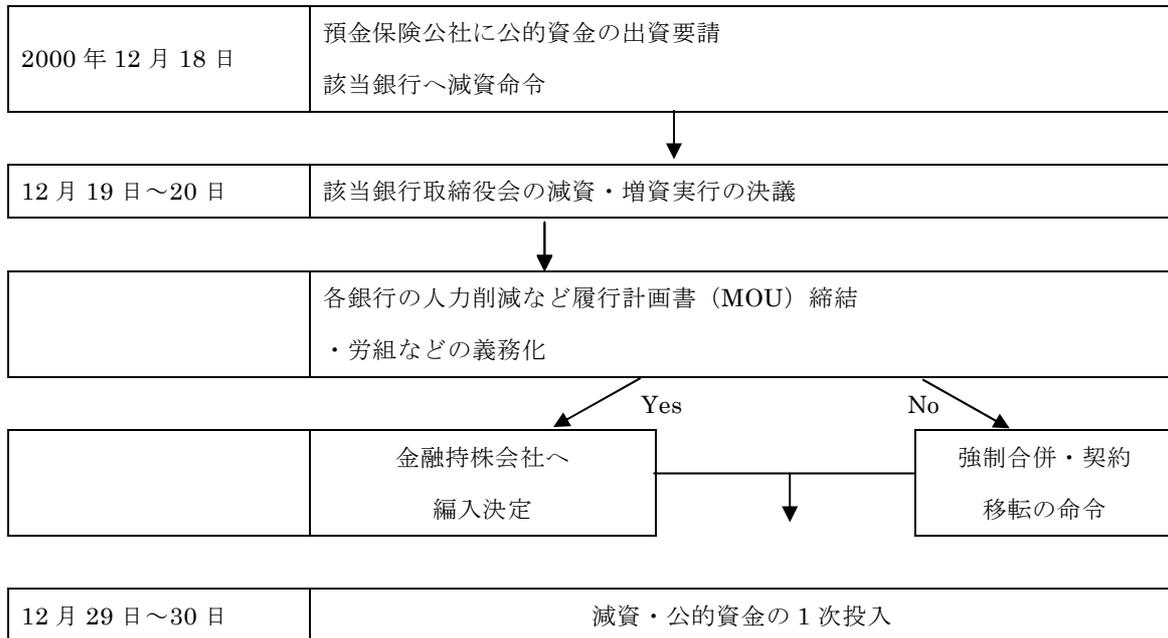
ところで、6 つの銀行の不良債権が急激に増えたのは、2000 年 11 月 3 日の企業退出措置と一層厳しくなった資産実査のためである。というのは、11 月 3 日の企業退出措置とワークアウト企業に対する潜在損失反映基準の変更によって各銀行は莫大な貸倒引当金の負担を負うことになっており、さらに金融監督院が公的資金投入を前提に行った資産実査のために不良が急増したからであった。6 つの銀行が 2000 年 11 月 15 日に金融監督委員会に提出した四半期報告書では純資産がすべて残っているという報告を行なったが、金融監督委員会による実査結果と大きなずれが見られていたのである。

⁴⁷ 『朝鮮日報』2002 年 7 月 11 日

⁴⁸ 完全減資と同時に少数株主には株式買収請求権を与えることが決められたが、同日（2000 年 12 月 18 日）ソウル銀行を除いた 5 つの銀行は取締役会を開き、株式買収請求額を決めた。それを見ると、ハンビッ 340 ウォン、平和 166 ウォン、光州 200 ウォン、慶南 271 ウォン、済州 342 ウォンに各々決定された。

⁴⁹ 『毎日経済新聞』2000 年 12 月 18 日

図表 3-26 公的資金投入 6 つ銀行の処理手続き



出所：『毎日経済新聞』2000年12月19日

まず、それまで投入された公的資金を具体的に見ると、ハンビツ銀行に 3 兆 2642 億ウォン、ソウル銀行に 3 兆 3201 億ウォン、平和銀行に 2200 億ウォンで、合計で 6 兆 8043 億ウォンに達する。これらのすべての政府出資分は完全減資措置によってなくなることになった。ハンビツ銀行の場合には政府出資分の一部は運用資金に使われたものの、大部分は大宇自動車を含む 12 系列会社のために積立てた貸倒引当金であり、それは 1999 年 2 兆 2000 億ウォン、2000 年 800 億で、ウォンあわせて 2 兆 2800 億ウォンに達していた。それに高合 3200 億ウォン・甲乙 1600 億ウォン・三星自動車 1000 億ウォン、またワークアウト企業にも莫大な貸倒引当金を注ぎ込み、政府出資分の相当額が枯渇してしまったのである。ソウル銀行の場合も全く同様であった。1・2 次にわたって投入された公的資金の相当額を不渡りになった大宇グループと東亜建設、宇邦そして進道（売却推進）などの貸倒引当金積立として費やした。それに不良債権を売却する過程において 1 兆ウォン以上の売却損失を記録した。ワークアウト企業のうち 2000 年に不渡りになった東亜建設と大宇自動車、宇邦などの 5 つの企業に支援した新規資金だけで 2 兆 166 億ウォンに達した。結局のところ、回生するかどうかも分別できず、生き残れない企業に莫大な資金を注ぎ込んだことになった。

残りの 3 つの地方銀行に公的資金は投入されなかったものの、それまでこれらの銀行を生かすために銀行の役員・職員だけでなく、地域住民までも巻き込んで、莫大なお金が費やされた。光州銀行の場合には 1999 年に 2 回にわたって有償増資を行った際に地域住民が 1000 億ウォン規模の失権株を買ってくれた。また済州銀行は 1999 年 3 月に道民株公募方式という独特な形の有償増資を行った。その際に道民が有償増資金額 650 億ウォンのうち 420 億ウ

オンを額面価（5000 ウォン）で買った。慶南銀行の場合も同様であった。該当銀行の役員・職員も自社株持ちキャンペーンを展開し、多くの役員・職員が有償増資の際に自社株を購入したのである。

上述した銀行構造調整過程における公的資金の投入などによって、政府が多くの銀行の最大株主となった。2001年11月現在、都市銀行の70%、地方銀行の50%が政府支配下にある。銀行別の政府所有比率は、図表3-27の通りである。

図表3-27 公的資金投入銀行における政府所有比率

銀行	政府所有比率	銀行	政府所有比率
国民	9.6	平和	100.0
朝興	80.0	光州	100.0
ハンビツ	100.0	慶南	100.0
外換	43.2	済州	100.0
ソウル	100.0	第一	49.0

出所：『毎日経済新聞』2001年11月14日

6.2 銀行の所有限度の上方調整と銀行の民営化

政府はすでに2000年9月に「国政2期経済運用の核心課題の月別推進計画」を発表し、9月に銀行の所有制度の改善に対する推進方針を決定し、11月に関連法令を改定する方針を発表した。

これまでの政府による銀行持分所有限度に関連した政策を見ると、83年に銀行の持分所有限度が8%に決定された後、90年代はじめから持分所有限度の変更を推進し、95年に所有限度を8%から4%に引下げた。IMF経済危機後李財政部長官が金融産業の競争力の強化を目的に所有限度の引上げを推進したが、失敗した。

銀行の所有限度の上方調整という方針の根拠として、現行所有限度では責任経営体制を構築することが難しいこと、またこのような状況では銀行のソフトウェアの改革が不可能であるということなどが挙げられている。外部側から健全性を監督する他に、内部の経営監視の勢力が何よりも必要であり、その役割は一定の持分を持っている株主が担うことがもっとも効率的であるということが理由として提示されている。

ところで、政府の銀行所有改編におけるもっとも大きな障害物は企業集団が銀行を所有することになるかもしれないという点である。というのは、一般的に大型株式会社において所有持分が細分すると、わずか5~6%だけでコーポレート・ガバナンスを掌握することができ、自己資本の数十倍、数百倍を超える資産を持つことになる金融の属性上、産業資本の「私金庫」に利用されると経済全体に及ぼす弊害が莫大なものになりかねないからである。

学界、言論界、研究界の専門家は、①責任経営体制の確立と銀行産業の競争力の強化、②政府出資銀行の株式の売却を円滑にするために銀行の所有限度を引き上げる代わりに事後的な監督強化、などを通じて産業資本の金融支配を防止するための補完装置が重要であると指

摘した。

2001年3月7日、財政経済部関係者は、再び「3月末までに内国人の銀行持分所有限度を現行の4%から10%へ増やす銀行法改定案を確定する方針である」と語り、銀行法改定案が上半期に国会を通過すると、下半期から政府が保有する銀行の持分の売却を推進するという方針を決めた⁵⁰。こうして2001年10月31日、財政経済部は、公的資金の回収がほとんど目処が立っていない中、2002年からウリ金融など金融持株会社に対しても所有限度を緩和し、産業資本が持分を10%まで所有でき、4%超過持分に対しては議決権を行使できないようにすることと、金融持株会社と子会社との間で顧客の信用情報を共有できるようにすることなどを骨子とする金融持株会社法改定案を作成し、11月中旬には国会に提出した⁵¹。

名分は産業資本の参加を誘導することであるが、実際には銀行の民営化を通じる公的資金の回収が主な目的であった⁵²。ところが、経済の建直しと企業構造調整を行なうために銀行などへ注ぎ込んだ公的資金を回収するために、産業資本（財閥グループも排除しない）による「銀行の私金庫化の防止」の目的で禁止されていた銀行持分所有制限規定を緩和せざるを得なくなる皮肉な状況が生まれるようになった。というのも、財閥による銀行持分所有の拡大はIMF経済危機の一つの原因として指摘されてきた違法な資金調達への抜け道を再び与えること（財閥の金融支配）をも意味しかねないものであるからである。

このような背景から、2002年2月、産業資本の銀行持分所有拡大（4%→10%）の許容と議決権の制限（4%超過持分）を骨子とする銀行法改定案が国会に提出された。政府と与党民主党は改定案が妥当であるとして意見を共にしているのに対して、野党ハンナラ党は超過持分に対する議決権の制限を縮小することを要求しながら、臨時国会で処理せずに、4月以降に開かれる臨時国会において再度議論する立場を示した⁵³。

一方、財政経済部は2002年5月30日、財閥が銀行持株会社の持分を4%以上取得しようとする、負債比率を200%未満に引き下げなければならないことと、資本金を準備する際には金融機関の貸出金でない自己資金で調達するべきであることを骨子とする「金融持株会社法」施行令改定案を立法予告した⁵⁴。

このように、政府は産業資本による金融資本の支配を排除するという大原則の下で、国有化された不良銀行の民営化を推進するという方針を固めた。そうした中で、まず、政府主導の下で、大半の不良銀行を一つにまとめて、ウリ金融持株会社を設立した。2001年3月23日、金融監督委員会は定例会議を開き、政府主導の金融持株会社の「ウリ金融持株株式会社」の設立を認可した。ウリ金融持株社はハンビツ・平和・光州・慶南銀行とハナロ総金などの5社を子会社に置き、ハンビツ銀行子会社のハンビツ証券などの8社と平和銀行子会社のネ

⁵⁰ 『毎日経済新聞』2001年3月8日

⁵¹ 『毎日経済新聞』2001年11月1日

⁵² 『毎日経済新聞』2001年10月6日

⁵³ 『毎日経済新聞』2002年2月19日

⁵⁴ 『朝鮮日報』2002年5月31日

クスビテックなど全部で9孫会社を支配する。ウリ金融持株会社は子会社・孫会社を含めて、①資産102兆8919億ウォン、②資本金3兆6373億ウォン、③役員・職員1万8933名を保有し、資産基準で世界で100位以内に入る金融グループになった⁵⁵。

さらに、ソウル銀行がハナ銀行と合併することになり（2002年9月27日）、大韓生命が韓化グループに売却され、朝興銀行が新韓金融持株会社に売却された。国民銀行に対しては残りの政府持分をすべて売却することにし、外換銀行がローンスターに売却される（2003年11月）ことになった。

1997年11月から2003年1月末までの間に行われた金融構造調整の推進状況は、以下の通りである。

図表3-28 金融構造調整の推進状況（1997年11月～2003年1月末）

（単位：社）

金融圏別	1997年末の総機関数(A)	構造調整状況					新設など	2003年1月末現在
		認可取消	合併	解散・営業停止など	計(B)	割合(B/A)		
銀行	33	5	10	-	15	45.5	1	19
ノンバンク	2068	123	151	370	644	31.1	64	1488
総金	30	18	6	4	28	93.3	1	3
証券	36	5	3	2	10	27.8	18	44
保険	50	8	6	2	16	32.0	12	46
投信	30	6	1	-	7	23.3	8	31
相互貯蓄銀行	231	75	27	26	128	55.4	12	115
信用協同組合	1666	2	106	336	444	26.7	9	1231
リース	25	9	2	-	11	44.0	4	18
計	2110	128	161	370	659	31.4	65	1507

出所：金キョンウォン『為替危機5年、韓国経済はどのように変わったか』三星経済研究所、2003年7月、252頁

上記の図表3-28に見られるような金融機関の整理過程において職員と店舗の数が大幅に減少することになった。銀行の場合には1997年末職員が11万3000名であったが、2002年末には6万6000名へと、41.3%が減った。保険会社の場合にも1997年末には8万3000名であったが、2002年末には4万7000名へと、43.2%が減少した。

第3節 機関投資家としての金融機関

1. 機関投資家による株式保有割合の推移

上述した通り、外国人の株式保有の割合が持続的に拡大していたのとは対照的に、機関投資家による株式保有割合が減少している。1996年に30.7%を占めていたが、2002年末には15.9%まで減少した。機関投資家の中では、銀行（10.6%→5.5%）、保険（7.0%→2.3%）、

⁵⁵ 『毎日経済新聞』2001年3月24日、『毎日経済新聞』2002年4月30日

年金（4.9%→0.7%）の順である。その具体的推移を時価総額基準で見ると、以下の通りである。

図表 3-29 投資主体別株式保有割合の推移

(単位：%)

区分	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
機関投資家	30.7	26.2	13.7	16.9	13.4	15.8	15.9
外国人	13.0	13.7	18.0	21.7	30.2	36.6	36.0
社人	30.8	29.6	28.9	25.9	20.0	22.3	22.3
企業と政府	25.5	30.5	39.4	35.5	36.4	25.3	25.8

出所：証券取引所「機関投資家の株式投資現況および売買形態の分析」2003年7月

以下の図表 3-30 にて、投資主体別株式保有割合を主要な諸国と比較してみると、韓国における機関投資家の割合は著しく低く、外国人の比重が高いイギリスやフランスに比べても、非常に低いことが分かる。

図表 3-30 各国における投資主体別株式保有割合

(単位：%)

区分	機関投資家	外国人	社人	他法人や政府保有
アメリカ (2002 年末)	50.9	11.2	40.2	1.9
日本 (2002 年末)	40.1	18.3	19.7	21.8
イギリス (2001 年末)	40.0	35.0	14.0	2.0
ドイツ (2000 年末)	37.0	14.0	17.0	32.0
フランス (2000 年末)	31.0	30.0	7.0	32.0
韓国 (2002 年末)	15.9	36.0	22.3	25.8

出所：証券取引所「機関投資家の株式投資現況および売買形態の分析」2003年7月

2. 機関投資家保有株式の売買回転率

次に、保有株式の売買回転率を見てみたい。売買回転率とは、取引代金（「買収代金＋売渡代金」／2）／平均保有時価総額（「前年度末保有時価総額＋年末保有時価総額」／2）× 100（%）である。下の図表 3-31 で見るように、1998 年以降、社人、機関投資家、外国人の売買回転率は共に上昇を示しているが、2002 年に機関投資家の売買回転率を上回った。

図表 3-31 投資主体別売買回転率

(単位：%)

区分	1998	1999	2000	2001	2002
機関投資家	133.68	339.70	235.69	211.80	498.06
外国人	84.31	86.09	84.68	68.69	183.05
社人	496.31	985.41	682.61	761.91	1844.95
市場平均	217.17	349.73	233.14	220.66	248.86

出所：証券取引所「機関投資家の株式投資現況および売買形態の分析」2003年7月

機関投資家の中では、証券（2688.79%）の回転率が最も高く、年金（790.02%）と投信（775.95%）も機関投資家全体の平均より高い回転率を示した。

このように、韓国における機関投資家は、短期的売買傾向が高く、長期投資者としての役割を十分に果たしていない。

さらに、韓国における時価総額基準 30 大企業における機関投資家の所有比率は 1998 年末には 20.15%であったが、2002 年末には 19.85%に減少していた。それに対して、外国人の持分は 1998 年末の 17.20%から 2002 年末には 28.30%に上昇していた。

3. 大株主としての機関投資家

2003 年、信託財産の一定規模以上を保有している法人に対しては、株主総会における議決権行使の公示が義務化された。それによって議決権公示の件数は、2002 年の 410 件から 2003 年度には 1335 件へと増加した。

ところで、株主総会における案件全体についての議決権の行使は、賛成が 95.5%、反対は 0.9%、中立 1.0%、不行使が 2.3%で、圧倒的な大部分が賛成意見を示していた。

2003 年における議決権の行使を案件別に見ると、以下の図表 3-32 の通りである。

図表 3-32 機関投資家による案件別議決権行使の状況

(単位：件、%)

区分	賛成	反対	中立	一部賛成	不行使	計	比率	賛成比率
財務諸表の承認	1,149	11	10	3	25	1,198	20.90	95.91
定款変更	545	4	6	1	19	575	10.03	94.78
取締役の選任	1,173	8	7	2	25	1,215	21.19	96.54
監査の選任	889	4	9	3	19	924	16.12	96.21
取締役の報酬限度承認	1,046	5	20	3	23	1,097	19.13	95.35
監査の報酬限度承認	354	1	2	0	13	370	6.45	95.68
ストックオプション関連	259	0	4	3	4	270	4.71	95.93
企業構造調整関連	18	20	0	1	4	43	0.75	41.86
その他	39	0	0	0	2	41	0.72	95.12
計	5,472	53	58	16	137	5,733	100.0	95.45
比率	95.45	0.92	1.01	0.28	2.34	100.0	/	/

出所：証券取引所「機関投資家の株式投資現況および売買形態の分析」2003 年 7 月

上記の表に見られるように、機関投資家の議決権の公示は増加していったが、事実上株主総会の案件に対して、賛成行使が大部分で、経営権の監視機能が不十分であるといえる。

このように、韓国における銀行、保険、年金基金のような機関投資家は、日本のような安定株主としても、企業経営に対する監視者としても、十分な役割を果たしていない。

第 4 節 金融改革の派生問題点

1. 家計貸出の急増

銀行による貸出における家計部門が占める割合が 1998 年以降急激に増加したのに対して、

企業向けの貸出の割合は 1998 年以降継続的に減少し、2002 年 8 月 25 日現在では会計部門の比重がおよそ 60%近くなり、逆転現象が生じた⁵⁶。その動向を見ると、図表 3-33 の通りである。

図表 3-33 銀行の部門別貸出割合の推移

(単位：%、名)

		1998 年	1999 年	2000 年	2001 年 ¹	2002.8 ²
銀行の部門別貸出 割合 (%)	企業	61.6	58.8	54.9	49.2	・
	家計	27.7	31.5	34.9	43.9	57.4
	その他	10.6	9.6	10.4	6.9	・
信用不良者 (名)		193 万	199.6 万	208.4 万	245 万	230.9 万

出所：1. 全国経済人連合会（林ドンチュン）「家計負債急増の原因とその課題」2002 年 2 月 1 日、2. 韓国銀行「金融圏の社人貸出の現況」2002 年 9 月

それに伴い、家計部門から発生する不良債権の問題が深刻な問題として浮上することになった。1997 年末経済危機からの家計貸出の推移を見ると、図表 3-34 の通りである。

図表 3-34 家計貸出の推移

(単位：兆ウォン)

	97 年末	98 年末	99 年末	00 年末	01 年末	02 年 9 月末	02 年 12 月末	03 年 6 月末
総家計貸出	211.2	183.6	214.0	266.9	341.7	424.3	439.1	439.1
そのうち銀行	83.8	72.2	91.6	114.5	160.5	211.6	222.0	236.7

出所：金融監督委員会「家計貸出および信用不良者に対する対策」2003 年 1 月

時期によって発表数値が少しづれているが、2002 年 3 月 23 日に『毎日経済新聞』により報道されたデータによれば、2001 年の 1 年間に増加した家計負債額が 74 兆 7743 億ウォンに達した。これに従って、1 世帯当りの家計負債額は 2330 万ウォンで、2000 年末に比べて 480 万ウォン (25.9%) も増加した。1 世帯当りの負債額の推移を見ると、98 年に 1320 万ウォンであったのが、99 年 1500 万ウォン、2000 年 1850 万ウォン、2001 年 2330 万ウォンという急激なカーブを描いている。金融研究院は低金利による家計貸出増加額のうちかなりの部分が不動産市場に流れ込み、家賃や売買価格を引き上げ、不動産価格の上昇が再び家計貸出をもたらす悪循環を懸念した。また、家計に対する銀行貸出のかなりの部分が変動金利型である住宅担保貸出であるため、金利が上昇する場合に利子負担が増えると予想した。さらに、専門家は貸出資金で投資した株式、不動産などの資産価格さえ下落すれば、個人破産が続出する可能性も排除できないとした⁵⁷。

