

M & A の観点から見たコーポレート・ガバナンス* 韓国の事例を中心に

崔 学 林

要 旨

自 97 年亚洲金融危机以后,韩国正式启动了企业结构改革, 同时也在进行通过企业并购的产业重组。企业被并购, 其原因大多数可归咎于经营层的不合理经营。这一方面揭示了韩国企业的经营不健全性, 另一方面也说明了企业的统治结构改革迫在眉睫。本文主要是通过外 - 内(out - in)型与内 - 内(in - in)型的企业并购之详细探讨, 试论韩国企业的统治结构之变化。

キーワード.....コーポレート・ガバナンス、M&A、エージェンシー理論

一、はじめに

企業構造調整に取り組んでいる韓国では、他方で M&A による産業の再編成が急速に進んでいる。1998 年 10 月に現代自動車による起亜自動車と亜細亜自動車の買収、1999 年 9 月にニューブリッジ・キャピタルによる第一銀行の買収、さらに、2001 年 4 月には国民銀行と住宅銀行の合併など、M&A の例は、97 年以降の韓国経済のグローバル化と経済諸改革によって急速な進展が見られる。企業が M&A にさらされるのは、その多くが経営陣の非合理的な経営に由来する。これは、ある側面では韓国企業の経営体質の不健全さを示唆しており、やがてはコーポレート・ガバナンス構造の見直しを迫られるものとみてよい。

新規企業の市場への自由な参入と非効率的な企業の市場からの退出は、経済の活性化に直接関わっている。そのためには、経営権が売買される M&A 市場の活性化が有効な手段であると思われる。また、企業のコーポレート・ガバナンスの実効性や国際競争力の強化などの次元からも M&A の役割が期待される。

企業の M&A 市場は、株主の利益に沿った外部ガバナンスとして¹⁾、取締役会制度、役員報酬制度などの内部ガバナンスの機能を補う役割を果たすとされる²⁾。Jensen & Ruback(1983)によれば、企業の支配権を売買される M&A 市場は、フリー・キャッシュフロー (free cash flow) に対する裁量権をもつ経営者への規律づけを通じて企業経営の健全化を向上させるとい

* 本論文は、第 16 回日韓経済経営会議 (2001 年 7 月 3 日静岡県立大学において) で発表した論文を修正したものである。

う³⁾。Fama(1980)によると、経営者の利己的な行動はM & Aによる雇用機会の減少という脅威によって抑制される⁴⁾。こうして、エージェンシー理論の枠組みにおいて、企業買収は経営者に規律を与える機能をもつとされている⁵⁾。

M&A(企業買収・合併)の類型は、結合主体の国籍によって内-内(in-in)型、外-内(out-in)、内-外(in-out)、外-外(out-out)型の四つに分類することができる。企業の構造調整が本格的に行なわれるなか、韓国企業のコーポレート・ガバナンスはどのように変化しようとしているのか。小論は、内-内(in-in)型と外-内(out-in)型のM&Aに焦点をあててこの問題を考察してみる。

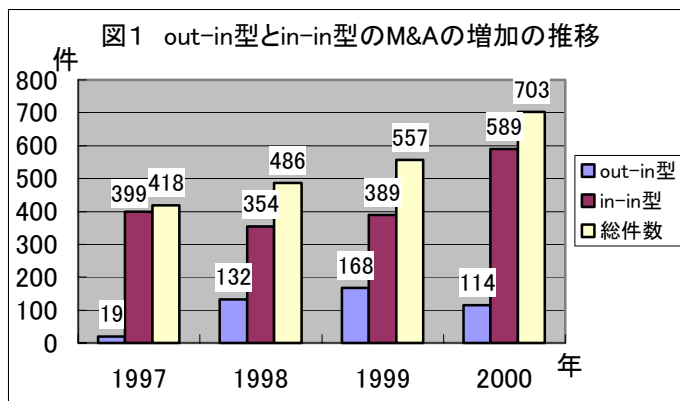
二、内-内(in-in)型M&A

韓国の企業構造調整が本格化するなか、M&Aはどのような状況にあり、それが韓国企業のコーポレート・ガバナンスにどのような影響を与えるのか。以下ではまず、内-内(in-in)型のM&Aを通じてこの問題を検討することにする。

