

Title	韓国「財閥」の企業統治構 (前川寛教授退任記念号)
Sub Title	The Corporate Governance Structure of Korean Chaebols (In Honour of Professor Yutaka Maekawa)
Author	飯島, 高雄(Iijima, Takao) 池尾, 和人(Ikeo, Kazuhito)
Publisher	
Publication year	2001
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.43, No.6 (2001. 2) ,p.43-
JaLC DOI	
Abstract	韓国の先進国へのキャッチアップ期にあたる1960-70年代に,韓国「財閥」は,経済合理性をもつものとして形成された。すなわち,先進国の経験が観察でき,国民経済の規模が小さく構造が単純な発展段階初期においては,政府が経済開発計画を策定し,政府要職と「財閥」オーナーの個人的関係によって,そのプロジェクトに対する信用供与の決定と監視が行われることには費用効率性が存在していた。こうした韓国「財閥」の財務構造上の特徴は,銀行借入(間接金融)中心の外部資金への著しく高い依存度にある。政府系金融機関や国有化された市中銀
Notes	
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20010200-00686138">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20010200-00686138</a>

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.

## 韓国「財閥」の企業統治構造\*

飯島 高雄  
池尾 和人

### <要約>

韓国の先進国へのキャッチアップ期にあたる1960-70年代に、韓国「財閥」は、経済合理性をもつものとして形成された。すなわち、先進国の経験が観察でき、国民経済の規模が小さく構造が単純な発展段階初期においては、政府が経済開発計画を策定し、政府要職と「財閥」オーナーの個人的関係によって、そのプロジェクトに対する信用供与の決定と監視が行われることには費用効率性が存在していた。

こうした韓国「財閥」の財務構造上の特徴は、銀行借入（間接金融）中心の外部資金への著しく高い依存度にある。政府系金融機関や国有化された市中銀行からの政策金融による資金調達によって、「財閥」オーナーは、限られた出資にもかかわらず、支配権を維持することができ、株主と経営者の利害対立は存在しなかった。また、政府が主たる債権者となったことで、株主と債権者との利害対立の問題は解決された。

しかし、1980-90年代には、経済発展の達成（先進国キャッチアップ完了）と外部環境変化によって、「財閥」という企業形態の経済合理性はかなりの程度失われた。同時に、政府による監視の有効性も低下してきており、支配株主と少数株主の間の利害対立や株主と債権者の間の利害対立が顕在化、深刻化するようになった。けれども、ピラミッド所有構造に加えた株式持ち合いによって、「財閥」オーナーの経営支配権は維持され続けている。

特定の組織形態が存在意義を失い、社会的には転換あるいは消滅することが望ましくなったとしても、そうした組織再編成を従来の組織形態の担い手自らが行うことは、当事者の誘因を考えると実現困難であることが多い。韓国においても、「財閥」オーナー・政府の個別合理性の観点からは、改革の当事者である主体に改革の誘因は乏しく、それゆえ非効率化したシステムが継続される可能性は高いとみられる。

### <キーワード>

韓国財閥、企業統治、残余請求権、残余コントロール権、私的便益、フリーキャッシュフロー、過剰投資、資産代替、LBO協会、官治金融、金融自由化、株式ピラミッド構造、株式持ち合い

\* 本稿は、文部省科学研究費助成・COEプロジェクト<アジアの金融・経済>による研究成果の一部である。

## 1. はじめに

本稿では、韓国経済において強大な影響力をもち、かつ主要な企業形態でもある「財閥<sup>1)</sup> (chaebol)」の企業統治 (corporate governance) 構造を分析する。「財閥」が韓国の経済発展を主導してきた主体のひとつであることは、衆目一致するところである。しかし、1997年の経済 (通貨・金融) 危機以来、「財閥」は、金融システムとともに危機を引き起こした大きな要因の一つとみなされ、現在アングロサクソン型の「グローバル・スタンダード」を目標とした企業統治構造改革が進められている。

企業統治に関する古典的研究の代表例として、Berle and Means [1932] がある。そこでは、近代企業における「所有と経営の分離」の問題が提示された。自己資金で設立された (原初的) 個人企業では、所有者 (owner) と経営者 (manager) は同一人物であるので、所有者と経営者間の利害対立は定義上存在しない。しかし、株式での資金調達によって設立された (米国の) 近代的大企業では、株主が広く分散していて、筆頭株主でさえも所有者としての権利を十分に行使できないことから、株主利益でなく自己利益を最大化しようとする経営者に、ある種の「自治 (または裁量)」が生じることになる。この所有者と経営者の利害対立を調整する企業統治構造が、長らく米国を中心に研究されてきた。

一方、日本では、銀行を中心とした株式持ち合い構造が旧財閥系企業グループなどに顕著に見られ、外部からの乗っ取り (take over) を阻止することにより、経営者が「自治 (または裁量)」を享受できた。日本の場合には、米国で可能であった「乗っ取り」という経営者に対する規律づけの手段は機能しなかったが、間接金融中心の資金調達構造の下で銀行 (メインバンク) による監視 (monitoring) が機能していたという見方がある。

韓国の「財閥」は、株式持ち合い構造によって外部からの乗っ取りが阻止されているところは日本の企業グループと同様であるが、日本の企業グループでは株式持ち合いによって実質的所有者が存在しなくなるのに対して、株式持ち合いに加えたピラミッド所有構造によって創業者オーナー一族に所有権が収斂するところに特徴がある。この場合、所有者と経営者は同一人物 (創業者オーナー族) であるので両者の利害対立は生じないが、創業者オーナー一族以外の出資者との利害対立が別途深刻な問題となり得る。

---

1) 日本の「財閥 (zaibatsu)」と韓国の「財閥 (chaebol)」は、同じ漢字で表記されるが、基本的に性質の異なるものであり、混同されるべきではない。韓国「財閥」は、中核企業等を媒介として最終的にはオーナーの所有に収斂していく所有構造と、オーナーの家族・親族の経営への参加が徹底している経営の人的構造に特徴があり、オーナーは存在しても経営に参加しなかった日本の戦前の旧財閥や、株式持ち合いによって実質的オーナーが存在しなくなる戦後の企業グループとも異なる経営組織である。本稿での「財閥」という表記は、とくに断らない限り、chaebol を指すものと了解されたい。

以上の議論を整理してみると、筆頭株主の実質（実効）持分率の高さの順に、

- (A) (原初的) 個人企業：所有者と経営者は同一で、利害対立はない。
- (B) 韓国の「財閥」：所有者と経営者は同一だが、オーナー以外の出資者と利害対立。
- (C) 日本の企業グループ：所有者と経営者が異なり、乗っ取りは不可能だが、銀行が監視。
- (D) 米国の大企業：所有者と経営者は異なるが、乗っ取りが規律付けとして機能。

と並べることが出来る。

企業統治構造発展の観点から、(A)が起点になることは間違いないであろう。しかし、(B)、(C)、(D)という企業統治構造の多様性は、単に発展段階（あるいは経済環境）の違いによるもので、最終的にアングロサクソン型の「グローバル・スタンダード」である(D)に収斂するはず（べき）なのであるうか。(A)→(B)と発展してきた韓国「財閥」にとって、(A)→(B) (→(C)) →(D)と、企業統治構造を転換させることが望ましいのであろうか。また、仮に企業統治構造の転換が望ましいとしても、それは実現可能なものであろうか。

われわれは、経済システムのあり方が単一の最適状態に収束するという見方に与する者ではない。というのは、過去にいかなる歴史的発展経路をたどってきたかによって、最適な状態そのものも変容する可能性があるからである。また、経済環境の変化に伴い非効率となった企業統治構造は自然に淘汰されると考えるのも、最適な企業統治構造が唯一存在すると考えるのと同じくらい、ナイーブな考え方であるとみなしている。

