

韓国の金融構造改革

—進展の評価と残された課題—

深川由起子

(東京大学大学院)

はじめに

通貨危機後、韓国は1998年から国際通貨基金(IMF)の処方箋の下で4大部門(金融、企業、労働、政府)の構造改革に取り組んだ。韓国危機の大きな特徴は外貨・内貨を問わず、流動性の枯渇が極めて急速に⁽¹⁾進行したことにある。その背景には国際金融秩序の混乱⁽²⁾もさることながら、為替管理の自由化、金融・資本市場開放の進展に伴って旧来の政府-金融機関-「財閥」の関係維持が不可能となり、システムック・リスクを露呈したことがあった。即ち、政治や行政が融資過程に深く介入し、同時に手厚い金融機関保護や規制が維持される「官治金融」や、構造調整期の度に上位「財閥」の破綻を防いできた「大馬不死」(韓国版 too-big-to-fail)慣行は政経癒着とこれによるモラル・ハザード、産業としての金融発展の遅れ、市場機能の脆弱さなど、韓国経済に構造的な問題を蓄積していた。しかしながら、類稀な高度成長の持続はこれを覆い隠し続け、それだけにシステムの破綻が確認されると、方向性を失った市場は衝撃を受け、激しい流動性危機を招いた。危機の原因が極めて構造的であった点については今日ではほぼコンセンサスが形成され⁽³⁾、韓国は危機後、企業部門と一体化した金融改革に全力を挙げた。

ただし、以上のような経緯から韓国の金融構造改革には当初から二つの側面があった。一つは不良債権を一気に処理して金融システムを安定させる「調整」、もう一つは資本市場開放時代にふさわしい機能的なシステムを構築する「改革」である。前者に比べ後者は時間を要し、かつさまざまに試行錯誤をも必要とする。本稿はこの二つの側面を中心に、現在までの金融部門改革の進展につ

いて包括的な評価を試みる。紙数の制約から改革の成果を整理した後、銀行のパフォーマンスを簡単に検証して改革の妥当性を検討し、最後に進展にもかかわらず残された課題に言及する。

1. 金融部門改革の進展

(1) 構造調整の開始と第一段階改革

(1998年～99年上半年)

危機後の改革にはおよそ四つの局面が存在した。危機直後の韓国にとり、最も火急の課題は市場の信頼回復による流動性の確保であった。このため、韓国政府はIMFの指導の下で膨れ上がった不良債権の迅速な処理と金融再編を断行し、改革への意思を示そうとした。日本のように改革の枠組みを議論する余裕はなく、実際の金融機関の整理と枠組み作り・制度改革は同時平行となった。

まず、当面の預金者保護は継続されたが、98年の改正で①預金全額保護の撤廃⁽⁴⁾が決まり、実質的に01年の実施までの金融再編完了と市場規律強化へのコミットがなされた。続いて3ヶ月の利払いを基準として②資産分類基準の厳格化が進められ、国際基準のForward Looking Criteria(以下、FLC)による利払い能力査定が取り入れられた。同時に損失引き当て準備率が引き上げられ、対象もローンのみならず、CDや手形、私募債にまで広げられた。さらに、③早期是正措置も導入された。適正資本水準、資産状況を元に金融監督機関は業務改善勧奨(経営改革や固定投資、新事業の制限など)、改善要請(事業や支店の統廃合、資産圧縮など)、改善命令(減資、経営者人事の停止、合併、免許返還など)を出せることとなり、さらにCAMELSやROCA等の早期警告システムが整備された。透明性の点では④段階

表1 金融機関数の推移

	1997	'97→'99	1999	2000	'99→'00	2001	'00→'01	2002	2003	'01→'03	'97→'03
銀行	33	△10	23	23	△3	20	△1	19	19	△1	△14
総合金融会社	30	△19	11	9	△2	3	△6	3	2	△1	△28
リース	25	△5	20	18	2	18	0	18	16	△2	△9
証券	36	△6	30	42	12	45	2	44	44	△1	△8
保険	50	△5	45	40	△4	44	4	46	50	6	0
投信	30	△7	23	26	3	29	3	31	32	3	2
相互銀	231	△36	195	164	△31	121	△43	116	114	△7	△117
信組	1666	△164	1502	1326	△176	1268	△58	1233	1086	△182	△580
合計	2101	△252	1849	1648	△199	1548	△99	1510	1363	△185	△738

出所：金融監督委員会 Annual Report 各年版より作成

的な時価会計への移行、金融機関の情報開示義務強化が決まった。

制度整備の一方、金融再編はスピードを持って行われた。再編は一部が「財閥」傘下にあり、系列企業への放漫融資や賭博的な投資を行っていた総合金融会社（マーチャント・バンク、以下同）の整理、及び公的資金注入を伴う銀行の再編から始まった。97年末には30あった総合金融会社のうち、98年の8月までには16が免許取り消し、2が銀行との合併となった。その後もBISの自己資本比率規制などを基準として整理が続き、結局、総合金融会社は30から11へと淘汰された（表1参照）。

次いで銀行では最も不良債権の多かった第一銀行とソウル銀行への資本注入（各1.5兆ウォン）と外国への売却⁽⁵⁾方針が直ちに決定した。97年末のBIS基準を元に12の商業銀行には経営是正命令・是正計画の提出が求められ、IMFの認知した会計事務所による資本適正監査を経て5地銀の都銀への強制合併、韓国商銀と韓一銀行の大型都銀合併、朝興銀行による地銀2行と現代系総合金融会社の吸収、外換銀によるコメリツ銀からの資本導入などが続いた。残った13行のうち、98年末基準による審査では新たに4行が早期是正対象となり、国民銀と長期信用銀、ハナ銀とボラム銀の都銀合併が成立した。以上により銀行も33から23へと大幅な整理が進んだ。この他の金融機関では証券会社36社のうち、2社が破綻、3社が営業停止、4社が経営改善措置（うち2社は

