

## 韓国「財閥」の所有構造と経営パフォーマンス

慶應義塾大学 飯島高雄

### < 報告要旨 >

コーポレート・ガバナンスの分野においては、先駆的業績である Berle and Means [1932] からこれを理論的に整理した Jensen and Meckling [1976] を経て 1990 年代中ごろに至るまで、主たる関心事は「所有と経営の分離」から生じる「株主と（専門）経営者の利害対立」であった。しかし、La Porta, et al. [1999] の研究以降、所有と経営が完全には分離していないオーナー（ファミリー）企業への関心が高まっている。

この「株式を公開（上場）している」オーナー企業におけるコーポレート・ガバナンス上の問題点は、「支配株主（オーナー経営者）と少数株主の利害対立」である。すなわち支配株主（オーナー経営者）は、優先株の発行や株式ピラミッドおよび株式持ち合い構造の構築を通じて、「所有権と支配権の配分比率を乖離させる」ことができ、この乖離を通じて支配株主（オーナー経営者）は少数株主を搾取する可能性がある。

こうした観点から、Joh [2003] は韓国企業を対象として、所有構造を説明変数として経営パフォーマンスを回帰分析し、「所有集中度の低い企業、および所有権と支配権の乖離が大きい企業は収益性が低い」ことを示している。他方 Chang [2003] は、所有構造と経営パフォーマンスの間には相互依存関係が認められるため、このケースでの OLS による分析には問題があると指摘し、2SLS による回帰で、（経営パフォーマンスが所有構造を説明する）逆の因果関係を示している。しかしながら、Chang [2003] は所有構造のデータに名目値を採用し、株式ピラミッドおよび株式持ち合い構造を考慮して求められるオーナーの究極的所有権を計算していないため、韓国「財閥」の特徴に配慮した分析とはなっていない。

そこで、本稿では Joh [2003] および Chang [2003] といった先行研究の問題点を補完する意味から、株式持ち合い構造におけるオーナーの究極的所有権を計算した上で、所有構造と経営パフォーマンスの内生性の問題に対処した実証分析を行った。その結果、(1) 所有構造と経営パフォーマンスの関係は、経営パフォーマンスが所有構造に影響を与えるのであって、その逆ではないことが明らかになった。また、(2) 支配株主が存在する企業グループ傘下企業の所有構造と経営パフォーマンスの関係を分析する際は、所有構造の変数として究極的所有権を採用するのが望ましく、支配権を採用するのは適当でないことが示唆された。

< 討論者からのコメント >

神戸大学 三重野文晴

概要と講評：

コーポレート・ガバナンスについての議論の中で、所有と経営が未分離の企業における当該問題は、理論・実証の両面から近年盛んに研究が進められている。研究の最近の一つの潮流は、初期の途上国あるいは世界規模の比較分析から、個別国のそれぞれの制度構造に配慮しながら詳細な実証分析を行う方向にシフトしつつあるというものであり、飯島氏の研究もそうした流れに沿って、韓国の「財閥」所有構造と経営パフォーマンスとの関係を分析するものである。

飯島氏の研究は、ごく最近刊行された韓国企業に関する Joh[2003]、Chang[2003]の2つの論文をベンチマークとし、その貢献と問題点を整理した上で、追試と再検討を試みるものである。実証分析の結果、経営パフォーマンスと所有構造の関係は、前者が後者に影響を与えるのであって、その逆ではないことを見いだすと同時に、所有構造の指標としては、支配権よりは、究極的所有権の指標の方が相応しいことを指摘し、従来研究に残る複数の論争点に新しい評価を与えている。

論文の前半は、所有と経営が未分離な企業のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論についての、丁寧なサーベイにもなっており、このことは研究が当該分野の最先端の論点をフォローするものであることを示している。そして、研究の最大の特徴は所有構造を示す指標として、従来研究のピラミッド型所有構造に対応した指標（支配権）ではなく、持ち合い構造を考慮した指標（究極的所有権）を採用し、それによって有意な観察結果を得ていることにある。

コメント：

ここでは、3つの大きな論点に絞ってコメントを差し上げたい。

1. 究極的所有権、支配権の計算方法について

本研究の特徴をなす究極的所有権の計算方法として、報告論文は、二木[1796;1982]を基礎とする方法によって、持ち合い関係の重層的な所有関係を計算している。それは一面ではピラミッド型所有構造についての従来の計算方法の拡張でもあり、包括度が高い。