こうした観点から、本稿では、①韓国「財閥」の企業統治構造は、先進国に catch up する発展途上段階では有効であったものの、catch up をほぼ終えた現在では有効に機能しなくなっている、②しかし、その構造には持続性があり、現在行なわれている改革では、構造転換は容易に進まないという2点を主張する。次の2節では、準備として資金調達と企業統治に関する簡単な理論的整理をしておく。その上で、3節において韓国「財閥」の企業統治構造の特徴を分析し、続く4節では、その構造が環境変化に伴って有効に機能しなくなっているにもかかわらず、持続する傾向があることを示す。5節では、韓国における企業統治改革の見通しを簡単に述べて、結語に代える。

## 2. 資金調達と企業統治

### 企業統治における株式の役割

全ての不確実性を織り込んだ契約を作成することが可能な完備契約の世界では、株式 (equity) に付与される権利は「全ての義務を清算した後に残った所得を受け取る」残余請求権 (residual claim) のみだと考えることができる。それゆえ、Modigliani and Miller [1958] による「資金調達構造に関する決定は、企業価値に影響を及ぼさない」という定理は、(税制その他が非中立的な効果を及

ばすものでない限り) 基本的に支持される。すなわち、完備契約の世界では、資産利用に関する決定権が法律や契約を通じて完全に配分されるために、将来にわたる残余収益の割引現在価値の総和で表わされる企業価値は、投資プロジェクトの選択という実物面の選択によってのみ規定される。

これに対して、全ての不確実性を織り込んだ契約を作成することが不可能な、あるいは禁止的な費用がかかる不完備契約の世界では、株式には「資産利用に関する決定権のうちで、法律や契約によっても他者に譲渡されない」残余コントロール権 (residual right of control) も付与される。そして、こうした現実的な不完備契約の世界を前提にすると、資金調達構造に関する決定は、企業の所有・支配構造の選択 (即ち、残余請求権と残余コントロール権の配分) を通じて、企業価値に影響を及ぼすものとなる。

まず、資金調達手段として株式のみを考慮することにしよう。資金調達手段としての株式のメリットは、投資プロジェクトに必要な大量の資金を幅広い投資家から調達でき、かつ投資プロジェクトに付随するリスクを株主間で分散できることにある。その一方で、資金調達手段としての株式のデメリットは、株式の分散所有から生じる残余請求権と残余コントロール権の配分における乖離に起因する支配株主と少数株主、あるいは株主と経営者といった利害関係者 (stake holders) 間の利害対立である。

議論の出発点として、株式会社の原初的なモデルとしての個人企業を考える。すなわち、投資プロジェクトとそれに必要な資金全額を有する企業家が、資金全額提供と引き換えに株式の持分100%を保有し、オーナー経営者になったとしよう。この場合、株主と経営者は同一人物であるので、残余請求権と残余コントロール権はともにオーナー経営者が100%保有しており、これらの配分に乖離が生じることはなく、利害対立も存在しない。

しかし、投資プロジェクトが大規模化し、それに必要な資金のすべてを個人でまかなうことが不可能になり、その一部 (50%未満) を外部の資金提供者に依存せざるを得ないようになると、残余請求権と残余コントロール権の配分に乖離が生じてくる。すなわち、このときオーナー経営者は、残余請求権に関しては一部の持分しか保有してない一方で、株主総会での議決に必要な持分 (この場合過半数) は所有し、残余コントロール権に関しては完全に把握していることになる。

こうした状況では、オーナー経営者は、本人には (金銭的あるいは非金銭的) 私的便益 (private benefit) を与えるが、企業価値には負の影響を及ぼす (従って、外部少数株主を犠牲にする) ような経営意思決定を下す可能性が生じる。この可能性が現実のものとなったとき、オーナー経営者の享受する私的便益が企業価値に及ぼす負の効果を凌駕するものでない限り、それは、オーナー経営者にとって個別合理的 (individually rational) ではあっても、社会的には非効率な経営意思決定だといえる。<sup>2)</sup>

2) 詳細は、補論 A を参照されたい。

さらに資金の大半を外部の資金提供者に依存するようになると、オーナー経営者は残余請求権とともに残余コントロール権も失い、単なる（雇われ）経営者となる。しかし、他に支配株主が存在しておらず、株主は互いに少数の持分しか保有していないのであれば、経営者監視活動にただ乗り問題（free-rider problem）が生じ、株式を保有していない経営者に残余コントロール権が（実質的に）再び発生する。このとき同時に、Berle and Means [1932] が指摘した、近代企業における「所有と経営の分離」による株主と経営者との利害対立をめぐる有名な問題が発生する。

#### 企業統治における負債の役割

このように株式という資金調達手段には、①残余請求権と残余コントロール権の配分における乖離を引き起こし、経営者に企業価値に負の影響を及ぼす非効率な経営意志決定（例えば、過剰投資）を許すという問題が存在する。また、②分散された所有には、株主間で経営者監視活動にただ乗りが生じ、経営者の規律付けが有効に実行できないという問題が生じるおそれがある。

他方、負債（debt）という資金調達手段には、株主と経営者との利害対立におけるこれら2つの問題を軽減する働きがある。すなわち、負債の増加は、債務不履行（default）の可能性を生じさせ、あるいはその確率を高めることによって、経営者に対して健全経営を強いる規律付けとしての機能を果たすことが期待される。

例えば、純現在価値（NPV）が正の投資プロジェクトを全て実行した後でも、内部資金（フリーキャッシュフロー）が残る状況であったとしよう。このとき、株式のみで資金調達された企業であるならば、経営者が私的便益のために純現在価値が負の投資プロジェクトまでも実施することを抑制するのは著しく困難である。しかし、負債にはキャッシュフローに関して株式よりも優先権があり、期限内に返済がなされない場合は、債務不履行となって所有権が債権者に移転するという特徴がある。それゆえ、あらかじめ企業の資金調達が負債に依存する度合いの高い状況を作っておけば、経営者はキャッシュフローを資金提供者に返済せざるを得なくなり（フリーキャッシュフローの削減が図られ）、純現在価値が負の投資プロジェクトの実施を抑制することが可能になる。

また、残余請求権と残余コントロール権の配分における乖離は、単一（グループ）経済主体の資金負担能力を超えた株式大量発行が原因だといえるから、負債発行によって株式発行量を単一（グループ）経済主体の資金負担能力内に抑えれば、この問題を回避することができる。ただし、この場合、（オーナー）経営者監視活動の必要性が債権者に生じるが、ここでも先と同様に、債権者間で経営者監視活動にただ乗りが発生し、経営者の規律付けが有効に実行できないという問題の発生が考えられる。この点に関して、日本では経営者監視活動がメインバンクに事実上委託されたことが、また米国では、Jensen [1989] が指摘したように、LBO協会（LBO Association）という形の組織された債権者の登場が、経営者監視活動におけるただ乗り問題を回避することにそれぞれ成功したといわれている。

こうしたメリットの反面、負債という資金調達手段は、株主と債権者との利害対立を別途引き起こすというデメリットをもつ。この典型例は、投資プロジェクトのリスクを相対的に高いものに変更するという、資産代替 (asset substitution) と呼ばれる問題である。

債権者は投資プロジェクトの成功度合いに関わらず契約で定められた一定額の元利金を受け取るが、株主は投資プロジェクトの成功度合いによって受け取り額が変化する一方で、プロジェクト失敗時も有限責任制によって出資額以上の負担を負うことはない。それゆえ、投資プロジェクトを高リスク・高リターンのもので切り替えることによって、企業価値はむしろ低下する場合でも、株式価値は、債権者による無償のリスク負担という犠牲のゆえに増加する可能性がある。負債依存度の高い状態においてオーナー経営者には、こうした可能性を追求する行動をとる誘因が存在する。

