Supported by 日本財団 THE NIPPON FOUNDATION

韓国造船産業ファイナンス確保等の実態に関する調査

２０１４年３月

日　本　船　舶　輸　出　組　合
一般財団法人 日本船舶技術研究協会

目　　次

1．韓国船舶金融の概要 1
1-1．船舶金融 / 海洋金融の概念 1
1-2．船舶・海洋プラントを巡る資金調達の特徴 2
1-3．世界市場動向と日韓市場比較 6
1-4．韓国の船舶・海洋プラント金融の歴史 12
1-5．韓国の船舶・海洋プラント金融の現状 14
2．韓国の船舶金融制度と金融機関の役割 17
2 -1．韓国の船舶金融制度 17
（1）　計画造船制度 17
（2）　船舶投資会社制度 19
①成り立ちと背景 19
②現況報告 23
（3）　造船会社建造金融プログラム 25
①成り立ちと背景 25
②現況報告 27
（4）　船舶金融公社の設立 29
①推進背景と経過 29
②政府の代案：韓国船舶金融の再成立施策 32
2 -2．各金融機関の役割 35
2 -2 -1．公的金融機関 35
（1）　韓国輸出入銀行（KEMIX） 35
①韓国輸出入銀行の役割 35
②韓国輸出入銀行の船舶金融商品 37
③最新動向 41
（2）　KDB 産業銀行 43
①KDB 産業銀行の役割 43
②計画造船資金 45
③船舶買入プログラム 45
（3）　韓国貿易保険公社（K-sure） 46
①韓国貿易保険公社の役割 46
②最近動向 49
（4）　韓国政策金融公社（KoFC） 52
①韓国政策金融公社の役割 52

②最近動向 55
2 -2 -2. 民間金融機関 59
(1) 一般銀行 59
①一般銀行の役割 59
②一般銀行の現況 60
③一般銀行の造船会社建造金融プログラムの失敗要因 62
(2) 地域銀行 63
(3) リース会社 66
(4) 特殊・非銀行 68
①水協（水産業協同組合） 68
②貯蓄銀行：船舶ファンドの失敗事例 70
3. 造船 4 社の資金調達 72
3 -1. 造船 4 社の資金調達増加要因（4 社共通） 72
(1) 受注減少による前受金の縮小 72
(2) 受注契約方式の変化および海洋プラント受注の拡大 73
(3) 長期売上債券の増加 76
3 -2. 造船 4 社の財務諸表分析と資金調達（各社動向） 77
3 -2 -1. 造船 4 社の財務諸表分析 77
(1) 現代重工業 77
(2) サムスン重工業 80
(3) 大宇造船海洋 83
(4) STX 造船海洋 86
3 -2 -2. 造船 4 社の資金調達と最近の動向 89
(1) 現代重工業 89
①借入金 89
②社債・CP 発行 93
③経営合理化などによる資金調達 94
(2) サムスン重工業 95
①借入金 95
②社債・CP 発行 98
③経営合理化などによる資金調達 99
(3) 大宇造船海洋 101
①借入金 101
②社債・CP 発行 105
③経営合理化などによる資金調達 106
(4) STX 造船海洋 107

①借入金 107
②経営合理化：STX 造船海洋の構造調整について 108
③構造調整による資金調達の失敗 111
4．別添 114
4 -1．別添：造船 4 社の船舶受注動向 114
4 -2．別添：中堅・中小の造船会社、海運会社、資機材メーカーの船舶金融 117
4 -2 -1．最近動向 117
4 -2 -2．資金調達現況 118

表　一　覧

表 1．プロジェクトファイナンスの特徴および一般ファイナンスとの比較 3
表 2．船舶代金の支払い方式 6
表 3．世界船舶金融の調達方法の変化 7
表 4．バーゼルⅢによる船舶金融の貸出条件の変化 8
表 5．日本と韓国の船舶金融比較 11
表 6．韓国の代表的船舶金融機関 15
表 7．韓国船舶金融の新規調達先現況 16
表 8．韓国の船舶ファンド認可現況（2008～2012 年） 16
表 9．計画造船による発注量および支援資金推移（1989～2011 年） 18
表 10．計画造船の内航船貸出条件 18
表 11．船舶投資会社制度の構成主体 20
表 12．船舶投資会社制度の概要 20
表 13．船舶運用会社の概要 21
表 14．資産保管会社の概要 21
表 15．韓国の船舶ファンド認可現況（2004～2012 年） 24
表 16．造船会社建造金融プログラム 26
表 17．一般銀行 6 社と輸出入銀行の金利比較 28
表 18．輸出入銀行の信用供与限度拡大 28
表 19．世界造船市場の国家別受注量及びシェア（2009～2012 年） 29
表 20．韓国船社の金融調達変化（2005～2010 年） 29
表 21．船舶金融公社の設立に対する政府と釜山市の立場 31
表 22．WTO の補助金及び相殺措置に関する SCM 協定 31
表 23．ECA 機関と船舶金融公社の船舶金融規模比較 32
表 24．船舶金融を改善するための短期政策 32
表 25．海洋金融総合センター（仮称）の概要 33

表 26. 輸出入銀行の概要 35
表 27. 輸出入銀行の設立目的 35
表 28. 輸出入銀行の船舶金融支援内容 36
表 29. 輸出入銀行の船舶金融商品 37
表 30. 輸出入銀行の中長期輸出資金貸出 38
表 31. 輸出入銀行の海外輸入者直接貸出 39
表 32. 輸出入銀行のプロジェクトファイナンス支援基準 39
表 33. 輸出入銀行のネットワーク貸出 41
表 34. 輸出入銀行の最新動向 43
表 35. 産業銀行の概要 43
表 36. 産業銀行の船舶金融斡旋現況 44
表 37. 産業銀行の船舶リース金融条件 44
表 38. 貿易保険公社の概要 46
表 39. 貿易保険公社の中長期輸出保険の事例（契約構造） 48
表 40. 貿易保険公社の中長期輸出保険の事例（契約内容） 48
表 41. 船舶債券保険の概要 50
表 42. 貿易保険公社と一般銀行 3 社の船舶金融追加支援形態 51
表 43. 貿易保険公社と一般銀行 3 社の船舶金融追加支援内容 51
表 44. 政策金融行公社の概要 52
表 45. 政策金融公社が選定した重点支援産業 53
表 46. 政策金融公社の重点支援産業貸出概要 53
表 47. 政策金融公社の重点支援産業貸出原則 54
表 48. 政策金融公社の船舶導入事業の支援条件 54
表 49. 政策金融公社の造船会社建造金融内訳（2012～2013 年） 56
表 50. 政策金融公社の船舶建造金融 56
表 51. 政策金融公社の共同金融事例 - その 1 - 57
表 52. 政策金融公社の共同金融事例 - その 2 - 57
表 53. 政策金融公社の中小・中堅海運会社向けの間接貸出 58
表 54. 一般銀行の RG 推移（2005～2006 年） 61
表 55. 釜山銀行の概要 64
表 56. 釜山銀行の船舶金融特化施策 65
表 57. 新韓キャピタルの概要 66
表 58. リース会社 4 社の保有船台推移 67
表 59. 世界の新造船価推移 67
表 60. 新韓キャピタルの釜山支店の概要 68
表 61. 水協（水産業協同組合）の概要 69

表 62. ソロモン貯蓄銀行の概要 70
表 63. 造船 4 社の資金調達（2008～2012 年） 72
表 64. 造船 4 社の前受金及び受注量比較（2008～2012 年） 73
表 65. 造船会社の Standard Base 決済方式の例 74
表 66. 造船会社の Heavy-Tail Base 決済方式の例 75
表 67. 造船会社の Milestone Base 決済方式の例 76
表 68. 造船 4 社の売上債券現況 77
表 69. 現代重工業の売上及び営業利益（2008～2012 年） 77
表 70. 現代重工業のバランスシート：資産の変動（2008～2012 年） 78
表 71. 現代重工業のバランスシート：資本と負債（2008～2012 年） 79
表 72. 現代重工業の負債比率推移（2010～2012 年） 80
表 73. サムスン重工業の売上及び営業利益（2008～2012 年） 80
表 74. サムスン重工業のバランスシート：資産の変動（2008～2012 年） 81
表 75. サムスン重工業のバランスシート：資本と負債（2008～2012 年） 82
表 76. サムスン重工業の負債比率推移（2010～2012 年） 82
表 77. 大宇造船海洋の売上及び営業利益（2008～2012 年） 83
表 78. 大宇造船海洋のバランスシート：資産の変動（2008～2012 年） 84
表 79. 大宇造船海洋のバランスシート：資本と負債（2008～2012 年） 85
表 80. 大宇造船海洋の負債比率推移（2010～2012 年） 85
表 81. STX 造船海洋の売上及び営業利益（2008～2012 年） 86
表 82. STX 造船海洋のバランスシート：資産の変動（2008～2012 年） 87
表 83. STX 造船海洋のバランスシート：資本と負債（2008～2012 年） 87
表 84. STX 造船海洋の負債比率推移（2010～2012 年） 88
表 85. STX 造船海洋の内部留保率推移（2008～2012 年） 88
表 86. 現代重工業の資金調達推移（2008～2012 年） 89
表 87. 現代重工業の資金調達（2008 年） 90
表 88. 現代重工業の資金調達（2009 年） 91
表 89. 現代重工業の資金調達（2010 年） 91
表 90. 現代重工業の資金調達（2011 年） 92
表 91. 現代重工業の資金調達（2012 年） 93
表 92. 現代重工業の公募社債発行推移（2008～2012 年） 93
表 93. 現代重工業の最近の公募社債規模（2012 年） 93
表 94. 現代重工業の CP 発行推移（2008～2012 年） 94
表 95. サムスン重工業の資金調達推移（2008～2012 年） 95
表 96. サムスン重工業の資金調達（2009 年） 96
表 97. サムスン重工業の資金調達（2010 年） 96

表 98. サムスン重工業の資金調達（2011 年） 97
表 99. サムスン重工業の資金調達（2012 年） 97
表 100. サムスン重工業の公募社債発行推移（2008～2012 年） 98
表 101. サムスン重工業の最近の公募社債規模（2012 年） 98
表 102. サムスン重工業の CP 発行推移（2008～2012 年） 99
表 103. 大宇造船海洋の資金調達推移（2008～2012 年） 101
表 104. 大宇造船海洋の資金調達（2008 年） 101
表 105. 大宇造船海洋の資金調達（2009 年） 102
表 106. 大宇造船海洋の資金調達（2010 年） 102
表 107. 大宇造船海洋の資金調達（2011 年） 103
表 108. 大宇造船海洋の資金調達（2012 年） 104
表 109. 大宇造船海洋の公募社債発行推移（2008～2012 年） 105
表 110. 大宇造船海洋の公募社債発行現況（2012 年） 105
表 111. 大宇造船海洋の CP 発行推移（2008～2012 年） 106
表 112. STX 造船海洋の公募社債発行推移（2008～2012 年） 107
表 113. STX 造船海洋の最近の公募社債規模（2012 年） 107
表 114. STX 造船海洋の CP 発行推移（2008～2012 年） 108
表 115. 造船 4 社の信用等級および流動性推移（2009～2012 年） 108
表 116. STX 造船海洋の資金所要と予想資金源 1（2012～2013 年） 111
表 116. STX 造船海洋の資金所要と予想資金源 2（2012～2013 年） 112
表 117. 失敗に終わった STX グループの財務改善計画 113
表 118. 現代重工業の新造船受注量推移（2008～2012 年） 114
表 119. 現代重工業の新造船建造量推移（2008～2012 年） 114
表 120. 現代重工業の新造船手持工事量推移（2008～2012 年） 114
表 121. サムスン重工業の新造船受注量推移（2008～2012 年） 115
表 122. サムスン重工業の新造船建造量推移（2008～2012 年） 115
表 123. サムスン重工業の新造船手持工事量推移（2008～2012 年） 115
表 124. 大宇造船海洋の新造船受注量推移（2008～2012 年） 115
表 125. 大宇造船海洋の新造船建造量推移（2008～2012 年） 116
表 126. 大宇造船海洋の新造船手持工事量推移（2008～2012 年） 116
表 127. STX 造船海洋の新造船受注量推移（2008～2012 年） 116
表 128. STX 造船海洋の新造船建造量推移（2008～2012 年） 116
表 129. STX 造船海洋の新造船手持工事量推移（2008～2012 年） 117
表 130. 中堅・中小造船会社、海運会社及び資機材メーカーの資金調達 118
表 131. 中小·中堅海運会社向けの間接貸出 120
表 132. 資機材メーカー向けのネットワーク貸出 121

図　一　覧

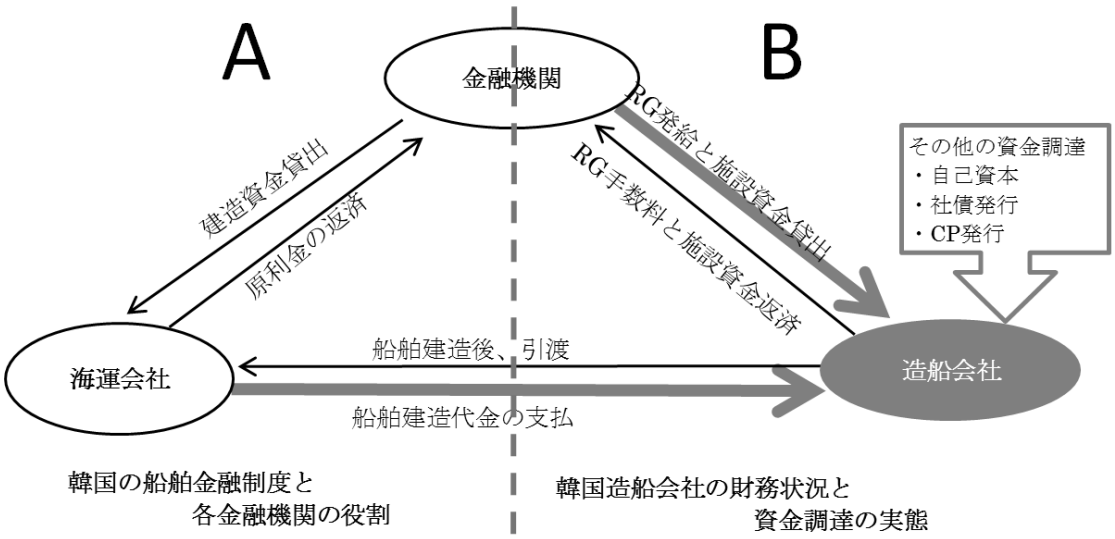
図 1. 船舶金融の構造および報告書の概要 1
図 2. 船舶金融とプロジェクトファイナンスの概念 2
図 3. プロジェクトファイナンスの構造図 4
図 4. 船舶代金の支払い方式 6
図 5. 世界船舶金融規模（銀行貸出）とヨーロッパ系銀行の比重 7
図 6. 世界 BDI 指数推移 9
図 7. 世界船舶金融規模（銀行貸出）とヨーロッパ系銀行の比重 10
図 8. 世界銀行の船舶金融貸出資産ランキング（2012 年） 10
図 9. 韓国船舶金融の変遷 12
図 10. 韓国の国籍船登録船腹量推移（1988～2011 年） 13
図 11. 韓国船舶金融市場の金融別構成 14
図 12. 世界の便宜置籍国別登録船舶構成 22
図 13. 船舶投資会社制度のプロセス 22
図 14. 造船会社建造金融プログラムの流れ 26
図 15. 造船会社建造金融の支援実績（2012.9～2013.3） 27
図 16. 船舶金融公社の資金フローと機能 30
図 17. ストラクチャードファイナンスの流れ 40
図 18. 輸出入銀行の貸出構成比（2011 年） 42
図 19. 産業銀行の船舶買入プログラム 45
図 20. 貿易保険公社の船舶金融支援実績 47
図 21. 貿易保険公社の RG 支援実績推移 49
図 22. 貿易保険公社の船舶債券保険構造 49
図 23. 政策金融公社の船舶導入事業の支援手順 55
図 24. 政策金融公社の船舶導入事業の流れ 55
図 25. 一般銀行の直接貸出構造図 60
図 26. 韓国の社債金利推移（2006～2013 年） 63
図 27. 釜山の国際金融都市推進センターの目標課題 64
図 28. 水協の海洋投資金融部の構造図 69
図 29. ソロモン貯蓄銀行の船舶ファンド運営概念図 71
図 30. 造船 4 社の前受金及び受注量比較（2008～2012 年） 73
図 31. サムスン重工業の建設部門職員数（2010～2012 年） 99
図 32. サムスン重工業の建設部門営業利益（2010～2012 年） 100
図 33. STX グループの支配構造と持分構成比 109
図 34. STX 造船海洋の出資転換後の株主構成比 110

1．韓国船舶金融の概要

1-1．船舶金融 / 海洋金融の概念

船舶金融は、船舶取得、建造とその運用から発生するキャッシュフローを背景とした資金調達の一つである。基本的には、海運会社が船舶を確保するための他人資本であるが、船舶を建造するための融資でもあることから、造船会社の資金調達も広義では船舶金融に含まれる。船舶価格はかなり高価であり、海運会社や造船会社の自己資金だけでは購入が難しいため、これらの会社は「船舶金融」を用いて船舶の買入・建造を行う。最近では、海洋プラント向けの金融を含めて「海洋金融」とも言う。

船舶金融（海洋金融）は、船舶を発注・運営する海運会社、造船会社、金融機関が密接に関わっている。海洋プラントの場合、金融機関と海洋プラントを発注・運営する資源開発会社など、金融機関と海洋プラントを生産する重工業メーカーとの金融になる。



（出所：船舶金融原論（イ・ギファン、2011 年）に基づいて矢野経済研究所作成）

【図 1．船舶金融の構造および報告書の概要】

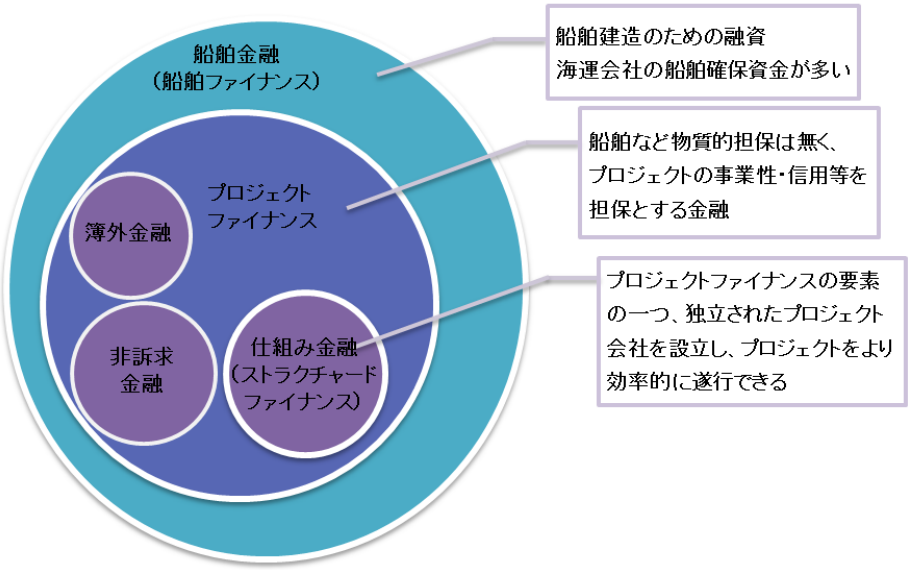
海運会社（船主）が金融機関から建造資金を借り入れ、造船会社に建造代金を支払う。この際、金融機関は造船会社に RG（前受金返還保証）を発給する。RG とは、造船会社が船主から前受金を貰う際、銀行や保証機関から受ける保証を指す。造船会社が破産した場合、金融機関が前受金を船主（発注した海運会社など）に返済するという保証である。また、造船会社は施設資金など船舶建造に関わる運営資金なども借り入れる。造船会社はその他にも、自己資本・社債発行・CP（Commercial paper：コマーシャルペーパー）発行などで資金を調達する。資金を確保した造船会社が船舶を建造し、海運会社に引渡すと、海運会社は船舶の運用収益で金融機関から借りた建造資金を返済する。また、造船会社も RG

の手数料や施設資金などの返済を行う。

本報告書の 1、2 章では韓国の船舶金融制度と各金融機関の役割について、3 章では韓国造船会社の資金調達の実態を報告する。

1-2. 船舶・海洋プラントを巡る資金調達の特徴

船舶金融は船舶や海洋プラントなどを担保とするため、担保貸出の一種である。しかし、担保となるものがまだ建造・建設されていない場合、建造した後の運用から発生する収入で元利金を返済するプロジェクトファイナンス方式を用いることが多い。プロジェクトファイナンス（Project Finance）とは、船舶や海洋プラントなどの物的担保が無く、プロジェクトの事業性・信用等を担保とする金融のことであり、一般商船よりコストが高い海洋プラントの受注・製造を支援するために用いられるケースが多い。



（出所：各種資料に基づいて矢野経済研究所作成）

【図 2. 船舶金融とプロジェクトファイナンスの概念】

プロジェクトファイナンスは、大きく三つの特徴を持っている。

まず、ストラクチャードファイナンス（Structured Finance：仕組み金融）としての特徴がある。船舶購入や海洋プラントの発注などの特定プロジェクトを遂行するため、出資・保証など、様々な資金調達方法を用いて積極的に資金を調達するものである。多数の金融機関が特殊目的会社を設立し、貸出に参加するため、リスクが分散され、より効率的なプロジェクトの遂行が可能になる。プロジェクトの事業主（船舶発注の主体：海運会社など）が有している既存会社や事業部門とは法律・経済的に分離された法人を設立し、この会社が借入の主体になる。この分離・独立された会社を通じて、多数の出資者がプロジェクト

に投資できるため、資産・負債の管理が容易となり、プロジェクトをより効率的に遂行できる。また、事業主もプロジェクトから分離され、プロジェクトを支援する立場になるため、事業推進のリスクを減らすと同時に、成功への可能性を高める効果も得られる。

【表 1. プロジェクトファイナンスの特徴および一般ファイナンスとの比較】

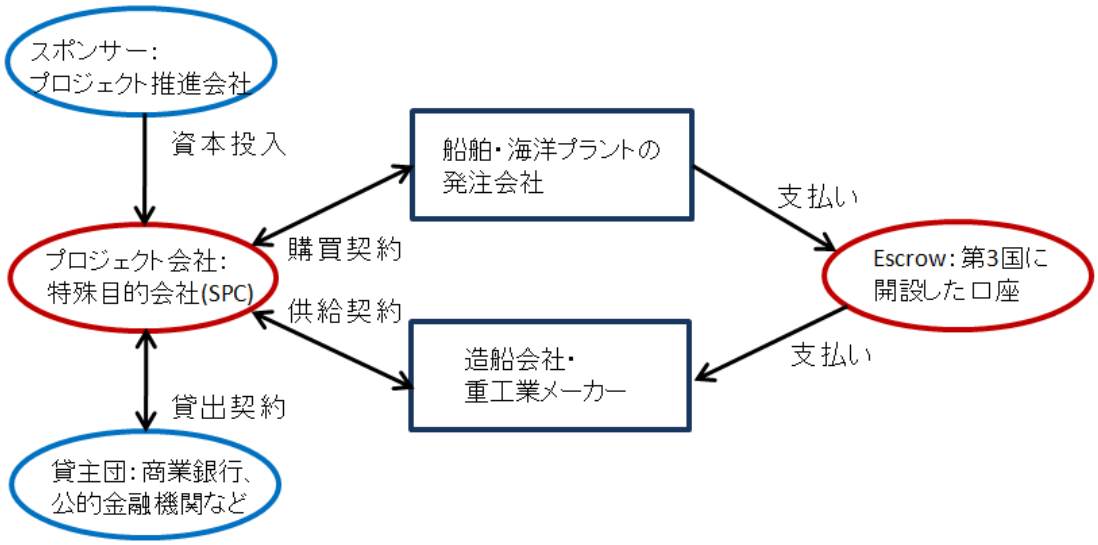
区分	プロジェクトファイナンス	一般ファイナンス
借主	SPC（特殊目的会社）	事業主
信用分析対象	キャッシュフローの予想値、資産価値	事業主の財務諸表
事業主に対する訴求権	非訴求または制限的訴求権	完全訴求
担保	プロジェクトの資産、メイン契約上の権利譲渡など	借主の信用、物的担保、保証など
会計処理	事業主の財務諸表と分離	事業主の財務諸表に反映
貸主の統制権	厳しい	あまり厳しくない
仕組み金融の過程	長期、高費用、複雑	短期、低費用、単純
プロジェクトファイナンスの特徴		
仕組み金融（Structured Financing）	プロジェクトの推進という特定の目的下に、特殊目的会社が多数参加するため、進行方式の構造化とその支援グループが必要	
非訴求金融（Non-Recourse Financing）	特定プロジェクトを推進するため、事業主から独立した会社によって行われ、当該プロジェクトのキャッシュフローは親会社と分離	
簿外金融（Off-Balance Sheet Financing）	親会社と法律的に分かれた会社により遂行されるプロジェクトであるため、キャッシュフローや負債がバランスシートに計上されず、信用度に影響しない	

（出所：PF 理論書（大韓住宅公社、2004））

次に、非訴求金融（Non-Recourse Financing）が挙げられる。非訴求金融は事業主が特定のプロジェクトを遂行するため、法律的に別会社を設立し、当該プロジェクトからのキャッシュフローを親会社と完全に分離させた上で資金を調達する金融である。プロジェクト資金は事業主自らの金融支援や資産から調達されず、外部からの調達になる。また、プロジェクトから発生する収益は調達資金の返済に最優先に用いられる。プロジェクトの失敗や事業主が倒産した場合、債権者はプロジェクトの資産やキャッシュフロー以外からは関連債券を返済することができない。一般的に、100%の非訴求金融が提供されることはなく、金融機関や投資家は元利金の償還に対する保証無しで、プロジェクトの事業性だけを

担保にして金融を行うケースは極僅かである。このため事業主は、プロジェクトファイナンスに関するリスクに対し、保証や担保を自らの資産から一部出すようにしている。こうすると、プロジェクトが失敗した場合、事業主が提供した保証・担保から債券の一部を返済できる。これが制限的訴求金融（Limited Recourse Financing）であり、現在一般的に行われている。

3 番目の特徴として、簿外金融（Off-Balance Sheet Financing）が挙げられる。プロジェクトファイナンスは上記で説明したように、法律・経済的に分離された会社により遂行されるため、キャッシュフローや負債が事業主のバランスシートに計上されない特徴をもち、信用度にも影響しない。事業主の総資産や全てのプロジェクトに関する信用評価の必要が無く、当該プロジェクトの評価のみで事業性が判断されるため、投資家の判断がよりシンプルなものになる。以下、プロジェクトファイナンスを図で表したものである。



（出所：各種資料に基づいて矢野経済研究所作成）

【図 3. プロジェクトファイナンスの構造図】

海洋プラントのプロジェクトファイナンスの事例を挙げて説明する。

2012 年 10 月、韓国の大手造船会社（重工業メーカー）であるサムスン重工業と大宇造船海洋が共同で参加する「LNG 生産プロジェクト」に計 30 億ドルのプロジェクトファイナンスが提供された。世界船舶金融を主導してきたヨーロッパ系銀行の信用供与が縮小する中で、韓国の公的金融機関である輸出入銀行と貿易保険公社が中心になって金融を支援した事例である。本プロジェクトは、グローバル石油会社であるフランスの TOTAL と日本の INPEX（国際石油開発帝石株式会社）が 476 億ドルの超大型プロジェクトを進めるために、オーストラリアで稼動する海上ガスプラントおよび LNG 生産設備をサムスン重工業と

大宇造船海洋に発注したものである。

サムスン重工業は 27 億ドルの海洋試錐設備（CPF）を、大宇造船海洋は 19 億ドルの浮遊式原油生産貯蔵設備（FPSO）を受注した。輸出入銀行と貿易保険公社は同プロジェクトでの建造資金を支援するため、2011 年 4 月から 1 年 6 ヶ月に渡って緊密な協力体制を組み、国内外の金融機関と金融交渉を進めた。2012 年 10 月まで資金を募集した結果、30 億ドルの資金が集まり、サムスン重工業と大宇造船海洋にそれぞれ 15 億ドルを支援することができた。このように、複数の金融機関が発注先に対して競争力の高い金融条件を提示することがプロジェクトの受注における成功要因の一つになっている。

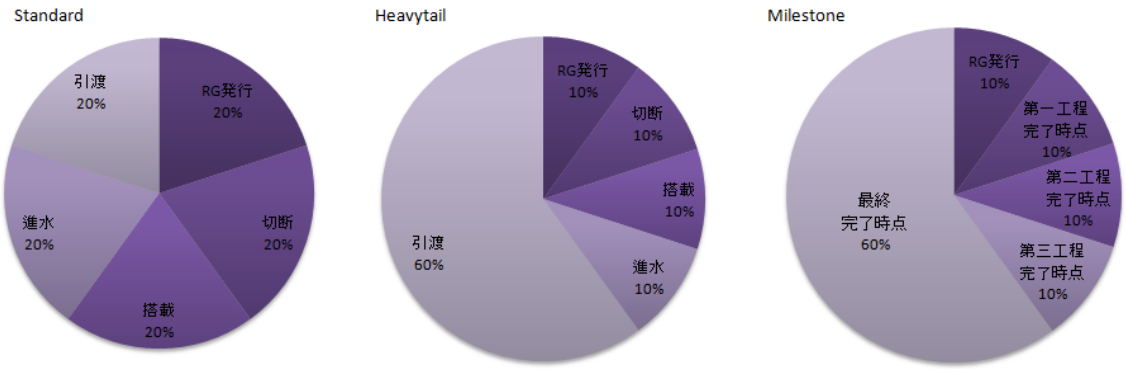
決済方式における特徴もある。一般貸出やプロジェクトファイナンスを通じて設けられた資金は造船会社に支払われるが、その決済方式は次の通りである。契約（Contract）、着工（Work Commence）、起工（Keel Laying）、進水（Launching）、引渡（Delivery）など、5 段階で支払われるのが一般的である。段階別に支払い比重を均等にする Standard、契約時に多くの部分を支払う Top-Heavy、引渡時の残金回収比重が高い Heavy-Tail 方式がある。Standard や Top-Heavy は材料費、人件費および外注費など建造資金のほとんどを船主が支払う資金で賄える決済方式であり、一般商船に用いられるケースが多いが、Heavy-Tail は海洋プラントに用いられるケースが多い。

金融危機以前は、船舶金融の調達が比較的容易であったため、Standard と Top-Heavy で支払うのが一般的であった。しかし、金融危機以降、支払比重を後回しにする Heavy-Tail 方式が一般化された。これは世界金融市場が逼迫し、発注先から船舶建造資金を調達するのが難しくなったためである。

Heavy-Tail 方式は、製造工程が終わり、目的物の最終引渡時点で回収する残金比重が全体の 60%と大きいため、前受金（超過請求工事）比重が縮小する反面、売上債券（非請求工事）金額は拡大する決済方式である。従って、海洋プラントの受注が拡大している大手造船会社としては、最初から建造費用を確保する必要性が高くなったと言える。なお、Heavy-Tail と共に海洋プラントに用いられる決済方式には、他にも Milestone 方式がある。

Milestone 方式は海洋プラントを含めた「プラント産業」で用いられている決済方式である。目的物の最終引渡または、設置が完了した時点で大部分の代金を支払うため、この方式も Heavy-Tail と同じく、造船会社の資金負担に繋がっている。

海洋プラントの受注契約と代金の回収方式は、発注先と受注先の交渉力、発注先の資金調達能力、プロジェクト工程の特性等によって少しずつ異なる。しかし、コア資機材の海外発注、初期工程費用の投入、大規模の工事遂行など、工程の進行過程で資金支出が発生するため、造船会社としては工程全般に掛けて巨額の運転資金を調達することになり、造船会社の資金負担は大きくなっている。



（出所：韓国金融委員会）

【図 4. 船舶代金の支払い方式】

【表 2. 船舶代金の支払い方式】

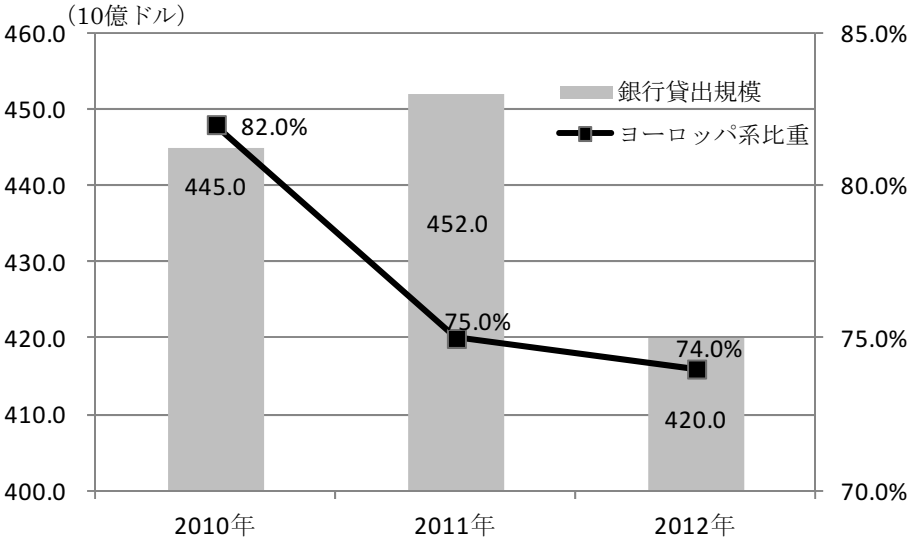
区分	支払い方式
金融危機以前:Standard	20% x 5回（RG発行-切断-搭載-進水-引渡）
金融危機以後:Heavy-Tail	10% x 4回（RG発行-切断-搭載-進水）＋60%（引渡）
海洋プラント向け:Milestone	10% x 4回（RG発行-第1工程- 第2工程-第3工程）＋60%（完工）

（出所：各種資料に基づいて矢野経済研究所作成）

1-3. 世界市場動向と日韓市場比較

2011 年、ヨーロッパ財政危機の影響を受け、世界船舶金融市場を主導してきたヨーロッパ系銀行の船舶金融規模が急減した。それまでは、ヨーロッパ系銀行は安定したドル調達能力を基盤にし、船舶金融を行ってきたが、2011 年以降、一部の銀行は船舶金融市場から離脱するなど、資本の健全性を改善するため船舶関連資産を縮小したため、ヨーロッパ系銀行の船舶金融資産規模が減少した。

2010 年までは、世界船舶金融市場（金額ベース）でヨーロッパ系銀行が占める割合は 80%以上あったが、2011 年は 75.0%、2012 年には 74.0%と減少傾向にある。また、世界船舶金融で銀行貸出が占める割合は、2011 年までは 50%を上回っていたが、2011 年以降、20%以下まで落ち込んだ。



（出所：KIS Credit Monitor）

【図 5. 世界船舶金融規模（銀行貸出）】

【表 3. 世界船舶金融の調達方法の変化】

区分	銀行貸出	船舶ファンド	株式	社債発行	ECA等
2011年以前	51%	19%	18%	7%	5%
2011年以後	17%	16%	10%	52%	5%

注 1）2011 年というのは、ヨーロッパの金融危機を基準としている

注 2）ECA：公的輸出信用機関

（出所：ABN - AMRO 銀行）

銀行貸出と共に船舶ファンドも縮小した。船舶ファンドとは、投資家から集めた資金と金融機関から借り入れた資金で船舶を建造し、海運会社にレンタルして得られるレンタル料で借入金を償還し、投資家にも配当する船舶投資基金またはその船舶投資会社のことである。2012 年には、世界最大の船舶投資会社であったドイツの KG ファンドが船舶金融市場から撤退した。その他、世界金融危機の影響を受けて、一部の船舶ファンドが債務不履行になるなど苦戦している。

ヨーロッパ系銀行の財政悪化から発生した不足分（Funding Gap）を埋めるため、船舶金融市場では社債発行が急増した。船舶を発注する会社（海運会社や船舶投資会社など）を始めとして、船舶を建造する造船会社の社債発行も増加した。

ヨーロッパ系金融機関の船舶金融資産が逼迫する中、「バーゼルⅢ」も世界船舶金融市場に影響している。各国の金融監督当局で構成したバーゼル銀行監督委員会が 2010 年 9 月に

公表したバーゼルⅢは、国際的に業務を展開している銀行の健全性を維持するための新たな自己資本規制である。

同規制は、1988 年に公表された銀行の自己資本比率規制である BIS 規制（バーゼル合意）と 2004 年に公表された BIS 規制の内容を見直し、金融機関のリスクをより効果的に防止する「バーゼルⅡ（新 BIS 規制）」に次ぐ、新たな規制強化策である。バーゼルⅢは国際的に業務を展開している銀行の自己資本の質と量の見直しが柱で、普通株と内部留保などからなる「中核的自己資本」を、投資や融資などの損失を被る恐れがある「リスク加重資産（RWA）」に対し、一定比率を維持することを義務づけた規制である。

また、バーゼルⅢでは 2008～2009 年の世界金融危機を教訓にし、仮に銀行が経営危機に陥っても、返済の必要がない普通株などによる資金を十分に持っていれば損失を穴埋めでき、危機を回避できる。同規制は 2012 年末から段階的に導入、2019 年から全面的に適用される。

しかし、バーゼルⅢは船舶金融のような長期貸出やプロジェクトファイナンスの貸出条件を悪化させている。韓国信用評価（KIS）が分析したバーゼルⅢによる船舶金融の貸出条件の変化を表 4 にまとめた。

【表 4. バーゼルⅢによる船舶金融の貸出条件の変化】

区分	内容
貸出条件	貸出満期の短期化、自己資本比借入比重を減らすデレバレッジの持続
新規資金調達先	メザニン金融の浮上、リース会社の役割増大
船舶引渡前金融	RG発給がさらに難しくなる
ECA金融	ECA貸出の拡大

注 1）メザニン金融：劣後債の一種で、貸出機関が株式に関する権利の代わりに無担保で資金を提供する金融、株式を用いた資金調達や貸出が難しい場合に用いる

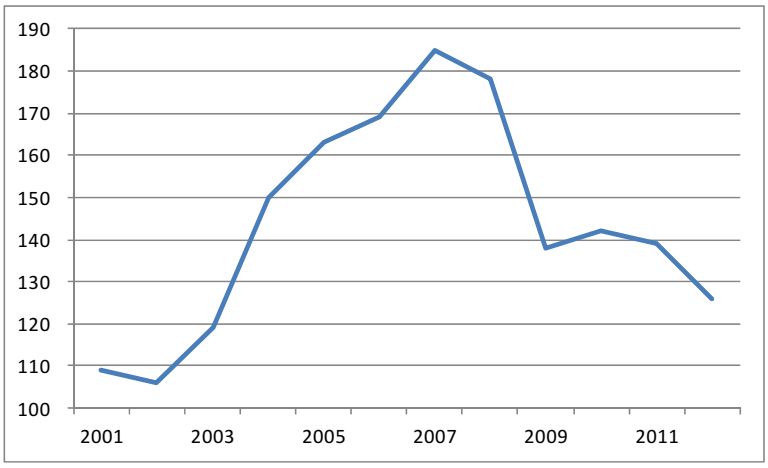
（出所：韓国信用評価、KIS Credit Monitor、2013 年 2 月）

船舶金融はほとんど長期貸出であるため、貸出満期が短期化することにより貸出自体が難しくなると KIS では予想している。また、上記で説明した自己資本比 RWA 比重の減少も巨額の船舶貸出に悪影響を与えると分析した。このため、メザニン金融のような劣後債の需要が増加し、非銀行金融機関であるリース会社の役割も拡大すると予想した。また、民間金融機関の穴を埋めるため、ECA 機関を通じた貸出も拡大する見通しである。

実際、ヨーロッパ系船舶金融機関であるコメルツ・バンクは 2012 年 6 月、過度な金融損失とバーゼルⅢの負担から船舶金融市場から撤退した。

一方、世界海運景気のバロメーターであるバルチック海運指数（BDI）が 2007～2008 年にピークを迎えた後、下落傾向が続いていることも船舶金融市場に影響している。

BDI	
Index	伸び率
2001	109
2002	106
2003	119
2004	150
2005	163
2006	169
2007	185
2008	178
2009	138
2010	142
2011	139
2012	126



注 1）BDI 指数（Baltic Dry Index）：石炭・鉄鉱石など、乾燥貨物を運搬するバルク船の市況を表す指数で世界物流の輸送量を表す
BDI が高くなる程、世界経済の活況と海運会社の好況を意味し、低くなる程、不況を意味する。

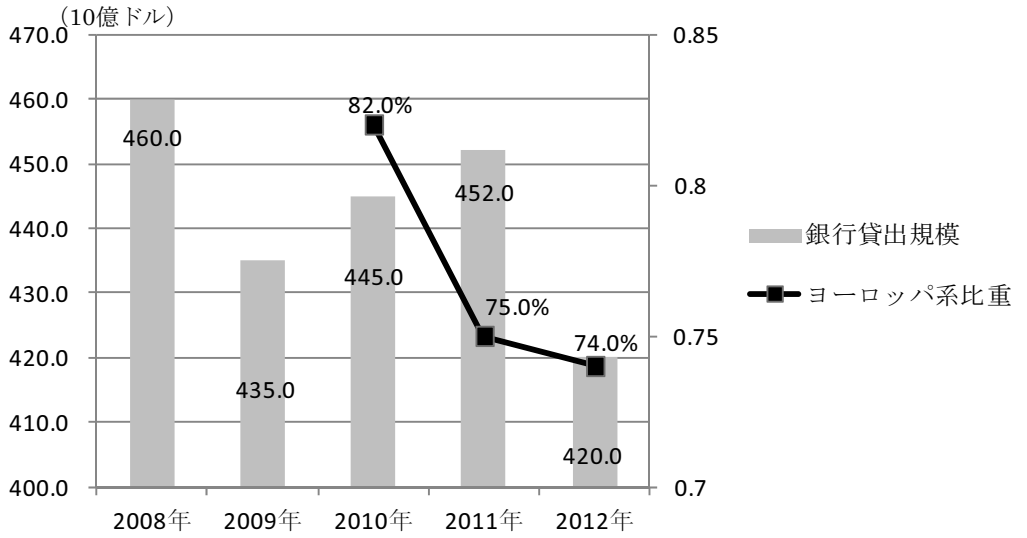
（出所：Clarkson Shipping Review Database, Spring 2013）

