

韓国における持株会社制度と コーポレート・ガバナンス改革

高龍秀

(甲南大学)

はじめに

1997年末の深刻な通貨・経済危機の後に、韓国国内では財閥の負債依存体質と過剰な多角化経営が危機の主要な原因として批判されてきた。IMFの強い圧力と金大中政権の財閥改革要求を受け、韓国の財閥は、①負債比率の縮小などの財務改革、②過剰多角化を解消し、業種の選択と集中をすすめる改革、③コーポレート・ガバナンス改革などの実行を余儀なくされた。このような通貨危機以降の経済環境の激変に加えて、金大中政権が進めた貿易・資本自由化政策によりグローバル競争が激化するなかで、韓国の財閥は厳しい試練に直面し、解体・分裂するか改革により生き残るかという岐路に立たされている。

コーポレート・ガバナンス改革では、これまでの財閥総帥にあまりに経営決定権が集中する問題を克服して、社外取締役制度を導入し少数株主の権限を強化する制度が取り入れられた(高2001)。今日の韓国財閥は、極めて韓国的な文化と家族主義的な経営体質を残しながらも、グローバルゼーションの中で米国型経営システムが急速に導入されており、その変化の行方が注目されている。さらに韓国政府は、財閥改革の一環として1999年に持株会社制度を導入した。これまで財閥改革を主導してきた公正取引委員会など韓国政府は、持株会社により従来の複雑な系列社間所有に比べて所有構造が単純化され、市場での経営監視が容易になり財閥の透明性が高まる効果を期待している。OECDや世界銀行もこの長所を強調して持株会社解禁を勧告してきた。しかし、これまで財閥を批判してきた市民団体や一部の研究者は、持株会社によって総帥一族の支配力が強まり経済力集中の弊害が拡大すると批判している。本

稿では、韓国における持株会社制度の内容を検討し、それがコーポレート・ガバナンス改革にどのような影響を与えるかについて考えていきたい。

1. 韓国における持株会社制度

韓国で1980年に制定された「独占規制及び公正取引に関する法律(以下では公正取引法)」は、86年12月に第1次改正され、この時、同法第8条で初めて持株会社が禁止された。この規定は、持株会社が解禁される以前の日本の「私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律」第9条を参考にしたものであった⁽¹⁾。しかし、通貨危機の後に、OECDや世界銀行が企業改革の一環として持株会社解禁を要求するようになり、韓国財界の解禁要求も強まってきた。韓国政府は、これまで持株会社について経済力集中を深化させるという否定的側面を重視してきたが、通貨危機の後に、外資誘致上の有利性、非主力企業や経営不振企業の分離・売却が容易になるなどの肯定的側面を強調するようになり、99年2月の公正取引法第7次改正で持株会社制度が導入された(同年4月施行)。これまで、他の事業を営みながら子会社の支配・管理という事業も行う「事業持株会社」は財閥の主要企業に見られてきた。しかし、他の事業を営まず子会社の支配・管理を主たる事業とする「純粋持株会社」が99年に解禁されたということである。

公正取引法における持株会社の定義は、「株式の所有を通じて国内会社の事業内容を支配することを主たる事業とする会社」で、資産総額が「大統領令が定める金額以上」である持株会社は公正取引委員会に申告しなければならず、後述の行為制限の対象となった(同法第2条第1号の2、同

法施行令第2条第1項・第2項)。ここで、国内会社の事業内容を支配することを「主たる事業」とする会社の基準として、持株会社が所有する子会社の株式時価の合計額が持株会社の資産総額の50%以上である場合と定められている(同法施行令第2条第2項)。持株会社の資産総額が「大統領令が定める金額以上」という条項については、直前の事業年度終了日における貸借対照表上の資産総額100億ウォン以上と当初定められ(同法施行令第2条第1項)、2001年1月の同法施行令改正で300億ウォン以上に、更に2002年1月の同法施行令改正で1000億ウォン以上に引き上げられ、小規模持株会社を規制対象から除外している(『公正取引白書』各年版)。