### 企業統治における政府の役割

政府は企業統治にかかわって、さまざまな方面から影響を与えることができる。政府も、(民間部門と同様に) 株主や債権者となり、その権利を行使することで企業統治に影響を与えることができる。また、政府は、(その民間部門にない独自の能力として) 当該業界に対する各種の規制・許認可を通じて、企業統治に上記と同様の影響を与えることができると同時に、会社法・破産法などの企業関連の法制度の設定あるいは税制を通じて、企業統治のあり方に間接的に影響を与えることができる。

政府が開発主義的な政策をとり、民主化に先だって産業化を達成しようとするならば、統治システムとしては、主に関係と裁量に基づいて強制メカニズムを提供し、不完備契約を補完する「関係型 (裁量型) 統治システム」が採用されることになる。<sup>3)</sup> その結果、企業統治においても他の取引と同様に、成文化されたルールと第三者によるその強制よりも、当事者間の関係が本質的な強制メカニズムとして機能することになると考えられる。この「関係型 (裁量型) 統治システム」は、ルール制定にかかる費用を抑えられることと、不確実性が解消された事後における対応の柔軟性に、そのメリットがある。

政府が市場よりも長期のビジョンを持ち主観的割引率がより低いのであれば、政府が企業に出資したり、市場よりも低金利で融資を行なうことは、企業の資本コストを割引率の差の分だけ引き下げることになる。こうしたかたちで、政府は、企業に戦略的産業分野に対するより長期的視野に立った投資を促すことができる。それと同時に、政府が資金面から企業経営の規律付けに直接関与できるようになる。このとき、新規事業の許認可を過去の実績から判断するとするならば、参入制限の産業政策を採りながらも競争状態を醸成することは不可能ではない。

他方、政府が株主になることで生じる問題として、将来の補助金や損失補填が予想されるため

3) 「関係型 (裁量型) 統治システム (relation-based governance)」および、それと対比される「ルール型統治システム」に関してより詳しくは、とりあえず Li [1999] を参照されたい。

に、経営者の利潤最大（費用最小）化に対する誘因が阻害される「ソフトな予算制約（soft budgeting）」と呼ばれるものが考えられる。一般的に株式に比べて負債は、債務不履行が生じる可能性があるために「ハードな資金調達手段」だとされるが、政府が独占的債権者である場合は、債務不履行時の再交渉が比較的容易になるために、株式の場合と同様に「ソフトな予算制約」の問題が発生し易くなる。また、政府が株主あるいは債権者である場合は、それ以外の株主や債権者が経営者監視活動を政府にただ乗りし、その種の活動を自らが行うという誘因を失う可能性がある。

要するに、株式または負債という資金調達手段の選択は、ともに単に企業の財務構造にとどまらず、所有・支配構造にまで影響する。また、企業統治において、株式、負債ともそれぞれ上記のような長所と短所と持ち合わせているために、これらをどう組み合わせるかは、企業統治構造に大きな影響を与える。さらに、政府は、資金提供のみならず、その固有の能力によって、多方面から企業統治に影響を与え得る。

### 3. 「財閥」の企業統治構造の特徴

#### 3-1. 事実確認

##### 官治金融

韓国では、自国の金融システムを「官治金融」と特徴づける。文字通り、政府（官）が治める金融システムであるが、その内容を箇条書きするならば、①市中銀行国有化、②中央銀行独立性喪失、③政府系金融機関設立、④政策金融、となる。日本の金融システムと比較すると、①、②は完全に異なるものであり、④も単に財政資金を原資とするものだけでなく、融資対象、金利、融資期間などに何らかの政策的考慮が加えられたもの全部を指している。したがって、同じ政府主導型金融システムといえども、韓国の金融システムを日本の金融システムから類推することには、かなりの注意が必要である。

1961年に朴正熙政権が成立すると、「金融機関に関する臨時措置法」が制定されて、当時「財閥」が保有していた市中銀行の株式は政府の所有とされ、その人事権も政府に掌握されることで、市中銀行の国有化が実現された。続いて政府は、1962年に「韓国銀行法」を改正して、中央銀行である韓国銀行の予算、業務に関する権限を財務部に移管し、金融政策の最高議決機関である金融通貨委員会を金融通貨運営委員会と格下げし、財務部長官に再議要求権を与えることで、政府主導の金融行政・政策運営を可能とした。

以後、新規の（政府系）金融機関は、経済開発計画目標実現の政策執行機関として、各次経済開発5ヵ年計画開始前後に集中して設立された。第1次経済開発5ヵ年計画（1962～1966）期には、1961年に中小企業銀行、1962年に国民銀行が設立され、中小企業金融と庶民金融を組織化し



た。第2次経済開発5ヵ年計画（1967～1971）期には、1967年に韓国外換銀行が設立され、外資導入による工業化のための資金配分を担当することになった。

政策金融に関しては、日本の開銀に相当する韓国産業銀行（1954年設立）が重要な役割を果たした。「重化学工業化宣言」が行われた1973年には、（強制的に）預金銀行の貯蓄性預金の一定割合をプールし、韓国産業銀行に供給する「国民投資基金」が設立された。また、市中銀行の貸出のうちでも、輸出産業や重化学工業向けの貸出には、①韓国銀行の優遇再割引・担保貸出を受けられる、②財政資金による利子補填を受けられる等の優遇が与えられた。

表1から、この時期、政策金融の占める割合が50%に近く、とくに長期資金においては相当程度の割合を占めていたことがわかる。以上のように、韓国では、政府の輸出振興、重化学工業化による経済成長の目標の下に、政府系金融機関、市中銀行を問わず、貸出が戦略産業である輸出産業や重化学工業に向けられ、かつ韓国銀行も本来の物価安定（インフレ抑制）目的と矛盾しながらも、これら金融機関への資金供給の役割を担い続けた。

#### 資金調達構造

加えてこの時期、工業化に伴う旺盛な資金需要に企業の内部資金だけでは対応できず、外部資金への依存度は高まっていった。とくに工業化が進んだ1960年代後半からは、外部資金依存度が高まった（表2を参照）。

韓国では1956年に証券取引所が開設されたが、当初は12種の証券が上場される程度の規模であった。1961年の朴正熙政権成立後、商法の改正、証券取引所法の制定など、証券市場育成政策が採られたが、1962年の証券ショック（投機事件）以降、証券市場は投機の間と認識されるようになり、

表1 一般金融と政策金融の構成（年平均）

（単位：％）

	1972-1976	1977-1980
一般金融計	54.9	49.8
短期一般資金	47.7	45.3
中長期資金	7.2	4.5
政策金融計	45.1	50.2
金融資金	22.6	23.0
財政資金	4.8	3.4
国民投資基金	1.0	3.2
韓国産業銀行	16.2	18.3
韓国輸出入銀行	0.5	2.3
合計	100.0	100.0

（出所） 司空壹 [1994]

表2 法人企業の資金調達形態  
(単位：%)

	1963-1966	1967-1971	1972-1976
内部資金	44.4	24.0	32.4
外部資金	55.6	76.0	67.6

(出所) 伊東和久 [1981]

その後1960年代後半まで沈滞を続けた。しかし、政府としても、財政資金は社会間接資本形成に優先しなければならず、金融機関にオーバー・ローン傾向が見られるなど、預金による内資導入にも限界にあったことから、証券市場の育成・強化は急務と考えられてきた。