清算）命令となったが、98年末からの株価大幅上昇で30社は生き残った。ただし、銀行や証券会社の調整は一部、系列の投信や保険に及び、投信は合併、吸収、証券会社への転換などを経て30から23へ、保険会社も同様に50から45社体制となり、危機直前に急膨張したノンバンクは大きく整理された。相互銀も231から195へ、信用組合も1666から1502へ減少した。

98年3月の時点で金融機関全体の不良債権は118兆ウォン（68兆が確定不良債権、50兆が要注意債権）とされていたが、以上のような急速な整理と各金融機関への資本注入、債権買取りを行う韓国資産管理会社（KAMCO）への資金、預金者保護などに64兆ウォンの公的資金が投入された。この結果不良債権も99年12月には67兆ウォンに減少した。

改革初期の成功には①構造調整の枠組みのみならず、国際ルールを積極的に取り入れたこと、②情報開示と英語による政策説明努力、③実際のスピーディな金融再編、などが大きい。一度流出した外貨は98年後半から本格的に戻り始め、99年11月には国債の格付けも投資適格水準に復帰するなど、韓国は比較的早く外貨の流動性危機を克服できた。また④積極的な外資導入と市場規律強化も評価された。政府は高い技術や豊富なノウハウを持つ外資の積極誘致、金融機関の経営面でも外部人材や外国人取締役の積極登用、成果主義人事制度の取り入れなどを推進した。金融監督や健全性規制は不十分だったが、反面、韓国では融資や経

當⁽⁶⁾に対してまで政府が口を挟む「官治金融」で政府の影響力はもとより強く、改革が始まると、政府の方針に対する民間の「抵抗」は殆どなかつた。

(2) 大宇危機と改革減速

(99年下半期～2000年上半期)

順調に進むかにみえた金融部門改革は99年夏、資産規模で第二の「財閥」であった大宇の破綻で大きな試練に直面した。大宇は構造調整の過程で大量の社債を発行しており、破綻の衝撃は再び市場を完全に麻痺させ、調整の枠組みそのものも見直しを迫られた。

大宇破綻は99年上半期までの改革について二つの問題を提起した。一つは改革における政府の役割である。一連の制度改革は市場期待を高めはしたが、かといって市場機能が突然に強化されのではなかった。このため迅速な再編はしばしば政府の強い圧力で行われた。政府は度々、直接に「財閥」のオーナー経営者を呼び出し、上位5「財閥」に対しては政府主導でそれの中核事業を交換し、事業再構築を図る（いわゆる「ビッグディール」）への協力に強い政治圧力をかけた。また、これ以外の「財閥」系大企業については「ワークアウト」によって金融機関との協力による再生を促した。しかしながら、政府介入による「官治調整」は当然のことながら政治取引の余地を生む。大宇は政権との近さが噂されて調整努力が遅れ⁽⁷⁾、続いて危機が表面化した現代は金大中政権の南北経済交流の立役者であった。これらにより市場は再び「財閥」の政治性やモラル・ハザードに不信を抱いた。反面、大宇破綻の直接の引き金となったのは三星グループが大宇との「ビッグディール」案件⁽⁸⁾を拒否したことにより、政府による「官治調整」力の限界もが同時に露呈された。

もう一つは新興市場の脆弱さである。IMF処方箋は整理が続く銀行を補完すべく社債や株式市場を通じた企業金融基盤を拡充し、市場を通じたコーポレート・ガバナンスを強化することを強く推奨した。韓国もこれに応じて債券市場の整備（ディスクロージャーの強化、ハイ・イールド市

場の拡充）、店頭市場（KOSDAQ）の開発、ABS市場の拡大などを進めた。ただし、社債発行が可能だったのは所詮は「財閥」系の大企業のみで、金利の低下と銀行再編で行き場を失った市中資金は大宇のような債務比率の高い「財閥」の社債にさえ、急激に流れた。しかし改革以前の社債発行は金融機関による保証付きが殆どで実質的に銀行融資と変わりなかったが、新たなロス・シェアリングの導入と共に保証は突然、禁止された。個人投資家への情報開示は不十分で、中長期の株式保有を志向する機関投資家の層も極めて薄かつた。こうした中ではいったん償還に不安が広がると激烈な売りが発生し、市場機能の麻痺は大企業の資金調達さえ困難にした。

大宇破綻の衝撃の一方、政府は2000年4月の総選挙の接近に伴い、改革から選挙に関心を移し、改革は大きく減速した。急激な調整実施によって、失業率は99年2月には改革前の2%台から8.6%にまで上昇し、実体経済の建て直しによる景気回復はもはや痛みの伴う改革続行に優先した政治要請となった。幸い、大きく減価した為替レートから99年からは輸出を中心とする経済回復が始まっていたが、政府はさらに本格的なベンチャー市場育成を通じて起業促進を図った。大宇破綻にもかかわらず、新企業群登場への期待から実際に年後半から2000年上半期までの間、KOSDAQ平均株価指数はバブルを思わせる急激な上昇をみて好況感が高まり、改革気運もやや後退した。

