

## 韓国企業の株式所有構造と企業価値の関連性

李 義 澤

### I. 問題の定義

企業の所有構造に関連する伝統的研究は持分と負債の資本構成と企業価値間の関係、すなわち企業価値と極大化する最適資本構造が存在するのかということに関することが大部分であった。このような研究は株式所有が不特定多数に分布しており、経営者の行動を監視するための企業内外の監視メカニズムである理事会、保証システム、資本市場、経営者人材市場、買収・合併市場などが正しく作動しているから経営者が株主の利益を極大化するため行動するという仮定に基づいている。

しかしBerle・Means (1932)<sup>(1)</sup>が提起し、Jensen・Meckling (1976)<sup>(2)</sup>が体系化したエージェンシー理論は株式所有者すなわち、経営者、外部大株主、機関投資家、少額株主、従業員などの利害が相反することから株式所有者らの持ち株比率によって企業価値が左右するというものである。すなわち株式所有者間の利害が相反するエージェンシー問題が発生し、このようなエージェンシー問題を解決するためのエージェンシー費用によって企業価値が持分率の水準に変わってくる。

このようなエージェンシー理論の観点で韓国企業を分析して見ることができ、外為危機を迎えた1997年末の連鎖的企業倒産は長い間続いてきた高コストと低効率の経営構造<sup>(3)</sup>からおきたものであり、特に大規模企業集団(以下財閥とする)の崩壊は高い負債比率<sup>(4)</sup>だけでなく系列会社に対する行き過ぎた支給保証と資本費用にも及ばない収益性からという指摘もある。しかしエージェンシー理論の観点から分析するとその根本的な原因は株主の富を極

大化する方向で企業経営が行われず支配的大株主が自分の私的利益を極大化する方向で企業を経営したからである。

財閥はもちろん韓国の大部分の企業が支配的大株主である創業主及び創業2世などによって経営されてきたか、専門経営者によって経営されてきた場合でも支配的大株主は専門経営者に莫大な影響力を行使した。したがって支配的大株主と専門経営者間のエージェンシー問題は大きくない反面、支配的大株主と少額株主間の利害衝突の問題は大変深刻である。過去、支配的大株主が持分をほとんど所有していた時期は支配的大株主と少額株主間のエージェンシー問題は大きくなかったといえる。しかし株式所有の分散を推進する過程で経営権保護の目的下でM&Aを抑制するための「株式大量保有の制限」規定と機関投資家の議決権中立行使 (shadow voting) 制限を引いた。一方、牽制機能を遂行しなければならない理事会は支配的大株主と所有経営者の影響圏内にあり、正しく動かなかただけでなく少額株主が株主権行使<sup>(5)</sup>のために必要な法的株式持分率が高く、支配的大株主と所有経営者の機会主義的行動を監視することは大変難しい実情であった。特に少ない持分にもかかわらず系列会社間の相互株保有を通じて系列会社の支配権を掌握した財閥の場合は支配的大株主と少数株主間の利害衝突問題はますます深刻なこととなった。

最近企業構造調整の一環として所有分散による専門経営及び企業支配構造の改革が熱い論点 (hot issues) として台頭している今日において企業の株式所有分布と企業価値間の関係を検討する研究は意義深いものである。このような株式所有分布と企業価値に関連した理論的検討と実証的研究は所有分散及び企業支配構造の改革方向の樹立に助けとなるであろう。したがって本論文は韓国企業の所有構造の特性とエージェンシー理論の観点から株式所有者の持分率が企業価値にどのような影響を及ぼすのかに関する理論的及び実証的文献研究を通じて政策的含意を提示しようというものである。

本論文の構成は次のとおりである。IIでは韓国企業の株式所有構造と展望を探り、IIIでは株式所有者の持分率と企業価値に関する仮説と外国及び国内の実

証研究に対する検討をした後、IVで政策的インプリケーションを提示する。

## II. 韓国企業の株式所有構造

### 1. 大株主1人の持分率増加

〈表II-1〉で見るとおり、大株主1人（以後支配的大株主とする）の持分率<sup>6)</sup>は1994年を除いては1990年から1996年まで減少傾向をみせていたが、1997年末の外為危機以降は支配的大株主の持分率が大きく増加する現象を示している。これは外為危機以降、内外国人の株式投資に対する制限が緩和または撤廃されるにしたがい、敵対的M&Aに対する防御手段や株価暴落による株価管理の側面から経営透明性を要求する少額株主運動に対する対策などから支配的大株主が持分率を高めたからである。

〈表II-1〉年度別支配的大株主の持分率

(単位：%)

年度	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
持分率	26.5	24.5	23.0	22.0	25.6	22.1	21.6	26.8	27.2

資料：韓国証券取引所、“上場法人株式分布状況”株式、各年3—4月号

一方〈表II-2〉の30位以内の財閥の場合は支配的大株主の持分率が1998年には7.9%とそれほど高くないが、系列企業間の相互出資における系列会社持分率が35.7%で、内部持ち株率が43.6%にも至っている。30財閥の支配的大株主は低い持ち株率にもかかわらず、このように系列会社間の相互出資を通じて企業集団に対する支配権を強力に掌握している。外為危機以降30財閥の支配的大株主持分率は多少減少したにもかかわらず、毎年わずかではあるが継続して減少傾向を見せていた内部持分率が1998年以降増加<sup>7)</sup>したのは1997年35.0%から1998年35.8%、1999年44.1%という系列会社持分率の急激な増加に起因する。系列会社持分率の増加原因は、敵対的M&Aの合法化が経営権に対する脅威になるため経営権を保護する目的とあわせて財閥の負債比率を200%以下に押さえる財務構造約定にしたがい自己資本を拡

充する過程で系列会社が有償増資に参加したことがその原因であると判断される。

＜表II－2＞年度別 30 財閥の内部持分率

(単位：%)

