

韓国における持株会社制度の変遷

——文在寅政権はなぜ財閥規制を強化したのか——

遠 藤 敏 幸

はじめに

- I 韓国における持株会社制度の変遷
 - II 韓国の持株会社設立および転換状況
 - III 2018年の公正取引委員会の「持株会社報告」が意味すること
 - IV 文在寅政権はなぜ財閥規制を強化したのか
- おわりに

はじめに

高度経済成長期に形成された財閥と呼ばれる企業グループは、韓国経済に未だ支配的地位を保持している。しかし、韓国の財閥は何も変化することなく存続してきたわけではない。むしろ、財閥を取り巻く環境は目まぐるしく変化してきており、韓国の財閥は、その変化に対応し、形を変えながら存続しているのである。とりわけ1997年のアジア通貨危機以降の韓国財閥を取り巻く環境の変化は顕著である。

近年、韓国の財閥の持株会社体制への移行が目立っている。韓国で持株会社に関する規定がはじめて設けられたのは、1986年のことだが、それ以来、持株会社制度は何度も変更されてきている。2020年12月に、文在寅政権は持株会社制度の変更を含めた財閥への規制強化をおこなっているが、これは、財閥政策の歴史的経緯が大きく関係している。

本稿では、韓国の持株会社制度の変遷を確認することで、韓国政府の対財閥政策がどのような事情で移り変わってきたのか、また、そうした変化に対して韓国財閥がどのような生き残り策を迫られているのかを明らかにしたい。

I 韓国における持株会社制度の変遷

韓国では、持株会社は、独占規制及び公正取引に関する法律（略称「公正取引法」）に規定されているが、持株会社に関する規定がはじめて設けられたのは、1986年12月のことである。このときには、持株会社の設立および転換を禁止する条項が設けられた。1999年2月に持株会社が解禁されるまで、持株会社制度に大きな変更はなされず

にきた。持株会社の解禁ののち、持株会社制度は細かく修正されることとなるが、本稿では、持株会社制度に関する規定がはじめて設けられた1986年から、持株会社解禁後の制度変更が落ち着く2007年までの間の持株会社制度の変遷を確認したい。図表1は、公正取引法の改正をまとめたものだが、網掛になっているところが、持株会社制度に関するものである。

持株会社の設立および転換の禁止規定が設けられた1986年の公正取引法第1次改正は、新制度の設立を含む強化改正であったが、財閥への規制の強化を明確にした改正でもあった。1980年に韓国ではじめて競争政策が制定されたが、財閥の経済力集中は一向に改善がみられなかった。1980年に制定された公正取引法には、財閥という企業形態に有効に働く規制が盛り込まれていないことが指摘された。また、民意の高まりも大きく関係した。当時、韓国は独裁政権下にあったが、翌年の1987年6月に民主化宣言が発表され民主化に移行するように、すでに民意は強引に抑え込むことはできないまでに高まっていた。財閥は政府と結びつくことで肥大化してきたため、国民の政治に対する不満は、財閥への反感と直結した。1986年の公正取引法の強化改正は、世論の後押しも大きかったのである。

1986年の公正取引法強化改正では、まず、大規模企業集団指定制度が導入された。このことで、競争政策の規制対象を個別企業単位ではなく、企業集団単位にするよう変更された。財閥にとっては重要な戦略的企業として利用されているのにもかかわらず、小規模であるために競争政策の規制を免れている実態が問題視されたためである。大規模企業集団指定制度の導入によって、公正取引法は明確な対財閥規制になった。

1986年の改正では、さらに、財閥への経済力集中を解消できない主因のひとつであ

図表1 公正取引法の改正と持株会社制度の変遷

	改正日	主要内容
制定	1980年12月	<ul style="list-style-type: none"> ・市場支配的地位の濫用禁止 ・企業結合の制限 ・不当な共同行為（カルテル）の禁止 ・不公正取引行為の禁止 ・公正取引委員会の設置
第1次改正	1986年12月	<ul style="list-style-type: none"> ・持株会社設立の禁止 ・系列企業間の相互持合の禁止と出資総額の制限 ・系列金融・保険会社の議決権制限 ・大規模企業集団指定制度の導入
第2次改正	1990年1月	<ul style="list-style-type: none"> ・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 ・系列金融・保険会社の相互持合禁止を追加 ・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）