韓国銀行によれば、2002 年 8 月 25 日現在、金融機関からの社人貸出残高はおよそ 380 兆

⁵⁶ 銀行の家計貸出が急増し、中小企業向けの貸出の増加率を大きく上回っていることに危機を抱いた韓国銀行は、銀行の家計貸出を抑制し、中小企業に対する資金供給を一層拡大させるために、2002 年 5 月から家計貸出を拡大する銀行に対して貸出限度を少なく配分することにした。すなわち、金融機関別貸出限度の配分の際に家計貸出の反映比率を 60%から 80%に上向き調整した（韓国銀行「報道資料 預金銀行の家計貸出抑制方案」2002 年 4 月 9 日）。その他に、2002 年 2 月には家計貸出およびクレジットカード債権の貸倒引当金の積立率を引き上げた。

⁵⁷ 『毎日経済新聞』2002 年 3 月 23 日

8000 億ウォンで、貸出全体（623 兆 9000 億ウォン）のおよそ 60%を示している⁵⁸。企業部門との逆転現象が発生していることはすでに指摘した通りである。結果として、国内銀行の収支は大きく改善されることになり、2001 年度からは当期純利益を計上することになった。国内銀行の当期純利益の推移は、図表 3-35 の通りである。2001 年度と 2002 年度においては、ハイニクスや不良企業の貸出、家計貸出および信用カード債権に対する貸倒引当金の積立の強化などがあつたにもかかわらず、大きな増加が見られた。ちなみに、2002 年度における、財務健全性の強化のための貸倒引当金の積立額は 1 兆 4900 億ウォンで、ハイニクスなどに対する貸倒引当金の追加積立金は 3 兆 3100 億ウォンであつた。そのため、2002 年度における国内銀行の貸倒引当金積立前利益は 10 兆 6796 億ウォンになる⁵⁹。

図表 3-35 国内銀行の当期純利益の推移

(単位：億ウォン)

年度	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	(2002 年 4/4 四半期)
当期純利益		△54,845	△41,959	52,792	58,796	4,849 (暫定)

出所：金融監督委員「2002 年度銀行の営業実績（暫定）」2003 年 1 月 22 日

一方、韓国銀行の調査によれば、20 歳以上の成人人口の 30.6%であるおよそ 1000 万 명이金融機関から貸出を受けており、借入者一人あたり平均借入金額はおよそ 3800 万ウォンに達しており、借入世帯あたりの平均借入金額はおよそ 5000 万ウォンと推算された。貸出金額別の借入者の数の状況を見ると、以下の通りである。

図表 3-36 貸出金額別借入者の状況 (2002 年 8 月 25 日現在)

	借入者の数	貸出金額	平均貸出金額
1000 万ウォン未満	178 万 9000 名 (17.9)	6 兆ウォン	335 万 4000 ウォン
1000 万～2000 万ウォン	312 万名 (31.2)	39 兆 5000 億ウォン	1266 万ウォン
2000 万～3000 万ウォン	151 万 1000 名 (15.1)	34 兆 8000 億ウォン	2303 万 1000 ウォン
3000 万～5000 万ウォン	153 万 7000 名 (15.3)	57 兆 1000 億ウォン	3715 万ウォン
5000 万～1 億ウォン	130 万 3000 名 (13.0)	87 兆 4000 億ウォン	6707 万 6000 ウォン
1 億ウォン以上	74 万 8000 名 (7.5)	156 兆ウォン	2 億 855 万 7000 ウォン
計	1000 万 9000 名 (100.0)	380 兆 8000 億ウォン	3804 万 6000 ウォン

出所：韓国銀行「金融圏の社人貸出の現況」2002 年 9 月

2002 年 9 月 12 日、韓国銀行は「9 月中通貨政策の方向」という資料の中で、「銀行連合会に集められた各金融機関の金融貸出現資料を世帯別に合算してみた結果、全世界帯の 51%の 750 万世帯が平均 5000 万ウォンを借り入れている」と発表した。2001 年都市勤労者世帯 (3.5 人家族基準) の年平均可処分所得が 2700 万ウォンであるので、その 1.8 倍に達する金融負債を抱えていることになる。これは借入金の平均利子率を年 10%とすると、借入世帯あたり平

⁵⁸ 金融監督院によって 2003 年 1 月 7 日に出された「家計貸出および信用不良者に対する対策」によれば、「2002 年 9 月現在総家計貸出は 424 兆 3000 億ウォンで、去る 5 年間年平均 15.8%も増加しており、2001 年度末対比では 24.2%も増加した」と報告された (図表 3-34 を参照)。韓国銀行の推計よりおよそ 40 兆ウォンも大きいものである。

⁵⁹ 金融監督委員「2002 年度銀行圏の営業実績（暫定）」2003 年 1 月 22 日

均的に所得のおよそ 18.5%を利子として支出していることを意味する⁶⁰。

そのような変化の背景には、預金金利と貸出金利が両方とも、持続的に下落していたことがあった。上述したように、金融市場の再編の過程で、大半の市中資金が優良銀行に集中することになり、預金金利の引下げをもたらした。一方、預金金利が下がったにもかかわらず貸出金利が高い水準のままであることに対する厳しい批判の下で、やがて貸出金利を引き下げざるを得なかったのである。1997 年経済危機以降の銀行の貸出・預金金利の推移を見ると、以下の通りである。

図表 3-37 銀行の加重平均預金および貸出金利の推移

(単位：%)

	1997.12	1998.6	1998.12	1999.12	2000.4	2000.12	2001.6	2001.12	2002.1	2002.5
預金金利	10.16	12.43	7.23	6.22	6.19	5.95	5.06	3.98	4.04	4.05
貸出金利	14.56	16.53	11.40	8.69	8.80	8.41	7.89	6.91	6.90	6.80

出所：韓国銀行「銀行貸出・預金金利の変動動態」2000年7月3日、同「最近金融機関の貸出・預金金利の動向の特徴と示唆点」2002年7月23日

上記の図表に見られるように、1997 年経済危機以降韓国における銀行の預金金利と貸出金利は大きく下がった。このような低金利は、まず金融市場の資金フローを大きく変えた。低金利が長期間持続し、より高い収益を求めて市中資金は不動産への投資に移った。また、低金利は消費に対する機会費用を引下げ、貯蓄より消費を促進させる結果となった。

家計貸出の用途先を見ると、およそ 50%が住宅購入用に使われており、貸出の増加が不動産需要の拡大要因として作用している。

図表 3-38 家計貸出の用途

用途	住宅購入	事業資金	負債返済	教育費／消費	財テク	その他
構成比 (%)	48.2	19.2	5.3	17.5	3.1	6.6

出所：金融監督院「家計貸出の動向と対策」2002年10月

1997 年経済危機以降のわずか数年間でソウルのマンション価格が地域によっては数倍以上跳ね上がっている。そのため、株式投資や貯蓄より最も大きく確実な財産増殖の手段として不動産投機が広範囲にわたって行われることになった。ソウル市内においては一戸建てがほとんどなくなるほど開発が進んでいるが、住宅は供給超過状態に達しているという分析も出ている中、専門家の間では不動産バブルが弾ける危険性もささやかれている。不動産バブルの崩壊の場合には数百兆ウォンに達している家計貸出が返済できない状態になりかねず、第 2 の IMF 危機の危険性もあるという分析の根拠ともなっている。ところで、1997 年 IMF 危機が企業や金融部門からもたらされたもので、国家の強力な介入（主に公的資金の投入）や消費（家計）部門の活性化によって克服できたとしても、危惧される第 2 の危機は経済の

⁶⁰ 『朝鮮日報』2002年9月13日

最も基本となる家計部門の崩壊からくるものであるため、克服のために国家が介入できる余地が極めて少ない点に、より深刻な問題が存在している。

政府と銀行は、家計貸出の増勢が継続されると、第2の経済危機を招きかねないとして、強度の対策を打ち出した。2002年初から家計貸出の急激な増加によって金融機関の健全性が低下しないようにするための対策を推進してきている。それは以下の4点にまとめられる。第1に、家計貸出の貸倒引当金の積立比率を上向き調整した(2002年2月10日)。銀行の正常債権を0.5%から0.75%へ、要管理債権は2%から8%に積立比率を引き上げた。第2に、住宅担保認定比率を住宅価格の70~80%から60%に下向き調整した(2002年10月)。第3に、住宅担保貸出においても信用貸出と同様に借主の償還能力を考慮した個人信用評価を義務化し、BIS基金過重値をそれまでの50%から60~70%に上向き調整した(2002年10月)。第4に、家計貸出を拡大する銀行に対しては韓国銀行の貸出限度の配分を縮小した(2002年2月)⁶¹。

2003年12月4日、韓国銀行は「2003年9月末現在、家計信用残高は439兆9481億ウォンで、6月末に比べて8613億ウォン増加し、史上最大値を記録し」、また「1世帯当たり負債も2921万ウォンで、6月末(2915万ウォン)より6万ウォン増えた」と発表した⁶²。前述の2001年の2330万ウォンをはるかに超えるもので、1999年の1500万ウォンのほぼ2倍になるものであった。それと同時に個人信用不良者の数も持続的に増加した。その推移は以下の表の通りである。

図表3-39 個人信用不良者数の推移

(単位：万名)

2001年	2002年3月	02年6月	02年9月	02年12月	03年3月	03年6月
245.0	245.5	226.0	245.5	263.6	295.7	322.5

出所：韓国銀行「2003年2四半期中の家計信用の動向」2003年9月

さらに、2004年1月14日、韓国銀行は「住宅担保貸出の満期到来規模は2004年には41兆ウォン、2005年には48兆ウォンに達する」ことを明らかにした。これと関連して、都市銀行は満期到来する短期家計貸出を長期貸出に誘導するか、貸出の際における担保認定比率(LTV)をそのまま適用するなどの対策に腐心している。

⁶¹ 金融監督委員会「家計貸出および信用不良者に対する対策」2003年1月7日

⁶² 『朝鮮日報』2003年12月5日

図表 3-40 銀行別住宅担保貸出の満期延長対策

銀行	対策
国民	LTV50%以上であるか、信用度の問題のある顧客を 20 年以上の長期貸出に転換誘導
ウリ	下位格付けの顧客を対象に元金の最高 20%まで償還
ハナ	現行の LTV を超過する際に 0.2~0.4%の加算金利を付加
新韓	負債が所得の 2.5 倍を超える際に、最高 0.3%の加算金利または元金 10%を償還
朝興	1 回に限って貸出当時の LTV を認定 (2 回目からは LTV60%を適用)
外換	貸出当時の LTV を認定
韓美	貸出当時の LTV を認定
第一	貸出当時の LTV を認定

出所：『毎日経済新聞』2004年1月15日

2. 信用カードの大乱

2.1 景気持上げ政策としての信用カード

1997 年末 IMF 危機以降における家計負債の急増については、先に詳しく検討した通りであるが、それに伴って早いうちからカード大乱が警告されてきた。

そのようなカード大乱の始発点は 1999 年 5 月に遡る。経済危機以降回復されていた国内景気に再び赤ランプが点滅していた時点であった。当時姜ボンギョン財政経済部長官と李憲在金融監督委員長は、「輸出の主力市場であるアメリカにおいて IT のバブルが弾けている」とし、「内需を生かせないと景気を支えることはできない」ということで意見を共にした。その時に出された秘策が不動産投資の増進と信用カードの活性化政策であった。

その時からカード市場は急速に成長した。小売業者対象金融に対する需要の増加、政府の直接・間接的な支援政策、カード会社の熾烈な売上競争などがよくもかみ合っていた。政府の支援政策は画期的な水準であった。1999 年 5 月に現金サービス限度を廃止し、1999 年 9 月には信用カード使用額に対して所得控除の恵沢も与えた。さらに 2000 年 1 月にはカード領収証宝くじ制まで導入され、無限競争に突入した。安い金利のお金を借りて、高い手数料をもらうという仕組みになっているため、景気が良く金融市場全体の延滞率が低い状況であれば、売上拡大=収益増加という等式が成り立つことになる。これによって、カード会社は早いスピードで過熱競争体制に突入した。会員確保のためにカード会社は、年会費の免除、無利子割賦の拡大などの恵沢を与えはじめると同時に、道端でのカード販売、未成年者などの無資格者に対するカードの発給が行われることになった。

このようなカード会社間の過熱競争で、1999 年には 100 兆ウォンにも及ばなかったカード利用実績は 2000 年には 237 兆 3000 億ウォン、2001 年には 480 兆 7000 億ウォンに、1999 年末に 7563 名であったカード会社の営業員の数は 2001 年末には 3 万 2127 名に増加した。特に現金貸出は 1999 年 56 兆 1000 億ウォン、2000 年 66 兆 4000 億ウォン、2001 年 305 兆ウォンと増加した。同時にカード会社の 2001 年当期純利益は 2 兆 4871 億ウォンに達した。

2001 年に入ってから金融当局だけでなく、カード会社の内部からも問題提起が聞こえる

ようになった。しかし、1999年から続いた「カード活性化→消費の活発化→景気の持上げ」という政策が2000年の国会議員選挙および2002年の大統領選挙などの政治的な変数と深く絡み合っ、歯止めが利かず、加速化していった。

図表3-41 信用決済額における現金サービスの割合（2001年末現在規準）

カナダ	オーストラリア	ニュージーランド	アメリカ	日本	韓国
11.0%	13.3%	19.4%	24.1%	26.1%	63.4%

出所：『毎日経済新聞』2003年8月6日

上記の表で見るように、他の国に比べて韓国においては現金サービスの割合が極めて高いという特徴を示していた。実際に信用カードの本来の機能である決済サービスの延滞率は、2002年6月には3.1%、2002年12月には4.2%、そしてカード会社の不良問題が表面化する2003年3月においても7.8%にとどまってお、高いが致命的な水準ではなかった。これに対して、現金サービスなどの延滞率は2002年6月には4.2%、2002年12月には7.9%、そして2003年3月には14.3%に拡大した。こうして、カード大乱は2003年3月に現実化した⁶³。

ところで、2002年末におけるカード会社全体における負債の状況は、以下の図表3-42の通りである。

図表3-42 カード会社全体における負債の状況（2002年末現在）

（単位：ウォン）

社債	CP	ABS	その他の借入	合計
29兆9000億	20兆4000億	28兆1000億	11兆	89兆4000億

出所：『毎日経済新聞』2003年3月18日

さらに、カード会社全体の負債の満期構造は、以下の図表3-43の通りとなっている。

図表3-43 カード会社全体における負債の満期構造（2003年初）

（単位：兆ウォン、%）

	2003年	2004年	2005年	2006年以降	合計	比重
カード債	8.5	10.2	6.9	2.5	28.2	32.2
ABS（国内）	4.2	11.3	4.4	1.5	21.4	24.4
ABS（海外）	3.1	3.0	3.0	3.0	12.1	13.8
CP	21.9				21.9	25.0
銀行借入	4.0				4.0	4.6
合計	41.7	24.6	14.4	7.0	87.6	100.0

出所：参与連帯「政府のカード会社対策に関連した参与連帯の意見」2003年5月12日

2.2 信用カードの大乱

信用カード会社の延滞額の推移を見ると、2002年3月末には3兆ウォンであったのが、同

⁶³ 『毎日経済新聞』2003年8月4日

年6月末には4兆、同年9月末には5兆5000億、同年12月末には6兆5000億、2003年1月末には8兆ウォンまで跳ね上がった。当然延滞率も上がったのであるが、その推移を見ると、2001年12月末には3.8%、2002年6月末には5.3%であったのが、同年9月末には7.2%、同年12月末には8.4%、2003年1月末には10.2%、2003年2月末には11.9%になった。さらに、信用不良者の数の推移をみると、2001年12月には144万名であったのが、2002年12月に263万名、2003年1月には274万名と持続的な増加を見せた。このような増加傾向は後述するように2003年にも絶えなく続いた⁶⁴。このような延滞者の急増のために、カード会社の収支も赤字に変わることになった。2002年上半期に1兆1082億ウォンの黒字を出したカード会社は2002年下半期には1兆3698億ウォンの損失を記録し、2003年1月だけで4128億ウォンの損失を被った。

このような爆発の引き金となったのは、後述するSKグループの危機であった。SKショックで債券市場が梗塞し、カード会社が資金調達のために発行するカード債（クレジットカード会社発行の社債）の流通が行き詰ることになった。すなわち、SKショックは債券価格の暴落を誘発し、債権型ファンド投資者の資金引出を招き、投信社が引出に対応する資金を用意するために保有債権を投売りし始めた。カード債を10兆ウォンも抱えている投信社は特に信用危険度が大きいカード債を市場に出し始めた。これによって、カード債の流通と新規発行が全面中断される事態が発生した。2003年3月現在、債券市場で流通されるカード債はおおよそ29兆ウォンに達する。満期が到来するカード債を償還するためには新たにカード債を発行しなければならないが、信用危険度が高いカード債を買収する機関がなくなり、カード会社が資金難（流動性危機）に陥ることになった。

緊迫した状況の中で、2003年3月17日、政府は第1次カード会社総合対策案を発表したが、その具体的内容は、以下の通りである。

図表3-44 第1次信用カード会社対策案

現金サービス手数料率の引上げ（平均20%⇒23～25%）
決済期間の短縮（平均40日⇒25～30日）
延滞会員に1ヶ月間連絡取れない場合は、直系家族に債務内容を通報
所得があり、延滞金額の10～20%を返済すれば、最長5年間返済のための貸出を許容
4社以上の複数カード所有者の利用限度を段階的に削減
年会費免除対象を大幅に削減
上半期に8社について1000億～5000億ウォンずつ、総額2兆ウォンを増資
現金貸出などの業務比率50%未満とする制限時期を1年延期
カード会社に対する主力銀行の流動性支援

出所：『毎日経済新聞』2003年3月18日

2003年4月3日、政府はクレジットカード会社に対して大規模な追加増資をさせると同時に、銀行が投信に流動性支援を行うという内容を骨子とする第2次金融市場安定対策を発表した。

⁶⁴ 『朝鮮日報』2003年3月17日

その主要内容は図表 3-45 の通りである。

図表 3-45 政府の第 2 次カード会社対策の主要内容

・カード会社 8 社について総額 4 兆 5500 億ウォンの資本拡充
・金融・年金基金保有カード債・CP 12 兆 5000 億ウォンの満期延長（投信社は保有カード債のうち 50% を売り返し、50%満期延長）
・銀行・証券・保険、5 兆ウォンを投入し、投信保有カード債を買収
・カード会社の費用節減・手数料の引上げ、2003 年 2 兆ウォンの収支の改善

出所：『毎日経済新聞』2003 年 4 月 4 日

この対策案の成否は、まずカード会社の大株主が計画通りに増資を行うことができるかどうかにかかっている。もし 4 兆ウォンの資本拡充が順調に行われると、9 社の資本規模が 6 兆ウォンから 10 兆ウォンに増加するため、カード会社危機は解消される可能性が高くなるという見方もある。ところが、増資計画の実現性にも大きな問題が残っており、計画通りに 4 兆 6000 億ウォン規模の増資が行われても、2 ヶ月内にその効力はなくなるだろうという厳しい見方も出ている。クレジットカード会社の現況と増資計画は、以下の通りである。

図表 3-46 クレジットカード会社の現況と増資計画

(単位：ウォン、%)

カード会社	自己資本	当期純益	大株主：所有比率	総資本拡充	細部区分
国民	9182 億	△2609 億	国民銀行 74.2	1 兆 5000 億	未定(政府:増資 1 兆、後順位債 5000 億)
LG	1 兆 7747 億	3504 億	LG 証券等 38.1 ワバグピカス 18.9 チェリストン In 9.0	1 兆	5 月中増資 2000 億、後順位転換社債 3000 億、下半期に増資+後順位債 5000 億
三星	1 兆 7938 億	5536 億	三星電子 56.5 三星電気 22.3	1 兆	上半期増資 3000 億、後順位債 2000 億、下半期増資+後順位債 5000 億
外換	5757 億	△524 億	外換銀行 45.0 オリンパス K30.2	2400 億	1200 億増資確定、残りは未定
現代	1918 億	△1451 億	現代 K47.0 現代車 20.0	4600 億	1800 億増資すでに実施、上半期 1800 億追加実施、下半期増資または後順位債 1000 億
ロッテ	889 億	△845 億	ロッテ K45.0 ロッテ S26.8	2000 億	9 月中に増資 2000 億
ウリ	3330 億	△6485 億	ウリ金持 100.0	4000 億	2000 億増資すでに実施、3 期に 2000 億後順位債
新韓	2475 億	5 億	新韓金持 100.0	2000 億	上・下半期 後順位債 1000 億ずつ
BC	1509 億	253 億	ウリ銀行 27.65 朝興銀行 14.8 第一銀行 14.8		

