慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	金奎坂君学位授与報告
Sub Title	
Author	
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2005
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.98, No.2 (2005. 7) ,p.366(228)- 370(232)
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	学位授与報告
Genre	
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20050701-0228

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

金　坂君学位授与報告

報 告 番 号　乙第 3912 号
学 位 の 種 類　経済学博士
授与の年月日　平成 17 年 3 月 8 日
学位論文題名　「韓国財閥企業の所有権構造と企業パフォーマンス及び投資行動―― 日本の企業集団における所有権構造の分析手法を用いて――」

内 容 の 要 旨

1. 研究の内容および結論

本研究では，これまでの韓国財閥企業に関する研究が財閥の特徴に関する現状の表面的把握に止まっていることを踏まえ，まず財閥企業の所有権構造に関するデータを KIS-LINE という企業データベースから取り出し，財閥内部における所有権分布を行列の形で捉えようとした。この際，我々は，日本の企業集団における所有権構造を分析した伊藤・星（1992）と二木（1976, 1982）の方法論を採用し，韓国 100 大財閥（1996 年当時）について財閥オーナーの直接的かつ究極の所有権や財閥内部の直接的かつ究極の結束度など所有権構造に関連するインデックスをパネルデータ（1990 年―1999 年）として作り上げた。その上，企業パフォーマンスや投資などに関連するパネルデータ（1994 年―1999 年，426 社）を作成し，かつ，それを利用して，企業の所有権構造と企業のパフォーマンス及び投資行動との関係について実証分析を試みた。また，財閥企業の場合には企業パフォーマンスが直ちに破産につながるとは限らないという考え方を受け入れ，サンプル企業（426 社）が 1997 年 11 月の通貨危機を前後として破産に追い込まれたか否かを判定した上で，企業の破産と所有権構造，企業のパフォーマンス，投資，多角化などの関係を実証分析した。

分析の結果，まず韓国財閥の所有権構造については，つぎのような 3 つの特徴を見出すことができた。第 1 には，韓国財閥はオーナー経営者が僅かな株式保有で巨大な企業グループをコントロールする小数支配株主システムとして特徴づけられる。第 2 の特徴は，一部の中核企業によるコンツェルン型の所有権構造を基に，財閥オーナー並びにその親族や財団がその中核企業を支配する重層的所有権構造が普遍的であることである。第 3 の特徴は，通貨危機後のコーポレート・ガバナンスをめぐる制度や環境の急変で，特に 5 大財閥を中心として，1960 年代以降の日本に見られたような系列企業間株式持合いが盛んに行なわれていることから，結束度が急速に高まっていることである。

我々は，企業の所有権構造と企業のパフォーマンスとの関係について，少数支配株主システムにおけるエージェンシー問題を財閥オーナーの支配株主と外部の少数株主との利害相反の問題として受け止めた上で，所有権構造が企業のパフォーマンスに如何なる影響を及ぼすかを分析した。その結果，所有権構造に関するいくつかのインデックスの中でも，財閥または企業オーナーの持ち株比率が高ければ高いほど資産純利益（ROA）で測った企業パフォーマンスが良好となり，Convergence of interest hypothesis を支持していることが判明した。こうした実証結果は，少数支配株主システムの非効率性を裏付けるものとして受け止められる。

ところで，企業の投資比率は，企業パフォーマンスに有意な影響を及ぼすとは限らないといった実証結果を受けて，我々は，サンプル企業を財閥企業と独立企業に分け，それぞれの投資行動についてパネル実証分析を行なった。その結果，1997 年の通貨危機以前においては財閥企業の投資は独立企業とは異なり，自社のキャッシュ・フローよりは他の系列企業のキャッシュ・フローに敏感な反応を示し，財閥そのものが 1 つの内部資本市場として機能していた，という結果が得られた。その背景には，系列企業間債務保証や内部取引など系列企業間の関わり合いが存在すると考えられる。このことは，仮に，財閥が 1 つの内部資本市場として機能しているならば，1 つの系列企業における経営パフォーマンスの悪化は他の系列企業の破産にもつながり得ることを意味する。さらに，財閥内部における資源配分に関するパネル分析の結果，投資見込みのある系列企業への投資資源の優先的配分といった効率的内部資本市場論を支持することができなかったのは，財閥内部における非効率な資源配分が財閥企業の健全性を脅かした一要因であることを示唆する。