1. 内-内(in-in)型のM&Aの活性化

1990年代、とくに97年以降の経済のグローバル化が急速に進むなか、韓国政府は、経済諸改革の一環として企業の構造調整に乗り出した。そのために、1998年から合併や買収の手続きを簡素化し、出資総額制限制度を撤廃し⁶⁾、持株会社の設立を制限的に容認するとともに、敵対的買収まで許容するようになった。これによって、外国人によるM&Aを含む企業結合の件数は急増した。図1に示されたように、M&Aの総件数は、97年から2000年の間に418件から703件にまで増加したことが分かる。そのうち、内-内(in-in)型のM&Aは、399件から589件にまで増加し、M&Aの総件数に占める割合も3年間平均で約80%であった。これは、韓国のM&A市場においては、内-内(in-in)型のM&Aが主流であることが窺わせる。

このように、企業構造調整の実施によって、内-内



出所：公正取引委員会『公正取引白書』1999年、2000年版及び独占
局企業結合課(2001)、5ページをもとに筆者作成。

(in - in) 型の M&A が活性化された。その結果、多くの企業が整理あるいは清算された。とくに、財閥が系列会社の整理を急いだ。2001 年 4 月に現代グループから分離され、17 の系列企業を保有した独立グループとしてスタートした現代自動車の例が代表的であろう。これは、中核事業への絞込みを求める政府の圧力を背景に合併や売却などを進めた結果である⁷⁾。

一方、急増する内 - 内 (in - in) 型の M&A には、金融機関同士の M&A も多く含まれていることが注目される。とくに、2001 年に入って、「現在進行中の銀行合併、第 2 金融圏の構造改革が計画通りに完遂できるように努力するべきだ」⁸⁾とされ、国民銀行と住宅銀行との合併など銀行間の M&A が活発化され、一層の展開が予想される。

金融機関同士の M&A の活性化の背景には、「(97 年の金融) 危機の過程では各国の国内金融部門の脆弱さが露呈され、しかもその脆弱さはいわゆるコーポレート・ガバナンス (企業統治、以下、断りのない限りガバナンス) の欠落と結びついた銀行の審査能力欠如、社債市場の未発達などに起因するものと認識されるようになった」⁹⁾があると思われる。高龍秀 (2000) によると、従来の銀行のコーポレート・ガバナンスは、取締役会が銀行長 (頭取) を頂点として構成されており、銀行長の選出は 80 年代以降も最終承認権を銀行監督院がもつという政府任命と変わらない状況であった。この制度により、政府は銀行長を通じて銀行を統制したが、銀行内では強い権限をもつ銀行長をチェックする機能は作動していない¹⁰⁾。さらに、谷浦 (2000)¹¹⁾によれば、韓国の経済システムにおける最大の非市場的な要素は、間接金融を通じた政府と企業との関係の内に介在しており、97 年の経済危機の背景には、政府による不適切で広範な市場介入ではなく、経済環境の変化に見合う適切な介入の不在があった。このような「政経癒着」の金融機関の非合理的コーポレート・ガバナンス構造が、97 年の韓宝財閥の破綻を契機に至急に解決すべき課題となったのである¹²⁾。それでは、財閥や金融機関同士の M&A の急増は、韓国企業のコーポレート・ガバナンスにどのような影響を与えるのか。次節では、財務のリストラクチャリング (再構築) と株式相互持ち合いを通じてこの問題について検討することにする。

2. コーポレート・ガバナンスへの影響

1) 財務のリストラクチャリングによるコーポレート・ガバナンスへのプラスの影響

金融部門のコーポレート・ガバナンス構造の欠落問題を解決するために、韓国の金融監督委員会は、すでに合併や海外売却及び清算などを通じて不良な金融機関の整理を推し進めている。そのうち、最も力を入れたのは、財務構造の改善であろう。

韓国政府は、97 年から今年にかけて金融改革を進めてきた結果、400 の更生不可能な不実金融会社を整理したと同時に、公的資金を活用して金融会社が保有する不良債権を買収・処理した。2001 年 3 月末までに、一般銀行の不良債権規模は約 27.7 兆ウォン (総与信の 7.6%) と、

99 年末の 44.7 兆ウォン (総与信の 13.6%) と比べると大幅に改善された¹³⁾。これは、韓国銀行の対内外からの信頼度を高めるとともに、金融機関の経営の透明性をもたらし、やがてコーポレート・ガバナンスの実効性をもたらしたといえよう。

財閥についてみると、企業の構造調整により、負債の縮小や自己資本比率の上昇など企業金融構造が改善され、その結果として財閥のコーポレート・ガバナンス構造の実効性をもたらしたと思われる。