1 持株会社禁止および持株会社解禁については、拙稿（2005）も参照されたい。

第3次改正	1992年12月	<ul style="list-style-type: none"> ・系列企業間の債務保証の制限規定を新規追加 ・大規模企業集団指定を30集団指定に変更（93年施行令改正により実施）
第4次改正	1994年12月	<ul style="list-style-type: none"> ・出資総額の制限の強化（40%→25%に引き下げ） ・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 ・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）
第5次改正	1996年12月	<ul style="list-style-type: none"> ・債務保証制限の強化（自己資本金額の200%→100%へ縮小） ・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） ・金融・保険会社に対する適用除外の削除 ・公正取引委員会の運用の効率化
第6次改正	1998年2月	<ul style="list-style-type: none"> ・出資総額制限の廃止 ・新規債務保証の禁止及び既存債務保証の解消 ・公認会計士の会計検査を受ける義務
第7次改正	1999年2月	<ul style="list-style-type: none"> ・持株会社設立を制限的に許容 ・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）
第8次改正	1999年12月	<ul style="list-style-type: none"> ・出資総額制限制度の復活（自己の純粋資産額の25%） ・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 ・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）
第9次改正	2001年1月	<ul style="list-style-type: none"> ・持株会社制度を構造調整の手段として活用されうための円滑化 ・金融取引情報要求権の時限延長（2004年2月4日まで）
第10次改正	2002年1月	<ul style="list-style-type: none"> ・持株会社行為制限義務猶予期間の付与の範囲拡大 ・企業集団指定制度を行為形態別に変更 ・出資総額制限制度の一部の要件緩和 ・金融保険会社の議決権制限の緩和
第11次改正	2004年12月	<ul style="list-style-type: none"> ・出資総額制限制度の合理的改善 ・系列金融社の議決権行使限度の縮小 ・持株会社制度補完 （要件充足の猶予期間を新設・拡大、子会社間の出資禁止）
第12次改正	2007年4月	<ul style="list-style-type: none"> ・出資総額制限対象の企業集団を6兆ウォンから10兆ウォン以上に上方修正 ・出資総額制限を25%→40%に強化 ・持株会社要件の緩和 （最小持分を緩和：上場会社30%→20% 非上場会社50%→40%、負債比率を100%→200%に上方修正）
第13次改正	2007年8月	<ul style="list-style-type: none"> ・持株会社設立・転換の促進のための改善 （子会社が孫会社を保有するのに必要な事業関連性を廃止、100%保有に限り孫会社のひ孫会社保有を許容など） ・金融取引情報要求権の発動範囲拡大 ・大規模内部取引理事会議決義務の緩和 ・市場支配的乱用行為の除外対象を売上高10億ウォン未満から40億ウォン未満に上方修正 ・企業結合の申告・審査制度の合理的改編 ・不当共同行為禁止制度の改善

（出所）関連資料より作成。

るとして、系列会社間の相互持合が禁止された。系列会社間の相互持合を展開することで、架空資本を増殖させ、少ない資本で家族の支配力を高めていることも問題視された。ただし、この時に設けられた相互持合の禁止は、2社間で株式を互いに持ち合う直接相互持合だけが禁止され、その他の株式の相互持合²については、未だ規制できる段階にないとして禁止は見送られた。直接相互持合以外の方法で財閥が系列拡張をおこなう可能性が残されたため、これを補うものとして新設されたのが、出資総額制限制度である。直接相互持合以外の方法で相互持合を展開することを許容する代わりに、自己の保有する株式の合計額が純資産³の40%を超えることを制限し、財閥の過度な系列拡張を防ぐことが図られた⁴。また、系列会社の金融・保険会社の議決権を制限し、産業資本と金融資本の分離が図られた。

持株会社の設立および転換の禁止は、以上のような新制度の導入目的と同じく、韓国の財閥の過度な系列拡張防止のために設けられた。また、日本の旧財閥と照らし合わせ、日本の独占禁止法を参考にして引き写されたという背景もある。しかし、1987年4月、公正取引委員会が調査したところ、持株会社を設立していた事例は8件しか見当たらず⁵、とりわけ主要な財閥は、持株会社の設立を系列支配の手段としていなかったことがわかった。のちに、持株会社を通じた系列支配が財閥の系列拡張の主要な手段になり得ることはあったが、1986年に持株会社の設立および転換が禁止されていた時点では、多くの財閥が持株会社制度を必要に駆られていたわけではないことは注目される点である。

持株会社制度は長らく変更されずにきたが、1999年2月に持株会社の設立および転換が解禁された。韓国における持株会社の解禁は、1997年のアジア通貨危機後のIMF構造調整が深く関わっている。公共部門、金融部門、企業部門、労働部門と広い範囲で実施された改革のうち、企業部門の改革の焦点は財閥改革であった。厳しい諸規制が財閥に課されるようになり、韓国政府は財閥の解体を企図しているのではないかとの見方もあったが、財閥の家族所有を根絶することを絶対視していたわけではない。この時期に、特に強調されていたのは、健全なコーポレート・ガバナンスの確立であった。韓国財閥のかねてから問題になっていた所有権と支配権の乖離によって起こる少数株主権の侵害、不透明な経営、経営陣の責任体制の欠如などは、財閥独特の所有構造に由来するところが大きかったため、系列会社間の株式持合の改善に重点が置かれることとなった。

2 たとえば、A社がB社の株式を所有し、B社がC社の株式を所有するといった多段階出資など。

3 ここで言う純資産とは、会計上の純資産（資産－負債）ではなく、系列会社から出資を受けた金額（所有株式数×額面価格）を会計上の純資産から差し引いたものを意味する。