このため、この時期の再編は銀行にはあまり手がつけられず、大宇の衝撃が大きかったノンバンク圈に終始した。政府は総合金融会社2社を整理（1社は証券会社に吸収、1社は免許剥奪）し、さらに投信2社に対しては2回で計7.9兆ウォンの公的資金を注入、銀行に社債やCDのロールオーバーを強制するなど、市場の安定に注力した。大宇破綻の影響を受けた保険会社5社⁽⁹⁾、銀行のリテールシフトなどにより競争が激化した相互銀は31社、信用組合は176社の減少が続いた（前表1）。ただし、それでも市場の活性化を進める政府はプレーヤーの拡大を促進し、投信はこの間に3社、証券も業態転換などで12社増大した。前段階で調達した64兆ウォンの公的資金は一部

では回収、再投下がなされたものの、99年末には底が尽き、公的資金の不足も改革減速の要因となつた。

(3) 市場主導型調整と第二段階改革

(2000年下半期～01年)

大宇の破綻は著しく投資家の不信を蔓延させ、やがて政治性の濃い対北朝鮮事業などを行っていた現代グループの危機が表面化した。他方、「財閥」とは異なり、政経癒着度が低いとみられていたベンチャー企業への期待は高く、ベンチャー・ブームが99年から2000年夏まで続いた。しかしながら、その後は米国のハイテク・バブル崩壊から韓国のベンチャーもまた調整期に入り、この過程で実態がないまま政府のベンチャー支援を受け、不正融資や粉飾決算に関わるなど、ベンチャーへの失望感が広がった。ベンチャー・ブームの終焉は大宇の破綻や現代の危機、ロール・オーバーの強制を含む強引な收拾介入、そしてかつての「財閥」育成手法を思わせる特定ベンチャー支援など、相変わらずの政府介入に焦点を当てた。また、透明性の欠如や、インサイダー取引の横行、適切な価格形成メカニズムの欠落など、市場機能全般の弱さも改めて意識された。このため、2000年下半期からの改革は「調整」より、①政府に代わる市場の構造調整メカニズム構築と、②金融機関の健全性・競争力、市場インフラ強化を通じた市場調整、といった「改革」に重点が置かれた。

まず、①の点では破綻金融機関の処理枠組みは99年くらいまでに一応はでき、焦点は危機が市場で表面化し、混乱を引き起こす以前の対応に移った。金融監督の整備は大きな課題となり、長年、問題視されてきた銀行、証券、その他ノンバンクのバラバラの監督組織が金融監院に統合され、2000年末には国内銀行はもちろん、外資金融機関の国内支店、及び国内銀行のオフィショア支店の経営評価に対しても早期警戒システムが導入された。また01年には金融持ち株会社の許容に伴い、グループ全体を監督する体制が必要とされた。内部及び外部監査制の強化と共に、情報開示及び説明責任の義務と罰則が強化された。

②の点では表3の「10大課題」に基づき、金

表2 不良債権比率の推移

(単位:%)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003*
銀行	7.6	12.9	8	3.4	2.4	2.6
ノンバンク	25	28	34	14	11.8	7.2
保険	8.8	13.8	8.5	5.5	4.4	3.7
証券	27.4	33	52.6	51.7	45.9	50.9
合計	10.4	14.9	10.4	5.6	4.3	4.2

出所：金融監督委員会

注*：銀行のみ03年末、他は9月現在

表3 金融機関の分野別改革

収益性の向上	①金融商品・サービスの開発 ②手数料体系の見直し ③適切な預貸比率の設定
リスク管理の強化	④統合リスク管理システムの導入 ⑤外国為替リスクの管理強化
経営効率化	⑥成果主義経営の導入 ⑦コーポレートガバナンス改革(社外重役義務化、監査強化など)
金融慣行の見直し	⑧無担保融資の拡大 ⑨融資後リスク管理の強化 ⑩デジタル金融の強化

融監院が金融機関が作成する①収益性向上、②リスク管理システムの強化・洗練、③経営効率化とガバナンス改善、④融資慣行改革といった計画をそれぞれ点検することとなった。インフラという点では証券や投信間の新たな同時決済システムの導入、先物やオプションを通じた派生商品市場の充実、社債発行手続きの円滑化などが図られた。企業部門の改革が従前の一定期日内に一定の企業群の調整を目指す「ワークアウト」から、個別企業の状況変化に応じて適宜、調整を図る「常時改革制度」に変更されたことも市場の淘汰機能強化を必要とした。

政府が全般的な環境整備に注力したことから、この時期以降、政府介入は後退し、金融再編は金融機関自らのイニシアチブによるようになった。市場が大宇や現代危機の後遺症を引きずり、中小企業の資金調達難が継続する中では再び銀行の役割に焦点が当たり、第二段階の再編はまた銀行から始まった。金融監督委員会は6つの商業銀行にリハビリ計画の提出を求め、うち4行(ハンヴィ、平和、光州、済州銀)は持ち株会社(ウリ金融)傘下で経営改善を進めさせ、4.1兆ウォンの公的資金投入を行った。他方で国民-住宅銀行の合併

表4 金融部門への公的資金投入(1997年11月-04年6月)

(単位:兆ウォン)

	出資	出捐	預金対置金	資産売買等	不良債権買取	合計
銀行	34	13.8	-	14.4	24.6	86.8
総合金融会社	2.7	0.4	18.3	-	1.5	22.9
証券・投信	9.6	0.1	0.01	0.3	8.5	18.5
保険	15.9	3.1	-	0.4	1.8	21.2
信組	-	-	4.7	-	-	4.7
相互銀	-	0.1	7.3	0.6	0.2	8.2
第二金融圈小計	28.2	3.7	30.3	1.3	12	75.5
海外金融機関	-	-	-	-	2.4	2.4
合計	62.2	17.5	30.3	15.7	39	164.7