【図 6. 世界 BDI 指数推移】

BDI はロンドンのバルチック海運取引所が発表する外航不定期船の運賃指数である。バルチック海運取引所は海運会社やブローカーなどから鉄鉱石・石炭・穀物といった乾燥貨物（ドライカーゴ）を運搬する外航不定期船の運賃を聞き取り、結果を取りまとめて同指数を算出、発表している（基準となる 1985 年 1 月 4 日を 100 として算出）。

BDI が高いのは海運景気の活況を、低いのは不況を意味する。景気活況時には物流の輸送量が増えるため、BDI が高くなり、輸送量が減ると BDI も低くなる。同数値が高くなると物資の流動量が増え、海運会社の営業実績に繋がる。海運会社の運営が円滑になると値下げやサービス改善などと共に新造船の発注にまで繋がる。反対に、BDI が低くなり貨物不足になると、海運会社の運営に影響を及ぼす。運賃を引き上げや、新造船の発注を減らすようになる。当然、船舶金融も減少することになる。

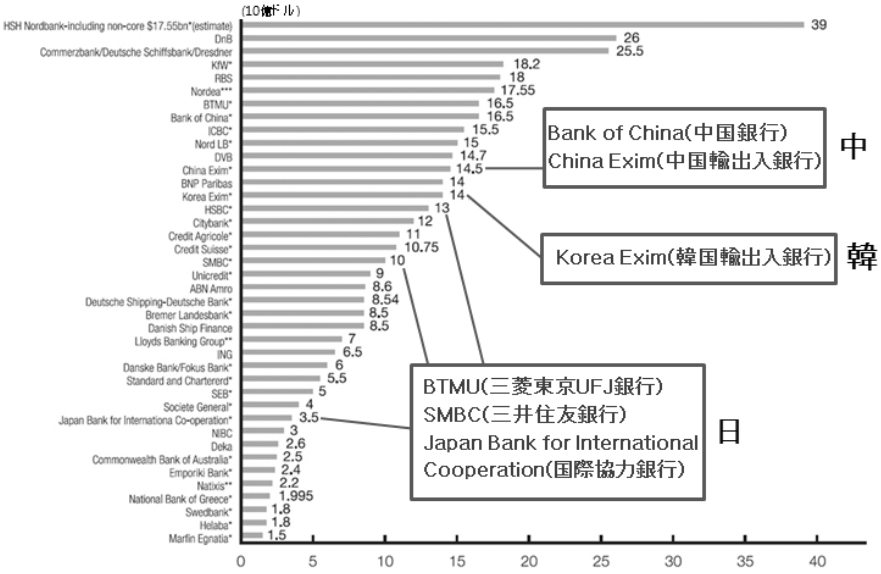
BDI の動きを見ると、世界船舶金融規模（銀行貸出のみ）は 2008 年に 4,600 億ドルを記録した後、2009 年には 4,350 億ドルまで落ちこんだ。2010～2011 年には多少回復を見せたが、2012 年に再び 4,200 億ドルまで縮小した。また、上記で説明したように、80%以上を維持してきたヨーロッパ系銀行の比重は 2011 年のヨーロッパ財政危機で 80%以下に縮小している。



（出所：KIS Credit Monitor）

【図 7. 世界船舶金融規模（銀行貸出）とヨーロッパ系銀行の比重】

世界船舶金融機関の上位グループにあるほとんどの銀行はヨーロッパ系である。アジア系銀行で世界ランキングに入ったのは、日本 3 社、中国 2 社、韓国 1 社に留まっている。2012 年、Petrofin Research が調査した「世界銀行の船舶金融貸出資産ランキング」によると、韓国では輸出入銀行 1 社のみがランキングに入ったが、日本は BTMU（三菱東京 UFJ 銀行）、SMBC（三井住友銀行）、国際協力銀行の 3 社がランキング入りしている。



（出所：Petrofin Research　http://www.koreaexim.go.kr/kr/bank/guide/history.jsp）

【図 8. 世界銀行の船舶金融貸出資産ランキング（2012 年）】

日本の船舶金融は韓国と異なり、商社金融が発達した。JBIC（国際協力銀行）や NEXI（日本貿易保険）など ECA 機関の政策金融もあるが、世界金融危機の直後で船舶金融市場が萎縮した 2009 年には、BTMU が世界船舶金融の「10 大主幹事会社」の 1 位に選ばれている。

日本の船舶金融の成り立ちを見ると、韓国との類似点は多い。

【表 5. 日本と韓国の船舶金融比較】

区分	1960年代	1970年代	1980~1990年代	2000年代 前半	2000年代 後半
日本	**商社金融の発達**	計画造船制度	一般銀行の参加	新しい船舶金融の登場	
韓国	100%政府資金	計画造船制度	公的金融機関の支援拡大	一般銀行の参加	新しい船舶金融の登場

（出所:各種資料に基づいて矢野経済研究所作成）

日本は 1970 年代、政府が利子を保証する政策金融（計画造船制度）を行った。この時期、日本では外貨獲得のために海運･造船業が重視された時期であり、公的金融機関が市中金利より有利な条件で船舶金融を支援し、受注確保に繋げ、海運･造船業の競争力強化に貢献した。韓国も 1976 年、計画造船制度をスタートさせ、「海運･造船業の競争力を強化」という同様の目的を掲げて同産業の発展に大きく貢献した。

また、日本船舶金融の 1980～1990 年代は、一般銀行の参加が本格化した時期である。1985 年のプラザ合意から円高が一般化したことで貿易黒字が続いた。この時期には、低金利融資が可能になった一般銀行の船舶金融が本格化した。さらに、船舶金融の需要拡大から地銀の参加も増加した時期である。地銀の中では、多くの中小船主が所在した愛媛県の伊予銀行と愛媛銀行が船舶金融の特化銀行として挙げられる。

当時、日本の一般銀行は船主に対して船価の 85%まで融資したため、船主は 10～15%の自己資本で船舶を調達できた。2000 年代に入り、船舶金融機関が多様化されるにつれて一般銀行との競争が激しくなり、船価の 90～100%まで融資したケースもあった。このため、SPC（特主目的会社）ではなく、実質的な船主は数十億円の資本が無くても船舶を購入でき、海外船社より有利な条件を有することができた。

韓国では、時期的には日本より遅いが、2000 年代から一般銀行の参加が始まり、海運･造船景気が最高潮であった 2007～2008 年に最も活性化した。

上記で説明したように、日本は 2000 年代から船舶金融の多様化が進み、2007 年には船舶ファンドが初めて登場した。同年 5 月、みずほ銀行などが日本初の船舶投資ファンド運営会社であるアンカーシップインベストメントを設立し、その後、三井物産、不動産ファンド運営会社である CCM などが船舶ファンドを設立した。韓国でも、2000 年代後半から船舶ファンドなど新しい船舶金融が登場し、ECA 機関に集中していた船舶金融機能が多様

化し始めた。両国において、船舶ファンドは既存の金融機関から 100%の融資が受けられない場合、船主と共同で船舶を調達できる新しい船舶金融ルートという共通点を持つ。

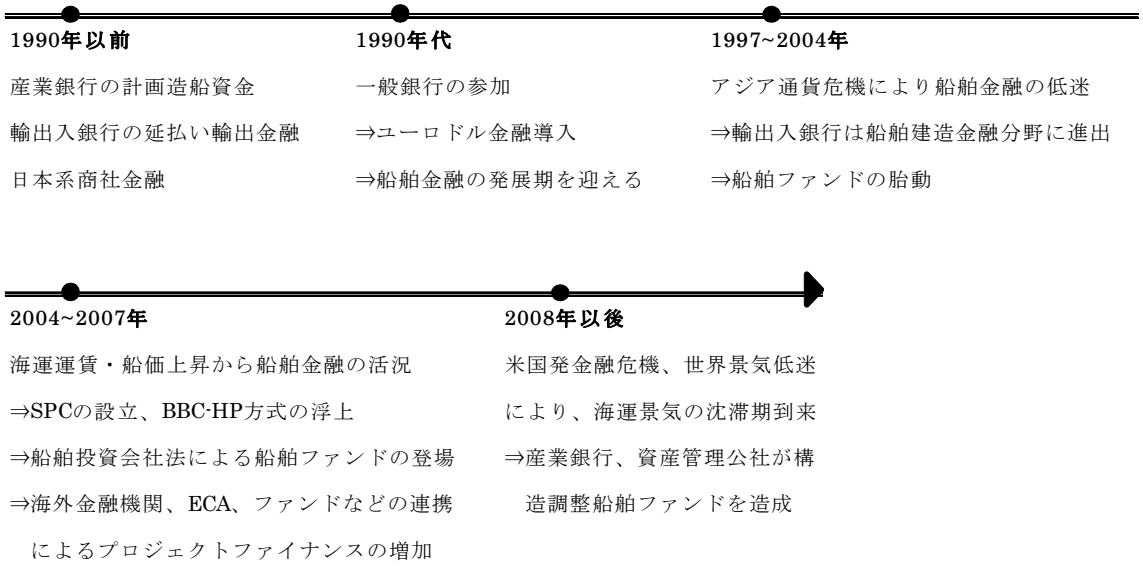
このように、両国の船舶金融の流れは共通点が多いが、商社金融においては、日本の方が遥かに発達している。日本の商社金融は 1960 年代から発達し始め、現在も船舶金融の大きな柱となっている。

以下、韓国船舶金融の流れを詳細に説明する。

1-4. 韓国の船舶・海洋プラント金融の歴史

韓国の船舶金融は 1945～1961 年にかけて政府資金に 100%依存した。政府の手持ち外貨や外国の援助資金を利用し、中古船を海外から導入することが唯一の船舶確保手段であった。その後、軍事政権初期である 1975 年までは、一般の商業金融機関の船舶金融から船舶を確保した。この時期に政府は「経済開発 5 ヵ年計画」を進め、韓国籍船社の船腹量は 1962 年の 11 万 4,000GT から 1975 年には 148 万 4,000GT まで急激に伸びた。

1976 年には、政府が海運と造船産業の連携育成を前面に押し出した「計画造船制度」を進めたことで、韓国の船舶金融は変革の時期を迎えた。この時期から韓国に国籍を置いた船社は新造船の建造に計画造船資金を利用するようになり、商業金融を利用した中古船舶の導入も大幅に増加した。



注 1）SPC（特殊目的会社）

注 2）BBC-HP（籍取得付裸傭船）

注 3）ECA（公的輸出信用機関）

（出所： 出所：各種資料に基づいて矢野経済研究所作成）

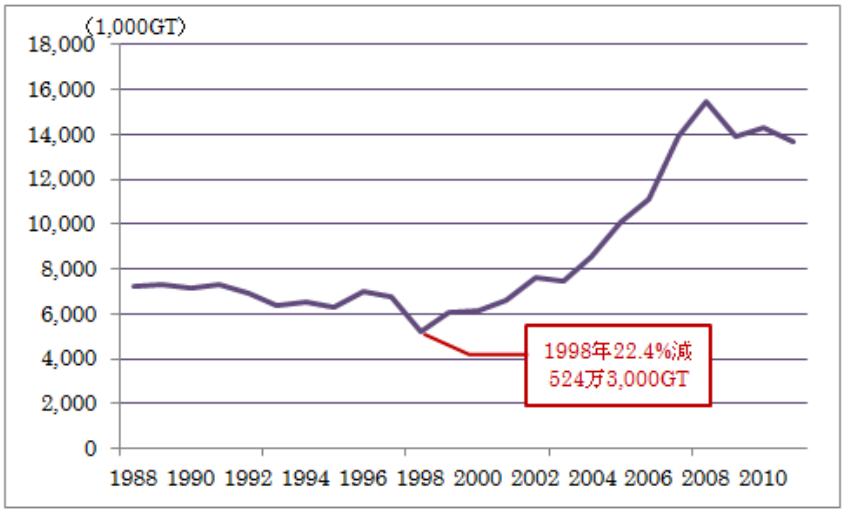
【図 9. 韓国船舶金融の変遷】

しかし、1980 年代初頭まで過度な中古船の導入及び新造船の建造が行われた結果、海運産業の不況を受けて韓国籍船社は危機に瀕した。このような状況で韓国政府は、海運業界の大々的な構造調整（船社の統廃合）である「海運産業の合理化計画」を施行し、海外からの中古船の導入を極度に制限した。

結果、この時期に船舶を確保する唯一の手段は計画造船資金から韓国内で船舶を新造することとなった。このような状況は 1990 年以降、海外資金を利用した BBC-HP（国籍取得条件付裸傭船）制度の利用が活性化する中で、比較的金利が高い計画造船資金は縮小し、一時は完全に中止された。BBC-HP 制度は海外に国籍を置いた船舶を借り、一定期間が過ぎると借り入れた国の国籍に変えることを条件とする傭船契約である。

ただし、BBC-HP を建造できるのは信用度の高い一部の大手船社に限られており、中小船社は依然として船舶確保に苦労した。このため、政府は韓国銀行の手持ち外貨を利用した中古船導入資金を KFX 資金で支援した。KFX 資金（Korean Foreign Exchange 資金）は借款や海外からの貸入で保有している外貨ではなく、経常取引から稼いだ資金である。

上記のような船舶金融も 1997 年、韓国の IMF 通貨危機の影響を受けて無用の長物となった。国家信用度が不安定な国籍の船社に船舶金融を提供する金融機関は無く、韓国籍船社の外航商船は急減した。1997 年 10 月から 2001 年までに 125 隻、336 万 GT の韓国籍外航船が売り出され、1998 年には 1 年間だけで 20%以上の韓国籍船の船腹量が減少した。



（出所：海洋水産部）

【図 10. 韓国の国籍船登録船腹量推移（1988～2011 年）】

韓国政府は韓国籍船の落ち込みを止めるため、船舶投資会社制度を導入した。民間金融機関を取り集めて船舶を建造し、船舶を運航する韓国籍船社に貸し、その傭船料から投資家に配当する制度である。

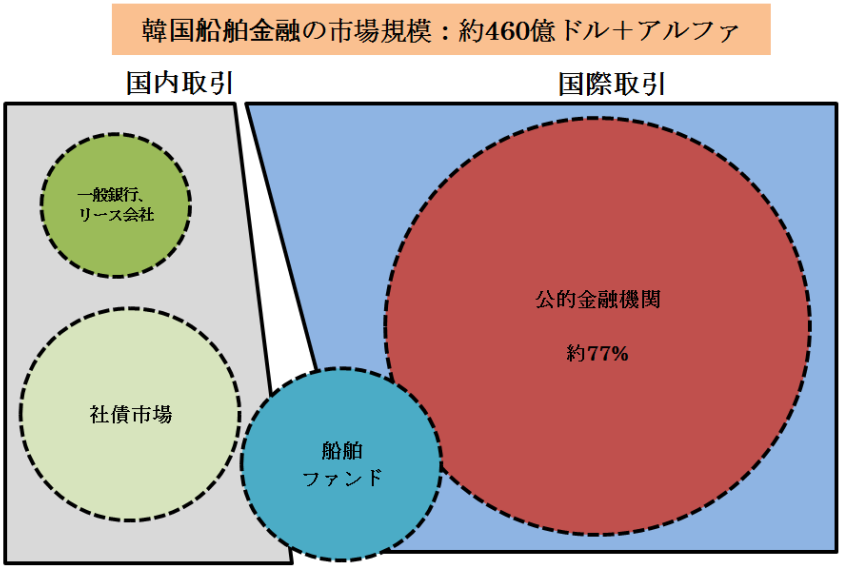
2002 年 5 月、船舶投資会社法が設けられ、船舶ファンドを運営する最初の船舶運用会社である韓国船舶運用（株）が 2003 年 3 月に設立された。2004 年 2 月、第一号ファンドである東北アジア 1 号ファンドが認可を獲得した。船舶投資会社制度の導入は韓国内で船舶金融への関心を高めるきっかけにもなった。公的金融機関の産業銀行と輸出入銀行が船舶運用会社の株主として参加し、自ら船舶金融に積極的に対応し始めたことを受けて、一般銀行も船舶金融に関心を持ち始めた。

海運市況が最高潮を記録した 2007～2008 年には、海と関連の深い水協銀行が海洋投資金融部署と船舶金融チームを設け、船舶金融に参入した。海洋専門銀行を自称し、専門チームを設けたのは韓国商業銀行の中で初めてのことであった。元々、輸出入銀行が RG をほぼ行っていたが、海運景気の好調と水協銀行の参入の影響を受け、ハナ銀行、外換銀行、国民銀行、農協なども船舶金融に参入し始めた。

一般銀行の船舶金融は RG を中心に急増し、信用度が低い新規・中小造船会社にまで RG の発給が活発に行われたが、2008 年の世界金融危機以降、船舶発注の減少と共に一般銀行と保険会社の船舶金融は大幅に縮小した。金融危機後でも信用度が高い大手造船会社へは RG の発給が円滑に行われたが、中小造船会社は RG の発給が困難になった。

また、2000 年代後半からは、大手船舶と海洋プラントに用いられるプロジェクトファイナンスが登場し始めた。プロジェクトファイナンスは韓国会社に船舶や海洋プラントを発注する海外会社に対する貸出と、その造船会社（重工業メーカー）の運営資金の貸出に用いられている。

1-5. 韓国の船舶・海洋プラント金融の現状



（出所：輸出入銀行、韓国海洋金融の現在と未来、2013 年）

【図 11. 韓国船舶金融市場の金融別構成】

韓国の船舶金融規模は世界市場（新造船基準船舶金融規模：519 億ドル、2012 年、韓国輸出入銀行）の 4%に過ぎないため、世界トップと言われる造船産業と比較して、極度に少ない。

韓国の船舶金融市場は公的金融機関と一般銀行やリース会社など、民間金融機関、社債、船舶ファンドなどが参加しており、輸出入銀行、貿易保険公社、政策金融公社、産業銀行などの公的金融機関が主導している。金融委員会によると、4 つの公的金融機関の船舶金融及び海洋プラント支援実績は国内金融機関の 77.4%（2012 年時点）を占めている。韓国船舶金融は US ドルが中心になるため、US ドルの調達に有利で、国際信用度の高い公的金融機関の主導となっている。

国際取引は公的金融機関が海外船社に行う貸出が最も多い。国内取引は公的金融機関や一般銀行などの民間金融機関が国内船社や造船会社に行う貸出である。船舶投資会社などを通じた船舶ファンドは国内･海外取引の両方に用いられる。国内造船会社と海運会社の社債発行も船舶金融市場の一部を占める。

韓国の代表的な船舶金融機関は、以下の通りである。

【表 6. 韓国の代表的船舶金融機関】

区分		支援商品	備考
公的金融機関	輸出入銀行	輸出支援金融、保証（主に造船会社）	韓国船舶金融市場を主導
	貿易保険公社	RG（前受金返還保証）	-
	資産管理公社	船舶の構造調整ファンド	既存船舶に対するリストラ
	政策金融公社	運営資金の貸出、保証	産業銀行の業務分担
民間金融機関	一般銀行	優先債を中心とする貸出	最近は市場から離脱
	リース会社	中小海運船社の金融支援	BBC構造
船舶投資会社（ファンド）		持分投資、劣後債中心	代替資金の調達先として浮上

注 1）優先債：他の債権より優先的に返済される相対的に低リスクのファイナンス

注 2）劣後債：他の債券を返済した後、残った財源から返済される高リスクのファイナンス

（出所：2012 韓国船舶金融フォーラム、産業銀行発表資料）

輸出支援に特化した ECA 機関である輸出入銀行と貿易保険公社は、韓国船舶金融を代表する機関である。輸出入銀行は船舶輸出を支援するため、韓国造船会社に発注する海外海運会社に金融を行う。貿易保険公社は韓国造船会社に RG を発行すると同時に、船舶購買・新造資金を斡旋し、船舶輸出を支援する。資産管理公社は船舶構造調整ファンドを運営しており、政策金融公社は貸出と保証を両方行っている。

一般銀行は優先債を中心に船舶金融を行っているが、金融危機以降、造船会社や海運会社に対する貸出・保証承認が急減した。一般銀行は海運産業が好況であった 2007～2008 年（図 6. 世界 BDI 指数推移を参照）に施設資金の貸出や RG の発給などを通じて積極的に船舶金融を行った。

しかし、2008 年の世界金融危機以降、グローバル金融の逼迫から US ドルの調達が難しくなった。その上、海運景気の急な落ち込みを受けて、船舶金融に関する損失が拡大したため、一般銀行は船舶金融をほとんど行っていない。信用度が優れている大手造船会社に運営資金などの名目で貸出を行っているが、最近は大手造船会社への金融も自ら抑制している。

リース会社は信用度が低い中小海運会社や造船会社に金融を行う。信用度が低い中小規模の海運会社や造船会社としては、財務諸表上の負債として計上されないリース資金を活用している。

船舶投資会社制度は IMF 通貨危機以降、新しい船舶確保（購買、建造）の方法として 2004 年に導入された。船舶投資会社を設立し、個人や金融機関などから投資された資金（ファンド）で船舶を買入または建造した後、これを海運会社に貸し出す。ここで発生する収益を財源とし、金融機関からの借入金を返済し、個人や投資機関に収益を配分する制度である。

一方、一般銀行が船舶金融を大幅に縮小したため、その不足分を埋める形で輸出入銀行や貿易保険公社など、政策金融機関の役割が更に拡大した。しかし、政策金融機関の船舶金融機能の強化にも関わらず、海運会社や造船会社の資金調達は日に日に難しくなっている。このような韓国船舶金融の限界から、近年、新たな資金調達先が浮上した。

【表 7. 韓国船舶金融の新規調達先現況】

区分	最新動向	備考
貯蓄銀行	不動産金融の低迷から代替投資増加	持株および劣後債
船舶ファンド	2012年、船舶ファンド規模が急増	民間投資の増加
年金基金	2012年から船舶投資に参加	-

（出所 : 2012 韓国船舶金融フォーラム、産業銀行発表資料）

その一つは貯蓄銀行である。同銀行はこれまで不動産金融に力を入れていたが、最近の不動産景気の低迷から代替投資の一つとして船舶金融市場に参入した。主に、資本投資や劣後債に投資している。

【表 8. 韓国の船舶ファンド認可現況（2008～2012 年）】

（単位：10億ウォン）

区分	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
ファンド規模	1,300	800	1,000	700	1,600
認可ファンド（件）	11	21	18	12	9

（出所：国土海洋部）

船舶ファンドは船舶を購入し、その船舶を運用することで傭船料を取るファンドである。船価が上がると売り戻す際に差益が発生することから不動産投資に似ている。

海運景気が急な落ち込みを見せた 2008 年以降、船舶ファンドの規模は増減を繰り返したが、2012 年には船舶金融市場で新しい資金調達先へのニーズが高まり、年金基金などを利用した大型投資が発生した。これにより、2012 年には船舶ファンドが 1 兆 6,000 億ウォンに達するなど、認可規模が大幅に増加した。

また、過去とは異なり、認可ファンドを民間投資機関が主導して構成する傾向が強まっている。景気が悪化した不動産などの代替投資需要を狙って船舶金融の調達が増えたことを意味する。しかし、船舶ファンドは海運会社や船舶運用会社の実力・財務状況により利益率が変わるなど、投資側から見るとかなりのハイリスク・ハイリターン投資となる。

一方、上記で説明したように韓国は造船産業に比べて船舶金融が発達していない。その上、造船産業の不況を乗り越えるために新たに育成している海洋プラント産業においても体系的な金融支援が存在しない。業界では、新成長エンジンである海洋プラントを育成していくためには、専門的かつ体系的金融支援が必要であるという意見が多い。

しかし、韓国の船舶・海洋金融は公的金融機関が主導する反面、民間金融機関の参加は少ない。このため、海洋プラント関連の資金需要が拡大するにつれ、公的金融機関に対する依存度は更に高まっている。実際、輸出入銀行の海洋プラントの関連貸出規模は 2011 年には 3 兆 8,044 億ウォンであったが、2013 年（10 月時点）には 7 兆 1,963 億ウォンに急増した。一方、民間金融機関の金融支援は依然として消極的であり、政府に関連対策を求める声が高まっている。

2. 韓国の船舶金融制度と金融機関の役割

2-1. 韓国の船舶金融制度

(1) 計画造船制度

韓国政府は 1976 年 3 月、外航海運の育成施策を海運造船総合育成施策に修正した。海運業のみならず、造船業など関連産業を連携・育成させる施策で、この政策の修正に合わせて計画造船制度を取り入れた。同制度は韓国海運会社が船舶を国内の造船所で建造する際、安価で建造できるように国レベルで財政支援を行う制度である。造船産業を育成し、海運会社を保護するために、国内建造を義務付けた。「造船産業の育成」という観点から見ると、自国で建造した船舶で自国の貨物を輸送するという趣旨を持った中国の「国需国造」政策に似ている。

同制度を取り入れた 1970 年代には船主側の参加が目立ったが、1990 年代半ばから自己資本で船価の 20%まで負担するようになった上、融資は 12%の高金利になったため、利用実績が減少し始めた。さらに、外航船に関する計画造船制度は WTO の補助金禁止協定（「表

22. WTO の補助金及び相殺措置に関する SCM 協定」参考）により 1998 年に廃止された。現在は、内航船に限って年間 30～50 億ウォンの計画造船資金が支援されている程度である。

【表 9. 計画造船による発注量および支援資金推移（1989～2011 年）】

年度別	選定量（GT）	発注量（GT）	資金（百万ウォン）					
			外航船		内航船		合計	
			国内資金	外部資金	国内資金	外部資金	国内資金	外部資金
1989年	248,985	247,535	159,569	6,160	13,074	1,152	172,643	7,312
1990年	157,198	157,996	137,620	13,248	9,702	511	147,322	13,759
1991年	1,850	1,850	101,292	6,818	6,730	766	108,022	7,584
1992年	5,547	5,397	43,544	4,513	10,219	406	53,763	4,919
1993年	29,049	20,049	37,366		10,001		47,367	
1994年	9,781	9,781			15,963		15,963	
1995年	2,986	2,986			9,987		9,987	
1996年	4,163	4,163			8,680		8,680	
1997年	26,406	26,406			8,058		8,058	
1998年	16,512	16,512			8,000		8,000	
1999年	2,950	2,950			5,000		5,000	
2000年	4,180	4,180			3,000		3,000	
2001年	1,800	1,800			3,000		3,000	
2002年	6,800	4,903			3,000		3,000	
2003年	5,605	5,605			5,000		5,000	
2004年	315	315			2,200		2,200	
2005年	880	880			7,000		7,000	
2006年					700		700	
2007年					6,300		6,300	
2008年					3,320		3,320	
2009年					3,030		3,030	
2010年					5,200		5,200	
2011年					3,700		3,700	

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

【表 10. 計画造船の内航船貸出条件】

区分		内航船
貸出科目		財政施設資金貸出
貸出比率		船価の80%以内
貸出期間		5年据置、10年以内
貸出利率		固定金利（年3%）
引換方法	元金	年4回に均等分割引換
	利子	3ヶ月ごとに変更
		（3.31→6.30→9.30→12.20）
備考		船舶建造期間中、造船会社を連帯債務者とする

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

計画造船制度は 1990 年以降、BBC-HP 制度が活性化する中で金利条件が悪いことからその利用が回避され、現在は一部の内航船のみを支援しており、大手造船会社に対してはその意味を失っている。金利が高くなった理由は、計画造船資金の支援対象ある中小造船会社の信用度が低いことが金融機関の金利査定に影響したという意見がある。また、金利は 3 ヶ月ごとに変更（3.31→6.30→9.30→12.20）されるが、現金流動性の悪い中小造船会社は金利が低い前半期間で決められた金額を返済できず、最後に大部分を返済するケースが多いため、結果的に高金利で借りざるを得ないことも同制度の利用を避ける原因となった。

(2)　船舶投資会社制度

①　成り立ちと背景

船舶投資会社制度は金融機関に限られていた船舶金融の主体を一般国民にまで広げた革新的な金融方法である。

個人や機関などが投資した資金（ファンド）で船舶投資会社を設立し、集まった資金と外部の金融機関から借り入れた資金を合わせて船舶を買入または建造した後、これを海運会社に賃貸することで発生する収益を財源とし、金融機関からの借入金と引き換えると同時に、個人や投資機関などに収益を配分する制度である。

同制度は 2002 年に導入された。導入背景は IMF 通貨危機以降の 4 年間、韓国籍船舶 125 隻が捨て値で売り出されるなど、海運・造船業の基盤崩壊の恐れがあったことがあり、この時に政府が船舶投資会社法を取り入れたことが始まりであった。導入機関には、韓国資産管理公社と船舶金融運用会社 5 社（韓国船舶金融株式会社、KSF 船舶金融、セゲロ船舶金融、国際船舶投資運用、KAMCO 船舶運用）がある。同制度の構成主体は、船舶運用会社、船舶投資会社、海外子会社、資産保管会社、船舶運航会社である。

【表 11. 船舶投資会社制度の構成主体】

区分	内容
①船舶投資会社	船舶 1 隻または複数の船舶を保有する書類上の株式会社（Paper Company）
②船舶運用会社	船舶投資会社と委託契約し、船舶投資会社の全ての業務を代行する実質的会社
③海外子会社	船舶の取得や保有に対する租税減免および金融機関からの円滑な資金借入を目的に、海外の便宜置籍国に設立された特殊目的会社（SPC：Special Purpose Company）
④資産保管会社	船舶投資会社の現金、有価証券および各種証書の保管業務を委託・代行する会社
⑤船舶運航会社	船舶投資会社の船舶を賃貸し、運航する会社（海運会社）

（出所：KSF 船舶金融 HP http://www.koreashipfinance.com/sic/sic01.asp）

船舶投資会社は多数の投資家から船舶を確保するための資金を集めて設立される会社であり、設立目的は船舶に対する投資を通じて投資家が求めるレベルの配当収益を作り出すことにある。

【表 12. 船舶投資会社制度の概要】

区分	内容	備考
会社形態	船舶1隻または多数を保有する書類上の株式会社	常勤職員無し
会社の存立機関	船舶の所有機関（3年以上)、傭船機関の終了または船舶売却時解散	
主要業務	船舶の取得、賃貸、管理、売却、資金の借入、リスク管理など	全ての業務は船舶運用会社に委託
組織	株主総会、理事会、監事	
確保対象船舶	船舶（新造船、中古船）	
船舶レンタル	■レンタル期間：2年以上 ■レンタル方法：定期傭船、裸傭船、所有権の移転等	船舶保険の加入が義務
監督	海洋水産部：船舶投資業の認可	
財源	個人や投資機関の持分参与	
収益源および配分	船舶のレンタル料と船舶の売買差益から収益を配分	

（出所：KSF 船舶金融 HP http://www.koreashipfinance.com/sic/sic01.asp）

海外子会社は船舶投資会社が便宜置籍（FOC：Flag of Convenience）国に特殊目的会社（SPC：Special Purpose Company）として設立し、船舶の取得および所有、レンタルなどの業務を行う。設立目的は租税減免と共に国内外の金融機関からの資金借入を円滑に行うことにある。

【表 13. 船舶運用会社の概要】

区分	内容	備考
会社形態	商法上の株式会社	船舶投資会社の全ての業務を委託・遂行
設立目的	最低資本金70億ウォン、兼業禁止及び専門家雇用の義務化	不良ファンドを予防するため、政府認可が必要
主要業務	船舶投資会社から委託された業務を行う	船舶ファンドを実際に運営する主体

（出所：韓国船舶金融）

船舶運用会社は投資家の資金を集めるための Paper Company である船舶投資会社の委託を受け、船舶運航会社、船舶管理会社、造船所、金融機関、資産保管会社などとの契約を行う。

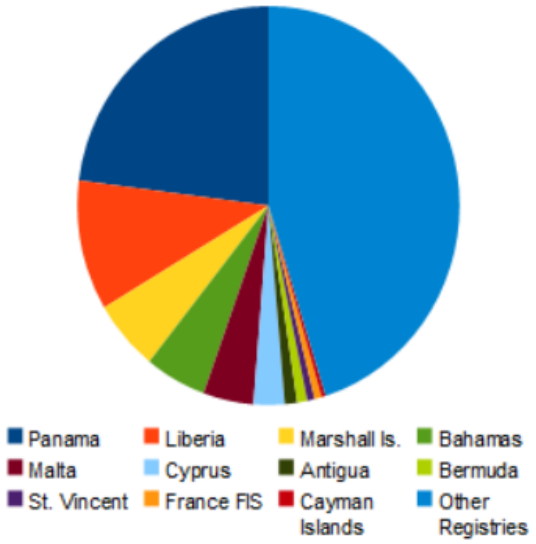
【表 14. 資産保管会社の概要】

区分	内容	備考
会社形態	資本市場と金融投資業に関する法律上の信託会社	-
設立目的	船舶投資会社から委託された資産保管業	船舶運用会社と独立的な関係
主要業務	船舶所有権に関する書類、有価証券、現金など他の受託資産と分離して保管	-

（出所：韓国船舶金融）

資産保管会社は、船舶投資会社が保有した船舶の所有に関する証書、有価証券、現金などの資産を保管する業務を行う。資産の保管を外部の専門機関に委任する理由は、船舶投資会社の資産を船舶運用会社の業務と分離し、客観的かつ透明に管理するためである。

船舶投資会社制度では､船主は船舶を自国に登録せず第 3 国に国籍を置くことになるが、この第 3 国のことを便宜置籍（FOC：Flag of Convenience）国という。現在、日本・米国など海運先進国の船主が利用している。代表的な便宜置籍国には、パナマ、リベリア、バハマ、マーシャル諸島などがあり、これらの国は世界の登録船舶の 55%を占めている。

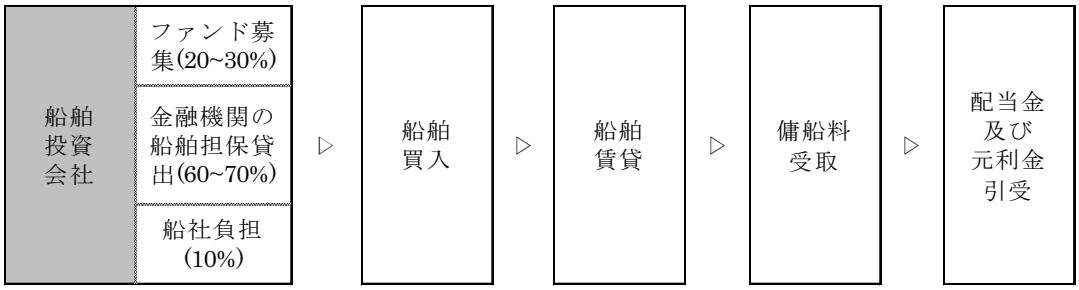


注 1）DWT（Dead weight tonnage：載貨重量トン数）基準

（出所：Review of Marinetime Transport 2009）

【図 12. 世界の便宜置籍国別登録船舶構成】

便宜置籍国に船舶の国籍を置く理由は、税金など船舶運営に関わる経費を節約できるからである。船舶には財産税・所得税などの税金が賦課され、運航においても船員法などの規制がかかる。このため船主は、税金優遇を始めとして利便を供する便宜置籍国に現地法人を設立し、この法人を船主として船舶の国籍をその国に移す。実際の船主は外国国籍であるその船舶を一定期間傭船する形で運用することで、船舶運用にかかるあらゆる経費を節約できる。ほとんどの便宜置籍国は、法人の所得に対して 0.15%以下の租税を賦課する（または賦課しない）。法人税･所得税などについて源泉徴収をほとんどしないため、タックスヘイブン（Tax Heaven）とも呼ばれる。タックスヘイブンは、税制上の優遇と共に外国換管理法や会社法などによる規制が少ないため、経営上の障害が比較的少ない。船員法などの規制がないため、低賃金で外国人船員を雇い、船舶運営費を節約できる。



（出所：海洋水産部（旧、国土交通部））

【図 13. 船舶投資会社制度のプロセス】

②現況報告

船舶投資会社制度は 2002 年に導入され、2012 年までの 10 年間で 9 兆ウォンの船舶ファンドを造成し、200 隻に近い船舶確保を支援した。

韓国の主要船舶金融運用会社は 5 社で、2002 年、船舶投資会社法が制定されてから初めて設立された韓国船舶金融株式会社を筆頭に、KSF 船舶金融、セゲロ船舶金融、国際船舶投資運用、KAMCO 船舶運用がある。

韓国船舶金融株式会社は 2003 年 2 月に設立された。STX 造船海洋、大宇造船海洋、韓国産業銀行、大韓海運、水産業協同組合中央会、韓国投資証券、ドイツの NSB などが株主である。同社は韓国初の船舶金融運用会社として、2004 年に現代商船が発注した VLCC 船を投資対象にした「東北アジア 1 号」ファンドを設立して以来、計 33 件の船舶ファンドを運営した。

KSF 船舶金融は 2004 年に設立された。韓国輸出入銀行を始めとし、現代重工業、大宇造船海洋、サムスン重工業、現代尾浦造船、サムスン生命、チャングム商船、ブバンテクロン、J1 インベストメント、SCK、オリエンタルシッピングなどが株主となっている。同社の代表的な船舶ファンドは「アジアパシフィック 21 号」、「ハイゴールドオーシャン 2 号」、コリアパシフィック 13 号」などであり、計 37 件の関連ファンドを運営した。

セゲロ船舶金融は 2005 年 1 月に設立された。チャンミョン海運、サムスン物産、韓進重工業、ウリ銀行、未来アセット証券、V.ships、SPP 造船などが株主である。同社は 2006 年 7 月、13 万 DWT 級ケミカルタンカーに投資する「バダロ 2 号船舶投資会社」を設立して以降、2012 年まで計 16 件の船舶ファンドを運営した。

2005 年 4 月に設立された国際船舶投資運用は、2006 年 5 月に「ハンバダ 1 号」ファンドを発行して以降、2012 年の「ハイゴールドオーシャン 9 号」まで計 6 件の船舶ファンドを運営した。

KAMCO 船舶運用は韓国資産管理公社が 100%出資し、2009 年に設立された。構造改善船舶の買入を主に行っている。同社は、「海運業界の構造改善船舶の買入プログラム」を通じて韓国機運業界の構造改善を支援し、金融機関の不良債権を防止する役割を果している。構造改善船舶を申し込む対象業者は、船舶を実質的に所有した国内の海運会社または債務の返済を目的に取得船舶を保有した金融会社である。また、15 年以内に運航船舶の中で一定レベル以上の経済性と安全性を取り揃えた船舶、国内海運会社が発注し、建造中の船舶を対象とする。詳細については、「2-2 の各金融機関の役割」で説明する。

同制度は、導入して最初の 1 年間は投資家配当及び運用手数料などの費用発生問題と、制度に関する情報・知識不足などの問題から利用実績がゼロであった。このため、船舶ファンドの配当所得の非課税、分離課税などの制度補完が継続的に行われた。政府政策の補完により、配当非課税の名目配当率が約 1%下がり、同制度を利用する海運会社の負担が軽減された。また、特定の所得（ここでは、配当所得）を総合所得に合算せずに分離して課

税する分離課税など、制度の補完がなされた結果、2004 年には韓国船舶金融の「東北アジア 1 号」船舶ファンドが設立された。

投資家の関心が急激に高まったところで、同年、計 17 件の船舶ファンドが出資され、当時、世界船舶ファンド市場をリードしていたドイツの KG ファンドとも肩を並べるようになった。金融監督院は 2004 年、船舶ファンドを最優秀金融商品として選定した。

船舶ファンドはその後も官公船船舶ファンド（海洋警察の警備艇 34 隻建造）と構造調整船舶ファンド（韓国籍船舶 33 隻買入）を中心に頭角を現した。その結果、2010 年までに韓国籍船舶 101 隻を発注し、6 万 4,700 の雇用を生み出すなど、造船産業に大きく貢献した。

一方、構造調整船舶ファンドには 2009 年から 2011 年まで 4,700 億ウォンが投入された。船舶 33 隻を買い入れることで、海外に安価で売り出されることを防止し、造船会社の流動性を支援した。

船舶ファンドが開始され始めた 2004 年から 2012 年まで、船舶投資会社の認可現況は以下の通りである。

【表 15. 韓国の船舶ファンド認可現況（2004～2012 年）】

（単位：件、億ウォン）

区分	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	合計
ファンド	17	17	15	13	11	21	18	12	9	133
民間	17	17	14	11	10	1	8	6	9	93
ファンド規模	9,598	11,152	6,360	10,505	12,970	7,574	9,597	6,786	15,803	90345
民間	9,598	11,152	4,920	8,250	10,642	75	5,773	4,797	15,803	71010

（出所：国土海洋部（現、海洋水産部））

船舶ファンドの認可件数は計 133 件（2004～2012 年）で、民間ファンドは 93 件である。特に、海運不況後の 2009 年から 2012 年までに国土海洋部が認可した船舶ファンドは 58 件である。このうち、33 件は構造調整基金を活用した構造調整船舶ファンド（KAMCO グローバル 1～33 号）であり、3 件は海洋警察艦艇を新造するための船舶ファンド（拮抗舟 5～7 号）である。

純粋な民間ファンドは 22 件である。その中で、バダロ 13 号とハンバダ 5 号はそれぞれ 6 万 7,000 トン、9 万 3,000 トン級の中古船ファンドであり、バダロ 14～20 号、ハンバダ 2 号、アジア 16～21 号、東北アジア 37～39 号、ハイゴールドオーシャン 2～3 号と 7～9 号は、それぞれ 1.3 万 TEU（5 隻）、4,600TEU（1 隻）、18 万 TEU（4 隻）、8.2 万 TEU（8 隻）、5.7 万 TEU（14 隻）、3.7 万 TEU（4 隻）、3.25 万 TEU（2 隻）の新造ファンドである。