出所：『毎日経済新聞』2003 年 4 月 3 日

また、第 2 次対策案は、投信の流動性に重点を置いたもので、金融界の協調が何よりも必要とされている。さらに、今後のカード会社が流動性の確保のために発行するカード債に対しては焦点を置いていない。

このような政府の対策にもかかわらず、クレジットカード会社の資金難はますます悪化していっ

た。というのも、カード会社が資金難に陥ったのは主要資金調達源であるカード債と企業手形の新規発行が行われなくなったからである。2003年4月初にカード債の満期延長、銀行によるカード債の買収（5兆ウォン）などの支援で危機は凌いだのであるが、毎月2～3兆ウォンに達する資金需要はとてつまずかず、再び資金難に追い込まれるようになった。ちなみに、2003年7月から9月までの間にクレジットカード会社が返済しなければならない負債規模は、LGカード6兆7000億ウォン、三星カード6兆510億ウォン、国民カード3兆ウォン、外換カード1兆1180億ウォン、その他3兆470億ウォンである⁶⁵。

2003年4月3日の第2次対策以降、政府は後続措置が取れず、クレジットカード会社の自力救済が要求された。それまで売上のために行われた各種キャンペーンを大幅に減らすなどの措置が取られた。多くのカード会社は現金サービス中断または一部中止で、信用度が悪い顧客に対して現金サービスを中断するなどしていた⁶⁶。さらに現金サービスの限度の縮小に乗り出した。このようなカード限度の縮小に伴って、信用不良者数も急増した⁶⁷。その推移を見ると、2003年11月末現在の信用不良者の数は1年前の2002年末に比べて100万名も増加した。

図表3-47 信用不良者数の推移

(単位：ウォン)

区分	2002年末	2003年3月	2003年6月	2003年9月	2003年11月末
現金サービス利用限度	101兆	77兆	63兆	58兆9000億	・
信用不良者の数	263万名	295万名	322万名	350万名	365万名

出所：『朝鮮日報』2003年12月4日

これらの方策は莫大な額の満期到来負債を抱えているカード会社にとっては根本的な解決方法とはならなかったのである。結局のところ、クレジットカード会社の中で、第1のカード会社であったLGカードだけが深刻な流動性危機にさらされ、破綻に陥ることになった。これについては、第2部第5章第4節の「LGカードの破綻」で上述した通りである。さらに、LGカード社のように破綻までは至らなかったものの、大半のクレジットカード会社は深刻な流動性危機に直面した。以下では他のカード会社がどのような打開策を取ったのかを考察する。

2.3 打開策としての銀行との合併

2003年5月30日、国民銀行は経営難に陥っている子会社国民カード（国民銀行の所有比率74.2%）を吸収合併することに決定した。合併比率は国民カード1株当り国民銀行の普通株0.442983株で、国民カードは9月30日付で解散された。国民銀行側は「国民カードの下半期カード債満期償還額が5兆4000億ウォンに達し、流動性危機が再発すれば、国民カー

⁶⁵ 『朝鮮日報』2003年5月13日

⁶⁶ 『毎日経済新聞』2003年11月24日

⁶⁷ 『朝鮮日報』2003年12月4日

ドだけの信用では收拾できない」ためであると、合併の背景を説明した⁶⁸。このような合併決定は、増資ではなく合併により国民銀行 BC カード事業部として長期的な収益上昇効果が期待できるし、増資に伴う負担を省くことができるという判断に基づいたものであった。

2003年11月28日、流動性不足で一時期現金サービスの部分中断事態まで行き、資本拡充を模索中であった外換カードも外換銀行に吸収合併されることが決定された。外換銀行の大株主であるローン・スターとオリンパスキャピタルは取締役会で外換銀行側にオリンパスの持分とオリンパスの友好持分を1株当たり5000～5100ウォンですべて譲渡することを決議した。ちなみに、2003年11月20日現在、外換カードの持分構造を見ると、外換銀行43.93%、オリンパスキャピタル24.7%である。合併比率は外換カード1株に対して外換銀行株式0.533689株を支給する条件である⁶⁹。一方、外換カードの労働組合は合併に反対し、2004年1月13日に全面ストライキに突入し、会社側は労組を相手に裁判所に争議行為禁止仮処分申請を提起し、合併をめぐる労使間の対立が先鋭化していった。

2003年12月12日、増資か合併かで苦心してきたウリ金融持株会社も、取締役会を開き、ウリカードをウリ銀行に合併することを決議した⁷⁰。

これらのカード会社はいずれもカード会社の経営不振に対する親会社の責任論と、労組側からの反対にぶつかっている。

一方、後発の信用カード会社は、先発社ほど深刻な状況ではなく、増資を通じて独自の道を模索することになっている。現代カードは現代キャピタルと合併しない方針を明らかにし、親会社の現代自動車が増資に積極的に参加することによって再生を図ることにした。また新韓カードも新韓銀行と合併せずに増資を決定している。ロッテカードも同様の方針を固めている。

2.4 三星カードと三星キャピタルの合併

2003年12月24日、三星電気は、早期正常化のために三星カードが三星キャピタルを吸収合併することを公示した。2003年12月29日三星カードが作成した合併関連資料によれば、11月末現在の三星カードと三星キャピタルの不良資産規模は各々5兆6000億ウォンと2兆3000億ウォンで、合計7兆9000億ウォンである。これは2社の全営業資産23兆1000億ウォンの34.2%に達する規模である。合併後三星カードには2004年中に、借入金8兆8000億ウォン、ABS3兆5000億など総額12兆3000億ウォンの負債が満期到来するとされた。三星カードは2004年初に1兆ウォンの増資を通じて自己資本率を2003年11月末の6.8%から11.8%に高めることにした。

当初三星カードは1兆ウォン規模の増資について非上場系列会社の三星生命が単独出資す

⁶⁸ 『朝鮮日報』2003年5月31日

⁶⁹ 『毎日経済新聞』2003年11月29日

⁷⁰ 『毎日経済新聞』2003年12月12日

る計画を推進してきた。しかし、三星生命は三星電子、三星証券、三星火災などにすでに 1兆 5000 億ウォンを投資しているため、現行保険法（総資産の 3%だけ系列会社に投資できる）に従って三星カードに追加的に出資できる金額は 5000 億ウォンに過ぎなかった。三星グループは解決策として三星生命の系列会社投資限度を総資産の 5%台まで増やすことを政府に要請したが、保険法の改定に絡んで、実を結ぶことはできなかった。結局、三星生命から 5000 億ウォン、三星電子から 5000 億ウォンを出資することになった。三星生命は三星電気と三星物産などが放棄する失権株を第 3 者配定方式で買収する計画で、三星電子も 1 大株主の持分に相応する出資計画を建てることにした。

大株主である三星電子と三星電気および三星生命など系列会社によるこの増資への参加に対して、参与連帯は厳しく非難している。ところで、この合併には、三星カードと三星キャピタルが三星グループの持株会社であるエバーランドの各々 14%と 11.06%の持分を持っているため、エバーランドの持分構造の安定化を図るために行われたという分析も出ている。

2.5 展望

カード市場の回復やカード会社の正常化への道はより構造的で長期的なものであるという指摘が少なくない。まず、カード債の発行額や取引が減少する一方であることが挙げられる。2003 年 7 月から 12 月までの推移は、以下の表の通りである。

図表 3-48 カード債の発行額と取引

(単位：ウォン)

	2003.7	8	9	10	11	12
カード債の発行額	1兆 863 億	5735 億	6680 億	2030 億	1319 億	610 億
カード債の取引	6兆 5030 億	3兆 5240 億	3兆 4120 億	3兆 6850 億	3兆 3440 億	1兆 7240 億

出所：『毎日経済新聞』2004 年 1 月 12 日

また、延滞率が下がらないことも大きな不安要因の一つである。2004 年 1 月 11 日現在カード業界によれば、三星カードの貸換貸出の延滞率は 2003 年 11 月末には 22%となり、10 月の 17.3%に比べて 4.7%も上昇した。また貸換貸出の残高も 2003 年 10 月末の 4兆 9050 億ウォンから 11 月末には 4兆 9796 億ウォンとなり、746 億ウォンも増加した。

一方、国民銀行と朝興銀行などの一部の都市銀行は信用カードの延滞率を下げる手段として活用されてきた現金サービス貸換貸出を廃止することに決定し⁷¹、全体的延滞率はさらに上昇する見込みである。現金サービス貸換貸出とはカード代金の延滞者に便法的に現金サービスを許容し、延滞状態から一時逃れるようにすることによってカード業界が延滞率を下げるために積極的に使われた手法であったが、その推移は、図表 3-49 の通りである。

⁷¹ 『朝鮮日報』2004 年 1 月 15 日

図表 3-49 カード業界の貸換貸出の推移

(単位：兆ウォン)

2002.12 末	2003.2 末	4 月末	6 月末	8 月末	9 月末	11 月末
5.9	7.5	10.0	11.5	13.3	16.7	16.2

出所：『朝鮮日報』2004年1月15日

便法的な ABS (Asset Backed Securities) の大量発行も大きな問題となっている。ABS は政府が金融機関の保証を受け発行される保証債制度を無くすことに伴って社債市場が凍結したため、信用格付けの低い会社に資金調達を容易にさせるために導入したものである（発行金額の推移は図表 3-49 を参照）。ABS はカード会社などの資産保有者が資産（債権）を特別目的会社である流動化専門会社（SPC）に譲渡し、流動化専門会社が資産を担保に ABS を発行し、これに対して投資者が投資する形態で運営される。正式な ABS を発行するためには、会計法人の実査、法務法人の発行契約書の作成、発行者の信用補強、信用格付けの評価、金利の交渉などの手続きが必要であり、1 ヶ月程度の時間が必要であるし、各段階に手数料が発生する。カード会社は発行時間を短縮し、手数料を減らすために ABS を発行する代わりに資産を担保とし、それに白紙手形までを追加的に提供し、資産を直売却してきた。しかも 2003 年 1 月 28 日に関連規定が改定される前に直売却された資産はカード会社の帳簿から抜ける効果が発生し、負債比率、調整自己資本比率、延滞率などの各種規制を回避する便法的方法として活用されてきたのが実状である。ちなみに、LG カードの場合には 2003 年 10 月末規準の直売却規模が 1 兆 8710 億ウォンに達することがサンジョン KPMG の実態調査の結果明らかになった。

図表 3-50 ABS 発行金額の推移

(単位：ウォン)

年度	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年上半期
金額	1 兆 6500 億	6 兆 700 億	21 兆 4800 億	28 兆 600 億	12 兆 6500 億

出所：『毎日経済新聞』2004年1月14日

一方、国際信用評価会社である S&P は 2004 年 1 月 14 日「LG カードなどのクレジットカード不良問題が予想より深刻な水準である」とし、「関連銀行の信用格付けを下方調整することがありうる」という意見を表明した。S&P は「国内 7 社のクレジットカード会社を正常化するためには最小限 9 兆ウォンが投入されなければならない」とした後、「現在 LG カードの救済措置が計画通りに進行すれば、9 つの債権銀行の総損失額はおよそ 1 兆 9000 億ウォンになると推定される。……今後予期せぬ損失が追加に発生する可能性がある」とした⁷²。

LG カードなどに対する対策は流動性危機をしのぐための政策に過ぎず、根本的にはカード市場に対する市場の信頼回復が最も重要である。さらに、クレジットカードの危機に伴って消費の冷却がもたらされ、景気が下落するおそれがあるという意見が多く提起されることになった。

⁷² 『朝鮮日報』2004年1月15日

第2章 参与連帯

基本的にはコーポレート・ガバナンス改革に賛成しながらも、従来の活動の経緯から企業経営そのものの改革にはやや消極的であった労働セクターに代わって、民間の立場からコーポレート・ガバナンス改革促進のための活動を積極的に行っているのが、各種の市民団体である。とりわけ、「参与連帯」の活動は、市民団体が政府のコーポレート・ガバナンス改革全般を先導しながら、最も大きな影響力を発揮しているという点において世界でも類を見ないものであり、韓国におけるコーポレート・ガバナンス改革の動きを捉えていく上で見過ごすことができない。さらに、参与連帯の中心的メンバーが2003年3月から発足する盧武鉉政権の経済政策の中核的メンバーとなり、実際に新政権の新たな経済政策を立案しているため、その重要性は増しており、それだけに新政権の下で一層力強い活動が展開されている。

第1節 組織

参与連帯は、1994年9月10日に200名の会員で設立された。参与連帯の創立会員は、民主化のための長年の努力が実を結ぶためには、反独裁闘争を超えて、より具体的で日常的な権力監視運動をはじめなければならず、真の民主主義は市民自らが失った権利を取り戻すためにすべての知恵と専門的な力量を集め連帯する時に初めて可能になるという問題意識から出発した。組織名の「参与連帯」にもそのような精神が反映されている。「参与」は国家権力の濫用と財閥の横暴、その他のすべての権利侵害に立ち向かい、市民自ら権利と正義を取り戻すという意味であり、「連帯」は学縁と地縁を乗り越え、私益でなく公益のために団結するという意味を持っている。

そのような趣旨で設立された参与連帯は、①市民参与、②市民連帯、③市民監視、④市民代案、という4つの活動方針を掲げ、活動機構としては本稿の主な対象である経済改革センターの他に、透明な社会作り本部、司法監視センター、議政監視センター、納税者運動本部、小さな権利を守る運動本部、社会福祉委員会、市民科学センター、国際連帯委員会などを持っている。このように、参与連帯の活動は市民生活や権利にかかわる全部門に渡る非常に多様なものである。

財源は主に会員からの会費から成り立っており、政府から一切の援助を受けていない。図表3-50に見るように、会費の割合はおよそ80%に達し、財政の自立度の面においては世界的に見ても最高の水準である。日本のJVCの場合、会費の割合がわずかに3%であり、個人募金の23.7%を加えても、27%に過ぎない。2002年6月から10月までの参与連帯の具体的な収入の内訳は、以下の通りである。

図表3-51 参与連帯の収入の内訳（2002年6月～10月）

（単位：万ウォン）

	6月	7月	8月	9月	10月	計	割合
会費	7,935.4	8,367.6	8,627.2	8,962.3	9,544.9	43,437.4	82.9%
定期後援金	526.2	50	502.3	21.3	314.2		
非定期後援	0.8	3,101	2,017.5	345.7	313.9		
その他	201.3	47.8	1,422.6	17.0	43.3		
総計	8,663.6	11,566.4	12,580.6	9,346.3	10,216.3	52,372.6	100%

出所：参与連帯「月間収支内訳」2002年6月～10月

経済改革センター⁷³は、1997年から少数株主の権益の保護と経営の透明性と責任性を追及する少数株主運動を中心に財閥改革運動を展開している。その主な活動方針としては、①大財閥の核心系列会社に対する体系的な監視と少数株主権の行使（企業の監視）、②財閥の総帥と経営陣の不法行為に対して公益訴訟提起などの直接的な市民行動の展開（公益訴訟および市民行動）、③政府の財閥政策と構造改革の進行状況をモニターし、市民の意見を提示（財閥改革モニター）、④総帥の専横を防止し、経営陣の責任性を高めるためにコーポレート・ガバナンス構造関連法や制度の改善を推進（コーポレート・ガバナンス構造の改善）、などである。

以下では、参与連帯の多岐に渡る活動の中で、財閥改革やコーポレート・ガバナンスに関わる経済改革センターの活動を中心として、その内容や意義を紹介する。

第2節 活動方針と体制

参与連帯は、法律によって保障されている権利の枠内で主張していくことを活動の原則とし、株主総会における活動と背任行為に対する訴訟および刑事告発といった具体的な問題に対する訴訟および宣伝活動などを主な活動方法としている。このような活動は1997年に証券取引法が改定され、少数株主権代表訴訟の要件比率が低くなることに伴って可能となった。

参与連帯はイデオロギーを排除することを大原則としている。社会的に不当であるという合意がある現象についてのみ批判を提起する。また、具体的で結果を見出すことのできる特定の事案および特定のケースに対してだけ問題提起するという活動原則の上に立っている。財閥改革問題についても望ましい経済システム像についての何らかの原則、たとえば英米式の資本主義を具現するという観点には立っていない。独断的な意思決定を防ぐことと、社外取締役制度を定着させ、公正な市場システムを確立することを当面の目標としている。

このような新しい方針に基づいた活動の誕生に何よりも大きく、また中心的な役割を果たしたのは、韓国における少数株主運動の先駆者であり、創始者である当時の経済民主化委員会委員長の張河成教授（高麗大学）である。韓国における少数株主運動は1997年3月に発表

⁷³ 2001年9月26日における組織改編までは「経済民主化委員会」であったが、張河成前委員長の辞任と共に、経済改革センターに変わった。こうして、センター長には金相祚教授が、センター運営委員長には張河成教授が就くことになった。

された張教授の論文「少数株主権利運動の意義と実践方案」においてその可能性がはじめて確認された⁷⁴。財閥解体と反独占などの理念的なスローガンしか代案が存在していなかった当時としては、市民運動の新しい可能性を提示した画期的で歴史的な出来事であった。

参与連帯経済民主化委員会の活動は、人手不足のために、その活動範囲が非常に限られており、主たるターゲットは大企業グループの主力企業に向けられている。参与連帯がこうした企業を選択したのは、国家的な代表企業を透明化し、それを模範的な例として他の企業への波及効果を狙うという戦略に基づいている。

図表 3-52 参与連帯による少数株主運動の対象会社

1999年	2000年	2001年	2002年
三星電子 現代重工業 SKテレコム (株) 大宇	三星電子 現代重工業 ダイコム SKテレコム	三星電子 現代重工業 SKテレコム	三星電子 SKテレコム 現代重工業 外換銀行

企業グループ改革やコーポレート・ガバナンス改善の問題は、参与連帯内の経済民主化委員会が直接担当している。改編以前におけるその人的構成を見ると、委員長に張河成（高麗大学経営学科教授）⁷⁵、副委員長に金相祚（韓城大学教経商学部教授）、金ジンウク（弁護士）、金ソクヨン（弁護士）、金柱永（弁護士）、金準基（延世大学国際大学院教授）が就き、そして3名の担当幹事が定期的に活動し、その他に非定期的に20名ほどが活動している。

情報の取得の面においては、新聞や雑誌に報道された企業活動の内容を、弁護士たちが法的に判断し、訴訟を起こすという形を取っている。それを決めるための会議は1ヶ月に2回、定期的に行われている。訴訟費用に関しては、参与連帯側が支払うのではなく、訴訟担当の弁護士が個人負担するという完全なボランティア活動である。

代表訴訟の要件充足のために必要な株権の確保（委任活動）は実務陣によって行われ、具体的には、株主名簿を利用し直接投資者に手紙やメールを送付すること、新聞やインターネットを利用すること、活動に対して友好的な外国人投資家に同意をもらうことなどを通じて行われている。ところが、一般投資家は企業が悪いことをすれば、株価が下がるため売却するという行動を取る。そのため、一般投資家からの委任を取り付けるのはきわめて困難であり、株式保有の売買が相対的に少ない機関投資家と外国人投資家に期待せざるをえない。しかし、国内機関投資家は参与連帯の活動に対して好意的でなく、ほとんどの場合企業側へ保有株式を行っている。そのため、実際には参与連帯の活動に友好的な外国人投資家の委任に

⁷⁴ 参与連帯『少数株主運動政策討論会資料集』1997年3月4日、ここではその他に、金準基（弘益大学教授）「少数株主権の積極的な活用についての考察」と金ソクヨン（弁護士）「改定証券取引法上の少数株主保護の問題点」という報告がなされた。

⁷⁵ 参与連帯経済民主化委員会の委員長は2001年9月26日、それまでの張教授から副委員長の金相祚に変わった。それと同時に、経済民主化委員会は経済改革センターに拡大改変されることになった。

よって活動が成り立っている。このことは訴訟活動においても、あるいは社外取締役推薦および選任活動においても同様である。外国人投資家との関係は保有株式の委任だけに止まり、活動や保有株式の行使方向については一切協議していない。

ここで注目しなければならないのは、参与連帯経済民主化委員会の活動の根幹であり、社会的波及効果が最も大きい代表訴訟や株主提案権行使の要件を充足するための外国人投資家との交渉や説得を張河成教授が担ってきていたことである。張教授は上記の大企業集団の大株主である外国人投資家の取締役会などにも直接参加するなど積極的な活動を展開した。その意味で、張河成教授は少数株主運動という新しい市民運動の領域を切り開いた開拓者であるだけでなく、その活動の最も核心的な活動家でもある。さらに、地縁が重要視される韓国において張教授の家系が金大中大統領と同じ全羅南道であることから、政権とも太いパイプでつながっていることが推察される。