出所:財政経済部「公的資金白書04年版」

(2000年)など健全行にも自ら大型化を目指す動きが出た。

この結果、銀行は2000年の23行から2001年には20行となり、銀行の再編は系列ノンバンクの再編をも促した。大型化、ユニバーサル・キャッシング化が進み、政府がそれほど直接に介入しなくても再編がまた再編を呼ぶ市場圧力が働き始めたことは一つの進歩であった。総合金融会社は主として合併により9社からわずか3社に、相互金融は164社から121社に、信用組合1362社から1268社に再編が続いた。反面、証券、保険、投信会社は業態転換もあり、01年にかけてはむしろ増大した。

大宇破綻からの收拾から再び改革が加速した時期に使用された公的資金は国公債発行による調達(計109.7兆ウォン)に既存基金からの償還分

(27.8兆ウォン)を加え、01年6月までで実に137.5兆ウォンに及び、資本再注入に53.0兆ウォン、不良債権の買取に38.2兆ウォン、預金支払いに20兆ウォンなどが使われた。巨額の公的資金投入となったが、反面、景気回復下で再編がさらに進んだことから、不良債権比率は銀行部門で99年の12.9%から01年には3.4%にまで減少し、BIS比率も10.8%にまで上昇した。銀行部門の収益は01年には53兆ウォンと過去最高となり、ノンバンク部門も3年続きの赤字から黒字転換を果たした。ただし、「財閥」の株式所有が多いなどで再編が容易ではなく、また決済システムへの影響も銀行に比べて少ないノンバンクの調整は先送りされ、不良債権処理も銀行ほどには進まなかった(前表2)。

(4) 市場規律の強化と消費者保護(02年~現在)

危機以来の大量破綻企業を整理し、不良債権を処理する作業は現代を最後に01年には一通り終わったかにみえた。99年からのV字型景気回復を受けて金融部門の不良債権は02年末には全体で4.3%、銀行で2.4%、保険で4.4%、比較的多いノンバンクでも11.8%に減少し、最小となった。01年から03年までの調整は銀行が1行減少(ハナ銀によるソウル銀合併)に止まり、証券は1社、ノンバンクも総合金融会社が1社、相互銀が7社、信組でも182社の減少と、落ち着きを見せた。しかしながら他方で03年に入ると、SKグローバルの粉飾決算問題や、LGカードの危機など「財閥」系大企業の問題が再び市場の不安要因となり、銀行の不良債権は2.6%とわずかだが再上昇した。

企業部門の構造調整は危機以来の「ワークアウト」方式から、倒産諸法の整備⁽¹⁰⁾などと共に「常時調整」型に移行し、02年以降の改革はそれまでの不良債権の処理から一層の市場規律強化と消費者保護に大きく踏み出した。改革によって金融商品の多様化が大きく進展したため、消費者への情報開示は市場の安定に欠かせず、信用カードの乱発による家計負債の膨張が新たな不安要素として急浮上していた⁽¹¹⁾。このため、消費者を保護しつつ、その選択を市場規律の強化につなげようとする政策意図が顕在化した。報開示義務は例えば金利、手数料など金融商品の比較情報を含めて強化され、投資家に対する情報も不定期情報は証券取引所など関連機関、定期情報は金融監督院、など役割分担が決まった。

もう一つは当初からのことではあるが、市場の透明性向上や公平性である。上位「財閥」系大企業については構造調整の開始以来、時価による連結財務諸表の発表など厳しい措置がとられたが、中小企業にまでは手が回っていなかった。ベンチャー・ブームの破綻は市場全体の機能強化には数の多い中小企業の透明性向上が不可欠、という教訓を残した。ベンチャー企業についてはKOSDAQへの登録要件の厳格化がされ、02年にはようやく中小企業にも新会計基準が導入されて粉飾決算に対する罰金も決められた。さらに証券会社による株価操作、投資顧問会社による市場歪曲などに対する罰則が強化され、株のアンダーライトや公募手続きも抜本的に見直して自己規律の強化が志向された。02年からは国債の先物やオプション取引開始で派生商品の幅が広がったため、監督規則も新たな洗練を必要とし、金融部門は事後からリスク管理を中心とした事前管理に重点を移した。

2. 金融構造改革の評価

(1) 不良債権処理と金融再編の進展

前節でみたように、危機收拾から始まった韓国の金融構造改革は①迅速な不良債権処理、②合併・外資導入による金融再編、③資本市場の整備を三本の柱として進んだ。IMF指導下で始まったことから日本のような問題先送りは不可能であり、また実際に激烈な流動性危機とこれによる市場機能の麻痺を自ら味わった経験から少なくとも当初の決意は不退転であった。幸いにして民間の債務膨張に対して均衡財政主義の伝統から政府部門には余裕があり、大規模な公的資金投入を投入した整理が可能であった。

表4が示すように1997年11月から04年6月までに投下された公的資金は164.7兆ウォンに及んだ⁽¹²⁾。うち、回収資金は38.0兆ウォンに過ぎず、残りの大半は国債発行(102.1兆ウォン)な

表5 金融機関の健全性変化

(単位:兆ウォン)

