

# 韓国の財閥規制と財閥の持続可能性

## 2000年代以降を中心に

遠藤敏幸

(同志社大学)

### 1. はじめに

対外依存度の高い韓国はリーマンショックの影響を受けたことで2008年第4四半期の実質GDP成長率はマイナス5.1%と激しく落ち込んだ。しかしウォン安に支えられた好調な輸出の伸びによって2009年の実質GDP成長率は0.2%とわずかながらプラス成長を記録し、翌年の2010年の実質GDP成長率は6.2%と世界同時金融危機からの早い回復をみせた<sup>(1)</sup>。韓国経済をけん引する産業は電子・電気、自動車、化学、鉄鋼などの製造業で、こうした基幹産業の多くを財閥系企業が担っており、財閥がどのようなあり方で経営をおこなっていくかは韓国経済の今後を大きく左右する重要な問題である。

韓国財閥は高度経済成長に貢献しながら成長してきた。90年代にはグローバル企業に成長する財閥の系列会社も出現し、存在はますます大きくなっている。しかし1997年のアジア通貨危機の影響で相次ぐ財閥の連鎖倒産がおこり、財閥が疑問視されるようになった。韓国財閥はその組織構造を改編するよう政府からのさまざまな圧力を受けることとなった。それにもかかわらず財閥という形態、韓国経済における圧倒的なプレゼンスは変わらず保持されているのである。

本稿では韓国財閥がなぜ持続しているのか、また今後の持続可能性はあるのか、政府の財閥規制の代表である公正取引法の運営方針の変遷を手掛かりに検討したい。

### 2. 韓国財閥をみる視点

2010年総帥のいる10大グループのうち、銀行・保険・証券を除いた539社の売上高の製造業全体の売上高の比重はおよそ41%であった。2005年の10大グループの製造業全体の比重はおよそ34%であり、上位財閥の韓国経済のプレゼンスは年々高まる傾向にある<sup>(2)</sup>。とりわけ4大財閥と呼ばれる三星グループ、現代自動車グループ、LGグループ、SKグループの韓国経済に与える影響力は絶大であり、上位財閥になればなるほど、グループの経営動向は一グループの問題に留まるものではなくなっている。

2012年4月に相互出資・債務保証制限企業集団<sup>(3)</sup>63集団が指定されたが、そのうち総帥のいる企業集団(すなわち財閥)は43集団であり、韓国経済に財閥がいかに密接にかかわっているかがわかる。また、資産総額、売上高をみても、上位の財閥になればなるほどその規模は桁外れに違う(表1)。

韓国財閥は韓国経済の担い手であり、とりわけ60年代70年代の高度経済成長に果たした役割は大きい。韓国財閥への関心が大きく変化するのは、相次ぐ財閥の連鎖倒産を経験した1997年のアジア通貨危機以後だ。ひとつの企業の経営の失敗がグループ全体に波及しグループまるごと経営破綻していく現実に直面し、それまでほとんど議論されてこなかった財閥のコーポレート・ガバナンスの改善が真剣に取り組まれていくようになる。강철규(1999)や최경표(1999)は財閥の最大の問題点は総帥による少ない持分ですべての系列会社を事実上支配しているゆがんだコーポレート・ガ

表1 相互出資・債務保証制限企業集団 上位20集団

(2012年4月12日基準, 単位:十億ウォン、個)

順位	企業集団名	同一人	系列会社数	資産総額	売上高		当期純利益	
					非金融 保険会社	全体	非金融 保険会社	全体
1	三星	李健熙	81	255,704	224,838	273,001	16,987	20,243
2	韓国電力公社	韓国電力公社	17	165,931	77,373	77,373	-2,189	-2,189
3	韓国土地住宅公社	韓国土地住宅公社	4	158,742	15,311	15,311	781	781
4	現代自動車	鄭夢九	56	154,659	148,903	156,255	10,967	11,804
5	SK	崔泰源	94	136,474	154,733	155,252	6,416	6,431
6	LG	具本茂	63	100,777	111,804	111,804	2,095	2,095
7	ロッテ	辛格浩	79	83,305	50,960	55,193	2,775	3,034
8	POSCO	(株)POSCO	70	80,618	79,655	79,661	3,847	3,849
9	現代重工業	鄭夢準	24	55,771	60,965	61,439	3,207	3,254
10	GS	許昌秀	73	51,388	67,222	67,228	2,336	2,336
11	韓国道路公社	韓国道路公社	3	49,332	5,741	5,741	100	100
12	韓進	趙亮鎬	45	37,494	24,035	24,035	-1,134	-1,134
13	韓国ガス公社	韓国ガス公社	53	34,417	28,431	28,431	200	200
14	ハンファ	金升淵	50	34,263	16,960	35,095	457	995
15	KT	(株)KT	50	32,165	25,303	28,784	1,395	1,534
16	斗山	朴容昆	24	29,915	20,325	20,599	724	753
17	STX	姜徳寿	26	24,321	20,145	20,168	151	146
18	韓国石油公社	韓国石油公社	2	23,874	1,277	1,277	106	106
19	韓国水資源公社	韓国水資源公社	2	23,420	6,327	6,327	293	293
20	CJ	李在賢	84	22,922	15,186	15,188	934	934
計			900	1,555,492	1,155,494	1,238,162	50,448	55,565