持株会社には次のような行為制限が定められている(同法第8条の2)。**①**持株会社の負債比率は100%以下でなければならない。ただし現物出資し持株会社に転換した場合は1年間の猶予期間が認められる。**②**持株会社は子会社の株式の50%以上(子会社が上場企業の場合は30%以上)を所有しなければならない。ただし**③**と同様に現物出資の場合は2年間の猶予期間を認定。**④**子会社以外の国内会社の株式を支配目的で所有できない。**⑤**一般持株会社は金融会社を子会社にできない。また、金融持株会社は非金融会社を子会社にできない。**⑥**一般持株会社の場合、その子会社が他の会社の株式を支配目的で所有すること(孫会社)はできない。ただし、製品販売、原材料供給など密接な関係がある孫会社の場合はこの規定から除外する。このように厳しい制限条項を設けることで、持株会社が負債によって多くの子会社を支配することを抑制し、低い所有比率で実質的な支配を行うことを制限しようとしている。

公正取引委員会が公表した「持株会社設立・転換申告現況」によれば、2003年7月1日現在で持株会社設立を申告した会社は18社で、金融持株会社が4社、金融以外の一般持株会社が14社である。金融持株会社としては、ウリ金融持株(2001年3月設立。ウリ銀行、光州銀行など子会社12社)、新韓金融持株会社(2001年9月設立。新韓銀行、済州銀行など子会社10社)、世宗金融持株会社(2000年4月。子会社は世宗証券1社)

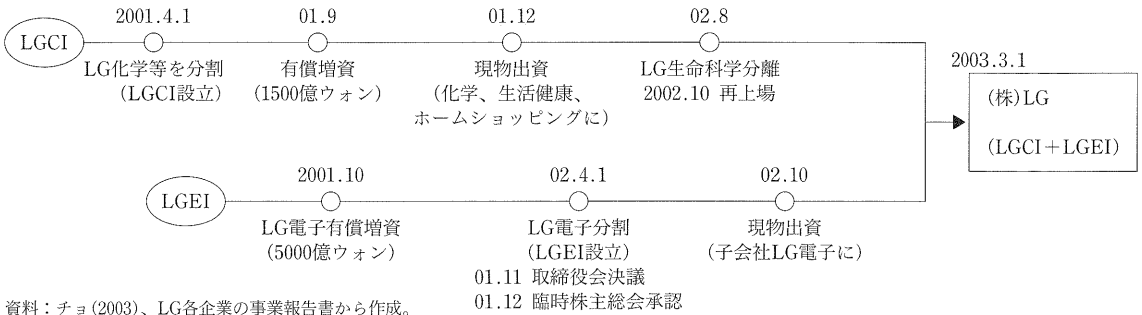
などがある。一般持株会社では、(株)LGが資産規模5兆7600億ウォン(2002年末基準)で最大であり(子会社17社)、SKエンロン(2000年1月設立。子会社11社)が資産7000億ウォンで続いているが、その他は上位財閥以外の持株会社である⁽²⁾。

2. LGグループにおける持株会社設立

(1) 持株会社設立の背景

韓国の主要財閥において、唯一、持株会社を設立したLGグループの事例を見ると、その背景として韓国の財閥に共通する苦悩が見て取れる。LGグループなどが持株会社を推進した背景として第1に、主要企業への一族の所有比率が低下し、外部からの経営権剥奪のリスクが高まったことがある。公正取引委員会の資料によれば、LGグループ全系列社に対する総帥と家族の所有比率は、1989年4月9.8%から2001年4月に4.5%(総帥が0.5%、家族が4.0%)に低下し、系列企業の所有が同時期に24.0%から42.5%と上昇し、特に通貨危機以降、系列社間の出資を拡大させることで内部所有比率を引き上げてきた。しかしグループ全系列社の出資総額を純資産の25%以内に制限する総額出資制限が2001年から施行されたため、系列企業間の出資を抑制せざるをえなくなり、総帥ファミリーによる所有支配が難しくなっている。さらに証券市場に対する外国人の投資が自由化されたため、韓国株式市場における外国人の所有比率は時価総額基準で、1998年末の18.0%から2002年末36.0%に上昇している。2003年8月1日現在で、普通株式に占める外国人所有比率が高い主要企業を上げれば、POSCO(旧・浦項総合製鉄)63.7%、三星グループのエスウォン(保安サービス業)58.0%、三星電子57.1%、現代自動車が46.3%であり、LGグループでもLGカード46.1%、LG生活健康41.7%など、外国人の所有比率が高まっている⁽³⁾。SKグループの中核企業であるSK(株)に対して外資系ファンドが最大株主になるなど敵対的買収のリスクは現実の問題になっており、持株会社も含めた安定的な所有支配構造を模索することは切実な課