	1999	2000	2001	2002	2003
銀行					
ネット収入	-6.2	-3.5	4.7	5.1	1.8
損失引き当てる前収入	5	6.3	12.4	14.9	16.9
R.O.A(%)	-0.8	-0.6	0.66	0.6	0.19
R.O.E(%)	-14.4	-11	12.8	10.91	3.77
相互銀					
預金	24.6*	21.4*	20	22.5	26.9
貸出金	19.8*	17.6*	15.9	19.9	24.9
信用組合					
預金	14.3	14.8	19.4	16.9	17
貸出金	10.1	10.2	10.6	10.7	11.1
生命保険					
ネット収入	-0.9	-0.6	1.7	2.8	2
保険収入	-0.9	4.1	5.9	12.1	7.5
投資収益	6.1	4.5	7	8.2	6.6
証券会社					
ネット収入	5.2	-0.4	0.6	-0.9	0.6
営業収益	18.7	12.8	12.2	10.3	8
営業経費	16.1	12.9	11	10.6	7

出所：金融監督委員会統計より作成

注：*は年央の数字であり、01年以降とはズレがある

どによった。最も多くの支援が費やされたのは銀行で、86.8兆ウォンを占め、総合金融会社や保険などのノンバンク圏(75.5兆ウォン)を上回った。小出しによらない公的資金投入は市場に好感され、99年からは景気が本格回復に転じたことで、不良債権処理は比較的順調に進んだ。不良債権比率は金融部門全体で99年の14.9%から03年には4.2%へと急ピッチで減少し、とりわけ合併による大型化の進んだ銀行では同12.9%から2.6%へと減少した(前表2)。

また、この過程で、金融機関の再編も①大型化、②グループ化、③外資参入などによって大きく進んだ。前表1のように、銀行は03年には97年当初の半数以下、とりわけ政府系と地銀を除いた都市商業銀行は8行に集約され、うち2行は外資の強い影響下に置かれた。持ち株会社の許容をきっかけに、銀行同士のみならず、ノンバンクを系列化し、金融グループの形成も進んできた。証券会社は初期には淘汰が進んだが、大字破綻による混乱以降は総合金融会社の業態転換、投資銀行業務の拡大、外資の参入などで増大した。保険も外資の活発な参入やこれと組んだ地場の新規参入などがあり、顔ぶれが大きく変化した。

再編に伴い、体質強化も一定程度進んだ。急激

な調整を進めた銀行の収益は2000年までのマイナスから大きく回復し、ROE、ROAの大幅改善がみられた。市場が極端な動きを続けるため、証券会社の収益は安定しないが、他方で生命保険は比較的収益改善をみた。調整の続く信用組合の預貸比率は下り気味だが、相互銀では落ちつきをみせ始めた（表5）。危機收拾の局面は過ぎたものの、規制緩和や外資の大量進出、再編に伴う専門人材の流動化などにより金融部門の環境は激変し、今後は競争力強化を目指した大型再編が続くものとみられている。さまざまな大混乱を伴いつつも①の不良債権処理は進展し、②の再編もまたそれなりの成果は上げてきたといえよう。

（2）構造改革と銀行のパフォーマンス決定要因

しかしながら、前節で整理してきたように、③の市場機能は容易ではない。IMFは専ら銀行融資に依存していた企業金融を資本市場主体に切り替える改革を処方箋とした。しかしながら、02年以降の中小企業の資金調達は困難さが増し⁽¹³⁾、適切なリスク管理による銀行融資の重要性が注目されている。そこで早くから合併が進められた改革を銀行のパフォーマンスという観点から考えてみる。

銀行の許認可とパフォーマンスをめぐる対立的な見解で、欧米についての実証研究が多数あるものに、市場構造仮説と効率的構造仮説がある。前者は集中度の高い市場にある銀行はその地位によって低い預金利と高い貸出し金利を実現し、高い収益を挙げることができるとするが、後者は効率的な銀行はその効率性によって高い収益を挙げ、市場支配力を強めるとする。Smirlock (1985)などは市場シェアと収益性の相関関係に注目し、シェアを効率性に結び付けた。しかしながら、90年代に入ると、Berger (1995)、Maudos (1998)などのように経営効率や技術力（X効率）、規模といった効率性を考慮した研究が現れ、その結果は後者を支持した。韓国の銀行についてはPark (2004)が次のような検証を行った。

まず、市場構造仮説のモデルを次のように設定する。 Π_i は銀行*i*の収益立、Pはアウトプット価格、Zはコントロール変数のベクトルであり、 ε はランダムエラーである。MSは市場シェア、CONC

は市場集中度である。仮説ではアウトプット価格は市場シェアもしくは集中度によって決まる。

$$\Pi_i = f_1(P_i, Z_{1i}) + \varepsilon_{1i} \quad \dots \dots \dots (1)$$

$$P_i = f_2(MSi \text{ or } CONC, Z_{2i}) + \varepsilon_{2i} \quad \dots \dots \dots (2)$$

$$CONC = f_3(MSi) \quad \dots \dots \dots (3)$$

これに対し、通常の効率性仮説のモデルは次のようである。EFIは規模の経済やX効率など仮説によって選択される。

$$\Pi_i = f_4(EFI_i, MSi, Z_{4i}) + \varepsilon_{4i} \quad \dots \dots \dots (5)$$

$$MSi = f_5(EFI_i, Z_{5i}) + \varepsilon_{5i} \quad \dots \dots \dots (6)$$

$$CONC = f_6(MSi) \quad \dots \dots \dots (7)$$

Park（前出）は2つのモデルを組み合わせ、CONCにハーフィンダール指数（HINDEX）を使って次のようなモデルを提示した。

$$\Pi_i = f_7(P_i, EFI_i, MSi, Z_{7i}) + \varepsilon_{7i} \quad \dots \dots \dots (8)$$

$$P_i = f_8(MSi \text{ or } HINDEX, Z_{8i}) + \varepsilon_{8i} \quad \dots \dots \dots (9)$$

