

第2部 財閥体制の転換とコーポレート・ガバナンス改革

ここでは、韓国の代表的財閥グループにおける1997年末経済危機以降の変化とコーポレート・ガバナンス改革の内容を検討する。各財閥における変化と構造転換は企業構造改革の代表的な手法となっていた。

代表的財閥において行われていた便法的かつ違法的な経営手法やコーポレート・ガバナンスは、他の財閥や企業体においても行われていたものである。これらの大手財閥のコーポレート・ガバナンスに対する監視や告発と訴訟は、とりわけ1997年末経済危機以降の韓国におけるコーポレート・ガバナンス改革の中心的内容となっていた。

一方、財閥体制の転換は、企業構造改革と一体となって行われた。企業構造改革そのものは、不良で不透明なコーポレート・ガバナンスの結果として現れる不良経営と経営の破綻を、外部からの監視だけでなく、場合によっては強制的介入によって処理、防止することであり、より透明で安定的なコーポレート・ガバナンスの確立と経営の改善を目指す目的と持っている。その意味において、企業構造改革はコーポレート・ガバナンス改革と密接な関係を持っており、広い意味でのコーポレート・ガバナンス改革の一つに位置付けることができよう。

さらに、1997年経済危機をもたらした最も大きな理由の一つは、企業の経営活動に対する監視機能を果たすべきであった金融機関がその機能を十分に果たせなかったことであった。企業構造改革においては金融機関の自律性が最も要求され、その役割や権限も一層大きくなった。不良企業に対する常時的監視や退出促進機能や、ワークアウト対象企業の財務改善とコーポレート・ガバナンス改善、債務の資本化に伴う所有持分率の向上による株主としての役割の増大など、政府による直接的介入より金融機関を通じる改革が重視されるようになった。

韓国の金融機関と政府は企業構造改革を推進する際に、大手企業グループとその他の企業に対して異なる方針と政策を採っていた。ここでは、まず、大手財閥の変換とコーポレート・ガバナンス改革を考察する。第1部で検討した狭義のコーポレート・ガバナンス改革が大手財閥グループの個別系列会社の経営方針とコーポレート・ガバナンスのあり方に大きな影響を与え、システム的に内在化されつつあるのは言うまでもない。しかも、企業構造改革を通じて「所有と経営の一致」がかなりの程度解消され、所有構造は一層相対化されていくことになっている。大手財閥は企業構造改革の中で大きな変化を被ることになったが、その変化の内容と理由を検討する。

また、各財閥グループにおける企業構造改革は、前部で検討した財務構造の改善、系列会社の統合・分社・処分と経営の合理化および収益性の向上を志向する経営への漸進的移行などを共通的に伴っていた。さらに、財閥体制の転換は、各グループの経営方針や財務状況と当時の政治経済状況の相違などによって異なる方法で進められた。大宇グループのワークアウト、現代グループの系列分離、LGグループの持株会社への転換、SKグループにおける外

国人投資家による経営権の危機、三星グループにおける経営の徹底的合理化と世界的トップクラス企業への跳躍がそれである。とりわけ三星グループによって成し遂げられている 1997 年経済危機以降の飛躍的發展は、所有構造や後継体制から提起されている問題が必ずしもコーポレート・ガバナンス改革そのものではないことを表すものであると同時に、経営システムや管理体制の合理化（コーポレート・ガバナンス改革）を通じて所有構造からの問題を成功裏に克服また相対化していつている証左である。このことは、三星グループにおいてとりわけ明確に見られたのであるが、他の財閥グループや企業においても速度や度合は相違があるものの、着実に定着している。

ところで、韓国における企業の構造調整制度は、裁判所による会社整理、和議、破産という法的構造調整システムと、債権団などとの私的和議によるワークアウトや企業構造調整専門会社（CRC および CRV）、企業構造調整促進法などを通じる私的構造調整システムに大きく分けられる。

不良企業の処理は、1997 年経済危機直後の時点では 5 大財閥の場合にはビクディールを含む財務改善約定、中堅大企業に対してはワークアウト制度、その他の企業は法的手続き（倒産 3 法）を通じて解決するという原則に基づいて進めるとされていた。

ところが、大宇グループは大財閥にもかかわらず、ワークアウト制度が適用され、大企業間のビクディール事業も当初計画していたような規模になっておらず、成果も挙げなかった。現代グループに対しては様々な特恵が与えられたにもかかわらず、いまだに十分に立ち直っていない状況が続いている。

以下では、まず、現代・SK・LG・三星の 4 大財閥グループにおける企業構造改革を検討し、次に、大宇グループの破綻とワークアウトの進捗状況を検討する。さらに、ビクディールとワークアウト適用外の不良企業の処理過程を考察する。

韓国の企業には、これらの企業構造改革の過程の中で、経営システムが改善されると同時に、先進的コーポレート・ガバナンスが積極的に導入されることになる。

第1章 現代の分離

現代グループは規模面だけでなく、構造面においても従来の韓国財閥の典型であった。特に構造面では、故鄭周榮名誉会長とその家族によって経営が牛耳られるとともに、韓国の軍隊文化を反映した硬直的な位階秩序と突進型意思決定・執行が見られた。しかし、経済危機以降、コーポレート・ガバナンス改革・財閥改革の過程でいくつかの企業グループに分離され、韓国財閥の代名詞ではなくなった。

以下では、2000年前半に発生した企業グループの後継紛争からグループの分離過程、具体的には「王位継承紛争」、現代自動車の系列分離、現代投信、旧現代電子（ハイニクス半導体）、現代建設、現代商船、対北事業などの状況を考察することにする。分離過程で発生した諸問題は、ほぼ同じ時期に爆発的に表面化しただけではなく、グループの各企業が循環出資や相互債務保証などによって絡み合うという複雑な状況であったが、以下では時系列的にその展開過程を追うことにする。

第1節 分離の発端：経営権後継をめぐる紛争

1999年、大宇グループの破綻からの衝撃がまだ消えていなかった2000年3月中旬、李益治現代証券会長を高麗産業開発会長に任命する人事措置（3月14日）が発端となって、鄭名誉会長の後継をめぐる紛争が勃発した。紛争は、当初、鄭名誉会長の後継をめぐる次男の鄭夢九と五男の鄭夢憲との間で起こった。鄭名誉会長の意志一つによって後継が決まると受けとめられている中で、同名誉会長は五男の夢憲を後継者に指名した¹。しかし、次男の夢九はこれに反発し、現代自動車を中心としての分家を急いだ²。この出来事は、連日韓国の日刊紙の一面を飾るほど注目を集め、事実上グループの分離に発展したのである。

この後継を巡る混乱は、IMF危機以来政府によって推進されてきているコーポレート・ガバナンス改革を真っ向から否定する出来事であった。その間、コーポレート・ガバナンスを改革するために、取締役会の実効的な役割を高める多様な法的・制度的装置が導入されたにもかかわらず、現実的にはそのような装置が意味を成さないことを物語ったのである。

この問題に対して、コーポレート・ガバナンス改革・財閥改革を推進してきた大統領府、財政経済部、公正取引委員会、金融監督委員会は断固たる対応を見せた。まず、財政経済部は、2000年3月27日、現代グループの人事問題を家族経営慣行の弊害であるとみて、政府が推進してきたコーポレート・ガバナンス改革の主旨に根本的に背馳するものである（株主総会の固有の権限であるべき経営者任命を鄭名誉会長が独断的に行っている）と受け止める

¹ 『毎日経済新聞』2000年3月28日

² 現代グループの筆頭株主の持分状況と人事問題の経過に関しては『毎日経済新聞』2000年3月27日を参照。

と同時に、構造調整本部の即時解体を要求した³。さらに、金融監督委員会はこの問題と関連して金融機関の与信健全性監督権限を発動し、債権回収などを通じて断固対応することを示唆するとともに、この措置をコーポレート・ガバナンス改革を一層促進する機会にしたいという方針を明らかにした⁴。

ところで、これらの一連の事態は、第1部で見た2000年初めに発表された『大手4グループの99年中における構造調整の推進実績』で示された現代グループのコーポレート・ガバナンス改革の成果が形式的なものに止まっていたことを証明するようなものでもあった。このことに関連して政府は、株主総会が終わる4・5月から企業集団を含む大企業のコーポレート・ガバナンスの改革状況、構造調整本部によるグループ人事への介入、銀行との財務構造改善約定の違反について調査する方針を明らかにした⁵。

現代グループはこれらの政府方針に素早く対応した。すなわち、2000年3月31日グループの最高意思決定機構の経営者協議会を即時解体し、構造調整本部を縮小することを決定した。しかし、大規模企業集団現代の対外的代表者としての鄭名誉会長の役割はそのまま維持することにした。また、筆頭株主は代表取締役あるいは取締役を勤めている会社の経営には引き続き参加するが、それ以外の会社の経営には一切関与しないこととし、取締役会中心の経営体制へと転換する方針を明らかにした。さらに、社外取締役過半数の構成を傘下8企業から同グループのすべての企業に拡大することにした。しかし、現代会長は対内的・対外的に企業グループを代表しグループ内企業間の業務調整に関する業務を遂行するポストとして今後も存続させる方針を明らかにした⁶。

図表2-1 現代最高意志決定機構の変遷

1998年4月以前	1998年4月	2000年3月31日
グループ会長	現代（経営者協議会）会長	現代会長
社長団会議	経営者協議会	解体
グループ総合企画室	構造調整本部	縮小・解体

出所：『毎日経済新聞』2000年4月1日

グループ分離の前に鄭名誉会長と三子が所有していたグループ企業の持株の分布を見ると、図表2-2の通りである。鄭名誉会長と五男の鄭夢憲がグループ全体の統治権を握っていることが見てとれる。ここで注目し得るのは、二男鄭夢九が主に経営していた現代自動車系列は、グループ分離以前のこの時点においてすでに現代グループ全体とは相互出資の関係がほとんど見られない持分構造であったことである。

³ 「最近の現代グループ人事に関連した政府の立場」財政経済部政策調整課、2000年3月27日

⁴ 『毎日経済新聞』2000年3月28日

⁵ 『朝鮮日報』2000年3月29日

⁶ 『毎日経済新聞』2000年4月1日

図表 2-2 現代大株主の持分状況 (2000年3月現在)

鄭周永	現代重工業 (11.56%)	現代自動車 (6.77%)、現代電子 (7.56%) 現代商社 (8.81%)、現代証券 (3.24%)
	現代建設 (4.58%)	現代重工業 (7.85%)、現代自動車 (2.76%) 現代商船 (12.60%)
	現代商船 (3.23%)	現代電子 (12.68%)、現代証券 (16.65%) 現代商社 (6.87%)、現代エレベーター (7.90%)
鄭夢九	現代自動車 (4.01%)	起亜自動車 (30.16%)、現代キャピタル (85.57%) インチョン製鉄 (7.14%)、高麗産業開発 (22.67%) 現代商社 (5.99%)
	現代精工 (6.31%)	現代自動車 (7.33%)
	インチョン製鉄 (7.13%)	現代精工 (16.47%) 起亜自動車 (10.04%)
鄭夢憲	現代商船 (13.44%)	現代電子・証券・商社・エレベーター
	現代建設 (3.74%)	現代重工業・自動車
	現代商社 (1.21%)	現代建設 (2.88%)、現代エレベーター (1.75%)
	現代電子 (1.69%)	自社株 (10.44%)
鄭夢準	現代重工業 (8.06%)	現代自動車・電子・商社・証券

出所：『毎日経済新聞』2000年3月27日

第2節 「三父子退陣」騒ぎ

現代グループは、グループ経営権の継承をめぐる泥沼の事態の中、膨大な有利子負債を抱えていたが、それは大宇のワークアウト直前の状況と非常に類似するものであった。現代グループの負債規模は、国内外を合わせて2000年3月末で30兆9890億ウォンであった。そのうち、外貨負債は124億ドルであった。現代グループのメインバンクである外換銀行によると、現代グループが外貨負債の中で償還圧力をうけるおそれのある1年未満の借入金は26億6900万ドルであった。

いっぽう、国内ウォン貸負債の中で最も多くの部分を占めていたのは社債であった。その発行額は2000年3月末現在16兆2740億ウォンであったが、そのうち5兆ウォンを上回る満期が2000年末までに到来することになっていた。そのため、債権市場では現代グループ系列会社が発行する債権の取引を忌避する現象が現れた。さらに、現代グループは、償還圧力を受けるおそれがある短期借入金の償還に支障（流動性問題）がないとはいきれない状態が長期間続くと見られた⁷。

図表 2-3 2000年月別現代系列会社発行債権満期状況

(単位：ウォン)

4月25日	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
230億	2335億	3950億	3200億	4680億	3900億	2820億	4400億	2兆780億

出所：『毎日経済新聞』2000年4月27日

その中で、最も大きな流動性問題を抱えていたのは、何より現代グループの持株会社格で

⁷ 『毎日経済新聞』2000年4月28日

あり中核企業であった現代建設であった。現代建設は3月1日から5月15日までに総額8144億ウォンの企業手形の支払い満期が訪れたが、その中で延長されたのはわずか1700億ウォンだけで、残りの6444億ウォンを返済しなければならなかった。現代建設は、資金事情が苦しい投信会社には4100億ウォンのうち3630億ウォンを返済し、銀行には2830億ウォンのうち1670億ウォンを、その他金融機関については国民年金の1000億ウォンを含む1144億ウォンを償還した。社債についてもやはりこの期間に満期が到来した1270億ウォン全額を償還し、延長されることはなかった。結局、現代建設は、2ヶ月半の間に7714億ウォンを償還したのに対して、新規借入は全くなかったため、急に資金不足問題にぶつかることになったのである。

このような流動性問題を回避するために、現代建設を率いていた5男の鄭夢憲会長は銀行側に資金対策案を提出したものの、銀行側が要求した鄭名誉会長の完全退陣、経営陣の交替、優良系列会社の売却および早期系列会社の分離などオーナー経営の改革には難色を表明した⁸。政府側も支援の条件として、①投信、証券などを金融機関の系列分離、②総帥と家臣グループ経営陣の退陣を骨子とするコーポレート・ガバナンス改革、③不動産および有価証券または系列会社の売却を通じる十分な流動性の確保などを示した。

これに対して、現代グループは、①鄭名誉会長の経営退陣に関する要求は当初政府側の要求事項に入っていなかった、②鄭名誉会長が現代自動車保有持分を維持するが、経営には一切干渉しない、③李益治会長などの家臣グループの退陣要求も要求事項になかったものであり、取締役会と株主総会で決定する問題である、④優良系列会社の売却要求に対しても要求事項になかったものである、⑤系列会社の売却は行わない、⑥さらに現代重工業の年内分離などの系列分離加速化の要求に対しても、インチョン製鉄（6月末）と石油化学（9月末）の分離だけを行ない、現代重工業は当初の計画通り2003年に行なう、などの立場を表明した。このように、融資・支援条件をめぐる政府・債権銀行側と現代側との間には大きな隔たりが存在しており、現代側は、流動性の危機に直面しているにもかかわらず、政府の圧力に抵抗する姿勢を示した。

政府・債権銀行団側が、2000年5月30日、当面の資金難の対策を講じるよう要求したことに対して、現代側は同日、現代建設の資金難を解消するために鄭夢憲会長と現代建設が保有している系列会社の株式を債権銀行団に担保として預託し、株式処分覚書を提出するなどの積極的な措置をとり、また系列会社全体の次元で保有株式・不動産の売却と投資計画の縮小などによって4兆ウォン以上の流動性を追加確保するという意欲的な動きを見せた（合計6兆ウォン）⁹。

ところが、翌日の2000年5月31日、現代は一転して自主再建計画の一環として、鄭名誉会長と鄭夢憲現代会長と、鄭夢九現代自動車会長が経営の一線から降りるといいうわゆる「三

⁸ 『毎日経済新聞』2000年5月29日

⁹ 『毎日経済新聞』2000年5月31日

父子退陣」を公表した。鄭名誉会長は親筆覚書で「これからは専門経営人体制で経営しなければ成功しない」「したがって、本人と鄭夢九・鄭夢憲会長は経営から降り、鄭夢憲会長は南北経済協力事業に専念する」と発表した¹⁰。また金現代構造調整本部長は「鄭名誉会長などは執行取締役として直接経営には関与しないが、株主取締役としての権限と責任は尽くす」と述べた。