船舶ファンドは利益率も良好であると評価される。実際、実績型船舶ファンド 4 件は、約 101%の利益率を記録し、債券型 10 件は最大 8%の投資家配当金を支給し、満期元金を償還した後、清算された。

近年は新しい資金調達先へのニーズが高まり、年金基金などを利用した大型投資が増加した。特に、国民年金の船舶投資が増加した。韓国の国民年金は日本の国民年金と同様、政府が管掌する公的年金制度である。

韓国政府は 2010 年から国民年金を通じて船舶投資を行った。景気悪化により不動産などの代替投資が増えてきたが、船舶投資もその一つである。国民年金は船舶投資を、①長期投資、②安定的キャッシュフロー、③参加のハードルが高い、などの特徴を揃えた「インフラ資産」に分類し、2012 年まで累計 5 兆ウォンを投資した。船舶投資方式はキャッシュフローが安定的であることから BBC-HP（国籍取得条件付裸傭船）を好む傾向が強い。韓国政府は今後も 10%以上（約 100 兆ウォン）を代替投資（船舶・港湾・道路・エネルギーなどのインフラ全体）に充てると発表しており、国民年金の船舶投資は今後も続く見通しである。

景気悪化で投資先を探している個人投資家の船舶投資も回復している。また、船舶価格が現在、底値にあることを考えると、船舶を売り出して差益を確保しようとする機関投資家が増加していく見通しである。韓国政府は今後、機関投資家の投資を活性化するために、船舶のレンタル期間を既存の 2 年以上から 1 年にする特例の改定を進めており、個人投資家の投資増大のため、2013 年に終了する現在の低率課税（1 億ウォン限度、分離 5%低率課税）の延長・拡大も検討している。

(3)　造船会社建造※金融プログラム

「造船会社建造金融プログラム」は、船舶や海洋プラントなどを受注した造船会社が代金を受領するまで製造に必要な資金を貸し出す制度である。

これまでは輸出入銀行が建造金融を行ってきたが、今後、海洋プラントの受注拡大により造船業界の建造資金が増加すると、輸出入銀行だけではその対応に限界が生じると予想されている。政府はこのような状況を踏まえて 2012 年、造船会社を対象にする政策的な金融である造船会社建造金融プログラムを発表した。

※韓国での正式名称は「造船会社製作金融プログラム」であるが、「政策金融」と混同し易いため、本稿では「建造金融」という表現を使用している。

①成り立ちと背景

2008 年の世界金融危機以降、世界造船産業の低迷による船舶発注の減少と船価下落などが続く中、建造金融の支援まで不足しており、造船業界の資金難が深まった。とりわけ、輸出向けの船舶建造に必要な建造金融の信用収縮が進んだ。

信用収縮（Credit Crunch）は銀行の融資条件が急激に厳格化する現象である。建造金融の信用収縮は 2008 年の金融危機以降、船舶代金の支払条件が Heavy-Tail になり、船舶代金が工程の最終段階である引渡時点でほとんど支払われるようになったため、造船会社が

建造資金を金融機関貸出に依存せざるを得ないビジネス構造になったのが原因である。

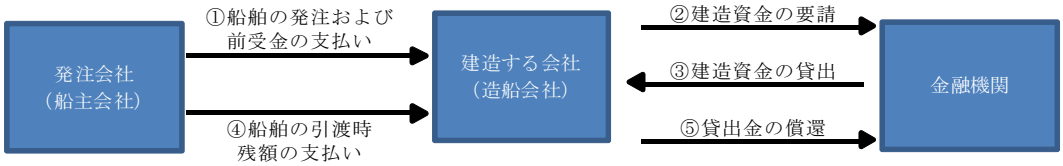
しかし、造船会社に政策的な金融を支援していた銀行は 2012 年 8 月時点で輸出入銀行が唯一であった。過去 3 年間、輸出入銀行が造船会社に行った建造金融の支援実績は計 7.9 兆ウォンに過ぎないが、造船 4 社の資金調達規模は 2012 年だけで 20 兆ウォン、3 年間の合計は 41 兆ウォンで、造船 4 社の建造金融は圧倒的に不足している状況である。

金融委員会は上記のような背景から 2012 年 9 月、建造金融支援施策である「造船会社建造金融プログラム」を導入した。政策金融公社・産業銀行などの政策金融機関と一般銀行（ハナ銀行、ウリ銀行、新韓銀行、国民銀行、外換銀行）を遂行機関として選定し、同プログラムをスタートさせた。造船・プラントなど、輸出製品の製造と決済に時間差が大きい大規模の資本財を製造する際に必要な資金を融資することが目的である。支援規模は計 4 兆ウォンで、一般銀行 5 社から 3 兆ウォン、政策金融公社と産業銀行から 1 兆ウォンを支援する計画を立てた。

【表 16. 造船会社建造金融プログラム】

区分	内容
施行時期・支援規模	2012年9月3日から計4兆ウォン
導入機関	政策金融公社、産業銀行、国民銀行、ウリ銀行、新韓銀行、ハナ銀行、外換銀行
支援対象	造船会社が受注して建造する船舶
クレジット・ライン	建造資金－受領した前受金
貸し出し期間	船舶の引渡完了日（または、船舶代金の最終決済日）＋30日以内
期待される効果	①造船会社の建造資金を円滑に支援でき、資金需給の不均等を抑制する
	②競争が激しいグローバル造船市場で、韓国造船業界が競争力を強化できる

（出所：金融委員会）



【図 14. 造船会社建造金融プログラムの流れ】

（出所：金融委員会）

同プログラムのメリットは、下記の通りである。

①建造金融は貸出期間が船舶建造期間と連動するため、建造途中で満期延長審査や代金返済の要求などが発生しない。従って、造船会社はより安定的に資金調達・運用が可能である。一般資金の場合、貸出満期が 1 年単位であるのに対し、建造金融は満期が船舶の引渡終了日または、船舶代金の最終決済日の後に設定されるため、資金運用に余裕がある。

②船舶ごとに建造資金審査を通じて貸出限度額を設定した上で分割して引き出しする仕組

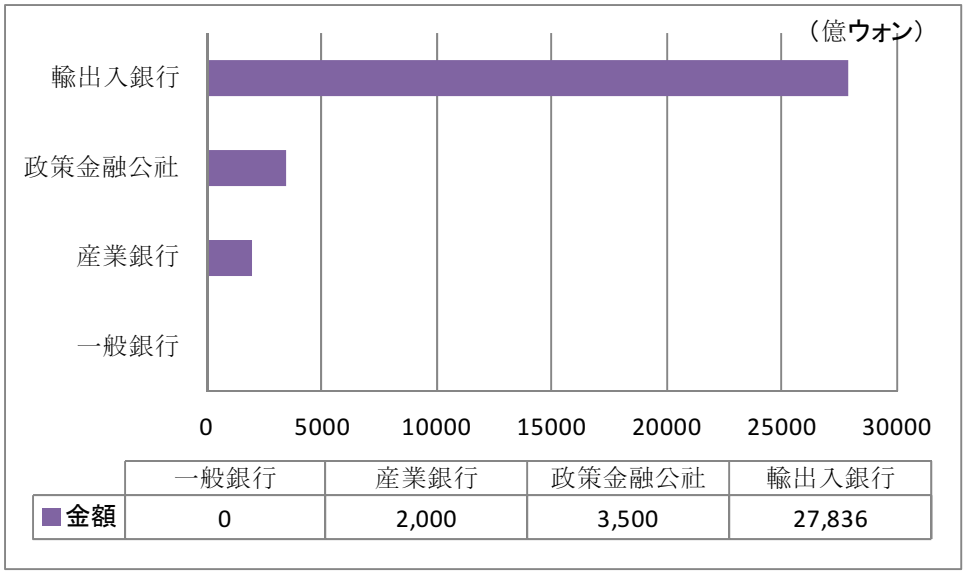
みになっている。このため、造船会社は資金需要が増加した場合、貸出限度額以内で追加引き出しが可能である。

政府は同プログラムの導入・施行を通じて、以下のよう効果を期待している。

①造船会社が船舶建造で必要な資金を円滑に支援されることから建造資金市場の需給バランスが取れる、②競争が激しい世界造船市場で韓国が競争力を強化する基盤となる。

②現況報告

造船会社建造金融プログラムの実績は導入して半年が過ぎた 2013 年 3 月時点で 3 兆 3,336 億ウォンを記録した。輸出入銀行以外の金融機関の参加を期待したが、一般銀行の参加はゼロで、産業銀行と政策金融公社の実績も 2 社（5,500 億ウォン、4 件）に留まった。



（出所：朝鮮日報、2013 年 3 月 12 日、「一般銀行、口先だけで造船会社建造金融支援」）

【図 15. 造船会社建造金融の支援実績（2012.9～2013.3）】

輸出入銀行は 2 兆 7,836 億ウォンを支援した。一般銀行が造船会社に対する貸出を回避したため、建造金融は輸出入銀行に集中した。このため、輸出入銀行は 2013 年の船舶建造金融の支援目標金額を 1 兆 9,000 億ウォンから 3 兆 5,000 億ウォンまで引き上げた。しかし、実際の承認金額は 3 兆 8,213 億ウォンに達した。

産業銀行と政策金融公社は造船会社 2 社に 5,500 億ウォンを支援した。政策金融公社は STX 造船海洋に 1,500 億ウォンと現代重工業に 2,000 億ウォンの計 3,500 億ウォンを支援し、産業銀行は現代重工業に 2,000 億ウォンの貸出を行った。

輸出入銀行を除いた産業銀行、政策金融公社、一般銀行の実績が乏しかった理由は次の通りである。

①造船会社は政策金融機関でありながら船舶金融専門機関である輸出入銀行を好む傾向

が強い。金利条件も一般銀行より有利であるため競争力が高い。一般銀行と輸出入銀行の金利比較は以下の通りである。

【表 17. 一般銀行 6 社と輸出入銀行の金利比較】

（単位：%）

区分	2010年	2011年	2012年	2013年上半期
一般銀行6社のウォン貨貸出平均（A）	5.31	5.66	5.25	4.73
輸出入銀行のウォン貨貸出（B）	4.41	4.88	4.55	3.89
輸出入銀行の貸出全体（C）	2.91	3.08	2.73	2.54
格差1（B-A）	-0.90	-0.78	-0.70	-0.84
格差2（C-A）	-2.40	-2.58	-2.52	-2.19

注 1）一般銀行 6 社と輸出入銀行のウォン貨貸出金利は大手企業と中小企業の新規貸出金利の単純平均値であり、輸出入銀行の貸出全体金利（C）は外貨貸出を含む

（出所：国会・企画財政委員会資料）

②ほとんどの造船会社は韓国銀行業の監督規定による一般銀行の信用供与限度（クレジット・リミット）を使い切ってしまい、貸出が難しい。一方、輸出入銀行は自己資本の 8 兆 9,000 億ウォンに対し、信用供与限度を 4 兆 4,000 億ウォンから 7 兆 1,000 億ウォンに拡大した（2012 年）。これによって、輸出入銀行の造船会社に対する金融支援能力が拡大した。信用供与限度は同一の借主に対して金融機関が自己資本で提供可能な限度である。

【表 18. 輸出入銀行の信用供与限度拡大】

輸出入銀行法の施行令	改定内容
第17条1項	同一借主に対する信用供与限度を自己資本の50%→80%に緩和
第17条3項	同一の個人や法人に対する信用供与限度は自己資本の40%→60%に調整
第17条4項	巨額の信用供与限度は自己資本の5倍から6倍に拡大
改定信用供与限度（2012年基準）	同一人限度：3兆5,000億ウォン　⇒　5兆3,000億ウォン
	巨額限度：44兆5,000億ウォン　⇒　53兆4,000億ウォン

（出所：輸出入銀行資料に基づいて矢野経済研究所作成）

船舶建造金融の支援方式は「限度消尽制度」を採用しているため、企業の財務状況や信用度によって支援総額が定まり、支援総額を使い切ると追加貸出が不可能である。2010 年まで採用していた「回転限度制度」は、支援金を返済すると返済された分だけ改めて貸し出しが可能になり、支援規模が限度消尽制度より大きかった。しかし、一般銀行から造船会社に対する巨額貸出の事後管理が難しいとの不満の声が強くなり、限度消尽制度に取り替えられた。

このような状況から、代表的な建造金融機関である輸出入銀行は与信限度（支援総額）を拡大し、造船会社に対する資金需要の増加に対応している。

(4)　船舶金融公社の設立

①　推進背景と経過

2012 年、海運・造船産業の発展と円滑な資金調達のために、船舶金融公社を設立する施策が朴槿恵大統領の選挙公約として掲げられた。船舶金融公社の設立施策が検討されている背景として、大きく二つが挙げられる。

①韓国は船舶建造において世界トップであるが、船舶金融の位置付けは低い。韓国の船舶受注量は 2011 年以降、世界 1 位である。2012 年の手持工事量（金額）は 1,069 億ドルに達しているが､船舶金融規模は 460 億ドルで世界の 5～6%(世界船舶金融市場規模:8,200 億ドル)、プロジェクトファイナンス基準では 4%程度に留まっており、船舶金融が不足している。

【表 19. 世界造船市場の国家別受注量及びシェア（2009～2012 年)】

区分	2009年			2010年			2011年			2012年		
発注量（万CGT)	1,652			4,502			3,319			1,434		
主要受注国	韓国	中国	日本	韓国	中国	日本	韓国	中国	日本	韓国	中国	日本
受注量（万CGT)	445	815	200	1,258	2,081	599	1,374	1,077	428	520	498	166
受注シェア（%)	26.9	49.3	12.1	27.9	46.2	13.3	41.4	32.5	12.9	36.3	34.7	11.6

（出所 : Clarkson）

②しかし、韓国の金融機関は船舶金融を回避しており、海外金融機関からの資金調達比重が拡大する傾向にある。実際、2008 年の金融危機以降、韓国金融機関の国内船社に対する貸出規模は急減し、2007 年の 78%から 2010 年は 40%まで減少した。

【表 20. 韓国船社の金融調達変化（2005～2010 年)】

区分	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	合計
国内（100万ドル)	1,319	1,481	2,490	924	513	477	7,204
海外（100万ドル)	774	1,630	702	479	425	703	4,713
海外比重(%)	37.0	52.4	22.0	34.1	45.3	59.6	39.5

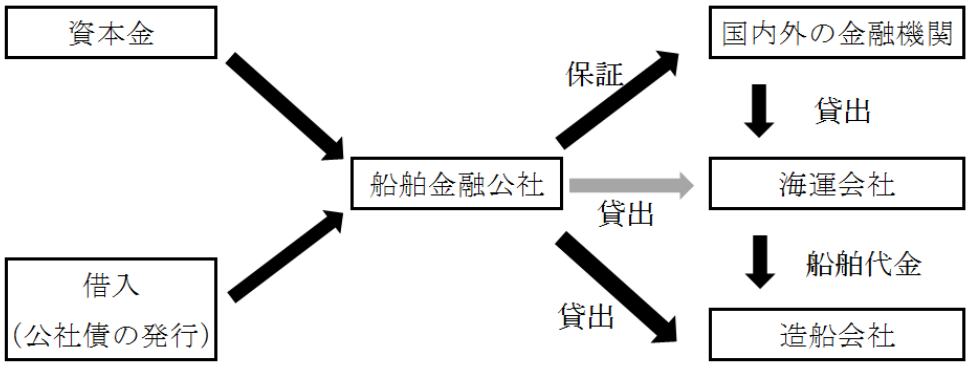
注 1）韓国の船社 37 社を対象に調査

（出所 : :韓国船主協会）

海運・造船･金融は密接な関係で結ばれており、一つの部分が危機に直面すると、全体の

バランスが崩れる危険性がある。船舶を製造する造船会社が全ての資金を調達するよりは、海運会社が建造資金などを金融機関から調達し、造船会社に供給する必要がある（図 1. 船舶金融の構造および報告書の概要 ）。

船舶金融公社を設立すると、国内金融機関（海外も含む）に保証を提供し、貸出を誘導すると同時に韓国船社への貸出と造船会社への建造金融を行うことが可能になる。船舶金融公社の保証と貸出に必要な資金は、公社の資本金と債券発行で確保できると想定している。



（出所：国土海洋部）

【図 16. 船舶金融公社の資金フローと機能】

船舶金融公社は、シンジケートローンなどに積極的に参加し、船舶金融の規模を拡大する共に、海運会社が財務状況の悪化から船舶の運用が難しくなる場合、公社が船舶を買入・運営し、損失を最小化する役割が期待されていた。公社の資本金は政府と民間が 51:49 の割合で 2 兆～4 兆ウォンを拠出する予定で、設立主体として船社や民間銀行、造船業界が参加する予定であった。

しかし 2013 年 8 月、政府は船舶金融公社の設立を突然取り消し、設立が必要と見ていた釜山市の猛烈な反発を受けた。釜山市は「金融中心地戦略」の一環で同公社の設立を政府に提案してきた。釜山市は金融中心地のメインビジネスで船舶金融と派生金融を取り上げており、中でも船舶金融部門を専門的にサポートできる船舶金融公社の釜山誘致を主張した。釜山市のこのような主張は 2012 年、釜山·慶尚南道地域出身が中心となったセヌリ党（現、与党）に受け止められ、朴槿惠大統領の選挙公約に盛り込まれた。

政府（金融委員会）が船舶金融公社の設立を取り消した理由は、公社の設立が WTO の「補助金協定」を違反し、WTO から提訴される恐れがあることであった。一方、釜山市は設立すること自体は WTO の補助金協定に違反しない上、大統領選挙の公約に違反することであるため、設立すべきであると反論した。表 21 は政府と釜山市の立場をまとめたものである。

【表 21. 船舶金融公社の設立に対する政府と釜山市の立場】

区分	政府（金融委員会）の立場	釜山市の立場
要点	船舶金融公社の設立は、WTOの補助金協定に違反し、提訴される恐れがあることから、代わりに海洋金融総合センターを設立する	船舶金融公社を設立すること自体は、WTOの補助金協定に違反しない上、大統領選挙の公約でもあるため、履行すべきである
争点	・船舶金融公社の設立は、WTOの補助金協定で相殺措置の対象になる恐れがある	・船舶金融公社の設立すること自体がWTOの補助金協定の違反ではなく、運営過程で違反する危険を減らすことができる
	・特に、特定の企業や産業への支援であるためSpecificity（特定性）に関する条項に違反する可能性が高い	・造船産業などに対する貸出や保証支援の際、利子率と手数料を通常以上に高め、「特定産業への支援」にならないようにする
	・船舶産業に対する金利優遇がないと船舶金融公社を設立する意味がない	・金利優遇がなくても、安定的に資金が供給されるだけで船舶金融公社を設立する意味がある
	・2002年、韓国輸出入銀行の建造金融および前金還付に対する保証についてWTOから提訴された事例がある	・当時WTOは、韓国輸出入銀行の行為が補助金協定を違反しないと判断し、EU側の主張を殆ど棄却した

（出所：金融委員会、2013 年 8 月 27 日、政策金融役割の再成立施策）

【表 22. WTO の補助金及び相殺措置に関する SCM 協定】

区分	内容
補助金の定義	政府、または政府から受任された機関が特定の政策目標を達成するために、産業や企業活動に対して無償支援、融資、租税減免、信用保証などの形で提供される支援。
補助金の種類	禁止補助金（Prohibited Subsidies）：輸出成果によって支給される補助金、輸入品の代わりに国産品を使用すると支給される輸入代替補助金。
	措置可能補助金（Actionable Subsidies）：輸出国から補助金が支給され、輸入国の産業に被害が生じるケース。
	許容補助金（Non-Actionable Subsidies）：正当な産業支援策で特定性のない支援。研究開発支援補助金、地域開発支援補助金、環境補助金などがある。
相殺措置の対象となる補助金	**以下の三つの条件を揃えた場合、協定対象になる** ①Financial Contribution（政府による財政的貢献） ：政府または公共機関から民間企業に対して資金の移転や税金の減免などの方法で財政的に貢献する。 ②Benefit（経済的恩恵） ：対象国の市場状況を基準に政府と民間企業の取引で経済的なメリットを提供している。 ③Specificity（特定性） ：特定の企業や産業を対象にしている。

（出所：貿易振興公社）

一部では、既存の船舶金融機関である産業銀行、輸出入銀行、政策金融公社の支援規模だけで 30 兆ウォンの船舶金融を支援できるが、船舶金融公社では、その半分も支援できないという意見も出ている。

【表 23. ECA 機関と船舶金融公社の船舶金融規模比較】

既存機関	船舶金融公社
産業銀行：10.5兆ウォン 輸出入銀行：13.2兆ウォン 政策金融公社：5.6兆ウォン	資本金：2兆ウォン BIS比率：14% (資産の80%)
合計：29.3兆ウォン	合計：11.4兆ウォン

注 1）BIS 比率：国際決済銀行（BIS: Bank for International Settlement）が決めた銀行の自己資本規制

（出所：各種資料から矢野経済研究所作成）

国際決済銀行（BIS：Bank for International Settlement）で定めた BIS 比率は、銀行が保有した貸出資産と有価証券などに対応できる十分な資本を持っているかを表す数値で、自己資本を危険加重資産で分って計算する。BIS 比率が高いほど銀行が健全に経営できることを表しており、最低 BIS は 8%、国内一般銀行の平均値は 14%である。船舶金融公社を設立し、BIS 比率を 14%にする場合、年間 11.4 兆ウォンの支援しかできないことになる。

韓国政府は上記のような様々な反対意見なども踏まえ、2013 年 8 月、船舶金融公社の設立を取り消し、代替方策を発表した。

②政府の代案：韓国船舶金融の再成立施策

韓国政府は 2013 年 8 月に公開された「政策金融役割の再成立施策」を通じ、船舶・海洋プラント産業への金融支援を強化するために、次のような政策を発表した。この施策は船舶金融公社設立の代案として出てきたものである。

【表 24. 船舶金融を改善するための短期政策】

改善内容	区分	担当機関
①政策金融機関の船舶金融への支援強化	継続	輸出入銀行、産業銀行、貿易保険公社、
②海運保証基金の設立法案を検討	2014年 上半期	企画財政部、産業通商資源部、海洋水産部、金融委員会
③海洋金融総合センター（仮称）で機能統合	2014年 上半期	輸出入銀行、産業銀行、貿易保険公社、韓国資産管理公社

（出所：金融委員会、2013 年 8 月 27 日、政策金融役割の再成立施策）

船舶建造金融の規模を現実的な額に増額するため、現行の政策金融機関を利用し、船舶金融に対する支援を強化することが骨子である。

まず、船舶債権保証制度の導入である。船舶債権保証は韓国の造船会社に船舶を発注する海外船主の債権発行に対し、輸出入銀行と貿易保険公社が保証する制度である。また、建造金融の規模を拡大し、船舶の担保価値を保証する施策を推進する。船価が下がるにつれ、金融圏が既存の貸出金に対し、追加担保またはキャッシュの預かりを求める傾向が強くなり、海運会社の負担が高まっていることが背景にある。

続いて、貿易摩擦の可能性などを考慮し、民間財源が 50%以上であり、経済原理に基づいて運営される「海運補償基金（仮称）」の設立を検討していく。現在はサービス産業である海運会社に対する支援が貿易摩擦の可能性が少ないという意見と、海運業を支援することは造船会社に対する支援効果が発生するということから貿易摩擦の恐れがあるという意見に分かれており、結論は出ていない。関連機関（企画財政部、産業通商資源部、海洋水産部、金融委員会）の協力課題として、2014 年上半期までに結論を出すとしている。

最後に、輸出入銀行・貿易保険公社・産業銀行等の船舶金融に関する組織と人材を釜山に移転させた「海洋金融総合センター（仮称）」の設立がある。輸出入銀行の副銀行長を筆頭におおよそ 100 人が移転する予定である。必要に応じて移転先機関で「海洋金融協議会」を構成・運営し、海洋金融の One-Stop サービスを提供する施策も検討している。さらに、2013 年 8 月に発表された「海外建設・プラント受注の先進化施策」を進めることで船舶・海洋金融支援機能を強化する。輸出入銀行と貿易保険公社に対して追加出資・出資を行い、両機関の船舶・海洋金融支援を強化する。

【表 25. 海洋金融総合センター（仮称）の概要】

区分	内容
施設	・2013年8月27日に発表した「**政策金融役割の見直し方策**」により船舶・海洋プラントに対する金融支援を強化するため、輸出入銀行・貿易保険公社・産業銀行などの船舶金融に関する組織・人材を釜山に異動させ「**海洋金融総合センター**」を設立する
人員	・人員数は現在（51名：輸出入21名、貿易保証公社24名、産業銀行6名）の2倍である100名に増員し、輸出入銀行の副銀行長クラスの重役が一緒に異動する ・移転機関の意見をまとめるために、「海洋金融協議会」を構成し緊密な協議を通じて迅速な金融サービスをNon-Stopで提供する
利点	・輸出入銀行（短期与信、一般与信）や貿易保証公社（短期輸出保険、政策金融機関支援）などの非コア業務を減らし、コア業務に集中できる ・輸出入銀行や貿易保証公社に追加的に出資などが行われる場合、船舶・海洋プラントに対する支援が大幅に拡大できる

（出所：金融委員会、2013 年 8 月 27 日、政策金融役割の再成立施策）

金融政策公社の代わりに設立が予定されている海洋金融総合センター（仮称）は、上記の「政策金融役割の再成立施策」に基づいている。政府は同センターの設立において、輸出入銀行（短期与信、一般与信）や貿易保証公社（短期輸出保険、政策金融機関支援）などの非コア業務を減らし、コア業務に集中できる。輸出入銀行や貿易保証公社に追加的に出資などが行われる場合、船舶金融海洋プラントに対する支援が大幅に拡大できると期待されている。

しかし、「金融委員会で指定した輸出入銀行・貿易保険公社・産業銀行（の一部）の部署移転は大統領選挙公約の細部事業に既に盛り込まれているため、船舶金融公社の代案にならない」というのが釜山市の立場である。よって、朴槿惠大統領の選挙公約通りに船舶金融公社を設立することで危機に陥った造船産業を復活させねばならないと主張している。船舶金融公社のような中心機関を設けず、関連部署の一部を動かすだけでは支援ビジネスの持続性が保証できず、業務や資金運用の決裁権など意思決定の自立性が弱まる恐れがあり、船舶金融に対する専門性を確保し難いため、専門機関の設立が望ましいと強調している。

また、政府は海運保証基金を設立する予定である。同基金の目的は海運会社が銀行から貸出サービスを得たり、社債の発行を保証することで船社の流動性を高め、海運・船舶業界のキャッシュフローを改善する代案として浮かんでいる。ここで、政府は民間資本の参加を積極的に誘導していく。

政府が特定の産業を支援する場合、WTO の規定違反や貿易摩擦に発展する恐れがあるため、政府支援は 50%以下にする必要があるためである。そこで、民間の参加を誘導するため、2014 年に廃止される予定であった TTX（Tonnage tax system）を延長する施策が出ている。TTX は海運会社の実際の営業利益ではなく、運航船舶のトン数と運航日数から法人税を算出する。海運企業の競争力を強化するための特別税制で、日本を含めてイギリス、ノルウェーなどの海洋強国で施行されている。韓国は 2005 年から導入し、2009 年に韓国海運企業が TTX で減免された法人税は 1 兆 4,000 億ウォンに上る。

船舶金融公社を設立し、政府から全ての財源を出資するなど、貸出業務を直接実行した場合、別の調達施策を設けないと財源は短期間に無くなる。反面、民間資本が半分以上である海運保証基金は 20 倍まで信用保証が可能である。政府の海運保証基金の目標金額は 2 兆ウォンであるため、20 倍の 40 兆ウォンまで韓国籍船社に支援できる。流動性危機に陥った海運企業が発行した債券を買い入れたり、船舶を買い込んだ後に売り戻すことができる。

同基金は 2013 年に設立され、2014 年上半期から運営を本格化させる予定であったが、海運業界の期待を裏切って、設立が延期された。ユン・ジンスク海洋水産部長官によると、2 兆ウォン規模となる海運保証基金は 2014 年の設立を目処にしている。

2-2. 各金融機関の役割

2-2-1. 公的金融機関

(1) 韓国輸出入銀行（KEMIX）

① 韓国輸出入銀行の役割

輸出入銀行は韓国輸出入銀行法により 1976 年に設立された。同銀行は「韓国重化学工業の育成」という政府の政策を支援するために設立された対外取引専門政策金融機関であり、船舶金融を支援している。100%政府保有の公的輸出金融機関であるため、同銀行の年次純損失は毎年準備金により補填され、準備金が不足する時は政府が損失補填のための資金を提供する。

【表 26. 輸出入銀行の概要】

区分	内容
業種	銀行業
主要業務	輸出金融、輸入金融、保証、 銀行間の輸出信用等
設立時期	1976年7月
企業形態	公企業(企画財政部傘下機関)
職員数	791名（2013年基準）
所在地	ソウル特別市永登浦区銀行路38

（出所：矢野経済研究所作成）

【表 27. 輸出入銀行の設立目的】

区分	内容
公的輸出信用機関（ECA）としての輸出促進支援	①船舶･プラントなどの資本財、ITなど先端技術産業への輸出金融 ②海外投資資金、外国現地法人の事業資金、海外資源開発金融
対外経済協力基金（EDCF）を通じた開発途上国への経済協力	①開途国の経済開発援助審査、借款供与契約の締結、資金の執行・管理 ②公的開発援助（ODA）の政策方向性に関する研究
北朝鮮協力基金（IKCF）を通じた統一基盤の造成	①有償・無償支援審査、資金の執行・管理 ②北朝鮮の造船貿易銀行とともに精算・決済の専門銀行の機能遂行

（出所:韓国輸出入銀行 HP http://www.koreaexim.go.kr/kr/bank/guide/history.jsp）

造船業は船舶が引き渡されてから 7～8 年かけて船舶代金を分割して支払う特性があるため、建造金融を支援する同銀行の役割は絶対的である。同銀行は船舶貸出資産を基準にすると韓国 1 位だが、世界ランキングは 40 位で世界船舶貸出資産の僅か 3%を占めているに過ぎない。

輸出入銀行の船舶金融の歴史を見てみると、1970 年代中頃は韓国造船業が成長し始めていた時期である。創立された直後には船舶建造金融への支援に注力した。建造金融とは、船舶やプラントなどの輸出取引を推進する韓国内の輸出会社に輸出目的物の建造及び輸出履行に必要な資金を融資することである。

以後、1980 年代末までは船舶などの大型資本財の輸出と原材料の輸入資金を支援し、韓国製重化学工業製品の輸出を支えた。また、同銀行は設立された直後から延べ払い輸出も支援し始めた。この制度は海外船主が船賃の 20%を支払い、72%は同銀行が融資を行い、残りの 8%は韓国の造船会社が負担する方式である。1980 年代に入ってからは船舶輸出の総受注量の約 99%が延べ払い輸出条件で契約が締結されたため、同銀行の延べ払い輸出支援資金規模も大幅に増加した。

1997 年の韓国通貨危機を契機に支援方法を融資から保証に転換した。前受金返還保証（Refund Guarantee）は造船所の破産や帰責事由により船主が船舶を引き渡されなかった場合、造船所に支給した前受金を金融機関が船主に支給すると保証することである。同銀行は 2002 年下期から、造船会社のニーズに合わせたストラクチャードファイナンスを本格的に扱い始めた。

【表 28. 輸出入銀行の船舶金融支援内容】

年代	区分	支援内容
1970年代	船舶建造金融支援	船舶やプラントなどの輸出取引を推進する韓国内の輸出会社に輸出目的物の建造及び輸出履行に必要な資金を融資する
1980年代	延払い輸出支援	海外船主が船賃の20%を支払い、同銀行が72%の融資を行い、残りの8%は韓国の造船会社が負担する方式
1990年代	前受金返還保証（RG）	造船所の破産や帰責事由により船主が船舶を引き渡されなかった場合、造船所に支給した前受金を金融機関が船主に支給すると保証する
2000年代	延払い輸出金融支援条件改善	金利は既存の8%から5.79%に下げ、償還期間も既存の8.5年から12年に延長する
	ストラクチャードファイナンス（SF）	海外船主に該当船舶が生み出す現金の流れ及び船舶自体を主要担保とし、購入資金を提供するカスタム対応型船舶金融

（出所：韓国輸出入銀行「韓国輸出入銀行 30 年史」を基に矢野経済研究所作成）

ストラクチャードファイナンスは上記で説明したように、海外船主に該当船舶が生み出す現金の流れ及び船舶自体を主要担保とし、購入資金を提供するカスタム対応型船舶金融である。2008 年の世界金融危機以降、海運市場の低迷により、多くの中小造船会社が破産し、前受金返還保証を提供した銀行の保証債務が増加したため、現在の前受金返還保証は主に大手造船会社を対象に提供されている。

②韓国輸出入銀行の船舶金融商品

輸出入銀行は、①輸出金融、②海外投資金融、③保証の大きく三つのカテゴリに含まれた船舶金融を提供している。

【表 29. 輸出入銀行の船舶金融商品】

区分		備考
輸出金融		輸出に必要な金融ソリューション提供
	①中長期輸出資金貸出	船舶建造金融と延払い金融
	②海外輸入者に対する直接貸出	直接貸出、PF、SF
	③共同成長協力貸出	輸出向けの資機材を製造するメーカーを直接支援
海外投資金融		貸出及び債務保証などを支援
	①外航船舶購買資金貸出	国内造船会社の発注を誘導、海外船主からの傭船防止
	②外航船舶運航資金貸出	
保証		輸出取引や受注支援のため保証商品を提供
	①履行性保証	RG（前受金償還保証）など
	②債券保証	債券の元利金保証

（出所：輸出入銀行 HP http://www.koreaexim.go.kr/kr/work/banking/export/export_01.js）

輸出金融のうち、中長期輸出資金貸出は輸出品の製造と決済にタイムラグがある輸出取引が対象となる。製造に必要な資金（船舶建造金融）または輸出品の引渡後、輸出代金の最終決済日までの流動性を解消するための資金（延払い金融）を支援する商品である。

例えば、造船会社 S は海外から海洋プラントの受注を受けた。輸入する会社が代金を長期に渡って分割払い（延べ払い）するため、海洋プラントを完工・引渡し、輸出代金を受け取るまで流動性問題が発生しかねない。この問題を解決するため、輸出入銀行は造船会社 S に対して延べ払い金融を行った。この場合、返済財源は輸入した会社から回収した輸出代金になる。

【表 30. 輸出入銀行の中長期輸出資金貸出】

区分	内容
対象企業	建造金融：支援対象商品の輸出者、生産者、原料供給者など 延払い金融：中長期取引をする国内企業
貸出方式	建造金融：輸出品の製造に必要な資金を支援 延払い金融：輸出品などを輸出する国内企業を支援
貸出限度	建造金融：「輸出契約金額－前受金」の90%範囲 延払い金融：「輸出契約金額－基準前受金」の100%範囲 －基準前受金：船舶輸出契約金額の20%
貸出通貨	ウォンまたは外貨（USドル、円、ユーロ等）
貸出金利	基準金利＋加算率 －基準金利：固定金利または変動金利の中で選択可能 －加算率：貸出期間、信用等級及び担保により定める
貸出期間	建造金融：貸出最初日から引渡日または輸出代金の最終決済日に30日を加算した期間内 延払い金融：貸出の取扱日から支払保証書や関係契約書で定められた分割償還日に30日を加算した期間内（船舶は12年以内）
債券保全	建造金融：信用または支給･信用保証書、不動産、有価証券 延払い金融：信用の高い金融機関、輸入国の政府機関、中央銀行が発行した支給保証書または信用状
償還方式	建造金融：分割償還または一時償還 延払い金融：定期均等分割償還（船舶は、年に一回以上）

（出所：輸出入銀行 HP http://www.koreaexim.go.kr/kr/work/banking/export/intro.jsp）

海外輸入者に対する貸出には、直接貸出、プロジェクトファイナンス（PF）とその一種であるストラクチャードファイナンス（SF）がある。

海外輸入者直接貸出は海外の購買者が国内企業から一覧払いを条件とすることで輸出契約代金を延べ払い金融の貸出金から調達する商品である。船舶建造が終了してから長期に渡って分割償還する場合、海外購買者に対する輸入資金を直接貸出で行う。

例えば、重工業会社 H は一億ドルの海洋プラントの受注に成功した。輸入者は輸出契約代金を完工後、長期に渡って分割償還する条件を希望している。ここで、ECA 機関である輸出入銀行は海外の輸入者に輸出代金を貸し出し、輸入者はこの資金から海洋プラントの引渡時まで代金を支払うことになる。このため、重工業会社 H は輸出代金の回収に対するリスク無しで、輸出契約の履行に集中できる。

【表 31. 輸出入銀行の海外輸入者直接貸出】

区分	内容
対象企業	・輸入国の政府機関や地方の公共団体または外国人 （外国の法律に基づいて設立された法人を含む）
貸出限度	・「輸出契約金額－前受金」の85%範囲 －基準前受金：船舶輸出契約金額の20%
貸出金利	・固定金利：基準金利（CIRR）＋加算率 ・変動金利：変動金利（LIBOR）＋加算率 －加算率には、OECDの輸出信用協約による対外貸出プレミアム含み
貸出期間	・引出期間＋償還期間 －船舶は12年以内
債券保全	・借主国の政府、中央銀行または保証機関が発行した手形や債務証書 ・借主国の政府、中央銀行または保証機関が発行した取消不能信用状、または支給保証書
償還方式	・年2回の定期均等分割償還（ただし、OECD輸出信用協約が認める範囲で非定期・不均等などの分割償還可能）

（出所：輸出入銀行 HP http://www.koreaexim.go.kr/kr/work/banking/export/intro.jsp）

同銀行は海外輸入者貸出としてプロジェクトファイナンスも行っている。

【表 32. 輸出入銀行のプロジェクトファイナンス支援基準】

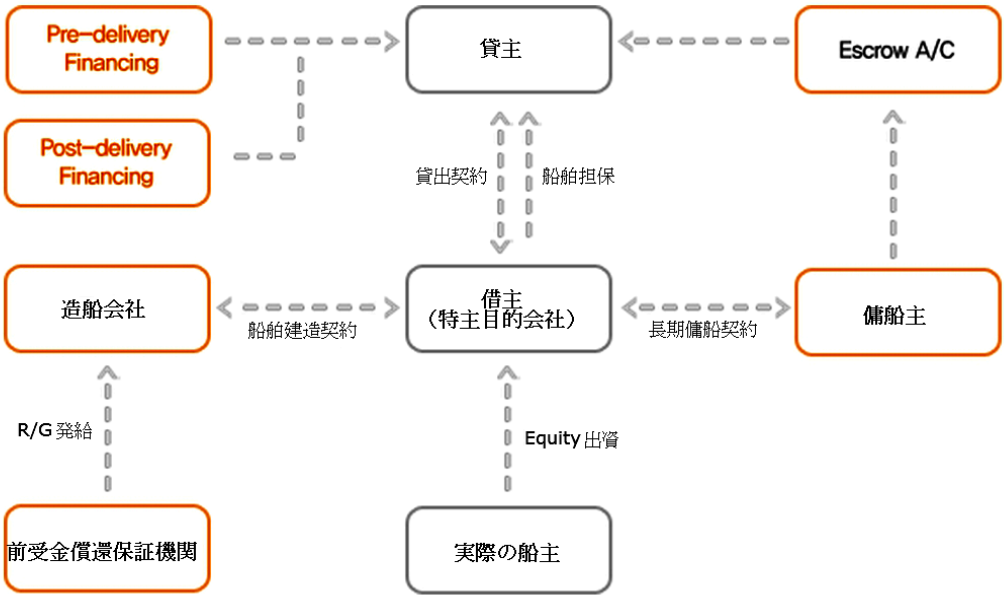
支援対象基準
①輸出、海外投資などを通じた国内企業のプロジェクト参加水準が高い
②プロジェクトのキャッシュフローを返済財源にするため、事業性が高い →専門コンサルタントを雇用し、審査を行う
③事業主、借主、輸出者、原材料供給者、製品購買者、事業主所属国の政府などのプロジェクト遂行経験が豊富で、信用度が高い
④事業主のプロジェクト財務指標が良好である
⑤他のECA、国際開発金融機構、商業金融機関が共同支援する取り引き →3億ドル以下である場合、輸出入銀行が単独で支援可能

（出所：輸出入銀行 HP　http://www.koreaexim.go.kr/kr/work/banking/export/export_0201.jsp）

プロジェクトファイナンスの定義は船舶金融の特徴部分で説明したように、プロジェクトから発生するキャッシュフローを返済財源とし、政府・企業など事業主に支給保証を要求しないため、船舶金融などの大規模の資金調達に用いられる。同銀行のプロジェクトファイナンスの支援基準を表 32 にまとめた。

物的担保が存在しないため、プロジェクトに参加する事業主などの経験や信用が重要な対象基準になる。また、他の ECA 機関や国際開発金融機構、商業金融機関などが共同で私選する取引を対象とする。ただ、輸出入銀行は金融規模が 3 億 US ドル以下のプロジェクトの場合、単独で支援できると明示している。

また、船舶関連のプロジェクトファイナンスはほとんどがストラクチャードファイナンスで行われる。ストラクチャードファイナンスは船舶運用から発生する収入（キャッシュフロー）を債券保全に利用し、船舶担保などを追加的な信用補強装置とし、海外船主に船舶購買資金を貸し出すという顧客ニーズに合わせた金融商品で、その流れは以下の通りである。



（出所：輸出入銀行 HP http://www.koreaexim.go.kr/kr/work/banking/export/export_0202.jsp）

【図 17. ストラクチャードファイナンスの流れ】

一方、大手造船会社に原材料や部材を納入する資機材メーカーに資金を支援するネットワーク貸出という金融商品もある。2009 年 4 月、造船 4 社を含めた大手造船会社 10 社は輸出入銀行とネットワーク制度のための業務協約を締結した。グローバル景気の悪化と造船業の受注不振、前受金の入金遅延などから造船会社と共に資機材メーカーの流動性が悪化したことをきっかけに商品化された。