区 分		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
全体上場法人		26.5	24.5	23.0	22.0	25.6	22.1	21.6	26.8	27.2
30 大企 業集 団	同一人+特殊関係人(A)	13.7	13.9	12.8	10.2	9.6	10.5	8.5	8.0	7.9
	系列会社持分(B)	31.7	33.0	33.4	33.2	33.1	32.8	34.5	35.0	35.7
	内部持分率(A+B)	45.4	46.9	46.2	43.4	42.7	43.3	43.0	43.0	43.6

資料：公正取引委員会、大規模企業集団株式所有状況、報道資料

これまで所有構造に関して政策当局は所有と経営の分離が理想的な政策方向であるとして所有分散政策を実施してきた。しかし外為危機以降、韓国財閥の複雑な形成過程と外国投資家の敵対的M&Aを防御手段であると考慮し、支配的大株主持分率削減のための強力な政策が保留された状況である。むしろ所有分散よりも支配的大株主を牽制する為の支配構造を改善するために力を注いでいる。それにもかかわらずこれまで支配手段のひとつであった相互出資と相互支給保証<sup>(8)</sup>の禁止により財務構造の改善と必要資金の調達のため増資する過程における支配的大株主の持分率が低下することだろう。重ねて経営の透明性を要求する外国人投資家、機関投資家、少額株主たちの牽制で企業に対する専横的支配が不可能になることで自分の企業集団であるという支配的大株主の企業観は変化するであろうし、結果的に支配的大株主の持分率は徐々に低下する見とおしである。

## 2. 機関投資家持分率の減少

機関投資家には証券会社、保険会社、投資信託会社、証券投資会社、銀行、農水蓄協中央会、ノンバンク、相互信用金庫、そして各種年金基金および共

済会などが含まれる。年金基金及び共済会の持分率をのぞく機関投資家持分率の〈表II-3〉を見ると、1997年21.7%から1998年11.2%に、10.5%減少した<sup>(9)</sup>。これはIMF体制下に構造調整の一環としての金融機関の証券市場における保有持分の持続的売却と、倒産による保有株式の消却によるものと判断される。

〈表II-3〉年度別機関投資家持分率

(単位：%)

区 分	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
証券会社	4.7	4.9	5.1	4.7	3.6	2.9	2.2	2.1	1.3
保険会社	5.5	5.5	5.9	5.8	5.4	5.7	6.5	6.3	3.6
投資信託	8.2	7.7	7.5	6.2	6.9	6.3	5.8	2.7	2.0
銀行	7.3	8.9	8.8	10.8	10.5	11.2	10.6	9.4	3.6
ノンバンク	0.8	0.5	0.6	0.6	0.9	0.8	1.1	1.2	0.7
計	26.5	27.5	27.9	28.1	27.3	26.9	26.2	21.7	11.2

資料：韓国証券取引所、“上場法人株式分布状況”株式、各年3—4月号

世界証券市場の発展過程を調べてみると証券市場の機関化とあわせて発展してきた。証券市場の機関化とは機関投資家の持分率が個人投資家の比重より多くなる現象で、証券市場の流れに対する決定力を機関投資家が持つ現象である。科学的投資・大規模投資・長期投資の特性を持つ機関投資家は証券市場の安定化と支配的大株主への監視の役割を遂行する。このような点から見ると、これまでは韓国の機関投資家の役割が微弱だったといえる。1998年末基準の韓国の機関投資家持分率は、54.5%である英国、47.75%の米国、そして42.8%の日本に比較してみると大変低い水準である。<sup>(10)</sup>

しかし1998年9月、証券投資会社の設立や資産運用の方法、株式の発行および外為売買などに関して必要な事項を定めることで、投資家に多様な投資手段を提供して資本市場での投資を活性化させる目的の証券投資会社法が制定施行され、機関投資家の役割と比重がより大きくなるきっかけがつけられ

た。同時に金融市場の構造調整が完了し、情報収集と企業分析における比較優位を持つ投資信託会社と証券投資会社のミューチュアルファンドと株式型収益証券を通じた間接投資が好まれるに従い、機関投資家の持分がますます拡大するであろうし、その役割も増大するものと予想される。

### 3. 外国人投資家の持分率増加

外為危機以降、外国人直接投資に助けられ、国内企業に対する外国人投資家の比重が増加している。〈表II-4〉を見ると、外国人投資家の持分率は毎年増加傾向をみせている。1998年末の保有株式数を基準にすると10.4%、市価総額を基準にすると18.0%となっている。国家別で比較してみると外国人投資家の比重が16.3%である英国、13.4%の日本、6.8%の米国よりもはるかに高い水準である。<sup>(11)</sup>

〈表II-4〉

(単位：%)

年 度	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
株式数基準	1.7	2.5	4.1	8.7	9.1	10.1	11.6	9.7	10.4
市価基準	—	—	—	—	—	13.0	18.0	13.7	18.0

そしてKOSPI 200種目に対する外国人持分率は1998年10月末から1999年10月末まで株式数基準の平均が12%、市価総額基準で22%を維持しており、国内株式の騰落に大した影響を受けていない。持分率が12%であるのに反し市価総額基準が22%にもなるという事実は外国人は資本金が大きく、流動性が豊富で市価比重が大きい大型優良株中心に株式を保有していることを表している。<sup>(12)</sup>したがって金融市場の構造調整が完了を成功し、企業透明性と効率性が高められれば外国人投資家の持分率が現在の高い水準を維持できるであろうし、またガラス張りの経営を重視する外国投資家の韓国証券市場に対する影響力と支配的大株主および経営者の監視する役割が増大するものと予想される。