第3節 少数株主活動

2000年11月、証券取引所によって発表された「上場法人コーポレート・ガバナンス実態調査」の結果によれば、1998年から2000年までの3年間で、上場法人全体のうち株主から訴訟が提起された事例は10社（1.4%）であり、経営権紛争の事例は4社（0.5%）に過ぎなかった。訴訟を通じる株主権益の行使事例がほとんど見られず、その大半が参与連帯によって提起されたものであった。

さらに、株主提案および少数株主権の行使要件が関連法上緩和されたにもかかわらず、その権利行使の事例は極めて少なかった。調査対象であった465社（管理銘柄を除いた全上場法人のおよそ80%）のうち株主提案の事例があった法人は4社で、少数株主権の行使事例があった法人も2社に過ぎなかった。そのほとんどは参与連帯の主導下で行なわれたものであった⁷⁶。

1. 公益訴訟

公益訴訟の活動は、97年に証券取引法が改定され、少数株主権代表訴訟の要件比率が低くなることに伴って可能になった。2004年初頭の現在までに参与連帯によって財閥改革と関連して起こされた訴訟の内容とその進行状況は、下記の図表3-57の通りである。とりわけ、これらの訴訟の多くにおいて裁判所によって訴えが認められるなど、財閥に対して勝訴する歴史的な出来事として、その社会的波及効果は莫大なものである。以下では、参与連帯による最初の株主代表訴訟である「第一銀行の取締役に対する株主代表訴訟」、現代電子の株価操

⁷⁶ 証券取引所「上場法人コーポレート・ガバナンス実態調査」2000年11月30日

作に対する損害賠償訴訟について、見ることにする。参与連帯による公益訴訟としては、これらの他に、三星 SDS による新株買収権付社債の発行に対する訴訟、三星自動車負債分担決議に関連した違法行為維持仮処分請求訴訟、三星電子取締役に対する株主代表訴訟、LGCI の取締役に対する株主代表訴訟、現代投信のバイコリア・ファンドの不法運用に対する損害賠償訴訟などがある。これらについては、第 2 部の企業部門における各企業グループのコーポレート・ガバナンスについての叙述の中で具体的に検討されている。

1.1 第一銀行取締役に対する株主代表訴訟

参与連帯経済民主化委員会による最初の訴訟活動の対象となったのは第一銀行であった。IMF 経済危機の引き金となった韓宝鉄鋼の主債権銀行が第一銀行であったため、1997 年 6 月 3 日、参与連帯は、元職員と役員に対して株主代表訴訟を提起した。その訴訟の内容を見ると、以下の通りである。

韓宝鉄鋼は 1957 年に設立され、1988 年に韓宝グループの建設部門を合併し、1990 年において製鋼および建設業などを営んでいた韓国 5 大電気炉製鋼会社の一つであると同時に、韓宝グループの主力企業であった。韓宝鉄鋼は、1990 年、忠清南道において埋立ておよび臨海鉄鋼工業団地の建設事業を推進した。韓宝鉄鋼が作成した当初の事業計画書における総投入資金規模は 1 兆 1786 億ウォンであったが、その後不渡り処理にいたるまで事業計画が合計 9 回にわたって変更され、1996 年 12 月には、その規模が 5 兆 7265 億ウォンへと拡大し、過大な負債を抱えることになり、1997 年 1 月 23 日、最終的に不渡りに至ることになった。

1993 年 11 月 4 日、韓宝鉄鋼に対する 97 億 3000 万ウォンの支給保証の際に、貸出実務担当者は、審査意見書において「韓宝鉄鋼の財務状態が非常に劣悪な状態である。全体債務比率が 835.6%で、寄与度、長・短期償還能力および担保力が足りないため、審査結果評価点が 36 点で、E 級対象会社である」とした。それにもかかわらず、第一銀行の取締役会は支給保証を決議した。その 1 ヶ月後の 2 次支給保証決議の際には評価点を 60 点にするなど、審査意見書まで変え、貸出を行った。その後も形式的な審査意見書を作成し、持続的に資金援助を行った。数回にわたって外部から韓宝鉄鋼に対する否定的な評価報告があったにもかかわらず、取締役会は資金援助を繰り返して決議した。結局のところ、1996 年 4 月、韓宝製鉄は、銀行監督院によって財務構造悪化対象企業体として選定されるに至ったが、これに対して 1996 年 9 月 3 日には、取締役会は韓宝鉄鋼を不良兆候予想企業体から除外するよう決議した。当時の韓宝鉄鋼の半期決算によれば負債比率 1892%、自己資本比率 5%、借金依存度 73.86% など極度に経営が悪化した状況にあったが、資金提供は持続された。しかも、1996 年 11 月以降においてはすでに韓宝鉄鋼が不渡りになると予想されていたにもかかわらず、その間だけでも 2000 億ウォンに近い貸出が行われた。さらに、9 回にわたる事業計画の変更があったにもかかわらず、主債権銀行の第一銀行の取締役会は、事業計画の変更に対して一度も検討を行ったことがなかった。

参与連帯は、このように韓宝鉄鋼への資金援助の決議の際に法令や定款に違反し、取締役としての最小限の任務も果たさずに、韓宝鉄鋼への資金援助を積極的また主導的に取り決めた第一銀行の取締役らを対象に、商法第 399 条に基づいて第一銀行に 100 億ウォンの損害を賠償する訴訟を提起した。

商法第 399 条によれば、取締役が法令または定款に違反する行為を行い、またその任務を怠った時に、その取締役は会社に対して連帯して損害を賠償する責任があり、その行為が取締役会の決議による時にはその決議に賛成した取締役も責任を負うことになっている。

1998 年 7 月 24 日、第一銀行株主代表訴訟に対してソウル地方裁判所は、参与連帯の損害賠償請求額よりはるかに高い 400 億ウォンを第一銀行に支払うことを命じる、勝訴判決を出した。

これは、韓国史上初の少数株主による代表訴訟勝訴判決であった。1997 年末の IMF 経済危機によって弱勢に追い込まれていた財界に止めを刺すようなもので、財界にも大きな影響を及ぼした。

1999 年 7 月 1 日、第一銀行の少数株主の持分が全量減資されることになり、参与連帯は原告資格を喪失することになった。第一銀行が原告として代わりに参加し、損害賠償請求金額を 10 億ウォンに下げた。被告側からの高等裁判所への上訴があったが、2000 年 1 月 4 日に原審の判決が認められ、さらに被告らは最高裁に上告したが、2002 年 3 月 15 日に最高裁によって原審の決定が最終的に確定されることになった⁷⁷。

1.2 現代電子株価操作に対する損害賠償請求訴訟

参与連帯によれば、ビックディール交渉をひかえていた現代電子の株価を吊り上げるために、1998 年 5 月から 11 月までの間に、現代重工業と現代商船が、現代電子の株式をそれぞれ 8057 万 7420 株（1822 億ウォン）、88 万 5830 株（252 億ウォン）買収した。一日分割買収や場終了直前の高価注文など総計 1952 回（現代重工業）および 207 回（現代商船）の株価操作注文を出し、最低 14800 ウォンから 32000 ウォンまで株価が吊り上げられた。この件はまさに財閥改革の最中に行なわれたものとして、政府の財閥改革政策を正面から欺くような出来事であった。

参与連帯は 1999 年 4 月 9 日公正取引法上の刑事責任を問うべきであることを要求すると同時に、株価操作の窓口的役割をした現代証券に対して不取引運動を展開した。さらに、6 月 9 日には鄭氏一家を告発し、1999 年 10 月 12 日は現代電子株価操作による被害者損害賠償請求訴訟を提起した。

鄭氏一家に対する告発は無嫌疑処分されたものの、損害賠償訴訟は長年の経過を経て、2002 年 1 月、被害者（44 名）に損害賠償するべきであるという 1 審の判決が出た。

⁷⁷ 最高裁第 2 部判決 事件 2000 ダ 9086 損害賠償、2002 年 3 月 15 日

図表 3-53 鄭氏一家および系列会社の現代電子株式売却状況

	処分者	処分株式数	
総帥一家	鄭周永	80万 5088株	全量売却
総帥一家	鄭夢準	8万 544株	全量売却
総帥一家	鄭夢根	33万 7860株	全量売却
総帥一家	鄭夢圭	106万 7803株	全量売却
総帥一家	鄭夢憲	351万 2090株	全量売却
系列会社	現代自動車	753万 6725株	全量売却
系列会社	現代精鋼	392万 2,182株	全量売却
系列会社	現代建設	2079万 4692株	部分売却

注：株価操作開始の1998年5月から株価操作事実が発覚された1999年4月6日まで

出処：金柱永「証券-投信の財閥所有に伴う問題点：事例を中心に」参与連帯財閥監視団『ノンバンク所有統治構造改革』1999年6月

さらに、2003年12月10日、現代証券と李益治前会長は損害賠償訴訟2審で敗訴し、小額投資者達に3億5000万ウォンを賠償すべきであると判決された。

この場合には、訴訟に参加した44名の被害者だけが賠償を受けることになったが、集団訴訟制が導入されると同一の理由で被害を受けたと認められるすべての株主（数万名と推定される）が損害賠償を受けることになる。それは企業や経営陣側にとってとてつもなく高い金額である。

参与連帯は「今回の判決に従って、1株あたり損害賠償額は約4160ウォンと算出され、1998年末当時の現代電子少数株主1万3700余名が保有した株式数は約350万株であったため、集団訴訟制を仮定すると、総損害賠償額は145億ウォンに達することになる」と分析した。さらに、「株価操作を通じて鄭一家が得た差益はおおよそ3640億ウォンに達するため、推定金額145億ウォンも全体の被害額に及ばないものである」とした。

一方、この日、現代証券の労働組合は、政府の現代証券売却と関連して「現代証券は李益治前会長の不法な覚書によって訴訟に巻き込まれ、1審で1718億ウォンの損害賠償判決を受けるなど莫大な営業的被害と損失をこうむった」とし、株主代表訴訟を提起するとした⁷⁸。

2. 企業の監視および財閥改革のモニター

参与連帯は訴訟までは至らないものの、問題となっているほとんどの違法的な企業および企業家の活動を社会に向けて告発する活動を行っている。これらの告発は訴訟の対象ともなりえたため、企業側にとっては大きな負担となった。これらの活動は企業側とのコーポレート・ガバナンス改善と関連した交渉の際に、参与連帯の交渉力を高めるための良き素材にもなりえた。

参与連帯による企業活動の監視および告発活動は、参与連帯の活動の中心対象となっていたすべての大企業集団に集中的に行われた。以下ではその中でも斗山グループと韓化グルー

⁷⁸ 『毎日経済新聞』2003年12月11日

プによって行われた便法的な企業活動についての参与連帯の監視・告発活動を検討する。その他にも三星グループ、SKグループ、LGグループ、現代グループ、現代自動車グループの不正な企業活動に対して多岐にわたる活発な監視・告発活動が展開されたが、これらについては個別企業集団の節において詳細に検討されている。

2.1 斗山グループの特恵的 BW 発行疑惑

2002年11月6日、参与連帯経済改革センター金所長は、1999年7月に斗山グループ筆頭株主一家が斗山(株)の特恵的BWを買収した疑惑があるとして、斗山グループの解明と金融監督院に調査を要請した。疑惑内容の概要を見ると、以下のようである。

1999年7月12日、斗山(株)は、海外でBW1億ドルを7月15日に公開募集方式で発行すると金融監督院を通じて公示した。斗山(株)が発行したBWは通常のBWと異なり、特定期間後に株式を要求する際に株式の数を算定する基準である新株買収権の行使価格についてリスクを負うことなく、株式価格の下落によって下方調整される。例えばBW発行当時の株価が5千ウォンで、行使価額も5千ウォンに決まっていたものも、株価が2500ウォンに下落すると行使価額も2500ウォンに調整される。そうすると、新株買収権を行使し、要求できる株式数は $1000 \text{ 万ウォン} / 2500 = 4000 \text{ 株}$ に増えることになるのである。しかし、斗山(株)はこのような内容をBW発行当時には公示しなかった。

最も深刻なことは、参与連帯が金融監督院公示資料を通じて確認した結果、1999年7月19日現在発行BW全体の68.7%を朴龍星斗山グループ会長(大韓商工会議所会長)をはじめとする総帥一家32名が持っていたことである。さらに、それから1ヶ月も経たない9月3日、そのうち8名(創業主の3世)は新株買収権を4世達に売却した。

また、その間における斗山(株)の株価の動向を見ると、1999年9月以降5万ウォン台から急激に下落し、2002年11月6日現在1万ウォン台にとどまっている。BWを発行する際における新株買収権行使価額は5万100ウォンで、そのとき新株買収権を行使されると、発行される新株の数は237万259株であった。しかしながら、11回の行使価額の下落調整を経た、2002年11月現在の新株買収権の行使価格は9460ウォンで、新株買収権の行使を通じて発行される新株の数は1164万9046株になり、当初より5倍も増えた。そのうち、1999年9月3月の時点で朴ジョンヨンなどの26名が全体の67.29%の新株買収権159万5056株を保有していたが、2002年11月現在の保有新株買収権は811万6129株に増加した。

BW発行を前後にした斗山(株)の持分構造を見ると、1999年9月現在では系列各社44.5%、少数株主40.5%と総帥一家15%であったが、2002年10月には、系列各社31.8%、少数株主29.2%、総帥一家39%に変更された。このようにBWの買収を通じて総帥一家の持分が急激に増えることになった⁷⁹。

⁷⁹ 参与連帯「斗山グループ、果たしてこれらのすべての疑惑に正当であるか」2002年11月6日

さらに、BW 行使の満期日が 2009 年であるため、筆頭株主一家が新株買収権をそれまで行使しなくても構わないだけでなく、斗山（株）の株価が上昇しても、すでに引き下げられた新株買収権行使価格は再び上向き調整されないように設計されている。そのため、筆頭株主一家は低い価格でより高い株式を購入でき、その分の莫大な差額を実現できるようになっている。それに、斗山（株）は新株買収権と社債を分離した形態で BW を発行し、発行 1 年後の 2000 年 7 月 15 日に社債に対する元金を早期償還した。したがって、斗山（株）は 1 年だけの資金を得るために 2009 年まで長期間行使価格を下向き調整できる特恵的な新株買収権を筆頭株主に与えたことになる⁸⁰。

これらに基づいて、参与連帯は、特恵的 BW の発行を通じて、既存株主の所有比率を引き下げ、筆頭株主の統治権の拡大および便法的譲与を試みたということから、斗山グループの筆頭株主だけでなく、取締役らを相手に、行使価額調整規定の未公示による証券取引法違反、便法的譲与を通じる相続税および譲与税に関する法律違反、外貨管理法違反などで刑事的責任を問うことを検討すると同時に、金融監督院などの関係当局によるこの事件について徹底的な調査を要請した。

これに対して、2003 年 2 月 24 日、（株）斗山は違法的譲与疑惑が提起されている 130 億ウォン（評価額）相当の大株主一家所有新株買収権付社債（BW）をすべて無償消却することを決定した。この決定と関連して、斗山グループの幹部は「市民団体と言論が継続的に疑惑を提起し、負担を感じてきたことは事実である」とした⁸¹。

2.2 斗山グループによる 500 億ウォンの不公正な内部取引

斗山グループは 2000 年末に公企業である韓国重工業を買収した後、その子会社である韓中 DCM（現斗山メカテック）に斗山機械を買収させた。その過程において、企業価値を水増しし、（株）斗山が少なくとも 517 億ウォンの不当利益を手に入れたことが明らかになった。

斗山メカテックの 2001 年度監査報告書によれば、メカテックは 2001 年末に斗山機械の資産 2247 億ウォン（帳簿価、土地は除外）を買収する際に、212 億ウォンを付け加え、2459 億ウォン（負債 2148 億ウォン買収を含む）を斗山機械に支給した。さらに、メカテックは 2002 年 1 月 25 日、慶南昌原の斗山機械の工場用地を 498 億ウォンで買収した。

しかし、当時メカテックは企業買収の際にやらなければならない資産についての実査を省略したまま、買収金額を決めた。また、契約締結の後に行われた実査によって数百億ウォンの不良が公になったにもかかわらず、反映しなかった。2002 年 1 月末に会計法人に依頼して行った「資産・負債の実査評価」によれば、斗山機械の総資産は 1942 億ウォン（土地除

⁸⁰ 参与連帯「斗山グループ筆頭株主一家の特恵的な BW を通じた統治権拡大および便法的譲与の嫌疑が公に」2002 年 10 月 28 日

⁸¹ 『朝鮮日報』2003 年 2 月 25 日

外)で、帳簿価である 2247 億ウォンより 305 億ウォン少ないとされた。メーカー関係者は「当時契約の前に実査を行わなければならないと数回に渡って建議したが、全部つぶされた」と語った。

これに対して、参与連帯は「実査なしにプレミアム (212 億ウォン) を支払い、実査で明らかになった不良資産 (305 億ウォン) を反映しなかったことは、すべて不公正な内部取引である」とした。

この過程において、特にメーカーが斗山機械を自力で買収する能力がない状況で、大株主である斗山重工業 (持分 97%) が 2001 年末前後に 2 回にわたって 800 億ウォンを増資して、その全額が (株) 斗山に支給された。

斗山重工業の労働組合は、「資産規模 4 兆ウォンの斗山重工業とその 15 分の 1 しかない斗山機械の買収価格が同様に 3000 億ウォンである」が、結局「斗山は斗山重工業を買収する際に使った 3057 億ウォンを回収し、巨大公企業を一銭も使わず、手に入れたも同然である」とした。

2.3 韓化グループによる大韓生命の買収

参与連帯は数回にわたって、韓化グループへの大韓生命 (3 兆 5500 億ウォンの公的資金が投入されている、なお現代生命と三新生命関連の公的資金 8997 億ウォンを含めると、4 兆 4497 億ウォンになる) の売却に反対の意見を示してきた。

参与連帯は、その理由として、韓化グループが、①負債比率が 200%を超えている、②過去に韓化総金、忠清銀行などの金融機関の不良化の責任がある、③韓化ファイナンスの経営不振で大株主である韓化証券さえ抱えているため、金融機関の経営能力が疑わしい、④2002 年上半期に主要韓化系列会社が粉飾会計で制裁を受けた、⑤2001 年には 7322 億ウォンという史上最大規模の赤字を記録し、大韓生命の買収のための資金を自力で動員する能力さえ疑わしい、など現行法規上保険業に進出するために必要とされる最小限の法的要件を一つも備えていないグループであることを指摘した。

参与連帯は「政府は金融機関の許可要件として重要視される株主の信用、財務状態、金融機関経営の適合性、専門性などを、専門家を通じて十分に検証し、大韓生命の正確な調査と共に、経営改善およびコーポレート・ガバナンス改善の方向を提示し、十分に健全で経営能力のある買収者を見つけるべきである」と指摘した⁸²。

しかし、参与連帯側からの反対にもかかわらず、2002 年 9 月 23 日、公的資金管理委員会は大韓生命を韓化コンソシアムに売却することを最終決議した。すなわち、公的資金管理委員会は全体会議を開き、韓化を大韓生命の買収会社として確定し、1 兆 6150 億ウォンと最終

⁸² 参与連帯「政府は政府所有金融機関を売却し、何を残そうとしているか (金センホン弁護士)」2002 年 5 月 3 日

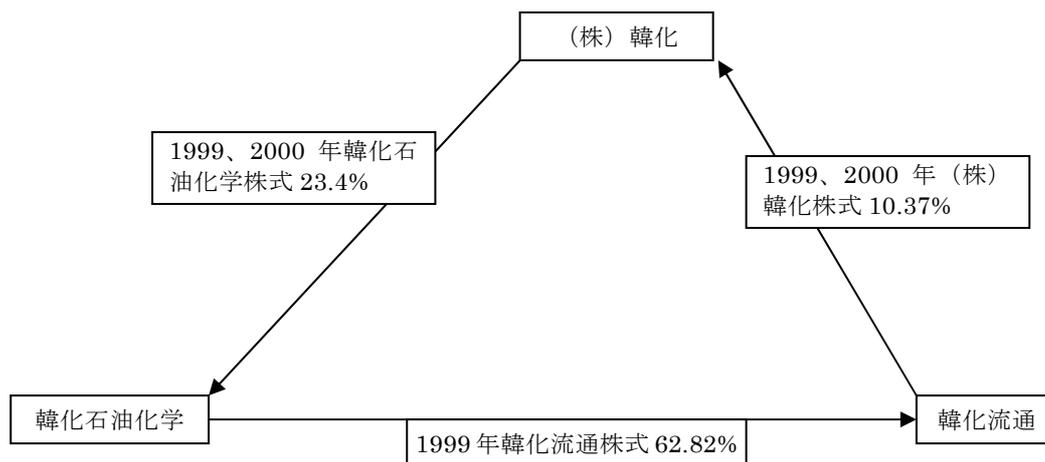
評価された大韓生命の持分 51%を売却することに決定した⁸³。ところが、公的資金管理委員会の民間委員は韓化の経営能力と財務状態などの買収資格について強い疑問を提起し、9月23日の会議においても5名の民間委員のうち3名が最後まで反対意志を表明し、結局のところ、表決で決められることになった。政府がこのように大韓生命の売却を急ぐ理由が明確でないという側面をも持っていた⁸⁴。

