

## 楊萬植氏博士学位申請論文審査報告書

早稲田大学大学院法学研究科博士後期課程在学の楊萬植氏は、早稲田大学学位規則第4条第1項、第7条第1項及び第14条の規定に基づき、2002年2月25日に、その論文「韓国企業における会社支配とコーポレート・ガバナンス—日本との比較において—」を早稲田大学法学研究科に提出して、博士(法学・早稲田大学)の学位を申請した。後記の委員は、上記研究科の委嘱を受け、この論文を審査してきたが、2002年6月12日、審査を終了したので、ここにその結果を報告する。

## 1 本論文の構成と内容

本論文は、楊萬植氏(以下、筆者という。)が早稲田大学大学院留学中の研究成果を問うものであり、現在の韓国企業法制における問題の多くを引き起こしてきた、そして今なお引き起こしている財閥問題を、コーポレート・ガバナンス、すなわち統治構造(韓国的に表現すれば、支配構造)の改革の面から論じた意欲作である。本論文は、序章、第1章「韓国企業における株式相互保有の現状とその法規制」、第2章「日本における財閥および企業集団の形成・発展とその法的問題点」、第3章「日本の企業集団における株式持ち合い解消とコーポレート・ガバナンス」、第4章「韓国における財閥改革の現状と展望」、終章「結論」からなる。以下、その内容を概観する。

(1) 序章においては、本論文の問題意識・問題の所在と論文の構成、研究対象への接近方法の概略が示される。本章において、筆者は、1997年後半からの韓国における経済危機の原因が主として財閥による経済支配にあったとの認識を示し、その後の韓国において財閥改革が主要な政治課題となった経緯を紹介する。筆者によれば、韓国における財閥支配の問題性は、①内部統制の欠如、②外部投資家による牽制機能が十分に働かない「支配株主経営者資本主義」の存在、③「官治金融」下の資金調達における「政経癒着」などに認められるとし、財閥政策にはまずもって改革の「理念」が備わらなければならないことの重要性が強調される。また、本章では、筆者が比較法の対象として日本法を採り上げた理由が示されている。筆者は、それを、第二次世界大戦前における財閥による経済支配と戦後の企業グループによる経済支配とを経験した日本の法規制は、財閥支配からの脱却を進めようとしている韓国における法規制のあり方を模索するうえで貴重な示唆を与えてくれるからであるとする。さらに、現在「グローバル・スタンダード」の名の下でより適切な「コーポレート・ガバナンス」を求めて企業法制を大きく転換させている日本の現在の状況は、韓国のそれと類似していることが指摘され、韓国企業法制の将来的視点から日本の法的現状を分析する価値があり、そのことが日本法を比較対象に選んだ理由の一つであるとされている。

(2) 第1章では、韓国経済における財閥支配の実状が、統計資料等から明らかにされる。特に1960年代から飛躍的な成長を遂げた韓国の大企業の大半がオーナーあるいはオー

ナ一家族支配が今も続く財閥系企業であることが具体的なデータをもって示され、そのような大企業の成長過程において韓国の法制度や政策運用が大きく貢献したことが指摘される。筆者が本論文において特に注目するのは、株式相互保有による支配構造である。韓国においても法人株主が多いという事実、そしてLG、三星、大宇の3大財閥を例にして示される韓国の株式保有状況は、まさに日本における相互保有関係に類似した緊密な企業間の株式・持分相互保有である。筆者は、これを、日本の戦後の企業グループよりも戦前の財閥の状況に類似しているとみている。「主人」（韓国の場合、財閥総帥）がいる点に、日本の戦前の財閥における家族的支配をオーバーラップさせることができるというのである。法人株主による株式支配、とりわけ相互保有に伴う弊害や法的問題点はわが国でもつとに指摘されているところであるが、筆者はその弊害を、①資本市場に対する悪影響、②支配構造に対する悪影響、③大衆資本主義発展の阻害の三点にまとめる。そして、韓国の場合は、大衆株主層が脆弱で証券市場が沈滞していたことが財閥支配の形成に寄与したことが明らかにされる。一方、筆者は、韓国にある「相互保有擁護論」を取り上げ、これに批判を加える。そのような相互保有擁護論は、多くの弊害をもたらす相互保有を放置あるいは助長するものであり、それはむしろ韓国経済の健全な発展を阻害するものであって賛成できないというのが筆者の結論である。本章の後半は、そのような財閥支配に対する韓国法の対応の現状が紹介される。その紹介は、韓国の商法、証券取引法、そして独占禁止法にまで及ぶ。そして、財閥支配是正策として採られた近時の諸政策の内容を整理して、本章は結ばれている。