### Ⅲ．株式所有構造と企業価値の関連性

#### 1．経営者持分率と企業価値

経営者持分率と企業価値の関連性を説明する仮説としては利害一致仮説、経営者安住仮説、折衷仮説、買収プレミアム仮説、無関連説がある。

利害一致仮説 (convergence of interest hypothesis) はBerle/Means (1932) と Jensen・Meckling (1976) が主張したエージェンシー理論に基づく仮説である。この仮説によると経営者の持分率が増加するに従い、経営者は自己利益の為の機会主義的行動よりも企業利益のための経営をするようになる。これによって経営者と外部株主間の葛藤が減り、経営者と外部株主間のエージェンシーコストが減少することになるというものである。したがって利害一致仮説は経営者の持分率が増加するに従い企業価値が増大するという仮説である。<sup>(13)</sup>

Cole・Mehren<sup>(14)</sup>は公企業を対象として、企業内部者または外部者の株式保有程度を制限する反買収規定の廃止の前と後での所有構造と株価反応との関係を分析した。分析結果は反買収規定が廃止された後、内部持分率が増加して企業成果が有意に増大し、内部持分率の増加が企業性との改善をもたらす結果を発見した。

経営者安住仮説 (management entrenchment hypothesis) によると、経営者が自己の支配権を侵害されない程度の持分率を保有した場合、自分の私利私欲を追求することで発生する企業費用の一部のみを負担する。したがって経営者の持分率が増加すれば経営者は企業価値の極大化より自分の私利私欲のため機会主義的行動をとることになり、それによって企業価値が下落するというものである。

Monsen・Chiu・Cooley (1968)<sup>(15)</sup>は会計利益率を成果測定値とした実証分析で所有者支配企業の経営成果が経営者支配企業の経営成果より遥かに優れていることを発見した。Santo (1973)<sup>(16)</sup>も株式収益率を企業成果とした実証分析で企業支配類型が統計的に有意であることを発見し、Salamon・Smith (1979)<sup>(17)</sup>は会計資料のディスクロージャーが経営者の意図どおりに成

されているが、それが株主の利益に相反する行為であることを確認することをもって経営者安住仮説を後押ししている。

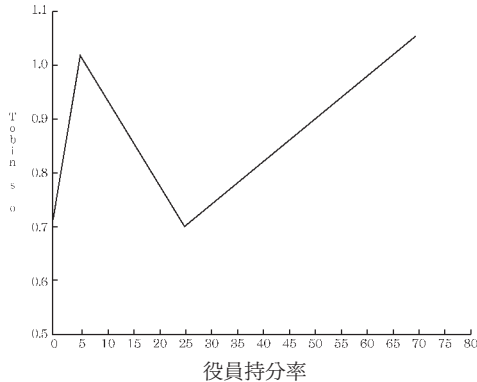
折衷仮説は利害一致仮説と経営者安住仮説が折衷した仮説である。この仮説では利害一致効果や経営者安住効果中のあるひとつの効果だけが存在するのではなく二つの効果が同時に存在する。すなわち一定範囲の資本率では経営者の安住効果が利害一致効果を圧倒して持分率が高まるほど企業価値が下落し、一定範囲の持分率では利害一致効果が経営者の安住効果を圧倒して持分率が高まるほど企業価値が上昇するというものである。

Morck, Shleifer and Vishny (1998)<sup>(18)</sup>は役員持分率とトービンの $q$ で測定された企業価値との関係を役員持分率の5%と25%を転換点として区間別回帰分析を実施した。分析結果によると0—5%区間で役員持分率の係数が0.062 ( $t=3.02$ ) となり企業価値を極大化しようとする経営者の動機が重大であることをあらわした。5—25%区間では係数が $-0.016$  ( $t=-2.51$ ) となり、現経営者の安住と関連があることをあらわした。25%以上では係数が0.008 ( $t=1.96$ ) となり、わずかだが $q$ が増加した。役員持分率が25%から30%程度になると理事会が外部の挑戦を自由に棄却できることから純粋な利害収斂効果を反映するだろうと解釈している。〈図III—1〉は回帰結果を図として表示したものである。

Wruck (1989)<sup>(19)</sup>は私募による持分率の増加と $q$ で測定される企業価値との関係を多様な持分率を転換点として区間別回帰分析をした。転換点が5%と25%の場合の説明力が最も高く、私募による持分率の増加が企業価値に(+)の効果を及ぼしている。0—5%区間で係数が有意的ではないものを除いてはMorck, Shleifer and Vishny (1988)の結果と同一であった。すなわち持分率が5—25%の水準では経営者安住効果が圧倒的であり、0—5%水準と25%以上の水準では利害収斂効果が圧倒的であることが現れている。



&lt;表III-1&gt; 役員持分率と市場評価



出典：R. Morck, A. Shleifer, and R. W. Vishny, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, 1988, p.301.

Hermalin and Weisbach (1991)<sup>(20)</sup>は経営者の持分率がかつ内省性の問題を解決する為、線形回帰分析を行った。研究結果はMorck, Shleifer and Vishny (1988) とWreck (1989) の利害収斂効果と経営者安住効果が同時に存在するという結果を後押ししている。

無関連仮説とはDemsetz(1983)<sup>(21)</sup>によって主張された仮説で、所有分散によって所有者が支配権を喪失することによる費用上昇と利益の減少は他の利益の増大または低廉な資本費用によって完全に相殺されるので所有持分と企業価値は関連がないというものである。

Demsetz・Lehn (1985)<sup>(22)</sup>は会計利益率を企業性の代用値として測定し、所有集中が企業成果に及ぼす影響を分析した。その結果、所有集中は会計利益率に(－)の効果を持つが統計的に有意な関係は存在せず、特に(＋)の関係が現れないことから所有集中と企業性とは無関係だとした。

買収プレミアム仮説 (takeover premium hypothesis) とはStulz (1988)<sup>(23)</sup>によって主張された仮説である。この仮説によると、低い水準では経営者の持分率が高くなるほど企業買収者が経営権を獲得する為に支給せねばならな