4 出資総額制限制度は、のちに何度も制度変更がなされ、公正取引法上の財閥規制の主軸となる。

5 本城昇（1996）、103ページ。

1999年2月の持株会社の解禁は、財閥の所有構造の改善を企図している⁶。注視すべき点は、持株会社の解禁に様々な制限要件をつけていることである。まず、持株会社を設立および転換するためには、持株会社の株式価額に対して子会社の株式価額の合計額が50%以上になる必要があるという要件が設けられた⁷。そして、次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%以内に抑える。②子会社の株式を発行総数の50%以上保有する（ただし子会社が1999年4月1日現在上場企業である場合に限っては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できない。④金融・保険会社と非金融・保険会社を同時に所有できない。

これらの要件をすべて満たすと、財閥のグループ分離が起こる可能性が高まる。たとえば、「④金融・保険会社と非金融・保険会社を同時に所有できない」という要件に従えば、2つ以上の持株会社を設立および転換するか、金融・保険会社、非金融・保険会社のどちらかを持株会社体制外に置かしなければならない。また、「②子会社の株式を発行総数の50%以上保有する」という要件は、特に大きな財閥であればあるほど、なるべく多くの系列会社を持株会社傘下に置くためには、莫大な資金を要するため、財閥によっては、すべての系列会社を持株会社傘下に編入することは諦めざるを得ないかもしれない。財閥の系列会社間の過度な連携を断ち切り、グループ分離をおこなう必要性を訴えていた姜哲圭氏が2003年3月から2006年3月に公正取引委員会委員長に就任したことは、持株会社制度の運用方針を象徴していると言えるだろう。

持株会社解禁時に設けられた諸制限に従うことで、系列会社間の株式持合は垂直的になり、所有が単純化されることになる。多くの財閥が、系列会社間の株式持合を複雑に張り巡らしており、そのことが、既述したように、少数株主権の侵害、不透明な経営、経営陣の責任体制の欠如などのコーポレート・ガバナンスの不備を招いていた。財閥を持株会社体制への移行への誘導は、財閥の所有を単純化させることも企図されていた⁹。

アジア通貨危機以後の企業部門の改革で、会長秘書室のような財閥のグループ全体を統括する指令機構が否定されるようになったうえ、財閥が従来のような株式の相互持合

6 持株会社の解禁は、財閥の所有構造の改善の目的が大きいのは確かだが、それだけではない。持株会社が戦略的な組織再編として用いられるのは世界的に当たり前になっているのにもかかわらず、韓国だけ頑なにこれを禁止しているのは、グローバル競争の上でも不利であるという見解を公正取引委員会は示している。1997年に日本が持株会社を解禁したことも影響をしている。

7 ちなみに、「持株会社の株式価額に対して子会社の株式価額の合計額が50%以上になる」という要件が満たされれば、仮に望んでいなくても強制的に持株会社指定を受けることになる。そのことについては、拙稿、前掲論文（2005）を参照されたい。

8 姜哲圭（1999）参照。

9 1999年2月の持株会社解禁で設けられた制限要件は、財閥の構造変化を促すことだけが目的ではない。たとえば、「②子会社の株式を発行総数の50%以上保有する」という要件は、持株会社は傘下の会社を支配する目的で設立されるものなので、持株会社になるべく多くの子会社の株式を保有させることで、持株会社の本来の機能を十分に備えさせるという意図もある。

による系列支配が苦しくなっていたため、新しい統治機構としての持株会社を望む財閥が多くなっていた。しかし、持株会社設立のための制限要件は、財閥の望まないグループ分離を伴う可能性があったし、家族支配の弱体化を引き起こす場合もあり得たので、持株会社体制へ移行したくてもできないでいる財閥が多く、韓国政府の企図した持株会社化への促進はうまくいかなかった。

このような状況の中、持株会社が現実にも財閥にも活用されていくために、持株会社の制限要件が次第に緩和されていった。2001年1月に、以下の緩和措置がとられた。①持株会社の子会社持分要件で、「1999年4月1日現在上場企業である場合に限り」とされていた規定を廃止し、上場の時期を問わずに、上場企業は30%以上とした。②持株会社の行為制限義務猶予期間を拡大した(物的分割、人的分割、分割合弁などを通じ分社化する場合、負債比率は1年間の猶予、子会社の持分要件は2年間の猶予)。③「ベンチャー企業育成に関する特別措置法」とも連動し、ベンチャー持株会社の子会社持分要件は20%以上とした。公正取引委員会は、これらの規制緩和の目的を「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」と説明した。

2002年1月には、持株会社の猶予期間を新設した。①子会社の株式価額上昇によって持株会社に転換される場合、負債比率100%要件に1年間の猶予を、子会社50%以上の保有義務の要件に2年間の猶予を設けた。②子会社以外の会社を支配目的で所有することを禁止する要件に対しては、2年間の猶予を設けた。③ベンチャー持株会社が子会社の価格の減少によって一般持株会社になった場合、子会社50%以上要件に対しては、1年間の猶予を設けた。