深川(1999)によると、長年の政経癒着の中で発生した「財閥」の放漫経営をめくり、経営監視や金融機関の融資体制など、コーポレート・ガバナンスの構造的欠陥が注目を集めるようになったのは、「財閥」が危機の核心として強く意識されたためであった。こうして、財閥の過剰借入と債務保証による債務関係の連鎖という問題が、97 年以降の金融危機をもたらしたとされ¹⁴⁾、財閥の構造改革、とくに財閥の財務構造改革が金融改革に次ぐものとされ、企業の構造改革の一環として主に銀行を通じた改革が進められてきた¹⁵⁾。政府は、「不実企業判定委員会」を構成し、企業改善作業(ワークアウト)を開始し、M&A を通じた構造改革に乗り出した。これにより、企業結合の処理件数は、97 年の 418 件から 2000 年の 703 件へと大幅に増加した¹⁶⁾。大量の不良企業の処理によって、財閥の財務構造は大幅に改善された。

表 1 30 大企業集団の資産総額及び負債比率の推移

	1995年末		1996年末		1997年末		1998年末		1999年末		2000年末	
	負債比率(%)	資産総額(兆ウォン)	負債比率(%)	資産総額(兆ウォン)	負債比率(%)	資産総額(兆ウォン)	負債比率(%)	資産総額(兆ウォン)	負債比率(%)	資産総額(兆ウォン)	負債比率(%)	資産総額(兆ウォン)
5大	297.6	161.7	344.2	202	472.9	273.1	235.1	310.9	148.9	264.6	162.0	259.0
6-30大	435.1	125.2	460.8	146.4	616.8	162.2	497.1	161.9	498.5	158.2	186.0	178.8
全体	347.5	286.9	386.5	348.4	512.8	435.3	379.8	472.8	218.7	422.8	171.2	437.8

注：1、資産総額には金融・保険会社を含む。また、金融・保険業を営む企業は資本総額と資本金のなかで大きな金額が資産総額となる(公定資産)

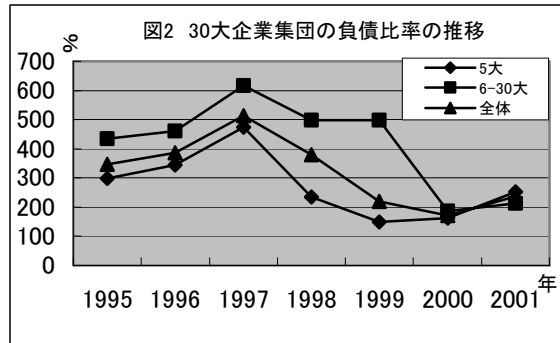
2、負債比率には金融・保険会社を除外

出所：企業集団課(2001)『2001年度大規模企業集団指定』公正取引委員会、15ページをもとに筆者作成

表 1 に示したように、企業集団全体の財務構造を反映する 30 大企業集団の財務構造は、負債比率が 97 年の 512.8% から 2000 年の 171.2% と縮小し、財務構造が大幅に改善されたことが分かる企業集団全体の財務構造を反映する 30 大企業集団の財務構造を見てみると、負債比率が 97 年の 512.8% から 2000 年の 171.2% と縮小し、財務構造が大幅に改善されたことが分かる(図 2)¹⁷⁾。

前に挙げた現代自動車の事例をみてみよう。買収された起亜グループの本業をなす起亜自動

車は、資金を貸していた銀行団からの辞任要請によって金善弘会長を始めとする経営陣が交代されることとなった。また、買収側である現代自動車は、現代グループの流動性危機が主要系列企業社債の格下げにより再び表面化するなかで、金大中大統領自らが現代グループの諸問題を早急に処理するよう指示したのを機に、その構造改革への取り組みの急展開によって



出所：企業集団課（2001）『2001年度大規模企業集団指定』公正取引委員会、15ページをもとに筆者作成

現代グループから完全に独立したものである¹⁸⁾。独立後の現代自動車は、取締役会の機能を強化するため構造調整本部といった公的組織をもたないばかりではなく、企業金融の構造の改善にも力を入れた（2001年5月現在、外国人による株式所有率が54%になっている）。M&Aが買収される側の無能な経営陣を交代させると同時に、買収側の経営状況を向上させたという点で、企業のコーポレート・ガバナンスの実効性が図られたと思われる。また、大宇グループの経営陣は破産によって経営責任が追及され、東亜グループの会長は債務返済のため全財産が没収され会長職を辞されるなど、このような事例は、財務構造の改善がコーポレート・ガバナンスにプラスの影響を与えたといえよう。

