

## 【寄稿】

### 韓国の不動産市場の近況 ～韓国不動産信託（株）の不渡とその衝撃～

周藤 利一（すとう としかず）

著しい経営悪化に3年余苦しんできた韓国不動産信託株式会社が今年2月2日について不渡を出した。こうした事態は予見されていたものの、公的企業だからという一抹の期待があったため、韓国の建設業界、契約者、委託者、不動産業界は一種の心理的恐慌状態に陥っていると言われる。

さらに、韓国内の不動産開発事業の主要な資金供給源としての役割を果たしていた建設業者が流動性不足のため、その機能を果たすことができない状態の中で、もうひとつの柱であった信託会社までも機能を喪失したことにより、不動産開発金融システムはほとんど瓦解している。1997年末の為替危機以降多少回復していた不動産開発金融が、現代建設の流動性危機と第二次構造調整により、沈滞局面に再び突入しているのが現状である。そうした最中に、不動産信託会社に対する構造調整が現実化して、不動産業界や建設業界は強い危機感を感じるに至っている。

そこで、本稿ではまず、為替危機以降の不動産信託会社の経営悪化過程と不動産信託会社の主要事業である開発信託の構造を分析し、これら事業と建設会社との関係を明らかにし、建設業界に及ぼす影響を具体的に見てみることにする。最後に、韓国不動産信託株式会社以外の不動産信託会社についての構造調整の可能性を点検し、今後の対応策を模索することとする。

#### 3年にわたる経営悪化

韓国の土地信託が始まったのは1995年であり、これまでの実績を見ると（表-1）のとおりである。1997年までは信託会社の数も事業件数も着実に増加していた。しかしながら、同年末の為替危機直後の急激な信用収縮、不動産価格の下落、建設会社の不渡などにより、事業環境が悪化し、不動産信託会社が推進中にあった各種の不動産事業は中断された。これに伴い、貸出金利が年利30%まで跳ね上がり、大部分の企業が資金調達できない信用収縮状態が継続し、不動産信託会社も資金調達に深刻な隘路を抱えるに至った。特に、親会社の規模が相対的に小さかった韓国不動産信託の信用収縮が最も深刻であった。そこで、大部分の開発事業は順調に遂行できなくなり、その結果、資金回収も遅れた。他方で、既存借入金の金融費用負担は引き続き増加したことに伴い、事業収支が急速に悪化した。

かかる事態が持続するに至り、1999年10月、韓国不動産信託の債権者団は私的な構造調整が必要であるとして、経営改善作業に着手した。しかし、債権者団が採用した構造調

整方式は、それまで製造業でやってきたとおり、債務調整と負債を株式に転換するやり方で行われた。そもそも、不動産開発事業はその特性上、新規財源が投入されなければ事業を進行させることができず、したがって資金回収も困難になるゆえに、新規の資金支援なしに財務諸表の数字のみを調整する従来の構造調整作業によっては、経営状況を改善することはまったくできない。

構造調整過程で、各種開発事業を不動産信託会社から分離して処理しようという、それなりの努力もなされたが、資金調達を信託勘定で行っていただけでなく、不動産信託会社の信用により借り入れるという異常な借入構造であったことや、事業をめぐる利害関係者の複雑な利害衝突のため、解決の実を挙げるできないまま、3年余を過ごしたのであった。そうして結局は、韓国不動産信託株式会社は今年2月2日に公企業として初めて不渡を出すという運命を迎えたのである。

(表-1) 韓国の土地信託の状況

(単位：件、億ウォン)