2004年12月には、持株会社の猶予期間の新設・拡大がなされた。金融・非金融同時所有の禁止要件に対しては、2年の猶予期間が設けられた(新設)。負債比率100%以内に抑えるという要件は、1年とされていた猶予期間が2年に拡大された。また、非上場の合作の子会社に対する子会社要件を50%から30%に緩和された。一方で、子会社間の持合を禁止する規定が設けられ、規制強化されたものもある。

2007年4月には、とりわけ大きな財閥が持株会社体制に移行する可能性を高める重要な規制緩和がなされている。まず、①最小持分率の要件が変更され、上場会社は、30%以上から20%以上へ、非上場会社は50%以上から40%以上へと引き下げられた。②負債比率の要件が、100%以下から200%以下へと緩和された。③株価の変動など不可避な状況が生じた場合、持株会社の諸要件を猶予期間が2年間、追加された。

2007年8月には、①子会社が孫会社を保有する場合必要だった事業関連性が廃止され、②100%保有に限り、孫会社のひ孫会社保有を許容されるというように、財閥が持株会社体制下で系列支配を展開していく自由度が高まった。¹⁰

10 のちに、公正取引法施行令の改正で、持株会社の最低資産総額が変更され、持株会社が円滑に活用さ

以上述べたように、持株会社設立および転換のための諸制限が緩和されることで、韓国の財閥には、家族所有を手放すことなく持株会社体制へ移行できる余地が広がった。これらの緩和措置は、持株会社への移行によって所有構造が改善されるのであれば、家族所有をはじめとする財閥体制の維持を、韓国政府は必ずしも否定しないというスタンスを鮮明にしたことでもある。

II 韓国の持株会社設立および転換状況

持株会社設立および転換状況を確認してみよう。2001年に17件であった持株会社は、2021年には164件までに増えた。大企業集団の持株会社は、2001年にはわずか3件であったが、2021年には46件となり、持株会社が大企業集団でも活用されるようになったことがわかる（図表2）。

公正取引委員会では、持株会社および所属の子会社・孫会社・ひ孫会社の資産総額の合計額が企業集団全体の会社の資産総額合計額の100分の50以上の大企業集団を転換集団と呼んでいる。転換集団の数も顕著に増えており、企業集団全体を持株会社体制に

図表2 持株会社数の推移

（単位：個）

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
一般持株会社	15	13	15	19	22	27	36	55	70	84
大企業集団	3	3	4	6	10	12	15	13	16	22
金融持株会社	2	4	4	5	3	4	4	5	9	12
大企業集団	0	1	1	2	0	0	0	0	2	3
合計	17	17	19	24	25	31	40	60	79	96
大企業集団合計	3	4	5	8	10	12	15	13	18	25

2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
92	103	114	117	130	152	183	164	163	157	154
26	28	30	30	29	19	39	34	37	41	44
13	12	13	15	10	10	10	9	10	10	10
2	2	2	1	1	1	2	3	2	2	2
105	115	127	132	140	162	193	173	173	167	164
28	30	32	31	30	20	41	37	39	43	46

（注）大企業集団は、2016年9月は10兆ウォン以上の企業集団が対象。それ以外は5兆ウォン以上の企業集団。

（出所）공정거래위원회 「지주회사 현황 분석 발표」〔公正取引委員会「持株会社現況分析発表」〕各年版から作成。

、れるよう、中小の持株会社を規制の対象から外されることとなる。持株会社の最低資産総額の変更は次の通りである。2001年1月に100億ウォンから300億ウォンに、2002年1月に1000億ウォンに、2016年9月に5000億ウォンに変更された。

図表3 転換集団の変動推移

(単位: 個)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
一般持株会社	9	12	13	14	14	14
金融持株会社	1	1	1	2	1	1
合計	10	13	14	16	15	15

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	14	7	20	19	21	22	24
	1	1	2	3	2	2	2
	15	8	22	22	23	24	26

(出所) 공정거래위원회 「지주회사 현황 분석발표」 [公正取引委員会「持株会社現況分析発表」] 各年版から作成。

図表4 2021年公示企業集団と転換集団の一覧

(単位: 個, 十億ウォン)