そこで、韓国政府は、1968年に「資本市場育成に関する法律」を制定し、公開 (public) 法人に対して法人税、減価償却等に関する特例を設けて優遇した。1972年末には「企業公開促進法」が公布され、政府に企業公開の命令権が与えられた。さらに、こうした企業公開、株式分散政策を補完するものとして、1974年には非公開 (private) 大法人に対する与信管理を強化する「5・29措置」、1975年には企業の社会的責任を強調し、期限を設定して企業公開を促進する「8・8措置」と呼ばれる政策が実施された。

こうして1970年代中盤には、証券市場が徐々に整備され資本調達額も増加した (表3を参照)。しかし、「財閥」の中核企業は公開されず、中規模の優良企業のみが公開されるといった状態であった。また、急増する政策金融や外資 (負債) 導入のために、法人企業全体の資金調達のなかでの直接金融の割合はむしろ低下した (表4を参照)。

表3 株式・社債による資金調達  
(単位：億ウォン)

	株式		社債		合計金額
	件数	金額	件数	金額	
1968	12	205	—	—	205
1969	20	84	—	—	84
1970	29	101	—	—	101
1971	14	37	—	—	37
1972	42	166	35	99	265
1973	99	546	12	34	580
1974	83	464	59	279	743
1975	137	1,228	67	335	1,563
1976	115	1,375	70	551	1,926

(出所) 桜井浩 [1977]

表4 法人企業の外部資金調達形態

(単位：%)

	1963	1964	1965	1973	1974	1975
間接金融	47.3	40.3	61.3	51.0	64.3	33.6
金融機関借入	49.1	41.5	62.4	50.8	64.2	33.5
(銀行)	(29.5)	(14.3)	(50.5)	(33.6)	(49.8)	(22.9)
(非銀行)	(19.6)	(27.1)	(11.9)	(14.2)	(14.4)	(10.6)
政府融資	-1.8	-1.2	-1.1	0.2	0.2	0.1
直接金融	31.3	49.2	22.1	29.7	18.0	30.5
株式	24.8	27.9	13.7	24.5	14.7	12.0
社債	2.8	—	0.5	2.2	0.4	1.3
出資金	1.0	4.7	0.6	1.3	1.6	2.0
企業間信用	2.6	16.7	7.3	1.7	1.3	15.3
対外債務	21.4	10.5	16.6	19.3	17.7	35.8
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) 桜井浩 [1977]

外部資金依存・間接金融中心の資金調達というフロー面での特徴の継続から、自己資本比率の低下(負債資本比率(debt-equity ratio)の上昇)というストック面での特徴が導かれることになった。製造業の自己資本比率は、1960年代前半には50%前後の水準にあったけれども、工業化が進んだ1960年代後半以降は急速に低下し、1970年代前半には25%前後の水準にまで落ち込んだ(表5を参照)。

1960~70年代の先進国へのcatch up期の韓国では、工業化のための設備投資資金が主に間接金融(即ち、負債)で調達された。その負債については、そもそも政策金融の比率が高く、さらに一般金融も政府の意向を無視できなかったために、結果として韓国政府は、実質的に韓国企業の主た

表5 製造業の自己資本比率・負債資本比率

(単位：%)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966
自己資本比率	29.5	42.4	39.5	52.0	49.9	51.6	45.9
負債資本比率	238.5	135.9	153.5	92.2	100.5	93.7	117.7
	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
自己資本比率	39.8	33.2	27.0	23.3	20.2	24.2	26.8
負債資本比率	151.2	201.2	270.0	328.4	394.2	313.4	272.7

(出所) 高時天 [1977]

る債権者となった。また、株式公開は一般には進まず、「財閥」オーナー一族による内部持分率は高水準を維持していた。

したがって、当時の韓国における企業統治上の基本問題は、米国でみられた「株主と経営者の間の利害対立問題」よりは、むしろ「株主と債権者の間の利害対立問題」であった。すなわち、当時の韓国「財閥」においては、(内部持分率が高いので問題にはならないが)内部統制は機能せず、債権者たる政府による外部監査が、企業統治上で重要な機能を果たしていたといえる。以下では、項を改めて、こうした韓国「財閥」の企業統治構造がどのように評価できるかについて論じる。

### 3-2. 評価

#### 「財閥」形成の論理 (内部要因)

政府が先進国の経験を観察できる catch up 過程では、民間企業家がフロンティアの産業ごとに新規参入・退出(試行錯誤)を繰り返すことよりも、既存産業で一定の成果を収めた企業家を新規参入者として政府が選択することの方が、取引費用を縮減する効果があった。とくに情報公開に関する社会間接資本(法制度等)が未整備の段階において、国家プロジェクト級の投資案件に対する信用供与と監視には、大統領と「財閥」オーナーとの個人的関係が効率的に機能したと考えられる。

「関係型(裁量型)統治システム」の効率性は、関係の長期継続性により実現されるものである。そのためには、政府側で大統領が長期(独裁)政権を確立しただけでは不十分で、企業側も大統領との関係を有する人物が支配権を維持する必要がある。それゆえ、外部資金導入にあたっては、支配権を分散させないことが絶対条件になり、その条件を満たす負債による資金調達(政策金融)を通じて「財閥」の形成が進んだ。これによって、政府企業関係の長期継続性が確保され、関係を新たに構築する際の取引費用の発生を抑止できた。

また、「関係型(裁量型)統治システム」は、強制メカニズムの発動を当事者間でのみ観察可能な(必ずしも立証可能ではない)情報に依拠しているために、情報処理・意志決定について第三者に権限委譲しにくいという性質を備えている。そのために、企業家個人の情報処理・意志決定能力を超えて事業規模(範囲)が拡大し、ある程度の権限委譲が不可避になったときには、家族・親族・姻族が順次経営に参加するようになった。これは、権限委譲に際する取引(または、エージェンシー)費用を最小化するためであったと解釈できる。さらに、幹部社員登用に地縁・学縁等のネットワークにおける企業家との関係が重要視されたのも、同様の理由からであったとみられる。

なお、Grossman and Hart [1986], Hart and Moore [1990]等の所有権アプローチ(property rights approach)は、2つの物的資産と2つの人的資産を想定し、不完備契約と関係特殊的投資の存在から生じるホールドアップ問題(hold-up problem)を回避しうる最適な所有権構造を議論している。

こうした議論によれば、(1)2つの物的資産が代替的な場合は、非統合が最適な所有権構造になるが、(2)2つの物的資産が厳密に補完的な場合は、統合が最適な所有権構造になり、加えて(3)一方の人的資本が本質的な場合は、その所有者が物的資産を統合するのが最適な所有権構造になる。

経済発展初期段階においては、新規事業と既存事業の補完（前方連関・後方連関）性が高いために、上記(2)の観点から、「財閥」に物的資産を統合することは効率的であった。また、経済発展初期段階においては、高度の情報処理・意志決定能力を備えた人材は稀少であったし、当時は政府との緊密な関係も企業にとっての重要な（本質的な）人的資本であった。それゆえ、上記(3)の観点からも、こうした特殊人的資本を備えた「財閥」オーナーに物的資産を統合することは効率的であった。

以上のことから、先進国 catch up 期の1960～70年代の韓国においては、「財閥」は企業組織形態上の経済合理性に基づいて形成されたと考えてよいと思われる。

#### 時代・環境的要因（外部要因）

前述のとおり、1960～70年代の韓国「財閥」においては内部統制は機能せず、債権者たる政府による外部監査が企業統治上の重要な機能を果たさざるを得なかった。そして、当時の韓国政府にも、自らが「財閥」の企業統治を行なう誘因があった。当時の国際環境を鑑みると、韓国は冷戦構造の渦中にあり、政治的にも経済発展が重要課題であった。加えて、自らの政権発足の経緯から政権の「正当性（正統性）」は常に疑問視されたために、経済発展実現こそ当時の政府の存在意義を示すものとなった。そのために、大統領は定期的に会議を開き、「財閥」オーナーに対して投資プロジェクトや輸出の状況を確認した。