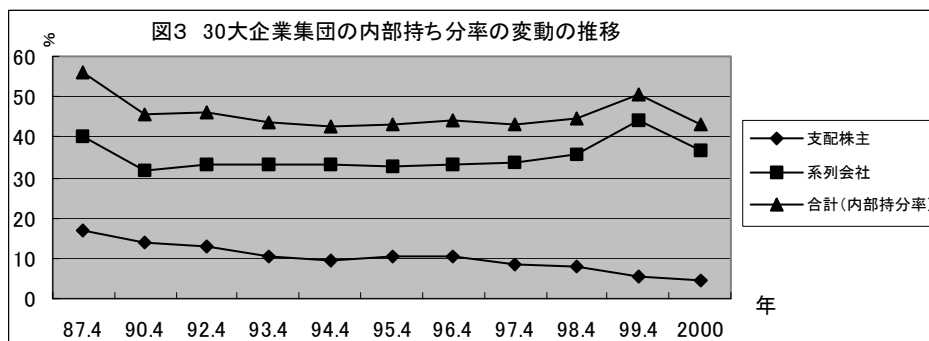
このように、財閥や金融機関の財務構造の改善は、M&Aなどによって財務不良の企業が市場から撤退させられたことに大きな原因があったと思われる。財務構造の改善は、財閥や金融機関がより収益性重視の経営基盤を構築する一方、市場から退出させられた企業では、無能な経営陣が交代された結果としてコーポレート・ガバナンスの実効性を図るのに大きく貢献したといえよう。財務構造の改善が韓国の企業に与えるプラスの影響は、他方ではコーポレート・ガバナンスの実効性をもたらしたに違いない。

2) 株式相互持合いの進展によるコーポレート・ガバナンスへのマイナス影響

以上では、財閥の財務構造の改善が、他方ではコーポレート・ガバナンスの実効性をもたらしたと強調した。しかし、これは買収される側にとっては確かであるが、買収側にとっては必ずしもそうではない。返って、マイナスの影響を与える場合もある。その一つが、出資総額規定制度の撤廃に伴った系列企業間の相互出資の増加による株式相互持合いの進展であろう。

深川（1999）によると、韓国における多くの財閥企業は、創業の初期には創業者及びその家族による株式所有集中及び直接的な経営集中をその特徴としていたが、組織が拡大し上場企業が増加した1980年代後半以降は、一族による直接所有は減少し、代わって系列企業の相互持

ち合いに変化した。とくに、98年に財閥の系列企業間の相互出資規制が撤廃されたことに加え、敵対的M&Aが許容されたことに対応した経営権防衛のため、系列企業間の出資は増大し、内部所有率がさらに高まった。



出所：独占局企業結合課（2001）『2000年度企業結合動向分析』公正取引委員会、6ページをもとに筆者作成。

図3に示されたように、トップダウン的意思決定のあり方を基礎づける30大企業集団の内部持ち分率は、金融危機の前と後に関係なく依然として高い水準が維持されていることが分かる。現代自動車のケースも、系列間の循環出資を通じた株式相互持合いが進んでいる。また、表2に示されるように、30大企業集団の企業公開も低い水準にあることが分かる。これは、急増する外国資本に対する警戒からの自己防衛意識の表れであるとされるが、一方で家族ないしトップ経営者の経営支配権をさらに強めることになるから、コーポレート・ガバナンス構造の改善にマイナスの影響を与えられよう。

表2 30大企業集団の内部持ち分率の内訳

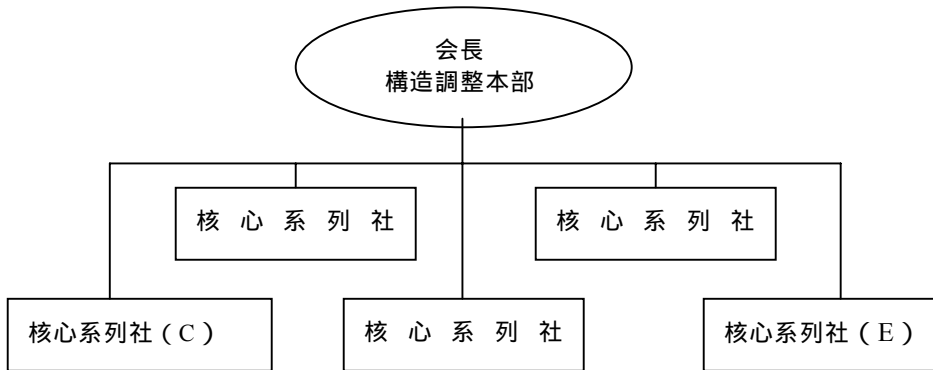
	同一人	特殊関係人	系列会社	自己株式	合計
上場会社	1.8	3.1	21.1	3.6	29.6
非上場会社	1.0	2.9	60.5	0.1	64.5
全体	1.5	3.0	36.7	2.3	43.4