図1 LGグループの持株会社推進過程



題になっている。

第2に、これまでのように系列企業間で複雑な出資関係があれば、大宇グループのように主要企業が破たんすればグループ企業すべてが破たんするリスクを負っている。韓国の主要財閥は、90年代に急速に多角化が進み、系列企業があまりに多くなり、それらが複雑な所有関係をもつようになった。LGグループでも97年初には経営不振企業の問題も生じ、これまで系列各社のCEOにある程度、権限を委譲する「自律経営」を行ってきたが、今後系列社をより厳しくモニターする機構を整備する必要が生じてきた。このようなグループ企業全体を効率的に統合する機構として持株会社が検討されてきたのである。

さらにLG独自の問題として、LGグループの家族関係の独自性という背景がある。LGグループでは、創業者の具仁會が1969年に亡くなった後に、その長男・具滋暻が事業を継承し、95年には具滋暻が経営の一線を退き、その長男・具本茂がグループ会長に就任し、韓国財閥の中では最も世代交代が進んでいる。ファミリーの所有比率が低下したことに加えて、世代交代と共に家父長としてのカリスマ性と権威も低下し、グループ全体を統合する求心力を備えた機構が必要になったといえる。更にLGグループは当初から具一族と、その姻戚関係にあった許一族が所有と経営にかかわってきたが、具・許一族で100名以上が主要企業の株主になるなど、家族の所有関係も極めて複雑になっている。そして具・許両家族の結節点となったキーパーソンである許準九（創業者の弟である具哲會の長女の夫）が2002年に亡くなったこともあり、将来、具・許両家族でグループの資

産を分割することに備えて所有関係を単純化する必要も生じている⁽⁴⁾。このような背景から、LGグループでは1998年頃から持株会社設立の具体策を検討してきたといわれている⁽⁵⁾。