最後に，企業の所有権構造や企業パフォーマンスは破産確率に有意な影響を及ぼさないという破産確率モデルの推定結果から，我々は，企業パフォーマンスと破産の両者の決定要因は異なるものとして受け止めた。そのうえ，破産確率モデルの特定化を財閥の属性も含

めた形に変更したところ，企業自らの借入依存度や投資比率，資産規模はもとより，企業の所属する財閥の借入依存度やハーフフィンダール指数で捉えた多角化度も企業の破産確率を高める，という結果が得られた。企業の破産確率の推定に当たっては，プロビット・モデル，ワイブル分布に基づいた生存期間・モデル，Cox の比例ハザードモデルなど 3 つの破産確率モデルを用いた。こうした推定結果は，韓国企業の借入依存型の成長パターンや過剰投資は外部環境の悪化と共に深刻な財務危機を招く原因であり，財閥オーナーが，帝国の建設のため，財閥全体の借入依存度を高めながら，業種を問わず多角化に取り組んできたことも財閥及び個別企業の弱体化につながっていることを示している。

2. 政策的インプリケーション

本研究で得られた結論によれば，財閥のような少数支配株主システムは，企業パフォーマンスの悪化を招く要因の 1 つである。通貨危機以前における政府の財閥政策を振り返ると，財閥による経済力の集中問題と財閥オーナーによる所有権集中問題を同じ次元で受け止め，事実上，少数支配株主システムのもつエージェンシー問題，とりわけ財閥オーナーにおける所有権とコントロール権との乖離問題を見落とした。さらに，最近一部の財閥が持ち株会社（本社）を頂点とする企業グループに組織再編を行なおうとしているが，重要なのは企業組織の形態ではなく，そのエージェンシー問題に対する事後的措置であると思われる。こうした面から見ると，通貨危機の後，韓国政府と IMF 及び世銀との間に合意された，例えば，敵対的乗っ取りの許容や，少数株主の権利の強化，社外取締役または社外監査役のとり入れなど，財閥をめぐるガバナンス構造の改革はより積極的に実践することが望ましい。

また，韓国政府による‘財閥改革政策’は系列企業間債務保証の解消，負債比率の 200 %以下への引き下げなど財務構造の改善を図ろうとする方向で進められている。こうした‘財閥改革’は，通貨危機以前における財閥システムをめぐるガバナンス・システムの欠陥を浮き彫りにすると同時に，そのガバナンス・システムとは，実際は政府によって間接的に整備されるものに過ぎないことを示唆している。つまり，その時期において，財閥をめぐるガバナンス・システムは，銀行中心の金融システムの産物に他ならない。特に，通貨危機以前の韓国の場合，銀行は，事実上，政府のコントロール下に置かれたうえで，政府の低金利政策を‘執行’する‘金融仲介機関’に過ぎなかった。その結果，資本市場によるコーポレート・ガバナンスの余地がなくなった上で，財閥の銀行借り入れ依存度は高かったものの，銀行としても自立的なスクリーニングやモニタリングへのインセンティブを失い，結局，財閥オーナーを上手くコントロールできる仕組みの不在につながったのである。こうした面から見ると，財閥の少数支配株主システムがより効率よく機能するためには，銀行のコーポレート・ガバナンス機能を強化することも重要だと思われる。

本研究の推定結果から得られるもう 1 つの政策的インプリケーションは，財閥の多角化に関わる政府の役割である。つまり，1980 年代の企業の破綻処理から分かるように，債権者（金融機関）と債務者（企業）との自律的交渉を排除した破綻処理は，too-big-to-fail といった原則を見込んだ財閥オーナー側に企業レベルでの過剰投資と系列レベルでの多角化に対するインセンティブを与えてしまう。通貨危機を契機に，たとえワークアウトといった債権者と債務者間の交渉による企業の構造調整が定着しつつあると言われるものの，マーケットの判断によらぬ企業の破綻処理は企業の帝国建設へのインセンティブを助長することは否めないことである。他方，破産確率モデルの推定結果が示した通り，財閥の無謀な多角化は，経済環境の悪化時に，リスク分散よりは連鎖的倒産の原因となりうるため，財閥もこれまでのような多角化戦略をとることなく，付加価値の高い分野に特化して，業種の専門化を追及することが望まれる。