(3) 第2章では、筆者が第1章で韓国の現在の財閥支配と共通する点が多いと指摘した日本の戦前の財閥における相互保有等の状況を分析する。それと同時に、戦後日本の企業グループの形成と発展をも概観し、その法的な問題点を指摘する。いうまでもなく、韓国法への示唆を得るためである。

まず、筆者は、戦前の三井・三菱・住友の三大財閥の形成と発展の経緯をまとめる。筆者によれば、戦前の日本財閥の特徴として、①所有主株主（財閥本家）を中心とした取引関係、経営、人的交流関係等を通じた重層的な支配構造、②政府の保護策がある事業分野での活動、権力（政府）との密接な関係にあったことが挙げられるという。そして、そこに現在の韓国財閥との類似性があると指摘する。次いで、筆者は、戦前の財閥と戦後の企業集団とを、株式保有関係の面で比較する。両者の共通点として、①内部の金融・取引関係の緊密さがあること、②株式保有を通じた支配構造が見られること、③日本経済の最大の経済勢力を形成していることの三点を指摘し、他方、戦後の企業グループが戦前の財閥と違っている点として、①組織の最上部に持株会社をもたないこと、②社長会が存在すること、③銀行・商社を中心とした内部支援体制があることの三点にまとめる。そして、筆者は、戦前の財閥と戦後の企業グループとでは基本的な支配構造の面で明らかな違いがあるため両者は区別されるべきであることを主張し、戦前日本の財閥支配構造が韓国の財閥支配構造との間で「主人」がいるなどの点に類似性をもつことを確認している。

本章のむすびは、以上の検討結果と韓国の財閥支配構造との比較である。韓国の財閥も、戦前の日本の財閥と同様に、権力との密接な関係、政府支援事業分野での事業活動の展開、同族による閉鎖的な企業支配、財閥が韓国企業の与信をほぼ独占している事実を指摘し、いわゆるIMF体制になってもほとんど実態が変わっていないことを述べる。真の財閥改革の必要性を強調して、本章のむすびに代えている。

(4) 第3章では、筆者は、近時の日本における株式相互保有の解消問題を取り上げる。その理由は、韓国の財閥改革が効を奏したとき、同族支配株式の放出が生じると予想される場所、そのような放出株式の受け皿問題等の諸点を検討する必要がある際に、日本の状況が参考になると考えられるからである。すなわち、筆者は、日本企業の相互保有関係がなぜ解消に向かったのかの原因を探求し、持ち合い解消過程で生じる法的問題を調べることで、韓国の財閥改革の在り方に示唆が得られると述べるのである。

本章では、まず、日本における戦後の株式持ち合いの状況が概観される。戦後のGHQによる財閥解体から外資導入時における安定株主工作など、第二次世界大戦後の日本において持ち合いが形成されてきた背景や実際の状況が簡潔にまとめられた後に、筆者は、本論である持ち合い解消の背景と原因の探求に着手する。筆者は、持ち合い解消に至った原因を、バブル崩壊後に各企業が保有する他社株がいわゆる不良資産となったことから放出圧力が高まったことなどの財務的理由と、連結会計制度や時価会計制度の導入などにより不良資産化した株式の評価損などの会計上の理由とに求めており、それぞれに詳細な分析を行っている。また銀行を中心とした持ち合い解消に、BIS基準の適用等の外圧があったことも指摘する。