順位	企業集団名	同一人	系列社数	資産総額 (公定資産)	順位	企業集団名	同一人	系列社数	資産総額 (公定資産)
1	三星	イ ジェヨン	59	457,305	38	SM	ウ オヒョン	58	10,450
2	現代自動車	チョン ウィソン	53	246,084	39	DB	キム ジュンギ	21	10,366
3	SK	チェ テウォン	148	239,530	40	コーロン	イ ウンヨル	36	10,299
4	LG	ク クァンモ	70	151,322	41	韓国タイヤ	チョ ヌンレ	21	9,849
5	ロッテ	シン ドン빈	86	117,781	42	大宇建設	(株) 大宇建設	15	9,847
6	POSCO	(株) POSCO	33	82,036	43	OCI	이 우ヒョン	18	9,815
7	한프아	키ム 슌연	83	72,898	44	테연	윤 세연	63	9,800
8	GS	호 찬스	80	67,677	45	E 랜드	박 쏬스	33	9,509
9	現代重工業	チョン モンジユン	33	63,803	46	セア	이 슌히ョン	29	9,470
10	農協	農業協同組合中央会	58	63,552	47	中興建設	チョン チャンソン	37	9,207
11	新世界	이 미ョン비	45	46,409	48	AGMM	AGMM (株)	4	8,789
12	KT	(株) KT	48	37,701	49	테그안	이 호진	19	8,767
13	CJ	이 지혜연	79	34,676	50	톤우온	키ム 체철포	26	8,458
14	韓進	초 우온테	31	33,600	51	한라	초 몬우온	15	8,104
15	斗山	박 초우온	22	29,659	52	아모레퍼시픽	소 키온베	14	8,009
16	LS	크 차하온	58	25,243	53	IMM 인베스트먼트	차 쏬베	94	7,895
17	브연	이 지웅겐	23	23,321	54	삼추어리	이 만드크	42	7,841
18	카카오	키ム 보무스	118	19,952	55	錦湖石油化学	박 쿡창	15	6,665
19	DL (旧 大林)	이 지운연	36	19,627	56	두우키움	키ム 이클레	45	6,593
20	未来アセット	박 히ョン지	38	19,333	57	韓国 GM	韓国 GM (株)	3	6,299
21	現代百貨店	초 언치	25	18,313	58	長錦商船	초 언테스	19	6,263
22	錦湖아시아나	박 쿡삼	27	17,442	59	東国製鋼	찬 세지	11	5,956
23	S 오일	S 오일 (株)	2	15,795	60	쿠바	쿠바 (株)	8	5,775
24	셀트리온	소 초언지	8	14,855	61	애경	찬 언신	37	5,589
25	韓国投資金融	키ム 남	30	14,649	62	半島ホールディングス	크 온 혼사	28	5,585
26	教保生命保險	신 찬지	12	14,413	63	유진	유 키온	52	5,528
27	네이버	이 헤진	45	13,584	64	하이트진로	박 쿡문드	18	5,448
28	HTC	초 몬기	29	13,549	65	삼양	키ム 윤	11	5,412
29	映星	초 비지	50	13,281	66	테바	크 키운	43	5,326
30	yonpung	찬 비지	27	13,170	67	現代海上火災保險	초 몬연	21	5,322
31	하림	키ム 흥	55	13,044	68	韓国航空宇宙産業	韓国航空宇宙産業 (株)	5	5,292
32	KT&G	(株) KT&G	10	12,777	69	MDM	문 지비	22	5,256
33	KCC	초 몬지	18	12,277	70	IS 持株	크 온 비옥	46	5,190
34	넥스	키ム 초지	18	11,998	71	中央	혼 슌키	56	5,014
35	大宇朝鮮海洋	大宇朝鮮海洋 (株)	5	11,375		合計		2,612	2,336,420
36	네투	반 지비	23	10,703					
37	호반	키ム 산	42	10,698					

(出所) 공정거래위원회 (2021) 「2021년 공시대상기업집단 지정 현황」 [公正取引委員会 (2021) 「2021年公示対象企業集団指定現況」] から作成。

編入しようとする傾向が強まっていることがわかる（図表3）。

図表4は、2021年の公示企業集団ランキングであるが、網掛になっているのが、転換集団である。2021年は、SK, LG, ロッテ, GS, 現代重工業, 農協, CJ, 韓進, LS, プヨン, セルトリオン, 韓国投資金融, HTC, 暁星, ハリム, コーロン, 韓国タイヤ, セア, トンウォン, ハンラ, アモーレパシフィック, 愛敬, 半島ホールディングス, ハイット眞露, サムヤン, IS 持株の26の転換集団が確認されたが、図表4から、上位財閥、中堅財閥で持株会社体制への移行が進んでいることがわかる。一方、三星グループ、現代自動車グループという2大財閥が持株会社体制へ移行していないことも注目される点である。三星グループは、2016年11月に持株会社体制への移行を表明したが、2017年4月に取りやめる発表をしている。現代自動車グループは、2018年3月に持株会社体制の移行を目指すことを発表した¹¹が、アメリカの投資ファンドであるエリオット・マネジメントの反対を受け、計画は頓挫している。

Ⅲ 2018年の公正取引委員会の「持株会社報告」が意味すること

公正取引委員会は、持株会社の現況を、少なくとも年1回以上まとめて公表している。公正取引委員会から2018年11月に発表された「2018年公正取引法上の持株会社現況分析結果発表」（以下「持株会社報告」とする¹³）では、持株会社に対して、これまではなかった踏み込んだ見解が出されている。本節では、2018年の公正取引委員会の「持株会社報告」の内容を紹介し、次節の議論につなげたい。

2018年の「持株会社報告」で、転換集団所属の持株会社の設立および転換の方式が公表された。分析対象となったのは合計19社であったが、人的分割によるものが3社、物的分割および物的分割・合併によるものが3社、現物出資によるものが1社、そして