$$HINDEX = f_{10}(MSi) = \sum MSi_2 \quad \dots \dots \dots (10)$$

以上の(8)から、

$\Pi_i = f_{11}(P_i, EFI_i, MSi, HINDEX, Z_{11i}) + \varepsilon_{11i}$ (11)を得る。銀行の財務諸表をデータ（1992-2002）とし、3つの従属変数、① ROATOT（税引き後収入の対資産、銀行+トラスト部門）、② ROABANK（同銀行部門のみ）、③ ROE（ネットの税引き後収入の対株式比率、銀行+トラスト部門）と、P（利子マージン）、MS（資産シェア）、HINDEX、EFI（従業員当たり、もしくは店舗当たりの営業費用、従業員当たり資産もしくは店舗当たり資産）、それにコントロール変数としてEQRATIO（株式資本比率（対資産））、NPLs（不良債権比率）、ダミー変数として都銀1、地銀0を設定する。Parkはこれらを元に詳細な(11)のケース別検証を行った。ここではその手法をほぼそのまま踏襲しつつ、簡素化のために従属変数をROABANKに絞り、かつ時期を1993～97年と98～2002年に分けて検証してみた。従属変数を銀行のみとしたのは市場の混乱があまりに大きく、トラスト部門が不安定であったこと、また今回の関心が銀行であることによる。LOPEFI 1、LASEFI 1はそれぞれ従業員当たりの営業費用と資産、LOPEFI 2、LASEFI 2は店

舗当たりの営業費用と資産を示す。その結果は表6の通りである。

1993~97年の成長持続時には殆どの説明変数は有意であった。営業費用や資産による効率性は予想通りの有意性を示したが、市場シェアや市場集中度についても明示的に有意となっており、この時期には市場構造仮説も効率性仮説も共に支持される傾向となった。唯一の例外は株式資本比率だけである。しかしながら、98~2002年の構造改革期に入ると、利子マージン、市場集中度、それに市場シェアはそれぞれ有意性を失い、逆に株式資本比率が収益に大きな影響を与えるようになった。また、効率性変数も共に有意性が上昇した。

(3) 銀行再編への含意

危機前の拡大時と構造

改革期の変化はいくつかの示唆を持つように思われる。危機前の韓国ではOECD入りに伴う規制緩和や実体経済の高い成長に伴い、銀行業は拡張期にあった。このため、市場集中度や市場シェアの拡大がそのまま収益に結びつく一方、効率性の向上もまた収益に寄与していた。この点では紙数と時間の制約で及ばなかったが、何らかの形で規模の経済をテストしてみる必要がある。他方、危機後はこれまでみたように、再編によって銀行の市場集中度やシェアは拡大したが、にもかかわらず、それ自体が収益に大きな影響を及ぼすことはなく、むしろ効率性や株式資本比率といった市場の評価の方が重要となった。この意味で現在までのところは再編に伴う寡占化への懸念は銀行業に

表6 危機前後の銀行パフォーマンス要因

		モデル1		モデル2	
1993~97年 (n=120)	Constant	Coefficient -5.6841	t -6.2347	Coefficient -6.284	t -5.026
	HINDEX	40.862	3.248	43.089	4.008
	MS	4.562	3.087	3.115	2.016
	LOPEFI1	-0.659	-2.211		
	LASEFI1	1.547	3.284		
	LOPEFI2			-0.762	-2.342
	LOPEFI2			1.205	2.759
	EQRATIO	-0.569	-0.411	-0.327	-0.266
	NPLs	-5.99	-3.648	-5.56	-2.984
	National	-0.268	-1.506	-0.287	-1.987
	R2	0.613		0.652	
1998~02年 (n=50)	Constant	-8.458	-2.674	-10.214	-2.237
	MARGIN	19.522	0.564	23.894	0.52
	HINDEX	-2.684	0.486	-2.624	-2.98
	MS	3.284	0.697	4.218	0.217
	LOPEFI1	-1.799	-4.281		
	LASEFI1	3.216	4.026		
	LOPEFI2			-1.254	-2.317
	LOPEFI2			3.289	4.011
	EQRATIO	32.157	2.325	32.957	3.699
	NPLs	-9.237	-1.949	-9.468	-1.677
	National	-0.114	0.569	-1.028	-1.254
	R2	0.754		0.662	

出所：拙稿「韓国の構造改革と金融業の課題」(未定稿、2004年)

については懸念を呼ぶようなものではなく、再編を契機とした合理化や生産性向上が一層進展することが再編の成功につながってきたと考えられる。再編過程ではとにかく、不良債権を処理し、かつ市場の混乱を食い止めるに重点が置かれてきた。また、危機によって市場パイそのものが減少していたため、再編によって競争が減少する懸念はまったくなかった。しかしながら、次第に経済が危機後の落ち着きを取り戻すと共に、巨大化した銀行が新しい金融システムでどういった役割を担い、国際競争力を高めるかは次第に重要になりつつある。今後の銀行に対しては市場シェア拡大に終始することなく、効率性の競争が継続するような規制緩和体系、環境整備が必要になってくる