いプレミアムが上昇することになってははじめは企業価値が上昇するが、経営者の持分率が一定水準を越えると買収確率が減ることから企業価値が下落する。

McConnell and Servaes (1990)<sup>(24)</sup>は  $q$  で測定される企業価値を従属変数とし、内部株主の持分率と持分率の自乗を独立変数とする回帰式を推定した。分析結果は持分率が増加するにつれ企業価値がはじめは上昇するが、一定水準を超えると下落するという、大変有意な関係<sup>(25)</sup>をあらわした。Stulz (1988)の主張と一致する曲線関係を見せているが、50%で企業価値が最大になるという主張は一致しなかった。

以上の経営者持分率と企業価値間に関する研究は次のように要約することができる。利害一致仮説は線形が短調増加関数関係、経営者安住仮説は線形が短調現象関数関係をあらわす仮説である。折衷仮説はU字型曲線関係または非短調関数関係、買収プレミアム仮説は逆U字型曲線関係をあらわす仮説である。無関連仮説は経営者持分率と企業価値間には関係がないという仮説である。

実証研究を調べてみると利害研究仮説や経営者安住仮説を支持する研究があるが、この研究は二つの仮説中、どの仮説を支持するかを分析したものである。このような研究は利害収斂効果と経営者安住効果が同時に存在できるとし、持分率の水準によってその大きさが変化することがあるという点を看過している。このような限界点を考慮した実証研究は持分率の水準が変化するに従い利害収斂効果と経営者安住効果の大きさが変わり、一定水準の持分率では経営者安住仮説が成立し、一定水準の持分率では利害収斂仮説が成立するという折衷仮説を支持している。

## 2. 外部大株主及び機関投資家持分率と企業価値

外部大株主及び機関投資家が経営者の機会主義的行動を監視して無能力な経営者を交代させる役割を遂行することにより企業価値を上昇させるか、または経営者の安住を容易にして企業価値を下落させるかによって能動的監視

仮説と受動的監視仮説とに分けられる。

能動的監視仮説とはShleifer and Vishny(1986)<sup>(26)</sup>によって主張された仮説である。この仮説によると、外部大株主及び機関投資家は情報優位、情報分析、そして情報活動能力に優れており少額株主たちよりも安い費用で経営者を監視することができ、また第三の買収を容易にするが、外部の者に経営者を監視して評価できる動機を付与するというものである。その為この仮説は外部大株主及び機関投資家の持分率が増加するほど企業価値が上昇するというものである。

受動的監視仮説はPound(1988)<sup>(27)</sup>によって効率的監視仮説に対応する仮説として提示された。受動的監視仮説に対する説明として、戦略的提携仮説は第3の買収提議を防ぐため外部大株主および機関投資家が経営者と戦略的提携関係を結ぶことで企業価値に否定的効果を与えるというものである。別の説明である利害衝突仮説は機関投資家が、保険会社が企業株式を保有しその企業の主保険会社である場合のように現経営者との既存の取引関係でお互い協力するのが利益となるため、経営者に対する効率的監視よりも経営者の意思決定に受動的に賛成することとなり、企業価値に否定的効果を与えるというものである。このような行為は、受託経営者が受患者のために議決権行使をしたと公示する義務がなく、経営者が別の株主達がどのように議決権を行使したのかを知りうる現行制度として可能である。したがって受動的監視仮説によると外部投資家および機関投資家の持分率が増加するほど企業価値が下落する。

Brickley, Lease and Smith(1988)<sup>(28)</sup>は反買収定款改正案を提案する場合、機関投資家の議決権行使が株主の富にどのような影響を及ぼすのかを分析した。ミューチュアルファンド、寄付金、財団、国民年金のような機関投資家は経営者の圧力に抵抗的であることから、能動的役割を果す可能性が高い集団として区分され、銀行、保険会社、そして信託会社のような機関投資家は戦略的提携関係または利害衝突の問題で受動的役割をする可能性が高い集団として区分された。分析結果、少額株主より機関投資家が活発に議決権を行

使し、ミューチュアルファンドなどの抵抗的な機関投資家が経営者に反対する  
場合が多いことがあらわれた。機関投資家の持分率が高いほど定款改正案  
に反対投票する程度が高く、定款改正案が株主の富に負の影響を及ぼすほど  
より高くなった。彼らは機関投資家が経営者を効率的に監視し、ミューチュ  
アルファンドなどの抵抗的な機関投資家がより効率的に監視することを発見  
した。

Agrawal and Mandelker (1990)<sup>(29)</sup>は機関投資家の役割と反買収定款改正  
案が株主の富にどのような影響を及ぼすか分析した。分析結果によると機関  
投資家のうち持分率の低い三分の一にあたる企業が定款改正案の公示を前後  
して統計的に有意な富の損失を受けた反面、残りの企業は有意な変化をみせ  
なかった。これは機関投資家の持分率が高いほど定款改正案に対する株価反  
応がより望めるという点を間接的に示唆するという点で能動的監視仮説と一  
致するとした。

Barclay and Holderness (1991)<sup>(30)</sup>は最少限普通株5%以上を交渉取引す  
る標本を対象として交渉取引が企業価値に及ぼす影響と大量保有者の専門性  
と動機が企業価値に影響を及ぼすかを分析した。分析結果、非正常収益率が  
16%であり、支配権が新しい大量保有者に譲渡され、経営者が抵抗せずに、  
そして大量購入者が企業を完全に獲得する時、非正常収益率の上昇程度がよ  
り大きくあらわれた。1年以内に企業が買収されない場合、公示と関連する  
株価上昇は40日間下落するが、1年後でも平均5.6%の非正常収益率が存在  
した。そして買収されない企業の最高経営者のうち三分の一が1年以内に退  
職し、新しい経営者が外部から迎え入れられた。このような結果から、大量  
取引と関連する株価上昇と経営者の交代は大量保有者の専門性によるもの  
であり、持分率の変化に起因するものではないという外部大株主の監視役割を  
否定した。

以上の外部大株主及び機関投資家の持分率と企業価値との関係は次のよう  
に要約することができる。能動的監視仮説は線形単純増加関数関係、受動的  
監視仮説は線形単純減少関数関係をあらわす。