3. 今後の課題

本研究は，韓国企業の所有権構造と企業パフォーマンスとの関係，投資行動，破産などについてモデルの構築と実証を中心的テーマとした。ところが，まず企業の所有権構造と企業パフォーマンスとの関係を実証する際には，企業パフォーマンスの代理変数を Tobin's q の計測値や EBIT，ROA など会計上の利潤率に限定している。また，その回帰モデル自体も線形モデルが中心となっている。今後，より一般的な代理変数の設定と，多様なタイプの非線形モデルによる実証研究の蓄積が望まれる。

また，財閥企業の投資行動の分析と関連しては，内部資本市場として財閥の有効性を検証するため，投資機会（Tobin's q の計測値）や会計上の企業パフォーマンス（ROA）を基準とし企業群を分割したうえで，

投資の方向性を検討する方法論を取り入れたが，実際の Tobin's q の計測値や ROA は，会計処理の問題でノイズを含んでいるので，これら指標に取って代わって企業の将来の投資機会を反映させることができる指標を構築することが求められる。

さらには，韓国の企業システムの改革は，ワークアウト以外にも系列企業の売却や合併，分社化，事業体の変換（ビッグディール）など既存の財閥システムを大幅に変革させつつある。それにもかかわらず，本研究は，企業の破産問題のみに着目し，通貨危機以降の企業システムの改革がもつ経済的意味合いを見落としている。たとえば，本研究のような，企業の破産確率モデルの推定においては，財閥の多角化度が関心となっており，企業内部における多角化や企業の分社化などには触れていない。こうした企業内部の構造調整問題は，より細かい産業分類を必要とするなど，データ上の限界も抱えている。最後に，コーポレート・カバナンス構造の改革や企業の借入依存度の低下が実際に企業パフォーマンスの改善につながっているかどうかの問題は，残された研究課題として今後取り組んで行きたい。

論文審査の要旨

博士学位請求論文「韓国財閥企業の所有権構造と企業パフォーマンス及び投資行動—日本の企業集団における所有権構造の分析手法を用いて—」の概要は次のとおりである。

韓国の経済をになう事業者の中で，財閥と通称される系列企業群のウエートは大きい。この財閥が果たしてきた役割についての評価があると同時に，数々の問題が指摘されてきた。このため何度か改革が提起され，政策が変更され，商法の改正や公正取引法等の誕生とその改正等も行われてきた。この改革の中でも，1997 年 11 月の通貨危機の時期に表出した問題と，この後に行なわれた改革が大きい。この博士号申請論文は，この 1997 年を含む一定期間に焦点を絞り，韓国財閥の構造と，そのパフォーマンスを調査したものである。論文のねらいとして，著者自身があげる点は，「これまでの研究は（中略）現状の表面的把握に終始するだけで」あった。これに対して，当論文は「財閥の所有権構造に関する体系的なデータ収集と処理に基づいて，その所有権構造が企業パフォーマンスや投資行動，破産確率に及ぼす影響を実証的に検証」したものであると述べている。全体は，4 章から構成されている。