といえよう。

3. 構造改革に残された課題

(1) 透明性の向上

韓国は思い切った不良債権処理と早めの景気回復によって、日本のように需給ギャップによるデフレで新たな不良債権が増殖する、という事態は避けることができた。しかしながら、大字まではともかく、その後も大企業の透明性欠如による問題の発生と不良債権の発生は後を絶たない。金融部門には企業部門と一体化した透明化、及び市場規律の強化が急務となっている。企業の大半は依然として究極的にはオーナー家族による所有と経営の下にあり、改革の開始以来、オーナー経営者の経営責任明確化、所有者の家族関係を加味した厳しい基準の連結財務諸表作成、社外取締役の過半数強制任用、少数株主権限の保護、監査事務所に対する罰則強化など一連のコーポレート・ガバナンス改善策が打ち出されてきた。一部上場「財閥」については市民団体までが少数株主の立場で監視に当たっており、情報開示義務・範囲のさらなる強化、法的裏づけのない経営者の影響力行使や粉飾決算に対する罰則の強化などが提起されている⁽¹⁴⁾。しかしながら、「財閥」の側には国際標準を金科玉条とした改善策には実情を無視した面があるとして反発もある。例えば株式の持ち合いが禁止・制限される一方で外資の買収規制が緩和されたことへの反発は強い。政治化された対立で、結局、最も詳しい情報を握る経営者自身が透明性向上に努力するインセンティブを失い、法の目をかいくぐるようなことになれば情報開示厳密化は逆効果である。財界も大字や現代、SKの危機を目の当たりにした以上、透明性の重要性が理解されていないわけではない。市場の成り立ちが違うところで米国のコピーをしても透明性が向上することは限らず、ルールの設定者とプレーヤーの対話により漸進的ではあっても着実な透明性促進措置を実施して行く必要がある。

(2) 市場規律と金融監督の強化

透明性のみならず、公開情報が効果的に市場規

律につながるメカニズムの構築にも努力の余地は大きい。例えば、証券取引の事後のモニタリング強化、金融監督院の分析能力向上はインサイダーなど不正取引を防止し、市場規律を強化するためには不可避の課題である。また社債関連派生商品の拡充、公募方式の改善、ABS発行ルールの合理化など実務的措置によって市場規律そのものがよりきめ細かく働くしくみを整備して行くことも間接的ながら規律強化につながると考えられる。

市場規律と表裏一体化した問題として、消費者の保護継続も重要である。信用カード問題は消費者が正しい情報を得て市場機能を支えるためには企業情報のみならず、金融機関や監督官庁の説明努力が欠かせないことを示した。カード負債問題はなりふりかまわず景気浮揚を図った政府の低金利政策やカード使用に対する税制支援、企業金融からなだれを打ってリテールに転換した銀行の融資姿勢、これを受けたカード会社間の競争激化などによる複合危機であった。カード会社は十分な審査や個人信用のリスク管理を怠り、また銀行もカード会社へのモニタリングを欠いており、消費者に対するカード会社の情報開示も十分とはいえないかった。消費者保護は市場プレーヤー間の幅広いモニタリング活動を迫るものとなっている。

さらに市場規律や消費者保護は金融監督能力の強化と洗練に深く結付く。既に言及したように、金融監督は情報開示の強化や、早期警戒システム・FLCの取り入れなどによってリスクがまだ小さく、表面化しないうちにに対応・処理を図る方向で整備してきた。しかしながら、金融リスクはダウンサイド・リスクのみならず、その特性上、金融政策やマクロの経済の変化といったアップサイド・リスクにも左右される。また、実際に早期の対応が可能となるかどうかは制度だけではなく、金融機関自身が実際に適切な情報システムやソフトを積極的に開発し、取り入れられるかどうかにかかるてくる。銀行本体への監督はそれなりに強化してきたものの、構造改革は規制緩和や、ノンバンクの再編・金融グループの形成、ユニバーサル・バンキングやバンカシュアランスの登場、高度の金融技術を持つ外資の大量参入などによって、金融産業は激変し、リスク管理もますます複

難なものとなってきている。市場まわりの金融監督はまだまだ追いついておらず、監督当局の増員、専門人材の積極登用と育成が重要な課題となっている。

(3) 金融システムの再設計

最後に市場規律や金融監督の整備がより実効性を持つためには、当面の金融再建が終わった現段階階で金融システムの青写真を再度、明確化する必要がある。構造改革は資本市場制度の整備を中心に推進されたが、新興市場の韓国は構造的に英米とは異なる面を残す。

「財閥」系大企業ではオーナー家族の経営責任見直し、専門経営者の登用が進んだが、それでもファミリー・ビジネスとしての側面は残り、中小企業はさらにその域を出ない。激烈な調整の結果、産業組織は中堅企業の層が薄くなり、少数のグローバル企業と大多数のローカル中小企業に分かれてしまった。社債発行の多い大企業は市場からのモニタリング強化が必要だが、ベンチャー・ブームの失敗は中小企業金融を専ら市場に依存することの限界を突きつけた。さらに中長期に株式を保有し、モニタリング能力の高い機関投資家の厚みに欠けた市場であること、市場の規模・奥行きに比して大量の対外資本移動が続くこと、インサイダー規制が浸透せず、投機が起き易いことなど、新興市場の限界はまだ続く。

こうした中では市場まわりの制度をアド・ホックに取り入れただけでは金融システムの安定・透明性は確保できない。そもそも銀行も大きな市場のプレーヤーであり、その銀行のモニタリング能力が欠如していたところに市場規律がすぐに根付くことは困難である。銀行の機関投資家活動にはさまざまな制限が課されてきたが、銀行を中心とする金融グループの形成などに鑑み、銀行の役割再定義を含んだシステム再設計が必要と考えられる。金融部門の改革はその意味で大宇危機の收拾後、第三段階に入りつつあるといえよう。