実証研究を調べてみると、利害関係がない機関投資家は経営者を能動的に監視する役割を遂行するが、外部大株主は持分率に関係なく保有する専門性が企業価値に肯定的影響を及ぼしていることがあきらかになった。

### 3. 韓国企業に対する実証研究の分析

ユン・ゲソプ (1990)<sup>(31)</sup>は産業別に最大持分率と最小持分率を表す企業の順序で所有者支配企業と経営者支配企業にそれぞれ 50 企業を選び、成果測定値で回帰変数を利用して経営成果の違いを検証した。分析結果はどのような成果変数に対しても 2 集団間に有意な違いを見ることは出来ず、所有者支配企業の経営成果が経営者支配企業の経営成果よりも高いという仮説を棄却することで無関連説を支持した。

キム・ジュヒョン (1992)<sup>(32)</sup>は 1990 年末まで 5 年間、上場した 267 企業を対象に支配的大株主持分率 39%を転換点として実証分析を行った。その結果、回帰係数が $-0.0124$ と支配的大株主持分率が増加し、トービンの $q$ で測定される企業価値がわずかであるが統計的に有意に減少した。しかし転換点の 39%を過ぎながら企業価値は増加したものの、統計的有意性はなかった。このような分析結果は支配的大株主持分率が増加し、経営者が私的消費を充足させ現実に安住しようとするために企業価値が下落するものと解釈し、経営者安住仮説を支持するとした。

キム・ウテク、ジャン・デホン、キム・ギョンス (1993)<sup>(33)</sup>は 1980—1985 年 141 上場企業を対象に支配的大株主持分率 20%と 25%と転換点として区間別回帰分析を行った。その結果 $q$ で測定される企業価値が 20%までは持分率と共に増加し、20~25%区間では持分率と共に減少し、25%以上の区間では再び反転して持分率と共に増加する非単調関係を見せ、Morck, Shleifer and Vishny (1988) の研究結果と部分的に一致するとした。

李義澤(1993)<sup>(34)</sup>は 1989 年 435 社、1990 年 467 社、1991 年 454 社の上場企業の横断面資料を利用して役員持分率と PBR (price to book value ratio)<sup>(35)</sup>で測定される企業価値間の曲線関係、そして 5%と 25%を転換点<sup>(36)</sup>とした非単調関係を分析した。曲線関係を分析した結果、役員持分率は 35%まで増加

するに従い企業価値が下落し、35%水準を超えると企業価値が上昇し折衷仮説を支持した。区間別回帰分析の結果、0—5%と5—25%区間では役員持分率が増加するに従い経営者の安住により企業価値が下落したが、25%を過ぎると利害一致で企業価値が上昇するという非単調関係をあらわした。すなわち低い水準では経営者安住仮説、高い水準では利害収斂仮説が存在し折衷仮説を裏付けている。

金瑛淑、李在春(2000)<sup>(37)</sup>は168上場企業の1987—1996年10年間の時系列資料を利用して支配的大株主持分率とMBR (market value to book value ratio) で測定する企業価値の曲線関係を分析した。分析結果、持分率が増加するに従い企業価値が下落したが、25%を超えると企業価値が上昇した。このような結果は低い水準では経営者安住仮説、高い水準では利害収斂仮説が存在するという折衷仮説を支持することを意味する。役員持分率の代わりに支配的大株主持分率を利用した分析結果が李義澤(1993)の結果と一致した。

チョ・ソンオク(2000)<sup>(38)</sup>は財務資料を利用して韓国企業の支配的大株主と少額株主間の利害葛藤を分析した。分析結果によると、支配的大株主の持分率<sup>(39)</sup>は企業成果と(+)の関係を見せている。すなわち支配的大株主の持分率が増加するほど企業価値の極大化と支配的大株主個人の効用極大化が一致し、企業の収益性が増加した。また、企業公開が企業成果に否定的影響を及ぼした。厳格な上場条件にもかかわらず上場企業の利益率が非上場企業の利益率よりも低くあらわれており、このような結果は支配的大株主と少額株主間の葛藤によるものとした。一方、非関係会社に投資した金融資産は企業成果に(+)の効果とを及ぼすが、関係会社に投資した金融資産は企業成果に(-)の影響を及ぼした。関係会社に対する投資資産の収益性が低いのは支配的大株主が私的利益を追求した結果であり、発生する資源の非効率的使用と単に関係会社の支配権確保が目的であるためと考えられる。財閥に属する企業の純利益率が独立企業よりも低く、大規模の財閥であるほど一層低くあらわれた。これは取引費用側面で得られる効率性が別の要因によって相殺され、規模に関連する非効率性が高くなることをあらわした。このような結果は

韓国企業、特に財閥における支配的大株主と少額株主間の利害衝突が深刻であることを示唆する。

一方、外部大株主および機関投資家の持分率と企業価値に関する研究をみると次のとおりである。

キム・ジュヒョン(1992)は支配的大株主持分率と機関投資家持分率を含めて推定した。分析結果、機関投資家持分率の係数が $-0.0008$ と統計的有意性は大変低いが機関投資家が戦略的一致仮説に近い役割をするとあらわれた。

李義澤(1993)は外部大株主<sup>(40)</sup>の持分率と企業価値間の関係を検証した結果、全ての回帰式で外部大株主持分率の係数が少なくとも90%水準で有意な(+)の符号を持ち、能動的監視仮説を支持した。機関投資家持分率と企業価値との関係を検証した結果、ほとんどすべてが推定回帰式で統計的に有意な(+)の符号を持ったが統制変数を考慮した場合有意性のない(-)の符号であった。したがって機関投資家の持分率が高くなるほど企業価値が上昇するという能動的監視仮説を棄却することは出来なかった。

金瑛淑、李在春(2000)の研究では機関投資家持分率の係数が統計的に有意な(+)の符号を持つとあらわれた。経営者を効率的に監視し、機関投資家持分率が高くなるほど企業価値が増加するという効率的監視仮説が支持できるとした。