出所：独占局企業結合課（2001）『2000年度企業結合動向分析』公正取引委員会、6ページ。

財閥は、持株会社の性格をもつ核心企業を中心に、法的には独立している系列企業間の相互出資などにより結成された組織であり、大株主あるいは家族の構成員は中核会社の代表理事となるとともに、企画調整室、構造調整本部などグループ本部組織を通じて全系列の主要意思決定に深く関わっている¹⁹⁾。したがって、M&Aがグループ企業同士で行なわれない限り、家族や系列企業による高い内部持ち分率は、相変わらず集権的な意思決定構造を維持し、結果的にコーポレート・ガバナンスの実効性につながらないであろう。リインコンほか（2000）²⁰⁾によると、現在の韓国の財閥の企業組織は、図4に示されたように、いまだに持株会社たる核心企

業を通じた会長（構造調整本部）を頂点とするピラミッド型である。現在の M&A の多くは、A と B、あるいは A と C などの間の M&A であり、グループ組織間の M&A ではない。

図 4 現在の財閥グループの組織



出所：ハンインハン（2000）『財閥構造と財閥政策 評価と課題』韓国経済研究院、58 ページ。

谷浦（2000）によると、これまで、財閥を民主的な市場経済の障害物と見なしその存在を希薄化しようとするものといえる財閥の「肥大化」抑制、究極的には「財閥解体」まで視野に入れた多様な政策（合併などによる系列企業整理、金融資本との分離、経営権世襲の抑制など）が進められてきた。にもかかわらず、創業者家族と系列企業による高い内部所有率を通じた高度なトップダウン的意思決定というコーポレート・ガバナンス構造には大きな変化が生じていない。「政経癒着」が解決されない限り、上記のような財閥の「肥大化」抑制には限界が見られ、実効性のあるコーポレート・ガバナンスの構築は困難と思われる。したがって、何よりも「財閥主導の経済成長の意義を否定するか、過渡的なものとみなすかは別として、財閥以外の成長の担い手をつくり出す必要がある」²¹⁾。これによって韓国経済の財閥に対する依存度を低め、財閥に対する大胆な改革が実施できることによってはじめて実効性のあるコーポレート・ガバナンス構造が形成されうると思われる。

三、外 - 内 (out - in) 型 M&A

第二節では、内 - 内 (in - in) 型の M&A という視点に立って、その状況とコーポレート・ガバナンスへの影響について述べた。そのなか、以下の三つの点が強調された。まずは、財閥あるいは大企業同士の M&A についてである。これは、財閥傘下の企業グループ内の M&A がトップダウン的意思決定構造に与える影響は少なく、財閥同士の M&A がこそがピラミッド型のコーポレート・ガバナンス構造に決定的な影響を与えるからである。第二に財閥の財務構造の

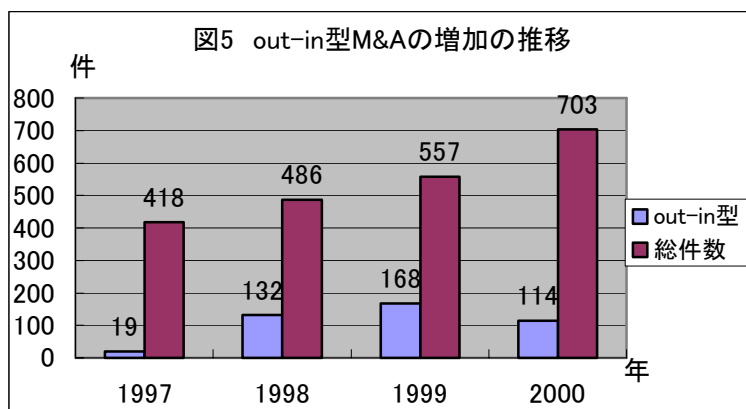
改善についてである。コーポレート・ガバナンスは、現実には資金調達と表裏一体の問題であり、資金を株式で調達するか負債で調達するかは経営者をコントロールするメカニズムとしては明らかに異なった意味をもつからである²²⁾。第三に金融機関のコーポレート・ガバナンス構造の改善についてである。財閥に対して実質的に政府以外に監視機能がない²³⁾。したがって、韓国政府は、いまだに銀行を通じた財閥改革を進行させてきている²⁴⁾。韓国企業のコーポレート・ガバナンスにおいて銀行の役割が一層高まる可能性があることから、銀行自身のコーポレート・ガバナンス構造の実効性が財閥改革の進展に直接関わっているからである。