なお、長期政権が樹立されたことで、独裁政権でありながら、国家による収奪や汚職はかなり抑制されたと考えられる。すなわち、独裁者であるがゆえに、大統領個人の効用最大化は国家の社会的厚生最大化に近似され、かつ長期政権のために、国民所得の分配は繰り返しゲーム（repeated game）となり、短期政権による一回限りのゲーム（one-shot game）では実現されるはずの国家による収奪や汚職は、実現されにくかったと考えられる。

しかも、当時の政府は、「財閥」の企業統治を行なう誘因を有すると同時に、それを可能にする能力も有していた。その一つは、債権者としての能力である。政策金融によって「財閥」の負債資本比率を高めたことは、債務不履行確率を高めて経営に規律を与えるとともに、フリーキャッシュフローを削減して非効率投資を抑制するのに寄与した。さらに、政府系金融機関や国有化された市中銀行を通じた低金利の政策金融によって、資金供給者として独占的な立場にあった政府には、日常の資金繰りを通じた監視が可能であった。

もう一つは、国家としての権力（能力）である。政府は、プロジェクト策定などの権限をもつことで、通常の債権者よりも優れた経営者監視活動を行なえた。政府が経済開発計画に基づいた新規

事業の許認可権を有していたので、独占的債権者である場合に発生しやすい「ソフトな予算制約」の問題を回避することができた。

また、投資の外部性が大きいと考えられる経済発展初期段階において、韓国で「財閥」が形成されたことは、過剰投資傾向等の問題を深刻に考える必要をもたらさなかった。要するに、社会的な限界評価と私的な限界評価の乖離（即ち、外部性）から、過少投資に陥りがちな社会間接資本整備においては、構造的に過剰投資バイアスを持つ「財閥」は、投資実行主体としてむしろ望ましかった。「財閥」オーナーの私的便益を増加させるために過剰投資が行われても、それは社会間接資本の社会的な限界評価と私的な限界評価の乖離を縮小させ、社会間接資本の過少投資を解消させるという点で、むしろ次善の選択となる傾向があった。

このように、1960～70年代の韓国においては、先進国への catch up 期という時代・環境的要因からも、「財閥」は合理的に形成されたと考えられる。

#### 意図せざる問題回避

資本市場が発達していなかった（株式公開が一般的でなかった）1970年代までは、外部株主の存在は小さかった。「財閥」オーナーの有する残余請求権と残余コントロール権に乖離が少なかったために（即ち、実質的に株主と経営者は同一人物であり続けたので）、株主と経営者との利害対立問題は回避された。

資本市場を育成しようとした政府の意図に反して、政府系金融機関や国有された市中銀行を通じた低金利の政策金融が中心であり続け、資本市場からの資金調達には活発化せず、新規プロジェクト資金の多くが負債で調達された。それゆえ、1960年代初め韓国の製造業部門の自己資本比率は50%であったが、経済発展が始まると同時に20%まで低下し、1990年代まで20—25%で推移した。この点で、1970年代までの韓国における企業統治上の主要問題は、株主と債権者の間の利害対立（資産代替）であったと考えられる。

しかし、債権者である政府が投資プロジェクト策定に関わるなどを通じて（事前の情報の非対称性が緩和されて）資産代替は抑制され、政府の積極的な監視活動によって（事後の情報の非対称性が緩和されて）経営者の努力不足（effort aversion）も抑制された。すなわち、民間の債権者ならば回避不可能なエージェンシー問題のために負債に高い価格設定を行なう（プレミアムを要求する）はずであるが、当時の政府は、新規事業の許認可権等の民間の債権者以上の権力（能力）をもっていたために、その行使によって企業統治に影響を与えてエージェンシー問題を回避でき、負債のコストを抑制できた。

政策金融の結果、株式保有がオーナー経営者に集中し、債権保有が政府に集中した。そのために、（資本市場育成の意図に反して）韓国政府は実質的に LBO 協会の役割を果たすことになった。要するに、高い負債資本比率（低い自己資本比率）によって、オーナー経営者の非効率投資問題が抑制

された。さらに、オーナー経営者の持分を高く維持することによって、株式保有の分散化に伴う少数株主の経営者監視活動におけるただ乗り問題が回避され、債権保有が政府に集中したことによって、債権保有の分散に伴う少数債権者の経営者監視活動におけるただ乗り問題が回避された。

ただし、債権保有が政府に集中したことは、債務不履行時の再交渉を容易にしたために、経営者の健全経営に対する誘因や、その他の債権者の経営者監視活動に対する誘因を阻害する面も有していたと考えられる。

#### 4. 「財閥」の企業統治構造の持続

##### 4-1. 事実確認

###### ピラミッド構造と株式持ち合い

不完備契約の世界では、既述の通り、株式には残余請求権と残余コントロール権が付与されることになるが、これらは出資比率に応じて株主に配分されるために、これら両方の権利を全て保有しようとする、オーナー経営者には全額出資が要求される。しかし、株主総会での得票数を一定数（例えば過半数）確保すれば、残余コントロール権は完全に保有できる。そこでオーナー経営者は、残余請求権と残余コントロール権の配分比率を分離すれば、限られた資本でも事業規模（範囲）を拡大できる。

Bebchuk et al. [1999] は、こうした株式の残余請求権と残余コントロール権を分離する方法に、優先株 (preferred stock) 発行、株式のピラミッド (pyramid) 構造、株式持ち合い (cross-holding) の3つの基本形があることを示している。優先株発行は、単独の企業でも実施可能であるので、「財閥」という本稿の観点からは、複数の企業間で実施される株式ピラミッド構造と株式持ち合いの2つが注目に値する。

すなわち、資本市場が発達し、企業が市場から直接資金調達できるようになると、オーナー経営者のキャッシュフローに対する持分は新規株式発行量に応じて減少する。その場合でも、株式のピラミッド構造、グループ内での株式持ち合いを構築すれば、オーナー経営者の残余コントロール権は確保され、オーナー経営者はグループ全体の支配権を維持することができる。<sup>4)</sup>そして、韓国「財閥」においては、ピラミッド所有構造は当初から構築されてきており、さらに1980年代後半以降、株式の公開が増大するとともにグループ企業内での株式の持ち合いも盛んに行われるようになった。

なお、株式持ち合いには、残余請求権と残余コントロール権との分離にとどまらず、見かけ上の

---

4) 詳細は、補論Bを参照されたい。

負債依存度を低下させる効果が伴う。逆にいうと、負債を増加させても、それと同率で（実質的出資を伴わない）相互出資が行われれば、バランスシート上の負債依存度を高めなくて済むので、見かけ以上の High Leverage 構造を実現できる。こうした狙いからも、韓国「財閥」グループにおいて株式の持ち合いが推進された。

しかし、株式のピラミッド構造、株式の持ち合いによって、残余請求権と残余コントロール権の配分比率に乖離が生じると、株主と経営者の間の利害対立が発生する。また、同様に見かけ以上の High Leverage 構造が実現されると、株主と債権者の間の利害対立は一層深刻化する。すなわち、株式のピラミッド構造、株式の持ち合いが規制されないままに、株式による資金調達が発達化されると、新たな利害関係者間の利害対立が生み出されることになる。

#### 債権者の増加・分散

債権者数は、経営者監視活動に対する誘因と債務不履行時の再交渉における実現可能性の双方に影響を与える。一般に債権者の増加・分散は、各債権者の経営者監視活動に対する誘因を低下させ、ただ乗り問題を生じさせ易くする。しかし、その一方でそれは、債務不履行時の再交渉を困難にすることを通じて、（経営破綻時における再建型の処理の可能性が少なくなることから）経営者に対して健全経営の規律付けを強める効果ももつ。