【表 33. 輸出入銀行のネットワーク貸出】

区分	内容
導入時期	2009年3月
支援機関	輸出入銀行
参加企業(借主)	現代重工業、サムスン重工業、大宇造船海洋、STX造船海洋、韓進重工業、SPP造船、SPP海洋造船、成東造船海洋、大鮮造船、韓国造船海洋資機材工業協同組合
対象企業	輸出効果が高く、大規模協力会社と取引する業種（船舶･プラントなど）、大手造船会社を中心に他業種に拡大
ネットワーク貸出の手順	①輸出入銀行と造船会社（借主）の貸出契約 ②資機材メーカーが造船会社に商品供給 ③造船会社が輸出入銀行に貸出の執行を申し込む ④輸出入銀行が資機材メーカーに商品の代金を支払う

（出所：輸出入銀行）

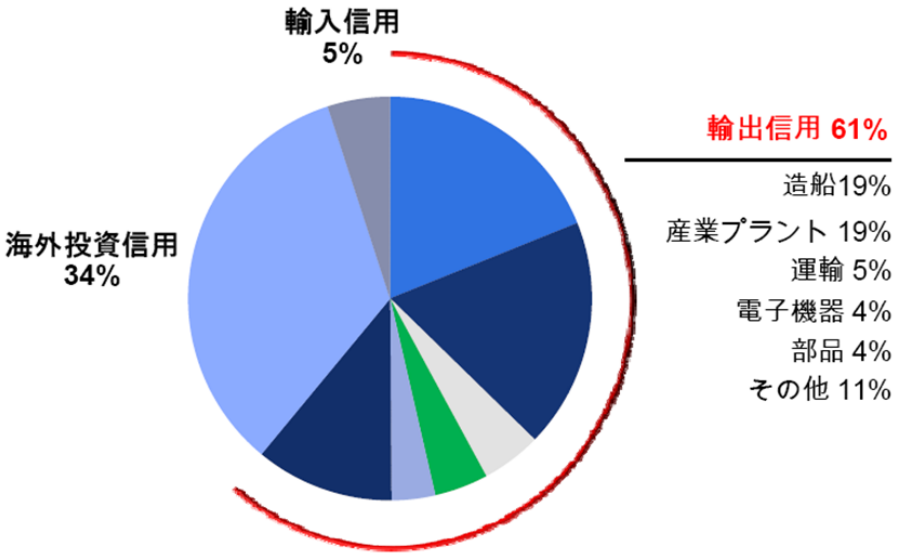
ネットワーク貸出の資金は造船会社を通じて資機材メーカーに渡され、その資機材が造船会社に納品されるため、造船会社の貸出に分類される。つまり、ネットワーク貸出の借主は造船会社であり、貸出金は資機材メーカーに支払われる制度である。資機材メーカーが造船会社に部材を納品すると、輸出入銀行は直ちに資機材メーカーの口座に部材代金を振り込む。

造船会社は同制度を通じて外注（資機材などの製造）費用を安定的に確保し、資機材メーカーは資金決済期間を短縮することで、大手－中小企業が共同で成長できる基盤を作ることを目標としている。

同制度は大手造船会社が流動性危機で苦戦している資機材メーカーのために、借主の役割を果すことで経済危機を乗り越える共同成長の模範事例として評価された。

③最新動向

輸出入銀行の船舶金融規模は 2011 年に 100 億ドルを記録した。貸出を基準にすると、造船と海洋プラントを含む産業用プラント分野で 38%を占めた。



（出所：輸出入銀行）

【図 18. 輸出入銀行の貸出構成比（2011 年）】

同銀行の船舶金融規模は 2012 年には 140 億ドルに増加した。グローバル船舶金融市場をリードしてきたヨーロッパ系銀行が世界金融危機以降、リスクの高い船舶金融貸出資産を縮小し始め、新規貸出が難しくなった。この結果、海運会社や造船会社の社債を通じた資金調達と共に ECA（公的輸出信用機関）金融に対するニーズが拡大した。

このような船舶金融の増加は、個別の新造プロジェクトの中でも特に信用度が高い船舶発注者の ECA 支援が増加したことが背景にあり、一方で造船会社の運転資金を支援するための貸出は減少した。これは、輸出入銀行の貸出政策が短期貸出から中長期貸出に以降しつつあり、貸出規模の算定基準が既存の回転信用（Revolving Credit）から同一人与信限度に変わり、造船業界に対する直接金融貸出が減少したためである。

同一人与信限度は、金融機関が同一の個人や法人または同一の借主に金融機関の自己資本の 20%を越える信用供与を禁止する制度である。輸出入銀行の関係者は貸出基準の変化について、船舶金融業務をより効率的に行うための制度変更であると説明している。同銀行は年に 1 度、造船会社の信用等級・財務状況などによって与信限度を設定するようにしている。造船会社に融資する度に、複雑な報告システムを通じてしまうと業務効率が落ちることから、予め決めておいた与信限度の範囲で迅速な意思決定を下し、当該会社への金融を早めに行うことを目的としている。

例えば、造船会社 A の与信限度を 1 兆ウォンとし、所属本部である輸出投資金融本部と与信業務を総括する部長（専務理事）などの決済を飛び越し、下部組織である造船海洋金融部が 1 兆ウォンの範囲内で自主的に判断し、金融を行うことが出来る。しかし、このシステムの変化は回転限度制度を適用していた時と比較して、貸出総額が縮小する結果を生み出した。

【表 34. 輸出入銀行の最新動向】

内容	備考
造船会社に対する貸出規模の減少 2011年4.3兆ウォン→2012年1.9兆ウォン	貸出規模の算定基準の変化 回転限度→消尽限度

注 1）回転限度とは、信用供与額を定め、与信額の減少に応じてその額に達するまで繰り返し与信する方法

注 2）消尽限度とは、金融機関が同一の個人や法人に対して与信総額を定め、その金額を超えると与信できない制度

（出所：2012 韓国船舶金融フォーラム、産業銀行発表資料）

回転限度を採用した 2011 年に 4.3 兆ウォンであった造船会社への金融支援は、限度消尽制度に変わった 2012 年には 1.9 兆ウォンと急減した。同銀行は業界の反発を受け、2013 年からは回転限度制度と限度消尽制度を造船会社のニーズに合わせてフレキシブルに適用した。貸出規模が消尽限度以下で迅速な貸出承認を求める企業に対しては限度消尽制度を、貸出規模が大きいため消尽限度を越える場合は回転限度制度を適用した結果、2013 年上半期までに造船会社貸出が 4 兆ウォンまで回復した。

(2) KDB 産業銀行

①KDB 産業銀行の役割

KDB 産業銀行は 1954 年 4 月に設立（当時は「韓国産業銀行」）され、以降、国家経済及び産業発展の促進のために、船舶･航空機などの分野を中心に持続的に資金を支援してきた。

【表 35. 産業銀行の概要】

区分	内容
業種	銀行業
主要業務	企業金融、投資金融、企業構造調及び リサーチ、コンサルティング
設立時期	1954年4月
企業形態	政府が100%投資した国策銀行
職員数	2,702名（2012年基準）
所在地	ソウル特別市永登浦区銀行路14

（出所：各種資料に基づいて矢野経済研究所）

同銀行は国内企業に対する国際金融支援に特化している。海外投資資金の直接貸出からプロジェクトファイナンス、海外企業に対する貸出や金融斡旋などがメイン業務である。

特に、船舶金融を調達する際に頻繁に用いられるシンジケートローンに強い。

シンジケートローンは、主管する金融機関を中心に多数の貸主団が共通の条件で資金を支援する金融である。国内外の金融機関との共同信用供与で大規模の資金調達が可能であり、信用等級の取得や各種の登録、公示の義務がないため、行政の手続きが簡単であることが利点である。

船舶金融は海運会社から貸出を求める提案申込書（Request for Proposal）を受け付けることから始まるが、同銀行は外国系銀行のように専門性を強化するために船舶金融部署を設けた。ここで、海運会社のニーズを反映し、貸出基本条件を明示した金融提案書を作成し、貸出に参加する銀行などの金融機関を募集する。シンジケーションのために国内外の金融機関を招待し、内部貸出審査を行う。シンジケーションと貸出審査が終わると貸主団は法務法人を選定し、船舶金融を行う。同銀行は 2009 年から 3 年連続でウォン貨・外貨のシンジケートローンの斡旋基準 1 位を記録した。

【表 36. 産業銀行の船舶金融斡旋現況】

（単位：100万ドル）

区分	2010年	2011年	2012年
斡旋規模	1,600	1,500	1,500

（出所：Marine Money）

2010 年には 16 億ドル、2011 年は 15 億ドル、2012 年も 15 億ドルの船舶金融を斡旋し、世界的船舶金融専門雑誌『Marine Money』の「Deal of the year」を 3 年連続で受賞した。船舶金融貸出額は 2012 年に約 35 億ドルと世界 32 位である。

また、同銀行は船舶金融の専門知識とノウハウに基づいて借主のニーズに合わせた構造化金融（ストラクチャードファイナンス）を提供しており、主に、船舶のリース金融として用いられている。支援対象は国内外の海運会社で、資金の目的は船舶購買である。SPC に船価の 60～80%の資金を支援、与信期間は 10 年以内である。

【表 37. 産業銀行の船舶リース金融条件】

区分	内容
対象	国内外船社に船舶購買資金および政策金融支援 (SPCに船舶購買資金を支援する形態)
金融範囲	船舶価値の60～80%
対象資産	船舶(タンカー、コンテナ、LNG船、　自動車運搬船、海洋プラント支援船など)
貸出期間	10年以内(貸主と協議し、調節可能)

（出所：KDB 産業銀行 HP https://www.kdb.co.kr/ih/wcms.do）

産業銀行は上記のような特徴を生かして大きく三つの船舶金融を行ってきた。①計画造船資金、②船舶買入プログラム、③造船会社建造金融である。

②計画造船資金

同銀行は 1976 年から計画造船資金の支援業務を開始した。計画造船資金の融資は船主が船賃の 10～15%を負担し、85～90%は国民投資基金と転貸借款から年 12%の金利を 3 年間据え置き、その後、5 年に渡って分割償還するという条件の融資で行われたが、融資条件が悪かったため計画造船の実需要者から回避されていた。

1978 年 1 月に同銀行は融資条件を変更し、金利は固定金利 9%に下げ、融資期間も 8 年から 10 年 6 ヶ月まで延長した。計画造船制度は韓国造船業の成長期に成長の基盤を確保し、造船資機材の国産化率を高めるなど、韓国造船業の急激な発展に寄与したと評価される。しかし、1980 年代後半から 1990 年代以降はほとんど支援実績がなく、有名無実となった。

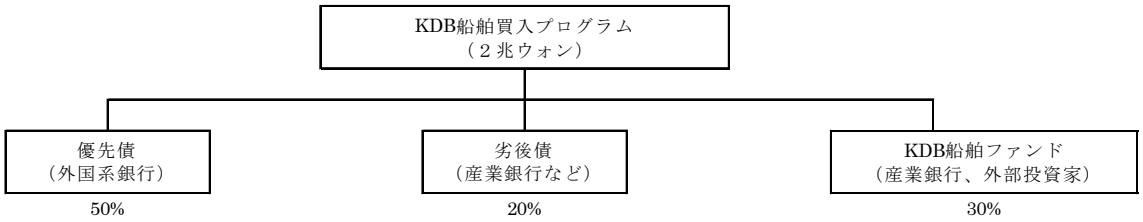
1986 年、韓国政府は延べ払い輸出金利（年間 8%）より高い計画造船金利が韓国の造船・海運会社の競争力を低下させていると判断し、計画造船金利を年 11%から 10%に引き下げたが、計画造船は船主から回避された（2-1. 韓国の船舶金融制度 (1) 計画造船制度参照）。

③船舶買入プログラム

KDB 産業銀行は 2009 年から「KDB 船舶買入プログラム」を導入し、韓国の造船・海運会社に安定的な資金調達及び建造機会を提供する船舶ファンドを設けた。同銀行は STX パンオーシャン、大宇造船海洋などが共同で設立した 1 兆ウォン規模のファンドと、国内外貸主団から誘致した 1 兆ウォンを合わせて計 2 兆ウォンのファンドを設立した。

建造している船舶を買い入れることで、当該海運会社にリースバック（Lease back）、または優良海運会社に傭船リースし、投資期間内に傭船料を受け取り、ファンドの満期時には当該海運会社による購入や市場販売を通じて投資資金を回収する構造である。

流動性危機に陥った海運会社と建造契約を取消された造船会社の財務構造改善ファンドとして、その意味が大きいと評価された。同銀行はこの船舶買入プログラムの構造調整ファンドを通じ、2012 年までに海運会社 7 社の船舶 22 隻の買入に計 9 億 3,200 万ドルを支援した。



（出所：KDB 産業銀行の「KDB Shipping Program」資料）

【図 19. 産業銀行の船舶買入プログラム】

この他にも同銀行は、造船会社建造金融プログラムにも参加している。

2012 年 10 月、同銀行と韓国政策金融公社は韓国輸出入銀行が担当していた造船会社の建造金融支援に初めて参加した。同銀行は現代重工業に建造金融の 2,000 億ウォンを支援しており、2013 年には STX 造船海洋を対象に建造金融を支援している。

(3) 韓国貿易保険公社（K-sure）

①韓国貿易保険公社の役割

貿易保険公社の歴史は 1960 年代に遡る。1968 年、輸出保険法が発効したことにより、1969 年から大韓再保険公社で輸出保険業務が始まった。1977 年 1 月、輸出保険業務が輸出入銀行に移管された後、1981 年 3 月に輸出保険法が改定されたことにより、貿易保険公社の前身である輸出保険公社の設立根拠が成り立った。

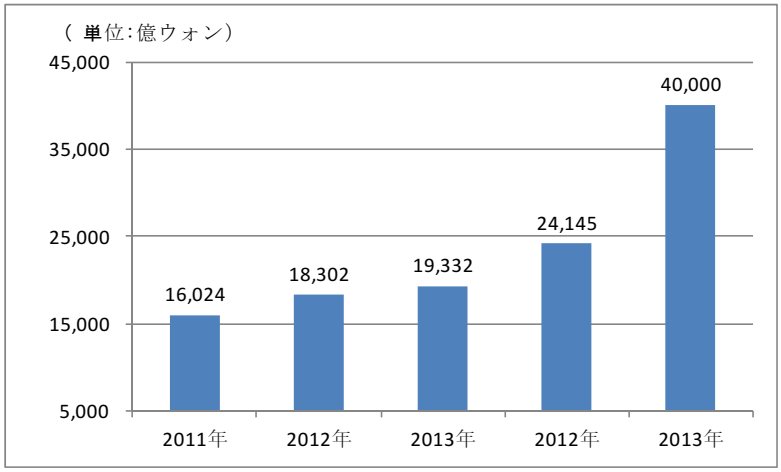
1992 年 7 月、輸出保険の専門担当機構として輸出保険公社が設立された。同公社は非営利政策保険機関であり、輸出取引から生じる様々なリスクの中で一般保険では救済できない不意の損失を政府が保証する輸出保険を行っている。2010 年 7 月には、機関名を輸出保険公社から現在の貿易保険公社に変更した。

【表 38. 貿易保険公社の概要】

区分	内容
業種	輸出保険業
主要業務	輸出･輸入保険制度の担当および運営
設立時期	1992年7月7日
企業形態	公企業
所在地	ソウル市鍾路区鍾路14

（出所：各種資料に基づいて矢野経済研究所作成）

同公社は RG を含めた船舶保険を提供することで、韓国造船業界に船舶金融を支援してきた。世界造船・海運景気が悪化した 2008～2009 年以降、船舶金融支援の実績が増加し続け、2009 年の 1 兆 6,024 ウォンから 2012 年には 2 兆 4,145 ウォンまで倍増し、2013 年には 4 兆ウォンを目標とするなど、韓国造船会社の受注拡大のために積極的な動きを見せている。



（出所：韓国貿易保険公社の 2013 年 10 月 16 日付プレス資料）

【図 20. 貿易保険公社の船舶金融支援実績】

貿易保険公社は主に、輸出信用保証、輸出保険などの形で船舶金融を行う。

輸出信用保証は輸出の為替手形または約束手形を銀行に売り出した場合、買い入れた銀行が手形の満期日に輸出者から手形金額の全額を支払われなかった場合、その損失に対し、買入銀行に手形金額を 100%無条件で支払うことを保証するものである。

例えば、造船会社 A は運営資金を調達するために銀行 B に為替手形を売り出したが、資金不足などから約束された満期日まで手形金額の一部しか支払われなかったとする。銀行 B は満期日までに代金を返済されなかったことによる損失が発生するが、輸出信用機関 K（貿易保険公社）が輸出信用保証を通じて、残りの手形代金を支払うことになる。

輸出保険は輸出が不可能になったり、輸出代金を得られない場合に生じる損失を保証する保険である。船舶の場合、輸出代金の決済機関が 2 年を超える契約が多いため、中長期輸出保険が適用される。

例えば、造船会社 S は中国の海運会社 C が設立した SPC と大型コンテナ船 2 隻を輸出する契約を結んだとする。C 社は船舶の輸出代金を調達するため、フランス系銀行 G に金融提供を申し込む。銀行 G は海運会社 C に対して輸出契約金額のうち、20%の前受金を除いた 80%の金額を提供し、韓国の輸出信用機関 K（貿易保険公社）に借主 C を対象とした中長期輸出保険を申し込む。

これに対し、輸出信用機関 K は海運会社 C の信用リスクに対し中長期輸出保険を行う。保険加入対象である延べ払い元金は契約金額の 80%であり、K は延べ払い元金に対し 95%の付保率で引き受ける。付保とは損害保険契約を締結することである。保険期間は計 14 年 6 ヶ月であり、償還期間は OECD 協約により最長 12 年である。

【表 39. 貿易保険公社の中長期輸出保険の事例（契約構造)】

区分	内容	備考
輸出者	S社	
輸入者	・SPC A ・SPC B	
実輸入者	C社	
輸出品目	9,580TEU コンテナ船2隻	
契約金額	約2億ドル	1積当たり 1億ドル
代金の 支払い条件	・契約支払：10% ・中途支払：80% ・引導支払：10%	延払い
契約日	2004年4月10日	
引導日	・1号：2007年4月 ・2号：2007年6月	
R/G発給	韓国のECA機関	

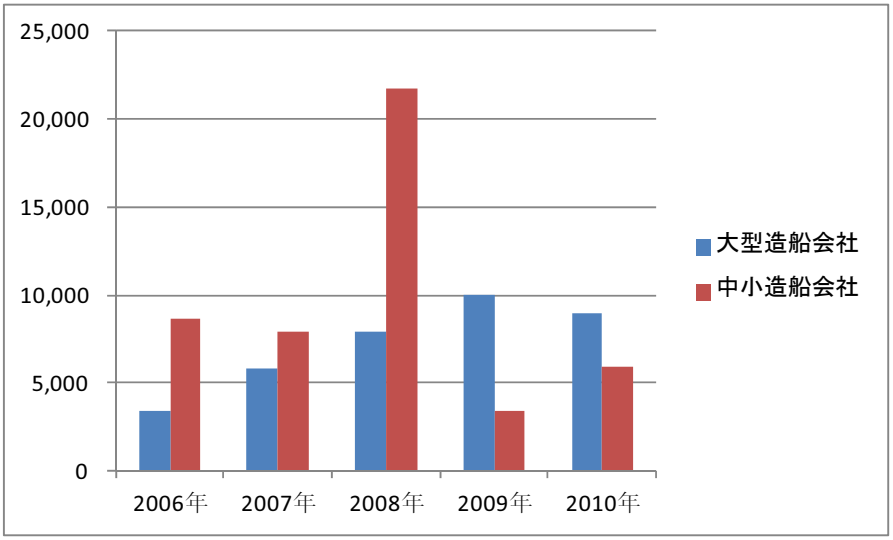
（出所：韓国貿易保険公社）

【表 40. 貿易保険公社の中長期輸出保険の事例（契約内容)】

区分	内容	備考
保険種類	・中長期輸出保険	
保険契約者	・銀行G	海外銀行
輸出品目	9,580TEU コンテナ船2隻	1積当たり 1億ドル
借主 （輸入者）	・SPC AおよびB	
延払い金額	・1.6億ドル	契約金額の 80%
延払い元利金 （保険価額）	・1.8億ドル	
保険金額	・1.71億ドル	
償還期間	・2007年4月～2019年4月	OECD協約の最長償還期間：12年

（出所：韓国貿易保険公社）

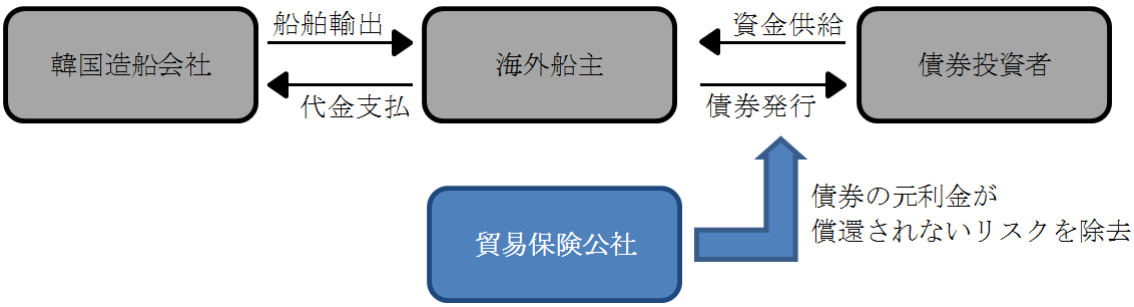
同公社は RG も行っているが、主に中小・中堅造船会社を対象にしている。



【図 21. 貿易保険公社の RG 支援実績推移】

（出所：韓国船主協会）

同公社は船舶の購買資金だけではなく、購買資金を調達するために発行する債券についても保証を行い始めた。船舶金融機関かつ公的輸出信用機関として新たなツールを確保したのである。



（出所：韓国貿易保険公社）

【図 22. 貿易保険公社の船舶債券保険構造】

②最近動向

貿易保険公社は 2013 年 8 月、世界輸出信用機関で初めて「船舶債券保険」を導入した。船舶債券保険は韓国の造船会社が製造する船舶の購買資金を調達するために、海外船主が発行する債券（Bond）元利金の未償還リスクを保証する制度である。これまでは、米国（US Exim）、イギリス（ECGD）、フランス（COFACE）などの ECA 機関が自国の空港機輸出

を支援するために債券構造を利用したことはあるが、船舶輸出支援のための債券保険は同公社が初めてである。輸出入銀行が「船舶債券保証」の形で貿易保険公社と同時に同制度を取り入れた。

【表 41. 船舶債券保険の概要】

区分	内容
対象企業	海外船社またはそのSPC（特主目的会社）
対象船舶	・海外船社が発注し、韓国造船会社が新造する船舶 ・債券発行人が公共機関、公社信用等級C級以上
保険契約者	債券を引き受けた機関（投資家の債権業務を担当）
保険価額	金融機関からの貸出元利金（契約金の80%）
付保率	100%運用

（出所：韓国貿易保険公社）

これまで、船舶金融市場を主導してきたヨーロッパ系銀行が船主会社に対する船舶貸出規模を縮小している中、国際資本市場では流動性の高い良質の投資資金が投資先を見つけられず、大規模資金を長期的に投資できる優良投資先の発掘への願望が強まった。同公社は船舶債券保険を取り入れることで、船舶購買資金を調達するための債券を発行できるようにし、海外船主会社、銀行、債券市場投資家など、様々な供給者の需要を満たし、結果的に韓国造船会社の受注競争力を強化していく。

また、貿易保険会社によると、新興造船強国である中国に対する牽制の意味も含まれている。中国の造船会社の船価が韓国より安い場合、船舶を購入する海外船主に船舶債券保険を提供し、韓国造船会社が建造した船舶の輸出に貢献する。このような意味では、韓国造船会社の営業活動に近い一面も持っている。

例えば、チリの海運会社 C が韓国造船会社 S に大型コンテナ船 7 隻を発注したとする。C はコンテナ船の発注条件として、競争力のある船舶金融の提供を要求し、優秀な技術力を持った韓国造船会社と低価格を武器にした中国造船会社の競争を誘導する。ここで、韓国の輸出信用機関（貿易保険公社）K は、C が船舶購買資金を調達するために発行する債券を買い入れる金融機関 J に船舶債券保険を提供する。C が流動性悪化などから J に債券の元利金を償還できない場合、K がその元利金の償還を保証する。この場合、K は船舶債券保険を提供することで船舶購買資金の 50%に当たる船舶金融の調達に参加し、韓国造船会社 S が受注することに貢献したことになる。

貿易保険公社は、「船舶債券保険」の導入初年度である 2013 年には 10 億ドルの実績を目標としている。今後、船舶金融の新しいツールとして成長させ、韓国造船会社の船舶発注拡大を支援していく。

この他、新しい動きとしては商業銀行との協業を本格化させたことである。2013 年 5 月、韓国政府は一般銀行を通じた 2 兆ウォンの貿易保険支援を公表した。産業通商資源部は企

業銀行・外観銀行・国民銀行など、一般銀行 3 社および貿易保険公社と「貿易保険基金に関する特別出資のための業務協約」を結んだ。

【表 42. 貿易保険公社と一般銀行 3 社の船舶金融追加支援形態】

区分	支援詳細
貿易保険公社＋国民銀行	国民銀行の1,200支店網を利用し、輸出経験がない国内企業をグローバル企業に育成するトータルサポートプログラム
貿易保険公社＋企業銀行	内需の割合が大きい企業の輸出を拡大させるための輸出準備資金等とともに、特別出資を持続的に行う
貿易保険公社＋外観銀行	信用保証、中長期輸出保険などを含んだ中小型プラント、造船資機材メーカー支援などを特化

（出所：産業通商資源部、2013 年 5 月 20 日、「一般銀行の特別出資で貿易保険追加供給」）

これにより、一般銀行 3 社が 1,000 億ウォンずつ、計 3,000 億ウォンを貿易保険基金に出資し、造船資機材の建造資金などを特別支援する。一般銀行による「造船会社建造金融プログラム」が活性化しない中、一般銀行を通じたもう一つの船舶金融支援であるため、意味が大きい。さらに、最近の円安や輸出不振から経営難に陥った中小・中堅企業に資金難を緩和できるモデルを提示したことにも意味があると言える。さらに、貿易保険公社という ECA 機関が一般銀行の基金の健全性を高めたことも、同金融のメリットとして挙げられる。

この他にも同公社と一般銀行 3 社は特別出資で集めた財源を利用し、成長への可能性は高いが、支援の死角にある分野への支援を強化していく。その方法は、①輸出段階別貿易金融、②中小型プラントの受注、③造船資機材の建造資金などの船舶金融などである。

【表 43. 貿易保険公社と一般銀行 3 社の船舶金融追加支援内容】

区分	支援内容	支援金額
①中小・中堅企業の育成	・輸出経験のない企業：輸出創業保証や輸出準備資金の支援	50
	・輸出有望企業：団体保険等輸出安全網ビジネスの推進	1,600
	・グローバル専門企業：輸出専用商品・輸出育成プログラムの導入	350
	小計	2,000
②中小型プラント	・審査および評価体系の改編、「先金融－後受注」支援を通じた中小型プラントメーカーの受注拡大支援	1,000
③資機材等	・制度改善等を通じた購買・建造金融の支援拡大	2,000
合計		5,000

（出所：産業通商資源部、2013 年 5 月 20 日、「一般銀行の特別出資で貿易保険追加供給」）

このうち、③は計 2 兆ウォンの特別出資を造船・海洋資機材メーカーに行うものである。資機材メーカーのような中小・中堅会社が同プログラムを利用する場合、貿易保険を通じて輸出保証・保険の支援限度を通常の 2 倍に増額でき、保証料は最大 20%値下げできるという。

一般銀行からは資機材メーカー1 社当たり年間 2,000 万ウォンの範囲で保険料を支援できる。同プログラムを通じて造船・海洋関連企業 3,700 社の保険料を支援し、資金難を解消すると共に韓国造船会社の造船・プラントの受注拡大に貢献していく。

また、船舶債券保険などで海外船主会社の船舶購買資金を支援すると、造船会社の船舶受注の増加に繋がり、結果的に造船会社と資機材メーカーへの支援効果が発生する。

(4) 韓国政策金融公社（KoFc）

①韓国政策金融公社の役割

政策金融公社は産業銀行の民営化に向けた体制改編により、産業銀行が行ってきた政策金融業務を受け継ぎ、中小企業を支援するために 2009 年 10 月に設立された。また、産業銀行の民営化の過程から発生し得る政策金融の空白を埋め、国際的適合性を保有した支援体系を構築することで政策金融の先進化を図っている。

【表 44. 政策金融行公社の概要】

区分	内容
設立目的	産業銀行が行ってきた政策金融役割を継承
主要業務	金融機関の資金仲介、中小企業の育成、地域　開発、金融市場の安定化、海外事業支援等
設立時期	2009年10月28日
企業形態	公企業（企画財政部傘下）
所在地	ソウル市永登浦区銀行路22

（出所：各種資料に基づいて矢野経済研究所作成）

同公社のコア事業は大きく六つで、①中小企業支援、②新成長動力産業の育成、③海外事業支援、④社会基盤施設の拡充、⑤地域開発金融、⑥金融市場の安全化に分かれる。この中で、主に②と③にて船舶金融を行っている。

【表 45. 政策金融公社が選定した重点支援産業】

2012年重点支援産業		2013年重点支援産業
1. 二次電池	6. 都市鉱山	10. 先端半導体
2. 次世代ディスプレイ	7. 水処理設備	11. 次世代自動車
3. スマート機器の部品	8. 製薬・バイオ	12. 次世代電力設備
4. LED照明	9. 造船・海洋プラント	13. エンプラ
5. 半導体の製造設備	―	14. 炭素繊維
支援方法	貸出（施設資金または運転資金）	
敷居用途	設備投資資金、研究開発資金、原材料の購買資金など	

（出所：政策金融公社　HP　http://www.kofc.or.kr/kofc/business/grow_01.jsp）

同公社は、②新成長動力産業の育成を通じて、新成長動力産業の中から造船・海洋産業を含む重点支援分野を選定し、施設資金と運転資金などの貸出を行っている。

支援内容は企業規模によって以下の通りとなっている。中小海運会社・造船会社には政策金融公社が仲介金融機関（銀行）を通じて政策資金を支援する間接貸出が行われる。この金融方法を On-lending と呼ぶ。資金の用途は施設・運転資金である。大手造船会社や海運会社には共同貸出で行われるケースが多い。金額規模が大きいため、政策金融公社は他の金融機関と共に資金を集め、当該会社に提供する。同公社が単独で金融を行うケースもあるが、長期施設資金や研究開発資金、その他の政策目的で支援を必要とする企業を対象に限定的に行っている。

【表 46. 政策金融公社の重点支援産業貸出概要】

企業規模	資金	支援分野	支援方式
中小企業	施設	一般施設資金	間接貸出（On-lending）貸出
	運転	運転資金	
中堅・大手企業	施設	長期施設資金	共同貸出/単独貸出
		研究開発資金	
	運転	一般運転資金	共同貸出/単独貸出
	投資	施設・運転資金	間接投資/直接投資
貸出期間	貸出期間	据置期間	償還方式
施設資金	1~10年	5年以内	分割払いまたは一括返済
運転資金	1~3年	1年以内	

注 1）On-lending とは、政策金融公社が仲介金融機関（銀行）を通じて中小・中堅企業に政策資金を支援する制度

（出所：政策金融公社　HP　http://www.kofc.or.kr/kofc/business/grow_02.jsp）

【表 47. 政策金融公社の重点支援産業貸出原則】

貸出原則	・中小企業は間接貸出（On-lending）を原則とする ・中堅/大手企業は共同貸出、共同投資を原則とする ・単独貸出は、長期施設資金、研究開発資金、その他政策目的で支援を必要とする企業に限定貸出

（出所：政策金融公社　HP　http://www.kofc.or.kr/kofc/business/grow_02.jsp）

③海外事業支援では、「船舶導入事業」を通じて船舶を導入する韓国海運会社や、韓国造船会社に船舶を発注する海外船主に金融を支援する。新成長動力産業の重点支援は韓国の造船会社や海運会社に対する貸出であるが、海外事業支援の船舶導入事業は海外の海運会社などに対する支援である。しかし、両支援とも韓国造船業界の発展に繋がるという点で一致している。

船舶導入事業は韓国造船会社に発注する海外船社を対象に船舶導入金額の 100%以内の金額を 10 年前後で貸し出す。金利は変動または固定金利に加算金利が適用される。加算金利には信用リスクのプレミアムなどが含まれる。この場合、債権者は債券を履行しない債務者に対し、船舶を始め、キャッシュなどの資産凍結でリスクを保証される。

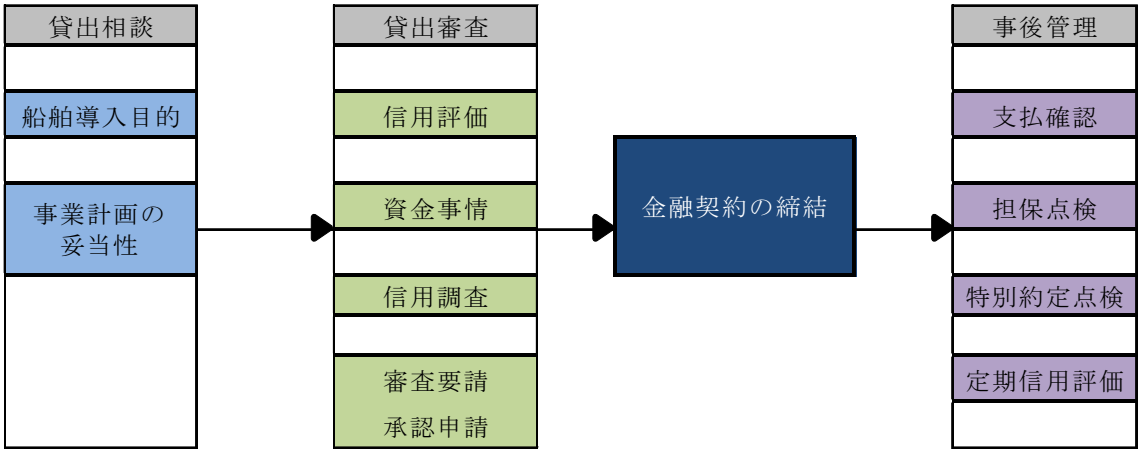
【表 48. 政策金融公社の船舶導入事業の支援条件】

区分	内容
企業	船舶を導入する国内海運会社、国内造船会社に発注する海外企業
産業	海運産業、造船産業
金額	船舶導入金額または船舶受注金額の100%以内
期間	10年前後
通貨	米ドル（USD）、ユーロ（EUR）、日本円（JPY）、カナダドル（CAD）
金利	変動または固定金純金利＋加算金利（業務原価、信用リスクプレミアム等）
債券保全	船舶担保、キャッシュフロー担保外借主信用、プロジェクトのリスク、金融の種類（リス金融、プロジェクト金融など）によって相違

注 1）同事業の正式名称は「船舶・航空機導入事業」で、支援対象及び産業には国内外の航空会社と航空産業も含まれる

（出所：政策金融公社　HP　http://www.kofc.or.kr/kofc/business/foreign03.jsp）

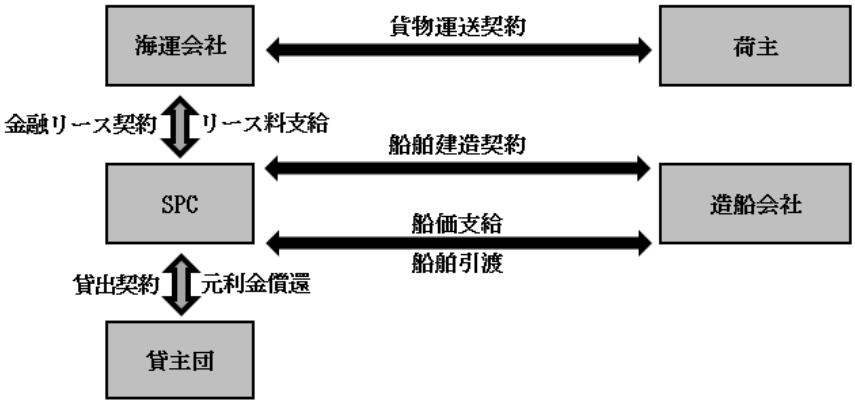
借主が貸出相談を申し込むと、事業計画の妥当性を信用評価や資金状況と共に審査し、貸出承認が出る。同公社は貸出を行った後、貸出金額の支払確認を始め、担保の点検、定期的な信用評価などの事後管理も行っている。



（出所：政策金融公社　HP　http://www.kofc.or.kr/kofc/business/foreign03.jsp）

【図 23.　政策金融公社の船舶導入事業の支援手順】

例えば、韓国の海運会社 M が荷主と LNG ガス運送契約を結び、LNG 運搬船を韓国の造船会社 S に発注する。海運会社 M は船舶を引き渡すため、SPC を通じて船舶購買資金を ECA 機関（政策金融公社）K に申し込む。これにより K は船舶導入事業を通じて、船舶の建造段階および引渡時点により、引渡後の当該事業のキャッシュフローに基づき元利金が償還される長期貸し出しを提供することになる。



【図 24.　政策金融公社の船舶導入事業の流れ】

（出所：政策金融公社　HP　http://www.kofc.or.kr/kofc/business/foreign03.jsp）

②最近動向

政策金融公社は新成長動力産業の育成（重点支援産業：造船・海洋プラント）、海外事業支援（船舶導入事業）を通じ、船舶建造、購買に必要な運営資金を支援してきたが、2012 年からは「造船会社建造金融プログラム」の金融機関に指定され、船舶建造金融を支援し始めた。

2008 年、世界金融危機及びヨーロッパ系金融機関の貸出縮小、海洋プラントの受注拡大による前受金減少などから韓国造船会社の建造金融需要が増える中、建造金融を専門的に行っている輸出入銀行だけでは対応しきれないという企画財政部の判断から、政策金融公社も造船会社建造金融プログラムに参加することになった。

同公社は2009年の設立当時から造船会社に対して施設資金の名目で貸出を行ってきたが、建造金融という名目で支援するのは初めてである。ただ、造船会社の製造商品が大型船舶や海洋プラントなどであり、建造金融は施設資金の性質を帯びるため、同公社の支援名目にも当てはまるという。

造船会社建造金融プログラムを本格的に稼動した 2012 年 9 月から 2013 年 3 月までの半年間で同公社は計 3,500 億ウォンを支援した。その内訳は STX 造船海洋に 1,500 億ウォン、現代重工業に 2,000 億ウォンであり、支援条件は表 50 の通りである。

【表 49. 政策金融公社の造船会社建造金融内訳（2012～2013 年)】

区分	金額
STX造船海洋	1,500億ウォン
現代重工業	2,000億ウォン
合計	3,500億ウォン

（出所：矢野経済研究所作成）

【表 50. 政策金融公社の船舶建造金融】

区分	内容	
導入目的	船舶の建造に必要な資金を供給し、造船業の不況で苦しむ韓国造船会社の円滑な受注活動を支援	
支援対象	造船会社が受注し、建造する船舶など	
資金用度	受注した船舶などの建造に必要な資金	
資金限度	会社限度	借主の信用度、年間所要資金などを基準に承認
	1件当たり限度	建造資金－受領前受金以内 （契約金額－受領前受金)の90%は超過できない
金利条件	通貨	ウォン貨または外貨
	金利	基準金利（変動または固定）＋スプレッド
貸出期間	船舶の引渡完了日（または、船舶代金の最終決済日）＋30日以内	
償還方法	分割払いまたは一時償還	

（出所：政策金融公社　HP　http://www.kofc.or.kr/kofc/business/grow_04.jsp）

その他、政策金融公社の新しい動きとしては、①政策金融機関との協業による共同金融、②中小・中堅海運会社のための船舶金融間接貸出などである。

政策金融機関同士の共同金融は船舶金融環境の変化による政策金融機関の新しい動きで

ある。政策金融公社は韓国造船会社の受注を支援すると同時に、高付加価値船舶や海洋プラントの受注を拡大するために貿易保険公社と輸出入銀行が協力し、2013 年から共同金融を行っている。

政策金融公社は、ナイジェリアの海運会社 NLNG 社がサムスン重工業と現代重工業に発注した LNG 運搬船 6 隻の建造を支援するため、2013 年 3 月に NLNG 社と金融契約を結んだ。6 積の発注総額 13 億ドルの 20%にあたる 2.6 億ドルが共同金融となる。

【表 51. 政策金融公社の共同金融事例 - その 1 - (2013 年 3 月)】

区分		内容
貸出対象		NLNG（海運会社）
発注先		サムスン重工業、現代重工業
発注内容		LNG運搬船6隻
発注金額		13億ドル
共同金融金額		2.6億ドル
共同金融 参加機関	政策金融公社	貸出1
	輸出入銀行	貸出2
	貿易保険公社	貸出1に対する保証

（出所：各種資料に基づいて矢野経済研究所作成）

政策金融公社と輸出入銀行が資金を出し、貿易保険公社は保証を行った。このように、政策金融機関が協業し海運会社に金融を行ったのは初めてだが、公的機関の高い信用度を武器に借主からも好評を得た。政策金融公社はこの金融契約を成功させるために、2012 年 10 月から NLNG に対して韓国造船会社の受注支援意思を強く表明するなど営業を行った結果、受注が最終的に確定した。

【表 52. 政策金融公社の共同金融事例 - その 2 - (2013 年 7 月)】

区分		内容
貸出対象		GLNG（海運会社）
発注先		サムスン重工業
発注内容		FSRU2隻、LNG運搬船6隻
発注金額		17億ドル
共同金融金額		3億ドル
共同金融 参加機関	政策金融公社	貸出1
	輸出入銀行	貸出2
	貿易保険公社	貸出1に対する保証