これにたいして外 - 内 (out - in) 型の M&A という視点にたつ場合、その状況とコーポレート・ガバナンスへの影響についてはどのような議論が可能であろうか。以下では、この問題について見てみよう。

1. 急増する外国人による M&A

97 年の通貨危機以後、韓国に対する外国人直接投資は、国内総生産 (GDP) に対する比率が 97 年の 1.7% から 99 年の 8.2% へと大幅に増加したが²⁵⁾、その多くが新規投資ではなく、買収・合併である²⁶⁾。敵対的 M&A の完全自由化を含む自由化計画が実施された 98 年において、外国人による M&A は、韓国に対する外国人直接投資の 53% を占めるに至っている²⁷⁾。それ以降、韓国企業を買収・合併するための外国人直接投資は、経済危機の状況にもかかわらず、あるいは危機による資

産価格の下落が外国人による M&A をより容易にさせたことによって大きく増加した²⁸⁾。さらに、IMF の機関誌である『Finance and Development』(2001 年 3 月)によると、韓国における外国資本による国内企業を買収・合併 (50% 以上の持分を取得) の金額は、98 年からの 3 年間で 300



出所：公正取引委員会『公正取引白書』1999年、2000年版及び独占局企業結合課(2001)『2000年度企業結合動向分析』公正取引委員会、5ページをもとに筆者作成

億ドルを超えると推定されている。これは、98年からの3年間の外国人直接投資の総計である400億ドル(申告基準)の75%に該当する金額である。

M&A の急速な進展は、外国人に対する事業領域の開放、M&A 自由化を含む外国人直接投資の自由化に大きな原因があると思われる。とくに、公開買収期間の短縮、申告書の事後提出など公開買収の手続きの簡素化が M&A の活性化をもたらしたとされる²⁹⁾。

図 5 に示されたように、2000 年の外国人による企業結合の件数は 114 件で、全体の 703 件の 16.2% を占め、99 年の 30.7% を大きく下回ったものの、1997 年の 4.5% の 4 倍になっている。また、外資誘致の規模は 25 億ドルで前年の 62 億ドルと比べ 71.3% を下回ったものの、1997 年の 8.4 億ドルの約 3 倍になっている³⁰⁾。このような急増した外国人による M&A は、韓国企業のコーポレート・ガバナンスにどのような影響を与えたのか。次節で検討することにする。

2. コーポレート・ガバナンスへの影響

前節で見たように、97 年から 2000 年にかけての外 - 内 (out - in) 型の M&A の件数は、平均で M&A 総件数の 19.7% しか占めていないが、韓国企業に与えるインパクトは決して小さくないと思われる。97 年の金融危機以来、韓国では多くの大手企業や銀行が外国企業によって買収され、従業員のリストラだけでなく、多くの経営陣の交代も余儀なくなされた。たとえば、韓国で最も歴史と信用のある商業銀行である第一銀行がアメリカのニューブリッジ・キャピタルに買収され、経営が外国人幹部に引き継がれた。有能な若手が先輩社員を飛び越えて昇進するようになったことなどは、韓国の伝統である厳格な上下関係や安定雇用慣れに慣れていた行員にとっては革命にも等しい変化であった³¹⁾。したがって、このような外 - 内 (out - in) 型の M&A の多くは、経営の透明化と公正な競争をもたらし、韓国企業のコーポレート・ガバナンスの改善を促進させた。

谷浦 (1981) によれば、個別企業の経営上の独立性は、企業規模の拡大と複雑化、外国企業との合併などの諸要因によって強化され、それが創業者直系家族によって遂行されるグループ総帥としての特別の機能 グループ間競争の中核、個別企業の弱体な信用力の代替、外国投資家の経営支配に対する対抗力など の必要性を減退させる³²⁾。したがって、急増する外 - 内 (out - in) 型の M&A の多くは、多くの個別企業の独立性を強化させることになる。このことは、個別企業の自己意思による意思決定が可能になる一方、財閥の特別の機能の必要性を減退させることによって財閥のコーポレート・ガバナンス構造の改革を促進させることになる。