しかし、結局のところ、金大中政権の最後の時期である2002年12月12日、政府と売却交渉に成功した韓化グループが買収代金のうち半分の4118億ウォンを政府側に支払い、大韓生命の経営権を買収、最大株主になった。残りの4118億ウォンは2年後の2004年12月に支給するという条件で売却契約が締結された⁸⁵。

2.4 韓化グループの粉飾会計嫌疑

2002年10月15日、参与連帯はソウル地裁に(株)韓化と(株)韓化流通、韓化石油化学(株)を粉飾会計の嫌疑で告発した。これは韓化グループが大韓生命の買収資格(負債比率200%以下)などを満たすために意図的に行った行為であった。この粉飾会計は系列会社の株式を大量買収、利益に計上することを通じて、韓化グループの負債比率を大幅に縮小させることを目的としていた。すなわち、(株)韓化は韓化石油化学(株)の株式を、そして韓化石油化学(株)は(株)韓化流通の株式を、(株)韓化流通は(株)韓化の株式を1999年会計年度末と2000年会計年度末に集中的に買収することによって、営業権を発生させ、それを利益に計上したのである。

図表3-54 韓化グループの株式取引状況



出典：参与連帯「韓化グループ粉飾会計嫌疑で検察に告発」2002年10月15日

⁸³ 『毎日経済新聞』2002年9月24日

⁸⁴ 参与連帯「韓化グループによる大韓生命の買収は再考されるべきである」2002年9月23日

⁸⁵ 『毎日経済新聞』2003年2月4日、2001年4月大韓生命は不良生命保険社であった現代生命と三新生命の保険契約を買収する際に、その代価として現代生命・三新生命の買収によって発生する不良に対して公的資金の支援を受けると政府から約束されたが、2003年2月3日大韓生命は政府にプットバック・オプション(事後損失補填)に従って340億ウォンの公的資金の投入を要請した。

それを通じて、韓化グループは 2001 年、負債比率を 188.64%に引下げたが、粉飾会計を通じて膨らませた利益を修正した場合、負債比率は 232.20%に大幅増加される。

図表 3-55 粉飾会計修正前後における韓化グループの負債比率変動状況

(単位：億ウォン、%)

	2001		2000		1999	
	修正前	修正後	修正前	修正後	修正前	修正後
総資産	10,283,493	9,613,300	10,927,668	10,140,104	11,128,951	10,570,900
総負債	6,720,741	6,719,500	6,620,063	6,495,268	6,327,789	6,265,200
純資産	3,562,752	2,893,800	4,307,605	3,644,836	4,801,162	4,305,700
負債比率	188.64	232.20	153.68	178.20	131.80	145.51

(出典) 参与連帯「韓化グループ粉飾会計嫌疑で検察に告発」2002年10月15日

参与連帯によれば、(株)韓化と(株)韓化流通、韓化石油化学(株)はすべて金スヨン会長をはじめ、大株主一家と韓化グループの系列会社持分が 50%を超えているため、経営権を守る必要性もなく、しかも三つの会社が循環支出方式で相互間の株式を保有する必要性もないため、循環形態の系列会社株式の意図的な取引を通じて利益を膨らませた形の故意的な粉飾会計であるとされた。

3. コーポレート・ガバナンスの改善：社外取締役の選任と会社定款の改定

コーポレート・ガバナンスの改善の面において参与連帯が力を入れている大規模企業集団の主力企業は、それぞれ置かれている状況が異なり、その成果も大きく異なっていた。対象企業の選定基準となったのは、財閥グループを代表するような会社であり、その意味で売上や収益性が最も高い企業であることである。

3.1 SK テレコム

SKグループの主力企業であるSKテレコムについてグループ会長の崔泰原はほとんど持分を持っていない。このことが他のグループの会長とは異なる、崔会長が持つ最大の弱点である。そのため、SKテレコムは、参与連帯との対話のチャンネルをいつも開いておかざるを得ない。

SKテレコムは大韓テレコムの持分を無償で譲与したことが公正取引委員会に訴えられ、返さざるを得なく、また過剰な業務代行手数料の支給や装備などの高価買収などの方法で不当な利益を大韓テレコムに与えたことで、公正取引委員会によって是正命令を受けていた。参与連帯は、少数株主の利益を不当に侵害したSKテレコムを相手に経営陣の責任を問い、少数株主運動を展開した。

これらの状況を背景に、参与連帯は、1998年の株主総会の際にSKテレコムと事前に協議することができた。1998年2月11日、少数株主の要求事項を公式的に会社側に伝達し、SK

テレコムは株主総会直前の1998年3月26日、少数株主の要求事項を積極的に取り入れるという立場を伝えてきた。これに伴って、1998年3月27日の株主総会において不公正な内部取引に対する公式的謝罪と少数株主の要求事項を取り入れた定款の改定、社外取締役および監査の選任などが行われた。さらに、株主総会后SKテレコムは大韓テレコムに流出された不当利益を取り戻す措置を取り、1998年10月には社外取締役の要求に従って、系列会社に対して支援された資金を全額回収した。参与連帯はこの件を「財閥企業自らが少数株主の要求に応じて、積極的な自己変身を成し遂げたこととして少数株主運動の貴重な成果である」と評価した。

1999年の株主総会における要求事項は、定款の改定であり、その主な内容となったのは、累積投票制の導入、監査委員会の設置、社外取締役の参与連帯による推薦、内部取引の社外取締役による事前承認義務化などであった。累積投票制の導入に関しては2+2年後の2003年に再度検討することとなり、監査委員会を設置し社外取締役が監査委員になるよう定款が改定されたが、このことは法制化以前に行われたものであった。社外取締役についても6名の社外取締役候補者プールを作り、その中で経営陣との協議を通じて社外取締役3名を選任することになった。最後に、100億ウォン以上の系列会社間の内部取引に対しては社外取締役の事前の承認を受けるように定款を改定した。

参与連帯は、1999年8月27日に開催されるSKテレコム臨時株主総会において社外取締役の追加選任を株主提案した⁸⁶。SKテレコムの社外取締役は韓国で最初に監査協議会を導入し運営するなどその役割を誠実に遂行し、社外取締役の模範になっている。1999年7月現在SKテレコムの取締役会は常任取締役7名、社外取締役3名、韓国通信代表である非常任取締役1名など総計11名からなっていたが、社外取締役3名のうち2名は参与連帯の推薦するものである。2000年の株主総会においても、社外取締役5名が選任され、そのうち2名が依然として参与連帯が推薦する社外取締役であり続けている。

3.2 デイコム

2000年1月にデイコムがLGグループに編入される際に、すでにLGグループがいわゆる偽装持分を30%近く関係者や会社を通じて買い集めたことをデイコム労組から提供された株主名簿を通じて明らかにした参与連帯は、LGグループを不公正な内部取引を行ったとして公正取引委員会に告発した。それを背景に、参与連帯はLGグループ（構造調整本部）を交渉のテーブルに呼び出すことができた。現経済改革センター所長金相祚教授はLGグループ構造調整本部と会い、定款作成に参画することになった。最初はデイコム労組も入った3者交渉の予定であった。しかし、その間専務が280億ウォンを不正貸出する事件が発生し、その関係でLGグループ側から財務関係のLG社員が事前にデイコムに入るようになった。こ

⁸⁶ 証券取引法上1%（資本金1000億ウォン以上の会社は0.5%）以上の持分を確保する少数株主は株主総会の議案を提案することができるようになっている。

れに対して、「デイコムと LG グループ内の他系列会社との人的交流は絶対的に禁止する」という原則⁸⁷を堅持していたデイコム労組は大きな反発を示しながら、交渉テーブルから降りることになった⁸⁸ため、参与連帯とデイコムだけが残り、2 者だけがデイコム定款の改定に臨むことになった。

定款改定やコーポレート・ガバナンス改善をめぐって参与連帯と LG グループとの間で行われたやり取りの具体的な過程は以下の通りである。デイコムの LG グループへの編入直後の 2000 年 1 月 11 日、参与連帯はデイコムのコーポレート・ガバナンス改善および経営透明性の向上のための提案書を LG グループ側に伝えた⁸⁹。その主要内容は、社外取締役の選任（少数株主が推薦する 2 人以上の社外取締役を選任）、監査委員会の設置（少数株主推薦の 2 名の社外取締役全員が監査委員会の委員として選任）、LG 系列会社との内部取引の監視装置の構築（100 億ウォン以上のすべての LG 系列会社との内部取引は監査委員会の事前の承認が必要）、大規模営業の譲受渡に対する監視装置の構築（デイコム資産あるいは売上高の 20% を超過する大規模譲受渡は株主総会の特別決議を必要）、株式預託証書・転換社債・新株買取権付社債などの発行規制（4000 億ウォン以上の場合には株主総会の特別決議が必要）、少数株主権などの株主権の保護（累積投票制の採択）、その他の社長推薦委員会制度および代表取締役制度の導入などである。

2000 年 1 月 26 日実務者交渉が参与連帯 3 人（金相祚教授、姜ヨンソク弁護士、金キシク室長⁹⁰）と LG 構造調整本部 3 人との参画の下で行われた。そこで 1 月 11 日付提案書に対する LG グループの検討意見が伝えられた。1 月 31 日、参与連帯は実務者会議に基づいて作成された第 2 次提案書を LG 構造調整本部に伝えた⁹¹。これに対する LG グループの最終提案を巡って 2 月 12 日に本交渉が参与連帯の張河成教授をはじめとする 4 人（張河成教授、金相祚教授、姜ヨンソク弁護士、金キシク室長）と姜ユシク LG 構造調整本部長ら 4 人との間で交渉が行われた⁹²。このような過程を通じて以下の図表 3-56 のようなデイコムコーポレート・ガバナンス改善案が最終的に決定され、公表されることになった。その内容は、参与連帯の第 1 次・2 次提案を LG グループ側が大いに受け入れた形のものである。

⁸⁷ デイコム労組「労働組合の要求事項」1999 年 10 月 29 日、そこで、デイコム労組は人的交流の禁止の他に、取締役会の構成について、社外取締役が常任取締役より多くなければならず、社外取締役には理事長、少数株主代表 1 名、株主以外の利害関係者を代表する者 2 名、労組推薦者 1 名が必ずしも含まれなければならないと要求した。

⁸⁸ 正確には趙専務の不正貸出事件のために、労組の指導部全体が退陣したから、議論の構造に参画することができなかった。

⁸⁹ 参与連帯「デイコムのコーポレート・ガバナンスおよび経営透明性装置についての提案書」2000 年 1 月 11 日

⁹⁰ 金基植室長は「不正政治家落選凡国民運動」を主導的にリードした人物としても有名である。2002 年 2 月 23 日行われた参与連帯総会において次期事務次長に選ばれ、参与連帯出身として内部昇進した最初の事務次長となった。

⁹¹ 参与連帯「デイコムコーポレート・ガバナンスおよび経営透明性のための装置についての提案書検討意見」2000 年 1 月

⁹² 参与連帯「デイコムコーポレート・ガバナンスおよび経営透明性のための装置についての提案書検討意見」2000 年 2 月 12 日

図表 3-56 参与連帯とデイコムが合意したコーポレート・ガバナンス構造および経営透明性改善案

区分	内容
コーポレート・ガバナンス構造の改善	<ul style="list-style-type: none"> ・ 社外取締役 1/2 以上選任：取締役会の構成員のうち半分以上を社外取締役に選任 ・ 社外取締役最適者の選任 <ul style="list-style-type: none"> ・ 従業員持株組合をはじめとする少数株主の意見を収斂し、社外取締役の候補の推薦を受け、最適者が選任されるようにし、 ・ 2001 年からは少数株主が社外取締役の候補適任者を「社外取締役候補推薦委員会」に推薦できるように制度を作り、施行する ・ 確固たる「取締役会中心経営体制」：CEO と取締役会会長を分離 <ul style="list-style-type: none"> ・ 取締役会において会社の経営上の主要な意思決定 ・ 代表取締役と取締役会の議長とを分離 ・ 取締役会内に委員会を構成し、迅速な意思決定を遂行
経営透明性の向上	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株主総会の特別決議事項の追加 資産の 20% を超える営業の譲渡および資産の 30% を超過する営業の譲受 ・ 会社と系列会社との間に独占規制および公正取引に関する法律上の主要な内部取引の際には取締役会の承認を要求 ・ 会社は毎年定期株主総会の前一年間の内部取引に関する報告書を作成し、監査委員会に報告 監査委員会はそれを監査し、監査報告書に入れる ・ 監査委員会の設置 監査委員会は 3 人以上の委員からなり、委員のうち 3 分の 2 以上は社外取締役に構成 ・ 監査委員会の事前承認事項 <ol style="list-style-type: none"> 1) 株式の第 3 者割当 海外 DB (株式預託証書) の発行または合弁投資者に発行株式総数の 30% を超過しない範囲内で新株を発行する場合 2) 社債の第 3 者割当 募集外の方法による転換社債、新株買取権付社債を発行する場合 3) 主要な内部取引 <ul style="list-style-type: none"> ・ 自己資本の 5% 以上に該当する外国法人または団体の株式、出資持分、その他海外資産の取得 ・ 資本金の 10% または 100 億ウォンのうち少ない金額の系列会社間の出資、資金貸与、保証、資産の取得の際 ・ 最近事業年度売上高の 3% 相当の系列会社間の商品取引 4) その他 <ul style="list-style-type: none"> ・ 外部監査人 (会計法人) の選任および解任勧告権 ・ 会社に対する帳簿、書類などの要求権、弁護士先任権などを付与
少数株主権の保護	<ul style="list-style-type: none"> ・ 単独株主および少数株主としての権限を定款に明記 ・ 会社は単独株主および少数株主の権限を尊重 ・ 取締役の候補者らの人的事項を株主総会の前に株主に公示

出所：デイコム・参与連帯共同記者会見報道資料「デイコムの経営透明性およびコーポレート・ガバナンス構造改善案」2000 年 3 月 7 日

社外取締役の選任に関しては、2000 年の定期株主総会では社外取締役候補推薦委員会の制度がないため、参与連帯との協議を通じて従業員株主組合（事実上労働組合と一致）と少数株主の意思を実質的に反映することにし、具体的な方法としては参与連帯と従業員株主組合、そして LG 構造調整本部が推薦する 2~3 倍数の候補リストを持ち、相互間で忌避人物を除外させる方式を選ぶことにした。取締役会の構成は全部で 8 名、そのうち半分の 4 名が社内取締役、残りの 4 名が社外取締役、社外取締役のうち 1 名は従業員持株組合=労組、1 名は参与連帯が推薦することに最終的に合意したが、労組が放棄したため、2 名とも参与連帯が推薦することになった。とくに、定款の変更まで至ることはできなかったものの、最終合意文

には従業員持株組合と少数株主が社外取締役1名を推薦する権利を持つことが明記された⁹³。

さらに、最も注目になる監査委員会の構成や権限を見ると、3人以上の委員からなる監査委員会はまずその3分の2以上は社外取締役で構成されることになっていた。さらに、海外DB（株式預託証書）の発行または合弁投資者に発行株式総数の30%を超過しない範囲内で新株を発行する場合、募集外の方法による転換社債、新株買取権付社債を発行する場合、自己資本の5%以上に該当する外国法人または団体の株式・出資持分・その他海外資産の取得の場合、資本金の10%または100億ウォンのうち少ない金額の系列会社間の出資、資金貸与、保証、資産の取得の際、事業年度売上高の3%に当たる系列会社間の商品取引の場合などは、必ず監査委員会の事前の承認を受けるようにした。

3.3 三星電子

1999年の株主総会の前に、参与連帯は、SKテレコムとの間で事前交渉を通じて手に入れることができた監査委員会の設置、社外取締役の推薦、100億ウォン以上の内部取引の際の社外取締役の承認の義務化などといった一連の成果を基に、三星電子との協商を試みた。しかし、三星電子側の拒否のために交渉が成立できなかった。三星電子はあまりにも自信があったため、参与連帯との事前対話そのものを拒否した。

1999年株主総会に参加して、参与連帯はスローガンを叫ぶのではなく、取締役会がどのような決定を行ったかを立証した。資本主義的な方法によっても問題企業に対して問題提起を行うことができることを最初に示した歴史的な出来事であった。これによって、心情的には同意したが、方法論には同意できなかった国民・財閥・政府にも、市場メカニズムを利用した合理的な改革運動も可能であることを見せることができ、参与連帯の活動は説得力を持つようになった。

2001年2月1日、参与連帯は、同年3月に開催される三星電子定期株主総会に取締役選任の件を上程するよう株主提案を提出した。参与連帯は、国内外少数株主と機関66名から持分1.19%（181万4311株）を確保し、取締役推薦に関する株主提案を行い、取締役候補として世宗大学全ソン Chol 世界経営大学院長を推薦した。参与連帯との競り合いの中で、三星電子はアメリカ系最大株主であるキャピタル・ファンド（10%）に応援を要請したが、その代価としてキャピタルが推薦する社外取締役1名を受け入れざるを得なかった。

その背景には、金融系列会社である三星生命が三星電子の8%という莫大な持分を持っているにもかかわらず、公正取引法上の30大企業集団に対する規制措置として、議決権を行使することができなかったことが存在していた。このことが後述する金融系列会社（ノンバンク）

⁹³ 社外取締役過半数規定などの株主権の強化という参与連帯の提案をLGグループ側が受容したことによって、参与連帯が当初提案した定款における累積投票制の採択は撤回され、またLG側からの社長推薦委員会および理事長制度の廃止は受け入れられることになった。後者の問題はダイコム労組とLG側との対立の焦点の一つであったが、参与連帯はLGグループの提案を受容し、労組に対して説得を行なった。

の持分に議決権を認めるよう公正取引法を改定することを、財界が積極的に推進する決定的なきっかけとなった。

3.4 現代重工業

現代重工業は、2000年初頭に起こった現代グループの経営権争いの際に、系列会社支援の拒否の名分を得るために、参与連帯を利用しようとした。そのため、参与連帯は、1999年の株主総会の際に冷たい対応を受けたのと対照的に、2000年の株主総会には身に余るほどの友好的な対応を受けた。

2000年においては、現代電子に対する債務保証の問題が発覚し、一人の社外取締役がブックバック・オプションの支給に反対することによって、取締役会が12時間に及ぶ異例の状況になったが、議論の末に、契約であるため支給はするが、その代わりに現代電子に訴訟を提起することが決定された。これをきっかけに現代重工業の系列分離が順調に進められるようになった。

3.5 KT 定款の改定

2002年6月27日、参与連帯は、KTの臨時株主総会においてKTの民営化措置を完成する定款改正案が取り上げられることを考慮し、KTの統治構造改善のための定款改正案を提案した。

参与連帯が提案したKT定款改正案は、取締役会、特に社外取締役の役割の強化、過度な経営権保護の回避と合理的な評価および報奨体系の整備、少数株主の権益保護に重点が置かれた。その主要な内容を見ると、以下の通りである。

第1に、取締役会、特に社外取締役の役割の強化と関連して、「統治構造改善のためには何よりも取締役会の役割が重要である。特に最高経営者（CEO）をはじめとする常任取締役は常に代理人問題を発生させることができるため、それをけん制するためには独立的社外取締役が実質的に経営を監督し、責任を問うことができなければならない」という認識の下で、次の規定を取り入れることを提案した：①社長推薦委員会の廃止、最高経営者の選任の際の取締役会の自立性の保障および責任の強化、②最高経営者と取締役会議長との分離、取締役会議長の社外取締役の中での選任、③5%持分以上の大株主（特殊関係人を含む）および子会社との一定金額以上の取引に対する社外取締役の過半数以上の事前承認、④監査委員会の独立性の向上、社外取締役のみによる構成、外部専門家の活用。

第2に、過度な経営権保護の回避と合理的な評価および報奨体系の整備と関連して、「専門経営人体制の定着を支援するが、経営陣のモラル・ハザードをもたらしかねない過度な経営権保護装置を排除すると同時に、過度な経営権の保護装置は筆頭株主が登場した場合に筆頭株主の経営権防御手段として悪用される余地があることに注意しなければならない」という認識の下で、①経営陣に対する社外取締役と株主の監視・けん制が作動できるように合