- (1) 韓国の危機は98年10月から本格化し、IMFとの暫定合意に至るまで実質2ヶ月で一気に進行した。為替管理の緩やかさや資本市場の開放度で遙かに韓国より進

んでいたタイでさえ、これほどの速度での進行はなかつた。

- (2) 韓国はタイやマレーシアとは異なり、対外資産の保有もそれなりの規模があり、危機の拡散を受けた東南アジア、ブラジル、ロシアなどの資産劣化もまた韓国の市場信頼を大きく揺るがした。その意味で国際金融秩序の混乱から受けた影響は大きく、韓国のケースと国際秩序の問題についてはWang (2001)、Park and Wang (2000) など多数の議論がある。
- (3) 直前の危機構造については深川 (1997)、全体像についてはLim (2003)、Lee (2003)、Sohn (2003) など。
- (4) 95年に成立した預金者保護法で保護には上限(2000万ウォン)が決められていたが、実際には混乱回避を理由に全額保護が継続されていた。改正では上限を5000万ウォンに大幅に上積みし、代わりに全額保護を撤廃することとなった。
- (5) 第一銀は99年末にはニューブリッジ・キャピタルに売却されたが、結局、ソウル銀の売却はうまく行かず、ドイツ銀による指導の後、02年にハナ銀と合併されることになった。
- (6) 例えば主要銀行の頭取人事は推薦委員会の存在により、実質的に政府の承認が必要となっていた。
- (7) 44兆ウォンに至る債務を抱えた大宇グループは98年末になってようやく4大中核事業への集中と系列企業を41から10に絞り込む再生計画を発表したが、市場の納得を得ることができず、自動車事業と貿易に特化することを発表した99年7月の再生計画はむしろ市場の不安をかきたてて破綻の要因となった。
- (8) 政府は三星が立ち上げたばかりの自動車事業を大宇に、大宇が家電事業を三星に譲渡する「ビッグディール」を推進中であった。
- (9) 国民、東亜、太平洋、朝鮮、韓徳の5生保がSK、錦湖、東洋-ロスチャイルド、現代に売却された他、韓国生命へ2.5兆ウォン、ソウル保証保険への6兆ウォンの公的資金投入など。
- (10) 構造改革開始後、韓国の陳腐化していた倒産法は会社整理法、和議法、破産法、個人債務者再生法などが次々と整備され、04年には「債務者・再生・破産に関する法律」(統合倒産法)として統合された。
- (11) カード会社の不払い率は01年には2.5%程度であったが、02年には6.6%、03年には14.1%と急激に上昇し、ネットでの収入も同2.5兆ウォンから9兆ウォンの損失に転落した。
- (12) 改革開始当初、準備された公的資金は64兆ウォンに過ぎなかったが、大宇破綻の收拾以降、資金投入は大きく嵩んだ。
- (13) 中小企業融資に社長の個人保証などが多いのは日本同様であり、カード債務者の急増は看過できない。
- (14) Sohn (2003) など。

〈参考文献〉

- 池尾和人他「日韓経済システムの比較制度分析——経済発展と開発主義のわな」日本経済新聞社、2001年。
- 「銀行リスクと規制の経済学」東洋経済新報社、1990年。
- 深川由起子「韓国・先進国経済論」日本経済新聞社、1997年。
- Berger, A. N., "The profit-relationship in banking—tests of market-power and efficient-structure hypotheses", *Journal of Money, Credit and Banking*, 27, 1995.
- Coe, David T. and Kim SeJik eds, *Korean Crisis and Recovery*, IMF-KIEP, 2002.
- Choi GongPil, *An Early Warning System for Contagious Currency Crisis*, 2002.5, Korea Institute of Finance (KIF).
- , *Post Crisis Financial Development in Korea and Challenges for Monetary Policy*, 2001.6., Korea Institute of Finance (KIF).
- Lee, JangYoung, *Financial Sector Reform in Korea: A Systemic Risk Approach*, 2003.4., Korea Institute of Finance (KIF).
- Lee, DonhGoel, *Case Study of Daewoo Restructuring*, 2001.12, Korea Institute of Finance (KIF)
- Lim, Won Hyuk, *Economic Crisis and Corporate Restructuring in Korea: Reforming the Chaebol*, Cambridge University Press, 2003.
- Maudous, J., "Market structure and performances in Spanish banking using a direct measure of efficiency", *Applied Financial Economics*, 8, 1998.
- Molyneux, P. and Forbes, W., "Market structure and performances in European banking, *Applied Financial Economics*, 27, 1995.
- Park, H.Kang, *Performance of Korean Banks and Implications for Regulatory Reforms*, Paper presented at the KDI-KAEA Conference, Aug., 2004.
- Sohn, Sangho, *Korea's Financial Corporate Restructuring: Five-year Experience, Lessons and Tasks*, Korea Institute of Finance (KIF), 2003.
- Smirlock, M., Evidence on the non relationship between concentration and profitability in banking, *Journal of Money, Credit and Banking*, 17.
- Financial Supervisory Service, *Financial Supervisory System in Korea*, 2002.
- , Annual Report (various issues)
- Wang, Yoon Jong and Park, Young Cheal, *Reform of the International Financial System and Institutions in Light of the Asian Financial Crisis*, Korea Institute of International Economic Policy (KIEP), 2000
- , *Capital Liberalization and Macro Performance: The case of Korea*, Korea Institute of International Economic Policy (KIEP), 2001

(韓国語)

- 崔興植他「韓国金融産業ノ発展課題」、韓国金融研究院 (KIF)、2003年
- 李サンチエ他「国民政府ノ5年——金融・企業改革ノ評価」、韓国金融研究院(KIF)、2003年
- 財政経済部「公的資金白書」、各年版