しかし、外国人による敵対買収によるコーポレート・ガバナンスの改善は、大宇の事例のように、主に買収される側の労働組合の非協力によって大くは期待できないであろう。Gerardo & U & Richard (1997)³³⁾によると、韓国の企業と海外企業との買収や戦略的提携は、良好な関係を持続するのが難しく、結果的には 50% 位が失敗に終わっている。したがって、外 - 内 (out - in) 型の M&A は、コーポレート・ガバナンスの改善においては量的にも質的にも補完的役

割を果たすことになるのである。

四、まとめ

小論では、M&Aの活性化という観点から、韓国企業のコーポレート・ガバナンスの変化について検討してみた。97年金融危機以降の規制緩和などにより、韓国では主に内-内(in-in)型と外-内(out-in)型のM&Aが盛んに行なわれるようになった。内-内(in-in)型のM&Aは、その多くがM&Aされる企業の非合理的な経営を是正し、無能な経営陣を退出させることによってコーポレート・ガバナンスの実効性を向上させたのである。一方、外-内(out-in)型のM&Aは、量的にも質的にも限定的であるものの、その多くが韓国の企業組織の健全性をもたらし、コーポレート・ガバナンス構造を一変させ、それによって経営の透明性と効率化が図られた。こうして、韓国企業において、コーポレート・ガバナンスの実効性を図るにあたって、両方ともプラスの影響を与えるが、内-内(in-in)型のM&Aが主導的役割を果たしたのに対し、外-内(out-in)型のM&Aは補完的役割を果たしたといえよう。

しかし、内-内(in-in)型のM&Aの場合は、財閥同士のM&Aは少なく、所属する系列企業間の方が圧倒的であり、M&Aを仕掛ける企業のコーポレート・ガバナンス構造に与えるインパクトが弱い。これは、外部からも内部からもチェック機能が働かずグループ会長を頂点とするコーポレート・ガバナンス構造が未だに改善されなかった根本的な原因であると思われる。また、労働組合の強い反対と企業結合の全体に占める相対的に低い割合からみると、外-内(out-in)型のM&Aの役割はこれからも限定的なものであろう。

したがって、コーポレート・ガバナンスの実効性を図るにあたって、内-内(in-in)型のM&Aが主導的役割を果たすが、それだけでは十分ではない。むしろ、これを補完する外-内(out-in)型のM&Aの活性化と大規模企業集団同士のM&Aの活性化が必要になると考えられる。外-内(out-in)型のM&Aにせよ、内-内(in-in)型のM&Aにせよ、いずれの場合でも経営陣の交代が余儀なくなされたことからみると、財閥あるいは金融機関をはじめとする韓国企業のコーポレート・ガバナンス構造は、多様なM&Aの活性化によって大きく進展することができるであろう。

<注>

- 1) Jensen, M. (1984), pp.109-121.
- 2) 胥鵬(1998)、73ページ。
- 3) Jensen, M. and R. Ruback (1983), pp.5-50.また、フリー・キャッシュフローとは、企業の税引後営業利益に減価償却費を加え戻したもから、運転資本の増減、資本的支出、経営権への投資、その他資産の純増を控除したものである(神戸大学大学院経営学研究室編(1999)、827ページ)。
- 4) Famaは、経営者の市場が経営者に規律を与える要因として、内的監視措置(internal monitoring)