また、かつて債権者が組織化されていた場合（LBO 協会・メインバンク・政府等）には、債権者の増加・分散が進むと、それまでの経営者監視活動能力が低下していくことになる。ところが、政府が債権者の地位にとどまり続けている場合には、政府の能力（権力）への過信から、こうした経営者監視活動能力の低下が新規の債権者には認識されにくい（それゆえ、新規の債権者は政府の経営監視活動にただ乗りしようとする）傾向がある。

したがって、かつて間接金融が中心で債権者が組織化されていた場合に、金融自由化の結果、社債などの債権者数の多い資金調達方法が導入されることになると、債権者による経営者監視活動に空白が生じ、経営者による資産代替などのモラル・ハザードが顕在化し易くなると懸念される。1980年代以降の韓国でみられたのは、まさにこうした事態であったと考えられる。

また、当事者間の関係が本質的な強制メカニズムとして機能する「関係型（裁量型）統治システム」においては、既述のように、その関係が少数の当事者間で長期に継続されることではじめて、費用効率が発揮される。ところが、株式公開や社債発行によって株主数や債権者数が増加することは、企業の利害関係者が分散・多様化すること、即ち、少数当事者という「関係型（裁量型）統治システム」の条件が成立し難くなることを意味している。そして、多数の経済主体が取引に参加し、参入・退出が活発に繰り返されるようになると、「関係型（裁量型）統治システム」よりも「ルール型統治システム」の方が費用効率的になり、望ましくなってくる。

この意味で、経済活動の複雑化および利害関係者の分散・多様化に対応して、政府の役割は、少



数当事者間の長期的関係を通じて取引を直接コントロールすることから、市場参加者全員に適用される公正なルールを通じて市場機能を活性化させることに変化していかななくてはならない。政府の役割が決してなくなることはなく、その変化が必要なだけであるが、政府が自らの役割を変化させることはしばしば困難である。

#### 金融自律化後の資金調達構造

韓国において金融自由化は、しばしば「金融自律化」と呼ばれる。これには、これまでの「官治金融」からの脱却という意味合いがこめられていて、その内容も、まず①国有銀行民営化があって、その次に通常の金融自由化である②金利規制撤廃と③業務規制撤廃、および④外国為替自由化や資本取引自由化が続いた。

国有化された市中銀行の民営化は、1980年代前半に行われた。民営化の実施にあたっては、「財閥」が民営化後の銀行の支配権を得ることのないように、単一経済主体（グループ）が4%以上の持分を所有することがないように政府保有株式が売却された。この目的は達成されたけれども、その反面で支配株主が存在しなくなり、政府が規制によって銀行頭取の人事権を実質的に掌握し続けたので、国有銀行の民営化は「官治金融」からの脱却という当初の大原則から外れた改革にとどまる結果になった。

それゆえ、金融自由化は実施されても、依然として金融機関が独自の意志決定を行えなかったという点で、真の意味の金融自律化は実施されなかったと評価される。そして、1988年のソウルオリンピック前後にエクイティ・ファイナンスが活発化したが、その後は、直接金融の場合でも社債・CPによる資金調達が中心で、また間接金融の場合には政府の規制・監督が緩いノンバンクを通じた借入が増加した（表6を参照）。

1980年前後の不況時には自己資本比率が20%を下回ったこともあったが、1980年代後半は、エクイティ・ファイナンス活発化によって自己資本比率が上昇し、その後1990年代には自己資本比率は25%前後を推移している（表7を参照）。しかし、バランスシート上の自己資本比率（あるいは負債依存度）は一定水準が維持されていたが、自己資本に占めるオーナー家族の出資比率は低下していた。これは、負債の増加率に合わせて見かけの自己資本の増加するように、グループ会社による株式持ち合いを進めたことによる。

要するに、1980年代後半以降は、株式持ち合いの進展によってオーナー家族の実質的内部持分率は低下し、残余請求権と残余コントロール権の配分に乖離が拡大した。このために、オーナーの私的便益追求のために外部株主利益を犠牲にし、かつ債権者利益を犠牲にした高リスクの非効率投資（過剰投資・資産代替）の発生する可能性が著しく高まったと推察される。この残余請求権と残余コ

5) ただし、金利規制と業務規制の撤廃の本格的な実施は、1990年代にずれ込んでいる。

表6 法人企業の外部資金調達形態

(単位：%)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
間接金融	44.6	27.5	37.6	40.8	45.3	40.4
金融機関借入	45.7	27.3	37.7	40.9	45.0	39.4
(銀行)	(20.0)	(19.4)	(15.7)	(16.8)	(21.3)	(16.4)
(非銀行)	(25.7)	(7.9)	(22.0)	(24.1)	(23.7)	(23.0)
政府融資	-1.1	0.2	-0.1	-0.1	0.3	1.0
直接金融	55.9	66.1	63.1	52.3	50.2	54.6
株式	21.9	34.5	22.9	12.6	12.3	14.2
社債	6.9	19.0	30.7	30.1	24.6	27.7
出資金	9.2	6.1	3.5	2.5	3.9	3.1
企業間信用	17.9	6.5	6.0	7.1	9.4	9.6
対外債務	-0.5	6.4	-0.7	6.9	4.5	5.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
間接金融	34.3	47.4	34.2	30.2	41.5	-79.6
金融機関借入	34.5	47.1	34.0	30.4	40.0	-88.6
(銀行)	(14.4)	(21.9)	(15.9)	(15.2)	(14.0)	(3.8)
(非銀行)	(20.1)	(25.2)	(18.1)	(15.2)	(26.0)	(-92.4)
政府融資	-0.2	0.3	0.2	-0.2	1.5	9.0
直接金融	68.2	47.5	58.5	61.1	56.2	236.1
株式	16.2	15.6	15.5	11.9	8.3	75.5
社債	39.2	22.3	34.4	41.0	33.9	195.9
出資金	2.9	2.3	3.3	0.8	2.5	6.7
企業間信用	9.9	7.3	5.3	7.4	11.5	-42.0
対外債務	-2.5	5.1	7.3	8.7	2.3	-56.5
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) 韓国銀行『調査統計年報』より筆者作成

ントロール権の配分の乖離による非効率投資バイアスを試算してみると、1983年の2.5倍から1999年の9.1倍へと急激に増加している。<sup>6)</sup>

6) 非効率投資バイアスとは、補論Aにおける $\alpha/(1-\alpha)$ を意味している。

表7 製造業の自己資本比率・負債資本比率

(単位：%)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
自己資本比率	22.8	21.5	22.2	21.4	21.0	17.0	18.1
負債資本比率	339.5	364.6	350.7	366.8	377.1	487.9	451.5
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
自己資本比率	22.2	22.7	25.3	28.2	25.9	24.6	23.9
負債資本比率	350.9	340.1	296.0	254.3	286.3	306.7	318.7
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
自己資本比率	25.3	24.8	25.9	24.0	20.2	24.8	
負債資本比率	294.9	302.5	286.8	317.1	396.3	303.0	

(出所) 韓国銀行『企業経営分析』

## 4-2. 評価

## 「財閥」持続の論理 (内部要因)

経済発展には、経済規模が拡大する(量)とともに、経済活動が複雑化・高度化する(質)という二つの側面での変化が考えられる。経済活動規模が拡大すると、個人の情報処理能力には限界があるので、「財閥」オーナーが全ての意志決定を下すのは困難になる。しかし、韓国では、当事者にも観察可能な情報に基づいて意志決定が行われてきたため、容易に権限委譲(意志決定の分権化)が出来ないというシステム上の限界があった。