図表5 転換集団所属持株会社の設立・転換方式

人的分割	人的分割・現物出資	物的分割／物的分割・合併	現物出資
GS, セアホールディングス, セルトリオンホールディングス (3社)	SK, LG, 韓進 KAL, CJ, コーロン, 韓国タイヤワールドワイド, ハンラホールディングス, アモーレパシフィックグループ, 韓進重工業ホールディングス, ハイット眞露ホールディングス, ハンソルホールディングス, 現代重工業持株 (12社)	LS, 第一ホールディングス, プヨン (3社)	東遠エンタープライズ (1社)

(出所) 공정거래위원회 (2018) 「2018년 공정거래법상 지주회사 현황 분석 결과 발표」〔公正取引委員会 (2018) 「2018年公正取引法上の持株会社現況分析結果発表」〕13ページ。

- 11 公示企業集団とは、公正取引委員会が指定する情報の公開義務を負う企業集団である。このうち、10兆ウォン以上の企業集団は、さらに相互出資制限企業集団と呼ばれ、系列会社の相互出資や新規循環出資、相互債務保証などが制限される。
- 12 『日本経済新聞』2018年4月24日。
- 13 特記しない限り、本節は、 공정거래위원회 (2018) に依拠して述べる。

図表6 転換集団所属の持株会社の総帥および総帥一家の平均持分率

(単位: %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
総帥	23.1	21.9	28.6	28.8	30.3	31.1	34.2	35.2	35.9	28.2	27.4
総帥一家	45.2	40.2	42.6	42.9	44.1	53.4	49.6	48.6	50.3	44.8	49.7

(出所) 공정거래위원회 「지주회사 현황 분석 발표」 [公正取引委員会 「持株会社現況分析発表」] 各年版から作成。

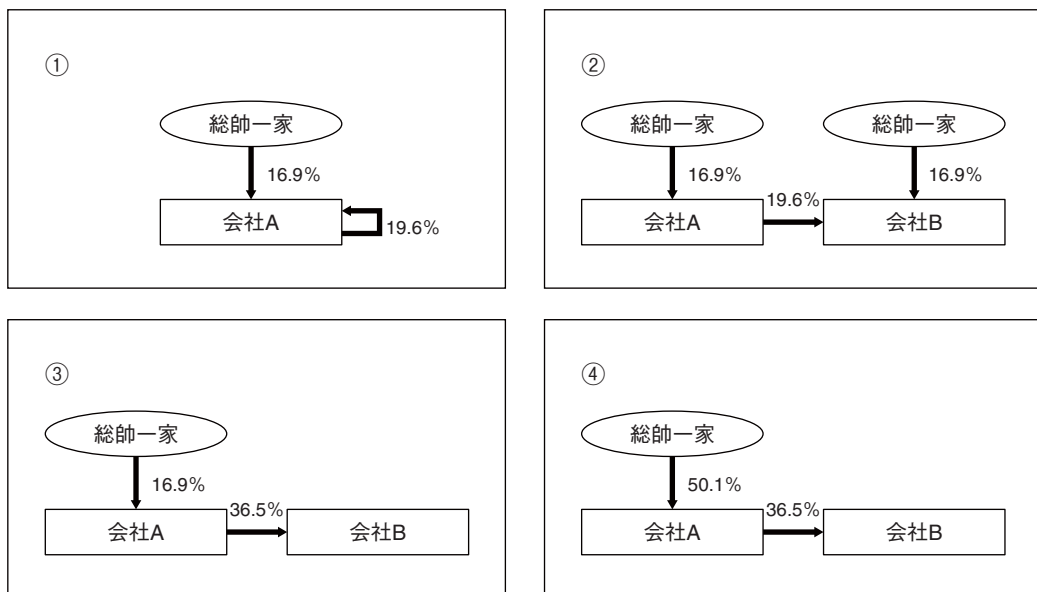
人的分割と現物出資を組み合わせたやり方での設立および転換が最も多く、12社であったという(図表5)。

図表6から確認されるように、転換集団所属の持株会社は、常に総帥一家が過半数前後の持分を保持し、持株会社を通じて、編入された傘下の子会社等を家族が支配している。

公正取引委員会は、転換集団の持株会社に対して家族が高い持分比率を持つことが出来る理由のひとつとして、持株会社の設立および転換の過程で、家族の持分率増加の工作がおこなわれていることがあると指摘した。転換集団の持株会社の設立および転換方式で最も多かった人的分割と現物出資の組み合わせは、図表7のようなやり方で家族の持分率を増やす典型的な事例であったという。

たとえば、総帥一家が16.9%の出資をしている会社Aを持株会社に転換するとする。まず、①会社Aが持株会社に転換する直前に、自社株を取得する。②会社Aを人

図表7 持株会社の転換事例



(出所) 공정거래위원회 (2018) 「2018년 공정거래법상 지주회사 현황 분석 결과 발표」 [公正取引委員会 (2018) 「2018年公正取引法上の持株会社現況分析結果発表」] 14 ページ。

図表 8 総帥のいる転換集団と一般集団の所有支配乖離度および議決権乗数

	所有持分率 (A)	議決持分率 (B)	所有支配乖離度 (B-A)	議決権乗数 (B/A)
転換集団 (21)	15.30%	57.95%	42.65%	3.79 倍
一般集団 (31)	20.32%	53.40%	33.08%	2.63 倍