(出所) 공정거래위원회 2012. 「2012년 상호출자제한 기업집단 등 지정개요」から作成。

バランスにあり、これを可能にしている系列会社間の相互出資の連携を断ち切り「独立企業体制」へ移行させる必要性を強調している。김기원 (2002) は、財閥が財閥たらしめているのは政府-銀行-財閥の密接な関係性にあり、これを解決しない限り財閥改革は進行しないと指摘している。また、Classens, Stijin, Siemens Djankov and Larry H. P. Lang (2000) はキャッシュフロー権（出資）とコントロール権（経営権）の乖離のある企業ほどその企業価値が低下する傾向にあることを指摘しており、韓国財閥への示唆を与えた。

通貨危機直後、韓国財閥の存在意義が根本的に見直され、さまざまな財閥規制が強化され、財閥が財閥であり続けることが非常に困難な状況となった。財閥自体も企業の資産規模が大きくなり企業近代化により経営が複雑になったりすることで、家族という限られた集団が系列会社すべてを事実上支配することは困難になり、財閥の存続はむつかしくなるはずだ。それにもかかわら

ず、上述したように韓国財閥はそのプレゼンスをむしろ拡大させながら存続している。なぜこのようなことが可能になっているのだろうか。その理解の助けになるのが末廣昭の「ファミリービジネス論」である。末廣 (2006) によると、チャンドラーの「経営革命論」に従えばファミリービジネスはいずれその企業形態を維持することができない「臨界点」に達するが、ファミリービジネスの「臨界点」は「国内外の経済的条件、政府の政策、所有主家族自身の主体的努力」などによって押し上げられることがあり、そのことによってファミリービジネスの持続・発展が可能になるという<sup>(4)</sup>。

韓国財閥の持続可能性を探る手がかりとして、本稿では「政府の政策」が韓国財閥の「臨界点」を押し上げてきたのか、押し下げてきたのか、公正取引法を事例に検討したい。

### 3. 韓国政府の対財閥政策

韓国の競争政策の根拠法である「独占規制および公正取引に関する法律」（通称「公正取引法」。以下「公正取引法」とする）は1980年に制定されたが、その運用は時代とともに大きく変遷してきた（表2）<sup>(5)</sup>。

1980年に大統領に就任した全斗煥は、前年度の朴正熙大統領の暗殺、自らが引き起こした光州事件の武力での鎮圧とクーデターでの政権奪取という社会的混乱の中で国家統治を開始しなければならなかった。また、1980年には経済成長率がマイナスを記録し、権威主義体制に正当性を与えてくれる経済成長に陰りが見え始めていたため、朴正熙政権期とは違った形の権威主義体制を正当化する根拠を必要とされていた。全斗煥大統領は権威主義体制を正当化するため「国民の福祉」というスローガンを掲げ、その一環として公正取引法は制定された。財閥への富の集中は長らく国民の反感を抱かせ続けていたし、競争政策の導入はかねてからの勘案でありながらも先送りにされ続けていた課題でもあった。しかし制定当初盛り込まれた競争政策は、主要先進国の競争政策を引き写しにしたものにすぎず、経済力集中抑制に大きな効果を発揮することはなかった。韓国の財閥の特性に対応する規定が盛り込まれていなかったからだ。

公正取引法の運用が大きな転換を迎えるのは1986年の第1次改正である。まず、大規模企業集団指定制度を新設し、規制の対象を個別企業単位から企業集団単位へと変更した。小規模の企業であったとしてもこれを利用して系列拡張をしている実態を見据え、企業集団内の系列企業をすべて規制しなければ財閥の経済力集中の根本的改善につながらないとされたためである。韓国の経済力集中の実態が財閥の系列化にあると強く認識されたことで韓国の対財閥規制が本格化する。第1次改正での大きな改正は出資総額制限制度の新設である。第1次改正で大規模企業集団に指定された企業集団は、系列会社間の相互出資を禁止する制度が新設されたが、これは直接相互出資のみが禁止され、それ以外の持合の余地は残された。よっ

て環状型出資の展開で系列拡張が図られていくことが予想された。これを補完するのが出資総額制限制度である。出資総額制限制度とは企業集団内で系列会社が他の系列会社の保有できる株式を制限する制度である。これによって特定財閥への過度な経済力集中および財閥の無為な拡張を抑制することが試みられていき、対財閥規制の主軸のひとつとなる<sup>(6)</sup>。

出資総額制限制度により財閥の経済力集中の改善がわずかながらもみられたが、90年代に入り韓国経済をけん引する財閥のプレゼンスはますます高まっていった。国際競争力を持ち始める財閥系の系列会社が出現するようにはなるが、不実企業を温存したり高負債体質を強めたりするあやうい財閥経営が不安視されるようになっていた。1992年の第3次改正では大規模企業集団内の系列会社間の相互債務保証を制限する条項を入れた。のちの改正で出資総額制限制度も強化され、97年の通貨危機が起こるまでの90年代は財閥規制が強化される時期に当たる。

1997年の通貨危機は公正取引法運営の方向性を抜本的に変えた。IMFから救済金融を求めた韓国はIMFからの厳しく膨大なコンディショナリティーの遵守を迫られるが、その中には財閥解体をも射程に入れた企業改革が盛り込まれていた。それまでほとんど意識されることのなかったコーポレート・ガバナンスが重視されるようになり、株主重視のアメリカ型のコーポレート・ガバナンスを根付かせることが求められていくことになる。総帥の持分率が毎年低下していくことに対し、系列会社間の持合を強化し内部持分率を高め、総帥の系列会社への支配力を維持するという行動がほとんどの財閥でみられたが、このことは、株主主権を重視し、少数株主の権利にも配慮するアメリカ型のコーポレート・ガバナンスと大きく乖離している。通貨危機以後の韓国がめざすコーポレート・ガバナンスを実現するには、財閥の所有支配乖離を解決することが根源的な問題と認識されるようになる。通貨危機以後から、公正取引法の運用は経済力集中抑制という競争政策の本来の使命よりも、公正取引法を用いて企業のコーポレート・ガバナンスを改善することが優先されるようになる。