他方、経済活動が複雑化すれば、計画よりも新規参入や退出による試行錯誤が必要となり、その場合には、組織よりも市場メカニズムによる相互調整の方がむしろ効率的となる。加えて、肥大化した組織において情報伝達の多くを組織内部の指示・報告系統によって行なうならば、情報伝達が歪んだり、非効率になることが避けがたい。こうした点からみて、「財閥」という企業組織形態は、経済発展とともにその効率性を失っていくと考えられる。

にもかかわらず、韓国ではこれまで大企業経営において、経営者と政府要職との個人的関係が重要であったために、韓国の大企業はほとんど(個人的関係を有したオーナーを頂点とする)「財閥」の組織形態を維持している。「財閥」の経営者層はオーナー一族にその大半を占められ、依然として専門的経営者の育成は進んでいない。結果的に、これまで「財閥」中心の経済発展を主導してきた政府は、人的資源面の制約から、オーナー一族を中心とした「財閥」に大企業経営を頼らざるを得ない(lock-in)状況に陥っている。

負債増加は、他の条件を一定とすれば債務不履行確率を高めることになるので、「財閥」(の負債)が小規模で破綻したときの引き受け先が容易に探索可能な場合は、経営者に対する規律付けとして

機能する。しかし、「財閥」(の負債)が大規模で、破綻したときの引き受け先が容易には探索できない場合には、負債増加は、経営者に対する規律付けとしてはもはや機能しなくなる。というのは、大規模「財閥」が破綻すると、政府はその悪影響が経済全体へ波及するのを防止するために、「財閥」を救済せざるを得ない状況 (too big to fail) に陥ると考えられるからである。

このことは、当然に「財閥」オーナー経営者に事前に合理的に予想され得るので、一定規模以上の負債増加は、経営者に対する規律付けとしてよりも、むしろ経営者の経営努力への誘因阻害要因となる。そして、「財閥」オーナー経営者は、経営困難時には政府にとって救済せざるを得ない存在になることを目指して、積極的に負債による資金調達を進め、規模の拡大を図った。

要するに、企業組織形態の効率性からみても、既述のように、「財閥」というコングロマリットに存在意義があったからこそ、「財閥」は発生した。しかし、その存在意義は、環境の変化により既にかかなりの程度失われているとみられる。たとえそうであるにしても、オーナー経営者や政府の個別合理性からは、社会的な存在意義とは独立に、存続すること自体に私的便益 (private benefit) が存在するために、環境の変化は直接には企業組織形態の変化につながらないと考えられる。

#### 時代・環境的要因 (外部要因)

1980年代後半に入り、朝鮮半島においては「北の軍事的脅威」は残るものの、南北の経済開発競争には大差がついた。そのために、韓国において軍部出身者による政権が続く必要性は薄れ、政治的には民主化の流れに向かった。経済においても、成長優先という単一の経済目標では国民の合意を得ることが難しくなった。とくに所得分配面での公正さが求められるようになり、「財閥」の肥大化に対する否定的な意見が多くなった。

「財閥」オーナーの私的便益増大のために行われた「財閥」の事業規模 (範囲) 拡大は、発展途上段階には、過少投資に陥りがちな社会間接資本整備を促進する面もあった。しかし、既にかかなりの経済発展が達成された段階では、社会間接資本の外部性はもはや小さくなく、「財閥」による過剰投資は社会的にも非効率になる可能性が高い。

また、世界的にも冷戦構造が崩れ、東欧・旧ソ連などの東側諸国が資本市場経済に参加するようになった。これらの国々やその他の新興工業国からの労働力供給圧力と、韓国国内の賃金上昇によって、労働集約的産業はもはや韓国の比較優位産業でなくなり、また先進国を catch up していく発展戦略にも転換を迫られるようになった。先進国にモデルを求められない以上、自国で成長産業を探索する必要があるが、この作業は民間部門の試行錯誤によることが望ましく、また政府にその能力もなかった。

事実、1980年代以降の5ヵ年計画は社会経済発展計画と名称を変え、その性格も詳細なプロジェクト策定から簡単なビジョン提示へと変更されて、1990年代後半には計画自体が策定されなくなっている。けれども、政府の民間部門関与に対する意志は、持続していたように思われる。このよう

な環境変化と同時に、民主化によって大統領が単任制となったのを受けて、国民所得の分配は、短期政権による一回限りのゲームとなった。

一回限りのゲームの場合には、大統領個人の効用最大化は国家の社会的厚生最大化とは乖離せざるを得ず、政府は、利益誘導に傾き、大統領個人や個々の官僚の効用を最大化するように行動したと考えられる。その結果、金泳三政権時代には、「財閥」による政府の capture が進み、政府は、新規事業の許認可や金融自由化において、「財閥」優遇の政策をとり、「財閥」の非効率投資を助長したとみられる。

このように先進国への catch up の達成という要因と、冷戦構造崩壊による世界的な労働力供給増加ショックという要因から、政府主導による「財閥」優先の経済運営には、かつての効率性がみられなくなった。しかし、環境変化とそれに対する政府の現状維持的対応は、政府の能力の低下と近視眼化をもたらした。このことは、「財閥」にとって政府を capture し易いものにさせることで、現行システムの持続傾向をもたらした。

## 5. おわりに

1980年代後半以降、金融自由化が進むと、株式公開で外部資金が導入される一方で、株式持ち合いが進み、残余請求権と残余コントロール権の乖離が拡大した。残余請求権の一部しか保有しない「財閥」オーナーは、外部株主を犠牲にして非効率投資を実行したが、「財閥」オーナーが実質的に支配可能な持分（45%前後）を保有していたため、内部統制による企業統治（経営行動の適正化）は期待できなかった。

また、1980年代後半以降も、見かけの自己資本比率は低下（負債資本比率は上昇）しなかったが、それは株式持ち合いによるもので、実質的には自己資本比率は低下（負債資本比率は上昇）していた。このために、高リスク高リターン投資プロジェクトが実施される資産代替が進み、純現在価値が負である投資プロジェクトが実施される過剰投資も発生したとみられる。

他方、金融自由化による（海外・国内）社債発行市場の成長は、債権者数を増加させ政府の監視・再交渉能力を低下させることになった。しかし、過去の事例や「財閥」と政府の関係から、政府による経営者監視活動が期待されていたために、一般の債権者による経営者監視活動にはただ乗り問題が発生した。それゆえ、債権者による経営者監視活動に空白が生じ、「財閥」オーナーによる資産代替を抑制することができなかった。

それらの結果ともいえる1997年の経済危機以降、韓国の企業統治構造改革は、OECDのガイドラインに添った形で進められている。それは、①株主の権利保護、②少数株主や外国人など株主間の同待遇、③株主以外の利害関係者の調整、④情報開示と透明性の確保、⑤取締役会の経営監督機

能・責任強化、等である。これらの改革は、企業統治問題の総論としては正しい方向を示したものであろう。しかし、その具体的な「財閥」の企業統治構造改革での有効性には疑問の余地がある。

韓国の大企業が一部の公企業を除き、全て「財閥」系であるという事実を考慮したとき、改革の実行主体は、これまでのシステムの担い手である政府や「財閥」自身であるほかないと考えられる。ところが、これらの主体の改革への誘因は乏しい。とくに「財閥」オーナー経営者が自発的に残余コントロール権を手放そうとするとは考えがたい。それゆえ、幅広い分散所有への所有・支配構造のスムーズな移行は、たとえそれが社会的に効率的なものであっても、オーナー経営者の個別合理性からは実現困難であると判断される。