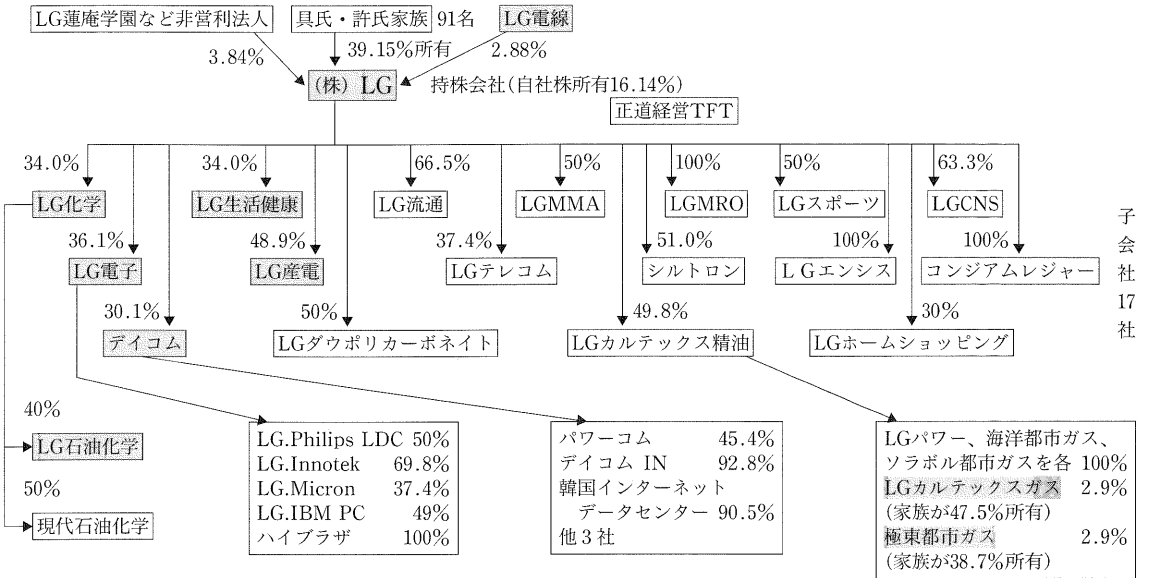
(2) LGにおける持株会社設立の過程

1999年4月に公正取引法で持株会社が認められた後、LGグループが持株会社によってどのように統合されたかを見ていこう（〈図1〉参考）。LGグループにおける持株会社設立の特徴は、第1に、2001年4月に化学部門の持株会社LGCIが設立され（子会社13社）、2002年4月に電子部門の持株会社LGEIが設立し、そして2003年3月にLGCIとLGEIが合併し、グループ全体を支配する持株会社として(株)LGが成立するという3段階の過程を経たという点である。

第2の特徴は、LGCIとLGEIの設立において、会社分割という手続きを利用している点である。つまり、これまで事業持株会社であったLG化学を、2001年4月に化学部門と事業部門に分割し、出資部門を①持ち株会社のLGCIに、事業部門を②化学事業を担うLG化学、③化粧品メーカーのLG生活健康として分割した。2002年4月には同じく事業持株会社であったLG電子を①持株会社LGEIと②事業子会社のLG電子に分割するという手段を使っている。

持株会社である(株)LGの統合がおこなわれことで、LGグループの所有関係はどう変化したのであろうか。〈図2〉と〈図3〉でそれを見ていこう。公正取引委員会が2003年4月に企業集団と認定したLGグループ系列社は50社である。その中で、持株会社(株)LGの子会社17社、孫

図2 持株会社によるLGグループの所有支配構造 (2003年6月末現在)



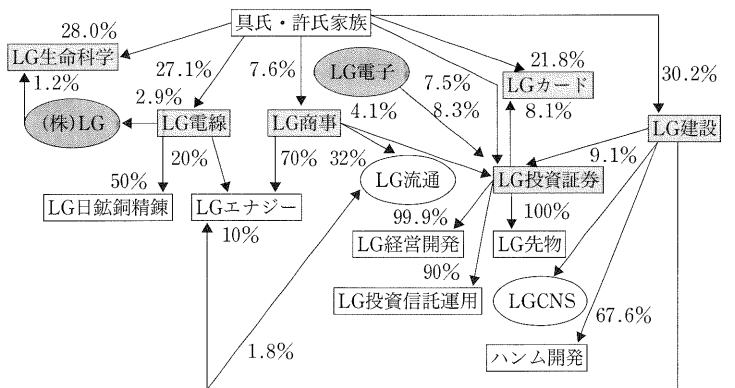
注：持株会社LGによる子会社の株式所有比率は普通株基準。家族などの所有は、普通株+優先株における比率。孫会社は上記以外のセティ、オイルチェーンを加え20社。銀行管理下にあった現代石油化学は2003年6月にLG化学と湖南石油化学(ロッテグループ)が各50%出資した企業となり、同年8月に公正取引委員会は同社をロッテとLGの企業集団所属企業と認定した。網掛けをした企業は上場企業。LG Micron、LGホームショッピング、LGテレコムはコスタック登録企業。

出所：株式会社LG『半期報告書(2003.1-2003.6)』2003年8月など、各社の同期の半期報告書、公正取引委員会「2003年持株会社現況」2003年8月。