それと同時に、金構造調整本部長は同日会見において、①現代自動車、現代建設、現代重工業、現代電子、現代商船をはじめとするすべての系列会社が海外先進企業との合作など戦略的提携を推進し、コーポレート・ガバナンスを先進化する、②グループ傘下 52 系列会社のうち 2000 年中に 16 社を追加的に整理する、③各系列会社が保有する他会社の株式と不動産を売却し、流動性 5 兆 9000 億ウォンを確保するなどの計画を発表した。ちなみに、売却対象資産は有価証券 2 兆 7074 億ウォン(非上場 3 系列会社の残余持分 1 兆 7000 億ウォン)、不動産 6988 億ウォン、その他事業部門の 3079 億ウォンなどで合計 3 兆 7141 億ウォン¹¹、そして新規投資の縮小額が 2 兆 2000 億ウォンであった。

韓国国民は、このような現代グループの対応を歓迎し、それが韓国企業文化の一大変化につながるものと期待した。三父子の退陣、すなわち鄭一家の経営からの退陣に伴い、今後現代には系列会社別の専門経営人による独立経営体制が確立され、系列会社間の協調体制も過去のグループ体制とはかなり異なる様相を呈すると見られた。「いずれにせよ、今回の鄭名誉会長一家の同伴退陣宣言は韓国企業集団史において『所有と経営の完全分離』を最初に試みるという点で重大な意味を持つ」と高く評価された。というのは、現代グループは韓国型コーポレート・ガバナンスの典型であり、企業集団体制の最後の堡壘であると見なされていたからであり、また、他の財閥が生き残りをかけ系列会社の売却と減量経営など変身に力を注いでいる間でも、起亜車と LG 半導体の合併、対北投資など拡張経営を追求してきたからである。

しかし、世間の好評とは裏腹に、当事者の一人である次男の鄭夢九現代自動車会長は、「結局、鄭名誉会長は鄭夢憲にすべてを与えるに過ぎない」と受け止め、「三父子退陣」に対して猛反発し、波紋が広まった。現代グループの「三父子退陣」に対して、鄭夢九側の系列会社は「反対」を、鄭夢憲側の系列会社は「支持」を表明し、異なる反応を見せた¹²。現代自動車の取締役会が 2000 年 6 月 1 日に鄭夢九会長の再信任を決定する一方、現代会長職から辞退した鄭夢憲現代牙山取締役の公式的な肩書きは「現代牙山取締役会会長」となった¹³。現代グループの中でこのような異なる反応を前に、三父子の退陣の真意がどこにあったのかを疑問視する雰囲気が生じた。

¹⁰ この退陣に伴い、現代財閥の創始者である鄭周永氏の肩書きは現代グループ名誉会長ではなく、現代グループ前名誉会長となったが、本稿では煩雑になるのを避けるため、「名誉会長」と表記する。

¹¹ 現代自主再建計画案の具体的な内訳は『毎日経済新聞』2000 年 6 月 1 日を参照

¹² 『毎日経済新聞』2000 年 6 月 2 日

¹³ 『朝鮮日報』2000 年 6 月 26 日

第3節 現代グループの分離

1. 現代自動車の系列分離

1.1 現代自動車の系列分離

現代グループのいわゆる「王位継承紛争」は、次男の現代自動車会長の鄭夢九が鄭名誉会長の要求に屈せず、平行線を辿り、結局、現代自動車系列が現代グループから分離方向にいたることになった。しかし、それは簡単なことではなかった。というのは、後述の通り、鄭名誉会長が現代自動車の株を取得し、二男鄭夢九をはるかに上回る持分を取得することによって、鄭夢九の経営権が一時期危うくなる場面もあったからである。

韓国の公正取引法によれば、系列分離のためには持分整理と資金貸借・債務保証の解消、役員兼任の解消などの法的要件の他に、実質的な統治力の排除が重要な承認基準になっている。また、系列分離された企業の間で取引相手を「顕著に支援する」事例もなくならなければならない。系列分離のために上場系列会社の場合は3%、非上場系列会社の場合は15%を超過する持分をすべて処分しなければならないことになっている。現代グループの場合、現代自動車が現代グループから（系列）分離するためには現代グループの自動車系列以外の企業株を上記の規定をクリアするまで売り払わなければならないし、また、自動車系列以外の企業も現代自動車の株式を売り払わなければならないことがあった。

現代自動車は、現代グループから分離し、自動車小グループを形成するため、2000年5月末までに保有している現代グループ系列会社の株式を処分することにした¹⁴。現代自動車側の持分解消の際には大きな問題が生じなかったものの、自動車系列以外の現代グループ側からの持分解消は順調ではなかった。それは、鄭名誉会長が自動車の持株を処分しないという抵抗したからである。こうした状況は、現代建設の自主再建策の一環として現代自動車に対する持分を一括処分するまで続いた。その過程を見ると、次の通りである。

現代構造調整本部は自動車小グループの現代グループ系列分離を2000年6月19日に公正取引委員会に申請したが、その中で、系列分離される自動車小グループの代表者については鄭夢九現代自動車会長を改めて申請し、現代グループの代表者（同一人）については鄭名誉会長から鄭夢憲現代牙山取締役会議長に名義変更の申請をおこなった。現代自動車小グループには現代・起亜自動車と現代精工、現代キャピタル、オートエバダッコム、イエイチディダッコム、現代宇宙航空など7社が含まれることになった。

ところで、鄭名誉会長は、2000年5月25日、現代自動車株式6.8%の購入に続いて、6月26日にはさらに同株式の2.2%を取得し、現代自動車発行済み株式総数の9.1%を所有した。これによって、鄭名誉会長が現代自動車の筆頭株主の地位を固めることになった。このよう

¹⁴ 『毎日経済新聞』2000年5月20日

な株式取得は、現代グループ代表者の変更要請後間もない時に行われたため、大きな波紋を呼んだ。なぜなら、系列分離を求めていた政府の方針に逆らって、現代自動車の所有比率を増やしたからである。

これに対抗して、鄭夢九現代自動車会長は、6月26日、提携企業であるダイムラー・クライスラーに同社株の10%の購入を呼びかけた。また、三菱自動車の4.8%を友好的持分に取り付けて、鄭名誉会長に対抗した。この一連の過程によって現代自動車の所有比率が大きく変動することになった。その推移は、図表2-4の通りである。

図表2-4 現代自動車の大株主持分変動の状況(2000年)

(単位：%)

現代精工 7.8	2000年 5月25日 ⇒ 鄭周永 6.8% を買収 現代系列会社 6.8%を売却	鄭周永 6.9	2000年 6月26日 ⇒ 鄭周永 2.2% を現代建設か ら買収	鄭周永 9.1	2000年 7月初 ⇒ ダイムラー 9% 新株発行1% 自社株買収	ダイムラー 10.0
鄭夢九 4.0		現代精工 7.8		現代精工 7.8		鄭周永 9.1
現代重工業 6.8		鄭夢九 4.0		鄭夢九 4.0		現代精工 7.8
現代建設 2.8		現代建設 2.8		現代建設 0.6		三菱 4.8
鄭周永 0.1		自社株 12.0		自社株 12.0		鄭夢九 4.0
三菱 4.8		三菱 4.8		三菱 4.8		自社株 11.0
従業員持株 8.0		従業員持株 8.0		従業員持株 8.0		従業員持株 8.0

出所：『毎日経済新聞』2000年6月27日

他方、公正取引委員会は、同日鄭名誉会長の持分拡大と関連して、保有持分を3%以下に下げないと、自動車の系列分離を承認できないという既存の立場を再確認した¹⁵。

現代グループは、公取の表明翌日の2000年6月27日、「現代系列会社35社のうち当初分離予定であった現代自動車関連6社などを含めて10社を除き、現代建設や現代重工業など残りの25社を現代グループから系列分離する方案を推進中である」ことを明かにした。すなわち、現代グループから現代自動車小グループが分離するのでなく、逆に自動車小グループを除いたすべての系列会社がグループから分離するといういわゆる「逆系列分離」という構想であった。これは、公正委員会が鄭名誉会長の現代自動車持分(9.1%)を系列分離の要件である3%以下に引下げるよう要求したことへの対抗措置として、鄭周永の持分を解消せずそのまま保有するためにひねり出された発想であった。すなわち、逆系列分離すると、現代自動車の持分を3%以下に減らさなくても、公正取引法に抵触しないからであった。現代構造調整本部はこのような分離案を6月29日に公正取引委員会に提出する予定であることを明らかにした¹⁶。

これに対して、公正取引委員会はいわゆる逆系列分離案が「国民をごまかすものであり、詐術に過ぎない」と大きな怒りを発した。また李容根金融監督院長は、同日に鄭名誉会長が

¹⁵ 『朝鮮日報』2000年6月27日

¹⁶ 『朝鮮日報』2000年6月28日

保有持分を売却するか、それとも鄭夢九現代自動車会長に渡すかのいずれかを決断するほうが望ましいと勧告した。このような政府側の強力な反対にもかかわらず、2000年6月30日、現代構造調整本部は、政府の対応をまるで欺くかのように現代建設など25系列会社のグループ分離を骨子とする系列分離申請案を公正取引委員会に提出した。

しかし、公正取引委員会は条件不備を理由で申請書の受理を拒否した。田公正取引委員長は「現代建設が資金調達に困難を被っている状況を考慮すると、現代は鄭名誉会長の持分を迅速に整理しグループ財務構造改善に活用すべきである」と警告した¹⁷。

他方、鄭夢九現代自動車会長は「黒字を出し、雇用を維持すれば、誰でも専門経営人である」と張り切った。現代自動車は鄭夢九会長の経営権防衛のため課長クラス以上の職員に一人当たり1000万~3000万ウォン規模で自社株を購入するように促した¹⁸。

現代が出した逆分離案は現代グループの同一人を鄭夢九に名義変更するものであったが、公正取引委員会はそれを認めず、以前と同様、現代グループの同一人を鄭名誉会長であることを再確認した。それは、鄭名誉会長の自動車持分を整理しない限りどのような形にしても系列分離を承認しないことを意味したものであった。これに対して、現代グループは、政府の要求を絶対に受け入れることはできないという立場を明らかにして全面对決の姿勢を崩さなかった¹⁹。

しかし、政府の方針が固いものであったと感知した現代構造調整本部は、2000年7月16日、現代自動車早期系列分離のための新案として、鄭名誉会長の持分9.1%のうち親族分離要件である3%を除いた6.1%を議決権のない優先株に転換する用意があると表明した²⁰。これに対して、翌日の7月17日、田公正取引委員長は現代自動車系列分離と関連して、「鄭名誉会長の自動車持分9%のうち6.1%を優先株方式で無議決株式に転換すれば、系列分離申請を受け入れる」という承認の意思があると明言した²¹。ところが、7月18日、現代は鄭名誉会長の自動車持分を優先株に転換する新案が会社定款上また現行法律上困難であるという反応を示した²²。これによって、再び系列分離の問題は霧の中に入ってしまうことになった。

政府と債権銀行団は、現代自動車に対する鄭名誉会長の持分調整方法として「債権銀行団による一括買収」を提示した。また、金融監督院は現代に関連する信用供与限度規定を厳格に適用し、新規資金支援を凍結すると決定すると同時に、流動性危機に直面していた現代建設などをワークアウトか会社整理法の形で処理することもありうるという強硬な姿勢を示すなど、鄭名誉会長側に圧力をかけた。これに対して、2000年8月4日、現代関係者は自動車持分6.1%を必ず処分することと、現代重工業を2001年末までに完全に分離させることを

¹⁷ 『朝鮮日報』2000年7月1日

¹⁸ 『朝鮮日報』2000年7月5日

¹⁹ 『毎日経済新聞』2000年7月3日

²⁰ 『毎日経済新聞』2000年7月17日

²¹ 『毎日経済新聞』2000年7月18日

²² 『毎日経済新聞』2000年7月19日

明らかにした²³。

その中で 2000 年 8 月 7 日に内閣改造が行われ、全経済閣僚が交代した。8 月 13 日、現代側は現代自動車の系列分離のネックになっていた鄭名誉会長の現代自動車持分 9.1%のうち 6.1%を債権銀行団に 8 月中に完全に売却することを発表し、実際、8 月 22 日、鄭名誉会長の保有 6.1%（1271 万株）が、すべて国内機関投資家と一般投資家に売却された²⁴。これによって、「王位継承紛争」から始まった現代グループと鄭氏一家をめぐる一大騒動と系列分離は一応の決着を見ることになった。

2000 年 9 月 1 日、現代自動車小グループの現代グループからの系列分離は公正取引委員会によって最終的に承認された。政府と現代グループとの間での劇的な妥協の背景には、当時すでに表面化しはじめていた現代建設の流動性問題や現代投信および現代電子などの計りきれない問題が山積しており、それを解決しようという目論見があった。

現代自動車は、2000 年 9 月 6 日、定期取締役会を開き、ダイムラー・クライスラーとの戦略的提携と第 3 者配分方式の増資参加計画を最終承認した。それに従って、1 株あたり 2 万 900 ウォンで総発行株式の 9%に当たる記名式普通株 2061 万 8000 株を新たに発行し、ダイムラー・クライスラーに 4309 億ウォンで売り渡した。こうして、現代自動車は三菱自動車を代表する日本人取締役を含め、既存の 8 名の取締役の他にダイムラー・クライスラーから取締役を受け入れることになった²⁵。

一方、鄭名誉会長は、2001 年 1 月 10 日、現代自動車株の最後の保有持分 0.97%（287 万 6348 株）をすべて売却した。これによって、鄭名誉会長は 1946 年に現代自動車を創業してからおよそ 55 年ぶりに自動車事業から手を引くことになった²⁶。

1.2 現代自動車の所有構造と配当率の増加

2001 年 3 月 16 日、現代自動車は株主総会を開いた。その時点で、鄭夢九会長と現代関連系列会社の持分は 24.88%と 2000 年末の 15.48%より約 10%増となり、経営権の安定持分を確保した。一時期ダイムラー・クライスラーと三菱自動車によって鄭夢九会長の経営権が脅かされる場面が見られたこともあったものの、両社の持分は 2000 年末の 10.64%から 11.12%へと 0.48%しか伸びなかった。それに対して、現代自動車系列会社である現代モビスが 10.99%から 11.49%へ、インチョン製鉄が 0%から 4.59%へ、鄭夢九会長が 3.90%から 4.07%へ、現代重工業も 0.29%から 1.19%へ現代自動車の持分を増やした。これにより、ダイムラー・クライスラーと三菱自動車の合計持分は現代側の持分に比べて半分以下に落ち、ダイムラー・クライスラーとの戦略的提携の後、危惧されてきた現代自動車の外国企

²³ 『毎日経済新聞』2000 年 8 月 5 日

²⁴ 『毎日経済新聞』2000 年 8 月 23 日

²⁵ 『毎日経済新聞』2000 年 9 月 7 日

²⁶ 『朝鮮日報』2001 年 1 月 11 日

業による買収・合併（M&A）の可能性はなくなった。また、この日、株主総会においてダイムラー・クライスラーは株主間の契約にしたがって、鄭夢九会長の経営権をこれから 10 年間支持することを約定した²⁷。

系列分離によって、現代自動車グループは、現代グループに属する多くの不良企業から来る連帯責任性や連鎖危険性から解放され、不振を極める現代グループ系列会社と違って、大きな成長を見せている。2002 年までの経営実績は、図表 2-5 の通りである。

鄭夢九会長は、2003 年末、現代自動車の所有比率を 4.1%から 5.2%に増やした。また系列会社である現代モービスは 2004 年 1 月 16 日、現代自動車の持分を追加確保し、所有比率を 13.21%に増やした。これによって、現代自動車の所有構造はより安定的になった。

図表 2-5 現代自動車の実績推移

(単位：ウォン)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
売上高	11.66 兆	8.70 兆	14.24 兆	18.23 兆	22.51 兆	26.34 兆
純利益	465 億	-332 億	4143 億	6679 億	1 兆 1654 億	1 兆 4435 億
負債比率		250.1%	128.8%	135.7%	115.8%	99.5%