表2 公正取引法の制定と改正

		年月日	主要内容
金斗煥 (80.9.1 ~)	制定	1980年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場支配的地位の乱用禁止</li> <li>企業結合の制限</li> <li>不当な共同行為（カルテル）の禁止</li> <li>不正取引行為の禁止</li> <li>公正取引委員会の設置</li> </ul>
	盧泰愚 (88.2.25 ~)	第一次改正	1986年12月
第二次改正		1990年1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>経済企画院長官が有していた公正取引法の諸権限を公正取引委員会に移譲</li> <li>系列金融・保険会社の相互持合禁止を追加</li> <li>課徴金制度の強化（相互持合および出資総額の制限違反に対し課徴金を科す条項を追加）</li> </ul>
金泳三 (93.2.25 ~)	第三次改正	1992年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>系列会社間の債務保証の制限規定を新規追加</li> <li>大規模企業集団指定を30集団指定に変更予定（93年施行令改正により実施）</li> </ul>
	第四次改正	1994年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>出資総額の制限の強化（40%→25%に引き下げ）</li> <li>所有優良分散企業の出資総額制限の適用除外</li> <li>民間資本誘致促進法に基づく社会間接資本施設の投資を行う会社の出資総額制限の適用除外</li> <li>国際契約締結にあたり、公正取引委員会に審査届をする義務を規定した条項を削除</li> <li>課徴金制度の強化（再販売価格維持行為、不当な国際契約、対価の不当な決定等に対しても課徴金を科す条項を追加）</li> </ul>
【IMF危機】 金大中 (98.2.25 ~)	第五次改正	1996年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>債務保証制限の強化（自己資本金額の200%→100%へ縮小）</li> <li>出資総額の算定を帳簿価格から取得価格へ変更</li> <li>企業結合制限の強化（一定規模以上の会社に対してから、すべての会社へ適用）</li> <li>金融・保険会社に対する適用除外の削除</li> <li>公正取引委員会の運用の効率化</li> </ul>
	第六次改正	1998年2月	<ul style="list-style-type: none"> <li>出資総額制限の廃止</li> <li>新規債務保証の禁止及び既存債務保証の解消</li> <li>公認会計士の会計検査を受ける義務</li> </ul>
盧武鉉 (03.2.25 ~)	第七次改正	1999年2月	<ul style="list-style-type: none"> <li>持株会社設立を制限的に許容</li> <li>公正取引委員会による金融取引情報要求権（2年の時限立法）</li> </ul>
	第八次改正	1999年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>出資総額制限制度の復活（自己の純粋資産額の25%）</li> <li>大規模内部取引についての取締役会の議決及び公示の義務化</li> <li>課徴金制度の強化（不当支援行為に対する課徴金賦課率引き上げ）</li> </ul>
盧武鉉 (03.2.25 ~)	第九次改正	2001年1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>持株会社制度を構造調整の手段として活用されうるための円滑化</li> <li>金融取引情報要求権の時限延長（2004年2月4日まで）</li> </ul>
	第十次改正	2002年1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>30大企業集団指定を廃止し、行為形態別に規制対象の企業集団を指定</li> <li>出資総額制限超過への処遇の強化（議決権行使の禁止の特例を新設）</li> <li>出資総額制限の適用除外を追加</li> </ul>
李明博 (08.2.25 ~)	第十一次改正	2004年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>出資総額制限制度の合理的改善</li> <li>系列金融社の議決権行使限度の縮小</li> <li>持株会社制度の補完</li> <li>金融取引情報要求権の再導入（3年の時限）</li> <li>大企業集団所属の非上場・非登録企業の公示義務の強化</li> <li>損害賠償請求制度の活性化</li> <li>企業結合審査制度の効率化</li> <li>カルテル課徴金の向上調整</li> <li>公正取引法の域外適用制度の補完</li> <li>法違反行為を申告者に対する報奨金支給根拠の準備</li> </ul>
	第十二次改正	2007年4月	<ul style="list-style-type: none"> <li>出資総額制限企業集団を6兆ウォン以上から10兆ウォン以上に上方調整</li> <li>出資総額制限限度を純資産の25%から40%に緩和</li> <li>持株会社の最少持分要件を、上場会社30%、非上場会社50%から上場会社20%、非上場会社40%に引き下げ。</li> </ul>
李明博 (08.2.25 ~)	第十三次改正	2007年8月	<ul style="list-style-type: none"> <li>持株会社が子会社を保有するのに必要な事業関連性要件を廃止。子会社が100%持分を保有する場合、ひ孫会社の保有を許容。</li> </ul>
	第十四次改正	2009年3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>出資総額制限制度の廃止</li> <li>企業集団公示制度の導入</li> <li>企業結合事前申告の廃止</li> </ul>