- devices)、外的監視措置 (exterior monitoring devices) と企業買収 (outside takeovers) の三つを取り上げている。詳しくは、Fama, E. F.(1980)を参照されたい。
- 5) エージェンシー理論の枠組み内において企業買収問題を扱った研究について、M.C. Jen- sen(1986)などを参照されたい。
 - 6) 出資総額制限制度は、98 年 2 月に外国企業に対する敵対的 M&A 防衛と外国企業の逆差別問題の解消のために廃止されたが、同制度の廃止後、系列企業間の循環出資が急速に増加したことにより 2001 年 4 月に再導入された (公正取引委員会(2001)、1 ページ)。
 - 7) 『日本経済新聞』2000 年 1 月 6 日。
 - 8) 『東亜日報』(韓国語) 2001 年 3 月 2 日。
 - 9) 深川由起子 (1999) 61 ページ。
 - 10) 高龍秀 (2000) 178 ページ。
 - 11) 谷浦孝雄編 (2000) 21 ページ。
 - 12) 高龍秀 (2000) 142 ページ。
 - 13) 金融監督院銀行監督局 (2001)。
 - 14) 金融監督院銀行監督局 (2001) 141 ページ。
 - 15) 金基元 (1999)。
 - 16) 独占局企業結合課 (2001) 3 ページ。
 - 17) 同上、5 ページ。
 - 18) 『海外労働時報』2000 年 10 月。
 - 19) ハンインハン (2000) 58 ページ。
 - 20) リインコン・キンサンミン (2000)。
 - 21) リインコン・キンサンミン (2000) 7 ページ。
 - 22) 池田信夫 (1998) 10 ページ。
 - 23) 深川由起子 (1999) 70 ページ。
 - 24) 高龍秀 (2000) 167 ページ。
 - 25) 『東亜日報』(韓国語) 2001 年 2 月 7 日。
 - 26) 『韓国経済新聞』(韓国語) 2001 年 4 月 23 日。
 - 27) シンガンシン・シヨンシヨミン (2001) 21 ページ。
 - 28) シンガンシン・シヨンシヨミン (2001) 20 - 21 ページ。
 - 29) 財政經濟部・労働部・計画企画庁・金融監督委員会(2001)、11 ページ。
 - 30) 外国人による企業結合の顕著な減少は、結合対象の大部分が情報技術かつ小規模な企業であることと、投資方式が引き受け・合併より増資参与、新規法人の設立などで申告対象になっていないことと原因があるとされる (前掲、シンガンシン・シヨンシヨミン (2001) 5 ページ)。
 - 31) 『Newsweek』(日本語版) 2000 年 8 月 2 日、46 ページ。
 - 32) 谷浦孝雄 (1981) 106 ページ。
 - 33) Gerardo, R and U and Richard, M. (1997), pp.20. 毎日経済新聞知識プロジェクトチーム (1999) 265 ページ。

< 参考文献リスト >

- Fama, E. F.(1980), "Agency Problems and Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, Vol.88, 2.
- Gerardo, R and U and Richard, M. (1997), Steers, Seung Ho Park, *Korean Enterp rise : The Quest for Globalization*.
- Jensen, M. (1984), "Takeovers: Folklore and Science," *Harvard Business Review*, November - December.
- Jensen, M. and R. Ruback (1983), "The Market for Control : The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol.11.
- M.C. Jen- sen(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *Ame- rican Economic*

M & Aの観点から見たコーポレート・ガバナンス(崔)

Review, Vol.76, May .

池田信夫(1998),『情報技術とコーポレート・ガバナンス』産業経済研究所。

金融監督院銀行監督局(2001),『2001.3月末現在一般銀行の不実債権現況』(韓国語)。

金基元(1999),『IMF事態以降の財閥の構造改革』(韓国語)ソウル社会経済研究所。

公正取引委員会(2001),『「出資総額制限制度」に対する公正委の立場』(韓国語)2001年5月4日。

神戸大学大学院経営学研究室編(1999),『経営学大辞典』(第2版)中央経済社。

高龍秀(2000),『韓国の経済システム』東洋経済新聞社。

財政経済部・労働部・計画企画庁・金融監督委員会(2001),『4大改革促進経過及び以向後計画』(韓国語)2001年4月27日。

シンガンシン・シヨンシヨミン(2001),『公正去来政策 20年:運用成果及び向後政策課題』(韓国語)公正去来委員会。

胥鵬(1998),「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『社会科学研究』東京大学社会科学研究所紀要、東京大学社会科学研究所、第50巻、第1号。

谷浦孝雄編(2000),『21世紀の韓国経済 課題と展望』アジア経済研究所。

谷浦孝雄(1981),「財閥」米川伸一編『世界の財閥経営』日本経済新聞社。

独占局企業結合課(2001),『2000年度企業結合動向分析』(韓国語)公正取引委員会。

ハンインハン(2000),『財閥構造と財閥政策 評価と課題』(韓国語)韓国経済研究院。

深川由起子(1999),「東アジアの構造調整とコーポレート・ガバナンス形成 韓国の事例を中心に」『青山経済論集』青山学院大学経済学会、第51巻第1・2・3号。

毎日経済新聞知識プロジェクトチーム(1999),『頭脳強国報告書』(韓国語)毎日経済新聞社。

リインコン・キンサンミン(2000),『財閥経営組織の改善方案』毎日経済新聞社・韓国経済研究院。

主指導教員(永山庸男教授)、副指導教員(高津斌彰教授・佐藤 正教授)