		1995年	1996年	1997年	1998年	1999年
コレット 信託	受注件数	7	42	35	—	1
	進行件数	8	46	80	75	69
	借入規模	601	2,178	5,963	7,045	6,532
韓国不動 産信託	受注件数	18	30	39	4	2
	進行件数	19	43	77	73	71
	借入規模	628	2,551	7,440	8,145	8,317
韓国土地 信託	受注件数		10	60	25	3
	進行件数		10	70	95	89
	借入規模		93	2,451	8,918	7,981
住銀不動 産信託	受注件数			29	4	2
	進行件数			29	32	31
	借入規模			2,398	4,002	3,803
大韓土地 信託	受注件数					7
	進行件数					7
	借入規模					173

(注) 2001年6月末時点で韓国ウォン1ウォン=0.0982円

### 建設業界の被害規模

不動産信託会社の経営悪化が建設業界に及ぼす影響を性格に把握するためには、不動産信託会社の開発信託の仕組みを理解して、そこにおける建設会社の役割を理解する必要がある。

ある。開発信託とは、土地所有者が土地を不動産信託会社に信託し、信託会社は開発に要する資金を借り入れて開発事業を遂行するものである。

このとき不動産信託会社は、建設会社に施工を任せ、完工した施設物はエンドユーザーに分譲する。そして、その過程で発生する収入で、まず借入金を返済し、不動産信託会社の信託手数料を支払った後、受益権者たる委託者に配当する。こうした仕組みの中で建設会社は、委託者の立場と施工業者の立場で不動産信託会社と関係を結ぶこととなる。

まず、委託者の立場について見てみると、不動産信託会社に土地を委託した委託者の大部分は、開発業者である。開発業者は、数多くの土地所有者から土地を買収し、土地の用途を変更し、開発事業に必要な許認可を受ける。こうした過程では、土地買収費用としてかなりの資金が必要であるが、このとき建設業者が工事施工権を得るため、開発業者に資金を融通したり、受益証券を担保に金融機関から貸出を受けられるよう保証を付けたりする。そこで、不動産信託会社の事業が悪化する場合、委託者である開発事業者の被害規模によっては実質的に建設業者が被る部分が少なくない。すなわち、今回の韓国不動産信託の不渡で言えば、委託者である開発業者の損失規模が 4,586 億ウォン（約 460 億円）とされるが、そのうち 70～80%が建設会社の損失に帰結するものと見られている。

また、建設会社は施工後出来高に応じて工事代金の支払いを受けることとなるが、ときには分譲率に応じて少しずつ工事代金を支払われる場合もある。このため、事業が予定どおり進行できなくなった場合、既に投入された工事費の回収が不可能になる。今回の韓国不動産信託の不渡により発生する未回収工事費は、47 の元請業者と 751 の下請業者について総額 2,225 億ウォン（約 220 億円）に上るものと見られる。

建設工事の中断は、出来高に対する支払いを受けられないという問題に加え、雇用の減少、施工した建物に対する留置権確保に伴うエンドユーザーの反発など、訴訟と誘発債務に伴う非経済的損失も少なくない。

### 不渡の余波拡大のおそれ

韓国不動産信託が抱えていた事業のうち引き続き遂行するものと中断したものの総事業費は、3 兆 8,900 億ウォン（約 3,900 億円）であると発表されている。しかし、これらのうち相当部分が建設工事を施工できないでいる。続行中の事業は工程が 60%程度、中断した事業は 20%程度進捗したものと仮定して推計すると、受注したものの実質的に消滅した事業が 1 兆 6,800 億ウォン（約 1,700 億円）規模に達する（(表-2) 参照）。この数字は、韓国の 2000 年の建設投資額 64 兆ウォンの 2.6%に当たり、相当の規模であることが伺われる。

これだけでなく、韓国不動産信託の不渡は、同社一社の問題にとどまらず、他の不動産信託会社、特に同じ公企業であるコレット信託会社に波及しつつある。コレット信託は、1999 年に 886 億ウォン（約 90 億円）の赤字を出したのに続き、昨年も 1,000 億ウォン（約 100 億円）を超える赤字を出すなど、苦しい経営を続けている。親会社である資産管理公社