筆者は、このような日本における近時の株式持ち合い解消の事実と原因とを指摘した後、そのようにして放出された株式の受け皿の問題と持ち合いが解消された後の企業のガバナンス問題とに注目する。前者については、日本で最近議論されている、株式買取機構構想、個人株主を増やすための税制改革、年金基金への拋出策、等価交換での「金庫株」の活用を、それぞれ検証する。特に金庫株の利用については、緊急経済対策の一環として平成13年の議員立法による商法改正が契機となった最近の議論であることから、その点について特に詳しい検討を行っている。そして、筆者は、この点の結論として、金庫株解禁の前提となるべき弊害防止策になお問題が残るとの評価を与えている。なお、韓国では金庫株解禁にまでは至っていないようであるが、本章では、韓国証券取引法における例外的自己株式取得について紹介がなされている。一方、後者については、筆者は相互保有には相互監視があったと相互保有のプラスの面を述べると同時に、株式持ち合いの解消により、その相互監視機能の面で後退があったことを指摘する。そのようなガバナンス上の不備を補完する意味でも、コーポレート・ガバナンスに対する経営者自身の規律づけがますます重要になってきていることが明らかにされる。筆者自身は、この点で、機関投資家などを含む資本市場によるガバナンスに期待をしているようである。なお、現在、日本の商法では、持株放出に伴う「弊害」として、特別決議成立の危機が産業界を中心に喧伝され

ており、その意を受けた商法改正も実現した。筆者はそのような最近の議論に対しても言及している。一般に、特別決議が成立しにくくなっていること背景に外国人株主が放出株式の受け皿となっていることが指摘されているが、筆者は、安易な決議要件の緩和は問題であると述べ、近時の法改正の議論に懐疑的立場を採ることを明らかにしている。

以上の持株解消の原因とその後の問題点の検討を踏まえて、筆者は、日本では、将来いっそうの持ち合い解消が進むと予想されること、証券市場での受け皿がさらに問題となること、そして受け皿いかなでは株主構造に変化が生まれうること、そして株主構造の変化がガバナンスの在り方に変化をもたらす可能性があることを指摘する。ただ、現在のアメリカ型株主重視経営の動きは否定できない流れであるとしても、従来の日本型経営のメリットも十分に尊重に値する面があるとし、両者の調和こそが重要であるとして、本章を結んでいる。最終章で、韓国においても欧米と韓国との調和を主張する筆者の立場がここにも現れているといえるであろう。

(5) 第4章では、筆者の母国である韓国の財閥改革の現状と展望とが述べられる。そのなかで、韓国でこれまで採られてきた財閥改革に係る法改正(商法、証券取引法、株式会社の外部監査に関する法律など)が改めて紹介されるとともに、その問題点が具体的に指摘される。そのような財閥改革がなされるに至った契機として、筆者は、1997年の金融・為替危機を指摘する。その後のいわゆるIMF体制下の韓国において、経済危機を生み出した元凶となった企業あるいは経済の財閥支配に対して何らかの改革が必要であるとの主張が生まれたのは当然であったことが説かれる。しかし、筆者は、そのような改革機運のもとで実施されてきた韓国のこれまでの財閥改革、すなわち、政府と財閥等との合意による、①企業経営の透明性確保、②企業相互間の支払保証の解消、③財務構造の確実な改善、④核心事業部門の設定と中小企業との協力関係の強化、⑤支配株主および経営者の責任強化を内容とする「五大原則」や、これに⑥信用金庫などの支配構造の改善と、⑦循環出資や内部取引の禁止、⑧変則的な相続・贈与の禁止を加えた「五+三原則」、そしてこれらに基づく諸法の改正などは、必ずしも成功しておらず、むしろ財閥問題は拡大・深化していると断言する。その諸政策が効を奏していない原因を、筆者は、財閥改革の理念の欠如、財閥の支配構造に関する実態調査・分析の不備、財閥による金融支配の強化に求めている。そのような分析結果を踏まえ、韓国のコーポレート・ガバナンスに関する近時の動向が紹介され、批判的に検討される。その中で、韓国政府が採ってきた財閥改革のための諸施策が、財閥・企業集団を直接の対象としたものではなく、株主権の強化(株主提案権など)、取締役や大株主の責任強化、「結合財務諸表」制度の導入などを含む会社の透明性の確保、監査制度の改革など、コーポレート・ガバナンスの改革を通じた間接的なものであり、それを補完するものとして、実務からのいわゆるベスト・プラクティス策定などの動きがあったことなどが紹介される。そして、筆者によれば、資本市場に期待した諸改革は株式相互保有が残存することから実効性を発揮できず、また経営者の義務の加重や責任強化・責任追及可能性の容易化(株主代表訴訟制度の改正)などの施策も期待ほどに