理的な評価および報酬体系を構築する、②優先株の普通株への転換についての規定は導入しないことが望ましい、③報酬委員会の設置および報酬支給の内訳を公開、合理的な報酬体系の整備および個別取締役別の支給内訳を公示する、ことなどを提案した。

第3に、少数株主の権益保護と関連して、「会社の所有者および経営人に対する最後の監督責任者としての経営陣から株主の権利が保障されなければならない」という認識の下で、①取締役候補推薦委員会が社外取締役候補の推薦の際に少数株主の意見を積極的に考慮するように規定すること、②累積投票制の実施、③中間配当の実施、などを提案した⁹⁴。

それと同時に、参与連帯は、政府の情報通信部とKT経営陣との面談を通じて、上記のKT定款改定の建議案の趣旨を説明し、KTが積極的に取り入れるよう働きかけた。

ところが、2002年8月20日に開かれたKTの臨時株主総会においてKT経営陣が提案した定款改正案には、参与連帯の提案は十分に取り入れられていなかった。その具体的な内容を見ると、次の通りである。第1に、社長推薦と関連して、既存の社長推薦委員会制度を維持し、社長が社外取締役の同意を得て、推薦する候補だけが常任理事の候補になれると規定していた。第2に、筆頭株主との取引を規制する証券取引法の場合、取締役会の承認対象の取引基準があまりにも大きいため（単一取引は資産または売上高の1%、当該年度取引総額は資産および売上高の5%）、実効性がないことに対して、参与連帯は特殊関係人の範囲を拡大し（KTの系列会社および5%以上の持分保有大株主とその特殊関係人）、承認対象基準も強化し（100億ウォン以上の単一または継続取引）、全取締役でなく社外取締役の過半数の承認を得るようにするなどの内部取引監視装置を定款に取り入れることを求めたが、これは規定されていなかった。第3に、取締役および経営陣に対する評価および報酬問題を扱う報酬委員会は明示されなかった。第4に、社外取締役の情報接近および外部専門家の活用保障、中間配当の実施、株式および株式関連社債を第3者に配当する際の実行取締役会または社外取締役の承認要件の強化、取締役会決議による株式買収選択権（ストックオプション）の付与の際の次期株主総会での承認要求、などの統治構造改善および少数株主の保護のための主要事項が明記されていなかった⁹⁵。

4. 集団訴訟制や累積投票制の法制化の推進

コーポレート・ガバナンス改革の議論の開始時点から、参与連帯は、一貫して集団訴訟制と累積投票制の導入を積極的に主張してきた。

1999年11月11日、参与連帯は、1999年9月にコーポレート・ガバナンス構造改善委員会によって作成された模範規準案を基に関連法の改定案が立法予告された時、その内容が過

⁹⁴ 参与連帯「KT統治構造改善のための定款改正案を提案」、「参与連帯のKT定款改定案の提案」2002年6月27日

⁹⁵ 参与連帯「統治構造改善に対する意志が見られないKT定款改正案」「KTの経営陣の提案した定款改正案および参与連帯提案の改定案との比較表」2002年8月19日

去に比べてかなりの部分において少数株主の権利を強化する側面を持っているが、適用対象企業を極めて制限しており、監査委員会や社外取締役推薦委員会の場合、筆頭株主からの独立が保証されがたい不十分な部分が残っているということから、適用対象企業の拡大、累積投票制の義務化、代表訴訟の単独株主権化を主張した。また、株価操作、内部者取引、善意の投資者に対する監査人の責任、不誠実公示に対する責任などを追加して、各種証券詐欺に伴う損害賠償訴訟の場合にも集団訴訟を可能にすることを意見請願した。

2000年10月16日、民主党の金民錫議員ほか28名の同意を得て、「証券関連集団訴訟に関する法律」の立法を国会に請願した。また、同日、金民錫議員ほか27名の同意を得て、「商法」改定の請願を出したが、そこで取締役選任の際における累積投票制の義務化を要請した。さらに、同様に28名の国会議員の同意を得て、社外取締役制度の改善や少数株主権の拡大を骨子とする「証券取引法」および関連法令の改定請願を行った。

また、2000年12月7日、参与連帯は「累積投票制の義務化と証券集団訴訟制の導入を要求する経済・経営・法学教授、弁護士など専門家1千人の署名」結果を発表した。さらに、2000年12月20日に「累積投票制の義務化と証券集団訴訟制度の立法を要求する国会議員34名と参与連帯共同記者会見」を開き、12月21日に関連法案を上程した。

まず、集団訴訟制や単独株主権の導入に関連しては、企業の背任行為に対するいくつかの代表訴訟の準備過程において、代表訴訟の成立要件に相当する少数株主を集めることがほとんど不可能であったため、挫折したことがその背景にある。2001年2月21日には国会議員会館において「粉飾会計の根絶と外部監査制度の改善のための緊急討論会」を開催し、粉飾決算と不良監査を防ぐ最も強力な規制装置になれることが強調された。

累積投票制導入についての要求は、2000年1月の商法改定によって社外取締役を取締役会の半分以上にしなければならないという義務条項が定められたものの、あくまでも社外取締役の選任が依然として筆頭株主によって牛耳られる状況の下では、社外取締役制度そのものは量的に半分以上まで増えても、形式的なものに止まらざるをえなく、コーポレート・ガバナンスの改善という本来の目的は達成できないという判断からである。株主総会への積極的参加や社外取締役の選任などに関しては主に三星電子に集中しているが、2001年3月末の三星電子株主総会に社外取締役の候補を推薦できたことが精一杯で、現行の制度上では参与連帯が推薦する社外取締役を取締役会に入れることは全く不可能に近いものである。そのため、参与連帯は2000年10月から累積投票制の義務的導入を法制化するための署名運動を展開した⁹⁶。

⁹⁶ 『毎日経済新聞』2001年6月4日

5. 持株会社の設立要件の強化

参与連帯は財閥によって執拗に主張されている持株会社の設立およびその要件の緩和に対して、1998年から数回にわたって反対の意見を表明した。背景にある考え方は、以下の通りである。

「問題の本質は財閥総帥が誰の監視や統制も受けずに、意思決定権を独占することであり、財閥総帥の決定を執行する機構にあるのではない。それに対して、財閥側からは持株会社制度の活性化をその代案として提示される可能性が高い。すなわち、現行公正取引法上の持株会社制度に対する制約要件（持株会社の負債比率 100%未満、持株会社の子会社所有比率 50%以上（上場企業の場合 30%以上）、孫会社禁止、子会社として一般企業と金融機関の同時保有禁止、連結納税認定のための所有比率の条件など）を緩和することによって、持株会社が現在の構造調整本部や社長団会議の機能を明示的に代わるよう要求するだろう⁹⁷」が、「公正取引法上の持株会社設立要件は持株会社本来の長所を生かせるよりはわずかな持分しか保有していない財閥総帥が系列会社持分を経由して、グループ全体を独断経営する財閥構造の問題をかえって悪化させるおそれがある。特に持株会社の子会社持分保有下限を上場子会社の場合は 30%、非上場子会社の場合は 50%に極めて低く設定することは持株会社形態のうち最悪のものであると言える」⁹⁸。

6. 財閥に対する規制緩和に反対

2001年に入ってからはいそれまで財閥を規制してきた公正取引法の改定に対する阻止および抗議の活動が加えられた。2001年5月31日、政府と与党は「企業規制緩和方案」を発表した。これらを1997年IMF経済危機から始まった財閥改革の後退あるいは最終的放棄として受けとめた参与連帯は猛烈な抗議活動を展開した。

その中で、2001年8月13日、政府の「公正取引法改定案」が立法予告された。さらに、財界の建議事項を大いに取入れ、11月15日に政府最終案が提出され、12月17日に国会政務委員会を通過した。公正取引委員会は公正取引法の改定に伴い、その施行に必要な事項の規定などのために同法の施行令改定案を2002年1月26日に立法予告した。その改定において焦点となったのは、第10条に規定されている出資総額制限制度の緩和と第11条に規定されている財閥所属金融保険会社の系列会社株式に対する議決権制限の緩和であった。

⁹⁷ このような見解は、財界の持株会社設立許容の要求を、「秘書室を陽性化する手段として（純粋）持株会社の許容を要求している」とする金基原（「純粋持株会社の許容の問題点と許容条件」1998年6月）の主張の延長線にあるものである。

⁹⁸ 金相祚（参与連帯経済民主化委員会副委員長）「現代事態を通じて見た財閥改革の新たな課題—所有・統治構造の改善のための代案—」2000年4月10日

7. 銀行法改定に反対

2001年10月26日参与連帯は、同年10月6日に立法予告された銀行法改定案を検討し、銀行株式保有限度を拡大することに対して反対するという意見書を財政経済部に提出した。

その意見書で参与連帯は、銀行株式保有限度を10%に拡大し、金融専門家への転換計画に対する承認を条件に4%超過分に対する議決権行使を許容することと、10%超過保有も許容することに反対した。また、参与連帯は、政府が提示している銀行株式保有限度拡大の主要論拠の一つが内国人に対する逆差別の解消となっているが、現行銀行法において4%を超過して銀行株式を保有できる外国人は金融機関または金融持株会社に限定されているため、逆差別解消を口実に国内産業資本に10%まで銀行株式の保有を許容することには説得力がないと指摘した。さらに、このことは「産業と金融の分離」原則を崩すことによって、該当銀行のリスクと国民経済全体のシステムリスクを高めることになることに反対の理由を見出した。

さらに、前日の10月25日、同年10月5日に立法予告された証券投資信託業法（投信業法）改定案と証券投資会社法の改定案を検討し、財閥系列投信社とミューチュアル・ファンドが信託財産に保有している系列会社の株式に対して、経営権の変動関連事案の場合に議決権行使を許容することに反対するという意見書を財政経済部に提出した。財閥系列投信社と投資会社（ミューチュアル・ファンド）が信託財産で保有している系列会社株式に対する議決権の行使と関連して、系列会社の合併、営業譲渡・譲受、役員を選任など経営権の変動関連事案として信託財産の損失が予想される場合には議決権行使を許容する方向で現行の制限規定を削除することに反対を表明した。

その理由を、参与連帯は、財閥系列投信社とミューチュアル・ファンドの場合、投資者に対する義務（忠実義務）と財閥総帥に対する義務（経営権の防御）との間での利害衝突の問題に逢着する可能性が高く、その場合財閥総帥の系列会社に対する経営権の防御と系列会社への支援のために投資者から預かった信託財産を悪用する恐れがあることに見出した。さらに、投信会社が信託財産で保有できる系列会社株式の保有限度を7%から10%へ拡大することをあわせて考慮すると、財閥系列投信会社が系列会社に対する財閥総帥の経営権防御のために系列会社株式を保有する割合をさらに高めることができ、結果的に信託財産の運用の危険負担を加重させることになるため、改定に反対を表明した。

2002年2月26日国会財政経済委員会は法案審査小委を開き、同一人の銀行株式保有限度を4%から10%へ拡大することを骨子とする銀行法改定案に合意した。小委は参与連帯からの問題提起を受け入れ、産業資本の場合には現行規定通りに保有限度を4%に制限し、追加的に確保する株式保有分に対する議決権の放棄覚書を提出し、企業の健全性が担保される場合、金融監督委員会の承認を得て10%まで銀行株式を保有できるようにした。さらに、大株主に対する資金提供の限度を銀行自己資本の25%に縮小、銀行が大株主が発行した株式を取得する場合自己資本の1%以内に制限し、銀行と大株主との間における資金取引の際には社外取締

役が参画する取締役会全体の賛成を通じて行うことなどを改定案に含めることにした。結局のところ、特定産業資本による銀行の私金庫化を防止するために参与連帯が反対してきた銀行法改定が成立し、2002年4月に施行されることになった。

これと関連して、参与連帯は、多様な迂回的な手段を通じる産業資本の銀行支配を根本的に遮断するために、銀行法上「事実上支配」概念が導入されることが必要であることを問題提起した。というのは、銀行法上の同一人の概念が親姻戚などの血縁関係者と公正取引法による企業集団に基づいているため、個々のコンソシアム参加企業は4%の同一人保有限度を超えず、銀行法上同一人でないこれらの企業が経営委員会を構成し、それを通じて経営権を行使することは談合による事実上の支配に該当しないからである。ところが、参与連帯によれば、改定銀行法では同一人の保有限度という事前的基準にだけ注目しており、既存の銀行法に存在していた「事実上の支配」という表現まで削除されている。したがって、改定銀行法によって産業資本が多様な手段を通じて銀行を支配できる余地が一層広がった。そのため、参与連帯は「事実上支配という不確定概念を通じて、同一人の株式保有限度を制限することが、金融監督機関の監督権限の拡大と共に、多様に変化する現実を調律できる重要な手段である」ため、それを放棄することは事実上監督と規制を放棄することに他ならないとした⁹⁹。

第4節 公益訴訟及び財閥改革のモニターの記録

参与連帯によって、1997年から2004年1月末までに行われてきている、公益訴訟および企業活動や財閥改革のモニターを時系列的にまとめると、以下の図表3-57の通りである。

図表3-57 参与連帯による公益訴訟および財閥改革のモニター

月日	内容	訴訟の現況
1997年		
4.5	第一銀行株主総会総会屋3人を業務妨害で告発	無嫌疑処分
5.6	第一銀行株主総会決議の取消訴訟	1審勝訴/2審裁量棄却
6.3	第一銀行株主代表訴訟	1審勝訴/2審勝訴
6.24	三星電子転換社債発行無効請求訴訟 および処分禁止仮処分	1審本案敗訴/2審本案敗訴/最高裁上告、 仮処分1審勝訴/2審進行中
7.24	第一銀行など6つの銀行内部取引嫌疑で告発	無嫌疑処分
1998年		
1.12	第一銀行減資に関連して、取締役の職務執行停止仮処分申請	棄却
1.16	第一銀行減資に関する公式書簡をIMFに伝達	
2.11	SKテレコム、三星電子の経営正常化のための少数株主の要求事項を提示	
2.11	財界合意事項の遵守要求および定款改定案の提案	
3.20	取締役会議事録の閲覧を拒否した三星電子に過怠料賦課申請	300万ウォン過怠料の決定
3.27	SKテレコム-参与連帯の要求事項を受容	
4.21	三星電子取締役会議事録偽造嫌疑で李健・氏などを告発	無嫌疑処分

⁹⁹ 参与連帯「銀行法上『事実上の支配』概念の必要性」2002年3月

月日	内容	訴訟の現況
6.11	三星電子・電管・電気・自動車の代表取締役会らを外資導入法・外換管理法違反で告発	無嫌疑処分
6.18	持株会社設立に反対声明	
7.21	韓国通信保有 SK 株式売却関連声明	
7.27	不良経営主と取締役の代表取締役への就任を禁止する特別法の立法請願	
8.11	持株会社の反対記者会見	
10.15	崔スンヨン新東亜グループ会長を告発	
10.16	5 大財閥企業の経営陣 84 名の告発	
10.20	三星電子株主代表訴訟	1 審勝訴
1999 年		
1.14	5 大財閥少数株主の要求事項発表記者会見	
3.20	三星電子、SK テレコム、(株) 大宇、現代重工業の株主総会への参加	
5.10	現代重工業株主総会決議取消訴訟	1 審棄却、2 審裁量棄却
5.12- 6.23	現代証券との不取引運動キャンペーン (7 次)	
5.13	財閥のデイコム、韓国重工業買収阻止のための市民団体労働組合共同記者会見	
5.19	三星電子株主総会一部決議取消訴訟	裁量棄却
5.31	(株) 大宇株主代表訴訟	進行中
6.2	LG グループのデイコム株式偽装保有疑惑に対する調査を要請	
6.9	現代電子株価操作に関連して鄭氏一家を告発	無嫌疑処分
6.29	ノンバンク所有統治構造改革のための討論会	
6.29	第一銀行減資命令処分一部取消請求訴訟	棄却
7.1	現代重工業による女性株主に対する過度なボディチェックについての慰謝料請求訴訟	2000 年 11 月 24 日勝訴 (100 万ウォン支給判決)
7.6	三星生命偽装持分所有や脱税に対する調査を要請	
8.9	粉飾会計に関連してチョンウン会計法人を相手に損害賠償請求訴訟	進行中
8.23	SK グループの SK テレコム持分買収に関連した立場表明	
9.9	LG グループのデイコム株式多量保有報告義務違反について質疑	
9.15	現代株価操作、三星便法相続、大宇構造調整関連市民団体労働団体共同記者会見	
10.12	現代電子株価吊り上げによる被害者損害賠償請求訴訟	1 審勝訴
11.12	コーポレート・ガバナンス構造改善案の立法請願	
11.17	三星 SDS BW 低値発行に関連して、取締役らを背任罪で告発	無嫌疑処分/憲法訴願
12.1	三星 SDS BW 処分禁止および新株発行禁止仮処分申請	1 審棄却/2 審引用認容決定
12.13	証券集団訴訟制の導入要請教授・弁護士共同声明	
2000 年		
1.5	三星 SDS BW 発行無効訴訟	進行中
3.7	デイコム経営透明性およびコーポレート・ガバナンス構造改善案の発表	
3.10	三星電子株主総会議決権行使に関連して、機関投資家に協調要請	
3.16	SK テレコムと 2000 年定期株主総会立場最終調整	
3.23	現代重工業株主総会に参加	
3.31	金融監督院に現代重工業特別監理要請	
4.10	「財閥改革の課題」討論会の開催	
4.24	現代投信の不法資金運用実態発表記者会見	
5.8	証券社の株主総会同時開催是正要求	
5.17	LG 化学系列会社株式高価買収疑惑に関わる資料の提供を要求	
6.7	LG グループの不当株式取引に対する調査を公正取引委員会に要請	
6.28	現代電子自社株売却に関する虚偽公示について金融監督院に調査要請	
6.28	三星電子便法譲与認定した高裁判決に沈黙デモ	
7.28	財閥所属金融保険社の不法議決権行使に関連して、追加制裁を要請	
8.9	現代投信の「バイコリア」不法運用損害賠償訴訟	進行中
8.12	宋子教育部長官に三星電子社外取締役関連質疑	
8.23	宋子教育部長官の三星電子株式買収と解任要求	
9.18	三星電子-ソウル通信技術不当支援行為について公正取引委員会に調査要請	

月日	内容	訴訟の現況
9.28	三星グループ8社のベンチャー企業に対する調査を公正取引委員会に要請	
10.6	「正しい社外取締役制の運営のための課題」討論会開催	
10.16	累積投票制の義務化と証券集団訴訟制導入などの立法請願	
11.2	粉飾会計に関連して、東洋総合金融社およびサムイル会計法人相手に損害賠償請求訴訟	進行中
11.7	集団訴訟制・累積投票制の義務化書名運動の拡散	
11.17	兄弟系列会社の支援を通じる現代建設の再建案に反対	
11.23	三星自動車負債分担保決議に関連して、三星電子取締役らを相手に違法行為維持仮処分	違法行為維持仮処分進行中
12.20	累積投票制・集団訴訟制の導入についての国会議員・参与連帯共同記者会見	
2001年		
2.1	三星電子社外取締役に全ソン Chol 院長を推薦	
2.21	粉飾会計の根絶と外部監査制度改善のための緊急討論会	
2.23	三星の李在溶氏の経営失敗責任転嫁で5000億ウォン時価損失	
2.23	三星電子：参与連帯推薦社外取締役に反対表示された委任状署名を強要	
3.6	故意に財産隠匿した公的資金投入金融機関の大株主などを告発	
3.21	粉飾会計金融機関・企業および会計法人を検察に告発	
3.23	ワークアウト企業に対する特別監理要請	
3.28	公的資金投入金融機関の不良責任者の名簿および司法処理状況を1次公開	
4.6	相次ぐ財閥3世一系系列会社間の取引、不公正な内部取引の調査要請	
5.2	預金保険公社と金融監督委員会を相手に行政訴訟	
5.9	現代建設一三一会計法人に対する特別監理要請	
5.23	財閥改革政策の後退に対する参与連帯の立場表明	
6.1	企業規制緩和案＝財閥改革原則の後退	
6.4	三星構造調整本部の要求で三星系列会社が三星自動車損失を分担	
6.15	国税庁、三星李在溶氏などが出した譲与税の不服請求に対して不採択決定	
7.4	高等裁判所、李在溶氏への便法譲与認定	
8.30	コーポレート・ガバナンス構造の悪化をもたらしかねない公正取引法改定に反対表明	
9.3	三星 SDS 経営陣を背任罪で再告訴	
9.17	現代証券、AIG に対する特恵的新株発行禁止要求：仮処分申請	1 審棄却、2 審進行中
10.23	政府の財閥政策に対する労働市民社会団体共同声明	
10.24	ソウル高等裁判所、参与連帯が告発した粉飾会計事件の再捜査を決定	
10.26	銀行法など財閥金融関連法改定立法予告案に反対意見を提出	
11.21	公務執行妨害罪で三星構造調整本部関係者を告発	
11.26	三星グループと公正取引委員会を相手に一人デモに突入	
11.27	公正取引法11条改悪案＝M&Aを通じる資本市場の活性化を廃棄するもの（論評）	
12.3	（声明）公正取引法第11条改悪案の最大受害者は三星グループ	
12.14	（論評）公正取引法第11条改定案の通過責任はチョンワデが負うべき	
12.27	三星電子株主代表訴訟の勝訴、巨額賠償判決	
2002年		
1.25	系列会社間負債保証：現代重工業勝訴	
1.28	公正取引法の施行令改定案、出資総額制限制度機能完全喪失	
2.4	現代証券のバイコリアファンド不法運用に対する損害賠償合意	
5.3	韓化グループによる大韓生命の買収の便法性を告発	2002年12月12日棄却決定
6.3	現代自動車グループの便法的後継体制を告発	現代自動車を取り止め
10.1	LGグループ総帥一家とLG化学との間におけるLG石油化学株式の不当取引 株主訴訟の準備	
10.10	出資総額制限に関連して公正取引委員会の情報非公開処分の取消を求める行政訴訟を提起	
10.15	大韓生命の買収のために行われた韓化グループの粉飾会計の嫌疑を告発	
10.23	SKグループとJPモーガンとの間におけるSK証券取引の違法性を告発	
11.6	斗山グループの特恵的BW発行の疑惑を告発	2003年2月28日消却決定
11.7	公正取引委員会に6大財閥の非公開大規模内部取引の内訳についての情報公開を請求	
12.11	（株）斗山の特恵的BW発行について金融監督院に追加調査を要請	
2003年		
1.8	SKグループ崔泰原会長らのJPモーガン裏面取引を背任罪で告発	
1.27	LGC 具本茂会長などの前現職取締役達を対象に株主代表訴訟を提起	

