

<トピックス2>
「再燃した韓国最大財閥 “現代” の流動性危機」

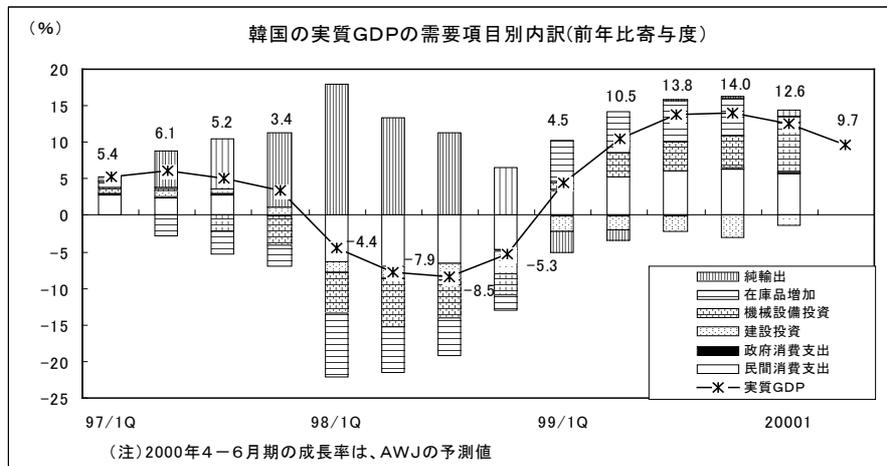
シニア - エコノミスト 李世勳 (リ - セ フン)

E-mail:leesh@nli-research.co.jp Tel: (03) 3597-8538

1. マクロ経済の急回復は、一服

韓国経済は98年の経済危機からV字型の急回復を示し、99年には10.7%と二桁の高成長を記録した。しかし、2000年に入ってから成長率、鉱工業生産、消費マインドなど殆どの経済指標に一服感が出始めており、下期にかけては成長テンポの鈍化が予想される。

ただ、世界経済の好調から輸出の増加基調が続くことを背景に、急激な景気減速は考えにくく、巡航速度とも言える6%程度の成長は維持できるとみられる。

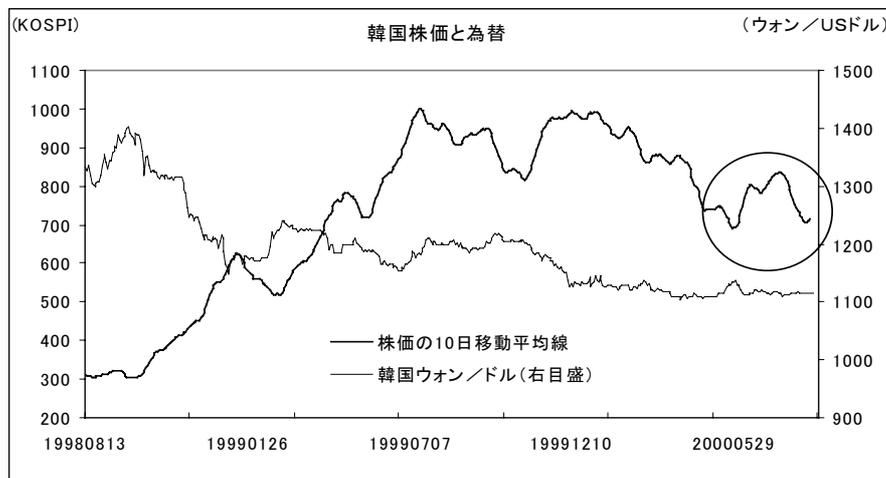


2. 金融・企業改革は、道半ば

こうして順調そうに見えるマクロ経済の回復とは裏腹に、今まで韓国政府が強力に推し進めてきた金融・企業改革は大きな壁に直面している。銀行等金融機関の不良債権の処理は思う程進まず、莫大な追加の公的資金注入が必要な状況である。また、企業改革に関しても改革に消極的であった大手財閥企業の経営危機が表面化している。

その象徴的な出来事が今年5月末に表面化した韓国の最大財閥である現代グループの流動性危機である。しかも、現代が約束した改革の見返りとして債権団や政府の支援が実施され、一応、流動性危機は沈静化に向かうとみられていたが、8月に入って再び、再燃してしまった。

この処理をめぐるのは現代、債権団、政府の不協和音から金融市場の不安が高まり、特に株式市場は大幅な調整を強いられている。とりあえず、政府の緊急指示により対策がまとめられている。今後、現代問題の処理如何では、さらなる金融市場の動揺、実態経済への悪影響も懸念されるため、その帰趨が注目される。



3. 現代建設から始まった流動性危機

今年5月末、現代財閥の母体である現代建設が、長引く建設業界の不況を背景に土木など主力事業の採算性が悪化する中、政府の監督により以前のような系列企業間の資金援助、不当な出資や支払保証が難しくなったため、深刻な資金難に陥った。メインバンクである韓国外換銀行が緊急支援を行ったが、資金難は現代商船、現代商社に広がった。結局、政府が改革の見返りとして流動性確保の緊急対策を講じる事態となった。

支援の代わりに鄭創業会長の退陣、系列社の分離・売却等、強力な構造調整を要求し、現代も財務体質改善の対策を政府と債権団に提示して、その詳細と実施をめぐる現代・債権団・政府の間で調整が続いた。