出所：現代自動車監査報告書 (<http://www.hyundai-motor.com>)

図表 2-6 現代自動車の所有構造 (2003 年 11 月 14 日)

区分	現代モービス	INI スチール	鄭夢九	ダイムラー・クライスラー
所有比率	13.21	4.87	5.21	10.46

出所：現代自動車四半期報告書 (<http://www.hyundai-motor.com>)

現代自動車の配当状況を見ると、以下の図表 2-7 の通りであるが、コーポレート・ガバナンス改革が進められる 1999 年から大きな伸びを見せている。このように、株主の収益を考慮するように経営体制が変わっていったが、その背景には外国人資本家の所有比率の増加と、株主自らが配当を通じて収益を追求する性向が強まったことなどが存在していた。

図表 2-7 現代自動車の配当状況

(単位：ウォン)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
配当可能利益	11.8 億	4885.4 億	3390.5 億	2153.4 億	2437.7 億	/
配当金総額	11.8 億	1395.8 億	1653.9 億	2151.5 億	2430.8 億	2856.7 億
株当りの配当金 (ウォン)						
普通株	0	500	600	750	850	1000
1/3 優先株	50	550	650	800	900	1050
2 優先株	100	600	700	850	950	1100
額面配当率						
普通株	0%	10%	12%	15%	17%	/
1/3 優先株	1%	11%	13%	16%	18%	/
2 優先株	2%	12%	14%	17%	19%	/

出所：現代自動車四半期報告書 (<http://www.hyundai-motor.com>) から作成

²⁷ 『毎日経済新聞』2001 年 3 月 17 日

以上のように、現代自動車は、紆余曲折を経て現代グループから系列分離し、いくつかの系列会社を傘下におく現代自動車グループを形成することになった。

2. 現代重工業の系列分離

「王位継承」をめぐる争いが泥沼化している中、鄭夢準系列の現代重工業は、2000年7月、鄭夢憲系列の現代電子と現代証券らを相手に「現代重工業が97年に現代電子の外資導入の過程で債務保証し、現代電子の代わりに債務を返済した」とする2億2000万ドルに達する外貨代納金の返還と損害賠償請求訴訟をソウル地裁に提起した²⁸。

この背景には、現代重工業の筆頭株主の持分変動に伴う鄭名誉会長の8男である鄭夢準と鄭夢憲との間の葛藤がある。当初、鄭夢準が大きな持分を有していた現代重工業の株式を鄭夢憲が大量に買い集め一躍筆頭株主となったが、それに対して鄭夢準が本格的な反撃に出たのである。

2000年1月から5月にかけて、鄭夢憲が筆頭株主である現代商船は、鄭名誉会長の現代重工業の持株を買収した。現代商船は、それまで現代重工業の筆頭株主であった鄭夢準の持分を超え、一躍筆頭株主となった。具体的に現代重工業の持株比率を見ると、鄭夢憲系列である現代商船と現代建設がそれぞれ12.46%、6.93%で両社合わせると19.39%に達し、鄭夢準の8.06%を圧倒することになった。そのため、鄭夢準の現代重工業の経営権が脅かされるようになった。鄭夢準側は従業員持株と自社株ファンドなどの友好勢力を合わせて、鄭夢憲側に対抗する体制を固めた²⁹。鄭夢憲の系列企業が現代重工業に対する持分比率を大きく伸ばしたのは、同年5月、現代グループの流動性対策の一環として政府に対して行った現代重工業の系列分離という約束に違反するものであった。

図表2-8 現代重工業の所有構造の変動

(単位：%)

2000年	鄭周永	鄭夢準	現代建設	現代商船	我が社株	自社株ファンド
1月	11.56	8.06	7.85	0.49	5.98	—
5月以降	0.51	8.06	6.93	12.46	5.99	18.61

出所：『毎日経済新聞』2000年7月29日

2000年8月1日、金融監督院は、現代重工業が現代電子の外資導入の際に債務保証をしたことと関連して、三つの現代系列会社に対する本格的調査に着手する方針を明らかにし³⁰、翌日、現代電子の外資導入の過程で債務保証を行った現代重工業を為替管理法違反の嫌疑で検察に告発することを決めた³¹。

²⁸ 『毎日経済新聞』2000年7月29日

²⁹ 『毎日経済新聞』2000年7月29日

³⁰ 『毎日経済新聞』2000年8月1日

³¹ 『毎日経済新聞』2000年8月3日

一方、少数株主（参与連帯）は、現代電子に対して債務保証した 2 億 2000 万ドルの払い戻しの訴訟を起こし、また有価証券報告書の虚偽公示などで現代重工業と現代電子の取締役に対して代表訴訟を起こした。

現代建設は自主再建策の一つとして現代重工業の保有株を売却することを政府に約束した。これを受けて、現代重工業は、2000 年 10 月 17 日、グループ構造調整本部側と「現代重工業の現代グループからの早期系列分離に事実上合意」し、「現代建設が保有している現代重工業持分（6.93%・527 万株）を早ければ来る 10 月 20 日の時価で買収することを決定した」と語った。実際、当日、現代建設の保有していた現代重工業持分が鄭夢準と現代重工業側に売却された。これに関連して現代グループ幹部は「現代建設の自主再建が進まない中、保有中の現代重工業持分の売却を急がなければならない至急な状況になったため、グループ構造調整本部が現代重工業に現代建設の保有している現代重工業持分の買収を勧告し、この過程で現代重工業の早期系列分離について意見の調整が行われることになった」とその背景を説明した。現代重工業の現代グループからの系列分離は、現代商船保有の現代重工業株が売られ、他系列会社への債務保証が解消されれば現実化することになっていた。

実際に、現代重工業の現代グループからの系列分離は進んだ。2001 年 1 月半ばの時点で現代重工業の系列会社に対する債務保証の規模が大きく減ったが、具体的に見ると次の通りである。まず、2001 年 1 月 16 日、現代電子が 2400 億ウォンの負債を現代重工業に返済した。それにより、現代重工業の系列会社に対する債務保証規模は 3700 億ウォンに減り、2000 年初の 1 兆 4000 億ウォンと比べると、4 分の 1 の水準までに減ったことになる。2001 年 1 月半ば債務保証額は、現代建設 1700 億ウォンと現代商船 47 億ウォン、系列会社海外法人 1900 億ウォンだけであった。現代重工業側は 2001 年末までに債務保証を完全に解消し、さらに現代商船の保有株 12.5%が買収されれば、系列分離は最終的に成立すると語った³²。2001 年 3 月 30 日、現代商船は、保有中の現代重工業の持分 12.5%を現代重工業と CSFB に売却する計画を発表した。

このように、現代重工業の現代グループからの系列分離は順調に進んだ。2002 年 2 月 21 日、現代重工業は、系列分離要件の最後の課題となっていた現代牙山株の持分 24.84%のうち 9.89%を現代牙山に無償譲与した。これによって、現代重工業の現代牙山保有持分は 14.95%に落ち、系列分離のための要件を満たして現代重工業は現代グループから分離されることになった³³。

分離された現代重工業の経営状況を見ると、次の通りである。売上高は毎年順調に伸びているが、利益はそうではない。それは、現代グループ構造調整過程において大規模の有価証券の処分損失が発生し、純利益が大きく減ったこと³⁴、現代石油化学などの系列会社の損失

³² 『毎日経済新聞』2001 年 1 月 19 日

³³ 『毎日経済新聞』2002 年 2 月 21 日

³⁴ 例えば、現代重工業は、現代自動車、現代ハイスコ（旧現代鋼管）、現代宇宙航空、大韓アルミニウムの株式を処分

を補填したことなどによる。

表 2-9 現代重工業の営業実績

(単位：ウォン)

区分	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年
売上高	6兆9597億	6兆3723億	6兆6261億	7兆4042億	8兆1341億
営業利益	1兆185億	6664億	7537億	5323億	4545億
経常利益	1778億	4642億	△2186億	△519億	△3223億
当期純利益	1109億	3228億	△1615億	△781億	△2454億
負債比率	238.6%	111%	204.1%	219.8%	223.8%

出所：現代重工業ホームページ

現代重工業の現代グループからの系列分離は、深刻な経営悪化に陥っている現代建設・現代投信・現代電子などの鄭夢憲系列会社から完全に独立し、それらの系列会社への債務保証の危険性がなくなることを意味した。

3. 現代投信証券・投信運用の売却

経営権の継承をめぐる紛争が表面化していた2000年3月末、現代投信証券は各種の不良債権から生じる損失を抱えることによって自己資本蚕食規模が1兆2000億ウォンに達し、流動性問題が発生する構造的危機に陥っていることが明らかになった³⁵。4月中には引出が殺到する事態が発生した。

図表 2-10 現代3金融系列会社の売却交渉の経過

2000年		2001年	
4月末	現代投信資金引出し事態	1月31日	AIG、政府と現代投信に共同出資提議
6月22日	現代・AIG コンソシアム MOU 締結 (9000億ウォン誘致、現代投信・運用経営権委譲)	5月18日	金融監督院、現代証券監査着手(現代側に現代証券持分売却圧迫)
		5月24日	李委員長、現代-AIG間直接交渉開始
8月28日	現代・AIG 第2次 MOU 締結(1兆1000億ウォン誘致、現代証券などの金融系列会社経営権委譲)	8月3日	金融監督委員会、AIG、現代証券新株発行方式で経営権買収推進
		8月8日	AIG、政府に他の出資方式提案(8月11日 MOU 締結計画霧散)
11月14日	AIG 側ロース会長・李金融監督委員長面談(AIGが現代投信の損失補填を要求→現代・AIGの交渉が事実上決裂)	8月16日	李委員長、AIG側当初出資方案に変更
		8月23日 ¹	政府-AIG間、MOU締結
		8月24日	AIG、優先株発行価格8490ウォンから7000ウォンへの引下げ要求
		10月12日	AIG、更なる追加条件を要求
		11月21日	政府と現代、追加要求条件を受容
		12月 ²	AIG、交渉を破棄

出所：1. 『毎日経済新聞』2001年8月24日、2. 筆者追加作成

し、2181億ウォンの損失を記録した。

³⁵ 『毎日経済新聞』2000年4月28日

しかし、2000年4月27日、現代投信証券所有比率27.6%を保有している最大株主の現代電子は現代投信正常化のための支援を行わないことにした。政府と現代投信証券は外資誘致と海外売却を進めることにし、5月からAIGコンソシアムと売却交渉を開始した。

AIGとの売却交渉は、2回もMOUを締結するなど、2001年末まで続いたが、AIG側の度重なる過度な追加条件の要求に対する韓国政府と現代側の譲歩にもかかわらず、AIG側によって一方的に破棄されてしまった。それまでの過程は、以下の表の通りである。AIG側との交渉の過程において、AIG側の要請にしたがって当事者の現代を排除した金大中大統領とAIG側との青瓦台会談が開かれるなど、ある意味では屈辱的な条件を呑まざるをえなかった複雑な状況をうかがわせるような場面も見られるほどである。

2002年1月からはアメリカの保険会社プレデンシャル社と交渉を行うことになったが、金大中政権の下では売却が成立せず、盧武鉉政権の課題となった。2003年3月27日、政府は、現代投信証券と現代投資運用の売却についてのMOUをプレデンシャル社と結び、同年11月25日日本契約を締結した。これにより現代投信証券の既存株主の持分を100%完全減資し、預金保険公社を通じて2兆4000億ないし2兆5000億ウォン程度の公的資金を投入した後、現代投信証券持分80%と子会社の現代投資運用をプレデンシャルに売却することが合意された。本契約締結の時点における現代投信証券および現代投資運用の状況は、以下の通りである。

図表2-11 現代投資証券および現代投信運用の状況

	現代投信証券	現代投信運用
人員	1029名	99名
支店数	88社	・
販売高(受託高)	14兆589億ウォン	16兆2320億ウォン
資産	4兆166億ウォン	1458億ウォン
負債	5兆6368億ウォン	18億ウォン
自己資本	-1兆6202億ウォン	1440億ウォン
累積欠損金	-2兆6810億ウォン	-60億ウォン

出所：『朝鮮日報』2003年11月26日

一方、当初政府は、AIGとの交渉で見られたように、現代投信と共に現代証券も売却し、公的資金の一部を充当する方針であった。ところが、この方針は、現代証券労働組合側からの反対にぶつかった。現代証券労組は2003年11月6日、12月から株主から売却反対の委任状を集める方針を発表するなど積極的な反対活動を展開した。政府としても現代投信証券と如何なる持分関係もない優良な現代証券を売却する名分がなかった。そのため、政府は、当初の計画であった現代証券の売却は取り止め、不良経営の責任として2000億～3000億ウォンの分担金を現代投信の大株主である現代グループに賦課することにした。

4. ハイニクス半導体（旧現代電子）の売却の失敗

現代投信証券の大株主の現代電子が現代投信証券への支援を拒否したことは先に述べた通りであるが、その最も大きな理由は現代電子も膨大な負債を抱えていたことであった。2000年12月の現代電子の負債総額は11兆4000億ウォンであった。

現代電子は2001年3月末の株主総会において社名をハイニクス半導体に変更した。2001年8月1日、現代側がおよそ20%に当たる持分に対する議決権と経営権を放棄する覚書を債権銀行団に提出し、現代グループから系列分離した。一方、政府と債権銀行団は、現代電子を回生させるという原則を堅持し、多くの援助を惜しまなかった。政府は、社債迅速買収措置、輸出為替手形限度の拡大、輸出信用状発行限度の維持、都市銀行シンジケート援助、施設・運転資金の支援、借入金の帳消し、貸出金の資本化、満期延長と金利減免など、数次に渡る支援を行った。債権銀行団はハイニクスの破産に備えるための貸倒引当金を増やしていく一方、追加支援を続けていった。

2001年下半年からアメリカの大手半導体生産会社マイクロン社がハイニクスの購入に取り掛かり始めたが、ハイニクス半導体の処理については、「独自生存」と「海外売却」の意見が鋭く対立して、ハイニクス半導体の少数株主は2002年2月16日非常対策委員会を結成し、売却に反対する意向を示すなどした。マイクロン社への売却の場合と独自生存の場合を比較すると、以下の表の通りである。

図表2-12 ハイニクス処理計画の損益分析

区分	マイクロン社との交渉妥結	独自生存
負債の帳消し規模	4兆5000億ウォン(47%)	2兆8500億ウォン(30%)
新規資金の支援	15億ドル(2兆ウォン)	1兆ウォン
追加支援可能性	追加負担なし	DRAM 価暴落の際に不可避
韓国半導体産業の地位	半導体強国の地位失う	半導体強国の基盤維持可能性
少数株主の利益	保証されない	債権銀行団の支援の際に利益保障、拒否の際には無し
回生可能性	2強体制構築で回生可能性高	DRAM 価による
国際金融市場の反応	肯定的	否定的
韓米通商摩擦	通商摩擦の解消に役立つ	通商摩擦激化のおそれ

出所：『毎日経済新聞』2002年2月18日

最終的に売却が最も現実的代案であるという認識の下で、債権銀行団とマイクロン社との間で本格的な交渉が行われた。債権団とマイクロン社との間では売却条件をめぐって意見の相違が存在していた。具体的には、以下の通りである。

図表 2-13 マイクロン社と債権銀行団の要求事項

マイクロン	内容	債権銀行団
11 億ドル 10 年 4% 4 億ドル後順位債 (30 年満期 2%) 買収	新規資金	11 億ドルは市場金利、後順位債の買収は不可、貸出の際にマイクロン社に担保要求
株式売却 1 年後 50%、2 年後 25%、 3 年後 25%	株式処分制限	3~6 ヶ月に調整
売却代金 50% まで損失保障	追加損失補填	知的財産権など細部項目によって調整必要
了解覚書締結 5 日前	株式基準日	了解覚書締結 2 ヶ月前まで遡及
本契約まで全額ハイニクス負担	費用負担	半分ずつ
具体的内容なし	残存法人	事業性の確保策を要求

出所：『毎日経済新聞』2002 年 2 月 20 日

2002 年 4 月 23 日、2001 年 12 月初めにハイニクスとマイクロン社が戦略的提携の方針を明らかにしてから、7 回の交渉の末にハイニクスのメモリ事業部門を 32 億ドル（およそ 3 兆 8000 億ウォン）でマイクロンに売却する暫定 MOU を締結した。その具体的な内容は、以下の通りである。