以上の韓国企業の経営者持分率と企業価値に関する実証研究は持分率の水準によって互いに異なる効果が存在するという折衷仮説を裏付けている。Morck, Shleifer and Vishny(1988)の特殊なパターンを見せたキム・ウテク、ジャン・デホン、キム・ギョンス(1993)の研究を除いては、転換点に違いが見えるだけでU字型非単調または曲線関係をあらわしている。すなわち低い水準では経営者安住仮説効果が圧倒的であり、高い水準では利害一致効果が圧倒的であった。平均持分率が46.61%の外部監事対象企業を標本としてチョ・サンオク(2000)は利害収斂仮説を支持している。Stulz(1988)の主張とMcConnell and Servaes(1990)の実証結果である逆U字型曲線関係はあらわれなかった。

支配的大株主と少数株主間の利害葛藤を分析したチョ・ソンオク(2000)は財閥の場合、支配的大株主の安住効果が大変深刻であると主張した。財閥の支配的大株主持分率が10%前後という点で見るととき、キム・ウテク、ジャン・デホン、キム・ギョンス(1993)の研究を除き低い水準で経営者安住効果が現れるという大部分の研究結果と一致すると考えられる。

外部大株主および機関投資家の監視役割に関する研究結果は一致していないが、機関投資家が能動的監視をするという結果が多少多いことがあらわれた。

#### IV. 政策的インプリケーション

上場企業の場合、低い持分率では経営者の安住により企業一致が下落する経営者安住仮説が成立し、特に支配的大株主のうち平均持分率が10%前後の財閥の場合、支配的大株主が少額株主達を犠牲にしながら自分の私的利益を極大化しようとすることで支配的大株主と少額株主間の利害衝突が大変深刻なことがあらわれた。一方、研究によって転換点の持分率水準が相違するが持分率が25—39%水準を超えたり外部監事対象企業の場合、経営者と株主の利害が一致する利害収斂仮説が成立している。

このような結果が与える示唆点は上場企業と財閥の場合は所有分散の拡散が経営者の安住効果を減少させることで企業価値を増大させることができ、非上場の外部監事対象企業の場合、所有の集中が利害一致仮説効果を増やすことにより企業価値を増大させうるといえるものである。

しかし国際化時代にあった高い成長性と競争力を維持するためには上場企業および財閥は内部留保資金よりもさらに多額の投資資金がますます必要となるであろう。これからは過去のような政経癒着の中での金融機関からの無分別な借入れの間接金融は不可能であり、持続的増資を通じての資金調達になるであろうし、その過程で支配的大株主の持分率は低下するであろう。しかし、経済成長を推進しながら政府が企業の協力を誘導するために経営権を保護してきた政府政策の産物といえるが、早いうちに真の意味での所有と経営の分離による専門経営システムを導入することはそれほどたやすくはな



いだろう。持分率が減少し、支配的大株主の経営者安住効果による少額株主との利害衝突は一部解消されたが完全には解消されていないといえる。

同時にこれまで規制してきた投資信託会社と信託会社の議決権の中立行使制限を1998年に緩和し漸進的に持分率が高まるであろうし、機関投資家の議決行為に対する責任を問うことで機関投資家が能動的監視役割を遂行することが期待できるが未知数である。企業の経営透明性を重視し、経営者を効率的に監視する企業内外の統制システムがうまく作動している外国の投資家が機関投資家よりも多くの持分率を保有することで企業経営に重要な役割となるであろうし、経営者の監視にも大きな役割を担うことが予想されるが、これも未知数である。

したがって株式所有の分散と機関投資家および外国投資家の役割増大の推進と並行して企業と国家の国際競争力を左右し、企業経営を先進水準に引き上げるためには支配構造を改善しなければならない。支配構造とは「企業の経営陣、理事会、株主その他利害関係集団間の一連の関係」であり、所有と経営の分離を前提とする公開企業において経営陣が株主など投資者の利益のために企業を経営するよう統制する制度的装置を意味する。このような支配構造の改善は支配的大株主および所有経営者を牽制し、少額株主を含むほかの利害関係者の利益を保護する為の企業意思決定過程の透明性<sup>(41)</sup>と合理性を意味する。

次に提示する支配構造の内容が正しく実効を収めれば支配的大株主及び経営者の機会主義的行動及び専横的経営に対する十分な牽制が成されると予想される。そして次のような内容が実効を収めるためには強制規定化と支配的大株主および少額株主の意識転換が絶対的に必要だといえる。

### (1) 社外理事制度の活性化

支配構造の改善で最も多く取り上げられるのが社外理事による支配的大株主および経営者の牽制である。模範基準<sup>(42)</sup>は理事会が経営陣と支配的大株主から独立して機能を遂行できる社外理事を置かねばならず、その数は理事会

が実質的に独立性を維持できる規模でなくてはならないことと、特に金融機関および資産総額が1兆ウォン以上である公開企業の場合は漸進的に全体の理事の二分の一以上（最少限3人以上）を社外理事<sup>(43)</sup>とするよう勧告している。また、社外理事は職務遂行の中立性を阻害する憂慮がある利害関係があってはならないことと、これを公示しなければならず、企業の経営実態を正確に把握できるよう職務遂行に必要な情報を適時提供しなくてはならない。

しかし2000年11月証券取引所の調査によれば、いまだに社外理事の役割が微弱であることが明らかになった。すなわち社外理事の選任において最大株主推薦が73.8%、理事会参加率が66.0%議案賛成率が99.3%にものぼり、支配的大株主の影響を受けていて経営に対する牽制が正しく成されていないことがわかった。同時にストック・オプションなどの恩恵を受けたり、社外理事のモラルも社会問題化している。