の資金保証を受け、新規資金 185 億ウォン（約 19 億円）を調達しようとしたが、韓国不動産信託の不渡の余波で、金融機関が貸出を渋ったため、深刻な資金難に直面している。

現時点では、こうした資金難は幸いにもコレット信託以外の信託会社には波及していない。けれども、コレット信託も万一不渡を出すような事態に立ち至れば、韓国不動産信託の場合以上の損失が及ぶものと見られる。

(表－２) 韓国不動産信託の不渡に伴う損失の状況

(単位：件、億ウォン)

		事業件数	総事業費の規模	建設投資の減少額
分譲型 事業	続行	11	17,154	6,862
	中断	21	7,108	5,687
	信託解除	4	3,216	—
	未着工	3	390	—
賃貸型 事業	続行	3	6,029	2,411
	中断	5	2,313	1,851
	信託解除	2	154	—
	未着工	—	—	—

清算処理すれば被害は莫大なものに

韓国ではこれまで、法に従い金融機関の更生手続を行った事例は存しない。しかし、韓国不動産信託については避けられないと見られる。事実、資産価値に比べて負債規模が大きいため、第三者が引き受ける可能性はほとんどなく、他の代替案も見出しがたい状況下にあるからである。しかし、契約者（事業により完成する物件の分譲を受けるエンドユーザー）の強い反発のために、政府と政界では清算の方針を積極的に打ち出せない状態である。万一、清算せず、構造調整を継続する場合、竣工を目前にした一部の契約者は保護されようが、中断された事業の被害は一層ひどくなる結果が生じることもありうる。

もちろん、契約者の意向にかかわらず、原則にのっとり清算を強行する場合には、被害規模が少なくないものとみられる。しかし、いったん清算すれば、複雑にからまった不動産事業を売却して、改めて事業を推進することは、はるかに容易であろう。事業を取り巻く利害関係者間の権利争いがなくなって、清算人が事業を適正な価格で売却することができるからである。

事業に対して各種の権利を有していた建設会社、委託者、金融機関、契約者（エンドユーザー）は、莫大な被害を蒙るものとみられる。けれども、清算手続を進める過程で、収益性のある事業を不動産信託会社から分離して売却することにより、損失を最小化することができるだろう。

それゆえ、収益性があると判断される案件に対しては、債権者団がプロジェクト・ファイナンス形態で資金を支援し、それ以外の不良案件は不動産売却形態により資金を回収することとなろう。

### 迅速な処理による被害の最小化が必要

不動産開発事業は、計画されたスケジュールどおりに事業が進捗しない場合、いかに収益性のある事業といえども、瞬く間に不良案件に転落するおそれがある。負債に対する金融費用が複利で増えることをクリアできないからである。しかしながら、こうした単純な常識が韓国の不動産信託会社や建設会社の構造調整過程では、きちんと適用されているとは言えない。

1997年末の為替危機に伴い構造調整に着手した際、玉石をきちんと区分し、生かすべきものは生かし、潰すべきものは潰すよう、迅速に処理していたならば、被害規模は今日よりはるかに少なく済んだであろう。結局、韓国政府の消極性、債権者団の理解不足、そして不動産信託会社の責任感希薄が一団となって、負債規模だけが大きくなってしまったのである。これとは反対に、韓国土地信託、住銀不動産信託の場合には、早期に積極的に対応して、被害規模をかなり減らすことができたとされる。

現在も、構造調整を迅速に処理しなければならないという点では、1997年末当時と異なるところはない。清算処理することが構造調整の原則であるとするならば、原則どおりに処理すべきであろうが、不動産事業に対する処理は別途の専門組織に委ねて、迅速に処理することにより、不動産事業の価値が喪失しないようにすべきであろう。

韓国の不動産信託、さらには不動産業と不動産市場全体が構造調整という大きな流れの中にあるのが現状であり、その動向について今後とも注視していく必要があると思われる。