(出所) 関連資料より筆者作成。

1999年に持株会社の設立および転換が解禁されるが、これは上述したコーポレート・ガバナンスの改善と連関している。1997年に日本が純粋持株会社を解禁したことにより、主要先進国で持株会社を禁止している国は韓国くらいしかなくなり、持株会社を用いた戦略的経営が主流となっている状況でもなお持株会社を禁止し続けるのは韓国企業の国際競争力を著しく削ぐことになると判断された。通貨危機以後は、企業のコーポレート・ガバナンス改善への誘導を基軸として財閥規制が強化されることになるが、韓国経済を支える大企業の多くが財閥の系列企業であるため、過度な規制によって韓国主要企業の競争力を弱体化させるわけにはいかないという課題もあった。通貨危機後の対外開放により外国人投資が大幅に緩和され、敵対的M&Aも許容されたことで韓国企業の企業防衛策の余地を与える必要が生じていた。企画調整室や会長秘書室といった財閥の統括組織が否定され、財閥は系列会社を統括する新たな機構を必要としていた。その代替案が持株会社でもあった。企画調整室や会長秘書室と比べて、持株会社の存在に正当性が認められたのは、企画調整室や会長秘書室は法実態を持たなかったため責任の所在が極めて不明確であったが、持株会社を法制化することで統括機構にも経営上の責任を問えるようになると判断されたためである。持株会社の設置による統括組織の代替はOECDからIMFに伝達された勧告案でもあった<sup>(7)</sup>。外国人投資をほとんど完全に開放し外国人投資の積極的誘致に転じたが、持株会社が禁止されたままであれば、外国人の韓国進出に意欲を削ぐという判断もあった。

ただし、1999年の持株会社解禁で注意しなければならないのは、持株会社設立および転換が「制限的な」許容であったことである。解禁当初設けられた持株会社設立および転換の制限要件は次のとおりである。まず、子会社の株式価額の合計額が50%以上であることが設立の第一条件となる。そして以下の要件をすべて満たさなければならない。①負債比率を100%以下に抑えること、②子会社の株式を発行総数の50%以上保有すること（ただし子会社が上場企業である場合は30%以

上）、③持株会社は子会社以外の国内会社の株式を支配目的で所有しないこと、④金融・保険会社と非金融・保険会社を同時に所有しないことである。これらの要件を満たすためには所有構造が垂直的にならざるを得なくなる。また、金融・保険会社と非金融保険会社を同時に所有できないという要件、その他の厳しい要件によってグループ分離は必至となる。持株会社解禁によって、財閥側に新しい統括機構の設置の余地を与える代わりに、所有の単純化、グループの分離を促し、系列会社への家族の支配力を低下させることを目的とされたのである。

通貨危機以後、出資総額制限制度の運用も新たな局面を迎える。1998年の改正で出資総額制限制度は廃止された。出資総額制限制度が廃止された理由は、「各種進入制限撤廃、市場開放による競争激化等で、大規模企業集団の無分別な事業多角化の余地が縮小され」るため、本制度の維持に有益性がなくなったためであると、公正取引委員会は発表している<sup>(8)</sup>。さらに、「出資総額制限制度が、(略)構造調整を推進する過程における障害要因として作用する可能性があり、市場機能によるM&Aを活性化するため、内外国人が同等な立場で競争できる与件を助成する必要性が高まったため」<sup>(9)</sup>であるとも述べられている。1998年の改正では出資総額制限制度の廃止とともに、大規模企業集団の系列会社間の相互債務保証が禁止されたことにより、財閥の財務構造の改善、経済力集中抑制、コーポレート・ガバナンス改善が期待されることになるが、財閥への厳しい規制一辺倒では財閥の系列会社の弱体化を招く恐れがあった。通貨危機以後には外国人直接投資に関わるさまざまな法規制が撤廃されたこともあり、出資総額制限制度の存在は韓国企業が外国企業に比して逆差別の状況を生み出してしまっても判断された。出資総額制限制度の廃止は債務保証を完全禁止することへの代替として、韓国財閥へ与えられた救済策でもあった。

しかし、出資総額制限制度廃止当初は「大規模企業集団の無分別な事業多角化の余地が縮小され」ているとみなされたが、現実には出資総額制限制度の廃止により、財閥による系列会社間の相

互持合が急増し、家族・同族が少ない資本で系列会社を事実上支配するという所有支配乖離は深化した。このため1999年12月、2年も経たない短い間に、出資総額制限制度は復活させることとなる。公正取引委員会は、財閥規制の必要性と過度な規制による韓国企業の競争力の低下を招かないことへの配慮を両立させることにむつかしさに苦慮していくことになるのである。

2000年代以降の公正取引法による対財閥政策は、財閥の存続にとって有利な方向へシフトしていくことになる。これは持株会社設立要件の緩和と出資総額制限制度の緩和、そして廃止の2点で確認することができる。

2003年12月末に「市場改革3か年ロードマップ」が発表され、所有構造の改善、企業の透明性、責任強化を促し、市場競争が健全に機能する基盤を整備することが目標に定められた。「市場改革3か年ロードマップ」で示された企業改革の方向性は通貨危機直後の株主主権を重視したコーポレート・ガバナンスの改善方策と合致するが、公正取引法2004年改正以降の大規模企業集団対策に関わる改正を追っていくと、財閥の家族支配の根絶よりも所有構造の単純化、企業の透明性の確保により重点がシフトしていくことがわかる。通貨危機直後、財閥家族にとって、家族支配を維持していくことが困難な環境が出来上がっていたが、政府の求める企業改善施策にうまく応えることができれば、家族支配維持の可能性が広げられ始めたのである。