月日	内容	訴訟の現況
2.4	斗山グループによる 500 億ウォンの不公正な内部取引を告発	
2.24	財閥グループの不公正な内部取引と便法的な譲与、背任嫌疑などについての調査を要請	
3.17	SK グローバル債券銀行団に系列会社支援要請に反対する公文を発送	
3.25	金融監督委員会に SK グローバル債権銀行団に対する調査要請	
5.27	現代産業開発による海外 BW 発行を告発	
6.17	孫会長の SK 系列会社の取締役職および全国経済人連合会会長の辞退要求集会	
7.3	現代建設 (1998) 不良監査嫌疑で三逸会計法人に対する特別監理要請	
8.19	公正取引委員会に対する出資総額制限関連情報非公開取消行政訴訟 勝訴	
8.28	ソウル保証保険、預金保険公社に三星自動車負債に対する法的措置を要求	
9.17	生命保険社上場案の取引所上場規定化意見書を金融監督委員会に提出	
11.3	三星自動車の損失金に関連して債券銀行団に法的措置を要求	
11.20	三星電子の株主代表訴訟 2 審勝訴	
11.25	公正取引委員会の金融取引情報要求権の時限延長を要求	
12.1	エバーランド CB 発行を検察起訴、他の系列会社に対しても再調査を要求	
12.4	96 億ウォンの CB 発行についてのエバーランド取締役会決議の無効を主張	
12.10	現代電子株価吊り上げ損害賠償訴訟 2 審勝訴	
12.16	LG 系列会社の LG カード債の買収は背任行為に該当するという意見表明	
12.17	国会に公正取引委員会の金融取引情報要求権の常設化を要求	
12.22	三星カード・LG カードに対する不当支援に対する立場表明	
12.30	三星の系列会社投資限度の緩和要求は不当であるという立場表明	
2004 年		
1.15	李健熙・具本茂会長など 4 大グループ 11 名を告発	
1.16	李健熙会長と取締役 5 名、三星電子に 200 億ウォンを賠償	
1.20	LG 電線の大株主 25 名を未公開情報の利用の嫌疑で告発	
1.27	LGCI の取締役に対する株主代表訴訟	

第 5 節 模索と展望

韓国におけるコーポレート・ガバナンスの改善における参与連帯の役割は、驚くほど大きなものである。企業側とのインタビューにおいても参与連帯の活動を常に意識していることが伺われ、その活動によって多くの企業がコーポレート・ガバナンスの改善に真剣に取り組むことになり、実際に大きな変化が見られるようになった。

参与連帯などの活動の影響を受けて、少数株主による独自の権益保護の動きも多く見られるようになった。たとえば、大宇重工業と大宇電子、(株)大宇の粉飾会計と関連して、少数株主 (126 名) は 2000 年 10 月 23 日、これらの企業や金宇中前会長と会計法人 (山東会計法人) を相手に 36 億 8400 万ウォンの集団損害賠償を起こした。さらに 2001 年 3 月 13 日、大宇電子少数株主権利確保運動本部林代表を社外取締役 5 名のうち 1 人として推薦した。これに対して林代表は「大宇電子の少数株主の株式保有は 90%以上であり、少数株主運動本部の会員 2 万名の株式保有も 20~30%になる」とし、「少数株主の代表が社外取締役に選任されることは当然なことである」と語った。その他にも自発的な少数株主の動きが多く見られるようになった。このことも参与連帯の活動の大きな成果の一つである。

ところで、1997 年の第一銀行の取締役らに対する代表訴訟から始まった参与連帯経済改革センターの活動は、見直しおよび転換が模索されている。そこにはこれまでの株主総会への

参画や訴訟を通じる活動がある程度限界にぶつかっているという判断からである。というのも、参与連帯などによるコーポレート・ガバナンス改善のための積極的な活動もあって、IMF 経済危機後、企業の透明性を高めるための多くの企業改革（結合財務諸表、社外取締役制、監査委員会制、不公正な内部取引に対する規制強化、企業公示対象の大幅な拡大）が行われ、企業の透明性をめぐる企業と市場の環境が驚くほど多く変化したからである。さらに、証券市場の時価総額に占める外国人投資家の割合が 97 年末の 14.6%から 2001 年末には 30%、さらに 2003 年末には 40%を超えることになり、以前のようなオーナーの独断による経営や常識はずれの意思決定については株価暴落という代価を払わざるを得ない状況になりつつあるからである。

まず、株主総会への参画については、機関投資家にその役割を期待する方向で進路を模索している。すなわち、主要株主であると同時に債権者である金融機関が産業資本に対する監視機能という本来の役目を取り戻すことが必要であるという判断から、2002 年には、銀行機関の株主総会に参画した。

次に、法制度の改善に力を入れている。商法・証券取引法の部分的改定によって得られた成果を生かし、新しい法に切り替えていく方式が取られている。たとえば、証券集団訴訟制の法制化とその規定の緩和推進、累積投票制の義務的導入の法制化などが挙げられる。

最後に、原則的に個別企業についてのモニタリングは市場の参画者がやるべきものであるものため、それを支援する機構として「良きコーポレート・ガバナンス構造研究所（Center for Good Cooperate Governance）」を発足させ、金柱永弁護士が所長を担当することになった。上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する情報を最低限の費用を受けて、提供するという計画を立て、アメリカの ISS やイギリスの PIRC のような役割が期待されている。個別企業についてはまず 49 の上場法人のレポートを作成し、機関投資家らに提供し、単なる筆頭株主の挙手機会でなく、意見を述べさせるための情報を提供するという。現在、CGCG は、ボランティアや非専門家でなく、実務的なキャリアを持っている会計士 1 名、弁護士 2 名と常勤アシスタント 2 名の合計 5 名からなっている。参与連帯は「CGCG は市場に直接関連された事案に重点的に対応し、従来の経済改革センターは法制度の改善などに重点を置いた活動を展開する」という役割分担を図ろうとしている。さらに、盧武鉉新政権の経済政策・財閥政策作成の中核的メンバーが参与連帯のメンバーであることから、政策基調が参与連帯の活動路線と一致しているため、その役割は一層大きくなると推測できる。

参与連帯が長年主張してきた証券関連集団訴訟制が法制化され、また多くの企業が 2004 年度の定期株主総会において累積投票制の導入を決めている。これらの新しい変化が、外国人投資家の割合が 40%を超えている状況の中で意味するものは多い。公正な市場経済の確立を目指している参与連帯の活動方針が、どのような成果と結果をもたらすが、今後の韓国経済の変化に大きな意味を持つことは間違いない。

第3章 外国資本

第1節 外国人への市場開放

1992年1月の開放からこれまでの外国人に対する上場株式投資限度の開放度の推移は、以下の図表の通りである。

図表3-58 上場株式投資限度の開放度の推移

(単位：%)

		92.1 開放	94.12 1次	95.7 2次	96.4 3次	96.10 4次	97.5 5次	97.11 6次	97.12 7次	97.12 8次	98.5 9次	00.11
全体 限度	一般 法人	10	12	15	18	20	23	26	50	55	廃止	・
	公共 法人	8	8	10	12	15	18	21	25	25	30	40
1人 限度	一般 法人	3	3	3	4	5	6	7	50	50	廃止	・
	公共 法人	1	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3

出所：全国経済人連合会「外国人投資の動向と示唆点」2003年11月26日

このように、外国人投資家への市場開放は1997年経済危機以降に急速に進展し、2003年末においては一般法人に対する外国人の上場株式投資限度は廃止されており、公共法人に対する投資限度だけが存在している状態である。また1998年2月には構造調整の促進のために敵対的M&Aが完全に許容されることになった。それまでは外国人による2兆ウォン以上の企業に対するM&Aの際には財政経済部長官の許可が必要であったが、そのような規制が廃止されたのである。

第2節 外国資本の進出

韓国の資本市場が本格的に開放されることになった1997年末のIMF経済危機直後の1998年初頭から2001年末までの、外国資本が占める割合の推移を見ると、以下の図表の通りである。

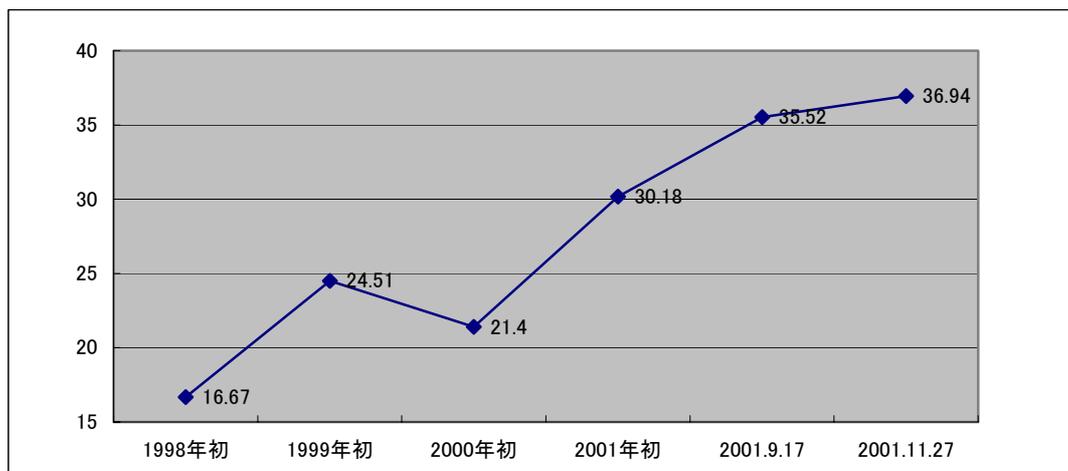
図表3-59 外国人株式保有の推移

(単位：百万株、億ウォン、%)

区分		1998年初	1999年初	2000年初	2001年初	2001.9.17	2001.11.27
市場全 体	時価総額	723,540	1,377,984	3,495,039	1,931,150	1,717,345	2,466,924
	上場株式数	9,031	11,444	17,326	19,639	19,514	19,417
外国人	保有金額	120,631	337,761	747,911	582,758	609,952	911,198
	保有株式数	823	1,235	2,107	2,677	2,829	2,771
	時価総額比率	16.67	24.51	21.40	30.18	35.52	36.94
	株式数の比率	9.11	10.79	12.16	13.63	14.50	14.27

出所：証券取引所「外国人上場株式保有現況」2001年11月29日

図表 3-60 IMF 危機以降の外国人保有株式時価総額比率の推移



出所：証券取引所「外国人上場株式保有現況」2001年11月29日

上記の表と図に見られるように、外国人が保有する上場株式の割合は、1998年5月23日に外国人投資限度が撤廃されたため、1998年初頭から2001年末までのわずか4年間で、上場株の時価総額ベースで、2倍以上の増加を見せた。外国人の株式保有割合は2001年11月末をピークに少し揺れを見せているが、平均的に35%以上の高水準を保っている。これは、他の国の状況と比べて、極めて高い割合である。その後の推移を見ると、以下の図表3-61の通りである。

図表 3-61 2002年以降の外国人株式保有の推移

(単位：億ウォン、百万株、%)

区分	2001.11.27	2001.12	2002.4	2002.9	2002.12	2003.4	2003.12	2004.2	
市場全体	時価総額	2,466,924	2,558,501	3,258,105	2,631,982	2,586,808	2,479,215	3,888,484	
	上場株式数	19,417	19,578	20,457	25,958	26,463	21,976	23,662	23,488
外国人	保有金額	911,198	936,982	1,186,870	919,416	931,607	852,631	1,425,341	1,658,154
	保有株式数	2,771	2,869	2,997	2,992	3,0546	3,043	4,259	4,517
	時価総額比率	36.94	36.6	36.4	34.9	36.0	34.4	40.1	42.6
	株式数の比率	14.27	14.7	14.7	11.5	11.5	13.9	18.0	19.2

出所：金融監督院「外国人投資の現況」毎月から作成

1999年4月現在、韓国における外国人投資家の割合は約20%で、日本(13.4%)、台湾(8.7%)、イギリス(16.3%)、アメリカ(6.8%)より高かった¹⁰⁰。韓国におけるその割合は、上記の表の通りに、2000年5月にはすでに30%を超える規模に達し、2001年11月末に36.9%となり、2003年第1四半期現在においても35%前後となっている。後述するように、大企業の多くでは外国人投資家の株式保有が50%を超えるまでになった。株式保有の増加に伴い、

¹⁰⁰ 『我が国コーポレート・ガバナンスの新しいパラダイムの模索』1999年11月

外国人投資家はより一層経営の監視を強めていき、また企業の側でも外国資本からの投資を拡大させるために経営の透明性と企業の収益性を高めることが緊急課題となった。

2003年10月30日、外国人保有額が40.02%を記録し、初めて40%を超過した¹⁰¹。これは、韓国の株式市場が開放された1992年末の4.9%に比べると、ほぼ10倍近いものである¹⁰²。なお、2004年2月末現在外国人投資家の保有額は42.6%までに増加しつつある。

第3節 外国人投資の目的

外国人の投資を目的別に見ると、その大部分が株式投資で、直接投資の割合はわずかに過ぎない。2002年にはその割合は5.5%に止まり、同様の状況が続いた。1995年からのその推移は、以下の図表の通りである。

図表3-62 外国人投資の投資目的別現況

(単位：万株、億ウォン)

区分	95.12	96.12	97.12	98.12	99.12	00.12	01.12	02.12	03.4	
保有金額	直接投資	26,595	29,534	16,233	31,032	59,362	65,667	54,077	51,118	46,206
	株式投資	140,634	122,686	87,347	225,302	706,543	499,918	882,905	880,489	806,425
	(%)	15.9	19.4	15.7	13.8	7.8	11.6	5.8	5.5	5.4
	小計	167,229	152,220	103,580	256,334	765,905	565,585	936,982	931,607	852,631
	時価総額対比	11.9%	13.0%	14.6%	18.6%	21.9%	30.1%	36.6%	36.0%	34.4%
保有株式	直接投資	13,468	15,186	14,945	27,499	44,288	57,756	52,611	55,339	54,788
	株式投資	62,763	83,743	67,034	92,906	169,400	215,351	234,311	250,119	249,543
	小計	76,231	98,929	81,979	120,405	213,688	273,107	286,922	305,458	304,331
	上場株式対比	10.0%	11.5%	9.1%	10.5%	12.3%	13.9%	14.7%	11.5%	13.9%

出所：金融監督院「外国人投資の現況」毎月から作成。

一方、上記の金融監督院の資料とは必ずしも一致していないが、2004年1月6日に発表された産業資源部の資料によれば、外国人が工場建設や事業進出などを通じて直接投資した金額は、1999年以降継続的に減少している。その推移は、以下の図表の通りである。

図表3-63 減少している外国人直接投資の推移（申告額規準）

(単位：万ドル)

年度	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
金額	155億4200万	152億1700万	112億9200万	91億	64億6700万

出所：『毎日経済新聞』2004年1月7日

韓国政府は外国人による直接投資の促進のために、現金支援制（Cash Grant）とプロジェクトマネージャ制を2004年1月9日から導入することにした。まず、投資金額1000万ドル以上の産業支援サービス業と高度技術事業、部品・素材と投資金額500万ドル以上の研究開

¹⁰¹ 『毎日経済新聞』2003年10月31日

¹⁰² 全国経済人連合会「外国人投資の動向と示唆点」、2003年11月26日

発（R&D）分野における外国人による新・増設投資に対して現金支援を行う。支援用途は、投資購入費や賃貸料、工場などの建築費、資本財と機材・資材の購入費、電気通信などの基盤施設の設置費などである。また、プロジェクトマネージャは外国人投資相談から許認可および事業開始に至るまでの投資のすべての過程を密着支援し、投資誘致に貢献が大きいマネージャには報奨金を支給すると同時に、人事上の優遇などを与えることになっている。

第4節 外国人による株式保有状況

外国人による株式保有は、三星グループ、SKグループやLGグループなどの10大グループに集中し、それに対する影響力は高まっている。

図表3-64 主要グループ別外国人の株式保有現況（2001年）

グループ名	保有株式数（万株）		保有金額（億ウォン）		保有比率（%）	
	9月17日	11月27日	9月17日	11月27日	9月17日	11月27日
三星	29,592	31,130	190,965	284,809	50.58	52.77
現代	2,850	3,140	2,358	3,870	8.75	10.30
LG	10,661	12,585	12,276	23,754	18.79	21.55
SK	15,472	14,850	95,039	133,977	43.90	44.21
現代自動車	23,143	23,455	24,978	41,561	32.68	33.27
韓進	2,391	2,774	674	1,347	8.58	10.62
浦港製鉄	5,701	5,768	47,889	66,046	60.92	61.63
ロッテ	1,172	1,214	2,636	4,664	32.01	34.58
金湖	109	130	24	32	1.35	1.56
韓化	1,646	1,673	360	592	7.45	7.40
合計	92,738	96,720	377,198	560,651	43.66	44.54

出所：証券取引所「外国人による上場株式保有現況」2001年11月29日

また、外国人の株式保有割合が50%を上回っている企業と、外国人保有金額の上位企業を見ると、図表3-65および3-66の通りである。

図表 3-65 外国人の株式保有割合が 50%以上である企業 (2001 年 11 月 27 日現在基準)

種目名	保有金額 (億ウォン)		所有比率 (%)	
	9 月 17 日現在	11 月 27 日現在	9 月 17 日現在	11 月 27 日現在
ハンラ空調	2,547	3,450	87.07	85.04
国民銀行	35,584	101,017	67.95	70.37
電気チョザ	2,840	4,014	68.97	67.84
第一企画	2,648	3,633	62.55	62.41
韓美銀行	6,506	11,389	59.55	62.36
浦港製鉄	47,889	66,046	60.92	61.63
三星電子	141,982	206,967	57.21	59.21
エースウォン	3,143	3,715	54.77	58.20
ソウル証券	765	1,678	56.75	56.09
ハイト麦酒	4,404	5,421	53.14	54.06
グットモーニング	2,443	5,815	53.21	52.96
現代自動車	18,793	30,585	53.28	52.88
新世界	6,982	9,383	51.07	52.62
三星火災	7,570	13,300	44.75	51.07
ドクヤン産業	151	261	51.04	51.06
LG 生活健康	1,869	2,495	47.86	50.40
ネクサン・コリア	192	305	50.07	50.46
韓国シェール石油	176	178	52.72	50.25
韓独薬品	155	205	50.11	50.11
亜南半導体	1,306	2,458	52.00	49.26

出所：証券取引所「外国人による上場株式保有現況」2001 年 11 月 29 日

図表 3-66 外国人保有金額上位企業 (2001 年 11 月 27 日現在基準)