（出所：各種資料に基づいて矢野経済研究所作成）

NLNG 社に対する共同金融に次ぎ、7 月にはサムスン重工業に FSRU2 隻と LNG 運搬船

6積を発注したGNLG社に対する共同金融が行われた。発注金額は計17億ドルで、約17.8%にあたる 3 億ドルを支援した。前回と同様、政策金融公社と輸出入銀行が資金を出し、貿易保険公社は保証を行った。

政策金融機関は一般銀行と異なり流動性がよく、信用度が高いため、世界の主要船主などから政策金融機関を通じて、韓国造船会社に発注する可能性が高くなると期待している。政策金融公社は共同金融が今後、海外受注に繋がると見て、2015 年まで 100 億ドルの海外プロジェクト金融を供給する計画。

中小・中堅海運会社のための船舶金融間接貸出も新しい動きである。2012 年 1 月、同公社は中小・中堅海運会社の資金不足を解消するため、船舶金融間貸出制度を取り入れた。このため、民間金融機関 3 社（外換銀行、釜山銀行、KDB キャピタル）と業務協約を締結した。

船舶金融を間接的に貸し出すことで、海運景気の低迷で経営悪化に陥った中小･中堅海運会社の資金難を解消し、民間金融機関の船舶金融を活性化させ、良質の外貨資金を供給することを目的としている。このように中小・中堅海運会社に対して間接的に貸し出される船舶購入資金を On-lending ともいう。On-lending は上記でも説明したように、政策金融公社が仲介金融機関（銀行）を通じて中小・中堅企業に政策資金を支援する制度である。支援対象は中小・中堅海運会社が韓国で建造した新造船及び中古船であり、支援方式は公社が資金仲介機関である民間金融機関から長期低利の外貨資金を供給し、また、民間金融機関は船舶金融の需要発掘や与信審査なども担当する。

【表 53. 政策金融公社の中小・中堅海運会社向けの間接貸出】

区分	内容
導入時期	2012年1月
目的	・中小･中堅海運会社の資金難を解消 ・船舶金融の活性化 ・良質の外貨資金の供給を通じて公社の役割を拡大
支援対象	韓国で建造した新造船・中古船の導入時
支援機関	政策金融公社＋民間金融機関(外換銀行・釜山銀行・KDBキャピタル)
支援方法	・船舶購入資金を間接貸出(On-lending)で支援 ・民間金融機関の長期低利の外貨資金を供給
貸出限度	計3億ドル

（出所：矢野経済研究所作成）

間接貸出は政策金融公社の高い国際信用等級を利用した支援構造を持っている。同公社は 2009 年の設立以来、日本の信用評価機関 R&I（Ratings and Investment Information）から得た国際信用等級 A＋を維持している。従って、民間金融機関が直接外貨を調達するよ

り、公社を通じて外貨を調達・支援することで中小海運会社の金利負担を軽減させている。さらに、この韓国海運会社に対する船舶金融支援は船舶建造代金の最終受領先である韓国造船会社への支援効果も持っている。同公社は今後、船舶金融間接貸出の需要が増加する場合、仲介金融機関の数と支援規模を拡大させる予定である。

2-2-2. 民間金融機関

(1) 一般銀行

①一般銀行の役割

韓国の一般銀行は、KB 国民銀行、ウリ銀行、新韓銀行、ハナ銀行、外換銀行と韓国シティー銀行、韓国スタンダードチャタードなどがあり、船舶金融として直接貸出と間接貸出を行う。

※2-1. 韓国の船舶金融制度で説明した「造船会社建造金融」の実績と、造船会社に対する一般貸出（運転資金など）実績は「3-2-2. 造船 4 社の資金調達と最近の動向」にて各社の資金調達表をまとめた。

直接貸出は海運会社など、船舶を購買する側に融資することで、一般的に SPC を通じて行われる。直接貸出はシンジケートローン方式で国内外銀行が共同で参加する。BBC-HP 傭船契約を通じて船舶を便宜置籍国に登録し、法律上の所有権はリース会社や海外の総合商社など金融提供者が持ち、船舶の運用とその収益は船舶をレンタルした海運会社が持つ賃貸借契約の一つである。

この場合、船舶代金は分割払い式（Hire Purchase）で担保を確保するため、所有権を取得者に一回で渡さず、完納時に取得者に譲渡する。この際、多くのケースにおいて一般銀行は優先債を発行する。優先債は他の債権より優先的に返済される融資で、リスクが比較的低い（このため、劣後債は ECA 機関に集中する傾向が強い）。

一般銀行の直接貸出の流れを事例で説明すると、次の通りである。

①海運会社Sは造船会社Hに大型コンテナ船を発注し、両社は船舶建造契約を締結した。

②海運会社 S は建造資金を調達するために金融機関を検討した結果、一般銀行 A の金融条件に満足し、A に建造資金の直接貸出を申し込む。

③海運会社 S と一般銀行 A は金融条件を確定するなど約定を交換し、金融契約を締結する。

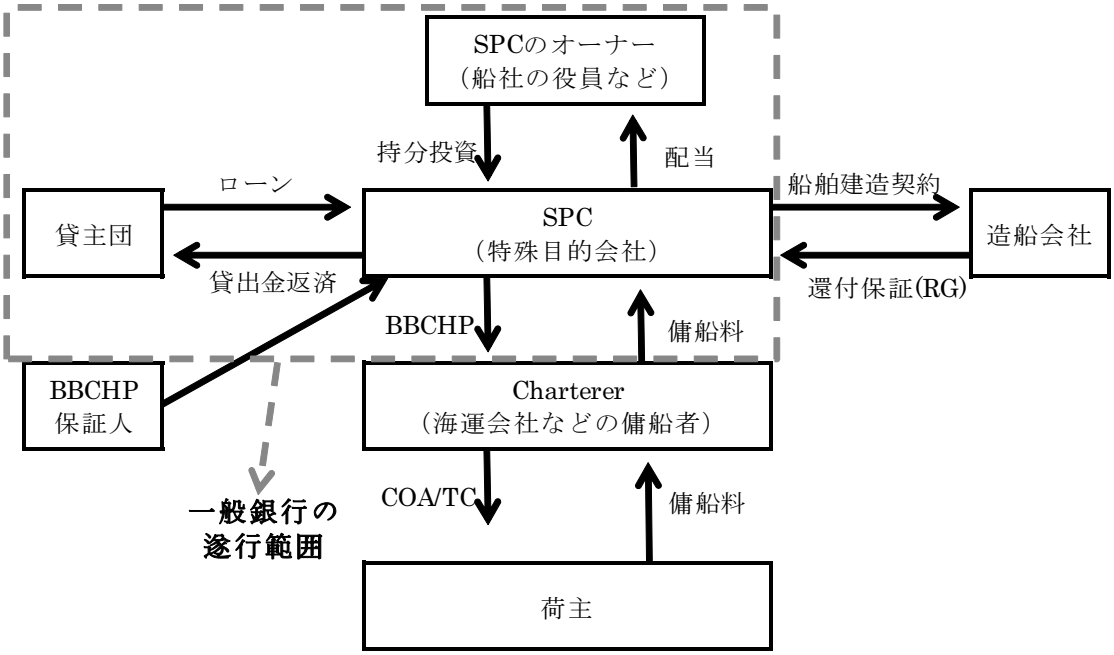
④一般銀行 A は海運会社 S に船舶金融を行うため、その機能を代行する特殊目的会社（SPC）X を設立する。

⑤特殊目的会社 X は貸出契約および国籍取得付裸傭船契約など関連契約を締結し、外国為替管理法などによる各種の認可を取得する。

⑥特殊目的会社 X は分割貸出を行い、造船会社 H はその資金を利用して船舶建造に着手する。

⑦造船会社 H は建造した船舶を海運会社 S に引き渡し、船舶所有権を特殊目的会社 X に譲渡する。

⑧海運会社 S の分割払いが終わった時点で特殊目的会社 X は船舶の所有権を S に譲渡すする。



（出所：産業銀行）

【図 25. 一般銀行の直接貸出構造図】

保証は造船会社が船舶発注会社から前受金を受け取るために提供する RG（前受金還付保証）のことである。RG は造船会社の申し込みを通じて金融機関が発注会社に提供する間接金融である。造船会社の倒産などにより船主に船舶を引渡すことが不可能になった場合、RG を発給した銀行が前受金を海運会社に返済する保証である。

RG は船舶建造において決して欠かせない金融手段であるが、金融機関にとっては経営を危機にさらす危険資産になる。

②一般銀行の現況

一般銀行の船舶金融は 2006 年から本格化した。特にこの時期には新造船を建造するための RG が一般銀行の新しい「収益事業」として浮上した。2000 年代の半ばまでは船舶を発注する国内外の船主会社が ECA 機関など国レベルでの保証を要求した。ECA 機関に比べて信用等級が低い一般銀行は RG を発給する機会がほとんどなかった。しかし、一般銀行

の信用等級が国家信用等級レベルに向上（韓国の国家信用等級：信用評価会社 Moody's 基準で 2002 年以降、A を維持）し、造船景気の好況が続いた影響を受け、一般銀行の RG 発給が急増した。特に、一般銀行の BIG3 である国民銀行、新韓銀行、ウリ銀行を中心に RG が活発に行われた。

【表 54. 一般銀行の RG 推移（2005～2006 年）】

（単位：億ドル、%）

区分	2005年	2006年	伸び率
輸出入銀行	134.9	105.4	-21.9
国民銀行	14.0	17.0	21.4
新韓銀行	0.0	5.3	–
ウリ銀行	10.0	20.0	100.0

（出所：各銀行の資料に基づいて矢野済研究所作成）

国民銀行の RG 発給規模は 2006 年に 134 億 9,000 億ドル（前年比 21.4%増）、新韓銀行は 5 億 3,000 ドル（2005 年まで実績無し）、ウリ銀行は 20 億ドル（前年比 100%増）を記録した。2005 年以前はほとんどの RG を輸出入銀行が発給したが、2005 年から一般銀行が参加し始め、輸出入銀行の RG 規模は 20%以上減少した。

しかし、一般銀行の RG 発給は 2007 年まで増加傾向が続いた後、急減した。2008 年の世界金融危機による金融逼迫から、一般銀行の US ドル調達が難しくなったためである。その上、海運景気の不況が重なり、船舶金融による金融機関の損失が拡大した。その結果、この時期に一般銀行は造船業への船舶金融を抑制し始めた。

その後、一般銀行は造船業を「危険業種」と分類し、RG を含めた船舶金融を厳しく抑制した。一部の会社に対して例外的に貸出を行うなど、全面中止ではなかったが、大部分の造船会社・海運会社は一般銀行からの貸出が難しくなった。さらに、一般銀行は 2000 年代初頭から 2007 年頃まで造船業に巨額の与信を抱えていたため、追加的な貸出が難しい状況であった。

特に、この時期は国民銀行、新韓銀行、ウリ銀行など一般銀行 BIG3 を中心に建設業と造船業に貸出が集中していたため、2008 年時点では各銀行の貸出規模は急増していた。

ウリ銀行の造船業貸出規模は 2007 年の 3 兆 810 億ウォンから 2008 年には 8 兆 7,880 億ウォン（185%増）に急増し、一般銀行で最も高い増加率を記録した。その他、国民銀行は 2007 年の 2 兆 5080 億ウォンから 2008 年には 5 兆 30 億ウォンと倍増し、新韓銀行も 2007 年の 2 兆 7,700 億ウォンから 2008 年には 5 兆 4,6000 億ウォンと 97%増加した。外換銀行も同時期、1 兆 4,060 億ウォンから 2 兆 7,620 億ウォン（96%増）に増加し、外資系銀行である韓国シティー銀行と韓国スタンダードチャタード（当時、SC 第一銀行）もそれぞれ 72%、61%増加した。

このような状況から、一般銀行は2008年以降、造船業に対する貸出を抑制し始め、その基調が現在まで続いている。特に、2011年頃からは財務状況が悪化していたSTX造船海洋は当然のこと、現代重工業・サムスン重工業・大宇造船海洋の造船大手 3 社に対する新規貸出も一層厳しくなった。造船業貸出を全面的に中止した訳ではないが、極めて保守的な立場を持ち続けている。

国民銀行とウリ銀行は造船業全体を「貸出抑制」業種として分類し、新韓銀行はSTX造船海洋を含む造船 4 社以外には造船業貸出を全面中止した。最近でも造船 4 社に対する新規貸出の承認は難しい状況が続いており、ハナ銀行は造船業与信において保守的な立場であり、ここ数年間、貸出を抑制している。

国民銀行によると「造船・海運産業は国家の基幹産業であるため、新規貸出を完全に中止することはしないが、慎重に行い、かつ、既存与信に対するリスク管理に万全を期する方針を持っている」としている。

③一般銀行の造船会社建造金融プログラムの失敗要因

政府は輸出入銀行に集中している造船会社建造金融プログラムの担当金融機関として一般銀行を追加した。造船会社建造金融プログラムは、「2-1. 韓国の船舶金融制度 (3) 造船会社建造金融プログラム」にて詳細に説明しているが、船舶や海洋プラントなどを受注した造船会社が代金を受領するまで、建造に必要な資金を貸し出す制度である。

2011 年までは ECA 機関である輸出入銀行にほとんどの建造資金を支援していた。しかし、海洋プラントの受注拡大により、造船業界の建造資金が増加するにつれ、輸出入銀行だけでは対応し切れなくなり、2012年から一般銀行 5 社（国民銀行・ウリ銀行・ハナ銀行・新韓銀行・外換銀行）と政策金融公社・産業銀行を含めた 7 つの金融機関が同プログラムに参加することとなった。

造船会社建造金融の貸出金額は前受金を差し引いた範囲で、貸出期間は通常 1 年から 1 年 6 ヶ月、貸出金利は5%の条件である。同プログラムを用いると建造の途中で満期延長審査や償還要求が発生しない。また、分割引出が可能であり、資金需要によって流動的な貸出が可能であるため、政府は造船会社がより安定的に資金を調達できると期待した（2章の（3）造船会社建造金融プログラム参照）。

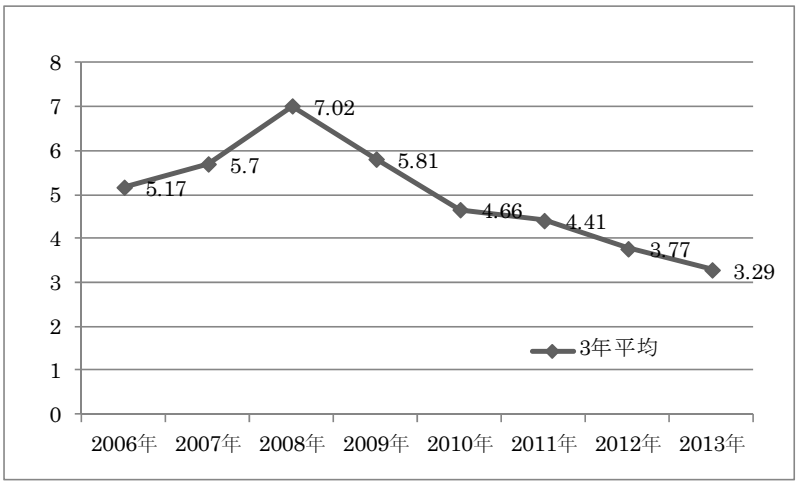
しかし、同プログラムがスタートした2012年9月から2013年3月まで一般銀行の貸出実績はゼロ（図 15. 造船会社建造金融の支援実績参照）であった。輸出入銀行が83.6%の建造金融を執行し、政策金融公社と産業銀行がそれぞれ10.5%、5.9%であった。

一般銀行が造船会社建造金融プログラムで実績がなかった原因は以下の通りである。

まず、造船業の景気が依然として不透明であり、一般銀行の造船会社に対する貸出が難しかった。造船・海運景気と連動するBDI指数は同景気が最高潮であった2007年に185を記録した後、下落が続き、2012年には126まで落ち込んだ。

また、社債の金利（市場金利）が下がり、大型造船会社が社債発行を拡大したことも原

因の一つである。特に、造船 4 社は社債を積極的に発行し、自ら資金確保に取り組んだため、銀行貸出への依存度がそれほど高くなかった。



（出所：韓国銀行、経済統計システム）

【図 26. 韓国の社債金利推移（2006～2013 年)】

韓国の社債金利は 2008 年に 7.02%とピークに達した後、下落傾向が続いた。2010 年には 4%台、2012 年には 3%台まで下がった。

銀行関係者によると「造船会社建造金融プログラムは当初から現実性が欠けている。金融委員会など政府側は、一般銀行が造船会社に建造資金を支援すると国内造船業界の競争力が高まると期待したようだが、造船景気が不透明な状況で積極的に建造資金を支援する銀行はない。今後も一般銀行からの支援は考え難い」と指摘した。

一方、一般銀行が造船会社建造金融を支援しなかった影響で、輸出入銀行の支援規模は急増した。輸出入銀行は 2012 年に 1 兆 9,000 億ウォンの造船会社建造金融を計画したが、目標金額を 3 兆 5,000 億ウォンに上方修正し、実際には 3 兆 8,213 億ウォンを実行した。

(2)　地域銀行

地域銀行の中で船舶金融機能が最も大きいのは釜山銀行である。

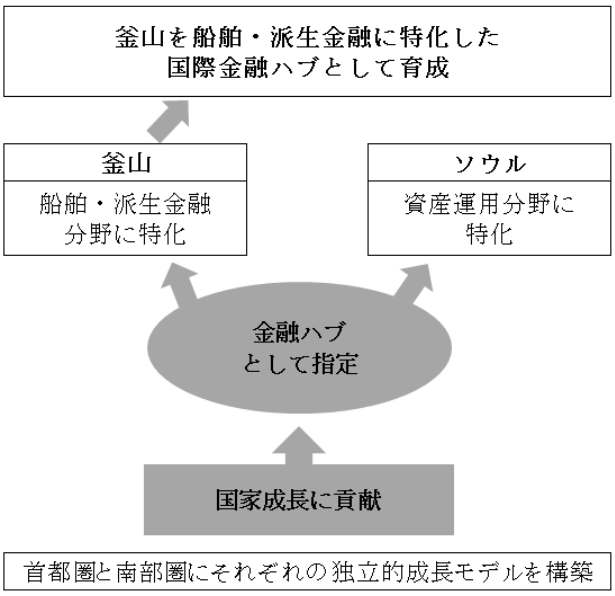
釜山銀行は韓国最大の地銀で、1967 年に設立されて以来、東北アジア最大の港が位置している釜山において中小の造船・海運会社に対する企業貸出を中心に船舶金融を行ってきた。とりわけ、世界金融危機の直後である 2009 年には造船・海運会社のために「分割償還金猶予制度」を取り入れた。分割償還金猶予制度は取引会社の満期与信の分割償還金について、貸出金の一部を償還するなどの条件を付けず、満期を延長する制度である。

【表 55. 釜山銀行の概要】

区分	内容
業種	国内銀行
取扱品目	預金、信託、貸出、クレジットカード
代表取締役	ソン・セファン
設立日	1967年10月10日
企業形態	外部監査法人
本社所在地	釜山広域市東区凡一洞830-38
HP	www.busanbank.co.kr

（出所：釜山銀行）

最近は船舶金融の専門チームや専門支店を設けて船舶金融機能を強化しており、2010 年 7 月に船舶金融専門チームを発足した。2009 年、ソウル市の汝矣島地域と共に韓国初の金融ハブとして釜山市が選ばれ、船舶分野に特化されたグローバル金融ハブとしての成長戦略を進めたのがきっかけになった。



（出所：釜山国際金融都市推進センターHP
http://www.bifc.kr/sub.asp?maincode=466&sub_sequence=477&sub_sub_sequence=）
【図 27. 釜山の国際金融都市推進センターの目標課題】

ソウルが資産運用機能を育成することに対して、釜山は船舶金融と派生金融機能に特化していく。このため、同銀行は釜山の金融ハブとしての成長戦略に貢献するために、船舶金融機能を強化し始めた。 派生金融とは、株式や為替などの取引で生じる損失を回避する

ために開発された高度な金融技術を使った金融派生商品で、デリバティブとも称する。将来の相場変動を予測して行う先物取引や変動金利と固定金利を交換する金利スワップ取引、オプション取引などを指す。

同銀行は、船舶金融に特化するための専門チームを構成した。人員はチーム長、副チーム長、チーム員（計 5 名）である。メイン業務は造船・海運会社に対する船舶担保貸出（国籍取得条件付裸傭船のみ）で、融資規模は 2012 年時点で 1,200 万ドルである。船舶投資会社（(株）韓国船舶運用など）が運用する船舶ファンドにも投資している。この他、2011 年には韓国海洋大学校（釜山所在）に開設された海事産業大学院の船舶金融学科の教育課程を職員に受講させるなど、船舶金融の専門家育成にも注力している。

【表 56. 釜山銀行の船舶金融特化施策】

区分	船舶金融専門チーム	船舶金融特化支店
設立時期	2010年7月	2013年5月
設立目的	釜山市の金融中心地戦略に貢献するため、船舶金融を特化する	船舶金融の専門化とともに、貸出審査を体系化する
金融対象	造船・海運会社全体（国籍取得条件付裸傭船のみ）	中小船社及び資機材メーカー等（韓国国籍船のみ）
提供金融	船舶担保貸出	船舶担保貸出

（出所：各種資料・取材を基に矢野経済研究所作成）

2013 年 5 月には、同銀行の中央洞支店を船舶金融の特化支店に指定した。中央洞支店の特化も釜山市の金融ハブ戦略の一環である。設立目的は船舶金融の専門化と共に貸出審査を体系化することにある。

造船・海運会社が密集した釜山の中区に位置した中央洞支店は、新規与信 100 億ウォン以上の韓国籍船舶を対象に船舶担保貸出を行う予定である。船舶金融専門チームとは違って、国籍取得条件付裸傭船ではなく、韓国籍船のみを支援するため、中小船社や資機材メーカーなどが対象になる。同銀行は元々、韓国籍船に対する船舶金融を行ってきたが、中央洞支店を特化することでその機能をさらに専門化・強化した。特に、専門知識を持った専門審査員を本店から派遣し、船舶金融関連与信を迅速に行っていく。この他、需要に比べて特化された船舶金融サービスがなかったため、同地域の中小船社に対してはニーズに合わせたサービスを提供していく。

この他にも同銀行は造船海洋関連企業の流動性を向上させるため、同年 2 月から新しい金融商品である「中小企業共同成長貸出」を通じて中小資機材メーカーを支援している。支援規模は計 2,000 億ウォンで、差別化されたアイデアと新技術を持った会社がその対象になる。事業内容によって、「知的財産権を持った技術革新型企業」、「優秀な技術力を持った High-Tech 企業」、「創造型サービスを提供する企業」、「優秀ベンチャー企業」などを支

援し、優秀な中小企業を発掘していく方針。

(3)　リース会社

韓国船舶金融市場でリース会社が占める割合は 4～5%（2 兆ウォン程度）と推計される。2 兆ウォン程度のリース金融には、海運・船舶景気の低迷による新規貸出承認の激減による既存船舶の管理資金等も含まれており、事実上、リース会社が船舶金融市場で占める割合は更に小さいと見られる。

韓国のリース会社の中で船舶金融を取り扱っているのは、新韓キャピタル（新韓金融グループ）、KDB キャピタル（産業銀行金融グループ）、斗山キャピタル（斗山グループ）、外換キャピタル（韓國外換銀行グループ）の 4 社である。しかし、斗山キャピタルと外換キャピタルはリスクの高い船舶金融市場から撤退した。さらに、外換キャピタルは 2013 年 10 月 17 日をもって与信を専門とする金融業の登録を抹消し、2014 年にハナ金融の傘下にあるハナキャピタルと合併する予定である。このため、実際に船舶金融を行っているのは新韓キャピタル、KDB キャピタルの 2 社である。

2 社のうち、船舶金融を専門とするリース会社は新韓キャピタルである。同社は海運産業に対する専門知識に基づいて韓国船舶金融市場で活動してきた。

【表 57. 新韓キャピタルの概要】

区分	内容
業種	金融リース業
取扱品目	自動車ローン、住宅金融、船舶金融
代表取締役	ファン・ヨンソプ
設立日	1991年4月19日
企業形態	外部監査法人
本社所在地	ソウル特別市中区南大門路1街14
HP	www.shcap.co.kr

（出所：各種資料に基づいて矢野経済研究所作成）

新韓キャピタルの前身は 1991 年に設立された新韓リースである。同社は 1993 年、資本金 100 億ウォンを追加し、自動車リース（自動車を一定期間レンタルし、レンタル料を取る金融形態）から事業を開始した。1994 年にはコスダック市場に上場し、1999 年に会社名を新韓キャピタルに変更した。2001 年、新韓金融グループの傘下に入り、上場廃止となった。コア事業は一般リースを始め、貸出、小口金融などである。

この中で、貸出部門では会社の信用を担保にする一般貸出の他にも、船舶を担保にする船舶担保貸出がある。2000 年からは「担保=不動産」というリース業界の慣行から脱し、船舶の担保としての価値を認め、船舶金融サービスを行い始めた。韓国海運会社の信用向

上に貢献した業績を評価され、2004 年と 2008 年の「海の日」には大統領表彰を受賞し、同社の船舶金融の優秀性が認められている。

メイン商品は船舶リースと船舶貸出である。最近は船舶を同社（リース会社）の名義で購入し、海運会社等にレンタルする船舶金融である船舶リースと、船舶購入・建造資金を提供する船舶貸出が同社の船舶金融の 50%を占めている。船舶リースは同社が単独で資金を拠出する反面、船舶貸出はプロジェクト金融に参加し、SPC（特殊目的会社）などに資金の一部を出している。

同社の船舶金融規模は新造船と既存船舶の管理資金貸出などを含め、2010 年には約 1 兆ウォンであったが、2012 年には約 5,000 億ウォンに落ち込んだ。同社を含めたリース会社 4 社の船舶金融規模も減少した。2012 年、リース会社 4 社の保有船台は 192 万 GT で 200 万 GT 以下に落ち、2010 年（226 万 GT）に比べ 15%減少した。

【表 58. リース会社 4 社の保有船台推移】

（単位：万GT）

区分	2010年	2011年	2012年
保有船台	226	210	192

注 1）リース会社：新韓キャピタル、KDB キャピタル、斗山キャピタル、外換キャピタル

（出所：各種資料・取材を基に矢野経済研究所作成）

【表 59. 世界の新造船価推移】

（単位：100万ドル）

区分	オイル･タンカー					バルクキャリア			
	51k	75k	115k	157k	320k	30k	57k	76k	180k
2001	26.3	32.0	36.0	46.5	70.0	14.5	18.5	20.5	36.0
2002	27.0	31.3	34.8	43.8	63.5	15.0	19.0	21.5	36.3
2003	31.5	37.5	41.5	51.5	77.0	18.0	24.0	27.0	48.0
2004	40.0	48.0	59.0	71.0	110.0	23.5	30.0	36.0	64.0
2005	43.0	50.0	58.5	71.0	120.0	25.5	30.5	36.0	59.0
2006	47.0	58.5	65.5	80.5	129.0	28.0	36.5	40.0	68.0
2007	52.5	63.5	72.5	90.0	146.0	34.5	48.0	55.0	97.0
2008	47.5	61.5	75.0	91.0	150.0	31.5	42.0	46.5	88.0
2009	35.0	45.5	49.0	62.5	101.0	23.0	30.5	33.8	56.0
2010	36.5	45.5	57.0	66.8	105.0	24.0	31.0	34.5	57.0
2011	35.5	44.0	52.5	60.5	99.0	21.5	27.0	29.0	48.5
2012	34.0	41.5	48.0	56.5	93.0	20.0	24.3	25.8	46.0

（出所：Clarkson Shipping Review Database, Spring 2013）

リース会社によると、リース業界の船舶金融が減少したのは海運景気の低迷と船価下落に起因する。オイル・タンカー（大型 320k 基準）価格は 2008 年の 1 億 5,000 万ドルから

2012 年には 9,300 万ドルまで急落した。海運景気が悪化すると貨物の輸送量は減少し、傭船料が落ちる。さらに、船舶の需要も縮小し、船価が下落するると船舶の購買差益も少なくなり、収益が減少する。リース会社は船舶金融の収益悪化から海運・船舶会社に対する新規貸出を減らした。

最近は、既存船舶の管理資金を貸出するケースが多い。さらに、海運・船舶景気が好調であった 2007～2008 年（図 6. 世界 BDI 指数推移参考）には、それまで消極的であった一般銀行が船舶金融を積極的に行った影響もあり、リース会社の船舶金融が縮小した要因となった。

新韓キャピタルは船舶リースと船舶貸出の他にも、船舶ファンド商品も提供している。貸出ではなく、船舶投資会社に対する投資を目的とする商品であるが、船価下落による売却差益の縮小により、同社の船舶ファンド商品はほとんどなくなった。

【表 60.新韓キャピタルの釜山支店の概要】

区分	内容
設立日	2003年5月
所在地	釜山市釜山鎮区釜田1洞260-47
設立目的	釜山・慶尚南道地域の企業に迅速な船舶金融サービスを提供すると同時に、同地域のグループ会社と円滑な業務連携を図る
メイン業務	船舶リース

（出所：各種資料・取材を基に矢野経済研究所作成）

一方、同社は船舶金融専門リース会社のイメージを生かし、船舶リース専門支店を釜山で運営している。造船･海洋関連メーカーが集積している釜山・慶尚南道地域に迅速なサービスを提供すると共に、同地域の新韓金融のグループ会社と円滑な業務連携を図ることが目的である。

(4)　特殊・非銀行

農業協同組合・水産業協同組合など特殊銀行や、貯蓄銀行・セマウル銀行などの非銀行系金融機関も韓国船舶金融の一部を担っている。この中で代表的な特殊銀行である水産業協同組合（以下、水協）と非銀行系金融機関を代表する貯蓄銀行の船舶金融について説明する。

①水協（水産業協同組合）

水協は水産業協同組合法に基づいて 1962 年に発足した。その後、与信業務を始め、相互金融や為替業務などに業務範囲を広げてきた。船舶投資会社制度が登場し、海運業が好況

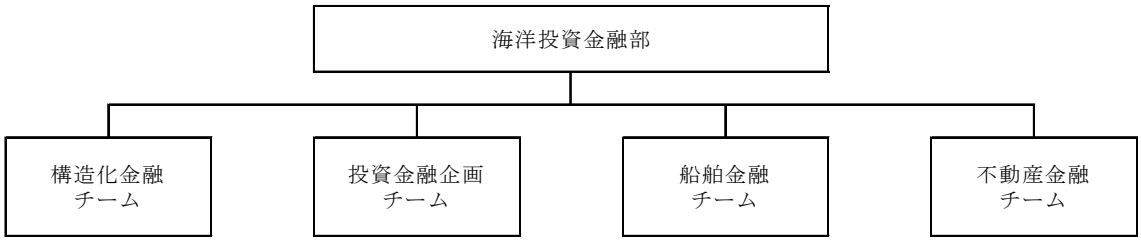
を迎えた 2003 年以降、一般銀行が船舶金融市場に参入した影響を受け、海と深い関連を持った水協が海洋投資金融部に「船舶金融チーム」を設けた。

【表 61. 水協（水産業協同組合）の概要】

区分	内容
業種	協同組合
設立日	1962年4月1日
設立目的	漁民や水産製造業の協同組織の促進、水産業の競争力強化等
主要事業	経済事業、信用事業等
組合員	16万6,662名（2012年基準）
所在地	ソウル市松坡区オクム路 62

（出所：水協の HP　www.suhyup-bank.com）

水協の事業は大きく経済事業と信用事業に分かれる。経済事業部は水産業協同組合の本来の機能を遂行するための関連企画と人事部門と銀行・流通などを統合した部門である。信用事業部は漁業に携わる個人事業主や会社の生産活動に必要な資金を適宜支援する。水協の船舶金融は信用事業部の海洋投資金融部で担当している。同事業部は船舶金融の支援と共に、港湾建設などにおける民間投資の役割も遂行する。



【図 28. 水協の海洋投資金融部の構造図】

（出所：水協の HP www.suhyup-bank.com）

構造化金融チームが保証業務を行い、船舶金融チームは実質的な貸出を担当する。投資金融企画チームは船舶金融チームと構造化金融チームの業務をトータル的にサポートする。全般的な企画から情報収集、調査、分析、マーケティング、そして SA なども行う。

SA（Strategic Alliance）とは戦略的提携を意味する。例えば、2 社以上の会社が競争力を高めるために経営資源を共有するなど、一定期間協力することによって技術補完やリスク分担、コスト削減、市場開拓などが容易になる効果が期待できる。

水協の船舶金融は海運会社に対する新造船および中古船の購買資金貸出、船舶投資会社への金融支援、ECA 機関が主管するプロジェクト金融への参加などの形で行われる。現在、船舶金融規模は 5,000 億ウォン（2012 年基準）で、港湾支援事業まで含めると 7,000 億ウ

ォンに近い。ただ水協の場合、船舶を建造するため、造船会社に直接貸し出す建造金融は取り扱っていない。建造金融は一般貸出よりリスクが高いため、建造が完了した船舶を担保にした担保貸出を主に行う。この傾向は一般銀行も同様である。また、「船舶金融」を名乗ってはいるが、水産業の領域であり、その対象が漁船などに限られるため、一般的な船舶金融とは異なる側面もある。

一方、水協は 2014 年初頭に水産業を中心とする船舶金融機能を強化するため、本部の営業組織である海洋投資金融部を「海洋投資金融センター」に格上げし、金融中心地に移転する計画を発表した。新しい所在地は釜山になる可能性が高い。これは、韓国政府が金融委員会を通じて船舶金融公社の代案として提示した「海洋総合金融センター」の一部として計画されたことが背景にある。この計画によって、政府は水協に 1 兆～1 兆 5,000 億ウォンの船舶金融を支援することも検討している。

しかし、業界では現在も水協中央会の機能の半分以上を釜山支部が遂行しているため、上記の移転案が実現しても、実質的な効果は少ないという意見が多い。

②貯蓄銀行：船舶ファンドの失敗事例

貯蓄銀行は個人事業主や中小企業を対象に小口金融業務（リテールバンキング）を行う代表的な非銀行系金融機関である。ソロモン貯蓄銀行は 1972 年の設立以降、預金や貸出業務を行ってきた。

船舶金融の場合、海運業が好況を迎えた 2004 年頃から船舶ファンドの形で行い始めた。また、個人事業主や中小企業を対象にするため、大手造船会社や大手海運会社は含まれておらず、巨額投資はほとんどなかった。

【表 62. ソロモン貯蓄銀行の概要】

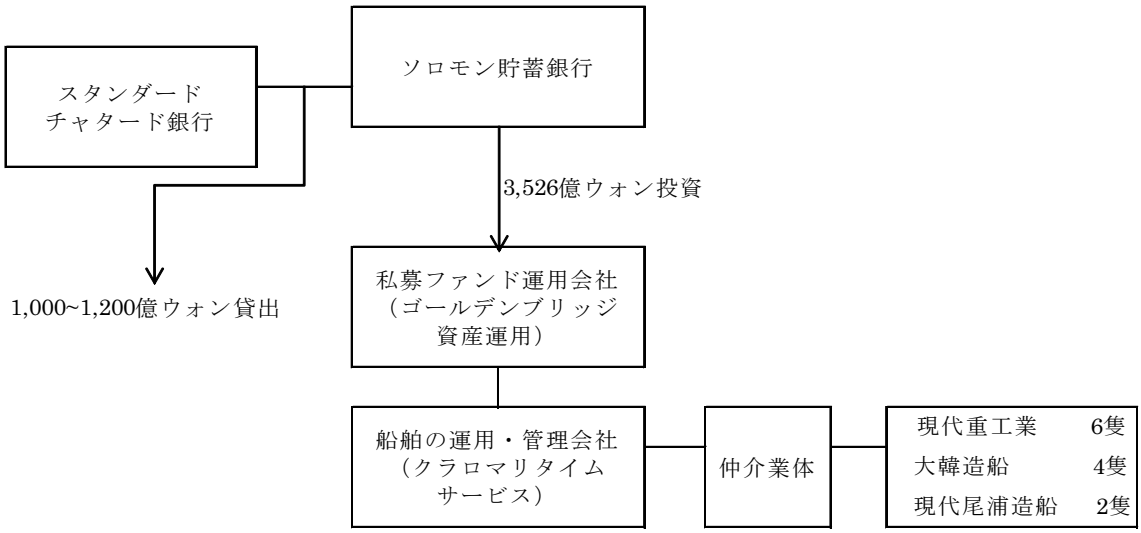
区分	内容
業種	相互貯蓄銀行
設立日	1972年4月6日
取扱品目	預金、貸出
代表取締役	イム・ソク
ホームページ	www.solomonbank.com
本社所在地	ソウル市江南区テヘラン路 408

（出所：ソロモン貯蓄銀行の HP www.solomonbank.com）

しかし 2008 年、世界金融危機の影響を受けて同社が注力していた不動産投資が大きく揺れ始めた。2008 年当時、同社の不動産プロジェクトの金融規模は約 1 兆ウォンであった。韓国資産管理公社が 1 兆ウォンのうち 6,900 億ウォンを支援したが、残金が回収できない上、利子が増えてしまい、同社の資金状況は急激に悪化した。この時期、同社のイム・ソ

ク会長が船舶ファンドに目を向けた理由も不動産投資から発生した損失をカバーするためであった。

船舶ファンドは不動産投資と似た側面が多い。船舶ファンドは船舶を買い入れた後、その船舶の運用から発生する傭船料と、船舶を売り戻す際の転売差益で収益が発生する。不動産業体が物件を買い入れ、その貸し賃と売り戻す際の差益を取ることに似ている。従って、船舶ファンドは海運景気が落ち込んでいる間に安価で船舶を買い入れ、景気が好転すると転売して差益を儲ける構造である。



【図 29. ソロモン貯蓄銀行の船舶ファンド運営概念図】

（出所：京郷新聞、2012 年 5 月 17 日、ソロモン貯蓄銀行の無理な船舶投資）

同社が船舶ファンドに投資した時期は 2010 年初頭であった。当時、1 年後には海運景気が回復すると予想されていた。実際、海運景気を現すバルチック運賃指数（BDI 指数）を見ると、2010 年には底打ちし、上昇する時期にあった（図 6. 世界 BDI 指数推移参照）。2008 年に 178 であったバルチック運賃指数は 2010 年には 142 まで回復。海運景気がこのまま回復すると、船価は 2 倍になると予測したイム・ソク会長はソロモン貯蓄銀行の顧客の他にも海外投資家まで巻き込み、投資規模を拡大させた。

しかし、バルチック運賃指数は 2011 年には 139 に後退し、翌年は 126 まで落ち込み、2003 年以来、最低となった。運賃指数と共に、船価も急激に落ち始めた。私募ファンド「ブルーマリン 3 号」が保有していた船舶 6 隻の価格は買入当時 3 億 230 万ドルであったが、2012 年には 1 億 8,900 万ドルまで急落した。不動産投資の損失を挽回しようとした初期の目的も達成できず、船舶投資まで失敗した結果、同社は 2012 年 5 月、金融監督院から営業中止命令を受け、2013 年 2 月には自己破産を申請した。

3．造船 4 社の資金調達

過去 5 年間、韓国造船会社の資金調達規模は拡大した。手持工事量が無くなりつつある中小造船会社はもちろん、海洋プラントの受注比重が拡大した大型造船会社もキャッシュフローの変動性が高まり、資金需要が増加している。

【表 63．造船 4 社の資金調達（2008～2012 年)】

区分	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
大宇造船海洋	1,393	14,394	16,194	28,102	33,253
現代重工業	33	5,905	31,478	95,022	113,413
サムスン重工業	298	19,652	15,243	6,845	17,912
STX造船海洋	1,232	3,205	12,258	11,122	29,282
4社合計	2,956	43,155	75,174	141,090	193,860

（出所：ThinkPool HP から矢野経済研究所作成）

造船 4 社の資金調達規模は 2008 年の 3 兆ウォンから 2012 年には 20 兆ウォンに拡大した。商船の場合、受注件数が多いため、キャッシュフローが比較的に安定しているが、海洋プラントは受注件数が少ない半面、単価が高く、Milestone や Heavy-Tail 式で決済するため、前受金が減少し、キャッシュフローの変化が激しくなった。

造船 4 社はぞれぞれの会社状況により資金調達状況は相違するが、資金調達の増加要因において決済方式の変化を含め、幾つかの共通点を有している。

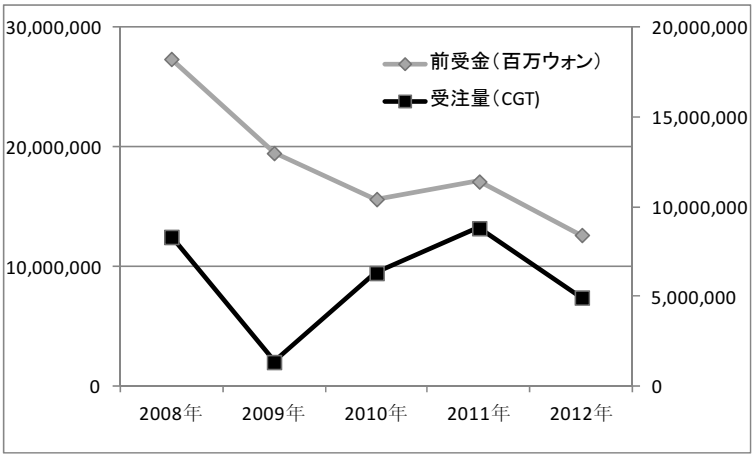
3-1．造船 4 社の資金調達増加要因（4 社共通）

(1)　受注減少による前受金の縮小

韓国造船会社のキャッシュフローは、船舶建造による営業利益または現金営業利益（EBITDA）と売上債券、買入債務、前受金等の運転資金の変動に左右される。一般製造業の場合、EBITDA が営業部門で現金を作り出す最も重要な要素である。