図表 2-14 ハイニクス売却 MOU 内容

区分	主要内容
売却代金	マイクロン株式 1 億 860 万株 (4 月 23 日現在価値 33 億 5574 万ドル)
残存法人投資	2 億ドル
エスクロ口座	1400 万株預置
偶発債務	売却代金の 25% 以内で負担、租税・環境・知的財産権関連は除外
新規資金支援	運営資金 3 億ドル (金利上限 5%)、施設資金 8 億ドル (金利 6%)、4 億ドルは上限無しリボ+2% (マイクロン本社の保証無し)
税金	租税減免の特権
株式処分の制限	1 年以内に株式全体の 50% 処分可能、2 年以内に 100% 処分可能

出所：『毎日経済新聞』2002 年 4 月 24 日

上記の MOU 案について債権団は同意する決定を下したが、ハイニクス取締役会は 2002 年 4 月 30 日「残存法人の生存の可能性が希薄である」ことを理由に、MOU 案を否決した。2002 年 5 月 2 日、マイクロン社も交渉の終結を公式的に宣言した。

売却の失敗後、外換銀行などの債権団は、2002 年 12 月 30 日、21 対 1 の均等減資と債務調整案を決議した。その内容は、図表 2-15 の通りである。

図表 2-15 ハイニクス債務調整案の債権銀行団決議の主な内容

区分	内容
資本減少	債権銀行団、少数株主区別なしで 21 対 1 均等減資 (資本金 26 兆 2175 億ウォンから 1 兆 2484 億ウォンに減少)
債務の資本化	債権銀行団保有無担保債権 1 兆 9000 億ウォンを 1 株当たり 9513 ウォンで債務の資本化
与信条件の変更	債務の資本化後残る与信 3 兆ウォンの満期は 2006 年末に延長。金利年 3.5% 水準に引下げ (キャッシュフローが好転すると、早期償還)、満期までに発生した利子は現金に計算して支給

出所：『毎日経済新聞』2002 年 12 月 31 日

ところが、このような債務調整にもかかわらず、市場では「当分の間生命を伸ばしたことに過ぎない」とし、ハイニクスが将来が決して明るいものでないという見方が強い。というのは、債権銀行団の債務調整でハイニクスに期待できる節減費用は年間およそ 4300 億ウォン程度であるからであった。とりわけ、2003 年から有数の DRAM 会社が 12 インチ次世代設備を本格的に稼動するなど DRAM 市場が完全に再編されている状況にもかかわらず、ハイニクス半導体の大規模設備投資は期待できない状況であるため、急変する DRAM 市場における競争に堪えられるかが疑問であるという見方が強く出ている。

さらに、2003 年 7 月 24 日、アメリカはハイニクスに対する 5 年間 44% の不当廉売関税を確定した³⁶。EU もハイニクス半導体に対して 33% の不当廉売関税を賦課という予備判定を下し³⁷、台湾半導体業界も、アメリカや EU に引き続き、不当廉売関税の賦課を台湾政府に要請している状況である³⁸。

図表 2-16 ハイニクス半導体の実績推移

(単位：ウォン)

	1998	1999	2000	2001	2002 ¹	2003 ²
売上高	4 兆 4171 億	6 兆 120 億	8 兆 9024 億	3 兆 9835 億	3 兆 1 億	3 兆 5092 億
営業利益	238 億	6461 億	1 兆 5007 億	△1 兆 2921 億	△9403 億	△5243 億
当期純利益	1451 億	2244 億	△2 兆 4868 億	△5 兆 736 億	△1 兆 9479 億	△1 兆 2894 億

出所：1. ハイニクス半導体ホームページ (www.hynix.co.kr)、2. 『毎日経済新聞』2004 年 1 月 10 日

上記の図表 2-16 に見られるように、ハイニクス半導体は 2000 年から莫大な当期純損失を記録しつづけ、2001 年から営業赤字さえ記録している。債務調整が行われた後の 2003 年においても依然として営業赤字と莫大な当期純損失しか得られなかった。

5. 現代建設の債務調整

2000 年 4 月から 5 月にかけて三星カードや三星キャピタルによる一連の資金回収によって現代建設の流動性危機の問題が表面化し、「王位継承」をめぐる兄弟間の紛争と現代自動車の系列分離をめぐる対立が先鋭化していた 2000 年夏頃から緊迫した様子を見せ始めた。2000 年内に満期到来する現代建設の借入金は 2 兆 259 億ウォンであった。

一方、現代グループ系列会社による現代建設に対する迂回的な資金の支援が続いていた。現代エレベーター、現代商船、現代証券などは、6 月以降有価証券の買収あるいは不動産売却、金銭貸与などを通じて現代建設に対して資金支援を行っていた。そのうち現代商船は現代建設が発行する企業手形を 6 月から 5 回にわたって買収した³⁹。また、現代建設の海外無

³⁶ 『毎日経済新聞』2003 年 7 月 25 日

³⁷ 『朝鮮日報』2003 年 4 月 25 日

³⁸ 『朝鮮日報』2003 年 4 月 18 日

³⁹ 『毎日経済新聞』2000 年 7 月 27 日、このような不公正な支援行為が現代商船の不良化と資本蚕食状態をもたらしていた。

担保転換社債が、転換価格よりはるかに低い株価であるにもかかわらず 900 万株分転換された。ところが、これらの支援は一時的な凌ぎ策に過ぎず、現代建設が直面していた流動性危機を克服できる根本的な対策にはならなかった。

一方、現代建設への資金援助について、すでに系列分離した現代自動車の鄭夢九会長は「現代建設の交換社債を買くと、負債を抱えることになり、現代牙山の持分を買くと、対北朝鮮事業を抱えなければならないことになるため、現代・起亜車職員 23 万名の雇用安定が保障できなくなる」とし、否定的な姿勢を崩さなかった⁴⁰。

現代建設は、政府と債権団から満期延長や資金援助を受ける代わりに、自主再建案を数回にわたって作成させられたが、そのほとんどは実現されないままの状態が続いた。結局のところ 2000 年末、政府は、緊急対策として「産業銀行を通じる社債の一括買収」を打ち出し、その最も大きな対象の一つを現代建設とした。現代建設に対する金融支援総額は、①借入金満期延長 1 兆 59 億ウォン、②社債迅速買収 1 兆 5600 億ウォン、③国外債務保証 4 億ドル(約 5000 億ウォン)、④アパート分譲代金担保貸付 3400 億ウォンなど、総額 3 兆 4095 億ウォンに達することになった⁴¹。

ところで、2001 年度の株主総会の前日である 2001 年 3 月 28 日、三逸会計法人の現代建設監査結果が公開された。それによれば、現代建設は 2000 年に 2 兆 9800 億ウォンの当期純損失を記録し、総負債が総資産を 8571 億ウォンも超過する完全な資本蚕食状態であった。とりわけ、流動負債（企業が 1 年以内に返済しなければならない負債）が流動資産（1 年以内に現金化できる資産）を 2 兆 2792 億ウォンも超過していることが問題であった。すなわち、現代建設は自力では到底負債を返済できない状態であることが明らかになった。

この会計監査の結果、現代建設の処理をめぐる、大きな議論が起こることになった。現代建設の主債権銀行の外換銀行側から出されたシナリオは、図表 2-17 の通りである。

図表 2-17 現代建設処理のシナリオ

不渡り処理後の清算	会社整理
<ul style="list-style-type: none"> ・ 経済的損失：13 兆 6000 億ウォン <li style="margin-left: 20px;">債権銀行団：5 兆 9000 億ウォン <li style="margin-left: 20px;">国内保証機関：6 兆 3000 億ウォン <li style="margin-left: 20px;">協力会社など：1 兆 4000 億ウォン ・ 国内建設基盤の崩壊 ・ 社会経済的影響 <li style="margin-left: 20px;">4 万 2000 名の失業者の発生 <li style="margin-left: 20px;">国家信認度の下落 <li style="margin-left: 20px;">主要国策事業の遅延 <li style="margin-left: 20px;">海外発注所との外交紛争 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 建設業の特性上回生可能性希薄 ・ 現代電子などの現代系列会社に打撃 ・ 国内建設会社および協力会社の連鎖不渡り ・ 海外工事の未収金（19 億ドル）回収分不透明に ・ 経済的損失：1 兆 6000 億～28 兆 2000 億 <p style="text-align: center;">減資後の債務の資本化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 債務の資本化だけでは流動性解消不可能 ・ 過大な負債比率（1340%）で回生可能性不透明 <p style="text-align: center;">減資後債務の資本化および新規出資</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 1 兆 5000 億ウォンの新規出資により根本的な資金不足事態を解消

⁴⁰ 『毎日経済新聞』2000 年 10 月 30 日

⁴¹ 『毎日経済新聞』2001 年 2 月 2 日

以上のような選択肢の中で、政府は、4番目の債務の資本化および新規出資を選択した。すなわち、政府と債権団は2001年3月29日、現代建設に対して2兆9000億ウォンに達する債務の資本化と新規資金支援を最終的に決定した。それと同時に、鄭夢憲の現代建設に対する経営権と所有権を完全に剥奪し、統治株主は主債権銀行の外換銀行に代わった。債権団は計画通りに6月1兆4000億ウォンの債務の資本化、7500億ウォンの有償増資、7500億ウォンの転換社債の買収を実施した。

現代建設の財務状況と実績を見ると、以下の図表2-18の通りである。1999年にマイナス1208億ウォン、2000年にマイナス2兆9805億ウォン、2001年にマイナス8096億ウォンの当期純損失を記録したが、2002年にはわずかながら、1954億ウォンの営業利益と192億ウォンの当期純利益を記録し、黒字への転換を示した。

図表2-18 現代建設の財務状況と実績

(単位：ウォン)

区分	2000年	2001年	2002年
資産総計	7兆2577億	6兆339億	5兆2664億
負債総計	8兆1149億	5兆3549億	4兆6678億
資本総計	-8572億	6790億	5986億
売上高	6兆3849億	6兆2973億	5兆4434億
営業利益	243億	-3826億	1954億
当期純利益	-2兆9805億	-8096億	192億

出所：現代建設ホームページ

ところが、現代建設が超えなければならない山は、まだ多く存在していた。大規模な債務の資本化にもかかわらず、2001年末基準において負債比率は788%であり、原価率（売上において原価が占める割合）が100%をはるかに超えている海外工事の不良も依然として足かせとなっていた。そのため、持続的な構造調整と収益性を中心とした経営とコーポレート・ガバナンスの改善が最も強く求められている。

6. 現代牙山の対北朝鮮事業と現代商船

現代牙山は対北朝鮮事業のために、現代商船、現代建設、現代電子、現代証券、現代重工業などの系列会社が主要株主として参加して創立された。その事業には各系列会社から数千億ウォンの資金が注ぎ込まれた。とりわけ2000年5月末に対北送金資金の確保のために現代建設と現代商船が現代牙山に対する増資に参加したことが、二つの会社の流動性危機をもたらした直接的な原因の一つであった⁴²。その中でも、現代牙山は再び2000年8月に現代商船など7系列会社による1357億ウォンの増資を断行したのである。

2000年12月下旬において、現代牙山の資本金4500億ウォンのうち4000億ウォン以上

⁴² 『毎日経済新聞』2000年7月24日

は蚕食され、残っているお金は数百億ウォンに過ぎなかった。対北朝鮮事業の財源が枯渇することによって、現代は 2000 年 12 月 30 日まで北朝鮮に追加支給することにした月 1200 万ドルの負担金を出せず、金剛山観光事業が中断される危機にさらされることになった。そのため、現代は、北朝鮮側に金剛山観光事業の代価として支給してきた対北支払金月 1200 万ドルを、2005 年まで月 600 万ドルに減額する猶予措置を要請するに至った。2000 年末における金剛山観光事業の財政状況は、以下の図表 2-19 の通りである。

図表 2-19 金剛山観光事業の財源・支出状況

財源			費用支出
現代アサン資本金：4500 億ウォン			対北朝鮮支給金： 3 億 3000 万ドル（11 月末基準）
金剛山観光客収入： 7200 万ドル（200 ドル×36 万名）			金剛山観光関連施設投資金： 1 億 2600 万ドル
休憩所・温泉・サーカス営業利益： 2000 万ドル（推定）			
不足財源調達の方策			今後の所要費用
外資誘致	大規模増資	支給金削減・ 支給延期	対北朝鮮支給金： 6 億 1200 万ドル（2005 年 2 月まで）
日本資金など 外資誘致難航	系列会社の反 発で困難	北側の要求条 件受容不透明	ホテル・ゴルフ場・スキー場の建設： 2 億 1400 万ドル
			総額 12 億 8200 万ドル

（出所）『毎日経済新聞』2000 年 12 月 27 日

金剛山観光事業がこのように悲惨な状況に陥ったのは、次の理由からである。まず、金剛山観光客が 1 年に 50 万名を超えなければ赤字になるのであるが、98 年 11 月に事業をはじめてから年間観光客が 18 万名の水準に止まり、損益分岐点の 50 万名を大きく下回っていた。そのため、昨年末までに約 2 億 5000 万ドル以上の赤字を記録した。さらに 98 年 11 月の北朝鮮側との金剛山観光事業契約の際に、事業代価の支給方法について「無条件総括支給契約（Lump-Sum）」方式を無理に採択し、観光が中断されても送金しなければならないことになっていたのである。

ところで、現代が対北事業から手を引く場合には、北側には経済的損失を与え、政府には「太陽政策」が停滞する負担を与えることになる。しかし、現代自動車側の対応にも見られるように、現代建設の没落のもっとも大きな理由の一つが対北事業の失敗であっただけに、現代自動車がそのような危険を抱えながら、対北事業に取り組むには多くの壁が立ちだかっていた。とりわけ、現代自動車では、ダイムラー・クライスラーと三菱が 12% の持分を持つなど既に外国人の所有比率が 50% を超え、もはや独断的に対北事業を決定できる状況ではない。

その後、対北事業の活性化のために、陸路観光を 2003 年 3 月 23 日に 50 年ぶりに再開するなど模索が行われたが、観光客の数は 2000 年 21 万 2020 名、2001 年 5 万 8833 名、2002

年 8 万 7414 名、2003 年 1-4 月 1 万 2516 名と減少する一方であった⁴³。

2001 年 4 月 13 日、金剛山遊覧船会社の現代商船は、金剛山遊覧船観光事業と観光客の募集などの観光事業一切を完全放棄し、事業一切を現代牙山に渡すとした。現代商船は、最悪の場合現代アサン出資金（1800 億ウォン：40%）も放棄することも辞さないという立場を明らかにした⁴⁴。1998 年から 2002 年までの現代商船の財務状況を見ると、以下の表の通りである。対北朝鮮事業と不良系列会社への援助などのために一時期流動性危機にまで陥っていた現代商船は、それらの負担から開放されることになった 2002 年からは黒字に転じた。

図表 2-20 現代商船の実績推移

(単位：ウォン)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003.9
売上高	4兆8228億	4兆8365億	5兆1895億	5兆5518億	4兆4289億	2兆9114億
営業利益	4641億	3402億	4578億	3092億	△343億	2052億
当期純利益	513億	1429億	△3105億	△3196億	1422億	129億
負債比率	259.1%	181.5%	988.5%	1394.2%	417.6%	

出所：現代商船ホームページ (www.hmm21.com)

7. 現代グループの弱体化：小現代グループ化

上記の通り、現代自動車と現代重工業が現代グループから分離したが、その結果、韓国最大の財閥であった現代グループは弱体化し、小現代グループに転落した。それ以外に、現代グループの中心会社であった旧現代電子（現ハイニクス）は 2001 年 8 月 1 日に系列分離を完了した。また、2001 年 3 月 29 日、現代グループの中核企業であった現代建設は、膨大な債務の資本化⁴⁵により経営権の持主であった鄭夢憲現代牙山取締役会会長の手を離れ、現代グループから分離されることになった。そして現代証券および現代投信などの金融部門は、アメリカの AIG との交渉決裂などの紆余曲折を経て、2003 年 11 月 25 日プレデンシャル社に売却され、現代グループから分離された。グループ企業の相次ぐ系列分離により、現代グ