第 1 章 韓国財閥の所有権構造

第 2 章 企業の所有権構造と企業パフォーマンス

第 3 章 韓国財閥企業の投資行動：内部資本市場論の検証

第 4 章 財閥の多角化と破産：破産確率モデルの推定

I　各章の主要内容は次のとおりである。

第 1 章：韓国財閥の所有と支配について，経営と所有が未分離であることが特徴であると指摘されてきた。著者は，この状況において生じうるコーポレート・カバナンスの問題を，経営権を握った少数株主が，爾余の少数株主の利益を損ねながら自己利益を追求することと定義し，その問題が現に発生していたか実証することを目標に掲げる。この実証の準備として，この章では，財閥企業における所有権構造を指標化する。財閥オーナーの経営に対する影響力を把握するために幾つかの指標を工夫し，その計測を行う。期間は，1990 年から 1999 年である。財閥企業の特定化は，30 大財閥は韓国公正取引委員会の定義する「大規模企業集団」のリストをもとに，100 大財閥は，その基準を参考に著者自身が定義している。オーナーを体系的な方法で確認したうえで，オーナーと「特定関係人」の所有比率を求める。これに加えて，著者は財閥企業間の所有関係を，観察期間の各年について，マトリックス表示した。これを基礎に先行研究を参考にした指標を作成し，企業間の結合を計算し，その経年変化を財閥ごとに出している。主な発見としてあげられるのは，1997 年以降における結合度の上昇である。財閥の中では，30 大財閥の結合度が高いことを確認している。

第 2 章：第 1 章の結合度の指標や所有の集中をあらわす指標を基礎に，財閥の系列企業・独立の企業をサンプルとして，それら指標が企業パフォーマンスに影響があるかどうかを検証した。主たる発見は，経営者のエントレンチメント効果と株主と経営者＝オーナーとの間の利害一致効果とである。前者については，系列企業間の相互持合いから生ずる結合度のもたらす効果として表れ，後者については，各企業におけるオーナーの直接的所有の効果として観察された。

第 3 章：財閥に属する系列企業が相互について多くの情報を持つとき，外部の市場機構より効率的な機能をもつ内部市場を形成することが考えられるが，当論文は，その中で，内部資本市場としての機能に注目す

る。問題設定として，系列企業がかかわる内部資本市場が存在したのか否か，存在したとすれば効率的な資源配分が行なわれていたかどうかの2点を上げる。前者については，各企業の投資が，1996年までは，系列グループの流動性に依存していたことを基礎に，内部資本市場の存在を認める。後者については，パフォーマンスにおいて相対的に優れた企業群とそうでない企業群とに分けた場合に，それらの投資とグループの流動性との間に観察される関係から，効率的な資源配分機能が実現していないと判断する。

第4章：1997年前後に多くの韓国企業が倒産したわけであるが，その倒産と財閥の多角化との関係を論じたものである。多角化については，危険分散を通ずる保険機能があるという仮説があるが，韓国企業には版図拡大志向が指摘されており，政府の規制が逆効果をもたらしたという説もある。それを検証するために，1997年から1999年にかけて観察された倒産が，関連多角化度と関係があるかを，probit model・生存期間モデル・比例ハザードモデルを用いた実証分析を行なっている。いずれのモデルにおいても，関連多角化度が高いほど倒産確率が高い傾向が観察された。これをもとに，多角化には保険機能がなかったという判断を下している。

II　各章について，評価されるべき点と不足点をあげれば，次のとおりである。

第1章：韓国財閥の所有関係については，その態様からいくつかの分類をする試みは前からあるが，そのような分類に頓着せずに，すべての形態をマトリックスにまとめてしまい，その上で結合度を指標化するという試みは，韓国財閥研究の上では，先覚的な試みであると評価されている。データの編集作業には，指導教授の研究会の協力があったが，これを考慮しても，この数値化を実現してみせたことは高く評価される。他方，後の実証分析から逆に見ると，本人は，オーナーの株式を通ずるコントロールを指標化したかったのであると推測されるが，このために先行研究から借りた結合度指数は，必ずしもその目的にはかなっていないと思われる。またデータの利用可能性から，結合度指数もその近似値を計測することにとどまっている。この結合度指標は，後の実証分析で有意に効いていないが，経営のコントロールともっと直接的にかかわりのある指標を工夫すれば，実証研究の結果も変わってきたのではないかと，残念に思われる。