しかし、大規模の長期受注を有する造船会社は前受金などの運転資金がキャッシュフローに大きく影響する。特に、建造工程の進行段階別に代金が支払われる造船業の特性上、前受金は重要である。

一般的に受注が増加すると前受金が拡大し、借入金規模が縮小する。反面、不況時には前受金が減少し、借入金が増加する傾向があり、造船会社の財務的な対応能力も弱まる。



（出所：造船 4 社の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

【図 30. 造船 4 社の前受金及び受注量比較（2008～2012 年）】

【表 64. 造船 4 社の前受金及び受注量比較（2008～2012 年）】

区分		2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
前受金	百万ウォン	27,372,700	19,503,900	15,656,900	17,124,000	12,655,251
受注量	CGT	8,327,658	1,354,600	6,315,712	8,812,871	4,947,822

注 1）CGT：船舶の重量に船舶の付加価値、作業の難易度などを考慮した係数を掛け、算出する重量の単位

（出所：造船 4 社の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

造船 4 社の新規受注量は、2008 年の 832 万 7,658CGT から世界金融危機の直後である 2009 年には 135 万 4,600 万 CGT に急減した。2010 年は、2009 年に急減した反動から 631 万 5,712CGT まで回復し、2011 年にはサムスン重工業と現代重工業が大型船を受注し、881 万 2,871CGT まで成長した。しかし、海運・造船業の不況が長期化するにつれ、大手 3 社を中心に商船・海洋プラントの受注が減少し、締結された受注が取り消されるケースも多かったため、2012 年は 494 万 7,822CGT に落ち込んだ。2008 年の約 60%に過ぎない規模である。

受注量の減少により、前受金規模も縮小し、2008 年の 27 兆 3,727 億ウォンから 2012 年には 12 兆 6,552 億ウォンと激減した。

(2)　受注契約方式の変化および海洋プラント受注の拡大

世界金融危機以降、増加している Heavy-Tail 決済方式を用いた受注契約も造船会社の運転資金に負担要因となっている。

1 章で説明したように、造船会社の決済方式は契約（Contract）、着工（Work Commence）、起工（Keel Laying）、進水（Launching）、引渡（Delivery）の 5 段階の建造段階別に支払

われるのが一般的である。

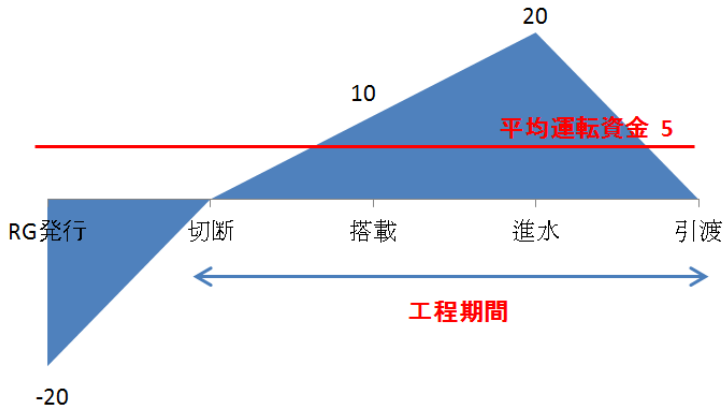
金融危機以前には船舶金融の調達が比較的容易であったため、Standard と Top-Heavy が一般的であった。しかし、金融危機以降、支払比重を後回しにする Heavy-Tail 方式が一般化され始めた。世界金融市場の逼迫により、発注先から船舶建造資金を調達するのが難しくなったためである。また、造船市場の供給過剰から発注先が造船会社より有利な立場で船舶建造契約を結ぶ Buyer's Market となったことも、発注先に有利な Heavy-Tail が定着した原因になった。

造船会社はコア資機材の海外発注を始め、初期工程費用の投入、大規模の工事着工など、工程の進行過程で資金支出が発生するため、工程全般にかけて巨額の運転資金を調達することになり、資金負担は大きい。Standard や Top-Heavy の場合、上記のような運転資金は船主が支払った資金で賄えるが、Heavy-Tail の場合、船舶の最終引渡時点で回収する残金比重が全体の 60%と大きいため、前受金（超過請求工事）比重が縮小し、工事の初期段階から資金調達規模が大きくなる。前受金は減少する反面、売上債券（非請求工事）金額は拡大し、造船会社のキャッシュフローに長期的に影響を及ぼす。

【表 65. 造船会社の Standard Base 決済方式の例】

Standard Base

区分	RG発行	切断	搭載	進水	引渡	計
代金受取	20	20	20	20	20	100
費用投入	-10	-30	-30	-30	-	-100
譲与現金	10	-10	-10	-10	20	
譲与現金（累計）	10	-	-10	-20	-	
前受金	20	-	-	-	-	
前渡金	10	-	-	-	-	
売上債券	-	-	10	20	-	



注 1）契約金額を 100、関連工事原価を 100 で想定

注 2）代金回収及び費用投入はケースによって異なる可能性がある

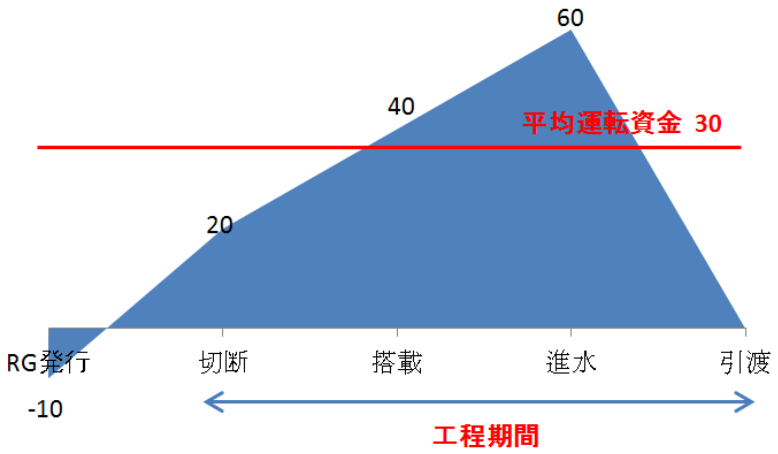
（出所：韓国信用評価院、2013 年 1 月、「造船会社の財務構造の変化要因」）

Standard は初期費用を調達する必要がなく、平均運転資金も工事原価の 5%で造船会社の負担が少ない。この場合、売上債券も工事原価の 20%しか発生しない。しかし、Heavy-Tail は引渡時に 60%を支払うため、建造過程で発生する平均運転資金が 30%まで拡大する。

【表 66. 造船会社の Heavy-Tail Base 決済方式の例】

Heavy-Tail Base

区分	RG発行	切断	搭載	進水	引渡	計
代金受取	10	10	10	10	60	100
費用投入	-10	-30	-30	-30	-	-100
譲与現金	-	-20	-20	-20	60	
譲与現金（累計）	-	-20	-40	-60	-	
前受金	10	-	-	-	-	
前渡金	10	-	-	-	-	
売上債券	-	20	40	60	-	



注 1）契約金額を 100、関連工事原価を 100 で想定

注 2）代金回収及び費用投入はケースによって異なる可能性がある

（出所：韓国信用評価院、2013 年 1 月、「造船会社の財務構造の変化要因」）

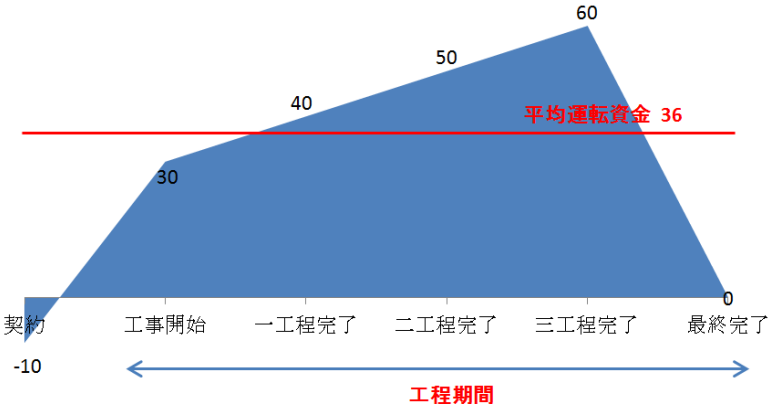
また、受注が拡大している海洋プラントの場合、Milestone 方式での受注契約が多いことも資金負担に繋がった。

Milestone はプラント産業で主に用いられる決済方式で、最終引渡または設置が完了した時点で大部分の代金を支払う。平均運転資金は約 36%で三つの方式の中で最も高く、初期費用も高い。さらに、売上債券も工事原価の 60%まで発生するため、造船会社の資金調達負担が大きくなる。

【表 67. 造船会社の Milestone Base 決済方式の例】

Milestone Base

区分	契約	第一工程 開始	第一工程 二工程突入	第二工程 三工程突入	第三工程 四工程突入	完了	計
代金受取	10	–	10	10	10	60	100
費用投入	-10	-30	-20	-20	-20	-	-100
譲与現金	-	-30	-10	-10	-10	60	
譲与現金（累計）	-	-30	-40	-50	-60	-	
前受金	10	-	-	-	-	-	
前渡金	10	-	-	-	-	-	
売上債券	-	30	40	50	60	-	



注 1）契約金額を 100、関連工事原価を 100 で想定

注 2）代金回収及び費用投入はケースによって異なる可能性がある

（出所：韓国信用評価院、2013 年 1 月、「造船会社の財務構造の変化要因」）

(3) 長期売上債券の増加

造船会社の長期売上債券（長期工事未収金）が増加したことも、キャッシュフローに悪影響を及ぼし、資金調達の増加に繋がった。建設や造船業のように請負契約を行う場合、国際会計基準（K-IFRS）で売上債券が未請求工事と短期工事未収金（売上債券）として表れる。未請求工事は累積売上債券の中で発注先に工事代金を請求していない部分であり、工事未収金は（売上債券）発注先に代金を請求したが、決算時点で回収できなかった金額が計上される。

金融危機以降、海運業界の低迷が続く中、主要発注先である大手海運会社や傭船会社の中では、資金逼迫の問題から船舶建造代金を正常に支払えない会社が増加した。このため、造船会社と発注先が合意し、売上債券の未回収期間を 1 年以上延長したり、先に船舶を引渡した後、代金は長期延べ払いにするケースが増えた。

【表 68. 造船 4 社の売上債券現況】

区分	現代重工業	大宇造船海洋	サムスン重工業	STX造船海洋
未請求工事	26,511	30,040	34,512	11,284
工事未収金（短期）	32,854	3,137	2,954	494
工事未収金（長期）	3,475	20,432	2,256	385
売上債券　合計	62,840	53,609	39,722	12,163
長期売上債券比重	5.5%	38.1%	5.7%	3.2%

注 1）2012 年 9 月基準、引当金を反映した帳簿価格

（出所 : 韓国信用評価、「造船会社の財務構造から見る造船および海洋プラント産業」）

長期売上債券規模は大手造船会社の中でも格差がある。発注先の財務状況及び海運景気の悪化による後発注先の契約変更・取り消しなどに対し、各社の対応戦略が異なるためである。しかし、国際海運市場の低迷と資金逼迫が長期化する中、長期売上債券を短期間で回収することは難しいと見られる。

3-2. 造船 4 社の財務諸表分析と資金調達（各社動向）

3-2-1. 造船 4 社の財務諸表分析

(1)　現代重工業

【表 69. 現代重工業の売上及び営業利益（2008～2012 年）】

（単位：億ウォン）

区分	2008年	2009年		2010年		2011年		2012年	
			前年比		前年比		前年比		前年比
売上	199,570.8	211,421.9	105.9%	224,081.2	106.0%	250,196.0	111.7%	250,550.1	100.1%
売上原価	168,119.8	179,974.4	107.1%	176,632.8	98.1%	211,719.8	119.9%	222,426.6	105.1%
売上総利益	31,450.9	31,447.5	100.0%	47,448.3	150.9%	38,476.1	81.1%	28,123.5	73.1%
販売費と管理費	9,389.1	9,221.8	98.2%	11,812.1	128.1%	12,347.7	104.5%	15,277.0	123.7%
営業利益	22,061.7	22,225.7	100.7%	35,636.2	160.3%	26,128.4	73.3%	12,846.5	49.2%
当期純利益	22,566.6	21,464.9	95.1%	30,557.5	142.4%	20,757.4	67.9%	11,050.9	53.2%

（出所：韓国信用評価情報と現代重工業の事業報告書）

2008 年の世界金融危機の影響を受け、2009 年には同社のコア事業である造船部門を中心に受注実績が大幅に落ち込んだ（4 章. 別添の受注動向参照）。しかし、非造船部門の受注増加により、2009 年の売上は 2008 年比 7.3%増加した 21.1 兆ウォンであった。営業利益は造船部門の低迷にもかかわらず、海洋プラントなど非造船部門の収益向上により微増（0.7%増）した。

2010 年も造船部門の低迷が続いた上、海洋部門も原油価格の下落や世界金融危機の余波

などから海洋プロジェクトの新規発注が延期され、売上は6%増に留まった。しかし、海洋プロジェクトや電気・電子、建設装備など非造船部門の収益性は過去と比較して改善し、営業利益は60.3%、当期純利益も42.4%急増した。2011年には売上が11.7%増加し、25兆196億ウォンに上った。これは2010年、精油メーカー「現代オイルバンク」を現代重工業の傘下に編入したことが背景にある。しかし、営業利益は造船·海洋の両部門の営業利益が減少した影響から 1 兆ウォン以上減少した。造船部門は船価の下落分が売上に反映され、海洋部門は高収益の工事（プロジェクト）の受注が減少したのが原因であった。

一方、2012年の売上は0.1%増で足踏みした。造船部門の船価下落による収益悪化と精油部門（現代オイルバンク）の精製マージン率の下落から、営業利益は前年比53.2%である1兆1050億ウォンに落ち込んだ。精製マージンとは、原油価格と原油を精製して作り上げた石油製品の販売価格の格差で、精油事業から発生する利益を意味する。海洋部門も2011年に次ぎ、高収益工事の減少の影響を受け、全体実績の悪化に繋がった。

【表 70. 現代重工業のバランスシート：資産の変動（2008～2012年)】

(単位：億ウォン)

区分	2008年	2009年		2010年		2011年		2012年	
			前年比		前年比		前年比		前年比
現金及び現金等価物	6,674.9	19,212.7	287.8%	18,538.5	96.5%	16,099.8	86.8%	11,076.0	68.8%
短期金融商品	1,673.9	7,273.3	434.5%	11,028.6	151.6%	21,882.6	198.4%	3,863.3	17.7%
短期投資証券	1,024.5	7,963.5	777.3%	15,215.8	191.1%	19,685.7	129.4%	21,260.5	108.0%
売上債券	45,954.0	70,251.0	152.9%	88,711.3	126.3%	57,484.3	64.8%	51,392.8	89.4%
当座資産	103,542.7	152,153.9	146.9%	173,023.5	113.7%	165,982.8	95.9%	190,874.9	115.0%
在庫資産	22,632.9	26,233.6	115.9%	46,866.5	178.7%	64,780.9	138.2%	61,911.4	95.6%
流動資産	126,175.6	178,387.5	141.4%	219,890.1	123.3%	230,763.7	104.9%	252,786.3	109.5%
投資資産	32,244.0	47,490.1	147.3%	49,759.5	104.8%	55,857.9	112.3%	47,226.2	84.5%
有形資産	61,899.5	110,441.1	178.4%	147,355.2	133.4%	155,647.3	105.6%	155,564.6	99.9%
無形資産	2,622.9	9,100.8	347.0%	19,242.8	211.4%	23,236.7	120.8%	22,974.1	98.9%
その他非流動資産	29,861.7	19,044.0	63.8%	19,339.9	101.6%	24,502.5	126.7%	14,180.6	57.9%
非流動資産	126,628.3	186,214.2	147.1%	235,871.3	126.7%	259,244.5	109.9%	239,945.5	92.6%
資産総計	383,776.5	364,601.8	95.0%	455,761.4	125.0%	492,731.8	108.1%	527,097.9	107.0%

（出所：韓国信用評価情報と現代重工業の事業報告書）

過去5年間（2008～2012年)、同社の資産総計は短期金融・投資を中心に増加した。特に、短期投資証券が急増した。短期投資証券は2008年の約1,000億ウォンから2012年には20倍以上増え、2兆ウォン台に達した。短期金融商品も2008年の1,600億ウォン台から、2010年には10倍、2011年には20倍まで拡大した。

流動資産と非流動資産も大きな変化が表れた。流動資産は2008年の12兆ウォン台から2012年には2倍である25兆ウォン台に増加した。しかし、流動資産の増加率は2009～2010年から2011～2012年にかけて大幅に鈍化した。海洋プラントの受注増加と決済方式の変化により、前受金の流入が減少したのが原因になった。

投資資産は世界金融危機以降の船舶・海運市況の悪化などから新規投資が控えめになっ

た影響を受けて、2009 年以降、減少傾向にある。2009 年に 9 兆ウォン台であった投資資産は 2010～2012 年には 4～5 兆ウォン台に留まった。投資資産とは、一般的には投資有価証券のことであり、関係会社に対する出資金を始め、施設投資による工場、機械・設備、土地などの有形固定資産と原材料、未完成製品、在庫などの在庫資産などが含まれる。

【表 71. 現代重工業のバランスシート：資本と負債（2008～2012 年)】

(単位：億ウォン)

区分	2008年	2009年		2010年		2011年		2012年	
			前年比		前年比		前年比		前年比
買入債務	23,372.5	14,275.9	61.1%	19,276.3	135.0%	44,025.8	228.4%	39,159.2	88.9%
短期借入金	-	5,853.2	-	31,149.8	532.2%	72,122.8	231.5%	75,825.9	105.1%
流動性長期負債	-	1,034.9	-	3,215.4	310.7%	9,063.1	281.9%	9,421.4	104.0%
流動負債	164,738.3	129,091.0	78.4%	133,771.7	103.6%	254,907.5	190.6%	221,739.9	87.0%
長期社債	2,990.7	2,990.7	100.0%	2,994.6	100.1%	6,485.2	216.6%	25,430.7	392.1%
長期借入金	153.2	51.7	33.7%	328.4	635.2%	22,898.9	6972.9%	37,587.2	164.1%
非流動負債	32,003.0	21,550.8	67.3%	16,919.3	78.5%	53,335.5	315.2%	83,578.4	156.7%
負債総計	196,851.8	150,641.8	76.5%	150,691.0	100.0%	308,243.0	204.6%	305,318.2	99.1%
資本金	3,800.0	3,800.0	100.0%	3,800.0	100.0%	3,800.0	100.0%	3,800.0	100.0%
資本剰余金	28,186.0	28,695.8	101.8%	29,544.5	103.0%	10,694.9	36.2%	10,694.9	100.0%
利益剰余金	46,571.0	65,039.5	139.7%	100,529.1	154.6%	153,994.4	153.2%	160,980.3	104.5%
資本総計	55,952.2	110,086.7	196.8%	154,514.5	140.4%	181,765.2	117.6%	187,413.5	103.1%

（出所：韓国信用評価情報と現代重工業の事業報告書）

同社の負債は過去 5 年間、長期・短期借入を中心に急増した。このような現象は造船 4 社共通ではあるが、現代重工業の場合、他の 3 社より短期借入の増加率が高いことが特徴である。

短期借入は 2008 年までは皆無であったが、2009 年に一気に 5,853 億ウォンを記録した。その後、2010 年には 5 倍（3.1 兆ウォン）に、2011 年にはその 2 倍（7.2 兆ウォン）に拡大し、2012 年には 7.5 兆ウォンを越えた。短期借入と共に長期借入も急増した。ただ、短期借入に比べると借入規模は半分以下（2012 年基準）であった。2010 年までは 500 億ウォン未満であったのが 2011 年は 2 兆ウォン、2012 年には 3 兆ウォンを突破した。造船業の不況と決済方式の変化による前受金の縮小、キャッシュフローの悪化などにより、CP（短期借入）と社債（長期借入）発行が急増したためである。

負債総額を自己資本で割った比率である負債比率は、造船会社が属している運送装備業（自動車・造船とその資機材及び装備の製造業を合わせて運送装備業種）の平均値より 85%高く、造船 4 社の平均値より 76%低い 212%（2012 年基準）で、比較的良好である。

【表 72. 現代重工業の負債比率推移（2010～2012 年)】

（単位：%）

区分	2009年	2010年	2011年	2012年
現代重工業	224	205	202	212
造船4社平均	181	190	247	288
運輸装備業種平均	101	102	125	127

注 1）負債比率＝（負債合計/資産合計）*100

（出所：ThinkPool HP から矢野経済研究所作成）

負債比率は企業資産の中で負債が占める比率であるため、企業の資本構造（Capital Structure）の健全性を判断できる。造船 4 社の場合、プロジェクトの運転資金が中小造船会社に比べて巨額であるため、同業種の平均値と単純比較するより、ビジネス構造や規模が似ている大手造船会社の平均値と比較すると理解し易い。

同社の負債比率は 2009～2010 年、造船 4 社の中で高い方であったが、2011～2012 年には 4 社の平均値を下回った。金融危機以降、資金調達を強化する一方、投資は抑え、流動性負債を縮小させた結果と見られる。「表 70. 現代重工業のバランスシート：資産の変動」をみると、2009 年の投資資産の増加率は 47.3%であったが、2010 年には 4.8%まで下落した。2011 年には 12.3%に上がったが、2012 年には-15.5%でマイナスに転じた。

(2) サムスン重工業

【表 73. サムスン重工業の売上及び営業利益（2008～2012 年)】

(単位：億ウォン)

区分	2008年	2009年		2010年		2011年		2012年	
			前年比		前年比		前年比		前年比
売上	106,644.6	130,949.4	122.8%	130,539.1	99.7%	133,917.6	102.6%	144,894.7	108.2%
売上原価	95,766.4	119,558.0	124.8%	116,756.6	97.7%	116,283.9	99.6%	125,543.5	108.0%
売上総利益	10,878.2	11,391.4	104.7%	13,782.4	121.0%	17,633.8	127.9%	19,351.3	109.7%
販売費と管理費	3,324.9	3,455.1	103.9%	3,809.8	110.3%	6,807.7	178.7%	7,294.7	107.2%
営業利益	7,553.3	7,936.3	105.1%	9,972.7	125.7%	10,826.1	108.6%	12,056.6	111.4%
当期純利益	6,273.4	6,698.5	106.8%	8,884.2	132.6%	8,512.4	95.8%	7,964.0	93.6%

（出所:韓国信用評価情報とサムスン重工業の事業報告書）

2008 年の世界金融危機により船舶金融市場の逼迫が続く中、海運景気の悪化が重なった影響を受け、2009 年には新規受注が急減した（4 章. 別添の受注動向参照)。新規受注の減少と共に前受金の流入が縮小した。さらに、既に受注した船舶の場合、残金の入金が延期された。しかし、そのようなマイナス要因にも拘らず、2009 年の売上は 13 兆 949 億ウォンで、2008 年の 10 兆 6,644 億ウォンから 22.8%増加した。営業利益は 5%増の 7,936 億ウォンであった。既に受注した高付加価値船舶の生産量が増えた上、生産性が向上したのが

背景にあった。さらに、グループを挙げたコスト削減への取り組みが大きく貢献した。

2010 年には世界経済と造船業の不透明性が続く中、売上は 13 兆 5,391 億ウォンで前年比 0.3%微減した。しかし、営業利益は同 25.7%増加し、9,972 億ウォンとなった。これは、2009 年と同様、高付加価値船舶の生産増加、全社的なコスト削減などが背景にある。

2011 年には主要先進国が財政危機となるなど、世界景気の鈍化が続く中、売上は 13 兆 3,917 億ウォンで前年比 2.6%増に留まり、営業利益も同 8.6%増の 1 兆 826 億ウォンで、増加率が 2010 年より鈍化した。同年上半期、大型コンテナ船と LNG 船、ドリルシップ、海洋設備などの受注増加が実績を牽引した。

2012 年には西アフリカ、ブラジルなどの深海開発のための海洋設備及び LNG 船の需要から売上と営業利益の増加に繋がった。2012 年の売上と営業利益は、それぞれ 8.2%、11.4%増加した 14 兆 4,894 億ウォン、1 兆 2,056 億ウォンとなった。

【表 74. サムスン重工業のバランスシート：資産の変動（2008～2012 年)】

(単位：億ウォン)

区分	2008年	2009年		2010年		2011年		2012年	
			前年比		前年比		前年比		前年比
現金及び現金等価物	3,839.9	5,466.0	142.3%	4,216.2	77.1%	8,055.7	191.1%	9,289.2	115.3%
短期金融商品	17,472.0	5,356.0	30.7%	8,047.0	150.2%	4,834.6	60.1%	2,350.0	48.6%
短期投資証券	-	30.7	-	15.5	50.5%	8.0	51.6%	10.7	133.8%
売上債券	20,050.3	37,901.5	189.0%	51,974.5	137.1%	7,268.7	14.0%	5,363.3	73.8%
当座資産	125,976.2	112,762.4	89.5%	111,524.2	98.9%	90,761.6	81.4%	95,766.7	105.5%
在庫資産	8,125.9	5,789.8	71.3%	5,416.9	93.6%	5,404.0	99.8%	6,992.2	129.4%
流動資産	134,102.2	118,552.2	88.4%	116,941.1	98.6%	96,165.6	82.2%	102,758.9	106.9%
投資資産	936.2	4,666.8	498.5%	8,911.2	190.9%	12,146.7	136.3%	8,115.9	66.8%
有形資産	45,948.5	42,374.3	92.2%	43,159.2	101.9%	54,082.6	125.3%	52,779.5	97.6%
無形資産	1,173.9	977.2	83.2%	1,150.2	117.7%	863.0	75.0%	379.5	44.0%
その他非流動資産	83,806.8	35,304.8	42.1%	9,793.1	27.7%	881.4	9.0%	2,315.8	262.7%
非流動資産	86,414.0	83,323.1	96.4%	63,013.7	75.6%	67,973.8	107.9%	63,590.7	93.6%
資産総計	265,967.7	201,875.2	75.9%	179,954.9	89.1%	164,139.4	91.2%	166,349.7	101.3%

（出所：韓国信用評価情報とサムスン重工業の事業報告書）

資産総計は 2009 年までは 20 兆ウォン台を維持した後、2010 年の 17 兆ウォン台を経て、その後は 16 兆ウォン台に減少した。主に、短期金融商品などの金融資産が減少したことが原因であった。短期金融商品は新規受注の減少による前受金の流入縮小が主な原因となった。

同社の前受金は 2008 年の 5 兆 7,028 億ウォンから縮小傾向が続き、2012 年には 1 兆 2,372 億ウォンまで落ち込んだ。これによって、短期金融商品は 2009 年には 1 兆ウォン以上減少したが、2010～2011 年にはプラスに転じた。船舶代金の入金が増えたことが増加要因となり、12 兆ウォン台を回復した。特に 2012 年は決済方式が Heavy-Tail や Milestone などに変わった影響を受け、売上債券が増加したことも減少要因となった。しかし、2012 年には船舶契約の決済方式の変化による現金流出から 11 兆ウォン台に減少した。

【表 75. サムスン重工業のバランスシート：資本と負債（2008～2012 年)】

(単位：億ウォン)

区分	2008年	2009年		2010年		2011年		2012年	
			前年比		前年比		前年比		前年比
買入債務	10,263.5	10,549.9	102.8%	15,052.2	142.7%	8,296.7	55.1%	14,360.7	173.1%
短期借入金	2,581.1	16,832.3	652.1%	13,381.4	79.5%	5,848.3	43.7%	12,469.1	213.2%
流動性長期負債	668.3	894.2	133.8%	2,624.0	293.4%	10,994.3	419.0%	2,057.4	18.7%
流動負債	152,826.6	126,455.2	82.7%	121,233.9	95.9%	105,389.7	86.9%	89,186.7	84.6%
長期社債	1,283.2	8,128.0	633.4%	6,988.8	86.0%	-	-	11,962.9	-
長期借入金	1,735.8	5,812.6	334.9%	1,862.0	32.0%	996.5	53.5%	5,442.9	546.2%
非流動負債	84,773.5	47,014.4	55.5%	20,558.0	43.7%	12,309.8	59.9%	24,333.5	197.7%
負債総計	237,630.0	173,469.6	73.0%	141,791.9	81.7%	117,699.5	83.0%	113,520.2	96.4%
資本金	11,549.5	11,549.5	100.0%	11,549.5	100.0%	11,549.5	100.0%	11,549.5	100.0%
資本剰余金	4,983.6	4,987.0	100.1%	4,994.1	100.1%	4,230.3	84.7%	4,231.7	100.0%
利益剰余金	12,149.5	17,770.1	146.3%	25,574.9	143.9%	36,097.6	141.1%	42,985.6	119.1%
資本総計	23,241.0	28,405.6	122.2%	38,163.0	134.4%	46,439.9	121.7%	52,829.5	113.8%

（出所：韓国信用評価情報とサムスン重工業の事業報告書）

【表 76. サムスン重工業の負債比率推移（2010～2012 年)】

（単位：%）

区分	2009年	2010年	2011年	2012年
三星重工業	155	179	216	281
造船4社平均	181	190	247	288
運輸装備業種平均	101	102	125	127

注 1）負債比率＝（負債合計/資産合計）*100

（出所：ThinkPool HP から矢野経済研究所作成）

同社の負債は減少傾向が続き、2008 年の 23 兆ウォンから 2012 年には 11 兆ウォン台まで縮小した。受注不振や為替レートの下落により、前受金とデリバティブ（金融派生商品）資産が減少したことが背景。特に、2011 年には借入金の返済や買入債務の増加などが負債減少の要因になった。同社の負債比率は運送装備業の平均値を上回ったが、造船 4 社の平均値を常に下回っており、4 社の中では健全な財務構造を持っていると言える。

しかし、同社も海洋プラントの受注比重が増えるにつれ、負債比率が増加傾向を見せており、このような傾向は今後も続く見通しである。海洋プラントの受注が増加すると、決済方式が Heavy Tail や Milestone に変わり、前受金の流入が減少する。このため、現金流動性が悪化し、借入や貸出などの負債が増加することになる。特に同社は、大手 3 社の中でも海洋プラントの受注比重が 87.5%と最も大きい（2012 年時点で現代重工業は 43.4%、大宇造船海洋は 81.1%）ため、前受金減少による借入増加、買入債務の増加などから負債比率が増加すると見られる。

(3) 大宇造船海洋

【表77. 大宇造船海洋の売上及び営業利益（2008～2012年)】

(単位：億ウォン)

区分	2008年	2009年		2010年		2011年		2012年	
			前年比		前年比		前年比		前年比
売上	110,746.4	124,425.2	112.4%	120,745.1	97.0%	139,032.7	115.1%	140,578.2	101.1%
売上原価	137,743.5	114,638.1	83.2%	106,775.3	93.1%	122,530.2	114.8%	129,218.9	105.5%
売上総利益	10,562.0	9,787.0	92.7%	13,969.8	142.7%	16,502.5	118.1%	11,359.3	68.8%
販売費と管理費	3,072.3	2,941.8	95.8%	3,859.0	131.2%	5,889.8	152.6%	6,496.7	110.3%
営業利益	7,489.6	6,845.2	91.4%	10,110.8	147.7%	10,612.7	105.0%	4,862.7	45.8%
当期純利益	3,420.9	5,775.0	168.8%	7,801.3	135.1%	6,864.4	88.0%	2,218.9	32.3%

（出所：韓国信用評価情報と大宇造船海洋の事業報告書）

同社の売上は世界経済危機の影響にも関わらず、2008 年の 11 兆 746 億ウォンから 2009 年には 12 兆 4,425 億ウォンとなり、前年比 12.4%増加した。売上全体の 37%を占める海洋特殊船事業部の売上が 33%増加したことが背景にある（2009 年、造船事業部の売上構成比は 63%)。しかし、営業利益は原材料価格の急騰により、7,498 億ウォンから 6,845 億ウォンに減少した。

2020 年まで世界トップのトータル重工業グループに成長するという「ビジョン 2020」の元年であった 2010 年には、売上は 12 兆 745 億ウォンで 3%減少したが、営業利益は 1 兆 110 億ウォンとなり 47%増加した。コア事業である造船部門の売上減少（7%減）が原因で売上減少に繋がったが、売上比重が増加している海洋特殊船が好調となり、営業利益はプラスを記録した。

2010 年に次いで「売上 10 兆－営業利益 1 兆」を達成した 2011 年の売上は造船部門の売上向上（7%増）により、15.1%増加し 13 兆 9,032 億ウォンとなった。営業利益はドリルシップや大型コンテナ船、LNG FSRU、パイプ設置船など、高付加価値船舶の建造により 1 兆 612 億ウォンで前年比 5%増加した。

2012 年は造船部門の低迷にも関わらず、売上はプラスとなった（13 兆 9,032 億ウォン)。3 年連続で 100 億ドル以上の受注を確保し、世界で最初に海洋部門受注が 100 億ドルを突破するなど、新規受注の好調が造船部門の落ち込みをカバーした。しかし、営業利益は 2011 年の半分以下に急減し、6,496 億ウォンに留まった。株式投資の減損処理、及び長期売上債券の貸倒引当金の設定ミスが収益下落の原因になった。

【表78. 大宇造船海洋のバランスシート：資産の変動（2008～2012年)】

(単位：億ウォン)

区分	2008年	2009年		2010年		2011年		2012年	
			前年比		前年比		前年比		前年比
現金及び現金等価物	14,435.9	8,056.6	55.8%	4,781.8	59.4%	5,416.7	113.3%	2,667.1	49.2%
短期金融商品	1,517.6	1,010.9	66.6%	300.0	29.7%	704.3	234.8%	777.9	110.5%
短期投資証券	627.4	58.9	9.4%	1.8	3.1%	62.9	3494.4%	116.9	185.9%
売上債券	47,871.4	43,158.1	90.2%	43,117.6	99.9%	5,357.7	12.4%	3,178.1	59.3%
当座資産	98,775.4	80,307.4	81.3%	68,425.4	85.2%	68,658.5	100.3%	59,622.9	86.8%
在庫資産	10,969.4	9,892.2	90.2%	4,548.2	46.0%	7,521.3	165.4%	11,982.0	159.3%
流動資産	109,744.8	90,199.6	82.2%	72,973.6	80.9%	76,179.8	104.4%	71,604.9	94.0%
投資資産	4,778.7	8,624.6	180.5%	11,856.2	137.5%	7,461.8	62.9%	7,486.9	100.3%
有形資産	54,412.4	40,084.9	73.7%	40,540.2	101.1%	65,036.9	160.4%	62,186.2	95.6%
無形資産	6,543.7	26.4	0.4%	246.3	933.0%	1,233.8	500.9%	1,333.3	108.1%
その他非流動資産	20,489.0	12,428.1	60.7%	16,151.0	130.0%	16,685.0	103.3%	18,611.0	111.5%
非流動資産	86,223.8	61,164.0	70.9%	68,793.7	112.5%	90,417.5	131.4%	89,617.4	99.1%
資産総計	195,968.7	151,363.6	77.2%	141,767.3	93.7%	166,597.3	117.5%	161,222.3	96.8%

（出所：韓国信用評価情報と 大宇造船海洋の事業報告書）

同社の資産総計は2008年の19兆5,968億ウォンから2009年には前年比77.2％の15兆1,363億ウォンに急減した。在庫資産が減少した上に、新規受注減少による前受金縮小と売上債券の増加などの影響を受け、現金及び現金等価物・短期金融商品・短期投資資産などの金融資産が減少したのが原因であった。

2010年には在庫資産の削減や投資・財務のキャッシュフローを踏まえた現金運用を背景に14兆1,767ウォンと6.3%減少した。また、新規受注目標を達成したにも関わらず、一部のプロジェクトの引渡遅延や新規事業投資などにより金融資産が減少した。

2011年には有形資産の増加などから17.5%増加したが、2012年にはマイナスに転じ、全年比96.8%の16兆1,222億ウォンに減少した。2010年と同様、新規受注目標の達成にも関わらず、投資費用の支出などが原因になった。

【表79. 大宇造船海洋のバランスシート：資本と負債（2008～2012年)】

(単位：億ウォン)

区分	2008年	2009年		2010年		2011年		2012年	
			前年比		前年比		前年比		前年比
買入債務	4,922.4	9,316.0	189.3%	10,245.0	110.0%	8,552.4	83.5%	7,497.3	87.7%
短期借入金	2,615.1	964.9	36.9%	10,369.7	1074.7%	16,820.2	162.2%	22,204.3	132.0%
流動性長期負債	2,268.0	2,467.7	108.8%	1,824.6	73.9%	10,940.8	599.6%	7,518.4	68.7%
流動負債	39,673.2	93,928.8	236.8%	81,244.5	86.5%	95,196.1	117.2%	81,726.7	85.9%
長期社債	1,126.1	4,983.9	442.6%	6,699.1	134.4%	4,717.7	70.4%	13,610.1	288.5%
長期借入金	590.1	4,429.1	750.6%	5,824.6	131.5%	11,281.3	193.7%	11,048.5	97.9%
非流動負債	32,746.2	24,859.0	75.9%	20,090.5	80.8%	26,380.8	131.3%	33,953.0	128.7%
負債総計	72,419.3	118,787.8	164.0%	101,335.0	85.3%	121,576.9	120.0%	115,679.7	95.1%
資本金	9,619.5	9,619.5	100.0%	9,619.5	100.0%	9,619.5	100.0%	9,619.5	100.0%
資本剰余金	3,350.7	3,606.2	107.6%	2,501.1	69.4%	3,202.1	128.0%	3,204.2	100.1%
利益剰余金	2,670.7	14,613.8	547.2%	21,454.8	146.8%	36,028.2	167.9%	37,076.4	102.9%
資本総計	35,148.7	32,575.8	92.7%	40,432.3	124.1%	45,020.4	111.3%	45,542.6	101.2%

（出所：韓国信用評価情報と大宇造船海洋の事業報告書）

同社の資本総計は利益過剰金が増加したことから2010年より増加し始め、2012年まで継続している。利益過剰金が増加するのは、市場を通じた資金調達能力が優れていることを意味するため、同社の資本の健全性が高まっていると見られる。

【表 80. 大宇造船海洋の負債比率推移（2010～2012 年)】

（単位：%）

区分	2009年	2010年	2011年	2012年
大宇造船海洋	183	181	206	293
造船4社平均	181	190	247	288
運輸装備業種平均	101	102	125	127

注 1）負債比率＝（負債合計/資産合計）*100

（出所：ThinkPool HP から矢野経済研究所作成）

同社は市場（営業）を通じた資金調達能力は優秀であるが、全ての必要資金をカバーできず、負債比率は上昇している。2010～2011 年の負債比率は造船 4 社の平均値を下回り180～200%を記録した。しかし、2012 年には負債総計は減少したものの、造船部門の超過請求工事が減少した影響から負債比率は 4 社平均値を超え、300%弱と拡大している。

(4) STX 造船海洋

【表81. STX造船海洋の売上及び営業利益（2008～2012年)】

(単位：億ウォン)

区分	2008年	2009年		2010年		2011年		2012年	
			前年比		前年比		前年比		前年比
売上	30,056.5	41,912.6	139.4%	39,401.7	94.0%	42,692.1	108.4%	33,992.9	79.6%
売上原価	28,453.9	40,189.8	141.2%	36,747.9	91.4%	40,860.3	111.2%	37,110.3	90.8%
売上総利益	1,602.7	1,722.7	107.5%	2,653.7	154.0%	1,831.7	69.0%	-3,117.5	-170.2%
販売費と管理費	658.1	735.2	111.7%	798.4	108.6%	792.9	99.3%	884.5	111.6%
営業利益	944.6	987.5	104.5%	1,855.3	187.9%	1,038.8	56.0%	-4,001.9	-385.2%
当期純利益	430.0	-1,556.8	-362.0%	753.8	-48.4%	-197.0	-26.1%	-6,316.2	3206.2%

(出所 : 韓国信用評価情報と STX 造船海洋の事業報告書)

同社の売上は 2008 年の 3 兆 56 億ウォンから 2009 年には 4 兆 1,912 億ウォンとなり前年比 39.4%増加した。2008 年から始まった金融危機による景気悪化を受け、子会社である STX 重工業の海洋プラント事業部門を引き受けたことが背景にある。しかし、営業利益は鋼材価格を始め、原材料価格の高騰により前年比 4.5%増に留まった。

2010 年にはクルーズ船の受注減少により売上が前年比 6%減少し、3 兆ウォン台に後退した。営業利益は OSV（海洋作業支援船）事業部門の好調を受け、前年比 87.9%急増した 1,855 億ウォンを記録した。

2011 年は新造船発注の減少傾向が続くなど、経営環境が悪化される中、国内造船所と中国・大連造船所の生産安定化に注力した結果、売上がプラスに転じ、4 兆ウォンを再び越えた（4 兆 2,692 億ウォン）。しかし、営業利益は原材料価格の高騰などから 44%落ち込み 1,038 億ウォンに留まった。

2012 年には急激に進めてきた事業拡張や景気悪化による流動性危機が重なり、最悪の危機を迎えた。同年の売上は前年比 20.4%減少した 3 兆 3,992 億ウォンに落ち込み、初めて営業利益と当期純利益が赤字となり、それぞれ 4,001 億ウォン、6,316 億ウォンの赤字を記録した。高価の受注量が減少した上、グローバル景気悪化の長期化により、引渡や工程の延期を要求する船主（会社）が増えたことが原因であった。他にも原材料価格の高騰から売上原価が上昇したことも、実績悪化に繋がった。

【表82. STX造船海洋のバランスシート：資産の変動（2008～2012年)】

(単位：億ウォン)