換言すると、改革の実現にあたって、あるべき姿を示すだけでは決定的に不十分であり、その姿を実現するための手順とそれを推進する力がどこにあるのかが明らかにされねばならない。韓国の企業統治構造改革においては、現在のところ、このことが不明確なままであると考える。IMFの管理下においては、IMFが改革の推進力であり得たかもしれない。けれども、IMFの管理下から脱する2001年以降にさらに本格的な改革が必要になると思われるが、その推進力はどこから来るのであろうか。

7)  
補論 A

例えば、オーナー経営者が残余請求権の持分  $\alpha$  を所有する企業が、2つのプロジェクト (X, Y) のいずれかを選択するケースを考える。キャッシュフローは (少数株主を含めた) 全株主に属するもので、私的便益はオーナー経営者のみに属するものである。

プロジェクト	総価値	キャッシュフロー	私的便益
X	$V_X = S_X + B_X$	$S_X$	$B_X$
Y	$V_Y = S_Y + B_Y$	$S_Y$	$B_Y$

ここでオーナー経営者は、総価値の大小比較による判断

$$V_X > (or <) V_Y \tag{A-1}$$

ではなく、持分  $\alpha$  で評価したキャッシュフローと私的便益との合計の大小比較による判断

$$\alpha S_X + B_X > (or <) \alpha S_Y + B_Y \tag{A-2}$$

によって、プロジェクトを選択すると想定される。

ここで、プロジェクト X は Y より総価値は小さい ( $V_X < V_Y$ ) が、私的便益は大きい ( $B_X > B_Y$ )

7) 補論 A と B の内容については、Bebchuk, et al. [1999] に負うものである。

と仮定してみよう。上の (A-2) 式は

$$\alpha(V_X - B_X) + B_X > \alpha(V_Y - B_Y) + B_Y$$

と書きなおせるが、これを整理すると

$$V_X - V_Y < \frac{1-\alpha}{\alpha}(B_X - B_Y) \quad (\text{A-3})$$

となる。すなわち、この (A-3) 式が満たされるならば、オーナー経営者は「(総価値は小さいが、私的便益は大きい) プロジェクト X の選択」という社会的に非効率な意志決定を行なうことになってしまう。

上式の右辺を  $\alpha$  で微分すると

$$-\alpha^{-2} \cdot (B_X - B_Y) < 0$$

が得られ、さらにこれを  $\alpha$  で微分すると

$$2\alpha^{-3} \cdot (B_X - B_Y) > 0$$

が得られる。

この計算結果は、オーナー経営者の持分  $\alpha$  が減少すると、総価値の低いプロジェクトが選択されるという非効率性は増加し、その変化率も通増的であることを示している。また、下の表から明らかなように、私的便益の差がプロジェクト X の総価値の 3% であるとした場合、オーナー経営者の持分  $\alpha$  が 50% のときには、非効率性はプロジェクト X の総価値の 3% にとどまるが、オーナー経営者の持分  $\alpha$  が 10% のときには、非効率性はプロジェクト X の総価値の 27% にまで達することになる。■

持分	$\frac{1-\alpha}{\alpha}$	$B_X - B_Y$	$V_X - V_Y$
$\alpha = 0.5$	1	$0.03V_X$	$0.03V_X$
$\alpha = 0.1$	9	$0.03V_X$	$0.27V_X$

## 補論 B

ここで、オーナー経営者が親会社株式の  $s_1$  の持分を所有し、親会社が子会社株式の  $s_2$  の持分を所有し、その子会社が孫会社株式の  $s_3$  の持分を所有するといった「株式ピラミッド構造」を考える。この株式のピラミッド構造を  $n$  回繰り返すことによって、

$$s_i > 1/2, i = 1, \dots, n$$

であれば、オーナー経営者は、残余請求権に関しては

$$\alpha = \prod_{i=1}^n s_i$$

の持分しか所有していないにもかかわらず、全資産に対する残余コントロール権を維持することが

できるようになる。また、 $n$  の数を大きくすることで、残余請求権比率  $\alpha (> 0)$  の値はいくらでも小さくすることができる。

次に、オーナー経営者がグループ企業  $i$  株式の  $s_i$  の持分を直接所有すると同時に、グループ企業  $j$  がグループ企業  $i$  株式の  $s_{ij}$  の持分を所有する「グループ企業による株式持ち合い」を考える。こうした株式持ち合いがグループ  $n$  社間で行なわれると、

$$s_i + \sum_{j=1}^n s_{ij} > 1/2, i = 1, \dots, n$$

であれば、オーナー経営者は全資産に対する残余コントロール権を維持することができる。

ここで、 $n = 2$  でかつ持ち合いが対称的に行われる場合を考える。このときオーナー経営者の直接持分を  $s$ 、グループ会社の持ち合いによる持分を  $h$  とすると、上式は

$$s + h > 1/2$$

と書きなおすことができる。この場合、オーナー経営者の残余請求権比率  $\alpha$  は、持ち合い分を除いた株式に対する比率、即ち、

$$\alpha = \frac{s}{1-h}$$

で与えられる。グループ会社間の株式の相互持ち合いには実質的出資が伴わない（株式が交換されるだけである）ので、株式持ち合いの場合には、ピラミッド構造のように外部資金導入のために  $n$  の数を大きくする必要がない。また、外部資金をいくら導入しても、実質的出資を伴わない持ち合いによる持分  $h$  を増やすことによって、 $\alpha (> 0)$  の値はいくらでも小さくして、全資産に対する残余コントロール権を維持することができる。■

#### 参 考 文 献

- 1) Bebchuk, Lucian, Reinier Kraakman, and George Triantis [1999], "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights," Discussion Paper No. 249, Harvard Law School, Olin Center for Law, Economics, and Business.
- 2) Bebchuk, Lucian, and Mark J. Roe [1999], "A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership," Working Paper No. 131, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies.
- 3) Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, New York: McMillan.
- 4) 車東世・金光錫 [1995], "韓國經濟半世紀 歴史的評價와 21世紀 비전," 韓國開發研究院.
- 5) Grossman, Sanford J. and Oliver Hart [1986], "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," *Journal of Political Economy*, 94, 691-719.
- 6) Hart, Oliver [1995], *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press.
- 7) Hart, Oliver and John Moore [1990], "Property Rights and the Nature of the Firm," *Journal of Political Economy*, 98, 1119-1158.
- 8) 伊東和久 [1981], 「政策金融」と「金融政策」—韓國の事例研究—, 『アジア経済』, XXII-9, 35-53.
- 9) Jensen, Michael C. [1986], "Agency Costs of Free Cash Flows," *American Economic Review*, 76, 323-329.
- 10) Jensen, Michael C. [1989], "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, 61, September/



October.

- 11) Jensen, Michael C. and William H. Meckling [1976], "Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- 12) 高時天 [1977], 「韓国の企業と経営の特質」, 隅谷三喜男編, 『韓国の企業経営』, アジア経済研究所.
- 13) 高龍秀 [2000], 『韓国の経済システム』, 東洋経済新報社.
- 14) La porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer [1998], "Corporate Ownership Around the World," National Bureau of Economic Research Working Paper 6625.
- 15) Li, Shuhe [1999], "The Benefits and Costs of Relation-based Governance : An Explanation of the East Asian Miracle and Crisis," Working Paper, Department of Economics & Finance, City University of Hong Kong.
- 16) Modigliani, Franco and Merton H. Miller [1958], "The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review*, 48, 267-297.
- 17) SaKong, Il [1993], *Korea in the World*, Washington D. C.: Institute for International Economics (司空壹 [1994], 『韓国経済 新時代の構図』, 東洋経済新報社).
- 18) 桜井浩 [1977], 「韓国の企業と金融」, 隅谷三喜男編, 『韓国の企業経営』, アジア経済研究所.

飯島高雄 [経済学部研究助手]

池尾和人 [経済学部教授]