1999年に持株会社の解禁がなされ、主要財閥の中でLGグループが2003年に持株会社体制へ移行したことは大きな動きである<sup>(10)</sup>。しかし、持株会社設立および転換のためには上述したような厳しい要件があったため、すべての財閥が容易に活用できる状況にはなかった。たとえば2004年1月に三星グループの所有の中核となる三星エバーランドが持株会社の設立要件である「子会社の株式価額の合計額が50%以上」に相当し、意図していないにもかかわらず自動的に持株会社指定を受けたことがあった。三星グループは傘下の系列会社の株式を売却するなどして持株会社設立の要件を外し、持株会社指定を回避した。三星グ

ループ側は持株会社を活用した再編を望んでいないわけではないが、それに伴うグループ分離という犠牲を払ってまで持株会社を活用する意志はなかったのである。しかも三星エバーランドが持株会社指定を受け、公正取引法に定められる持株会社設立および転換のルールに則したグループ分離がなされれば、三星グループにとって最も重要な系列会社といえる三星電子をどの系列にも属することができないという事態に陥ることになる。三星エバーランドの持株会社指定は三星グループにとって絶対に受け入れることのできないことであった<sup>(11)</sup>。持株会社体制への移行が多くの財閥に現実的ではない状況を鑑み、公正取引委員会は持株会社設立および転換の要件を緩和していくことになる。

2004年の公正取引法改正で持株会社設立および転換の諸要件が緩和された。まずは持株会社の要件を充足させるための猶予期間の新設および延長がおこなわれた。金融持株会社になった場合、一般持株会社の株式を処分する必要があるが（一般持株会社になった場合はその逆）、2年間の処分猶予期間が新設された。また、負債比率100%を充足させるための猶予期間として定められていた期間が1年間から2年間へと延長された。さらに、非上場合作子会社に対する持分率の要件が50%から30%に緩和された<sup>(12)</sup>。

2007年には2度の改正が実施されているが、いずれの改正でも持株会社設立及び転換の要件が緩和されている。2007年度第1次法改正では、子会社の最少持分率が、非上場会社は50%から40%へ、上場会社は30%から20%へ緩和された。さらに、負債比率限度は100%から200%へと大幅に緩和された。2007年度第2次法改正では、子会社が孫会社を保有するために必要と規定されていた事業関連性の要件が廃止され、さらにこれまで禁止されていた孫会社のひ孫会社所有も100%持分所有であれば認められることとなった。また、持株会社が非系列会社の持分を5%超過して保有することが禁止されていたが、社会間接資本法人に対する出資は禁止対象から除外された。さらに持株会社の行為制限規定違反の解消に1年間の猶予期間が付与された<sup>(13)</sup>。

以上のように、1999年持株会社の解禁時に設けられた厳しい要件は次々と緩和されていき、財閥の持株会社活用の可能性が大きく広がられていった。2000年以降の持株会社制度の運用方針は、所有構造の単純化、企業経営の透明性の向上、経営の合理化が達成できるのであれば、財閥家族による系列会社支配の根絶を絶対条件としないというものに変わっていくのである。

2000年以降、出資総額制限制度も大幅に緩和されていくことになる。2002年公正取引法改正で出資総額制限制度の適用除外および例外認定が設けられた。理由として「企業の自由な経営および投資活動の強化」が挙げられ、構造調整促進支援に反さない出資と支配力拡張のための出資は区別して規制をおこない、出資総額制限制度の趣旨に反さない出資は認めることとされた<sup>(14)</sup>。適用除外として①社会間接資本の民間投資会社に対する出資、②民営化された公企業の買収のための出資、③当該企業の営為する業種と同種業種を営為など密接な関連事業を営為する会社に対する出資、④政府が30%以上出資する政府出資会社が認められ、例外認定として①外資誘致を促進するためのすべての外国人投資企業に対する出資（既存には外国人が30%以上の最多出資者である外国人投資企業に対する出資だけが例外）、②新事業の国家競争力強化のために必要な出資、③法定管理、和議、ワークアウトなど不実企業の株式の所有が認められた<sup>(15)</sup>。また、負債比率100%以下を達成した企業集団は出資総額制限制度の適用を受けない規定も新たに設けられた。

2004年の改正では、①議決持分率と所有持分率の差である所有支配乖離度が25%以下で議決権乗数が3以下の企業集団、②出資構造が単純で系列会社数が5個以下で3段階以上の出資がない企業集団が出資総額制限企業集団から除外され、①持株会社の子会社および事業関連のある孫会社、②書面投票制、集中投票制、内部取引委員会、社外理事候補推薦委員会、社外理事候補推薦専門団のうち3つ以上を設置・運営する会社が出資総額制限制度の適用を免除されることとなった。また、2002年の改正では30大規模企業集団指定が廃止され、資産総額5兆ウォン以上の企業集団が出資

総額制限の規制を受ける対象とされたが、2004年改正では規制対象が資産総額6兆ウォン以上の企業集団に上方修正されたことも出資総額制限制度の緩和であった<sup>(16)</sup>。

2007年度第1次法改正では出資総額制限企業集団の適用対象が6兆ウォン以上から10兆ウォン以上へと上方修正された。また、出資総額制限制度が純資産の25%から40%へと大幅に緩和された<sup>(17)</sup>。

2000年以降の出資総額制限制度の緩和は世界金融危機の発生によりさらに加速することになる。世界中の国々の経済活動が沈滞することでグローバル競争はより厳しいものになった。出資総額制限制度は投資意欲を阻害し経営活動を鈍化させるものであり、韓国特有のこの制度が企業の競争力を弱体化させるものであると認識されるようになった。2008年7月に出資総額制限制度の廃止案が提出され、2009年3月に国会を通過した<sup>(18)</sup>。