区分	2008年	2009年		2010年		2011年		2012年	
			前年比		前年比		前年比		前年比
現金及び現金等価物	1,967.4	4,032.3	205.0%	2,167.4	53.8%	1,364.4	63.0%	4,237.9	310.6%
短期金融商品	310.0	355.0	114.5%	-	-	-	-	-	-
短期投資証券	38.3	-	-	-	-	-	-	0.2	-
売上債券	6,564.7	11,961.8	182.2%	135.0	1.1%	2,754.7	2040.5%	2,034.2	73.8%
在庫資産	4,639.5	3,217.3	69.3%	1,616.1	50.2%	149,944.0	9278.1%	2,916.1	1.9%
流動資産	32,950.4	40,753.0	123.7%	30,775.5	75.5%	2,245,005.0	7294.8%	84,182.1	3.7%
投資資産	40,540.2	16,317.1	40.2%	21,996.1	134.8%	3,290.9	15.0%	5,162.7	156.9%
有形資産	12,214.4	13,518.0	110.7%	13,817.9	102.2%	1,489,566.0	10780.0%	40,639.7	2.7%
無形資産	105.6	98.3	93.1%	149.6	152.2%	14,879.0	9945.9%	4,069.4	27.3%
非流動資産	53,223.5	35,475.3	66.7%	36,545.2	103.0%	3,984,208.0	10902.1%	50,937.0	1.3%
資産総計	86,173.9	76,228.3	88.5%	67,320.7	88.3%	139,098.8	206.6%	135,119.2	97.1%

(出所：韓国信用評価情報と STX 造船海洋の事業報告書)

資産総計は 2008 年の 8 兆 6,173 億ウォンから 1 兆ウォン近く減少し、2009 年には 7 兆 6,228 億ウォンになった。STX パンオーシャンの持株を処分（6,375 億ウォン）した影響が響いた。

2010 年には為替レートの下落によるデリバティブ資産の縮小、STX ノルウェーの売上債券の減少などの影響を受け、6 兆 7,320 億ウォンに落ち込んだが、翌年の 2011 年には STX 造船有限公司（中国・大連造船所)、STX China Shipbuilding Holdings Co., Ltd.が連結資産に含まれ、13 兆 9,098 億ウォンに急増した（両社の資産は、それぞれ 2 兆 2,387 億ウォン、1 兆 5,768 億ウォンであった)。

2012 年には同社の構造調整が本格化するにつれ、有形資産や子会社の株式を売り出した影響で 3,980 億ウォン減少した 13 兆 5,119 億ウォンとなった。

【表83. STX造船海洋のバランスシート：資本と負債（2008～2012年)】

(単位：億ウォン)

区分	2008年	2009年		2010年		2011年		2012年	
			前年比		前年比		前年比		前年比
買入債務	14,161.1	11,794.3	83.3%	10,357.4	87.8%	21,823.1	210.7%	11,909.8	54.6%
短期借入金	2,615.2	11,707.7	447.7%	11,122.0	95.0%	22,747.6	204.5%	22,623.8	99.5%
流動性長期負債	812.0	158.6	19.5%	1,930.4	1217.2%	3,188.8	165.2%	9,666.3	303.1%
流動負債	39,673.2	43,808.2	110.4%	42,220.6	96.4%	94,471.2	223.8%	110,143.5	116.6%
長期借入金	589.6	550.0	93.3%	-	-	9,154.5	-	6,657.9	72.7%
非流動負債	32,746.2	21,394.2	65.3%	8,120.1	38.0%	22,861.1	281.5%	11,827.4	51.7%
負債総計	72,419.4	65,202.3	90.0%	50,340.7	77.2%	117,332.3	233.1%	121,970.9	104.0%
資本金	1,800.0	1,800.1	100.0%	1,921.0	106.7%	1,990.8	103.6%	2,143.7	107.7%
資本剰余金	3,350.7	3,606.2	107.6%	2,501.1	69.4%	2,762.2	110.4%	3,202.1	115.9%
利益剰余金	2,670.8	1,074.3	40.2%	11,872.2	1105.1%	11,335.8	95.5%	361.1	3.2%
資本総計	13,754.5	11,026.0	80.2%	16,980.0	154.0%	17,077.6	100.6%	13,148.3	77.0%

(出所：韓国信用評価情報と STX 造船海洋の事業報告書)

同社の資本総計は 2008～2010 年の間は増加傾向が続いが、2011 年をピークにその後はマイナスに転じた。反面、負債は 2008～2010 年の間は減少傾向にあり、同時期の負債比率は良好なレベルであった。

しかし、2011 年から同社の負債は大幅に増加し、2011 年は 11 兆 7,332 億ウォン、2012 年には 12 兆 1,970 億ウォンと 2 年連続 10 兆ウォン以上の負債が発生した。これによって、負債比率も 2010 年までは 200%未満であったのが、2011～2012 年には 360%台に登り、造船 4 社の平均値を遥かに上回った。特に、流動性を確保するための短期借入金の増加傾向が続いた。

長期借入（社債）と違って、短期借入（CP）は理事会の議決や発行会社の登録、有価証券申告書の提出などの手続きがなく、信用等級が A 以上であれば、会社の財務状況や危険性などが判断基準にならない傾向がある。同社の信用等級は長期等級 A-、短期等級 A2-であるため、発行承認が出難い社債より CP の方を好む傾向が強い。反面、買入債務も減少しているが、これは新造船の受注減少による未請求工事の縮小によるものである。

同社の新造船受注量が 2008 年の 194 万 CGT から 2009～2011 年の 3 年間ではそれぞれ 47 万 CGT、75 万 CGT、95 万 CGT となり、100 万 CGT を下回った影響が響いた。

【表 84. STX 造船海洋の負債比率推移（2010～2012 年）】

（単位：%）

区分	2009年	2010年	2011年	2012年
STX造船海洋	163	194	364	365
造船4社平均	181	190	247	288
運輸装備業種平均	101	102	125	127

注 1）買入債務、短期債入金、流動性長期負債、長期社債、長期債入金、非流動負債を含む

注 2）資本金、資本剰余金、利益剰余金を含む

注 3）負債比率＝（負債合計/資産合計）*100

（出所：ThinkPool HP から矢野経済研究所作成）

同社の場合、2012 年に大々的な構造調整があったため、内部留保率も見る必要がある。

【表 85. STX 造船海洋の内部留保率推移（2008～2012 年）】

（単位：億ウォン、%）

区分	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
資本剰余金	3,350.7	3,606.2	2,501.1	2,762.2	3,202.1
利益剰余金	2,670.8	1,074.3	11,872.2	11,335.8	361.1
資本金	1,800.0	1,800.1	1,921.0	1,990.8	2,143.7
内部留保率	334.5	260.0	748.2	708.1	166.2

（出所：STX 造船海洋の事業報告書から矢野経済研究所作成）

内部留保率とは、資本取引などの特殊取引から発生した利益である資本過剰金と営業活動から得た利益である利益過剰金を合わせて資本金で割った比率で、会社が動かせる資金（量）を表す指標である。同社の内部留保率は 2010 年から下がり始め、構造調整が行われた 2012 年には 166.2%と最低値を記録した。この比率が下がると、安定的な設備投資などが難しくなるなど、資本体力が弱まる。

3-2-2. 造船 4 社の資金調達と最近の動向

韓国造船会社の資金調達方法は大きく四つに分けられる。①外部借入（ECA 貸出、一般銀行貸出、船舶ファンド等)、②社債発行、③CP 発行、④経営合理化によるコスト確保などである。

これまで、韓国造船会社の資金調達は海外銀行とのプロジェクトファイナンスを中心とした ECA 金融がメインであった。しかし、世界金融市場の逼迫が続く中、ヨーロッパ系銀行の船舶金融規模が縮小するなど調達環境が悪化している。一般銀行も造船会社に対して融資を行うが、建造金融ではなく、会社全体の運転資金であるケースが多い。また、一般銀行は海運・造船業が不況に陥った 2008 年以後、造船 4 社を含めた造船業を「危険業種」と分類し、RG を含めた船舶金融を厳しく抑制している。

このような状況で近年、造船会社の資金調達において最も目立つのは「社債発行」である。造船 4 社は 2009 年から社債を発行し始めた。造船業の好況が幕を閉じた 2008 年まで社債の発行実績は皆無であったが、世界金融危機直後である 2009 年、流動性を確保するために発行し始め、2012 年にはそれぞれ 1 兆ウォン以上の社債を発行した。造船業の不況が長期化する可能性に備えるためであった。なお、社債発行と共に CP 発行も増えた。さらに、造船 4 社はそれぞれ経営合理化を通じたコスト削減からの資金確保にも力を入れている。

（1） 現代重工業

①借入金

【表 86. 現代重工業の資金調達推移（2008～2012 年)】

（単位：億ウォン）

区分	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
短期借入金	-	5,853	31,150	72,123	75,826
長期借入金	33	52	328	22,899	37,587
合計	33	5,905	31,478	95,022	113,413

（出所：現代重工業の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

同社は 2008 年までは外部借入がほとんどなかったが、2009 年からは本格的に増加し始めた。このような現象は造船 4 社に共通であり、金融危機や新造船市場の不況による受注減少と、これによる前受金の減少、顧客の代金支払の遅延などから資金需要が増加した。

【表 87. 現代重工業の資金調達（2008 年)】

区分	内訳	利子率	金額
短期借入	－	－	0
建造金融	－	－	
ネットワーク貸出	－	－	
共同成長保証貸出	－	－	
外貨長期借入金	施設資金	2.25%	33

（出所：現代重工業の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

2008 年には施設資金として借り入れた ECA 貸出の 33 億ウォンのみであったが、2009 年には 5,905 億ウォンと一気に増加し、2010 年には 3 兆ウォン、2011 年には 9 兆ウォンを越え、2012 年には 11 兆ウォンに達した。同社の場合、長期借入より短期借入の割合が大きいのが特徴である。同社の短期借入れが多くなる理由は、大手 3 社の中で最も低い営業利益率が挙げられる。同社の営業利益率は 2011 年の 12.95%から 2012 年には 6.63%に落ち込んだ。過去に受注した低価船舶の影響が響いたためであり、2014 年まではこの影響が続くと見られている。

このため、資金需要が増えた同社は手続きが複雑な長期借入れより、短期借入の方に手を伸ばした。また、2013 年の CP 規制強化を控え、2012 年までできるだけ資金を調達するという動きもあった。

2013 年 5 月より、満期 1 年以上の長期 CP の証券申告書を提出することが義務づけられた。これにより、規制を控えた 2012 年には長期 CP の発行が増加傾向を見せた。しかし、CP は短期借入金であるため、長期借入である社債より財務的側面で安全性が大きく劣る。今後も CP を主な調達手段で用いると、借入れの短期化が進む可能性もあるため、同社は 2012 年には 1 兆ウォン以上の社債を発行するなど、借入戦略の修正に出ている。

【表 88. 現代重工業の資金調達（2009 年)】

区分	金融機関	内訳	利子率	金額
短期借入	国民銀行等	一般借入	5.39 ~ 5.79%	301,282
	輸出入銀行等	ネットワーク貸出	3.70 ~ 4.20%	460,196
	外換銀行	共同成長保証貸出	－	103,119
	新韓銀行等	USANCE	1.14 ~ 2.98%	45,931
	その他	－	－	1,036,955
長期借入	産業銀行等	プロジェクトファイナンス	5.11~5.69%	152,574
	輸出入銀行	外貨一般貸出	2.04%	0
	産業銀行	一般貸出	3.25%	0
		シンジケートローン	4.74~4.80%	0
		環境改善資金	4.83%	0
	その他	－	－	54,160

注 1）その他は、金融機関を除いた国家機関、海外銀行貸出などを含む

注 2）ユーザンス（USANCE）：外国貿易取引において、一定期間、輸入代金の支払猶予を行うこと、もしくは支払繰延金融、信用の供与など

（出所：現代重工業の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

2009 年には中小協力業界に対する金融支援のための「共同成長保証貸出」を資機材の購買代金名目で調達した（外換銀行)。また、輸出入銀行のネットワーク貸出を利用し、中小資機材メーカーに購買代金を支払った。

短期借入は主に国民銀行、新韓銀行、外換銀行などの一般銀行を通じ、運転資金などの名目で借り入れた。長期借入の場合、産業銀行を通じたプロジェクトファイナンスがほとんどを占めた。金利は 5.11～5.69%で、金額は 1,525 億 7,400 万ウォンであった。

【表 89. 現代重工業の資金調達（2010 年)】

（単位：100万ウォン）

区分	金融機関	内訳	利子率	金額
短期借入	国民銀行	一般借入	5.39 ~ 5.79%	1,604,700
	輸出入銀行	ネットワーク貸出	3.70 ~ 4.20%	184,792
	新韓銀行等	USANCE	1.14 ~ 2.98%	1,408,898
	東洋総合証券等	短期資金	2.10%	308,200
	その他	－	－	1,526,257
長期借入	産業銀行等	施設資金	5.11~5.69%	75,574
	輸出入銀行	外貨一般貸出	2.04%	26,505
	産業銀行	プロジェクトファイナンス	3.25%	4,235
		シンジケートローン	4.74~4.80%	787,000
		環境改善資金	4.83%	2,686
	その他	－	－	52,751

注 1）その他は、金融機関を除いた国家機関、海外銀行貸出などを含む

（出所：現代重工業の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

2010 年も一般銀行を利用した短期資金調達が続いた。この他、東洋総合証券（現、東洋総合金融証券）など証券会社を通じた短期借入もあった。2009 年に続き、流動性危機に陥った中小資機材メーカーのための輸出入銀行のネットワーク貸出も行った。社債発行の増加により長期借入も増加した。ほとんどが ECA からの貸出で金利は 4～5%、金融方法はシンジケートローンやプロジェクトファイナンスの形で調達した。

【表 90. 現代重工業の資金調達（2011 年)】

区分	金融機関	内訳	利子率	金額
短期借入	輸出入銀行等	ネットワーク貸出	4.65%	96,338
		建造金融	4.50%	410,000
	新韓銀行等	USANCE	0.67~3.5%	1,030,602
	韓国証券金融	担保貸出	4.66%	51,644
	その他	－	－	904,080
長期借入	輸出入銀行	外貨一般貸出	2.12%	49,592
	産業銀行等	プロジェクトファイナンス	CD+2%~5.51%	1,203,000
	産業銀行	環境改善資金	2.25%	6,266
		施設資金	3.80%	2,686
	国民銀行	国民住宅基金（ファンド）	3.00%	43,513
	その他	－	－	901,480

注 1）その他は、金融機関を除いた国家機関、海外銀行貸出などを含む

（出所：現代重工業の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

2011 年は長期借入も大幅に増加したが、短期借入はより大幅に増加した。同社の資金調達における特徴は短期借入が他社より多いことである。短期借入は 2010 年と同様、ECA 機関と一般銀行（新韓銀行）が主流であった。長期借入は ECA 機関の依存度が高い中、国民銀行の「国民住宅基金」などファンド資金も 435 億ウォン程度調達した。

2012 年にも短期借入が長期借入より多かった。しかし、長期借入の増加率が高かった理由は上記で説明したように、同社が短期借入（CP）から長期借入に（社債）調達戦略を変え始めたからである。長期借入は主に輸出入銀行と産業銀行を利用した。その中でもプロジェクトファイナンスの調達規模が大きかった。産業銀行のプロジェクトファイナンスにより、12 兆ウォンの資金を 4.80%の金利で調達した。

【表 91. 現代重工業の資金調達（2012 年)】

区分	金融機関	内訳	利子率	金額
短期借入	IBK投資証券等	一般貸出	3.11~3.66%	150,000
	新韓銀行等	USANCE	0.52~3.54%	1,180,290
	外換銀行等	輸出債権譲渡	1.21~1.75%	3,598
	輸出入銀行	建造金融	3.49~3.82%	895,000
	韓国証券金融	担保貸出	2.87~3.15%	58,998
	その他	－	－	1,827,291
長期借入	輸出入銀行	外貨一般貸出	2.11%	46,057
		建造金融	3.70~4.55%	310,000
	産業銀行	プロジェクトファイナンス	4.80%	1,200,000
		環境改善資金	3.04%	2,686
		施設資金	1.75%	5,419
	国民銀行	国民住宅基金（ファンド）	3.00%	40,276
	その他	－	－	706,448

注 1）その他は、金融機関を除いた国家機関、海外銀行貸出などを含む

（出所：現代重工業の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

②社債・CP 発行

同社は他の造船 3 社と同様、2009 年から社債を発行し始めた。世界金融危機の直後である 2009 年に初めて 3,000 億ウォンを発行した。その後の 2 年間は社債を発行しなかったが、2012 年に 1 兆 2,000 億ウォンを発行した。造船業の長期不況と新規受注の落ち込み、前受金の流入減少などにより、運転資金の負担が高まったことが背景にある。

【表 92. 現代重工業の公募社債発行推移（2008～2012 年)】

（単位：億ウォン）

区分	現代重工業	造船4社平均
2008年	0	0
2009年	3,000	4,750
2010年	0	1,300
2011年	0	2,450
2012年	12,000	9,625

（出所：現代重工業の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

【表 93. 現代重工業の最近の公募社債規模（2012 年)】

（単位：億ウォン）

区分	債券種類	発行金額	表面金利	発行日	満期日
現代重工業	一般公募社債	3,000	3.23	2012.07.24	2015.07.24
	一般公募社債	4,000	3.35	2012.07.24	2017.07.24
	一般公募社債	5,000	3.96	2012.02.17	2015.02.17
	小計	12,000			

（出所:現代重工業の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

2012 年の発行金額をみると、表面金利は 3.23～3.96%で満期は 3 年物が 2 件、5 年物が 1 件であった。現代重工業を含めた大手 3 社の会社信用等級は AA を維持しているなど、財務構造が健全な状況であるが、造船業の不透明さが長期化することに備え、現金を維持する必要性が高まり、2012 年、これまでで最大の社債発行に出た。

【表 94. 現代重工業の CP 発行推移（2008～2012 年)】

（単位：10億ウォン）

区分	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
発行金額	0	300	1,600	4,800	7,100

（出所：現代重工業の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

社債より満期期間は短いが、手続きが比較的簡単な手形の利用も増えた。同社の 2008 年の CP 発行はゼロであったが、2009 年以降急激に増加し始め、2012 年には 7 兆ウォンを越えた。また、2012 年まではほとんど長期 CP を利用したが、2013 年からは長期 CP の規制により満期が 1～2 ヶ月の短期手形の利用が増えた。

2012 年までは長期 CP の規制がなかったため、2013 年までの CP 残高（累計）2 兆 2,500 億ウォンのうち､1～2 年の手形が 1 兆 5,000 億ウォンで最も多い｡2 ヶ月未満の手形は 6,000 億ウォンである。しかし、長期 CP の規制により 2013 年には手形満期の短期化が進み、21 日や 19 日満期の CP も発行している。

③経営合理化などによる資金調達

同社はグループ会社の持株売却などによる流動性確保にも力を入れている。

まず、現代オイルバンクの株式公開（IPO）を通じて 1 兆ウォンの現金を確保する計画である。同社は 2010 年、2.5 兆ウォンを投入して精油メーカーである現代オイルバンクを傘下に収めた。現代オイルバンクの IPO を行うと 1 兆ウォンの現金を確保できるため、2012 年に行う予定であったが、韓国株式市場の低迷などから IPO の日程を延期した。

現在も IPO の再推進を検討しており、最近、株式市場が好転しているため、業界では現代オイルバンクの IPO が 2014 年に行われると見ている。その一方で、精油市況が改善されると見られる 2015 年まで IPO が延期されるという意見もある。

また、投資持分の売却も行われている。2012 年には同社が保有していた現代自動車の持株を一部売り出し、約 7,000 億ウォンを確保した。これに続き、同社が持分を追加的に売り出す可能性もある。

一方、人員削減を通じた経営合理化によるコスト削減も図っている。造船・海洋産業の高度化・成熟化により課長級以上の職員数が予想以上に増加したため、階層構造のバランスが崩れ、組織の柔軟性も落ちたことが表面的な理由である。しかし、その裏にはコスト

削減のための人員削減という意図が隠れており、同社は「希望退職」と名乗ったが、業界では「リストラ」と見られている。役員層や高年齢職員をリストラし、組織構造を改善すると同時に、人件費を削減することが実際の目的である。この人員削減は 2012 年半ばから始まり、2012 年 11 月には 100 人が退職した。

しかし、ビジネス基盤の多様化のために韓国航空宇宙産業（KAI）を買収する意思を持っており、関連資金が必要になると見られる。韓国航空宇宙産業の経営権売却は 2012 年下半期に暫定的に中止されたが、2014 年以降、再開される予定である。

(2)　サムスン重工業

①借入金

【表 95. サムスン重工業の資金調達推移（2008～2012 年)】

（単位：億ウォン）

区分	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
短期借入金	203	15,056	13,381	5,848	12,469
長期借入金	95	4,595	1,862	997	5,443
合計	298	19,652	15,243	6,845	17,912

（出所：サムスン重工業の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

サムスン重工業は造船 4 社の中で最も借入金の増加幅が穏やかである。高付加価値の海洋プラントに注力し、商船部門の低迷をある程度カバーできたことが背景にあると思われる。ただ、2009 年以降に外部借入が急増した背景は他の 3 社と共通する。同社の外部借入は 2008 年まで 300 億ウォン未満であったが、2009 年には一気に 2 兆ウォン弱に達した。

2009 年は新規受注の不振により前受金の流入が減少、船舶代金の入金が遅延した影響から資金需要が増えた。資金調達の内訳は一般貸出が 8,866 億ウォン（一般銀行と産業銀行）と最も多かった。

その他、ネットワーク貸出が 5,855 億ウォン（輸出入銀行）、中小企業共同成長資金が 1,893 億ウォン、プロジェクトファイナンスが 1,149 億ウォン（海外金融機関）、USANCE が 1,204 億ウォン（一般銀行）もあった。

中小企業共同成長資金とは、ネットワーク貸出と同様、大手造船会社に資機材などを納品する中小企業に金融機関が製品代金を支払うもので、資機材の購買代金であるため造船会社が借主になる。近年、造船業の不況が長期化するにつれ、造船 4 社とも中小資機材メーカーのための資金支援が増加している。

【表 96. サムスン重工業の資金調達（2009 年)】

（単位：100万ウォン）

金融機関	内訳	金額
産業銀行、一般銀行	一般貸出	886,600
輸出入銀行	ネットワーク貸出	585,500
外換銀行（推定）	中小企業共同成長資金	189,300
海外金融機関	プロジェクトファイナンス	114,900
一般銀行	USANCE	120,400
2009年に取引した金融機関	ハナ銀行、国民銀行、新韓銀行、ウリ銀行、外換銀行、産業銀行、輸出入銀行等	

注 1）社債 7,000 億ウォンを含む

注 2）ユーザンス（USANCE）: 外国貿易取引において、一定期間、輸入代金の支払猶予を行うこと、もしくは支払繰延金融、信用の供与など

（出所:韓国信用評価情報とサムスン重工業の事業報告書）

【表 97. サムスン重工業の資金調達（2010 年)】

（単位：100万ウォン）

金融機関	内訳	金額
産業銀行、一般銀行	一般貸出	450,000
輸出入銀行	ネットワーク貸出	385,100
外換銀行（推定）	中小企業共同成長資金	176,700
海外金融機関	プロジェクトファイナンス	112,400
一般銀行	USANCE	629,200
2010年に取引した金融機関	農協、ハナ銀行、外換銀行、産業銀行、輸出入銀行等	

注 1）社債 7,000 億ウォンを含む

注 2）ユーザンス（USANCE）: 外国貿易取引において、一定期間、輸入代金の支払猶予を行うこと、もしくは支払繰延金融、信用の供与など

（出所:韓国信用評価情報とサムスン重工業の事業報告書）

2010 年は資金調達が減少したが、これは 2008 年以前に建造した船舶の代金入金が増加したためである。資金調達の内訳は、産業銀行を中心とした一般貸出が 4,500 億ウォンで最も多く、輸出入銀行のネットワーク貸出が 3,851 億ウォンで後に続いた。この他、中小企業共同成長資金が 1,767 億ウォン、プロジェクトファイナンスが 1,124 億ウォン（海外金融機関)、USANCE が 6,292 億ウォン（一般銀行）であった。

【表 98. サムスン重工業の資金調達（2011 年)】

（単位：100万ウォン）

金融機関	内訳	金額
産業銀行、一般銀行	一般貸出	100,000
輸出入銀行	ネットワーク貸出	270,100
外換銀行（推定）	中小企業共同成長資金	328,400
一般銀行	USANCE	68,700
2011年に取引した金融機関	新韓銀行、ウリ銀行、国民銀行、ハナ銀行、外換銀行、産業銀行、輸出入銀行等	

注 1）社債 7,000 億ウォンを含む

注 2）ユーザンス（USANCE）: 外国貿易取引において、一定期間、輸入代金の支払猶予を行うこと、もしくは支払繰延金融、信用の供与など

（出所:韓国信用評価情報とサムスン重工業の事業報告書）

2011 年も 2010 年に続き、過去に建造した船舶の代金が入ってきたことから資金調達は多くなかった。資金調達の内訳は、一般貸出が 1,000 億ウォン（産業銀行と一般銀行)、ネットワーク貸出が 2,701 億ウォン(輸出入銀行)、中小企業共同成長資金が 3,284 億ウォン、USANCE が 687 億ウォンであった。

【表 99. サムスン重工業の資金調達（2012 年)】

（単位：100万ウォン）

金融機関	内訳	金額
産業銀行、一般銀行	一般貸出	600,000
輸出入銀行、産業銀行	建造金融	
一般銀行	USANCE	637,900
その他	海外法人からの借入	233,200
2012年に取引した金融機関	新韓銀行、産業銀行、輸出入銀行等	

注 1）社債 1.2 兆ウォンを含む

注 2）ユーザンス（USANCE）: 外国貿易取引において、一定期間、輸入代金の支払猶予を行うこと、もしくは支払繰延金融、信用の供与など

（出所：韓国信用評価情報とサムスン重工業の事業報告書）

2012 年には調達規模が 1 兆ウォン以上急増した。船舶契約代金の条件変更による現金の支出が原因となった。結果、海洋プラントの受注増加により前受金が減少し、運転資金の調達が増加した。資金調達の内訳は、一般貸出が 6,000 億ウォン（産業銀行、一般銀行)、

USANCE が 6,379 億ウォン（一般銀行）で、これまでなかった建造金融が 5,098 億ウォン（輸出入銀行）支援され、海外法人からも 2,332 億ウォンを借り入れた。

世界船舶金融市場を主導してきたヨーロッパ系銀行の資金逼迫の影響を受けて、海外金融機関からの外貨借入（プロジェクトファイナンス）は皆無であった。

②社債・CP 発行

同社の社債発行は他の造船 3 社と同様、2009 年から増加し始めた。2008 年の世界金融危機以降、2009 年に初めて 7,000 億ウォンを発行した。その後、2010～2011 年にはゼロであったが、2012 年には再び 1 兆 2,000 億ウォンを発行した。2012 年の発行金額をみると 1 回の調達量が 2,000～4,000 億ウォンで発行規模もかなり大きい。社債発行金額が大きくなったのは造船 4 社共通で、満期は 3 年、5 年が多い。

【表 100. サムスン重工業の公募社債発行推移（2008～2012 年）】

（単位：億ウォン）

区分	サムスン重工業	造船4社平均
2008年	0	0
2009年	7,000	4,750
2010年	0	1,300
2011年	0	2,450
2012年	12,000	9,625

（出所：韓国信用評価情報とサムスン重工業の事業報告書）

【表 101. サムスン重工業の最近の公募社債規模（2012 年）】

区分	債券種類	発行金額	表面金利	発行日	満期日
サムスン重工業	一般公募社債	3,000	3.17	2012.09.26	2015.09.26
	一般公募社債	2,000	3.25	2012.09.26	2017.09.26
	一般公募社債	3,000	4.16	2012.02.14	2015.02.14
	一般公募社債	4,000	4.39	2012.02.14	2017.02.14
	小計	12,000			

注 1）BW：新株引受権付社債

（出所：韓国信用評価、KIS Industry Outlook : Shipbuilding、2013.1）

同社の場合、高付加価値である海洋プラント部門が商船部門の低迷をカバーしたことから、現代重工業や大宇造船海洋より借入規模が大きくない。しかし、海洋プラントの売上債券の回収が遅くなるにつれ、運転資金が増加し、資金需要も増えた。

【表 102. サムスン重工業の CP 発行推移（2008～2012 年)】

（単位：100万ウォン）

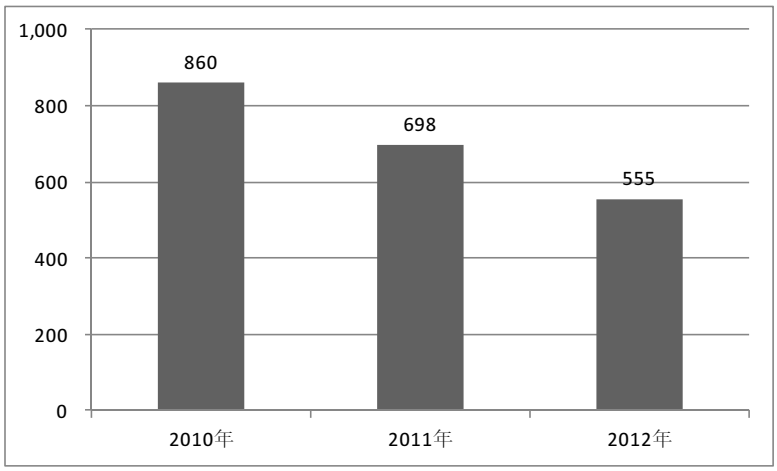
区分	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
発行金額	0	10,200	6,657	0	0

（出所：サムスン重工業の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

このため、これまで発行しなかった CP の活用も増加した。造船・海運業が好況であった 2008 年までは CP 発行が皆無であったが、2009 年に 102 億ウォン、2010 年には 66 億 5,700 万ウォンを発行した。その後、2011～2012 年には CP を発行していなかったが、2013 年には 10 月に 2,000 億ウォン、11 月に 1,000 億ウォンを調達しており、今後も CP 発行は続くと見られる。

③経営合理化などによる資金調達

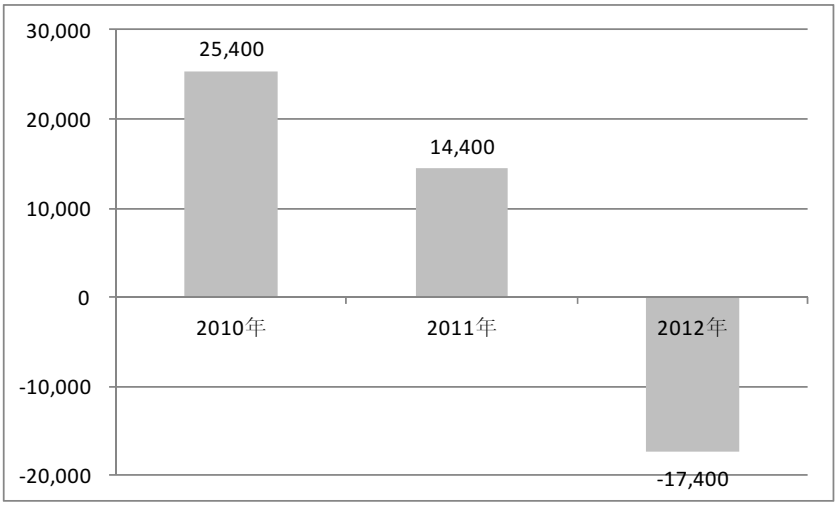
サムスン重工業は同社の建設部門を縮小するなどの経営合理化を通じ、コア事業である造船・海洋部門に注力する方針である。



【図 31. サムスン重工業の建設部門職員数（2010～2012 年)】

（出所：サムスン重工業の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

同社は、上記の方針によって建設部門の人員削減を続けてきた。建設部門の営業利益の落ち込みやコア事業の強化のため、職員数は 2010 年の 860 人から 2012 年には 555 人まで縮小した。



【図 32. サムスン重工業の建設部門営業利益（2010～2012 年)】
（出所：サムスン重工業の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

同部門の営業利益は2010年の254億ウォンから2011年には144億ウォンに縮小し、2012年には 174 億ウォンの赤字を記録した。これによって同社は 2012 年末、人員削減を追加的に行った。2012 年末時点で 555 人から更に 55 名削減し、500 人体制となった。また、建設部門の 5 チームは、3 チームに縮小・改編された。同社は、長期的には建設部門を造船と海洋プラントに必要な建設・土木ビジネスとして改編する予定である。

また、コア事業である造船部門においても 2012 年末に小規模のリストラを断行し、役員の一部を解雇するなど、経営合理化を通じた財務構造の改善を進めている。

一方、コア事業の強化を通じた経営合理化も進んでいる。造船部門では特殊船、海洋部門ではドリルシップ・FPSO の生産に焦点を合わせ、同部門の営業活動によるキャッシュフローの改善に注力する方針である。

同社は造船産業において LNG 部門のマーケットシェアが世界 1 位である。また、韓国で最初にメンブレン式 LNG 船倉を開発するなど、新技術とエコ技術を通じた付加価値の高い特殊船の生産及び受注に注力している。これにより、造船市場の世界シェア 1 位である現代重工業との差別化を図っていく方針である。

海洋部門においては、世界最大の建造実績を誇るドリルシップと FPSO におけるノウハウを利用し、競争力を向上させていく方針である。海洋設備部門においても世界的にその技術力が高く評価されており、今後、収益性が向上する期待している。ただ、現代重工業と大宇造船海洋などのライバル会社がシェアを拡大する可能性もあり、慎重な動きも見せている。

(3) 大宇造船海洋

①借入金

大宇造船海洋の外部借入は 2009 年から増加傾向にある。2009 年には 1 兆ウォンを一気に突破し、2012 年には 3 兆ウォンを上回った。

【表 103. 大宇造船海洋の資金調達推移（2008～2012 年)】

（単位：億ウォン）

区分	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
短期借入金	-	9,965	10,370	16,820	22,204
長期借入金	1,393	4,429	7,591	11,281	11,049
合計	1,393	14,394	17,961	28,102	33,253

（出所：大宇造船海洋の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

【表 104. 大宇造船海洋の資金調達（2008 年)】

（単位：100万ウォン）

区分	金融機関	内訳	利子率	金額
短期借入	-	-	-	0
長期借入	産業銀行	施設資金等	3ML+0.75%~2.27	118,471
	その他	貸出	-	5,935

注 1）ML：Month Libor

（出所:大宇造船海洋の事業報告書から矢野経済研究所作成）

同社は 2008 年上半期まで続いた受注拡大により、実質的に「無借入経営」を行ってきた。

しかし、世界金融危機による船舶・海運景気悪化の影響から新規受注が減少し、2009 年から長・短期借入を通じた資金調達が急増した。

2009 年は ECA 金融を中心とした資金調達が多かった。特に、造船会社建造金融を始め、ネットワーク貸出、海外投資資金などの金融支援を輸出入銀行から受けた。ネットワーク貸出は借主が大手造船会社で、資金は造船会社に資機材などを供給する中小資機材メーカーに入金される共同成長貸出の一種である。一般銀行や特殊銀行など、民間金融機関の金融支援も受けたが、利子率が ECA 機関より高く、短期借入が多かった。

【表 105. 大宇造船海洋の資金調達（2009 年)】

（単位：100万ウォン）

区分	金融機関	内訳	利子率	金額
短期借入	輸出入銀行	建造金融	3MK+2.23%~2.77%	172,660
	輸出入銀行	ネットワーク貸出	3MK+1.97%	156,359
	外換銀行	貸出	4.53%	100,000
	SC第一銀行	貸出（当座借超）	非公開	1,987
	農協等	USANCE	6ML+2.8%~3.5%	5,559,487
長期借入	産業銀行	施設資金等	3ML+0.75%~2.27	118,471
	ハナ銀行	運営資金	8.95%	58,380
	輸出入銀行	海外投資資金	2.50%	10,783
	その他	貸出	-	414,790

注 1）MK：Month Koribor

注 2）当座借超：当座の預金算以上の手形を発行した間合い、残高を超過し、支払われた部分（負債）のこと

注 3）ユーザンス（USANCE）：外国貿易取引において、一定期間、輸入代金の支払猶予を行うこと、もしくは支払繰延金融、信用の供与など

注 4）その他は、金融機関を除いた国家機関、海外銀行貸出、プロジェクト金融などを含む

（出所：大宇造船海洋の事業報告書から矢野経済研究所作成）

【表 106. 大宇造船海洋の資金調達（2010 年)】

（単位：100万ウォン）

区分	金融機関	内訳	利子率	金額
短期借入	農協等	USANCE	6ML+1.26%	783,666
	輸出入銀行	建造金融	3ML+1.62~1.72%	245,320
長期借入	産業銀行	基金貸出	1.00%	2,500
		施設資金	産金債1年物1.9~3.22%	240,000
		運営資金等	3ML+0.76%~2.19%	57,472
	輸出入銀行	海外投資資金	6ML+2.73~4.5%	145,779
	政策金融公社	施設資金	産金債1年物1.9%	40,000
	ウリ銀行	施設資金	2.00%	400
	ハナ銀行	運営資金	8.95%	56,945
	その他	運営資金	-	216,029

注 1）産金債：産業金融債券は、国家主要産業の財源調達を目的として産業銀行が発行する債券で、特殊債券の一種

注 2）その他は、金融機関を除いた国家機関、海外銀行貸出、プロジェクト金融などを含む

（出所：大宇造船海洋の事業報告書から矢野経済研究所作成）

2010 年も輸出入銀行の建造金融や海外投資資金を利用した ECA 中心の資金調達が行われた。新規受注が予想より少なく、世界船舶金融市場が縮小した影響を受け、既存の資金調達と共に、USANCE、売上債券の流動化など、多様化した長・短期の資金調達を行った。同年は長期借入の増加幅が大きく、ほとんどを産業銀行、輸出入銀行、政策金融公社など

の ECA 機関から調達した。

2010 年には同社の新規投資が活発に行われた。海洋部門の物量増加に対応し、防波堤の埋め立てなどの工事を進め、アンゴラにある海洋プラントの製造基地、Paenal Yard を引き受けた。また、インドネシアのガス生産鉱区など、資源開発事業の投資も行った。このようなグループの新規投資により、短期借入より借入金額が大きい長期借入を通じて 7,591 億ウォンを調達した。

【表 107. 大宇造船海洋の資金調達（2011 年)】

（単位：100万ウォン）

区分	金融機関	内訳	利子率	金額
短期借入	韓国SC銀行	貸出（当座借超）	-	7,984
	国民銀行	施設資金等	5.30~6.97%	10,000
	釜山銀行	運営資金等	6.00~6.49%	18,400
	新韓銀行	運営資金等	5.14~5.34	22,898
	ウリ銀行	運営資金等	CD+1.19~1.71	22,898
	ハナ銀行	運営資金等	4.65~6.90	10,513
	外換銀行	ネットワーク貸出	4.52~5.15%	15,000
	産業銀行	運営資金等	1.80~6.47%	199,799
	輸出入銀行	運営資金等	3MK+1.28~1.38%	260,126
	その他	運営資金	-	9,563
長期借入	産業銀行	基金貸出	1.00%	1,900
		施設資金	産金債1年物3.03~3.22	444,599
		運営資金	3ML+0.73~3.61	266,785
		施設資金	3ML+2.50	34,499
		施設資金	-	52,198
	政策金融公社	施設資金	産金債1年物1.90%	60,000
	ウリ銀行	施設資金	2.00~2.50%	2,998
	国民銀行	施設資金等	5.26~7.30%	10,687
	釜山銀行	施設資金	6.00~6.49%	22,800
	ハナ銀行	運営・施設資金	7.55%	63,140
	輸出入銀行	海外投資資金	6ML+2.73~4.50	147,662
	韓国SC銀行	流動資金	3ML+2.00~4.50	56,350
	職員や個人投資者	施設資金	4.50%	3,150
	その他	運営資金等	-	553,694

注 1）その他は、金融機関を除いた国家機関、海外銀行貸出、プロジェクト金融などを含む

注 2）韓国 SC 銀行：韓国スタンダードチャタード銀行

（出所:大宇造船海洋の事業報告書から矢野経済研究所作成）

2011 年は新規受注の回復から保有資金と営業活動による現金を運転資金に充てた。しかし、船社の入金遅延が発生するなど、外部環境が悪化したため、流動性を確保するための資金調達を行った。

建造金融や社債発行などを通じた資金調達が多く、長期借入はほとんど ECA 金融や海外資金を活用した。民間金融機関からの調達も増加し、ウリ銀行、新韓銀行、国民銀行、ハ

ナ銀行と地域銀行である釜山銀行からの調達もあった。

【表 108. 大宇造船海洋の資金調達（2012 年)】

（単位：100万ウォン）

区分	金融機関	内訳	利子率	金額
短期借入	産業銀行	短期資金	満期対応金利＋1.65%	303,958
	国民銀行	流動資金	満期対応金利＋1.52%	65,000
		貸出（当座借超）	4.31%	27,830
	釜山銀行	運営資金	4.21~6.00%	5,900
	新韓銀行	短期資金	CD91日+1.40%	100,000
	ウリ銀行	施設資金等	固定金利貸出+1.42%	31,532
	ハナ銀行	貸出	満期対応金利+1.09%	116,880
	外換銀行	短期資金	金融債(AAA)+1.45%	70,000
	輸出入銀行	建造金融	3MK+1.44%等	144,834
		建造金融	3ML+1.99%	164,145
	その他	運営資金等	-	1,128,207
長期借入	産業銀行	基金貸出	1.00%	900
		施設資金	産金債1年物＋3.22%	424,136
		一般貸出	6.35~6.41%	23,200
		運営資金	3ML+3.6~3.95%	112,055
		施設資金	3ML+3.50%	29,818
	輸出入銀行	建造金融	3MK+1.44%等	188,921
		海外投資資金	6ML+2.73~4.50%	137,101
		建造金融	3ML+2.71~2.81%	98,299
	政策金融公社	施設資金	産金債1年物＋1.90%	900
		施設資金	政金債1年物＋0.94%	50,000
		施設資金	政金債1年物＋1.11%	28,000
	ウリ銀行	施設資金	2.00~2.54%	2,978
	新韓銀行	施設資金	金融債6ヵ月+1.31%	6,000
	ハナ銀行	一般貸出	6.11%	15,000
	外換銀行	施設資金	5.95%	15,000
	職員や個人投資者	施設資金	4.50%	3,100
	その他	運営資金等	-	423,024