は効果をあげていないとされる。筆者自身は、前述のように機関投資家等の外部株主の行動に期待しているようであるが、それと同時に、むしろ経営者自身の自己改革が必要であるとの指摘も行っており、オーナーから独立した取締役会機能の活性化に期待しているようにも思われる。

(6) 終章は、本論文の結論である。筆者は、まず、財閥支配の背景にある、「企業を所有する」という考え方に批判を加え、所有の分散の必要性を主張する。従来の韓国においては、企業の資金調達を実質的に官が全面的に支配し、財閥との癒着による不正の温床であったといわれるが、企業間の相互保証体制なども含めたいくつかの問題を生んできた金融上の原因は、株式市場を中心にした直接金融制度に移行させることで除去できるのではないかとされる。また筆者は、企業承継のあり方にもメスを入れる必要性を示唆し、同族経営の承継問題にまで視野を広げて検討する。次いで、企業統治構造の改善策として、取締役らの自主・自律が強調される。経営の透明性を確保するための社外取締役制度の導入には、筆者は、人材確保等の点でいささか懐疑的である。また政府から独立した金融という観点から金融機関の改革の必要性を説くと同時に、財閥の経済力がそがれていない現状では財閥の民間銀行支配の危険性があることをも指摘する。そして、何よりもまず解決しなければならないのは、大株主およびその家族による支配の集中の解消であることを改めて強調する。それが実現しない限り、コーポレート・ガバナンスのために機関構造等の改善を加えてみたところで、実効性を期待することができないからであるというのである。

## 二 本論文の評価

I 本論文において、筆者は、その母国である韓国の主要大企業がこれまで財閥支配に服してきたこと、そして今なお服していることのマイナス面を鋭くかつ多角的に検討し、財閥支配が韓国経済に引き起こした様々な弊害と対応策とを法的側面から批判的に、しかし、建設的に論じている。韓国企業が財閥支配下にあることの弊害は、数年前に韓国経済の破綻をもたらしたIMF体制を余儀なくした点などに顕著に表れていると考えられるが、筆者は、その経済危機前後の韓国における法的状況等を丹念にフォローし、特にその後の財閥改革の諸政策によっても従前からの財閥支配に伴う旧弊が完全には除去されえなかったことを、説得力をもって指摘している。このように、韓国の大半の大企業が旧態然とした財閥支配下にあることを詳細なデータをもって示している点は、われわれ日本人にとって、隣国韓国の企業制度の現状を理解し、企業法制を評価する際に大いに参考となるものである。そればかりか、われわれは、このような具体的なデータを前にして、この論文にあらわれた、韓国企業法制の諸問題が財閥支配という事実深く根ざすものであるという筆者の問題意識に共感を覚えるものであり、また通読してその問題の根深さを改めて知り、韓国における財閥改革の難しさを説得力をもって知らされることになるのである。このことをもってしても、本論文はきわめて重要な意義を有するものであると考えられる。韓国企業に対するコーポレート・ガバナンスを考えるうえで、まずもってこの財閥改革が不可欠