(出所) 공정거래위원회 (2018) 「2018년 공정거래법상 지주회사 현황 분석 결과 발표」〔公正取引委員会 (2018) 「2018年公正取引法上の持株会社現況分析結果発表」〕16 ページ。

的分割して会社 B をつくり、会社 A は持株会社となるが、自社株が子会社（会社 B）の株式に転換される。③その後、総帥一家の子会社（会社 B）の株式を持株会社（会社 A）に現物出資する。このことで、持株会社（会社 A）の子会社（会社 B）の持分は強化される。④総帥一家は、現物出資の対価として持株会社の新株を取得し、持株会社の持分率を高めることとなる。このようなやり方で持株会社を転換することで、家族は持株会社の持分率を高めることが出来るし、持株会社は子会社（会社 B）の支配力を強化することが出来る。

公正取引委員会は、総帥のいる転換集団は、総帥のいない一般集団と比べ、所有と支配の乖離度が高いことも指摘した（図表 8）。

持株会社が家族の支配力強化に利用されているという指摘がなされたことはこれまでもあったが、財閥の持株会社体制への移行は、所有構造を改善し経営を透明化するものとして、概ね前向きな評価が与えられてきた。2018 年の公正取引委員会の「持株会社報告」は、持株会社を通じた財閥家族の支配力強化が、一部の事例ではなく、全体的な傾向であると判断された点で、画期的な報告となった。持株会社制度を抜本的に見直す必要があるという主張の根拠ともなったのである。

IV 文在寅政権はなぜ財閥規制を強化したのか

2020 年 12 月 9 日、商法改正と公正取引法の改正案、金融グループ監督法制の制定案が国会を通過した。これらは、「企業規制 3 法」と呼ばれ、財閥に対する厳しい措置が盛り込まれていることが注目される。

商法の改正内容は、監査委員を分離選任する際に、筆頭株主と特殊関係人の議決権をそれぞれ 3% に制限するものである¹⁴。議決権制限がおこなわれることで、外国人投資家が結束して監査委員を掌握し、経営権攻撃に悪用されるのではないかと懸念がある¹⁵。

公正取引法改正で、新規持株会社に転換する場合、あるいは既存の持株会社に新規に

14 原案では、筆頭株主と特殊関係人を「合計して 3%」とされていたが、「それぞれ 3%」に緩和された。『中央日報』2020 年 12 月 10 日。

15 『中央日報』2020 年 12 月 11 日。

子会社・孫会社を編入する場合、上場企業は30%以上、非上場企業は50%以上の株式保有が義務づけられることとなった。従来の上場企業20%以上、非上場企業40%以上から引き上げられた形である。財閥にとっては、既存の持株会社の保有形態を組み合わせることが極めてむずかしくなってしまった。

「企業規制3法」による財閥規制が企業の経営活動を弱体化させるのではないかとの批判がある。財閥規制を優先させるのか、韓国経済の成長を考慮するのかは、財閥政策では、常に迫られてきた選択である。韓国経済が結局、財閥によって牽引されていることに変わりがなく、代案を出せないのであれば、韓国経済の衰退につながる施策は実行できないとして、財閥規制が躊躇されたり、見送られたりしてきた過去は幾度となくある。そのような事情がありつつも、文在寅政権は、なぜ財閥規制の強化を執行したのであろうか。

文在寅氏は、大統領就任当初から、財閥規制を公約の柱としていたが、前の大統領であった朴槿恵氏の失脚の影響は大きい。崔順実ゲート事件を発端に、財閥と朴槿恵氏が過度な結びつきを持っていたのではないかという疑惑が噴出し、国民の強烈な政治不信は、財閥に対する反感と直結した。ただし、朴槿恵氏は2013年12月に新規循環出資規制を導入するなど、財閥規制をおこなってはいる。新規循環出資規制は、2009年3月に出資総額制限制度を廃止することによって懸念された財閥の過度な系列拡張の防止を補完するため、公示企業集団制度の導入とともに検討されていた制度であるが、新規循環出資規制の導入は見送られ、李明博政権は、親財閥政策に傾いていくこととなった。朴槿恵氏が取り組んだ新規循環出資規制は、李明博政権が積み残した課題の解決であり、前政権との違いを見せつける絶好の機会でもあったはずだ。表面上では、財閥に強い態度で臨んでいるように見えていたが、その実、財閥と私的に結託していたのではないかという失望感は、期待を裏切られた分、大きく募ることとなった。このことで、国民による政治を見る目、財閥を評価する声はより厳しいものになっていた。