図表 2-21 現代グループの分割

オーナー	系列会社	経過
5 男鄭夢憲	現代商船・現代証券など	小現代グループへ転落
2 男鄭夢九	現代自動車グループ	2000 年 9 月 1 日系列分離
8 男鄭夢準	現代重工業	2002 年 2 月 21 日系列分離
該当なし	現代建設	2001 年 3 月 29 日債務の資本化決定 (鄭夢憲から経営権を剥奪)
	現代電子	2001 年 8 月 1 日系列分離 (2001 年 3 月社名ハイニクス半導体に変更)
	現代投信証券・運用	2003 年 11 月 25 日プレデンシャル社に売却

⁴³ 『毎日経済新聞』2003 年 8 月 7 日

⁴⁴ 『朝鮮日報』2001 年 4 月 14 日

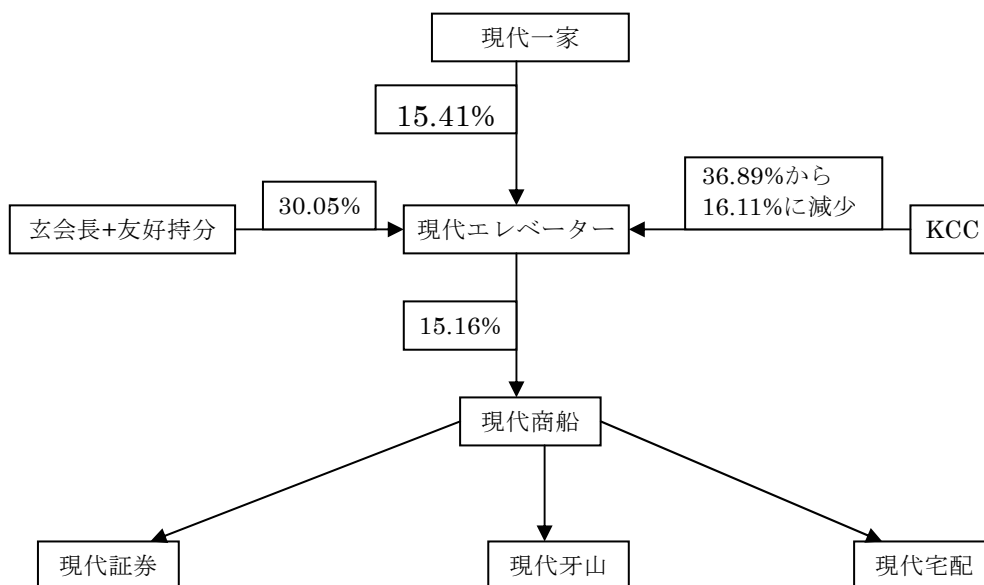
⁴⁵ 債務の資本化により現代建設のメインバンクである外換銀行などが大株主となった。

グループは、資産規模 10 兆ウォン未満の小グループに転落した（以下、小現代グループと称す）。

このように、旧現代グループを引き継ぐと期待された鄭夢憲会長には現代牙山と現代商船を中心とした金剛山観光事業などの対北事業だけが残り、小現代グループを構成することになった。しかし、小現代グループが従来通り対北経協（＝対北朝鮮経済協力）を引き続き行っていかどうかは未知数である。なぜなら、小現代グループは経営危機にさらされているからである。具体的に見ると、2001年4月11日、小現代グループのメインバンクである外換銀行を含めた債権銀行団は、金剛山観光客の運送などを担っている現代商船に対して金剛山観光事業の中断の不可避性を指摘した。債権銀行団関係者は「正常的な企業であれば赤字が出る事業からは手を引くのが当たり前である」とし、「現代商船の経営事情上金剛山観光事業から手を引くことが望ましい」と語った。これに対して現代商船関係者は「債権銀行団から公式的に観光事業の中断要求を受けたことはないが、少数株主と債権銀行団から金剛山観光事業の比重を減らしながら、収益性のある事業に転換するべきである」という指摘を受け続けてきた⁴⁶。

2001年に入ってから小現代グループのオーナーである鄭夢憲会長は、現代エレベーターを通じて「グループ支配権」の強化に取り組んでいることが分かった。現代エレベーターはグループの持株会社にあたる現代商船の発行済み株式の15.6%を保有する筆頭株主である。しかし、鄭夢憲による現代商船を中心とした新たな試みは、上述したように、旧現代電子（現

図表 2-22 現代グループの持分状況（2004年2月11日現在）



出所：『毎日経済新聞』2004年2月11日

⁴⁶ 『毎日経済新聞』2001年4月12日

ハイニクス半導体)の完全減資(2001年8月1日)、重工業の系列分離などによって空中分解することになった。

以上のように、韓国財閥の象徴であった現代グループは、鄭夢九の現代自動車系列会社と鄭夢準の現代重工業系列会社、そして小現代グループに3分割された。前者の2つは市場の信頼を回復し、事業を拡大しているが、旧現代グループを引き継ぐ小現代グループは市場の信頼を回復しておらず、前途は必ずしも明るいわけではない。

その中で、2003年8月4日、小現代グループを率いていた鄭夢憲会長が自殺した。同会長の死後、2003年末までに小現代グループの経営権をめぐる未亡人の玄会長と金剛高麗化学株式会社グループの鄭会長との間に現代エレベーターの持分の買占競争が繰り広げられたが、結局、玄会長に軍配が上がることで落ち着きを取り戻すことになった。

第4節 現代グループ分離の遺産

現代グループは、以上の通り、3つに分割されたが、分割の過程で大きな負の遺産を残すことになった。それを不良債権の面で見ることにする。

2000年3月のいわゆる「王子の乱」から2001年3月30日の債務の資本化の決定の時点までに行われた現代グループに対する金融支援の規模は、図表2-23の通り、総額12兆7310億ウォンまで達していた。

図表2-23に見られるように、現代建設などの旧現代グループ企業が正常化しない限り、それらの企業に行った融資は不良債権と化し、融資元の銀行の財務状況も悪化してしまう。

政府は、巨額の公的資金を投入して金融改革を進めているが、現代建設・現代投信・現代電子などの問題は依然として金融の不安要因となっている。旧現代グループ系列会社に対し、債務の資本化や信用保証拡大措置を行うことによって危機的状況は凌いでいるものの、これらの会社が会社整理あるいは破産に追い込まれると、公的資金の追加投入が不可避になるだろう。

旧現代グループのメインバンクである外換銀行は、莫大な不良債権のために、2000年12月20日、資本金を半減するという減資措置を断行した。措置の後、紆余曲折の末、2001年1月15日、新株を発行し、証券取引所に再上場したものの、融資先の現代建設が2000年に2兆9800億ウォンの損失を出したことで同行の株価は再び急落した⁴⁷。結局、旧現代グループのメインバンクであった外換銀行は、2003年11月、ローン・スターに売却されることになった。

⁴⁷ 『毎日経済新聞』2001年4月9日

図表 2-23 2000年3月から2001年3月30日までの現代に対する金融支援

	支援内訳	金額
現代建設	外換など五つの銀行緊急支援	2500億ウォン
	産業銀行緊急支援	1500億ウォン
	債権銀行団既存与信の満期延長	1兆
	満期到来社債の迅速買収	1兆5600億ウォン
	アパート分譲担保貸出し	3400億ウォン
	海外工事債務保障	4億ドル (5200億ウォン)
	債務の資本化	1兆4000億ウォン
	転換社債 (CB) の買収	7500億ウォン
	有償増資	7500億ウォン
	小計	6兆7200億ウォン
現代電子	都市銀行シンジケートによる支援	1兆ウォン
	社債迅速買収	2兆6800億ウォン
	輸出為替手形 (D/A) 限度拡大	6億5000万ドル (8450億ウォン)
	輸出信用状 (L/C) 発行限度維持	5億3000万ドル (6890億ウォン)
	当座貸越など一般与信満期延長	3000億ウォン
小計	5兆5140億ウォン	
現代石油化学	社債迅速買収	400億ウォン
	工場および不動産担保支援	1150億ウォン
	銀行与信6ヶ月満期延長	
小計	1550億ウォン	
現代商船	社債迅速買収	920億ウォン
	産業銀行社債支援	1000億ウォン
	外換銀行当座貸出限度増額	500億ウォン
小計	2420億ウォン	
総計	12兆7310億ウォン	

出所：『朝鮮日報』2001年3月30日

第2章 SKグループの危機

SKグループは、エネルギー分野と通信分野を主力とする大企業集団である。SKグループは、崔泰源現会長が盧元大統領の娘と結婚するなど政界とも太いパイプを持ち、とりわけ1990年代にまぶしい成長を成し遂げた。1997年には現代、三星、LG、大宇に続く第5位の位置を占め、2003年には現代グループの解体と大宇グループの破綻に伴い、第3位に成り上がった。

SKグループは他のグループとは異なり、総帥一家によるグループ全体に対する統治構造が弱いという特徴を持っている。以下では1997年から2004年までの間にSKグループに生じたコーポレート・ガバナンスの変化を、崔泰源現会長による後継体制の確立、SKグローバルの粉飾会計と破綻、外資ソバーリンの資本参加による経営権喪失の脅威などを通じて、時系列的に見ることとする。

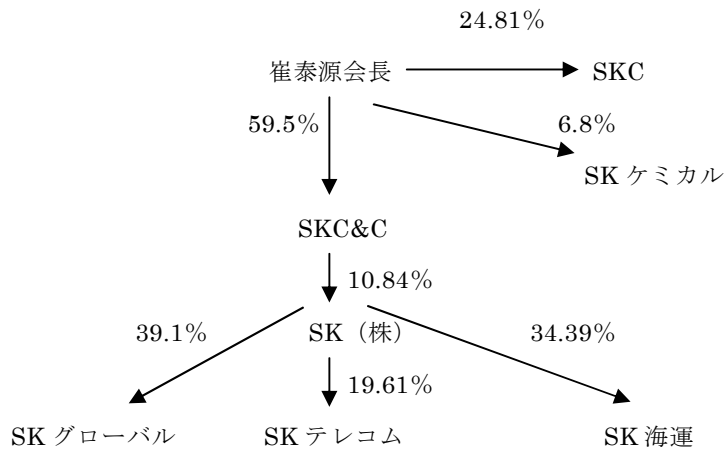
第1節 SKグループの後継体制

1. SKグループの後継体制の確立

SKグループの後継継承の際に、崔泰源会長は、SKグループの持株会社であるSK(株)の株をほとんど持っていないという致命的な弱点を持っていた。

崔会長が59.5%を所有していた非上場会社SKC&Cが、1998年にSK(株)から転換社債(CB)を14000億ウォンで買収していた。SKC&Cは2001年1月13日、SK(株)のCBを1株当たり1万2664ウォンで株式に転換し、SK(株)の株式8.7%を確保した。さらに、1月31日、SKC&Cは410億ウォンを投入し、SKグローバルからSK(株)の株式2.14%を買収した。これによって、SKC&CはSK(株)の大株主になった。こうして、下の図に見られるように、崔会長は非上場会社SKC&CとCBを通じて、SKグループの持株会社SK(株)に対する統治権を確保できた。このことは、後述する三星グループ李会長の息子の李在溶氏が非上場会社三星エバーランド(所有比率25.1%)の経営権の確保を通じて三星生命と主要系列会社の筆頭株主となったのと極めて類似した構図である。

図表 2-24 SK グループの後継体制の確立 (2001 年 1 月)



出所：『朝鮮日報』2001 年 1 月 31 日

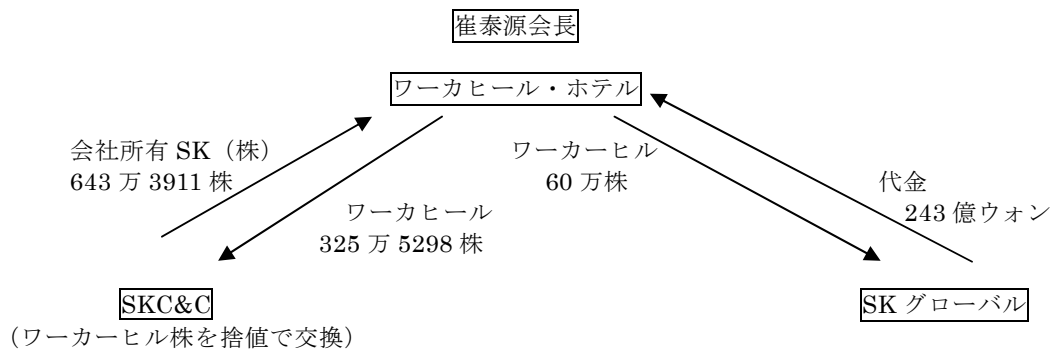
2. 崔泰源グループ会長のワーカヒール・ホテル持分の高価売却

2001 年 1 月に非上場会社 SKC&C を通じて統治構造を確立したものの、崔泰源会長は肝心の SK (株) の株式は一株も持っていなかった。これに不安を感じていた崔会長は、2002 年非上場会社ワーカヒール・ホテルを通じて、便法的に SK (株) の株式の直接所有を試みた。その具体的内容を見ると、以下の通りである。

2002 年 3 月末、崔泰源 SK グループ会長は、ワーカヒール・ホテルの非上場株式 385 万株を一株当たり 4 万 495 ウォンで、グループの系列企業である SK グローバルと SKC&C に売却し、株式売却代金 (1560 億ウォン) を受け取った。SK グローバルから現金で 243 億ウォンを、SKC&C からは同社保有の SK (株) 株 643 万 3911 株を代金として受け取った (図を参照)。この結果、崔会長の SK (株) 所有比率が 1% から 5% に上昇し、崔会長が SK (株) の大株主に浮上することになり、グループの持株会社である SK (株) を通じて、系列会社を統治することになった。

その過程で、ワーカヒール・ホテルと SKC&C は、株式の交換を行う前に、交換のために必要な取締役会の承認を受けていなかったにもかかわらず、虚偽の取締役会の議事録を作成した。また、両社は、非上場株の売買に必要な価格算定を行わずに、株式の交換を行ったが、それは違法な行為であった。

図表 2-25 崔泰源会長の株式内部取引の構図



出所：『毎日経済新聞』2003年2月24日

さらに、問題なのは、取引のない非上場会社であるワーカヒール・ホテルの株価 4 万 495 ウォンというのが適切なものであったかどうかであった。専門家によれば、ワーカヒール・ホテルの適正株価は、同種業界である新羅ホテルの当時の株価から判断して、1 万 2000 ウォンから 2 万 3000 ウォンに過ぎないという。検察関係者も、「常識的に理解できないし、話にもならない取引である」とし、「当時ワーカヒール・ホテル株式の適正株価は 1 万ウォン程度であった。会社関係者達は商法上適法な手続きを通じたと主張しているが、低値のワーカヒール・ホテル株式をそれほど高値で買ってあげたのは明らかな背任行為に該当する」とした⁴⁸。

2003 年 3 月 11 日、SK グループは SKC&C 所有の SK (株) 株式と崔会長所有のワーカヒール・ホテル株式の交換を原状復帰させることを明らかにした。

その他 SK グループは、統治所有構造に直接的関係を持つものでないが、1997 年経済危機以降においても不公正な内部取引を行っていた。以下では、これらの取引の概略を見ることにする。

3. SK グループによる SK テレコム持分の買収

SK グループは、SK 商事などの系列会社を通じてタイガー・ファンドなどが保有していた SK テレコム株式を、1999 年 8 月 1 日に 16 万株 (2%)、8 月 23 日に 79 万 1069 株 (9.5%) 買収した。これによって SK テレコムの内部者所有比率は 36.5% に高まった⁴⁹。

この際に、SK グループは、崔会長一家の SK テレコム経営権確保のために、SK (株) と SK 商事などの系列会社資金を 1 兆 4000 億ウォン使用した。SK 商事は負債比率が 310% を

⁴⁸ 『毎日経済新聞』2003年2月19日

⁴⁹ タイガーファンドが取引を通じて得た差益は 7200 億ウォンであったが、株式の買収の時期における為替が 1 ドル平均 1800 ウォンであったのに対して、売却の時点において 1200 ウォンであったことを考慮に入れると、その規模は 1 兆ウォンに相当するものであった。これをめぐって韓国においてはグリーンメールの疑惑が持ち上がった (『韓国経済新聞』、2003 年 4 月 2 日)。