であることは、まさに筆者が強調されるとおりであると考えている。

そのような問題意識に根ざして、筆者の接近方法は、第一に、韓国の財閥支配の実情を可能な限り正確に把握しようとする。先に述べたように、株式・持分支配関係について韓国では公開された資料が少ないといわれるなかで、筆者は可能な限り統計データを収集し、そこから財閥支配の根幹の一つである相互保有の実態把握をしようとしている。その結果として、韓国財閥企業の株式・持分による支配構造の大略は、明らかになったように思われる。そして、第二に、筆者は、財閥支配、とりわけその支配力の維持手段として機能してきた株式・持分の相互保有の弊害に着目し、その問題点を明確に指摘し、それに対する諸施策の有効性を個別に検証しようとしている。これも、問題対象に対する着実なアプローチであると思われる。第三に、筆者は、日本法との比較という方法を採用している。本研究に関して、日本法あるいは日本の財閥や企業グループに着目したのは妥当であったと思われる。というのは、韓国の財閥支配構造が株式あるいは有限会社持分による複雑な相互保有関係を通じて形成された点や、また企業資金が財閥と権力の癒着を背景にした「官治金融」のもと借入金主体で調達された点など、日本の財閥や企業グループの形成・発展とオーバーラップすることが少なくないと考えられるからである。筆者が日本留学を志したのは、この点の日本の制度等の理解を深めることにあったと理解でき、納得することができるのである。そして、この間の研究の成果として、財閥や企業グループの生み出す弊害に対して外圧も含めて様々に対処してきた日本の法制度等を詳細に検証し一応の結論を得られたことは、依然として財閥支配を脱し切れていない韓国の現状に有効な対応策を提示したいとする筆者の意図からするならば、重要な第一歩といえることができる。この成果をもって、筆者がとってきた研究方法の正当性を改めて確認することができるのである。内容的に見ても、その日本の財閥や企業グループの株式保有状況を中心とした支配構造やこれらに対する日本における諸施策等に関する整理・分析は概ね妥当であり、その成果を本論文の中で韓国の財閥と対比し検討している点は、本稿が韓国の財閥支配の是正策を探るという目的で執筆された本論文における視点や問題意識の持続性を感じさせるものとなっている。

2 副題にもある、コーポレート・ガバナンスは、ある意味で、現在、世界的に流行している商法上の研究テーマである。しかし、筆者がそのガバナンス論の重要性を韓国における財閥改革のコンテクストにおいて見出している点は、独創的である。財閥の形成・発展過程においても、また問題点を多々露呈している財閥支配の現状においても、真のコーポレート・ガバナンスの欠如が財閥支配を容易にし、助長したという筆者の指摘は、経済危機の発生やその後の施策が財閥改革にあった諸事実が現に存するだけに、説得的である。逆に、財閥を改革するにあたってコーポレート・ガバナンスの充実・改善が課題となるのは、ある意味で必然ということになるのであろうが、韓国において採られてきた最近の法改正を含む諸改革を、財閥改革にとって必要なコーポレート・ガバナンスの充実という観点から批判を加えることはきわめて重要な検証作業であったといえよう。筆者は、その結

論として、依然として財閥支配の主要なツールである株式・持分の相互保有が残存していることなどを指摘し、その改革の不徹底ぶりを鋭くつく。この点の論述の展開に、本論文の一つの特徴を認めることができ、研究業績としての水準の高さをみることができよう。また、筆者の本論文における研究対象は、韓国会社法の最近の動向を丹念にフォローするとともに、ここ数年のわが国の商法改正における本論文に関連する部分に対しても、立法解説等がいまだ十分でないなか、及んでおり、比較法的観点から興味深い指摘もみられる。日本法に対する広い学識を示す例といえよう。加えて、筆者が本論文において、戦後わが国でなされた財閥解体や近時の持ち合い解消のように、大量の株式が資本市場に流入する際の問題点を、それを経験した日本・日本法を参考に検討し、多くの共通点と相違点とを整理し指摘していることは、そこに、将来、韓国において真に財閥を改革しようとする際の重要な理論的基礎を得ようという強い意図を感じ取ることができ、それもまたきわめて妥当なものと考えられる。