他方、支配権の計算方法については、定義が不明確であるように感じられる。飯島氏が Bebchuk et.al.[2000]を引用して指摘するように、ピラミッド型所有構造における支配権の

存在の定義は、論理的には株式保有の連鎖関係が最終部分を除くすべてについて議決権を占有する 50%以上である場合に限られる。(現実には多くの実証研究において、この基準適用は回避されている)。しかし、持ち合い関係では、この定義では、ほとんどの場合当てはまらないはずであり、「財閥企業」の同定には何らかの先験的な情報があるはずである。現に、オーナーの支配権平均はわずか 7.58%である。支配権比率の(そして究極的所有権比率の)計算の基礎となる、「財閥企業」の定義がそもそもどこでなされているのか、またそれが妥当なものであるといえるのか、不鮮明の感が否めない。

さらに、持ち合い関係の支配権、所有権とは、オーナーが自由に意志決定あるいは処分できるという意味でのそれらではなく、グループの集会的意志決定の影響範囲という程度にすぎないのではないかと(二木[1796;1982]の手法が、高度成長期日本における「社長会」の存在を前提とする六大企業集団の分析を目的として構築されたことは示唆的である)。その場合、ピラミッド型所有の弊害として指摘されている tunneling の論理は有効であろうか、いかなる形で理解されるのであろうか。

## (2) 推定手法について

モデルの構造形はいかなるものを想定しているか。自己資本、総資産が ROA に影響を与えるロジックは、少なくとも既存研究の引用によって正当化される必要がある。特に、研究開発比率には内生性の問題が深刻であると思われる。すなわち、研究開発比率は多くの研究で、情報の非対称性の代理変数として有効であることが示されている。また、ROA はキャッシュ・フローの代理変数として知られている。したがって、エージェンシー仮説に基づくなら、ROA  $\rightarrow$  R&D となる可能性が考えられる。

論文の完成度を高めるためには、想定しているモデルの構造形への言及と、説明変数の選択についての丁寧な説明が必要であろう。

## (3) 推定結果の解釈について

推定結果では、ROA と所有構造の同時決定性を考慮した連立方程式モデルを採用すると、経営パフォーマンスの高い企業は、究極的所有権が高いことが見いだされる一方、支配権にはその効果が見いだせないとし、それを以て、所有構造の指標としては後者より前者が適切であるとの見解を示している。

しかし、推定結果が有意でないことは、指標の適切性を評価する論拠にはならない。

前述のように、持ち合い関係における支配権、究極的所有権は、ピラミッド型とは異なる意味をもつ。支配権、究極的所有権の違いを積極的に捉え、何らかの解釈を加えること

が可能であり、また重要なのではないか。同様に、支配権、究極的所有権の乖離度について有意でないことにも解釈を加えることができれば、2つの先行研究の追試に留まらない独自の貢献ができるように思われる。

< 討論者からのコメントに対するリプライ >

### 1. 支配権の計算方法について

支配権の計算方法については、本稿では図示するのみにとどまっており、説明不足でありました。先行研究を見渡しても、研究によって計算方法（考え方）が異なるのは、（究極的）所有権むしろ支配権であり、十分な検討・議論が必要であると思われ、今後の改定に活かしたいと思います。

### 2. 推計手法について

推計手法および説明変数の選択においては、Chang [2003]の手法（また、Ownership and Performance の一連の研究で使われているもの）をほぼ踏襲しましたが、本稿ではそれらを既知として省略しておりました。しかしながら説明不足とのご指摘はその通りでありますので、十分な説明を付け加えたいと思います。

### 3. 推定結果の解釈について

本稿での命題は、（所有構造が分散している）アメリカの大企業の Ownership and Performance を分析する場合は、名目の所有権（本稿で言う、支配権）のみを考慮すればよいが、（株式持ち合いが広範に行われている）韓国「財閥」の Ownership and Performance を分析する場合は、名目ではなく実質的所有権（本稿で言う、究極的所有権）を考慮しなければならない、というものです。

このことは、まず理論的に議論されてから実証分析に移されるべきで、この過程の議論が不十分であったと思われます。上記推定手法とともに再検討したいと思います。

以上