超えており、SK テレコムに対する出資だけでも純資産の 87%以上を使った。参与連帯は「このような系列会社の相互出資を通じる総帥の経営権防御は、政府が構造改革のためという名分で撤廃した出資総額制限制度を財閥が悪用した典型的な事例である」と批判した。

SK テレコムは、参与連帯との交渉を通じて、中立的な社外取締役を選任し、系列会社間の取引に対して事前に承認を受けるように定款を変えたが、社外取締役による問題提起にも関わらず、有償増資を強行したのであった。

4. SKC&C へのアウトソーシング契約

1998 年 12 月、SK テレコムは、崔泰源会長が最大株主（所有比率 59.5%）となっている SKC&C と大規模な発注契約を結んだ。当時 SK テレコムは会社が保有していた IT 資産を帳簿価の 426 億ウォンで売却するとともに、11 年間で総額 1 兆 290 億ウォンに達するサービス手数料を支給することにし、毎年平均 1000 億ウォンを超える莫大な手数料を SKC&C に支払っていた。

SK テレコムの定款には、系列会社間取引については、社外取締役の事前の承認を受けなければならないことになっており、事前承認権を持っていた社外取締役達は、SKC&C が崔会長の個人持分が高い非上場会社であり、IT アウトソーシング業務に専門性がないことを理由に反対の意思を表明した。

これに対して経営陣は、SKC&C が 1 年以内に HP のような専門 IT 会社と合弁会社を設立し、その合弁会社取引を移転することを条件に社外取締役達の承認をもらった。SK テレコムは、SKC&C とアメリカのテラーズ (Tellers) 社が 49:51 の比率で合弁会社を設立し、SKC&C と SK テレコムとの取引関係をその会社に移転させる一方、合弁会社は IT アウトソーシングのかなりの部分を再び SKC&C に発注する計画を推進した。

このような SK テレコムの計画に対して、迂回的な系列会社間取引として、SK C&C との不正な内部取引の疑惑が存在していると判断した参与連帯は、当初の約束通り SKC&C に移転された資産を帳簿価で買戻した後、アウトソーシング契約を解約するか、競争入札の方式によって発注会社を選定するよう要求した。

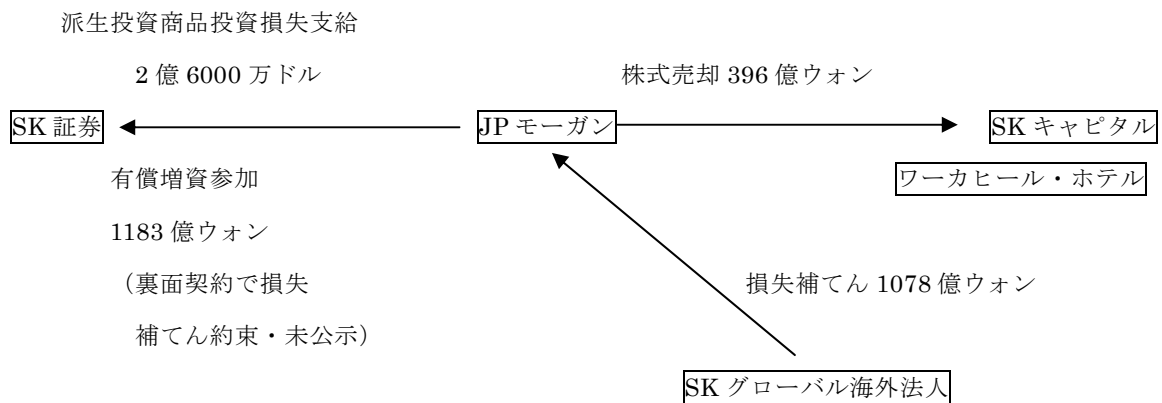
5. JP モーガンとの裏面契約 (SK 証券)

1999 年、SK グループと JP モーガンは、1998 年に発生した SK 証券の域外ファンド損失に対する訴訟の合意条件として、SK 証券が JP モーガンに和解金 3 億 2000 万ドルを支給する代わりに、JP モーガンと国内銀行が SK 証券の有償増資に参加し、SK 証券株式 8842 万 2000 株を 1 株当たり 4920 ウォンで買収することとした。これと同時に SK グループと JP モーガンは、JP モーガンが合意条件として買収した SK 証券株式のうち 2405 万 9000 株を、

2002年10月までにSKグローバル・シンガポールとSKグローバル・アメリカが1株当たり6070ウォンで再び買収するというオプション契約を締結した。

しかし、SKグループはこの契約の内容を全く公示していなかった。また、SKグローバル・シンガポールとSKグローバル・アメリカの持分を各々60%と85%保有しているSKグローバルも子会社が莫大な規模のオプション契約を締結していることを公示したことはなく、それどころか、2002年10月8日と10月17日にSKグローバル・シンガポールとSKグローバル・アメリカにそれぞれ123億ウォンと125億ウォンの新規債務保証まで行った⁵⁰。

図表2-26 SK証券のJPモーガンとの裏契約



出所：『朝鮮日報』2003年2月18日

SK証券は、SKグローバルの要求に応じて、損失を賠償することにした。もともと裏契約によって発生する損失については、裏契約を支持した崔会長が責任を取るようになっていた。崔会長は、損失を補償するため、時価400億ウォン程度の個人保有株式をSK証券に譲与した。SK証券は有償増資により600億ウォンを調達した。SK証券は、これらの方法を通じて、資金調達を行い、SKグローバルが支払った損失を賠償するという解決案を提示した。しかし、検察は、この件に関連して、SKグループの調査を行った結果、背任罪で崔会長を起訴した。また、参与連帯は、2002年10月25日、SK側の資金取引および会計処理に対して不正の疑惑を提起して崔会長と孫吉丞会長の両者を検察に告発した⁵¹。

これを受けて、公正取引委員会は2002年11月1日から2003年2月末まで調査を行った。その結果、SKグローバルの海外法人（SKグローバル・アメリカとSKグローバル・アジア）がSK証券に対する不当な支援を行ったことが摘発された。その金額は1億ドルに相当する

⁵⁰ 参与連帯「SKグループのSK証券の株式取引に関連して金融監督院および公正取引委員会に調査を要請」、金融監督院長と公正取引委員長宛の調査要請書「SKグループとJPモーガンとの間のSK証券株式取引関連、証券取引法および外貨監督管理法違反嫌疑調査要請」2002年10月23日

⁵¹ 『朝鮮日報』2003年2月18日

とし、該当法人に是正措置をとるよう指導すると同時に、SK グローバルに対して 41 億 4200 万ウォンの罰金を科した。

第 2 節 SK グローバルの粉飾会計

1. SK グローバルの粉飾会計の摘発と資本蚕食

検察は 2003 年 2 月、2 回にわたって SK グループ本社の崔会長の執務室などを家宅捜査した。検察は、家宅捜査で得られた SK 内部資料から、SK グローバルが 2001 会計年度に利益を膨らませるなどの方法で粉飾会計を行った嫌疑をつかんだと発表した。検察によれば、SK グローバルが売上債権の価値を 1500 億ウォン過多勘定し、海外出資会社の評価損失のうち 2400 億ウォンを除き、また銀行名義債務残高証明書を偽造し、1 兆 1881 億ウォン規模の銀行債務がなかったかのように処理し、1 兆 5587 億ウォン規模の利益を膨らませる粉飾会計を行った⁵²。

SK グローバルの財務状況については、調査が進むにつれて、負債が当初の発表した数値をはるかに超過し、増加していった。2003 年 5 月 19 日における最終的会計検査の結果によれば、負債総額は 9 兆 9729 億ウォンで、資本蚕食規模も当初の 2128 億ウォンから 4 兆 3800 億ウォンへと大きく増額改定された。

図表 2-27 SK グローバル調査結果

(単位：ウォン)

区分	実査前 (会社側の発表値)	実査後の確定値
資本蚕食規模	△2128 億	△4 兆 3874 億
資産総額	5 兆 5528 億	5 兆 5855 億
負債総額	5 兆 7656 億	9 兆 9729 億
隠匿資産		4220 億
清算価値		△5 兆 9188 億

出所：『朝鮮日報』2003 年 5 月 20 日

2. 参与連帯と SK (株) 労組

参与連帯は、2003 年 3 月 11 日の検察による捜査結果の発表に対する声明文において、SK グローバルの処理についての以下のような原則を明らかにした。

第 1 に、SK グローバルの不良が、SK テレコムをはじめとする他系列会社に転嫁されてはならない。そのため SK グループの系列会社が資産の買収や増資参加などの方式で SK グローバルを支援してはならない。第 2 に、崔会長や孫会長など不法行為に関与した取締役や役員は、今後 SK テレコムをはじめとする他系列会社の経営に一切介入してはならない。第 3

⁵² 『朝鮮日報』2003 年 2 月 27 日

に、債権銀行自らが貸出の事後管理の問題点を徹底的に調査し、その関連者の責任を問い、また金融監督当局も調査と制裁措置を取らなければならない。第4に、公正取引法およびコーポレート・ガバナンス関連制度の不備な点を補完する努力を傾注しなければならない。第5に、政府は危機管理という名目の下で、個別企業や個別金融機関の自律的判断に介入してはならないし、また検察や金融監督委員会および公正取引委員会の独立性を侵害してはならない⁵³。

このような原則は、その後のSKグローバルをめぐる様々な局面において一貫して主張された。

一方、SK(株)の労組は、SKグローバルへの支援を中断することと、SK構造調整本部を解体することを要求した。労組は「SK事件に対する経営陣の責任の所在を明らかにすると同時に、労使が共に経営の透明性の向上と雇用安定装置の構築に取り組まなければならない」と要求した⁵⁴。

3. SKグローバル所有注油所と充電所の処理

上述のような危機的な状況の中で、SKグローバルの大株主であるSK(株)は、SKグローバルが債権団の共同管理に入る前に、およそ1兆9000億ウォンに達するSKグローバルに対する売上債権の一部を回収するために、SKグローバルの資産である285社の注油所と充電所に対する持分5~50%を、総額2145億ウォンで買収し、それをSKグローバルに1028億ウォンで再賃貸すると同時に買収費用のうち残りの部分についても売上債権の回収用途に使用した。

この件と関連して、SK(株)は独自の取締役会を開き、SKグローバル所有の注油所と充電所を4段階に分けて1ヶ月内で買収することに決定したが、その決定はSKグローバルの経営陣の参加や合意を排除したまま行われ、とくに契約に必要な印鑑や印鑑証明もSKグローバル側の正当な同意も無いまま使用されていた。

ところが、注油所などの不動産はSKグローバルの回生のための再建計画の核心事項であるにもかかわらず、SK(株)はそれを売却し、1兆1000億ウォンを調達するとした。このようなSKによるSKグローバル所有の注油所の売却に対して、2003年4月9日、SKグローバルの外国系債権機関であるフランスのユーバフ銀行は、SK(株)を相手に「SK株式会社が3月5日に買収したSKグローバル所有注油所と充電所285箇所を原状復旧する」ことを要求し、詐害行為取消訴訟をソウル地裁に提起した。SKグローバル債権銀行団も、4月1日運営委員会を開き、SKグローバル側に売却契約を全面無効にすることを要求した。一方、SK(株)の関係者は「注油所売却は運営効率化の次元で2002年末から段階的に推進してき

⁵³ 参与連帯「SKグローバルの粉飾会計事件の処理についての参与連帯の立場」2003年3月13日

⁵⁴ 『朝鮮日報』2003年5月1日

たもので、SK グローバルの粉飾会計事態とは無関係である」、また「SK グローバルとの取引は適法的に行われており、去る 4 月 25 日の取締役会において決議された。正当な手続きを通じて取引したものであるため、法的に問題になることはない。債権団が法的訴訟を提起するのなら、それに対抗していく」と主張した⁵⁵。

4. SK (株) による SK グローバルに対する支援

SK グローバルの正常化のための SK グループとの交渉が難航する中で、2003 年 5 月 28 日、SK 債権銀行団は SK グローバルに対して清算型会社整理の推進も辞さないという方針を明らかにした。債権銀行団の方針通り、SK グローバルに対する清算作業が現実化する場合、グループの解体と系列会社の独立経営の加速化が不可避となるが、とくに SK 系列会社の持株会社の役割をする SK (株) は、売上債権 1 兆 5000 億ウォンの他に資本金 6500 億ウォンなど 2 兆 6000 億ウォンに至る莫大な損失を被ることになる。また、SK グローバルの直営注油所のネットワークを失うことになるために営業面で莫大な打撃を受ける。その場合、SK (株) は SK グローバルが保有する 410 社の注油所と充電所に対する追加持分を確保しなければならないため、SK (株) も流動性の危機に陥る危険性もある。さらに、8 兆 6000 億ウォンに達する金融債権を保有する銀行などの債権銀行団も大きな打撃を受け、清算の場合回収できる現金は 20~30%に過ぎないと予想されるため、およそ 6 兆ウォンの債権を損失処理しなければならないことになる。このように、SK グローバルの清算の際に負担しなければならないリスクが当事者双方共に余りにも大きかった。

2003 年 6 月 1 日、それまで国内売上債権に関して 4500 億ウォン以上の債務の資本化は現実的に困難であるという立場を堅持してきた SK (株) が、国内売上債権に関する債務の資本化規模を 8500 億ウォンに拡大するという再建修正案を提出し、債権銀行団の大半が受容する方針を固めた。これによって、SK グローバルの処理は清算型会社整理から再生への劇的転換することになった⁵⁶。

SK グローバル債権銀行団と SK グループとの間の SK グローバルの正常化のための合意事項は、①SK (株) の SK グローバルに対する国内売上債権 8500 億ウォンに関し債務の資本化を行う、②国外売上債権 6000 億ウォンはすべて無かったことにする、③SK グループは 2005 年までに SK グローバルの EBITDA (法人税・利子・減価償却費を引く前の営業利益) を年 4570 億ウォンに引き上げる、足りない場合には 2004 年以降 1500 億ウォン限度で追加出資を行う、④債務の資本化以前の SK グローバル大株主と個人の持分の減資を推進する⁵⁷、というものである。

⁵⁵ 『毎日経済新聞』2003 年 4 月 10 日

⁵⁶ 『毎日経済新聞』2003 年 6 月 3 日

⁵⁷ 『毎日経済新聞』2003 年 6 月 4 日

ところが、債権銀行団内部においては、①SK（株）の債務の資本化分を除外した、残りの債務の資本化分 3 兆 4500 億ウォンに対する債権銀行団内における比率をどう調整するのか、②債務の資本化の方式をどうするか（普通株と償還優先株の比率・転換社債の発行など）、③SK（株）による追加出資限度の上向き調整をどうするか、④減資比率をどうするか、といった問題が依然として残されていた。

2003 年 6 月 4 日、SK 自体が SK グローバルの正常化へと方向付けられている中で、SK（株）の最大株主となったソバーリンは、SK（株）の SK グローバル支援に反対の意思を表明した。また、「債権銀行団が SK グローバルへの誤った貸出に対して責任を持つべきである」という立場を表明した⁵⁸。さらに、SK（株）少数株主と労働組合も SK グローバルへの支援のための債務の資本化に SK（株）の取締役が賛成する場合、法的責任を問うという意味を明らかにし、8500 億ウォンの債務の資本化を骨子とする再建案について反対の意見を示した⁵⁹。

他方、SK グローバルの経営正常化のための債務の資本化をめぐる、SK（株）の社外取締役達は、進退窮まる状況に置かれることになった。債務の資本化案を承認しないと、SK グローバルが清算される危機になり、承認すると SK（株）労働組合と最大株主ソバーリンなどが法的対応を辞さないと圧迫しているためである。債務の資本化の件が取締役会で通過されるためには、過半数参加で過半数賛成が必要である。社内取締役 5 名のうち崔会長を除いた 4 名と社外取締役 5 名がどのような結論を下すか非常に注目されることになった⁶⁰。