このような問題点を補完するために社外理事模範基準<sup>(44)</sup>が作成されることとなった。社外理事は常勤理事とまったく同じ権限と責任を持ち、理事会を欠席したことで不当な決議を防げなかった場合、後に責任追求を受けることがある。そして公正な手続きによって会社の株式を保有することは望ましいが、会社の助けや支援によって株式を持つことは望ましくないとし、社外理事の兼任に対して業務の充実と企業秘密の維持などを勘案して自制し、特に政府や公共企業の委員会委員は委員会の影響圏にある企業の社外理事の兼職はできないようにしている。このような内容は勧告事項であり、社外理事制度を正しく運営する会社は銀行貸出金利、信用評価機関の信用等級、金融監督院会社債発行手数料などで有利になるが、企業が正しく運営するようにする誘引策や義務化が必要である。

## (2) 監査委員会の設置

模範基準は監査委員会の設置を勧告している。監査委員会は3人以上の理事で構成され、委員長を含む三分の二以上が社外理事でなくてはならないとしている。<sup>(45)</sup>監査委員中、ひとりには監査分野の専門家でなくてはならない。外

部監査人が不注意による会計監査で企業および情報利用者に損害を与えた場合は賠償しなくてはならないとあきらかにした。

### (3) 集中投票制

模範基準は理事の独立性を確保し、理事選任時にさまざまな株主の意見を反映するためだけでなく、企業の場合支配的大株主の経営に対する影響力が大きい点を考慮する時、集中投票制<sup>(46)</sup>を採択するのが望ましいとして採択可否を公示するようにしている。

同時に電子通信手段の発達と外国人株主および少額株主の増加傾向に照らして、書面投票および電子投票などのような方式で株主が議決権を行使できるよう勧告している。しかし上場企業中 2000 年 11 月現在、集中投票制を導入した企業が 158 社(22.4%)、書面投票制を導入した企業は 106 社(15.1%)で、まだ活性化されておらず、支配的大株主中心の経営体制が続いているものと分析された。このような集中投票制が定着するためには勧告事項よりも義務化を検討する必要がある。

また、模範基準では理事候補は株式総会の 3 日前に公示し、事前に検証が可能とした。理事会開催時は録取することで理事会の議事決定にどのように参与したかをはっきり判断できるようにした。重要な投資決定の結果に対する理事会の賛成と反対の結果を公示することで間違った決定により企業に巨額の損失が発生して責任を追及することがある場合、反対をした理事は免罪符を付与が受けられるようにした。

### (4) 集団訴訟制

集団訴訟制とは虚偽の公示や会計帳簿の操作など、経営者や支配的大株主の不正行為で損害を受けた株主が会社を相手取って訴訟を提議した際、訴訟に参加しないほかの株主も共に保証が受けられるという証券取引と関連した制度で、2000 年 12 月議員立法へ向けて推進しているが、導入を検討する必要がある。全国経済人連合会は訴訟乱発および悪意の訴訟の増加、会計法人の

連鎖倒産、企業の対外信頼度墜落、企業公開回避などで反対の立場を見せている。しかし現在まで株主から訴訟提議した事件は10社（1.4%）であり、経営権の紛争事例は4社（0.5%）に過ぎず、経済人連合会の主張は行きすぎた憂慮ではないかと思われる。

## 注

- (1) A. Berle, Jr. and G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York, 1932.
- (2) M. C. Jensen and W. H. Meckling, “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure*,” *Journal of Financial Economics*, 1976, pp.305—360.
- (3) 1986—1995年の10年間151上場製造企業の平均投下資本利益率は8%であり平均資本費用の14%より低く、価値創出はおろか利子費用も保証できないほど高費用—低効率経営構造が続いた。  
カン・ヒョソク、ナム・ミョンス “投資成果指標としてのEVAの柔軟性に関する実証研究”、財務管理研究、1997、pp. 1—21。
- (4) 1997年末基準で平均負債比率が396.3%、30財閥の平均負債比率が507%だった。
- (5) 株主権行使の為の法的株式持分率は1998年2月と1998年5月の証券取引法改正によって低くなった。1%であった代表訴訟権と理事および監査役解任請求権は0.01%と0.05%に改正され、3%だった会計帳簿閲覧請求願は1%に改定された。
- (6) 大株主1人持分率とは大株主一人の持分率に特殊関係人の持分率を合わせたものを意味する。
- (7) 独占規制法によれば1994年の出資規制強化政策で株式所有上限が40%から25%に下降調整されたが1998年2月に削除されたことで30財閥の内部持分率が1998年4月43.7%から1999年4月49.5%（公正取引委員会報道資料）に増加し、企業集団全体の不良をもたらす憂慮があ

るため1999年12月に復活させ、2001年4月1日施行予定である。限度超過分に対する猶予期間を1年としている。

- (8) 政府は1998年4月1日から新規債務保証を原則的に禁止し、1998年末までは異種業種間の債務保証解消、2000年3月までには既存の債務保証を完全に解消することを要求した。
- (9) 年金基金および共济会持分を含めると1997年26%から1998年13.6%に12.4%減少した。
- (10) 上掲書。
- (11) 韓国証券取引所、上場法人株式分布情報、株式、1999年4月
- (12) パク・サンス、外国人持分率変動が株価に及ぼす影響、LG週間経済、1999.11.17、PP.10-13。

1999年10月末KOSPI 200種目中で外国人が多く保有している種目は三星電子、韓国電力、浦項製鉄、SKテレコム、国民銀行の順であった。

- (13) 経営者持分率と企業価値との(+)関係を主張するまた別の仮説はLeland and Pyle (1977) のシグナリング仮説 (signaling hypothesis) である。この仮説は経営者と外部株主間に投資案から期待するキャッシングフローに対する情報の不均衡が存在する場合、成功的な投資案に対して高い持分率を持つことが経営者にとって利得になることから経営者の持分率が高いほど企業価値が大きいのである。
- (14) R. C. Cole and H. Mehran, "The Effect of Change in Ownership Structure on Performance: Evidence from The Thrift Industry," *Journal of Financial Economics* 50, 1998, pp.291-317.
- (15) R. J. Monsen, J. S. Chiu, and D. E. Cooley, "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Firms," *Quarterly journal of economics*, 1968, pp.435-451.
- (16) M. Santo, "Monopoly Power, Ownership Control and Corporate Performance," *Bell Journal of Economics*, 1973, pp.672-679.
- (17) G. L. Salamon and E. D. Smith, "Corporate Control and Managerial