注 1）その他は、金融機関を除いた国家機関、海外銀行貸出、プロジェクト金融などを含む

注 2）政金債：政策金融公社が発行する債券

注 3）金融債：特別法に基づき、特定の金融機関が長期融資のための資金を吸収する目的で発行する債券

（出所:大宇造船海洋の事業報告書から矢野経済研究所作成）

2012 年も流動性確保を目的とした資金調達が増加した。その中で、無保証社債は 5,000 億ウォンに拡大した。短期借入は一般銀行を中心に 500 億～1,000 億ウォン規模の貸出が多かった。長期借入の場合、ウォン貨は 4,770 億 6,200 万ウォン、外貨は 6 億 5,107 万ドルで、両方とも短期借入より少なかった。特に、無保証社債の拡大が目立つが、これは同社の財務安全性が悪化したことを意味する。会社の財務安全性を表す流動資産を見ると、2009

年には前年比10%、2010年には同20%の減少が続いた。2011年には同4%程度増加したが、2012年には同6%減少し、再びマイナスに転じた。

流動資産は 1 年以内に現金化できる資産で、会社の流動資産が不足すると短期負債に対応できなくなり、赤字倒産の可能性も出てくる。このため、同社は信用度だけで（担保無し）簡単に借入ができる無保証社債を通じて資金難に対応している。

②社債・CP 発行

同社の社債発行は他の造船 3 社と同様、2009 年から増加した。造船・海運景気が好況であった 2008 年までは社債発行金額がゼロであったが、2009 年に 5,000 億ウォンを発行して以降、2011 年は 6,000 億ウォン、2012 年には 1 兆ウォンを発行した。2012 年の発行金額をみると 2,000～3,000 億ウォンで発行規模も拡大した。社債発行金額が拡大したのは造船 4 社共通の動きであり、満期は 3 年、5 年が多い。

【表 109. 大宇造船海洋の公募社債発行推移（2008～2012 年）】

（単位：億ウォン）

区分	大宇造船海洋
2008年	0
2009年	5,000
2010年	0
2011年	6,000
2012年	10,000

（出所：大宇造船海洋の事業報告書から矢野経済研究所作成）

【表 110. 大宇造船海洋の公募社債発行現況（2012 年）】

（単位：億ウォン）

区分	債券種類	発行金額	表面金利	発行日	満期日
大宇造船海洋	一般公募社債	3,000	3.50	2012.11.29	2017.11.29
	一般公募社債	2,000	3.34	2012.11.29	2015.11.29
	一般公募社債	2,000	3.52	2012.07.23	2015.07.23
	一般公募社債	3,000	3.73	2012.07.23	2017.07.23
	小計	10,000			

注 1）BW：新株引受権付社債

（出所：韓国信用評価、KIS Industry Outlook：Shipbuilding、2013 年 1 月）

さらに他の造船 3 社と同様、CP を新しい資金調達手段として用いている。

【表 111. 大宇造船海洋の CP 発行推移（2008～2012 年)】

（単位：100万ウォン）

区分	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
発行金額	0	3,731	3,731	100,000	700,000

（出所：大宇造船海洋の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

特に同社は長期 CP を通じての利用が多い。2013 年 4 月、政府の新しい CP 規制を控え、満期 3～5 年の CP5,000 億ウォンを発行し、同年 9 月、満期 3 年の CP 4,000 億ウォンを追加発行した。同社が大規模の CP を発行した理由は、2012 年に公募社債の需要予測に失敗したことを反省に、資金調達の効率を高めるためである。

同社は 2012 年 11 月、3 年物と 5 年物の需要が計 5,000 億ウォンに達すると予想したが、700 億ウォンしか割り当てられなかった経験がある。その後、100 億ウォンが追加されたが、4,200 億ウォン分は売却されなかった。また、同年 7 月にも 3 年物と 5 年物の 5,000 億ウォンは全て割り当てられなかった。

③経営合理化などによる資金調達

同社は子会社の持株売却などの構造調整を通じ、非コア事業を処分し、造船・海洋などのコア事業を強化すると同時に、流動性を確保していく方針である。2013 年から子会社の構造調整が本格化し、不動産や建設、資源開発部門など、10 社以上の売却を進めている。過去 7 年間、子会社が急増し、それらの経営不振の影響で同社の経営環境が悪化したためである。

同社の子会社は、2006 年の 5 社から 2009 年に 20 社、2011 年に 36 社、2012 年には 45 社と急激に増加した。しかし、子会社同士のシナジーが発揮されず、ほとんどの企業が赤字となり、造船・海洋部門の実績に悪影響を及ぼしていると指摘されていた。これは、ナム・サンテ元取締役が鉄鋼会社であるポスコ（POSCO）の経営方式を取り入れ、事業領域を拡張したためである（ポスコも 2012 年から子会社の構造調整を行い、20 社以上減らした)。

同社は子会社の構造調整の一環として同年 7 月、資源開発会社である「大宇造船海洋 SMC」の売却を発表した。金鉱を採掘する会社で、この分野は造船・海洋事業と大きな繋がりが無いという背景から売却対象になった。

子会社に対する構造調整が進んでいる中、同社の売却も進んでいる。大宇グループの不調事業を再生させるために構造調整が進んだ 1999 年、大宇重工業の造船部門が分離され大宇造船海洋が設立された。その後、2001 年に公的資金 2 兆 9,000 億ウォンが投入され、劇的に業績が回復したが、現在は産業銀行、金融委員会、国民年金公団など公的機関が同社の 56.7%の株式を保有している。

2013 年 6 月、金融委員会は大宇造船海洋の株式 3,280 万株（全体の 17.2%）の売却を発表した。政府は筆頭株主である産業銀行の持株と経営権まで売り出すことも検討している。産業銀行の持株売却が実現すると、経営権も移動するため、同社の経営方針や営業実績に影響を及ぼすと見られる。業界では、政府が同社の売却を急ぐ理由を朴槿恵大統領の政権初期に公的資金を早期回収するためであると分析している。

(4) STX 造船海洋

①社債・CP 発行

同社は他の造船 3 社と同様、2009 年から社債を発行し始めた。造船・海運景気が好況であった 2008 年までは社債発行金額がゼロであったが、2009 年から 2012 年にかけて 4,000～5,000 億ウォンの社債を発行した。しかし、大手 3 社の発行金額がそれぞれ 1 兆ウォンを超えた 2012 年、同社はその半分程度である 4,500 億ウォンに留まった。

【表 112. STX 造船海洋の公募社債発行推移（2008～2012 年）】

（単位：億ウォン）

区分	STX造船海洋	造船4社平均
2008年	0	0
2009年	4,000	4,750
2010年	5,200	1,300
2011年	3,800	2,450
2012年	4,500	9,625

（出所：STX 造船海洋の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

【表 113. STX 造船海洋の最近の公募社債規模（2012 年）】

（単位：億ウォン）

区分	債券種類	発行金額	表面金利	発行日	満期日
STX造船海洋	BW	2,000	-	2012.09.06	2015.09.06
	一般公募社債	1,000	3.00	2012.09.06	2015.09.06
	一般公募社債	1,500	6.90	2012.04.09	2015.04.09
	小計	4,500			

注 1）BW：新株引受権付社債

（出所：韓国信用評価、KIS Industry Outlook：Shipbuilding、2013 年 1 月）

流動性危機から造船 4 社の中で最も資金負担が多かった STX 造船海洋の社債発行規模が 4 社平均値を大きく下回ったのは、同社の社債信用等級が引き下がったことにある。同社の社債信用等級は社債発行が活性化した 2009 年から 2011 年まで A-（長期等級）であったが、2012 年には BBB+に下がった。社債発行における流動性も大手 3 社とは異なり「不足」状

態が続いた。信用評価の落ち込みから同社は 2012 年、社債を十分に活用できなかった。短期等級（CP）も 2009～2011 年の A2-から 2012 年には A3+に下がり、今後の CP 発行などに影響する可能性も排除できない。しかし、同社の CP 発行は短期等級の低下にも関わらず 2012 年にも増加した。

【表 114. STX 造船海洋の CP 発行推移（2008～2012 年)】

（単位：10億ウォン）

区分	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
発行金額	0	840	1,250	1,760	1,960

（出所：STX 造船海洋の事業報告書に基づいて矢野経済研究所作成）

社債発行とは異なり、CP 発行を通じた資金調達は増加傾向が続いた。同社は社債と同様、2009 年から CP を発行し始めた。2009 年の 840 億ウォンから始め、2010 年に 1,000 億ウォンを越え、2012 年には 2,000 億ウォン弱に達した。CP は満期構造やリファイナンス（調達した資金を償還するため、改めて資金を調達すること）の側面から見ると安全性が低いが、社債よりは借入が容易である。このため、同社は今後も CP 発行を通じた資金調達が増加すると予想される。

【表 115. 造船 4 社の信用等級および流動性推移（2009～2012 年)】

会社名	区分	2009年	2010年	2011年	2012年
現代重工業	長期等級	AA+（安定）	AA+（安定）	AA+（安定）	AA+（安定）
	短期等級	A1	A1	A1	A1
	流動性	良好	良好	良好	良好
大宇造船海洋	長期等級	AA-（安定）	AA-（安定）	AA-（安定）	AA-（安定）
	短期等級	－	A1	－	A1
	流動性	－	優秀	－	普通
サムスン重工業	長期等級	AA-（安定）	AA-（安定）	AA（安定）	AA（安定）
	短期等級	A1	A1	A1	A1
	流動性	普通	普通	良好	良好
STX造船海洋	長期等級	A-（安定）	A-（安定）	A-（安定）	BBB+（安定）
	短期等級	A2-	A2-	A2-	A3+
	流動性	不足	不足	不足	不足

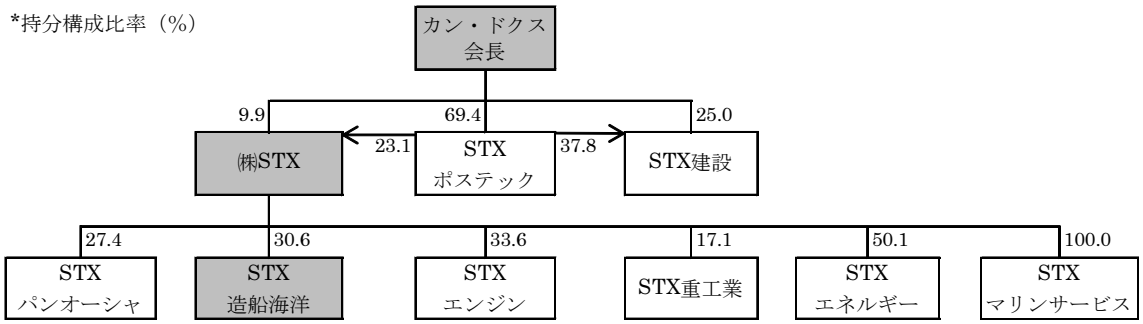
（出所:韓国信用評価情報）

②経営合理化：STX 造船海洋の構造調整について

IMF 通貨危機の際、外資系企業に買収された「双龍重工業」を 2001 年にカン・ドクス会長が 20 億ウォンで引き受け、STX グループは設立された。その後、汎洋商船（現、STX パンオーシャン）、サンダン・エネルギー（現、STX エネルギー）、大東造船（現、STX 造船海洋）を次々と買収。M&A を通じて会社規模を拡張した結果、10 年足らずの期間で財

閥系企業ランキング 13 位までに成長した。2000 年代半ばから続いた世界造船・海運景気の好況がその成長を後押しした。しかし、2008 年の世界金融危機以降、貿易量の減少による海運・造船業の景気悪化の影響を受けて流動性危機が始まり、2010 年からはその影響がグループ全体に広がった。

STX グループが短期間で著しく成長し、急激に落ち込んだのは STX パンオーシャン（海運）-STX 造船海洋（造船）-STX 重工業（船舶用資機材、鉄鋼製品）-STX エンジン（船舶用エンジン）が垂直統合された関連会社であることに起因している。海運・造船業の景気悪化により、これらの関連会社が連鎖的に打撃を受けざるを得なかった。



（出所：thebell、2013 年 11 月 20 日、STX 造船海洋の出資転換遅延）

【図 33. STX グループの支配構造と持分構成比】

造船会社大手 3 社と業種が重なるにも関わらず、海洋プラント事業など造船部門を代替する事業を予め準備しなかったことも事業悪化の要因となった。しかし、同グループを構造調整に追い込んだ最も決定的な要因は、無理に M&A と新規投資を進め、会社規模を膨らましてきたことにある。

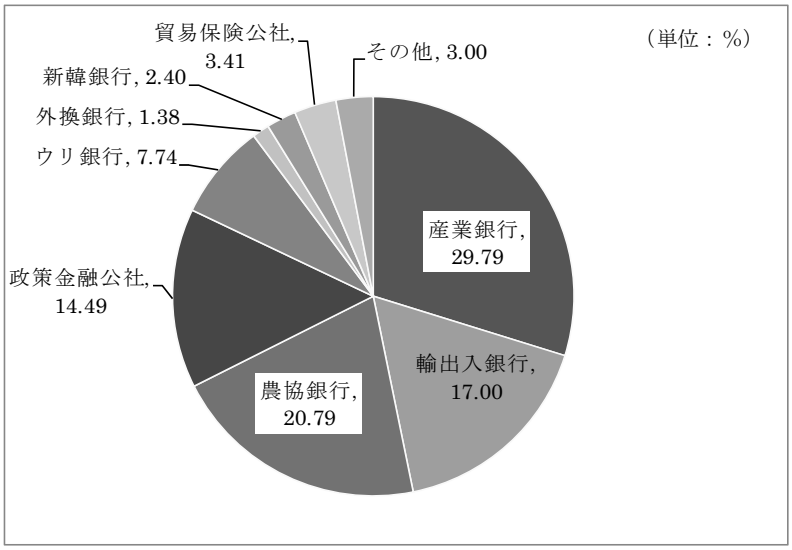
カン・ドクス会長の投資戦略はかなり攻撃的であると評価される。同会長の M&A 戦略は「引受－早期正常化－上場－投資金回収－追加 M&A」である。会社を捨て値で引き受け、資金を投入して正常化させた後、上場する。株価が垂直上昇すると、そこから投入金を回収し、これらの資金でまた M&A を進めるという「絶え間ない会社拡張戦略」を進めてきた。

特に 2007 年、世界最大のクルーズ船メーカーであり、現在の STX ヨーロッパである Aker Yards を引き受けたことがグループの流動性危機の引き金になった。これによって同社は韓国造船会社が過去、全く手掛けてこなかった大型旅客船ビジネスに参入した。さらに、2008 年には中国の大連に超大型造船所を設立した。Aker Yards が同グループの没落の引き金であるとすれば、この大連造船所の建設は致命的な没落要因になった。

「造船－エンジン－海洋プラントまで一括生産できる世界最大の造船所」を目標に掲げ、他のグループ会社で積み上げた収益を投資した。しかし同年に発生した世界金融危機から同グループのコア事業部門の負債比率が高まり、大連造船所の運転資金に対応し切れなくなった結果、財政悪化によるグループの解体を余儀なくされた。

STX 造船海洋は 2013 年 4 月、「債券団自律協約」を申請した。債券団自律協約は、流動性や信用リスクにより倒産危機に追い立てられた会社を救済するための支援策である。債券金融機関と会社が流動性支援計画と構造調整計画について包括的な協約を結び、経営正常化を進める。債券団は同年 7 月から自律協約を開始し、同社の不良債権に対応するために 2014 年まで 2 兆 7,000 億ウォンを支援することにした。更に、1 兆 8,000 億ウォンの追加支援も検討されている。2011 年と 2012 年に目先の現金確保を目的に原価より低い価格で受注した低価受注分が累積し、財務構造の悪化に繋がったからである。しかし、債券団の一部は追加支援について反対しており、追加支援は難航している。

同社が資金支援を受けて出資転換を行う場合、株主構成比は以下のようになる。



（出所：thebell、2013 年 11 月 20 日、STX 造船海洋の出資転換遅延）

【図 34. STX 造船海洋の出資転換後の株主構成比】

同社は 2013 年 10 月、組織改編と人員削減を行った。既存の 4 部門、17 本部、102 チームから 3 部門、14 担当、3 室、68 チームに改編した。最大 7 段階まであった決済段階を 4 段階にし、意思決定スピードを上げた。役員数も 40%削減し、26 人体制にした。

同年 11 月からは二次構造調整に突入した。ソウル事務所を筆頭に事務所の閉鎖、人員削減などを進めている。ソウルの南大門路事務所の機能をほぼ鎮海の造船所に移転、役員との面談を通じてリストラを本格化させている。職員全体の 30%以上を削減する予定で、ソウル事務所の場合、300 人のうち半分以上がリストラ対象になったという。およそ 3,000 人が勤務している鎮海造船所においても、人員削減の時期や規模などを検討している。

ビジネス面では海洋プラント事業を縮小し、中型油槽船とバルク船、海洋プラント支援船、軍艦、海警船、特殊船などの船種に注力する方針である。

STX 造船海洋が自律協約を申し込んだ後、同年 4 月 26 日には STX 建設は法廷管理を、5

月 3 日には STX と STX 重工業、STX エンジンが自律協約を申請した。

法廷管理とは、自力では再生不能な状態になった場合、法定で定めた第 3 者が資金や経営を管理する制度である。

その他、2012 年 12 月には STX エネルギーを GS グループに 5,649 億ウォンに売却し、産業銀行を通じて STX 大連と STX ヨーロッパの売却も進めた。

③構造調整による資金調達の失敗

STX 造船海洋、STX パンオーシャン、STX の 3 社の 2013 年における公募社債満期金額は 1.5 兆ウォンであったが、追加的な社債発行が円滑に行われず、上記会社の赤字経営が続いており、資金負担が増加した。

また、資金負担が高い上記 3 社の 2012～2013 年のキャッシュフローは満期が到来した公募社債の償還を含め、現金性資産と資産売却などだけでは必要資金に対応できない可能性も高かった。特に STX パンオーシャンの場合、公募社債の満期金額が 4,000 億ウォンで、発注された船舶の自己負担金（約 1,900 億ウォン）、船舶金融の満期金額（約 3,700 億ウォン）、金融費用（約 1,700 億ウォン）など、1 兆ウォン以上の資金が必要である一方、2012 年に続き、2013 年も営業部門からの現金確保が難しかった。このため、2014 年以降に STX パンオーシャンの売却が実現し、金融機関の建造金融や資金支援によって短期的には流動性危機を克服できると期待していた。

【表 116. STX 造船海洋の資金所要と予想資金源 1（2012～2013 年）】

（単位：億ウォン）

区分	STX造船海洋	STX	STX パンオーシャン	合計
主要資金所要	11,427	5,949	11,275	28,561
公募社債満期	6,500	4,800	4,000	15,300
2013年1Q	-	-	2,000	2,000
2013年2Q	4,500	2,000	-	6,500
2013年3Q	1,000	800	-	1,800
2013年4Q	1,000	2,000	2,000	5,000
船舶金融満期	-	-	3,708	3,708
2012年4Q	-	-	730	730
2013年	-	-	2,978	2,978
銀行借入の償還（2013年1Q）	2,000	-	-	2,000
金融費用	1,503	1,093	1,667	4,263
2012年4Q	301	219	333	853
2013年	1,203	875	1,333	3,411
CAPEX/持分投資	1,424	56	1,900	3,380
2012年4Q	424	-	700	1,124
2013年	1,000	56	1,200	2,256

注 1）CAPEX : Capital Expenditure、資本的支出のことで、単なる不動産を維持するための修繕費用ではなく、不動産の価値や耐久年数を延ばすための経費

【表 116. STX 造船海洋の資金所要と資金源 2（2012～2013 年)】

（単位：億ウォン）

区分	STX造船海洋	STX	STX パンオーシャン	合計
主要資金源泉	8,057	1,532	8,903	18,492
STXエネルギーの資本誘致	1,201	450	-	1,660
STX OSVの売却	4,288	-	-	4,288
その他（資源開発、船舶売却）	-	500	2,000	2,500
STX重工業の持分売却	256	256	-	513
公募社債発行（2013年1Q)	-	-	1,000	1,000
売上債券流動化（2013年）	-	-	4,000	4,000
現金性資産（2012年）	2,303	326	1,903	4,532
資金過不足	-3,370	-4,417	-2,372	-10,159
STXパンオーシャンの売却	1,770	3,230	-	5,000
資金過不足2	-1,600	-1,187	-	-2,788

注 2）資金過不足 2：STX パンオーシャンの売却を反映した場合

（出所：韓国信用評価、ホン・ソクジュン、
「造船会社の財務構造から見る造船および海洋プラント産業」）

しかし、グループ会社の持株などを売却し、財務構造の改善と流動性の確保に取り組む計画は失敗に終わった。

2012 年には STX エネルギーの資本誘致（計 3,601 億ウォン）を通じ、STX 造船海洋に 1,210 億ウォンを投入した。また、STX OSV を売却し、その代金の 7,680 億ウォンのうち 4,300 億ウォンを STX 造船海洋に投入した。STX OSV は海洋作業支援船を建造する会社である。

2013 年の初頭には STX パンオーシャンの公開売却を進めた。STX パンオーシャンを売却すると、4,000～7,000 億ウォン程の資金を確保できると期待したが、失敗に終わり、同年 4 月に経営権の持株を主債券銀行である産業銀行が引き受けることになった。同年 6 月には STX、STX 重工業、STX エンジンに継ぎ STX パンオーシャンまで法廷管理を受けることになり、グループ会社の売却などによる資金調達計画は完全な失敗に終わった。STX パンオーシャンは、2013 年 12 月 27 日に STX グループから系列分離になり、2014 年 2 月からは、産業銀行による本格的な売却が進んでいる。

【表 117. 失敗に終わった STX グループの財務改善計画】

時期	対象会社	形態	効果	目標
2012年	STXエネルギー	投資誘致	3,600億ウォン流入	計 2兆ウォン 以上の 資金確保
	STX OSV	売却	7,680億ウォン流入	
2013年 以後	STXパンオーシャン	売却	4,000~7,000億ウォン予想	
	STX重工業	合併後、 持分売却	未定	
	STXメタル			
	STX造船海洋の 中国・大連造船所	投資誘致		

（出所：各種資料に基づいて矢野経済研究所作成）

4．別添

4-1．別添：造船 4 社の船舶受注動向

【表 118．現代重工業の新造船受注量推移（2008～2012 年）】

区分	国内船		輸出船		合計	
	積	CGT	積	CGT	積	CGT
2008年			107	3,800,484	107	3,800,484
2009年	1	16,346			1	16,346
2010年	3	95,649	49	1,397,005	52	1,492,654
2011年			46	2,204,881	46	2,204,881
2012年	5	165,231	29	1,497,381	34	1,662,612

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

【表 119．現代重工業の新造船建造量推移（2008～2012 年）】

区分	国内船		輸出船		合計	
	積	CGT	積	CGT	積	CGT
2008年	1	25,971	91	3,636,671	92	3,662,642
2009年	3	86,000	98	3,335,175	101	3,421,175
2010年	1	30,014	74	2,863,454	75	2,893,468
2011年	3	86,384	90	3,231,509	93	3,317,893
2012年	4	127,929	73	2,778,321	77	2,906,250

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

【表 120．現代重工業の新造船手持工事量推移（2008～2012 年）】

区分	国内船		輸出船		合計	
	積	CGT	積	CGT	積	CGT
2008年			359	13,376,809	359	13,376,809
2009年	1	16,346	258	9,908,965	259	9,925,311
2010年	15	560,643	187	6,862,291	202	7,422,934
2011年	9	334,215	145	6,057,667	154	6,391,882
2012年	10	373,783	105	4,992,596	115	5,366,379

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

【表 121. サムスン重工業の新造船受注量推移（2008～2012 年)】

区分	国内船		輸出船		合計	
	積	CGT	積	CGT	積	CGT
2008年			54	221,562	54	221,562
2009年			3	130,236	3	130,236
2010年			62	2,165,233	62	2,165,233
2011年	3	93,296	42	2,563,882	45	2,657,178
2012年			16	706,903	16	706,903

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

【表 122. サムスン重工業の新造船建造量推移（2008～2012 年)】

区分	国内船		輸出船		合計	
	積	CGT	積	CGT	積	CGT
2008年	4	97,372	49	2,365,554	53	2,462,926
2009年			54	2,387,915	54	2,387,915
2010年	1	50,036	50	2,481,493	51	2,531,529
2011年	4	200,019	69	2,743,138	73	2,943,157
2012年	1	18,873	63	2,374,427	64	2,393,300

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

【表 123. サムスン重工業の新造船手持工事量推移（2008～2012 年)】

区分	国内船		輸出船		合計	
	積	CGT	積	CGT	積	CGT
2008年			236	10,877,051	236	10,877,051
2009年			183	8,621,773	183	8,621,773
2010年	7	206,519	164	6,510,321	171	6,716,840
2011年	3	93,296	168	7,718,699	171	7,811,995
2012年	3	93,296	114	5,759,814	117	5,853,110

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

【表 124. 大宇造船海洋の新造船受注量推移（2008～2012 年)】

区分	国内船		輸出船		合計	
	積	CGT	積	CGT	積	CGT
2008年	2	61,026	56	2,304,249	58	2,365,275
2009年	1	18,663	22	712,799	23	731,462
2010年	2	48,494	61	1,860,149	63	1,908,643
2011年	5	302,306	38	2,699,745	43	3,002,051
2012年			18	1,111,830	18	1,111,830

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

【表 125. 大宇造船海洋の新造船建造量推移（2008～2012 年)】

区分	国内船		輸出船		合計	
	積	CGT	積	CGT	積	CGT
2008年	1	79,824	38	2,016,086	39	2,095,910
2009年	1	30,513	55	2,626,657	56	2,657,170
2010年	4	150,437	58	2,741,441	62	2,891,878
2011年	5	113,277	55	2,563,188	60	2,676,465
2012年	2	39,166	58	2,394,112	60	2,433,278

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

【表 126. 大宇造船海洋の新造船手持工事量推移（2008～2012 年)】

区分	国内船		輸出船		合計	
	積	CGT	積	CGT	積	CGT
2008年	2	61,026	198	9,362,549	200	9,423,575
2009年	3	79,690	169	7,539,518	172	7,619,208
2010年	4	200,146	198	7,715,029	202	7,915,175
2011年	6	321,335	154	7,300,916	160	7,622,251
2012年	5	302,306	112	5,986,710	117	6,289,016

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

【表 127. STX 造船海洋の新造船受注量推移（2008～2012 年)】

区分	国内船		輸出船		合計	
	積	CGT	積	CGT	積	CGT
2008年	4	95,267	68	1,845,070	72	1,940,337
2009年			17	476,556	17	476,556
2010年	3	53,764	30	695,418	33	749,182
2011年	10	156,589	28	792,172	38	948,761
2012年	7	94,762	51	1,371,715	58	1,466,477

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

【表 128. STX 造船海洋の新造船建造量推移（2008～2012 年)】

区分	国内船		輸出船		合計	
	積	CGT	積	CGT	積	CGT
2008年	1	19,878	54	990,348	55	1,010,226
2009年	3	23,641	49	884,399	52	908,040
2010年	2	62,748	53	1,138,841	55	1,201,589
2011年	4	135,731	39	874,740	43	1,010,471
2012年	2	69,133	37	895,961	39	965,094

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

【表 129. STX 造船海洋の新造船手持工事量推移（2008～2012 年)】

区分	国内船		輸出船		合計	
	積	CGT	積	CGT	積	CGT
2008年	4	92,235	251	5,956,682	255	6,048,917
2009年	4	92,234	215	5,417,045	219	5,509,279
2010年	22	682,468	134	3,363,751	156	4,046,219
2011年	28	720,477	116	3,179,508	144	3,899,985
2012年	25	529,556	114	3,359,804	139	3,889,360

（出所：韓国造船海洋プラント協会、2013 造船資料集）

4-2. 別添：中堅・中小の造船会社、海運会社、資機材メーカーの船舶金融

4-2-1. 最近動向

造船 4 社を除いた中堅・中小造船会社、海運会社、資機材メーカーなど、関連業界の資金調達状況を別添としてまとめた。

大手造船会社 7 社（サムスン重工業、現代重工業、大宇造船海洋、STX 造船海洋、現代尾浦造船、現代三湖重工業、韓進重工業）のうち、海洋プラント部門を強化し、危機を乗り越えようとしている大手 3 社と現代グループの傘下にある現代尾浦造船、現代三湖重工業の 2 社は、造船不況の中でもグループの巨大な資本と立場を利用して資金を調達しているが（構造調整が進んでいる STX 造船海洋は例外)、韓進重工業を含め、大鮮造船、SHINASB、SPP 造船、SPP 海洋造船などの中堅造船会社は実績悪化による流動性危機で困難な状況にある。これらの中堅造船会社は特に 2008 年以降、受注の取消や船舶金融の逼迫による投資・運転資金の調達負担が高まっている。

韓進重工業は 2008 年以降、商船部門の受注減少から釜山・影島に位置した造船所の稼動が長期に中断するなど、経営悪化が続いている。このような状況から借入金規模が売上を越えるなど、キャッシュフローも悪化している。

同社の売上は 2008 年の 3 兆 8,480 億ウォンから 2012 年には 1 兆 3,539 億ウォンと 65%急減した。総借入金は 2008 年の 2 兆 9,862 億ウォンから 2012 年には 3 兆 1,216 億ウォンに増加し、売上げ規模を超えた。最近になって新規受注の可能性も出てきたが、構造調整に反対する労組のデモが起こるなど会社状況が不安定であり、受注が難しい状況である。このため、2011～2013 年に渡って輸出入銀行が「対外経済協力基金（EDCF)」を利用して、同社に 255 億 7,700 万ウォンを支援するなど、政府支援もあったが、3 兆ウォンを超える借入規模を考えると、まだ不足している状況である。

2000 年代半ばまで､世界 100 大造船所(手持工事量基準)を運営していた SHINASB は、長期に渡った不況から船舶発注量は減少する一方、船価下落が続いた結果、破産となり、構造調整が進んでいる。2008 年に受注した 100 隻のうち 70 隻が受注取消になり、残り 30 隻で 4 年間（2009～2012 年）会社を運営するなど、経営状況が悪化した。2013 年にはヨ

ーロッパの船主から 6 隻の新造船契約を締結したが、RG を発行する金融機関がなく、苦戦している。現在、同社の持株 65%を持っている貿易保険公社が「赤字受注」を理由に RG 発行を拒否しいるためである。

この他にも、中小・中堅造船会社と共に中小海運会社や資機材メーカーの倒産、事業縮小が続いた。2012 年には代表的な造船・海洋資機材メーカーであるオリエンタル精工が破産申請をし、船舶エンジンを生産する斗山エンジンも工場の稼動を一部中止した。

4-2-2. 資金調達現況

中堅・中小造船会社、海運会社、資機材メーカーの船舶金融の利用形態は、自己資金、リース金融、船舶ファンド、各種制度による支援などがあり、大手造船会社の船舶金融と似ているが、利用形態は異なる部分が多い。

【表 130. 中堅・中小造船会社、海運会社及び資機材メーカーの資金調達】

区分	内容
自己資金	①純粋な会社資金（利益過剰金） ②有価証券の発行からの財源 ③銀行など金融機関からの外部借入
リース	①施設のリース ②延払い販売 ③分割払い金融
船舶ファンド	①船舶投資会社制度上の船舶ファンド ②間接投資資産運用法上の船舶ファンド
その他	①韓国銀行の外貨貸出：1997年以降中止 ②計画造船制度：1994年以降、実績無し ③国内建造BBC-HP：現在、外貨借入が難しく、有名無実状態

（出所：各種資料に基づいて矢野経済研究所作成）

中小資機材メーカーは、自己資金の中で利益過剰金などの純粋な会社資金を使う方法を主に用いている。中小造船会社や海運会社の場合、低価船舶の購入や建造にごく一部を用いている。有価証券の発行からの財源は一部、安定的な規模を持った上場会社に限って実用性があり、その他は経営権が不安定になる恐れがある。

銀行貸出機関は産業銀行、輸出入銀行の ECA 機関と新韓銀行、水協、釜山銀行などがある。主に元金は均等であるが、利子は残余元金が減少しながら差し引かれる元金均等償還方式である。中小海運会社の船舶担保貸出の場合には船価の 50%程度が貸出範囲になる。造船会社の場合、ECA 機関や一般銀行から RG（前受金還付保証）が行われる。この他、国内銀行より金利などの条件が有利な海外銀行貸出もあるが、貸出条件が厳しく、各種の

会計資料（数年間のバランスシートや損益計算書等）を通じた財政状況の把握、マーケットでの信用などを根拠にして金融を行うため、現実的に中小会社は利用できず、造船 4 社がプロジェクト金融などの形で利用している。

リース金融は、施設リース、延べ払い販売、分割払い金融などに分かれる。施設リースは特定のもの（船舶など）を新しく取得またはレンタルし、取引相手に一定期間使用してもらい、その運用料（傭船料）を分割払いで得る金融方式である。延べ払い販売は新しく取得したものを取引相手に引き渡し、その代金や利子を分割払いで得る。

分割払い金融は融資した財貨の元利金を分割して償還する金融である。リース金融の利子は基準金利＋追加金利であるが、表面金利は一般銀行と同じレートを提供する。しかし、金融条件が厳しく、各種の手数料や保証預かり金などを踏まえて貸出レートを算定すると、一般銀行よりレートが高くなるのが一般的である。リース会社は一般銀行より金利の高い資金を利用する条件として、要求する担保や自己負担金額が一般銀行より少なく、貸出金額も大きい。リース金融も元利金均等償還方式を主に用いる。

船舶ファンドは、資機材メーカーよりは中小船社が用いるケースが多く、船舶投資会社制度上の船舶ファンドと間接投資資産運用法上の船舶ファンドに分かれる。船舶投資会社制度上の船舶ファンドは船舶運用会社が船舶投資会社を設立し、船社 10%、金融機関 60%、一般公募 30%の形式で資金を調達する。一般的にパナマなどに SPC を設立して進める。所期負担金額が大きく、証券会社などのマネージメントコストが追加されるケースもある。間接投資資産運用法上の船舶ファンドは別途会社を設立せず、投資信託だけで資金を利用できる。

「船社 10%（契約金）、一般公募（90%）」のタイプは船社が 90%を支援されると同時に、船舶を同銀行に資産（担保）として保管し、90%の資金に対して投資家を募集するファンドである。利子は投資家の配当収益 7.5%、諮問料 3%、運用会社の手数料 1.2%など計 8.7%で構成される。

その他の金融としては、韓国銀行の外貨貸出、計画造船制度、国内建造 BBC-HP などがある。まず、韓国銀行の外貨貸出は中小企業法に基づいた中小企業支援策として行われたが、1997 年以降、中止となった。計画造船制度の場合、1976 年に施行したが、高金利（12%以上）などが原因で 1994 年以降、利用実績がほとんどない（現在は、一部の内抗船に支援されている）。国内建造 BBC-HP は 1989 年、産業政策審議会を通じて行われたが、現在は世界金融市場の逼迫から外貨の調達が難しくなり、有名無実な制度に転落した。

中堅・中小造船会社は、金融機関が RG 発行・一般貸出を抑制し、信用等級がほとんど A-以下であり、社債発行が難しい中、新しい資金調達方法を利用し始めた。外部借入や社債発行の代わりに有償増資を利用し、資金を確保した。有償増資とは、会社が資金を確保するために新株を発行し、株主から資金を得ることで資本を増やす方法である。

金融機関から資金を調達すると、利子を支給し、満期まで元金を償還する反面、株主か

らの資金は償還義務を持たないため利用するケースが多い。このため、有償増資は新規借入や社債発行が不可能な造船会社が選べる最後の資金調達手段である。韓進重工業も 2013 年に造船・建設部門の実績悪化を理由に運営資金を有償増資から調達した。2008 年以降、借入金が急増した上に信用等級も A0 から A-に落ち、社債発行も難しくなったためである。

中小・中堅海運会社も有償増資を利用したり、会社の状況によっては ABCP（資産担保付企業手形）などを通じて資金を調達している。その他にも 2012 年からは、政策金融公社の間接貸出も利用している。同公社は中小・中堅海運会社の資金不足を解消するために船舶金融間貸出制度を取り入れ、民間金融機関 3 社（外換銀行・釜山銀行、KDB キャピタル）と業務協約を締結した。船舶金融の間接貸出を通じて、海運景気の低迷から経営悪化に陥った中小･中堅海運会社の資金難を解消し、民間金融機関の船舶金融を活性化させ、良質の外貨資金を供給することを目的としている。

中小･中堅海運会社に対する船舶購入資金は On-lending（間接貸出）で行う。On-lending は前述の通り、政策金融公社が仲介金融機関（銀行）を通じて中小・中堅企業に政策資金を支援する制度である。支援対象は韓国で建造した中小・中堅海運会社の新造船や中古船である。支援方式は民間金融機関から長期低利の外貨資金を調達した政策金融公社、中小・中堅海運会社に資金を供給し、民間金融機関は船舶金融の需要発掘や与信審査なども行う。

【表 131. 中小･中堅海運会社向けの間接貸出】

区分	内容
導入時期	2012年1月
目的	・中小･中堅海運会社の資金難を解消 ・船舶金融の活性化 ・良質の外貨資金の供給を通じて公社の役割を拡大
支援対象	韓国で建造した新造船・中古船の導入時
支援機関	政策金融公社＋民間金融機関(外換銀行・釜山銀行・KDBキャピタル)
支援方法	・船舶購入資金を間接貸出(On-lending)で支援 ・民間金融機関の長期低利の外貨資金を供給
貸出限度	計3億ドル

（出所：矢野経済研究所作成）

中小資機材メーカーは、輸出入銀行が大手造船会社に原材料や部材を納入する名目で行う「ネットワーク貸出」を利用している。

2009 年 4 月、造船 4 社を含めた大手造船会社 10 社は輸出入銀行とネットワーク制度のための業務協約を締結した。グローバル景気の悪化と造船業の受注不振、前受金の入金遅延などから造船会社と共に資機材メーカーの流動性が悪化されたことがきっかけになった。

【表 132. 資機材メーカー向けのネットワーク貸出】

区分	内容
導入時期	2009年3月
参加企業 (借主)	現代重工業、サムスン重工業、大宇造船海洋、STX造船海洋、韓進重工業、 SPP海洋造船、成東造船海洋、大鮮造船、韓国造船海洋資機材工業協同組合
対象企業	輸出効果が高く、大規模協力会社と取引する業種（船舶・プラントなど）、 大手造船会社を中心に他業種に拡大
ネットワーク 貸出の手順	①輸出入銀行と造船会社（借主）の貸出契約 ②資機材メーカーが造船会社に商品供給 ③造船会社が輸出入銀行に貸出を申し込む ④輸出入銀行が資機材メーカーに商品の代金を支払う

（出所：輸出入銀行）

資機材が造船会社に納品されるため、造船会社貸出に分類されるが、実際の資金は資機材メーカーに渡される。つまり、ネットワーク貸出の借主は造船会社であるが、貸出資金は資機材メーカーに支払われる制度である。資機材メーカーが造船会社に部材を納品すると、輸出入銀行は直ちに資機材メーカーの口座に部材代金を振り込む。造船会社は同制度を通じて外注（資機材などの製造）費用を安定的に確保し、資機材メーカーは資金決済期間を短縮することで、大手－中小企業が共に成長できる基盤を作ることができる。特に、同制度は大手造船会社が流動性危機で苦しんでいる資機材メーカーのために借主の役割を果すことで、経済危機を乗り越える模範事例として評価されている。

釜山銀行など、地域銀行でも中小資機材メーカーに金融を行っている。特に、2013 年 2 月から新しい船舶金融商品である「中小企業共同成長貸出」を通じて、中小資機材メーカーを支援している。支援規模は年間 2,000 億ウォンで、差別化されたアイデアと新技術を持った資機材メーカーを支援対象にしている。事業内容によって、「知的財産権を持った技術革新型企業」、「優秀な技術力を持った High-Tech 企業」、「創造型サービスを提供する企業」、「優秀ベンチャー企業」などを支援し、優秀な中小企業を発掘していく。

この他にも、非銀行系金融機関である貯蓄銀行も海運業が好況を迎えた 2004 年頃から中小企業を対象に船舶金融を行っている。主に、船舶ファンドの形で行っており、資機材メーカーよりは中小海運会社を対象にしている。

しかし、これらの中小・中堅会社に対する金融支援は依然として不足している状況である。特に今後、韓国の造船海洋産業の軸となる海洋プラント分野を育成するためにも、中小会社に対する金融支援の必要性が高まっている。海洋プラントは中小造船会社や資機材メーカーの進出が可能な分野であるが、これまで政府と金融機関の金融支援が大手造船会社に集中していた。このため、業界ではこれらの中小会社のニーズに合わせた金融支援を

求める声が高まっている。これからは大手造船会社が作る海洋プラントのプラットホームに対する金融支援だけではなく、海洋プラントの設計、設置、試運転、改造、運送などの関連サービスや資機材などを提供する中小会社まで支援範囲を広げることが求められる。

この報告書はボートレースの交付金による日本財団の助成金を受けて作成しました。

韓国造船産業ファイナンス確保等の実態に関する調査

2014 年（平成 26 年）3 月発行

発行　日 本 船 舶 輸 出 組 合
〒105-0001 東京都港区虎ノ門 1-15-12
日本ガス協会ビル 3 階
TEL 03-6206-1663　FAX 03-3597-7800

一般財団法人 日本船舶技術研究協会
〒107-0052 東京都港区赤坂 2-10-9　ラウンドクロス赤坂
TEL 03-5575-6426　FAX 03-5114-8941

本書の無断転載、複写、複製を禁じます。