6～7月は一応、現代が提示した改革措置（創業主の鄭氏親子の退陣、主力系列企業の系列分離、資産売却など流動性対策等）を見返りに、銀行の新規融資や手形の満期延長など支援が再開されたため、不安を抱えながらも流動性危機は回避されるとみられた。

現代財閥の99年上場13社の総売上高は、108.6兆ウォン（約970億ドル、韓国GDPの22%）と外形上は韓国最大の財閥グループ（2位の三星の約1.3倍の規模）。拡大志向の攻撃的経営により、外形は大きいですが、財務など経営体質は弱いとの評価が一般的。

4. 8月に入って再燃した流動性危機

しかし現代財閥は、5月の流動性危機を単純な一時的な資金難と捉えて、提示した対策も口約束だけで根本的な対処を誤った。経営危機に対する認識が甘かったため、提示した改革内容を曖昧にする他、実施を遅延させるなど、市場では実効ある改革が実施されないことに対する不信が高まった。前近代的な系列分割と相続をめぐる2世の兄弟達の争いも市場の失望を大きくし、特に、外国投資家の現代売りを招いた。

現代は、経営陣の退陣、コア系列会社の追加売却に抵抗し、系列各社の保有する有価証券や不動産売却などをめぐっても債権団との調整が難航した。財政経済部と金融監督委員会など政府部門間でも現代対策・処理をめぐる方針の不一致が伝えられる中、8月に入って経営危機が再燃したのである。

そもそも建設、電子、自動車の現代財閥の主力3社の財務状態を、利子負担に対する債務償還能力で比較してみると、“建設は不実、電子は不安、自動車は安全”との評価が市場の常識である。特に、建設の経営不安は、単純な資金難の域を出る深刻さである。IMF経済危機後、現代財閥は系列会社の整理、資産売却、有償増資などを通じて財務体質の改善を図ってはきたが、あくまで形式的で、政府主導の企業改革に対しては消極的な姿勢をとり政府と対立する一方、収益性に乏しい金剛山観光など対北朝鮮への新規事業には力を入れてきた。

現代財閥主力3社の安全性

（単位：億ウォン）

年	現代建設			現代電子			現代自動車		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
営業利益	4648	5002	3139	6394	237	6461	8124	3670	9061
減価償却	956	891	1024	6379	7810	9880	6118	3971	4140
EBITDA(A)	5604	5893	4163	12774	8048	16341	14242	7641	13201
純利子費用(B)	4222	6688	5487	3658	9010	9631	2362	5775	6003
A/B(倍)	1.33	0.88	0.76	3.49	0.89	1.70	6.03	1.32	2.20

（注）EBITDA(A)は企業の債務償還能力をみる指標で営業利益+減価償却で現す。A/純利子費用(B)が3以上の場合、企業の債務償還能力が安定的とさ
 （資料）韓国エコノミスト、2000年7月号より作成

5. 追加対策に対し、市場の不安は残る

高まる金融市場の不安を背景に、韓国政府は8月初めに内閣改造を行った後、大統領府は新しい経済閣僚に対して現代問題の早期解決を強く命じた。また、主取引銀行である外換銀行は最終交

渉期限を8月19日と決め、現代に対して追加の危機打開策の提出を迫った。昨年の“大宇”財閥と同じようにグループの解体を迫られるかも知れない瀬戸際に立って、現代財閥はようやく事態の深刻さを認識し、8月13日には早々と改めて債権団と政府に対して追加策を約束し、おおむね、了承された。

合意された対策の主な内容は、

- 9月までに現代自動車をグループから明確に分離する
- 現代重工業のグループからの分離を2003年から2002年に繰り上げる
- 資産売却などを通じて1.5兆ウォンの流動性を確保する

特に、緊急の流動性の確保については、最大の焦点であった鄭名誉会長の現代自動車の株式持ち分を売却(9.1% 3%)することと、また現代建設が保有する系列企業の株式も売却して、その資金を建設の流動性確保に振り向けることとなった。また、系列分離案として自動車の系列分離とともに、現代重工業の早期系列分離をも約束した。しかし、経営陣の退陣と一族支配など所有構造の改革については、明確な結論が出ていない。

現代は、経営懸案が解決するまで経営陣の退陣は難しいと主張しており、特に名誉会長とグループを分けて支配する3人の兄弟の即刻退陣はない見込みである。今後、一族支配の経営体質や支配構造に変化があるかどうか、引き続き、現代と債権団との間で対立の火種は残っている。

6. 今後の現代財閥の再編

現在の情勢から判断すると、第2次流動性危機は収束に向かう気配である。合意された改革案が約束通り実行されると、現代財閥は2002年には3つの小グループに分割され、3兄弟を軸にする3 Top体制として再編される構図である。しかし、それぞれの企業規模をみると3グループとも引き続き、財界10位内にランクされる大きな外形を維持することが可能である。

現代財閥の再編後の構図

現代グループ(鄭夢憲)	建設、電子、商船、証券等(4位)
自動車グループ(鄭夢九)	自動車、精工、キャピタル等(5位)
重工業グループ(鄭夢準)	重工業、造船等(10位)

(注)()内は、現在の財閥規模でみた順位

抜本的なりストラ等財務体質改善を通じて流動性危機を乗り越えるとともに、家族経営など前近代的な支配構造の変革に成功するかどうか、現代問題は韓国の企業改革の成功を占い、生き残りをかけた企業競争力の向上を見極める大きな判断材料となる。

(以上)