2006年に「出資総額制限制度の縮小が国会で審議されたときにあわせて議論されていたのは環状型循環出資の禁止である。すでに「出資総額制限制度の廃止も見据え制度の縮小が審議される中、公正取引委員会は、出資総額制限制度の縮小により当然に予想される財閥の系列会社間出資の増加による企業支配乖離の深化を懸念し、環状型循環出資の禁止案を提出した。段階的な議決権制限により10～20年かけて解消し、税制や諸々のインセンティブを付与することで環状型循環出資の解消にできるだけ企業の負担を軽減する方向性も示したが<sup>(19)</sup>、財界側と当時の与党の反発により環状型循環出資の禁止案は国会を通過することができなかった。四大財閥の中では、持株会社体制に移行したLGグループ、循環出資構造が単純なSKグループ<sup>(20)</sup>は大きな打撃を受けないが、環状型循環出資を強固に展開している三星グループ、現代自動車グループは、家族の支配力を維持しようと試みた場合、循環出資の解消によって失った持分を自己資金の投入で買い上げる必要が生じ、そのためには莫大な資金を要することになるからだ<sup>(21)</sup>。

2011年4月現在と2012年4月現在で持分保有の増減をみると、総帥のいる相互出資および債務保証制限企業集団に指定された企業集団の全体で

表3 四大財閥の持分保有変動

集団名	同一人+親族			その他同一人関連者			系列会社			内部持分率		
	2011.4	2012.4	増減	2011.4	2012.4	増減	2011.4	2012.4	増減	2011.4	2012.4	増減
三星	0.99	0.95	-0.04	2.70	2.51	-0.19	41.97	58.75	16.78	45.66	62.21	16.55
現代自動車	3.75	3.68	-0.07	1.01	0.97	-0.04	44.43	45.79	1.36	49.19	50.43	1.24
SK	0.79	0.60	-0.19	1.27	0.78	-0.49	62.56	48.80	-13.76	64.62	50.18	-14.44
LG	3.89	3.91	0.02	5.72	5.75	0.03	34.66	33.25	-1.41	44.27	42.91	-1.36

(注)「その他同一人関連者」は、総帥、親・姻戚、系列会社を除外した同一人関連者、すなわち、役員、非営利法人、自社株の合計。  
(出所) 공정거래위원회 2012. 「2012년 대기업집단 주식소유현황 및 지분도 분석. 공개」から作成。

は、家族の持分に相当する同一人+親族の持分率は0.3%減少しているのに対し、系列会社の持分は2.19%上昇し、内部持分率は1.91%上昇している。ただしこれらの企業集団の中には持株会社体制へ移行し系列会社の循環出資構造を解消しなければならない企業集団や、2009年にワークアウト申請をおこない企業整理をしている錦湖アジアナグループも含まれているため、個別で見れば系列会社の持合を急増させている企業集団もある。三星グループは2011年4月基準で系列会社の持分率が41.97%だったが、2012年4月基準で58.75%となり、内部持分率を16.55%増加させている。持株会社体制の整備を進めるSKグループが内部持分率を14.44%と大きく減少させているのと対照的な動きである(表3)。

公正取引法2009年改正での出資総額制限制度の廃止により予想される財閥の系列会社間出資の強化を環状型循環出資禁止制度の導入で防止することができなかった公正取引委員会は、所有構造の単純化、透明性の向上を保証してくれる持株会社体制への移行を促すことで補完しようとしている。2009年4月に持株会社制度の改正案が国会に提出され審議されている。内容は、①行為制限の猶予期間を2年から3年に延長すること、②ひ孫会社の持分率規制の緩和、③一般持株会社の金融会社株式所有の許容である<sup>(22)</sup>。これら持株会社制度の改正案は、財閥が持株会社体制へ移行しても家族支配を維持する余地が拡大されることになる。とりわけ、グループ分離が必至となる「一般持株会社が金融・保険会社の株式を所有できない(金融持ち株会社の場合は一般会社の株式を所有できない)」という規定が除外されることは財閥体制の維持に大きなプラスとなる。

以上みてきたように、2000年以降の公正取引法による財閥規制は総じて緩和の方向にある。市場の公正な競争を阻害する経済力集中や企業経営の不透明性を看過することはできないが、財閥の競争力を削いでまでそれを断行するわけにはいかないという苦しい選択を常に迫られている。韓国経済における財閥の影響力は絶大である。通貨危機直後、財閥の家族支配にどれだけメスを入れることができるかに注力されたが、2000年以降になると企業の透明性の向上、経営の合理化が優先され、家族の支配力維持の余地を拡大させていった。環状型循環出資禁止制度が導入されることなく出資総額制限制度が廃止されたことで、政府による韓国財閥の家族支配のための「経営の臨界点」の押し上げは決定づけられたといえよう。

#### 4. 財閥家族の支配力維持と環状型循環出資

財閥の経済力集中を、さらには財閥のコーポレート・ガバナンスの改善を促すために出資総額制限制度を中心とした財閥規制が展開されてきたにもかかわらず、総帥の少ない持分で系列会社への支配力を行使するという歪んだコーポレート・ガバナンスは何ら形を変えることなく継続してきた。財閥家族の支配力維持に大いに活用されたのが循環型出資構造である。

環状型循環出資を多く展開することにより総帥の持分以上の支配力行使を実現させるが、それは同時に、所有支配乖離度を高め議決権乗数を高め、企業支配構造を悪化させる行為でもある。公正取引法による対財閥規制の主軸は出資総額制限制度であったが、이재복(2008)の調査結果では、主要財閥のほとんどが循環型環状出資による持合強