しかし、2003 年 6 月 15 日、参与連帯などの市民団体、SK（株）労組、一部の外国資本などの反対、粉飾会計の嫌疑で拘束中の崔会長と孫会長、金社長の取締役会における議決権の制限という裁判所の決定にもかかわらず、SK（社）の取締役会は、SK グローバルに対する売上債権 8500 億ウォンに関する債務の資本化を骨子とする再建案を取り決めた。また、取締役会の承認決定によって、崔会長は経営権を継続して維持できるようになった。

5. 債権団の共同管理下の正常化

2003 年 6 月 17 日、SK グローバル債権銀行団は、去る 6 月 9 日に債権銀行と SK グループが合意して作成した「SK グローバル債務調整案」を 84.03%の賛成率で通過させた。主要内容は、債権銀行団に対する債務総額 6 兆 1000 億ウォンのうち、最大 2 兆 4000 億ウォンは債務の資本化を行い、残りの債権は来る 2007 年まで償還を猶予し、金利を年 5%水準に下げることである。

こうしてまとまることになった SK グローバルの事前整理計画案の詳細は、図表 2-28 の通

⁵⁸ 『朝鮮日報』2003 年 6 月 9 日

⁵⁹ 『朝鮮日報』2003 年 6 月 5 日

⁶⁰ 『毎日経済新聞』2003 年 6 月 7 日

りである。

図表 2-28 SK グローバル事前整理計画案の重要内容

対象債権	6兆6615億ウォン（担保債権803億ウォン）
債務の資本化比率	46.5%
CBO	国内：30%、1兆1528億ウォン 国外：43%+BW、金額未定
債務の資本化	2兆2500億ウォン、普通株8500億ウォン、償還優先株1兆ウォン、義務転換CB4000億ウォン
回収率	47.1%（国外CBO43%仮定）

出所：『毎日経済新聞』2003年7月31日

2003年10月9日、SK ネットウィクス（旧 SK グローバル）の主力銀行であるハナ銀行は、SK グループとの経営正常化約定履行覚書（MOU）締結を通じて、生命・証券・投信運用などの金融系列会社をすべて売却し、エネルギー・化学部門と情報通信部門中心に再編するように要請することにした⁶¹。

第3節 構造調整本部の解体

2003年6月18日、SK グループは、SK グローバルをめぐる事態によって崩れた信頼を回復し、経営を革新するために、構造調整本部の解体を含む一連の構造調整計画を発表した。

その内容は、次の通りである。第1に、構造調整本部を解体し、人事や系列間の調整業務は事実上の持株会社の役割を果しているSK（株）とSK テレコムに移管する。第2に、事業構造を改善し、エネルギーと情報通信を中心に業務専門化を推進し、非業務用資産の売却と同時に系列会社を大幅に縮小する。第3に、コーポレート・ガバナンスの改善を図り、社外取締役数の拡大や内部監視機能の強化などを通じた取締役会中心の経営体制を構築する。第4に、財務構造については、系列会社の縮小や非収益資産の売却などを通じて負債比率を120%以下に維持する。さらに、崔会長に関しては「崔会長はSK（株）代表取締役会長兼主要系列会社の大株主として継続して地位を維持する」とした。こうして、船団形態として動いてきたグループ形態が、SK ブランドと企業文化を共有する独立企業のネットワーク体制に変身するとした⁶²。

ところで、このような対応は、コーポレート・ガバナンス改革措置と鄭会長の会長職の維持をセットで行うという2000年の現代をめぐる一連の状況と酷似するものであった。しかし、SK においては、次に見るように、外資ソバーリンによるSK（株）の株式の買占めによって崔会長の経営権さえ危うくなる状況まで事態は深刻化していった。

⁶¹ 『毎日経済新聞』2003年10月10日

⁶² 『毎日経済新聞』2003年6月19日

第4節 ソバーリンとSKグループのコーポレート・ガバナンスの変化

1. ソバーリンによるSK(株)の株式の買占

2003年3月24日からSK(株)の株式の外国人による買収が急激に進み、4月9日には外国人所有比率が37.55%になった。3月24日の27.49%に比べて、ほぼ10%近く増加したのである。その推移は、以下の通りである。

図表2-29 SK(株)の外国人による純買収の推移

日付	外国人所有比率	日付	外国人所有比率
3月24日	27.49	3月31日	33.59
3月25日	29.24	4月1日	34.39
3月26日	30.62	4月2日	34.28
3月27日	31.81	4月3日	34.89
3月28日	32.54	4月4日	34.68
		4月9日	37.55

出所：『毎日経済新聞』2003年4月8日

この急激な増加のほとんどは外国投信ファンドであるソバーリンによるものであった。2003年4月4日、ソバーリンがSK(株)の株式1096万8730万株を買収、持分8.64%を確保したことを申告した⁶³。これによってソバーリンは、従来のSKの最大株主であるSKC&C(8.49%)を上回る新たな最大株主になった。その後も、ソバーリンはSK(株)の株式を買収しつづけ、4月10日までに500万株をさらに確保し、SK(株)の持分12.39%(1572万5890株)を確保した⁶⁴。

一方、2003年4月11日現在、SKグループが保有しているSK(株)の持分は、全部で35%である。その内訳は、系列会社の持分がSKC&C8.63%、SKキャミカル2.26%、SK建設2.37%、自社株10.41%など全部で23.87%、SKグローバルが海外ファンドに臨時にパッキングしていると知られているのがジャパンアジア4.73%、イマジエント・キャピタル3.15%などの7.88%、そして従業員持株が4%である。しかし、この中でSKC&C持分のうち6.63%は、出資総額制限のため議決権が制限されるし、自社株10.41%も議決権を行使できない。また、海外に臨時的にパッキングされている持分も、議決権を行使できない。したがって、SK側が議決権を行使できる持分は、わずか10.33%に過ぎなかった⁶⁵。

2003年4月13日、公正取引委員会は「クレスト・セキュリティ(ソバーリン)が保有するSK持分が12.39%に達することによって、外国人投資企業に分類されることになった」とし、「これによって公正取引法上出資総額制限から除外され、系列会社持分の議決権を行使で

⁶³ 『毎日経済新聞』2003年4月5日

⁶⁴ 『毎日経済新聞』2003年4月11日

⁶⁵ 『朝鮮日報』2003年4月11日

きるようになった」とした。こうして、議決権行使が禁止された 7.6%に対する議決権を行使できるようになり、SK グループの議決権は 10.83%から 18.43%へと高まった。これと同時に、SK グループは追加的に SK 株式を買収し、所有比率を高めることも可能になった⁶⁶。

その翌日の 4 月 14 日、ソバーリンは SK (株) に対する持分を 14.99%に増やしたと金融監督院に申告した⁶⁷。こうして、3 月末からわずか 2 週間の間に、ソバーリンは SK (株) の株式を買収し、経営権も脅かすほどになった。

図表 2-30 ソバーリンの SK (株) 持分の推移

2003 年 4 月 4 日	4 月 10 日	4 月 14 日
8.64%	12.39%	14.99%

2. SK テレコムの経営権

SK グループは、ソバーリンによる SK (株) の株式の買占によって、SK (株) に対する敵対的 M&A の危険性が高まっただけでなく、同時に SK テレコムの経営権も危うくなる羽目になった。すなわち、SK (株) 持分の 14.99%を確保したソバーリンが所有比率を 15%まで引き上げる場合、SK (株) は電気通信法上「外国人」に分類され、SK (株) が所有している SK テレコム持分 (20.85%) に対する議決権が半分に落ちることになる。というのも、電気通信法第 7 条は、外国人は国内基幹通信事業者の持分を 49%以上取得することはできず、それを超える場合外国人持分に対して議決権を認めないと定めているからである。2003 年 4 月 15 日現在、外国人がすでに SK テレコムの 40.96%の持分を持っている。よって SK (株) が「外国人」に分類されれば、SK (株) は、SK テレコム株式のうち 49%を超えない 8.04%についてだけ議決権を持ち、残りの 12.81%については議決権を持たないことになる⁶⁸。

図表 2-31 SK テレコムの持分構造の変化 (議決権株基準)

SK (株) を電気通信事業法上	
外国人と見なさない場合	外国人と見なす場合
SK グローバル 3.06%	SK グローバル 3.06%
SK 証券 0.01%	SK 証券 0.01%
SK 生命 0.01%	SK 生命 0.01%
SK 投信 0.14%	SK 投信 0.14%
SK (株) 20.85%	SK (株) 8.04%
外国人 40.96%	外国人 40.96%

出所：『朝鮮日報』2003 年 4 月 15 日

これを受けて、全国経済人連合会は、2003 年 6 月 10 日に「国内企業と外国人投資企業と

⁶⁶ 『朝鮮日報』2003 年 4 月 14 日

⁶⁷ 『毎日経済新聞』2003 年 4 月 15 日

⁶⁸ 『朝鮮日報』2003 年 4 月 15 日

の間における企業投資の逆差別規制」という報告書を出し、国内企業が、工場の新設・増設に対する規制、出資総額制限、中小企業の固有業種への参加制限などによって、外国企業に比べてかえって不利な待遇を受けていると主張した⁶⁹。このように、SK（株）とSKテレコムの経営権をめぐるこの事態は、財界が出資総額制限の見直しを要求する決定的な素材となった。

3. ソバーリンとSK（株）のコーポレート・ガバナンス

ソバーリンによるSK（株）の買占によってSK（株）のコーポレート・ガバナンスの構造は急激に変わるようになった。

ソバーリンは、SK グローバルの経営不振に対して責任を負うべきであるという立場から崔会長をはじめSKグループの経営陣の交替を要請しつづけてきたが、2003年11月20日、ソバーリン運用のピーターCEOは「現経営陣の自発的な辞退がない場合、定期株主総会の際に票対決を通じて経営陣を交替させる」方針を明らかにした⁷⁰。さらに、2003年12月11日、2004年1月中にソバーリンが推薦するSK取締役候補を公開し、株主に支持を訴える計画を明らかにした。さらに、ピーターはSKが保有しているSKテレコムの持分21.5%と関連して、「SKが債務を減らすことが望ましいため、最終的にはSKテレコムの持分を売却するのがいい」と語った⁷¹。

2003年12月13日現在、ソバーリンの持分は14.99%で、SKグループ系列会社と特殊関係者が保有している所有比率15.93%を下回っている。しかし、外国系所有比率が42.64%に達しているため、ソバーリンが他の外国人株主と連携するならば、株主総会における経営陣交替の可能性が残っている状況である。これに対して、2003年12月17日、SKグループの主力銀行であるハナ銀行の幹部は「SKグループの持株会社であるSK（株）の経営権が外国系ファンドに渡されることは、国家経済はもちろん、国内取引銀行にも悪影響を及ぼすと判断し、経営権の防御を助ける」ために、「ハナ・新韓・産業などの3-4社の銀行がSK（株）の経営権防御のためにSK（株）が持っている自社株10.41%のうち7%程度を買収することに合意した」ことを明らかにした。これによって、SKグループは議決権のない自社株10.41%を友好持分として確保することによって、崔会長と系列会社持分15.93%、従業員持株4.3%などを合わせて、全部で30%を超える議決権を確保することになった⁷²。

こうした中、2003年12月18日、SK海運の持分47.81%を保有している大株主のSK（株）は取締役会を開き、子会社のSK海運の流動性危機を解消させるために1500億ウォン規模

⁶⁹ 『毎日経済新聞』2003年6月11日

⁷⁰ 『毎日経済新聞』2003年11月21日

⁷¹ 『朝鮮日報』2003年12月13日

⁷² 『毎日経済新聞』2003年12月18日

の資金を支援することにした⁷³。当然ながらソバーリンはこのようなSK（株）取締役会の決定に反発した。

ところで、2003年12月29日、ソバーリンはクレスト証券を通じて保有していた株式のうち12.03%を子会社に分散売却した。これをめぐってはSK側の議決権を制限し、経営権を掌握するための意図的な行為であるなどという様々な憶測が飛び交ったが、2004年1月11日、参与連帯から独立した「良き企業統治構造研究所」は「クレスト証券が保有株式を2.89～1.99%ずつ特殊関係者5名に売却し、直接保有株式が2.96%に減ったが、全体的には取引以前と同一の14.99%を保有している」とした後、「このことはSK定期総会において社外取締役である監査委員の選任において有利な地位を確保するための作業である」と指摘した。というのは、証券取引法上監査委員の選任の際に株主個人の議決権持分が3%を超えると、超過分について議決権を行使できないことになっているため、ソバーリンが株式を分散売却しなかったら、監査委員の選任の際に3%に相当する議決権しか行使できなかったからであった。

図表2-32 SKとソバーリンの議決権持分の比較

区分	SK・特殊関係者	ソバーリン・特殊関係者	差異
所有所有比率	23.62	14.99	8.63
議決権所有比率	23.80	15.10	8.70
監査委員議決権	17.38	15.10	2.28

出所：『毎日経済新聞』2004年1月12日

2004年のSK定期株主総会において選任されるべき取締役は、社内取締役3名と社外取締役3名であり、社外取締役のうち2名は監査委員である。上記の表に見られるように、SKが監査委員の選任の際に行使できる議決権は17.38%であるのに対して、ソバーリンは15.1%の議決権を行使できるようになり、SKグループは所有比率では8.63%上回っているものの、監査委員の選任ではソバーリンに比べて行使可能な議決権が2.28%だけ大きいのみになっていた。

2004年1月19日、参与連帯は票対決という極端な対立を避けるための仲裁案として、先進的なコーポレート・ガバナンス改革を骨子とする定款改定を、SKグループとソバーリンの両者に提示した。

その具体的内容は、①一定規模以上の内部取引には必ず事前承認手続きを取らなければならない全員社外取締役からなる内部取引委員会の新設、②累積投票制への取締役選任投票手続きの改善、③株主の同等権および少数株主権の保護のための電子投票制および書面投票制の導入、④社外取締役の比率を過半数以上に拡大、⑤禁固以上の刑が確定された登記取締役は欠員とする取締役資格条項の新設、などである。これに対して、崔会長と金銀行頭取は経

⁷³ 『毎日経済新聞』2003年12月19日

営陣の交替問題については留保の姿勢を示したが、コーポレート・ガバナンスの制度的改善については段階的に受容するという肯定的な対応を示した。しかし、ソバーリン側は崔会長が経営から必ず退陣すべきであるという姿勢を崩さなかった。

これに対して、参与連帯の張河成教授は、「去る 13 日モナコでソバーリンの大株主であるチャンドル兄弟に会い、崔泰源 SK (株) 会長と孫 SK グループ会長、金チャングン SK (株) 社長が SK (株) の取締役会から退陣する代わりに崔会長は非登記取締役として経営権を保有しながら、コーポレート・ガバナンスの制度的改善に協力するという参与連帯側の妥協案を提示したが、明確に拒否された」ことを明らかにした。さらに、「ソバーリン側は社外取締役構成においても現経営陣と妥協することに反対するなど強硬な態度を維持し、2004 年 3 月の株主総会において票対決が不可避になった」ことを明らかにした。

一方、参与連帯は SK (株) 株主総会への不介入の意思を明らかにしたが、SK テレコム株主総会には積極的に介入することにし、崔会長と孫会長の取締役会からの退陣を要求し、それに応じなければ 3 月の株主総会において株主提案として辞任勧告案を上程する」という立場を表明した⁷⁴。

2004 年 3 月 12 日、SK (株) の定期株主総会が開かれた。そこで 1 名の社内取締役と 5 名の社外取締役が新たに選任されたが、いずれも SK 側が推薦した候補であった。ソバーリンが推薦した社外取締役候補 5 名の中、SK 側と共同で推薦した南大宇を除いた残りの 4 名全員の選任案は否決された。票決において SK 側の候補は 60%近い支持を得たのに対して、ソバーリン側は 40%台の支持にとどまった。こうして、SK 側はソバーリンから経営権を防御することに成功した。

ところが、SK とソバーリンが対立したために、両者が提案したコーポレート・ガバナンス改革に関連するすべての改善案が否決されることになった。ソバーリンは累積投票制と書面・電子投票制の導入などを、SK 側は、透明な経営委員会の新設と社外取締役だけからなる監査委員会の構成などを骨子とする定款変更案を提案したが、定款変更のために必要である参加議決権の 3 分の 2 以上の賛成を得られず、否決されたのである⁷⁵。