3 本研究は、本論文の第1章に相当する論文が執筆された当時、韓国でもほとんど文献がなかったと考えられる、財閥支配を相互保有規制の観点から検証するというアプローチを採ったものであって、独創的な着眼点をもつものであったといえる。膨大であると同時に、部分的には入手が難しい韓国内の資料を集めて着実に研究を重ね、韓国の企業における財閥支配の実態と法制度のあり方やその限界等を指摘するその成果は、われわれが隣国である韓国の法制度の現状を理解するうえで信頼して参照できる文献資料となっている。それは同時に、その着実な論証等によって、韓国法制をこれから主たる研究対象としていく筆者の力量を十分に感じさせるものとなっており、本論文を高く評価することができるゆえんでもある。

もっとも、本論文についても問題点を指摘することはできるであろう。たとえば、財閥改革に対する筆者自身の具体的な処方箋があまり明確に示されていない点である。筆者は、韓国の財閥支配とその対策の問題点の指摘を詳細に行っているが、解決策として示されるものについては理念的・理想論的な言及が少なからず見られ、やや具体性に欠けるきらいがあるように感じられる。たとえば、筆者は財閥支配の解消には所有権に基づく支配という考え方を見直すべきであると主張するが、どのように見直すかが不明である。株主を企業所有者と見るのはこれまでの通説的理解であり、たしかに近時はいわゆるステークホルダー論も有力であるが、その間の論争は、未解決な、まさにコーポレート・ガバナンス論における中心的課題の一つとなっている。筆者の主張は、そのような論争の内容を理解した上での論述であるとも考えられるが、筆者自身の掘り下げが不足しているように思われる。是非とも筆者なりの考え方を知りたいところである。この点が明確な論拠を欠いたままの主張に終わっているのは、コーポレート・ガバナンスを論じる論文としていささか物足りないところである。また、筆者は財閥支配の是正に有効なコーポレート・ガバナンス手段として、M&Aなどの可能性を含む、証券・資本市場あるいは機関投資家らによるガバナンス機能に期待をかけているようであるが、コーポレート・ガバナンスにおける

証券・資本市場の有効性あるいは機関投資家の機能等にはいまだ議論があるところであり、詳細な研究が求められる点である。この点の掘り下げも、必ずしも十分であるとはいえない。解決策に係る主張の根幹をなすべき部分の一つであることからすれば、いっそう深く言及されてよかったように思われる。さらに、韓国の法制度を含む諸制度やそれらの運用自体が財閥支配を助長するものであったとの筆者の指摘を前提にするならば、その問題関心が相互保有規制にとどまらず、独占禁止法等へ拡大していったことは十分納得のできるところである。しかし、その結果、論文が総花的なものとなった面がなくはなく、個々の論点における、実体法的な解釈論・立法論に係る論述が希薄な感も否めない。

とはいえ、それらのことをもって本論文の全体の価値が減じられるものではないのは言うまでもない。上記の諸点は、将来、筆者が研究者としての継続的な研究の中で答えていくべき課題あるいはいっそう深い思考を重ねていくべき課題の数々である。逆にいえば、韓国における財閥による企業支配の問題の根源を明確に捉えることに焦点を絞った本論文が、そのような数々の研究の発展可能性を内包するものであることを示す証拠でもある。本論文は、韓国企業法制でともすれば正面から論じることがなされてこなかった財閥支配問題に対して、主としてコーポレート・ガバナンスの観点から、正面から取り組んだ労作であることは疑いなく、高い評価に値するものであると認められる。

### 3 結論

以上の審査結果を踏まえ、下記審査員は、全員一致で、本論文の提出者が博士（法学・早稲田大学）を受けるに値するものであると認める。

2002年6月12日

#### 審査委員会

主査 早稲田大学教授

尾崎 安央

早稲田大学名誉教授 法学博士（早稲田大学）

中村 眞澄

早稲田大学教授

鳥山 恭一