I節で確認したように、持株会社設立の制限要件が緩和されることによって、持株会社制度は、財閥の新しい存続方法のひとつとして浮上し、活用されるようになった。財閥政策は、緩和、規制強化を繰り返してきたが、制度の変遷とは別に、財閥自体が従来の所有構造での存続がむずかしくなっているという事情がある。新規循環出資規制を導入したあと、朴槿恵政権は孫会社に対する最小持分要件の緩和を検討した。持株会社内の会社の持分要件を緩和しすぎると、循環出資構造を軸とした従来の財閥の支配構造と変わらなくなるとの反対を受けて実現しなかつたが、持株会社制度は、対財閥政策がどのように変更されようと、財閥の家族支配維持のための選択肢として残ってきた。持株会社体制への移行は、経営の透明性を高めるものとして世論とも極めて適格的でも

16 『ハンギョレ新聞』2014年12月31日。

あった。文在寅政権が、家族の支配力強化という財閥の持株会社の悪用を指摘し、持株会社規制にまで乗り出したのは、持株会社制度の運用が新たな局面に入ったことを表している。

文在寅政権の財閥規制への強化を後押ししたのは、より厳しくなった世論の存在は大きいだろう。財閥政策や財閥経営が、世論に左右されることが、近年増えてきているように見受けられる。それは、世論が、財閥に対するモニタリング機能としての役割を高めていると評価することが出来るかもしれない。しかし、世論は決して万能な規律付け装置ではない。むしろ、世論を優先せざるを得ない状況が、財閥政策や企業経営を歪めてしまうことがあり得ることも念頭に置いておかなければならないだろう¹⁷。

おわりに

韓国において、持株会社制度が大きな役割を期待されるようになるのは、1997年のアジア通貨危機以後のことである。持株会社制度は、韓国政府にとっては、財閥の所有構造の改善のために意味を持つようになったし、韓国財閥にとっては、新たな家族支配の手段として意味を持つようになった。韓国政府と韓国財閥の異なる目的がすり合わされながら、持株会社制度は変更が加えられ、財閥による持株会社体制への移行も増えていった。

しかし、文在寅政権下では、持株会社の弊害が指摘され、規制が加えられるというこれまでにない持株会社制度の運営方針が示された。こうした動きが、次の政権に引き継がれるのか、また違った動きに変わるのかはわからないが、韓国の持株会社制度が根底から見直されるという新たな局面にきていることは言えるだろう。このことが、韓国財閥の存続にどうかかわっていくのか、今後の課題としてさらに掘り下げていきたい。

付記

本稿執筆にあたり、科研費基盤（C）「韓国財閥のファミリービジネスとしての持続可能性に関する研究」の研究会で、安倍誠先生、柳町功先生から助言を受けた。もちろん、本稿における記述の誤りや不備があるとすれば、それらはすべて筆者の責任によるものである。

参考文献

- 安倍誠（2011）『韓国財閥の成長と変容 - 四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（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。
高龍秀（2008）「韓国財閥と持株会社」下谷政弘編著『東アジアの持株会社』ミネルヴァ書房。
本城昇（1996）『韓国の独占禁止法と競争政策』アジア経済研究所。
向山英彦（2018）「文在寅政権下で韓国財閥改革は進むのか - 今後の方向と課題 -」『環太平洋ビジネ

17 これに関わるものとして、柳町（2021）の第5章で、極めて興味深い議論がなされており、参考にした。

ス情報』Vol.18 No.68。

- 柳町功 (2021) 『ロッテ創業者 重光武雄の経営 - 国境を越えたイノベーター』日本経済新聞出版。
- 강철규 (1999) 『재벌개혁의 경제학』 다산출판. [姜哲圭 (1999) 『財閥改革の経済学』タサン出版社。]
- 공정거래위원회 『공정거래백서』各年版. [公正取引委員会 『公正取引白書』各年版。]
- 공정거래위원회 (2018) 「2018년 공정거래법상 지주회사 현황 분석 결과 발표」. [公正取引委員会 (2018) 「2018年公正取引法上の持株会社現況分析結果発表」。]
- 김동운 (2011) 「공정거래법상 지주회사의 주요 추세와 특징 - 신설, 존속 지주회사, 계열회사, 지주 비율, 자산총액을 중심으로-」 『기업경영연구』 제 18 권 제 2 호. [キムドンウン (2011) 「公正取引法上持株会社の主要趨勢と特徴 - 新設・存続持株会社, 系列会社, 持株比率, 資産総額を中心に-」 『企業経営研究』 第 18 卷第 2 号。]
- 김동운 (2013) 「한국재벌과 지주회사-주요 추세 및 특징 2001-2011년」 『경영사학』 제 28 권 제 2 호. [キムドンウン (2013) 「韓国財閥と持株会社-主要趨勢及び特徴」 『経営史学』 第 28 卷第 2 号。]
- 박창욱 최종범 (2008) 「SK 그룹 지주회사 전환 사례」 『경영교육연구』 제 12 권 제 2 호. [박창욱 최종범 (2008) 「SK 그룹 지주회사 전환 사례」 『經營教育研究』 第 12 卷第 2 号。]
- 송원근 (2016) 「외환위기 이후 재벌정책 변화와 개혁 방향」 『기억과 전망』 34 호. [송원근 (2016) 「通貨危機以後の財閥政策の変化と方向」 『記憶と展望』 34 号。]