化をおこなっており、循環型環状出資による所有集中は出資総額制限制度では抑制できていないことがわかったとして、出資総額制限制度が企業支配構造の改善を誘導することの限界が指摘されている。少数株主の権利を重視した場合、多段階出資に比べ環状型循環出資はコーポレート・ガバナンスを確実に悪化させる。環状型循環出資構造の形成は、本来持つ少数株主の主権を奪い取ることになるからだ<sup>(23)</sup>。

すべての株式の持合が少数株主の権利の侵害につながるわけではない。たとえば多段階出資（A社がB社に出資し、B社がC社に出資するということらまでで終わっている出資構造）は環状型循環出資と比べて少ない持分で傘下の系列会社の支配力を高めるのに限界がある。たとえば、支配株主の持分率が多く経営支配が達成されている会社Aが有償増資をし、その資金で会社B、会社Cへの出資を展開したとしよう。多段階出資の場合、会社Aの会社B、会社Cの支配力は増加し支配株主の支配力にもつながるが、有償増資をしたため会社Aに対する支配株主の持分率は低下してしまう。一方、環状型循環出資が完成した場合は、有償増資をして得た資金を使い、会社Aから会社Bへ、会社Bから会社Cへ、そして会社Cから会社Aへ出資することで会社Cの会社Aへの出資は事実上会社Aの持分となり、さらには会社Aを支配している支配株主の事実上の持分となるので、支配株主は会社Aの持分率を低下させることなく、会社A、会社B、会社Cすべてを支配することが可能になるのである。これは本来一般投資家が保有する議決権を奪い取っ

ていることを意味する<sup>(24)</sup>。

四大財閥のうちLGグループ、SKグループは持株会社体制へ移行することで環状型循環出資を解消したが、現代自動車グループ、三星グループは強固な環状型循環出資構造を展開している。まず、2012年4月の時点での現代自動車グループは①現代自動車→起亜自動車→現代モータース→現代自動車、②現代自動車→起亜自動車→現代製鉄→現代モータース→現代自動車の2つの大きな環状型循環出資構造を保持している（図1）。三星グループに至っては、①三星エバーランド→三星生命保険→三星物産→三星エバーランド、②三星エバーランド→三星生命保険→三星電子→三星SDI→三星物産→三星エバーランド、③三星エバーランド→三星生命保険→三星物産→三星電子→三星SDI→三星エバーランド、④三星エバーランド→三星生命保険→三星物産→三星電子→三星電機→三星エバーランド、⑤三星エバーランド→三星生命保険→三星電子→三星SDI→三星物産→三星カード→三星エバーランド、⑥三星エバーランド→三星生命保険→三星カード→三星エバーランド、⑦三星エバーランド→三星生命保険→三星物産→三星電子→三星電機→三星カード→三星エバーランド、⑧三星エバーランド→三星生命保険→三星エバーランド、⑨三星エバーランド→三星生命保険→三星物産→三星電子→三星カード→三星エバーランド、⑩三星エバーランド→三星生命保険→三星電子→三星カード→三星エバーランド、⑪三星エバーランド→三星生命保険→三星カード→第一毛織→三星エバーランド、⑫三星エバーランド→三星生命保険→三星物産→三星電

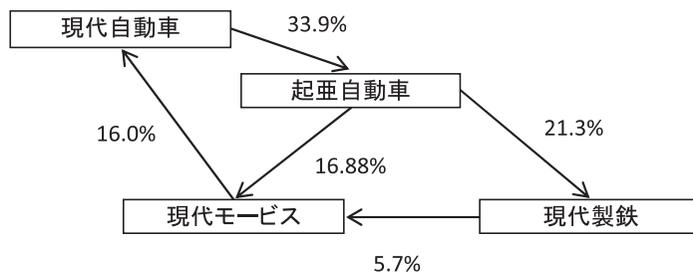


図1 現代自動車グループの環状型循環出資構造（2012年4月基準）  
（2011.4.5. 普通株+優先株基準）

（出所）공정거래위원회 2012. 「2012년 대기업집단 주식소유현황 및 지분도 분석」. 공개」から作成。



大規模企業集団規制は強化されていくが、あらゆる手段が用いられて家族の支配力の維持が保たれた。また当時の財閥規制は財閥という存在を否定するものではなく、公正で健全な競争の確保を目的としていたに過ぎなかったし、企業の競争力の弱体化が懸念されるような規制は回避されてきたことも財閥の存続につながった。1997年のアジア通貨危機直後には財閥の存在意義が疑問視され、財閥の組織構造にまで立ち入るような強い規制が加えられるようになり、財閥の存続がむづかしい状況に置かれた。

しかし、2000年代に入り財閥規制は緩められていく。公正取引法における財閥規制の要であった出資総額制限制度が廃止されたことは財閥の存続可能性を大きく高めたと言える。また、1999年に持株会社が解禁されたときに付与された制限要件は財閥家族の支配力を低下させる目的も含まれていたが、2000年代に入り、家族の支配力低下よりも所有構造の単純化、企業経営の透明性の向上、経営の合理化が優先され、持株会社設立および転換の制限要件は次々と緩和されていったことも財閥の存続に大きな影響を与えるものと思われる。