第2章：系列企業間の相互持合いは，外部株主の影響力を防ぐために行なわれているということは，従来当然のことであるように主張されてきたが，もしそれが事実であるとすれば，オーナーの行動に機会主義的な私益追求の傾向が観測されてもおかしくない。これを実証的に分析した研究は稀と思われ，特に第1章で導出した結合度との関係を論じた当研究は，有意な結果は見られなかったが，斬新である。他方，不足の点であるが，実証結果をどう解釈するかについて，もっと紙幅を割いて論ずべきであったところがある。例をあげると，系列企業の株式所有比率のパフォーマンスへの負の効果を，エントレンチメント効果と読んでいるが，純粋にそう解釈して良いかどうかについて，もっと考察を深めることができたかと思われる。また，観察された株主と経営者間の利害一致効果（convergence of interest）は，サンプルに含まれる独立企業の対財閥企業の差であるのか，財閥企業の中でも見られる効果なのかがわからないままに終わっている。2つの効果が相対立するとき，一方の傾向が他に勝るのは変量のどのレインジで，それは観察されたデータの範囲とどういう関係にあるか等も確認できた筈である。興味ある結果を出しながら，その含意について論じ尽くさないで終えるところがあり，惜しむべき点である。

第3章：計量的手法においては，同時決定性の問題に注意を払い，計量経済学的手法にも相当レベルの力があることを示している。他方，そもそも資源配分の効率性を判断する十分な理論的考察を用意しないまま，回帰分析に入り，これに事後的に解釈を加えているため，実証結果の解釈に説得性が欠けている憾みがある。計量的手法の部分にも，入れてしかるべきコントロール変数が欠けているのが残念である。

第4章：韓国財閥が過度の多角化をしているという指摘は，前から行なわれているが，先行研究の多くが多角化についての記述的分析に終わっているのに対し，新しい計量的手法を駆使して，観察期間においては多角化と経営の安定性との関係を明らかにしたという点で，意欲的なものである。

以上は，各章についての評価であるが，論文全体について見るとき，いささか統一性が欠けている印象があった。望むらくは，財閥企業の行動を，構造・行動・成果について統一的に見る視座がまず解説され，オーナー＝最高経営者の行動規準が設定された上で，その後の章で論じられた諸行動が相互につながりのあるも

のとして論じられていれば，より良かったと考えられる。第 2 章では構造の営業成績への影響を，「経営努力」を媒介変数として論じ，第 3 章では，「資金配分」が投資機会との関係で論じられており，第 4 章では，「多角化」がいかになされたかが間接的に論じられている。これらすべての行動を通底する一貫性がオーナーの行動に存在しえたかもしれないが，はじめから分断された諸局面として論じられている。

III　I・II を踏まえて，次のように総評をまとめる。

著者の研究は，韓国財閥についての従来になかった体系的なデータにもとづく研究をしており，韓国財閥研究の参考文献として今後一定の価値をもつと思われる。分析上の不足点として上げた点も，一部は望蜀のきらいがあることは審査委員も自認している。また，今後，著者自身や他の韓国財閥研究者にとっての研究課題に繋がることが期待されると考えている。また，研究能力にも卓抜なところがあると認められる。第 1 章で見せた韓国財閥の所有構造を指標化する試みは斬新で，その大規模なデータを収集し編集する力はきわめて印象的であった。また，著者は計量経済学の専攻ではないが，関連文献も広く参考にして勉強しており，新しい手法に敏感で，これを応用した実証分析を行う力を十分に見せている。論文作成のプロセスのしかるべき時期に，計量経済学的分析・産業連関分析等の関連領域における専門家の指導をうけていたら，より質の高い分析になったと思われるところもあり，惜しむべき点であるが，同時に殆ど独力で研究を進めてきた底力には瞠目させられるところもあり，今後を期待させる。韓国経済の 1997 年以降の大きな変化を見るとき，これまでの研究を基礎に更なる研究が期待され，その日本語能力から，日本研究も十分可能である。審査委員会は，提出論文の内容とそこに示された著者の力量とを踏まえ，申請論文が博士（経済学）の学位授与に適格であると判断し，これを研究科委員会に推薦するものである。

論文審査担当者

主査　中　澤　敏　明（慶應義塾大学教授
（経済学部）Ph.D.）

副査　高　梨　和　紘（慶應義塾大学教授
（経済学部））

副査　辻　村　和　佑（慶應義塾大学教授
（経済学部））

学力確認担当者

池　尾　和　人（慶應義塾大学教授
（経済学部）経済学博士）

櫻　川　昌　哉（慶應義塾大学教授
（経済学部）経済学博士）