会社20社が持株会社を頂点とした支配システムに統合された。(株)LGに対しては、家族、自社株所有、非営利法人、系列会社(LG電線)など内部所有比率は62.02%であり、家族所有は39.15%と高いが、グループ会長の具本茂の所有は4.97%である。また(株)LGに対する外国人の所有比率は、2002年末で12.75%となっている。(株)LGの子会社・孫会社以外の企業の所有関係を〈図3〉に示している。(株)LGが非金融持株会社であるため、金融会社であるLG投資証券、LGカードなどは持株会社の傘下とならず、家族と系列企業による所有となっている。また、LG建設、LG商事、LG電線などの大企業も持株会社の傘下に入っていない。これらに対する家族と系列企業など内部所有比率は持株会社の子会社より低い水準といえる。

持株会社である(株)LGの登記取締役は8名で、社外取締役がその内4名である。社内からは、代

図3 持株会社LGの子会社以外の系列会社における所有構造 (2003年6月末)



注：(株)LGは持株会社。LG電子、LG流通、LGCNSはその子会社(図2参照)。網掛けをした企業は上場企業。

出所：各社の『半期報告書(2003.1-2003.6)』。

表取締役会長・具本茂 (Cleveland大MBA卒)、代表取締役社長・姜庚植 (前LG構造調整本部長)、非常勤取締役・成在甲 (LG石油化学会長)、非常勤取締役・許昌洙 (LG建設会長)である。社外取締役は、金鎮炫 (元ソウル市立大学総長)、具滋正 (元ポラム銀行長)、金容鎮 (元銀行監督院長)、申英秀 (延世大経営学科教授)であり、創業者の家族メンバーは、具本茂と許昌洙

の2名である⁽⁶⁾。(株)LGの組織機構は、①経営管理部門(出資、ポートフォリオ管理)②人事部門(子会社人事管理・経営者育成)③財政部門(持株会社の会計、税務、金融)④事業開発部門(M&A、新事業発掘)⑤経営支援部門(持株会社の人事、総務、法務)の5部門から成り立ち、従業員は64名である(同社の2003年1-6月の半期報告書)。

LGグループにおける専門(非家族)経営者では、姜庚植がキーパーソンである。彼は通貨危機の直後からLGグループ構造調整本部長を担った後、2003年6月末現在でLG化学、LG電子、LGテレコム、LGカルテックス精油、LG経営開発院など主要企業の非常勤取締役を兼任している。規模の大きな子会社の取締役は、持株会社からの派遣2名、それ以外にCEO1名、CFO1名、社外取締役4名(このなかの3名が監査委員会)の8名を基本としている。

LGグループでは、2003年4月の持株会社設立時に「正道経営TFT」という組織を発足させたことが特徴的である⁽⁷⁾。正道経営TFTは各子会社の経営とCEOの業務をチェックし直接監視することを目的に、各子会社から監査、会計士、企画、IT関連などの人材が集められ25名のスタッフで構成されている。この組織のトップはグループでは副社長の地位でLG経済研究所の出身である。通貨危機以降に、各財閥ではグループ全体を統括する強力な組織として構造調整本部が機能してきたが、LGでは持株会社設立と共に構造調整本部を解体した。そして構造調整本部のメンバーでは1名だけが正道経営TFTに参加している。正道経営TFTは各子会社の会計・経営内容を監視し、その結果を各子会社の監査委員会や持株会社、具本茂会長にも報告しているといわれる。LGサイドの説明では、これまでの会長秘書室や構造調整本部は家族など大株主の利害のための組織であったが、正道経営TFTは外部株主も含めた全体株主のためのモニター機構であることが強調され、持株会社によるモニター機構が整備されるまでの5年程度の時限的な組織といわれている。