#### 〈参考文献〉

- 安倍誠 2011. 『韓国財閥の成長と変容—4大グループの組織改革と資源配分構造—』岩波書店。
- 遠藤敏幸 2004. 「韓国における公正取引法の改正と財閥の構造変化」『アジア研究』第50巻1号、39-55ページ。
- 遠藤敏幸 2005. 「持株会社制度の導入と韓国財閥の企業構造調整」『韓国経済研究』第5巻、37-52ページ。
- 高龍秀 2008. 「韓国財閥と持株会社」下谷政弘編『東アジアの持株会社』ミネルヴァ書房、48-79ページ。
- 高龍秀 2009. 『韓国の企業・金融改革』東洋経済新報社。
- 末廣昭 2006. 『ファミリービジネス論—後発工業化の担い手』名古屋大学出版会。
- 中山武憲 2009. 「韓国独占禁止法2009年改正及び同法施行令改正について」『名城法学』第27号、127-156ページ。
- 服部民夫 1988. 『韓国の経営発展』文眞堂。
- 강철규 [カン チョルギユ] 1999. 『재벌개혁의 경제학』다산출판.
- 김기원 [キム ギウォン] 2002. 『재벌개혁은 끝났는가』한울.
- 전삼현 [チョン サムヒョン] 2006. 「순환출자금지법안에 관한 법리 검토」『규제연구』第15巻 第2号、pp. 63-86.
- 박창욱·최종범 [박 창원욱·최 첩범] 2008. 「SK 그룹 지주회사 전환 사례」『경영교육연구』第12巻第2号、pp. 95-124.
- 신광식 [신 칸식] 2006. 『공정거래정책 혁신론』나남출판.
- 李東原 2001. 『三訂版 持株會社』세창출판사.
- 이승태 [이 스테] 2010. 「우리나라 대기업집단의 기업 지배권 특성에 관한 연구」『기업경영연구』第17巻第2号、pp. 75-93.
- 이재복 [이 제복] 2008. 「출자총액제한제도가 대기업집단에 미치는 영향에 관한 연구」박상인 편『한국의 기업지배구조 연구』법문사、pp. 65-146.
- 임영재·전성인 [임 영재·전 성인] 2009. 『기업집단의 순환출자 시장규율의 역할』한국개발연구원.
- 최정표 [최 정표] 1999. 『재벌시대의 종언』도서출판 고원.
- 공정거래위원회 『공정거래백서』2000年版~2011年版。
- Classens, Stijin, Siemens Djankov and Larry H. P. Lang 2000. "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", Journal of Financial Economics, 58 (1-2), pp. 81-112.

- (1) 日本貿易振興機構 HP。
- (2) 『매일경제신문』2011年8月17日。4大グループの製造業全体に占める売上の比重は、三星グループは2005年9.1%から2010年11.4%に、現代自動車グループは2005年6.0%から6.1%に、LGグループは5.4%から5.8%に、SKグループは5.4%から6.1%に上昇しており、4大グループすべてが比重を高めている。
- (3) 公正取引委員会は毎年、相互出資と債務保証の規制対象となる相互出資・債務保証制限企業集団を発表している。資産総額5兆ウォン以上の企業集団が対象となる。後節で述べることになるが、2009年に出資総額制限制度が廃止されたことにより、出資総額制限企業集団指定から相互出資・債務保証制限企業集団指定へと変更された。
- (4) さらに末廣(2006)によれば、たとえばタイの財閥は「経営的臨界点に達する時期は思いのほか遅く、しかも臨界点の天井も思いのほか高いという事実」が確認されたという。末廣(2006)、88ページ。
- (5) 通貨危機直後までの公正取引法の変遷は遠藤(2004)を参照。
- (6) 詳しくは遠藤(2004)を参照。
- (7) 李東原(2001)、37-45、48-50ページ。

- (8) 공정거래위원회 (1999)、121 ページ。
- (9) 同上書、121 ページ。
- (10) LG グループの持株会社体制への再編は高龍秀 (2009) で詳細に分析されている。持株会社体制への移行の第一目的は所有を単純化させ、家族の支配力を低下させることにあるが、LG グループはもともと他の主要財閥に比べ、家族の求心力が弱い財閥であり、持株会社体制へ移行することにより、むしろ内部持分率を高めているという特殊な事情を抱えた財閥であったことは注意しなければならない。高 (2009)、81-102 ページ。
- (11) 詳しくは、遠藤 (2005) を参照。
- (12) 前掲書、공정거래위원회 (2005)、16-17、265-269 ページ。逆に強化された内容としては、子会社間の出資が禁止されたことと、持株会社の非系列会社に対する 5% を超える所有が禁止されたことが挙げられる。
- (13) 공정거래위원회 (2008)、19-23、312-320 ページ。
- (14) 공정거래위원회 (2002)、223 ページ。
- (15) 同上書、224 ページ。
- (16) 공정거래위원회 (2005)、15-21、251-254 ページ。出資総額制限制度企業集団を絞り込む代わりに、2002 年改正で負債比率 100% 未満の企業集団が出資総額制限企業集団指定から除外される規定は削除された
- (17) 前掲書、공정거래위원회 (2008)、19 ページ。
- (18) 공정거래위원회 (2010)、9 ページ。
- (19) 『朝鮮日報』2006 年 11 月 7 日。
- (20) SK グループは 2007 年から持株会社体制へ移行することになる。
- (21) 『朝鮮日報』2006 年 11 月 7 日。
- (22) 前掲書、공정거래위원회 (2010)、292 ページ。
- (23) 임영재·전성인 (2009)、9-10 ページ参照。また 임영재·전성인은、架空資本の増殖は財務情報が投資者に正確に伝達されれば問題ないと指摘している。
- (24) 同上書、20-23 ページ参照。
- (25) 『朝鮮日報』2012 年 2 月 3 日。