- Misrepresentation of Firm Performance,” *Bell Journal of Economics*, 1979, pp.319—328.
- (18) R. Morck, A. Shleifer, and R. W. Vishny, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, 1988, pp.293—315.
- (19) K. H. Wruck, “Equity Ownership Concentration and Firm Value—Evidence from Private Financings—,” *Journal of Financial Economics* 23, 1989, pp.3—28.
- (20) B. E. Hermalin and M. S. Weisbach, “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance,” *Financial Management*, 1991, pp.101—112.
- (21) H. Demsetz, “The Structure of Ownership and The Theory of The Firm,” *Journal of Law and Economics*, 1983, pp.375—391.
- (22) H. Demsetz, and K. Lehn, “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences,” *Journal of Political Economy*, 1985, pp. 1155—1177.
- (23) R. Stulz, “Management Control of Voting Rights: Financing Policies and The Market for Corporate Control,” *Journal of Financial Economics*, 1988, pp.25—54.
- (24) J. J. McConnell, and H. Servaes, “Equity Ownership and Two Faces of Debt,” *Journal of Financial Economics*, 1995, pp.131—157.
- (25) 1976 年は低い持分で  $q$  と所有持分間の関係は 1 対 1 だったが、1986 年にはその関係がほとんど 3 対 1 であった。
- (26) A. Shleifer and R. W. Vishny, “Large Shareholder and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, 1986, pp.461—488.
- (27) John Pound, “Proxy Contests and The Efficiency of Shareholder Oversight,” *Journal of Financial Economics* 20, 1988, pp.237—265.
- (28) J. A. Brickley, R. C. Lease, and C. W. Smith, Jr., “Ownership

- Structure and Voting on Antitakeover Amendment,” *Journal of Financial Economics* 20, 1988, pp.267—291.
- (29) A. Agrawal and G. N. Mandelker, “Large Shareholders and Monitoring of Managers; The case of Antitakeover Charter Amendments,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1990, pp. 143—161.
- (30) M. J. Barclay and C. G. Holderness, “Negotiated Block Trades and Corporate Control,” *Journal of Finance*, 1991, pp.861—879.
- (31) ユン・ゲソプ、“韓国企業の所有と経営の分離およびその成果に関する研究,” ソウル大学校経営論集、第24巻第1号、1990, pp.45—99.
- (32) キム・ジュヒョン、“企業の所有構造と企業価値の関連性に関する研究,” 財務研究第5号、1992, pp.129—154.
- (33) キム・ウテク、ジャン・デホン、キム・ギョンス、“企業価値と所有経営構造に関する実証的研究,” 財務研究第6号、1993. 8, pp.55—75.
- (34) 李義澤、“韓国企業の株式所有構造が企業価値に及ぼす影響に関する実証的研究,” 博士学位論文、成均館大学校大学院、1993年6月。
- (35) 役員持分とPBRを変数として利用した理由は大株主1人持分が偽装分散により内部者持分を正確に測定できず、トービンの $q$ は代替原価資料が無く、恣意性が掲載され測定上の誤差が発生するからであった。
- (36) 事前的分析によれば大株主が経営に直接参加をしなかったり大株主1人が法事である場合該当法人の大株主が経営に直接参与しない企業（専門経営企業）は37企業であった。そして平均役員持分率が1989年3.7%、1990年5.5%、そして1991年5.6%だった。また米国の場合経営権掌握を5%と考え代理人問題を検討するため5%を転換点とした。そしてイム・ウンギ（1988）は保守的な立場での韓国企業の経営権確保のための持分率を24.5%と算出し、標本企業の平均役員持分率が3年間21.2—23.0%であった。このような点を考慮して転換点を5%と25%にした。

- (37) 金瑛淑、李在春、企業価値と企業所有構造との関連性、*証券学会誌第26集*、2000年、pp.173—195。
- (38) ショ・ソンオク、企業支配構造と収益性に関する研究、*金融23次セミナー*、2000年3月。
- (39) 標本企业は1993年から1997年まで5年間の非金融業種に属する上場、登録—そして外監対象の企業で支配的大株主持分率が平均46.61%だった。
- (40) 100分の1に満たない株式を所有する少額株主ではないその他株主の持分中の系列会社間の相互出資持分が含まれている可能性がある法人持分除いて個人持分を外部大株主持分として利用した。
- (41) 2000年12月初め参与連帯の調査結果によれば国内77%、国外98.5%のファンドマネージャーが韓国企業に対し経営の透明性が成されていないと判断し、国内88.5%、国外95.5%が経営結果に対して責任を取る体制になっていないとした。株主重視の経営に対しても国内77%、国外93.9%のファンドマネージャーが否定的答弁をした。
- (42) 企業支配構造改善委員会、企業支配構造模範基準、1999年9月。
- (43) 2000年12月議員らが上程した証券取引法の場合、すべての上場会社に対して社外理事比率を現行四分の一以上から二分の一以上に拡大する内容としている。
- (44) 社外理事職務遂行規定制定委員会、社外理事職務遂行基準、2000年12月1日。
- (45) 2000年12月議員らが上程した証券取引法の場合、監事委員会の設置を義務化し、これを全員社外理事で構成するようにするものである。
- (46) 2000年12月参与連帯経済民主化委員会が国内のファンドマネージャー153人を対象に実施した世論調査の結果、国内ファンドマネージャーの88.5%、国外ファンドマネージャーの92.4%が集中投票制の義務化を指示すると出た。同時に時期に対しては国内55.2%、国外87.9%のファンドマネージャーが即時義務化が必要と答えている。