3. 持株会社に対する評価とコーポレート・ガバナンス

持株会社に対しては、賛否双方の主張が厳しく対立している。これまで財閥改革を主導してきた公正取引委員会など韓国政府は、持株会社を積極的に推進しているが、その理由は次のようなものである。①これまでの複雑な所有関係が克服され所有関係が単純化され、循環出資などの弊害が克服される。②経営不振企業を他の系列社の出資や融資で支援してきた従来の悪弊を克服でき、非主力部門の分離・売却が容易になる。③これらによって企業の透明性と効率性が高まり、財閥のコーポレート・ガバナンスが改善され、財閥が各系列社の独立経営体制に進む契機となるということである(『公正取引白書』各年度)。これに対して、財閥の悪弊を批判してきた参与連帯などの市民団体は、持株会社によって総帥一族の系列社に対する支配力が一層強まり、韓国企業のガバナンスを後退させると批判している⁽⁸⁾。はたして持株会社は、韓国財閥のガバナンスにどのような影響を与えるだろうか。

通貨危機以降の韓国主要財閥の動きを振り返れば、1999年の大宇グループの破たんにつき、2000年5月に現代グループでは二世への継承過程で兄弟間の骨肉の争いが起こり、現代自動車グループ、現代重工業グループが分離し、残った現代グループも鄭夢憲会長の自殺により空中分解の危機に直面した。さらに2003年にSKグループでは次期総帥候補の崔泰源が背任で逮捕され粉飾決算も発覚しグループ分裂の危機に直面している。このように現在、韓国の財閥は持続可能性(sustainability)の危機に直面している。ファミリービジネスとしての財閥が生き残るためには、次のようなハードルを乗り越えねばならないといえよう。第1は負債問題である。90年代に高まった負債比率をいかに縮小させるかという問題であり、大宇はこの問題で失敗し破たんに至った。第2は次世代への継承を円滑に行えるかという問題である。二・三世に継承される時、複数の子息への資産分割により財閥が分割される場合が多く、継承権・分割比率をめぐる対立が生じるリスクがある。

円滑に世代交代が進んだ場合にも、絶対的権威を持っていた創業者に比べて影響力が低下し、グループの求心力を維持する課題を抱えるようになる。現代グループの分裂はこの継承問題が深刻化したことが原因であった。第3に、ガバナンス問題である。これまで総帥が保有株式に基づく権利以上の圧倒的権限を行使し、モニタリング機能が作動してこなかった問題や、粉飾決算などの問題が頻発してきた。しかしガバナンス改革を求める韓国政府・国内世論・海外投資家の要求が強まり、SKのように深刻な粉飾決算が発覚すると、崔泰源(株)SK会長という核心人物が逮捕されファミリービジネスとしての持続可能性が喪失するという結果に至っている。第4に、必要な専門経営者を登用するなどの経営革新を行い、グローバル競争の中で収益を上げられる事業を築けるかという問題である。グローバル競争の中で躍進を続ける三星電子は、高い収益を上げることでグループ全体の資金調達源を潤わせ、高い株価を維持することで少ない所有比率でもグループ中核企業としての地位を確保している。このように大宇、現代、SKなど主要財閥が高いハードルの前に破たん・分裂に至る中で、LGグループは持株会社によってこのハードルを乗り越えようとしている。

LGグループにおける持株会社の設立は、確かに複雑な所有関係を単純化させ、系列不振企業への安易な支援を防止し、系列企業間の連鎖破たんのリスクを低下させたといえよう。さらに総帥一族の所有比率が低下し外部からの買収の危機があった問題も、持株会社LGの例のように、持株会社への家族所有比率39%、内部所有62%を維持することで克服し、上記の世代継承問題も持株会社に対する家族所有部分の内部構成の問題として縮小化できるであろう。しかし、持株会社によって、財閥の透明性が高まり、コーポレート・ガバナンスが改善されるかについては大いに疑問である。

第1に、2001年4月にLG系列社への家族所有比率は4.5%に過ぎず、系列社間で極めて複雑な所有関係をもっていた。それが2年後に〈図2〉のようなピラミッド型の所有構造となり、家族の持株会社LGへの所有比率は39%と上昇し