種目名	保有金額 (億ウォン)		所有比率 (%)	
	9 月 17 日現在	11 月 27 日現在	9 月 17 日現在	11 月 27 日現在
三星電子	141,982	206,967	57.21	59.21
SK テレコム	88,234	124,588	46.90	47.78
国民銀行	35,584	101,017	67.95	70.37
浦港製鉄	47,889	66,046	60.92	61.63
韓国通信公社	47,011	64,840	37.18	37.22
韓国電力	35,091	42,746	27.41	27.15
現代自動車	18,793	30,585	53.28	52.88
新韓持株会社	12,345	22,541	42.44	47.30
三星電子 (優)	9,345	14,903	61.79	65.31
三星証券	6,758	13,398	37.33	43.70
三星火災	7,570	13,300	44.75	51.07
三星 SDI	9,243	12,535	43.31	45.03
韓美銀行	6,506	11,389	59.55	62.36
S-Oil	10,172	10,825	45.12	43.36
三星電気	6,588	10,671	33.41	35.98
LG 電子	3,324	9,562	20.81	27.52
新世界	6,982	9,383	51.07	52.62
ハナ銀行	5,132	8,458	46.37	48.75
グットモーニング証券	2,443	5,815	53.21	52.96
SK	4,261	5,619	32.59	30.42

出所：証券取引所「外国人による上場株式保有現況」2001 年 11 月 29 日

このように、韓国の優良企業のほとんどにおいて、外国人の株式保有は、すでに非常に高い割合を占めるに至っている。

第5節 外国人所有比率30%以上の企業の経営状況

外国人が30%以上の持分を占めている会社が、より高い安定性、成長性、収益性を示している。12月決算上場法人（前年度対比比較可能企業516社：金融業種除外）の負債比率は2003年3月末現在で113.39%であったが、前年度末基準で外国人所有比率が30%以上であった40社の負債比率は90.94%と著しく低くなっていた。成長性の指標である売上高の増加率をみると、前者が前年度対比8.31%減少であったのに対して、後者は6.22%の増加を示した。

さらに、収益性指標である売上高営業利益率、売上高経常利益率、売上高純利益率は前者より各々5.01%ポイント、6.89%ポイント、4.57%ポイント高い数値を示し、高い収益性を示した。

図表3-67 外国人所有比率別実績状況

(単位：社、%)

区分	全体	50%以上	30%~50%	10%~30%	10%未満
会社の数	516	13	27	65	410
負債比率	113.39	40.45	135.58	99.32	163.66
売上高増加率	△8.31	2.18	8.57	△11.13	△18.44
営業利益増加率	△3.10	△10.89	12.74	△0.30	△17.98
経常利益増加率	△17.93	△25.40	15.81	△24.90	△63.47
純利益増加率	△20.72	△23.31	15.69	△31.08	△47.40
売上高営業利益率	9.44	16.20	13.49	7.59	5.51
売上高経常利益率	8.17	15.18	15.00	6.93	1.58
売上高純利益率	6.61	12.24	10.59	4.80	3.14

出所：証券取引所「外国人保有持分上位企業の実績分析」2003年5月22日

さらに、外国人所有比率が30%以上である40種目は12月決算法人の売上高の37.03%を占めているが、四半期純利益は全体の62.60%を占め、外国人が売上に比べて高い付加価値を創出している会社の株式を大量に保有していることが分かる。

図表3-68 外国人所有比率30%以上企業の全体に占める割合

(単位：億ウォン、%)

区分	2002年1四半期			2003年1四半期		
	12月全体	30%以上	比重	12月全体	30%以上	比重
会社数	516	40	7.75	516	40	7.75
売上高	1,141,448	364,822	31.96	1,046,586	387,511	37.03
営業利益	101,939	54,883	53.84	98,779	55,987	56.68
経常利益	104,127	60,312	57.92	85,461	58,357	68.28
四半期純利益	87,248	44,803	51.35	69,168	43,302	62.60

出所：証券取引所「外国人保有持分上位企業の実績分析」2003年5月22日

第6節 主要外国系ファンドの投資状況と評価差益

外国系ファンドの投資は外資誘致と国際化という側面において肯定的に評価できる。ところが、大半の外国系ファンドが、適当な時点になると莫大な差益を持って発ってしまう PEF であるという問題があるとの見解もある。PEF とはお金になりそうな企業を大株主や債権銀行団から買って、適当な構造調整過程を経た後、再び売り出す資本である。これらの外国系ファンドはアメリカの公務員年金あるいは生命保険会社の資金、中東のオイルマネー、シンガポール投資庁資金、日本の円マネーなどからなっている。1997 年経済危機後に韓国に投資した主要外国系ファンドの投資状況と評価差益は、以下の図表 3-69 の通りである。

図表 3-69 投資現況と評価差益

ファンド名	主要投資規模	評価差益
ローン・スター	・経済危機後不良債権など：7兆ウォン（98年） ・スタータワー：6200億ウォン（2001年6月） ・外換銀行：1兆3834億ウォン（2003年10月）	不良債権から最小限2倍以上差益
ゴールドマンサックス PIA	国民銀行：5940億ウォン（99年5月）	2002年6月以降3回の売却で153%の収益
ニューブリッジキャピタル	・第一銀行：5000億ウォン（98年12月） ・ハナ口通信：1兆7000億ウォン（2003年10月） －AIGと共同	第一銀行投資収益4000億ウォンと推定
カルライル	韓美銀行：4447億ウォン（2000年11月）	スタンダード・チャタド銀行とテーマセクのどちらかに売却予定
ソバーリン	SK：1768億ウォン（2003年3月）	2003年11月17日現在収益率175.47%

出所：『毎日経済新聞』2003年11月19日

第7節 国内資本による M&A 主導論の急浮上

上記のような状況を背景に、2003 年末に金融界に外国系ファンドに対する警戒論が急浮上することになった。李憲在元財政経済長官が 3 兆ウォン規模の私募株式買収ファンドを投入し、ウリ金融持株会社の買収を推進する方針を明らかにしており、三星証券と未来エッセなどが大型ファンドを投入する計画であることを表明しているなど、韓国の金融会社の買収・合併に国内資本が積極的に出なければならないという雰囲気急速に広まっている。2003 年 12 月 16 日、朴韓国銀行総裁の主催で開かれた金融協議会では都市銀行長らが「銀行の統治・所有構造に対する規制を正し、外国資本に比べて国内資本を逆差別する現象は取り直さなければならない」と声をあげた。

また、金融会社は一般製造会社と異なり、取引企業の情報を幅広く保有しているだけでなく、市場全体の資金の流れに影響力を有している。これと関連して、ユン・ウリ金融持株会社社長は「企業についての情報倉庫に他ならない金融会社を単純な投資目的を持っている投資機関に売却することが望ましいか考え直すべきである」という見解を示した。

さらに、外国系資本の国内市場における占有率の拡大は国内金融政策の効率性を落とし、金融危機に適切に対応を困難にするという副作用も生むおそれがある。例として、ウリ・国民・新韓銀行など国内 8 行の主要銀行が金融市場の安定という名分の下で LG カードを相手に 2 兆ウォンの資金援助に乗り出したが、外国系資本が大株主として経営に参加している第一・韓美・外換銀行などが資金援助に参加しなかったことが挙げられる¹⁰³。

都市銀行が SK（株）の自社株の持分を購入し、SK（株）の経営権防御を支援することになったのも、LG カードの場合と同様の背景からである。

¹⁰³ 『毎日経済新聞』2003年12月19日

小括

IMF 経済危機の主な原因は、企業部門における不良の発生であった。多くの企業の破綻は、債権金融機関に多額の不良債権を発生させた。というのも、すべての企業が銀行やノンバンクからの借入によって膨大な金額の運用資金を調達していたからである。1999 年における大宇グループのワークアウトに伴う大量の不良債権の発生による金融機関の余力の喪失と、2000 と 2001 年における借入金の集中的満期到来によって、金融市場は梗塞状態が続くことになった。高い金利の提供を商品としていた投信と信託に対する市場からの信頼が無くなり、短期貸出業務を中心としていた総合金融機関が相次いで破綻に追い込まれていった。このような状況の下で、企業は新たな資金調達は言うまでもなく、借入金の返済および満期延長さえ非常に困難な状況に陥っていった。このことは、1997 年経済危機からの回復の兆しが現れはじめていた中で先行きに影を落とすものであった。

BIS 基準の充足などのために消極的にしか対応できなかった金融機関は企業部門への貸出を急激に減らしていった。企業側から資金調達の目的で発行される社債の比重は急減していった。1998 年 10 月に 56.05%であったその比重は、2000 年 10 月には 6.80%までに落ち込んだ。このような状況の中で、自律的対応の原則に固執し続けていた韓国政府は、2001 年初頭から社債を迅速に買収する制度創設に乗り出さざるを得なくなった。ところが、対象の大半が現代グループの不良企業であったことが、財閥企業に対する特惠の提供であるという厳しい批判を浴びる理由ともなった。また、不良企業の速やかな退出とコーポレート・ガバナンス改革を通じる経済再生を掲げていた韓国政府は、再び大手財閥企業の破綻を防ぐために金融援助を行わざるを得ないというジレンマにも陥っていた。さらに、深刻な状況に陥った企業の資金難を解消するために、信用保証限度を拡大し、非優良企業の社債の買収と金融機関による貸出に対する政府による保証という政策が取られた。

一方、企業部門における資金調達の困難と膠着状況が続いている中、金融機関の再編が急速に進み、市場における資金が大手銀行に集中するようになった。政府は見えはじめた低迷の兆しを振り切る方案として、家計への貸出を増やし、消費の増加と資金の流れの円滑化をはかり、景気を持ち上げるという政策を打ち出した。その具体的な形は、不動産市場の活性化とクレジットカード市場の育成であった。このことは、資金の銀行への集中に伴って、溜まっているお金の使い道が見つからず困っていた銀行の利害関係とも絡み合うものであった。

こうして、銀行からの家計部門への貸出が急激に増加していった。1998 年には全体の 27.7%しか占めていなかった家計貸出は 2001 年に 43.9%、2002 年半ばに 57.4%にまで跳ね上がった。貸出金額も年々急激な増加を見せた。1998 年末には 183 兆 6000 億ウォンに過ぎなかった家計貸出は、2000 年から急速に増加し、2000 年末に 266 兆 9000 億ウォン、2001 年末に 341 兆 7000 億ウォン、さらに 2003 年末に 440 兆ウォンとなった。さらに、1 世帯当りの平均負債額も急激に増加した。1998 年に 1320 万ウォンであったものが、2001 年に 2330

万ウォン、2003年9月には2915万ウォンになった。当然ながら企業部門への貸出はその分減少していた。家計貸出の半分近くは住宅購入のためのものであった。このことは、韓国における最も安全で高収益を保証する投資先が不動産、特に首都圏のアパートの購入であるという特殊な状況を反映している。このほか、家計貸出の相当部分はクレジットカードによるものである。

もう一つの景気浮揚策として、政府はクレジットカードに対するそれまでの一連の制限を著しく緩和し、活性化を図った。クレジットカード会社はこのような動きに乗り、無制限の街道販売や各種キャンペーンを競争的に行い、顧客の誘致に力を入れた。加熱競争の中でクレジットカードは、個人の信用度について調査無しに未成年者にも発行されるほどであった。2002年まで絶好調で推移していたが、2003年に入ってから延滞率が上がり、懸念されていた危機が現実化した。すなわち、政府側からの多くの援助にもかかわらず、クレジットカード会社が資金調達のために発行するカード債と企業手形は新規発行ができなくなった。ところが、クレジットカード会社は毎月膨大な金額が満期到来し、返済しなければならなかった。負債金額はLGカードだけで23兆5000億ウォンで、2003年12月から2004年末までに満期到来する負債は11兆6000億ウォンであった。三星カードや国民カードなどの他のクレジットカード会社が抱えている負債金額も膨大なものであった。その打開策として、親会社である銀行への吸収合併が進められ、多くのカード会社は合併された。親会社が銀行でないLGカードはLGグループからの系列分離と売却などを通じる再建、三星カードは三星キャピタルとの合併後三星電子と三星生命が各々5000億ウォンずつ出資し、再建を図ることになった。親会社や優良系列会社が不良になったクレジットカード会社の再建を支援させざるをえず、コーポレート・ガバナンス改革の原則に反する政策や方針を取らざるを得ないジレンマに陥っていた。そのため、市民団体の一角からは、コーポレート・ガバナンス改革の原則を守るために公的資金の投入もやむを得ないという見解も出ている。

クレジットカード会社の再建には今後より多くの支援が必要とされており、全体の状況に比べればこれまでの支援規模は極めてわずかなものに過ぎないという厳しい評価も存在している。とりわけ、親会社が銀行でないLGカードと三星カードに対しては、グループ全体あるいは優良系列会社からの更なる支援が余儀なくされる可能性が高いとされているため、状況は深刻であるといえよう。さらに、まだ現実化していないものの、不動産部門におけるいわゆるバブル状態がはじける場合についての懸念の聲が高まっている。これらによって家計部門を中心とする内需市場の基盤が狭まれてしまう場合には、景気浮揚対策のための方案が少なくなる可能性もある。

一方、IMF経済危機後における企業構造改革の過程で発生した不良債権を解消するために、政府は膨大な公的資金を投入することにした。公的資金は2回にわたって造成され、合わせておよそ140兆ウォンが投入された。投入された公的資金の回収可能性については、予想回収率は楽観的に見ても50%以下で、およそ80兆ウォンの損失が見込まれている。公的資金

の調達のための国債の利子は8%で、市中の預金金利よりはるかに高かった。今後、膨大な金額に達する元金と利子を払わなければならない。返済のためには税金と更なる国債の発行によって賄わざるを得ないという課題が残されている。他方、公的資金の投入によって銀行や金融機関が抱えていた不良債権はほとんど解消されることになり、銀行のBIS比率も1997年の7.04%から10%以上にまで上がることになった。公的資金の投入を受けた不良銀行はすべて完全減資によって国有化された。そして現在、国有化された銀行に対して政府が持っている持分を売却することによって再民営化が進められている。再民営化の過程で回収された代金は公的資金の回収金として戻されている。

しかし、潜在的不良債権の現実化と家計信用の危機などによって再び不良債権が増える可能性も排除できず、更なる公的資金の投入が余儀なくされることもありうるため、細心の注意が必要であろう。

ところで、IMF 経済危機以降に韓国の資本市場に起きた最も大きな変化の一つは、参与連帯などの市民団体による少数株主運動と外国人による市場進出の急増と高い割合である。

参与連帯は、韓国におけるコーポレート・ガバナンス改革を見る際に、最も重要な主体の一つである。ある意味、コーポレート・ガバナンス改革をリードするイニシアチブを取っているといえる。参与連帯は財政的にほとんどが会員からの会費により賄われており、極めて高い自立度を示している。参与連帯によるコーポレート・ガバナンス改革に関わる活動は、少数株主運動、公益訴訟、企業活動の監視および告発、コーポレート・ガバナンス改革のための定款改定案の提示、コーポレート・ガバナンス関連の法制化の推進と政策の建議など極めて多岐にわたっている。その主な目的は、公正な市場経済原理に基づく資本主義システムの構築である。少数株主運動は人手に限界があるため、5 大企業集団の主力企業を主な対象としている。というのも、韓国を代表する企業で行われるコーポレート・ガバナンス改革は影響力が大きく、その他の中小規模の企業にも容易に浸透されていく、また法制化されていく可能性が高いからである。

1997 年の第一銀行の取締役達に対する株主代表訴訟をはじめとして、三星電子の取締役達に対する株主代表訴訟と現代電子株価操作に対する損害賠償訴訟など数多くの株主代表訴訟や損害賠償訴訟を提起し、誤った決定によって当該会社に与えた損害を会社に賠償させる活動を展開してきている。総帥やグループ全体の決定に際して単に挙手するだけの存在に過ぎなかった個別企業の取締役会の機能の充実と実質化に大きく貢献した。また、訴訟まで至らないものの、大企業集団によって行われた多くの不正で違法な経営活動や不当な内部取引などを告発し、自発的訂正と行政処分を要求する監視活動を積極的に展開した。その中の多くは参与連帯側からの問題提起後に取下げまたは訂正されることが多く、一部は訴訟の対象となった。参与連帯の活動によって世論化されることを大企業集団が恐れるほどその影響力は大きい。さらに、株主総会への参加や会社との事前協議を通じて、望ましいコーポレート・ガバナンス改革案に合う会社定款の改定の要請、および参与連帯が推薦する社外取締役の選

任などを要求する活動を行うと同時に、集団訴訟制や累積投票制の導入、内部委員会の設置などの義務化に関する立法活動を積極的に展開している。その中で証券関連集団訴訟制が法制化されるに至るが、参与連帯による長年の活動の大きな成果の一つであるといえよう。参与連帯は公正な経済システムの構築とコーポレート・ガバナンスの更なる改革のために必要とされる政策の提案と建議を行っている。その多くは政府の政策委員会の活動を通じて実際に政策として実行されていっている。というのも、参与連帯に関わっている多くの人々が政府の政策委員会のメンバーになっており、政権とも人脈的に太いパイプでつながっているし、とりわけ盧武鉉新政権においては閣僚にまでなっているからであった。一方、少数株主運動を実行する際には法律上当該会社に対する一定の持分が要求されていたが、その大半は主に張河成教授による外国人投資家の説得作業を通じて確保されたものである。しかし、外国人投資家の性格をめぐっては議論が多く、SKグループに対する大株主ソバーリンの要求内容と事態の行方は今後の活動に大きな影響を与えかねない。他方、最も強力な外部監視システムとされている証券集団訴訟の法制化によって、それまでの企業活動に対する訴訟および監視や告発は、個別株主による訴訟にその場を譲ることが予想される中で、活動の転換が必要とされるだろう。最後に「公正な資本主義経済システム」の確立というモットーを掲げているが、資本主義システムの進化や厳しい国際競争の中で公正性をどこまで追求するかという問題も残されている。

次に、韓国経済において最も大きな影響力を及ぼしているのは他ならぬ外国人投資家である。それまで外国資本の投資率は20%台に制限されていたが、1997年末から急激に制限が撤廃され、1998年5月に一般法人に対する制限が全面的に廃止されることになった。それに伴って、外国人による株式保有は急激に増加し、時価総額に占める比率を見ると、1998年初には16.7%であったのが、2003年11月に40%を超えるまでに至った。これは1992年末の4.9%に比べると、ほぼ10倍に近いものである。また、外国人の投資は主として三星グループ、SKグループやLGグループなどの10大グループに集中し、とりわけ韓国の代表的で優良な大手企業の中では外国人持株比率が50%以上となるものが大半を占めている。外国人による株式保有の増加に伴い、外国人投資家は一層経営の監視を強め、また企業側においても外国資本からの投資を拡大させるために、経営の透明性と事業の収益性を高めることが課題となっている。ところで、外国人の投資を目的別に見ると、その大部分が株式投資で、直接投資の割合はわずかに過ぎない。しかも直接投資の割合は年々下がる一方である。外国人による株式投資の大部分は、長期的な投資やM&Aではなく、投資差益を目的とする中短期投資であるため、そのような動きを懸念する声が高まりつつある。実際に、1997年経済危機以降外国人投資家は、お金になりそうな企業の株を買占め、構造調整や経営環境の改善と収益性の向上を図り、適当な時点で売却していくという方法で莫大な差益を得ている。韓国においては株主権利を保護するための制度改革が急速に進められている。それに伴い、株主としての外国人投資家の権利や発言力もますます増加している。社外取締役制度の改善、累積投票制

の導入、また証券集団訴訟制度の導入は外国人投資家に一層大きな活動の場を提供していくだろう。参与連帯の活動からも見られるように、外国人投資家が韓国企業におけるコーポレート・ガバナンス改革の主たる推進力になっている。その評価をめぐっては様々な議論が続いているが、外国人投資家の割合が40%以上を占めるようになった以上、従来のコーポレート・ガバナンスから脱皮し、経営の透明性と収益性の向上を図る経営体制に生まれ変わらなければ、生き残れないことになったのは確かである。

外国人投資家の持株割合が高まっているのと対照的に、銀行・保険・年基金・証券などの国内機関投資家の持株割合は1997年経済危機以来激減し、1996年の30.7%から2002年末には15.9%に落ちた。このような韓国の機関投資家の持株割合は、アメリカ51%、日本40%、イギリス40%、ドイツ37%などの先進諸国に比べて著しく低いものである。一方、機関投資家の株主総会における議決権行使について見ると、賛成95.5%、反対0.9%、中立1.0%、不行使が2.3%となっている。このことから、大部分の場合機関投資家は経営権についての監視機能を十分に果していないという批判が少なくない。

総じて、1997年経済危機以降、資本市場における最も大きな変化は、外国人投資家の比重の急激な高まりと、機関投資家や個人の比重の低下、そして参与連帯を中心とする市民団体の活動の活発化と影響力の高まりである。今後更なる制度の整備や導入が予想・予定されている中で、韓国の資本市場をめぐって各プレイヤーがどのような役割を果していくのか、興味深いところである。