たのである。この2年間に膨大な株式が系列企業間、家族と系列社間で売買されたが、公正取引委員会もいくつかの売買について価格設定が問題として是正措置を行っている。結果的に総帥家族が持株会社と子会社に圧倒的な支配力を持つ体制が築かれた。このため、持株会社が所有する子会社株式の議決権を家族が独占的に行使すれば、持株会社と子会社の少数株主の権利が侵害される危険性をもっている。

第2に、強い所有支配力をもつ財閥家族に対するモニタリングが必要となるが、長年LGの役員であった具滋正が持株会社LGにおける社外取締役になるなど、社外取締役を通じた内部ガバナンスが機能するののかという問題も抱えている。

第3に、従来の構造調整本部は法的根拠を持たずに、系列各社を統括する役割をもったことが問題であったが、正道経営TFTも法的根拠を持たず、各子会社の経営とCEOを監視し、各子会社の監査委員会に加えて持株会社、具本茂会長にも報告するとされているが、結果的にはグループ会長と家族のための監視機構となる危険性を抱えている。財閥の生き残り策の一つとして持株会社制度が導入されたが、コーポレート・ガバナンスの観点からは大きな課題をもった制度ではないだろうか。

- (1) 以下、持株会社に関する法令については、李東原(2001)、『公正取引白書』各年版を参照。
- (2) 公正取引委員会が2003年4月に指定した相互出資制限企業集団49グループでは、上記のほかに、資産規模39位の東遠グループが2つの持株会社を設立している。1つは東遠金融持株で2003年5月に設立され、子会社は東遠証券1社である。もう1つは東遠エンタープライズで2001年4月に設立され、子会社は8社である。
- (3) 韓国証券取引所のホームページなど、同取引所の資料による。
- (4) LGを初め韓国の主要財閥の家族関係、所有関係についての詳細な研究として、安倍(2002、2003)参照。
- (5) LGグループ役員とのインタビューによれば、このような背景から2004年にかけて持株会社LGを分割するなどの方法で、具・許両家族に資産を分割する方式を検討しているようである。このインタビューは、文部科学省科学研究費補助金による研究「日韓財閥のサステナビリティ——危機後の韓国財閥と最末期三井財閥を

中心として」(研究代表者・服部民夫)の共同調査として、2003年8月20日に行われた。

- (6) 社外取締役の具滋正(1940年生まれ)は長年、金星社(後のLG電子)の常務取締役、金星投資金融副社長などLG系列社の役員を務め、ポラム銀行の専務取締役を経て、(株)LGの社外取締役になっている。その経歴、姓名、出身地から家族メンバーの可能性が高いが、確認できていない。しかし、長年LGグループの役員であった者が(株)LGの社外取締役として妥当かという点で疑問が残る。
- (7) 正道経営TFTに関しては、LGグループ役員とのインタビュー(注5参照)、*Center for Good Corporate Governance* (2003 summer)。
- (8) 参与連帯の月刊誌『参与社会』、ホームページ(<http://peoplepower21.org>)。Center for Good Corporate Governance (2003 summer)。

<参考文献>

安倍誠(2002)「韓国：通貨危機後における大企業グルー

- プの構造調整と所有構造の変化」星野妙子編『発展途上国の企業とグローバリゼーション』アジア経済研究所。
- 安倍誠(2003)「韓国」星野妙子編『発展途上国のファミリービジネス——資料集』アジア経済研究所。
- 高龍秀(2001)「韓国における財閥改革とコーポレート・ガバナンス」東京大学社会科学研究所『社会科学研究』第52巻第5号。
- 松本厚治・服部民夫編(2001)『韓国経済の解剖——先進国移行論は正しかったのか』文眞堂。
- チョ・ソンボン(2003)「持株会社制度の主要論点」韓国秩序経済学会主催『第15回経済秩序大討論会——参与政府の経済秩序政策』での発表論文、2003年6月13日。
- 李東原(2001)『持株会社 三訂版』ソウル、セチャン出版社。
- 民主主義社会研究所編(2002)『企業民主主義と企業支配構造』ソウル、白山書堂。
- Center for Good Corporate Governance『企業支配構造研究』ソウル、各号。