第 5 節 SK グループの主力の事業構造

SK グループの主力の事業部門は、化学、情報通信、卸小売、エネルギー、建設の 5 つである。これらの事業部門における 1997 年からの売上高と純利益の推移を見ると、以下の図表の通りである。

⁷⁴ 『毎日経済新聞』2004 年 1 月 20 日

⁷⁵ 『朝鮮日報』2004 年 3 月 13 日

図表 2-33 SK グループの主力の事業構造

(単位：兆ウォン)

業種	売上高					純利益				
	97	98	99	00	01	97	98	99	00	01
化学	12.49	13.01	12.95	15.86	15.62	0.07	0.15	0.43	0.20	△0.005
情報通信	3.77	3.67	4.65	8.45	7.11	0.13	0.16	0.32	1.04	1.19
卸小売	10.68	15.96	15.38	15.86	19.97	0.033	0.057	0.10	0.059	△0.11
エネルギー	0.37	0.69	0.93	1.19	1.56	0.021	0.04	0.073	0.12	0.15
建設	1.50	1.86	2.09	2.09	1.98	0.018	0.006	0.10	0.008	0.008

出所：金キョンウォン他『為替危機 5 年、韓国経済はどのように変わったか』三星経済研究所、2003 年 7 月、214 頁

上記の図表に見られるように、SK グループの主力の事業部門は、後述の LG グループと同様に、主として内需部門に集中している。とりわけ最も大きな成長を見せているのは、SK テレコムをはじめとする情報通信部門である。

第3章 持株会社化とLGグループ

第1節 持株会社設立の許容

1987年、大規模企業集団指定制度、出資総額制限制度と共に、経済力集中の抑制施策の一環として持株会社の設立が禁止されなかったが、1989年4月から構造調整手段として活用する場合には許容されることになったが、それはあくまで例外的な位置付けであった。ところが、1997年末の経済危機以降、外資の誘致、非主力事業の分離売却などの企業構造調整が至急求められるようになったため、持株会社の許容の必要性が一層高まり、OECDやIBRDからの勧告事項の一つであった⁷⁶。

これをきっかけに多くの大企業集団が、事業持株会社体制に止まらず、純粋持株会社体制への転換を模索するようになった。その先導的な役割を果たしたのがLGグループである。以下では、LGグループの持株会社化のプロセス、さらに韓国における持株会社制度の法的規定およびその議論の内容を検討する。

第2節 LGグループの持株会社化

1999年末、LGはいわゆる「財閥」に対する批判を克服する統治体制を構築するための方策として持株会社モデルを秘密裏に採択し、2000年7月5日、財界では初めて2003年までに持株会社を設立するという内容の統治構造改善策を発表した。その計画案によれば、具本務会長などの既存の筆頭株主はLGホールディングスの株式だけを保有し、事業子会社の株式は一つも保有しない。筆頭株主は事業子会社の経営に関与せず、投資会社の事業利潤を極大化することだけを求め、事業子会社は取締役会中心の専門経営者の責任経営方式で経営される。

このように、LGグループの持株会社への転換が可能だったのは、半世紀以上共同経営している具氏と許氏の両家の持分を合わせると容易に持株会社の設立条件を満たすことができたからであった。が、70%対30%という出資率を一貫して保ってきたからであった。2000年から2002年の間に、大規模な大株主の持分移動が起こった。一貫して見られた持分移動の傾向は、許氏家が保有していたLGEIやLGCIの株式を売却し、具氏家がその株式を買収し、一方具氏家が保有しているLGEIやLGCI以外の系列会社の株式を売却し、許氏家がそれを買収する、というものであった。この過程で、許氏家はLGCIとLGEIの系列株式を売却し、建設や精油などそれ以外の会社の経営権を確保していった。

持株会社の要件の充足のために必要な持分を確保するためにLGは、新たな費用負担のな

⁷⁶ 全国経済人連合会「持株会社制度：主要な争点および示唆点」2003年5月

い系列会社の株式の公開買収という方法なども利用した。2002年7月23日、LGEIは取締役会を開き、3202万8000株の限度内で、買収価格は1株当たり4万9700ウォン、買収期間は8月22日から9月10日までという条件で、LG電子株式の公開買収を行うことを決議した。LGEIは公開買収に参加する株主には現金ではなくLGEIの株式を新たに発行し交付するとした。LGEIは「現在LG電子の総発行株式数の9.6%を保有しており、所有比率を30%まで拡大することが公開買収の目標である」とし、LGEIの新株発行価格は8月14日に確定され、時価より20%ほど低い水準に決定された。公開買収に参加した株主に9月17日LGEI株式が交付され、9月27日に新株の上場が行われると説明した⁷⁷。この公開買収にはLG電子の持分17%を保有しているLGグループの大株主が全員参加した。

こうして、2002年11月末、LG構造調整本部は、「2001年4月に発足した化学部門持株会社LGCIは、最近まで子会社であるLG化学、LG生活健康、LGホームショッピングなどの株式を買収、各系列会社の持分を30%水準で確保し、2002年4月に設立された電子部門持株会社のLGEIも、LG電子、LG産電、デイコム、LGテレコムなどの主要系列会社の持分を30%以上確保した状態である」と発表した⁷⁸。

LGグループは2000年から3年間かけて大株主間で複雑に絡み合っていた持分構造を整理し、2003年3月1日、化学部門の持株会社であるLGCIと電子部門の持株会社のLGEIを合併し、統合持株会社(株)LGを発足させた。LGCIとLGEIの合併に反対する株式買収請求金額が2月18日までで3044億ウォンに達し、当初の合併基準額とした2000億ウォンを超えたため、合併を見直すということにもなったが、買収請求費用はLGCIとLGEIが保有している現金で賄うことにした。合併比率は普通株の場合はLGEI株式11株当たりLGCIの株式1.8株で、優先株の場合はLGEI株式11株当たりLGCIの株式1.5株にした。純粋持株会社(株)LGの下には、49の系列会社のうち、LG化学、電子、テレコム、カルテクス精油、流通などの34社が入った。

(株)LGは、資本金1兆3008億ウォン、資産6兆2000億ウォン、自己資本4兆6000億ウォン、負債比率35%、という優良な財務構造を持ち、子会社に対する出資を担当し、出資ポートフォリオ管理、事業子会社の成果管理、LGブランドの管理および育成などに傾注することになっている。将来的には、具氏と許氏との共同経営体制で維持されてきたLGグループを、具氏家が電子、化学、金融を担い、許氏家の持分となっている建設、精油、流通の系列分離を進めることで、分割していくことにしている。

⁷⁷ 『毎日経済新聞』2002年7月23日

⁷⁸ 『毎日経済新聞』2002年11月26日

第3節 コーポレート・ガバナンス改革としての持株会社化

1. 公正取引委員会の方針

盧武鉉政府の公正取引委員会は、企業集団体制がどのような形で変わるべきかについてはグループ別に置かれている条件によって異なるが、その方向として、①所有構造が単純で透明な持株会社への転換、②ブランド・イメージを共有する程度の緩やかな連係体制、③独立企業に分離させる、あるいは専門業種別に小グループに分化する方策、などが考えられるという原則の下で、持株会社制度の補完を当面の政策課題の一つと位置付けた。

公正取引委員会によれば、「持株会社は大企業集団の所有統治構造の改善と透明な独立経営体制の確立のための企業組織の一代案である」。すなわち、子会社間の水平的循環出資が解消され、垂直的出資構造形態の持株会社体制に転換される場合、所有統治構造の改善を期待できるということである。その期待される効果として、①出資関係が垂直的かつ単純で透明になる効果があること、②構成会社別独立経営が可能になり、市場進入や退出もより容易にできること、③連鎖不良化の危険が減少すること、などが挙げられた⁷⁹。こうして、公正取引委員会は、持株会社へ転換する過程において、大株主の資産に相応する系列会社だけを編入させ、残りの会社は処分することを期待している。

ところが、持株会社は、統治力の拡張手段として用いることができるという問題点も含まれているため、設立要件については財界と市民団体との間では大きな隔たりが存在している。すなわち、財界は持株会社の活性化のためには設立要件を大幅に緩和すべきであるという立場であるのに対して、参与連帯などの市民団体は持株会社が統治力の拡張手段にならないよう一層要件を強化すべきであるという立場である。

この中で、公正取引委員会は、負債比率（100%）と子会社所有比率（非上場会社 50%、上場会社 30%）などの統治力の拡張を防ぐための基本要件の基本枠は維持しながら、持株会社の要件を満たすための猶予期間の延長および範囲の拡大、税制の改善などの方策を検討するという方針を固めている⁸⁰。

2. 持株会社規制の法制と国際比較

公正取引法上に規定されている持株会社の設立要件と規制の内容は、図表 2-34 の通りである。

⁷⁹ 公正取引委員会「透明で公正な市場秩序の確立のための競争政策の方向」2003年6月19日

⁸⁰ 公正取引委員会『主要懸案報告』2003年4月17日

図表 2-34 持株会社に対する規制内容

規制	内容	規制	内容
負債比率	・100%超過禁止 ・現物出資、会社分割・分割合併・物的分割によって持株会社へ転換する場合は1年間猶予	金融持株会社	・金融業を営む持株会社は非金融子会社の株式取得禁止
子会社所有比率	・50%（上場会社は30%）以上取得 ・現物出資、会社分割・分割合併・物的分割によって持株会社へ転換する場合は2年間猶予	一般持株会社	一般持株会社の金融会社所有禁止
債務保証	資産2兆ウォン以上は債務保証完全解消	持株会社の子会社	・孫会社の範囲制限：製品販売、原材料の供給に限定 ・所有していた株式は2年間猶予
子会社外の株式	・子会社の他は所有禁止 ・現物出資、会社分割・分割合併・物的分割によって持株会社へ転換する場合は2年間猶予		

出所：全国経済人連合会「持株会社制度：主要な争点および示唆点」2003年5月

上記の規定を他の主要国の持株会社制度と比較すると、以下の通りである。

図表 2-35 主要国の持株会社規制の比較

区分	韓国	アメリカ	ドイツ	日本
範囲	資産総額1000億ウォン	無し	無し	総資産15兆円
子会社所有比率	50%以上（上場会社30%）	制限無し（通常50%以上）	制限無し（50~100%以上）	50%以上であれば子会社と見る
負債比率	100%以内	銀行持株会社：50%以内、その他の持株会社は法的規制がないが、低い水準	法的規制はないが、低い水準	無し
債務保証	完全解消	無し	無し	無し
金融・非金融社の同時所有	不可能	銀行持株会社は非金融会社を所有禁止	制限無し	禁止
孫会社	子会社の事業と密接な場合だけ許容	制限無し	制限無し	制限無し
連結納税制度	無し	導入	導入	導入

出所：全国経済人連合会「持株会社制度：主要な争点および示唆点」2003年5月

3. 持株会社の状況

2003年3月現在、(株) LG、SK エンロン (株) などの16社が持株会社に転換している。その具体的な設立状況は、以下の図表 2-36 の通りである。

図表 2-36 持株会社の現況（2003年3月現在）

(単位：ウォン)

区分	会社名	資産総額	子会社の数	上場
一般持株会社	(株) LG	6兆19億	34	上場
	SK エンロン (株)	6295億	11	
	(株) デギョウ・ネットワーク	5140億	6	
	世亜ホールディングス	2938億	12	
	ホァソン社	2630億	1	
	オン・メディア	1588億	11	
	C&M コミュニケーション	1489億	13	
	アルファ・コリア・ホールディング	1387億	1	
	韓国コンピュータ	1308億	8	
	ダハムイテク	1307億	3	

区分	会社名	資産総額	子会社の数	上場
	大熊	1206 億	11	
	東原エンタープライズ	1033 億	5	
金融持株会社	ウリ金融持株	5 兆 6938 億	9	上場
	新韓金融持株	3 兆 9560 億	6	上場
	ファースト・アルビー	3508 億	1	
	世宗金融持株	1199 億	2	

出所：全国経済人連合会「持株会社制度：主要の争点および示唆点」2003年5月

一方、資産総額 2 兆ウォン以上の企業集団（49）を対象とした全国経済人連合会によるアンケート調査によれば、11 の企業集団が 10 年以内に持株会社化を推進する計画を持ち、残りの 38 社の企業集団は推進計画を全く持っていない。その具体的な内訳は、以下の通りである。

図表 2-37 49 大企業集団の持株会社の推進計画

計画有り (11)	既存	2	計画無し (38)	総帥のいる 民間企業	24
	1 年以内	1		総帥のいない 民間企業	7
	2~3 年	3			
	3~5 年	3		公企業集団	7
	5~10 年	1			
	10 年以後	1			

出所：全国経済人連合会「持株会社制度：主要な争点および示唆点」2003年5月

持株会社への転換の際の最も大きな障害としては、子会社所有比率（上場会社 30%）、負債比率（100%）、配当所得課税および連結納税制度などの税制問題などが挙げられた。子会社所有比率の規定に関しては、大株主の所有比率が平均して 4%水準であるため、大株主が上場法人の持分を 30%以上取得するためには膨大な資金が必要とされ、現実的にクリアするのが極めて困難であるという認識がある。負債比率に関しては、もしも手持ちの資金が足りなければ、借入によって補えばよいのであるが、しかしそこには負債比率の規定が立ちほだかっているため、借入を通じて持株会社を設立することは困難である。

4. 持株会社化と財界

全国経済人連合会は、「持株会社は出資構造が垂直的であるため、出資構造や統治構造が単純であり、系列会社間で独立経営を誘導することが容易である。すなわち、複雑な循環出資の場合は統治構造が透明であり、構造調整が困難であるが、単純な出資構造の場合は企業の透明性が保証され、構造調整も容易になる。さらに、転換前には系列会社の不良が他の系列会社に波及し、危険性が高いが、持株会社の場合は子会社の失敗に対して出資の範囲内で責任を持つだけであるため、危険度が低い」という公正取引委員会の認識を共有しながら、

「しかし、持株会社は収益性が低いため、親会社による新規投資が困難で、有望産業の集中育成も困難であるという欠点を持っている。企業集団の問題として挙げられているのは透明

性と統治構造、責任性という点であるが、これらの問題は会計制度や金融制度および市場規律で解決できるため、持株会社は企業集団の代案にはならない。純粋持株会社とするか、事業持株会社とするかは、当該企業の状況にしたがって、選択すべきものである」という見解を示した⁸¹。さらに、持株会社制度についての現行の規定を大幅に緩和し、設立要件を緩和すべきであると主張している。

図表 2-38 財界の持株会社制度改正の要求（例示）

項目	現行	改善提案
負債比率	100%、1年猶予	廃止または200%、5年猶予
所有比率の要件	子会社発行株式の50%(上場会社30%)、2年猶予	5年猶予
金融子会社の要件	禁止	購買金融 (supplies's credit) 目的の金融子会社の設立許容
孫会社	制限的許容	標準産業分類上同種業種であれば許容
中間持株会社	禁止	中間持株会社の設立支援—金融持株会社は許容
連結納税制度	無し	即時導入—子会社の所有比率を段階的に上向き調整 (初期: 50%以下)

出所：全国経済人連合会「持株会社制度：主要な争点および示唆点」2003年5月

第4節 LGカードの破綻

LGグループが純粋持株会社に変換した時点とほぼ同時期の2003年3月、LGカードなどのクレジットカード会社の不良化の問題が表面化した。LGカードの破綻は無謀な拡張経営の結果であったが、不良化の経営責任当事者としてのLGグループの対応はLGグループの持株会社への転換によって従来と大きく変わることになった。以下では、LGカードの流動性危機から破綻、再建のための施策などを見ることにする。

1. 流動性危機＝現金サービスの一時中止

2003年3月に表面化したクレジットカード会社の不良化は、政府の一連の積極的な対応によって収まるように見えた。しかし、同年11月17日、最大規模のLGカードがキャピタルグループから7億ドル（約8300億ウォン）の外資を誘致すると発表したにもかかわらず、金融市場においてLGカード債の取引が事実上中断され、LGカードが深刻な流動性危機に陥ることになった。

LGカードの株式価格は、2002年4月に株式市場に上場された当時、最高10万8000ウォンであったが、2年足らず間に99%以上下落し、2004年1月15日には825ウォンを記録した。

⁸¹ 全国経済人連合会「持株会社制度：主要な争点および示唆点」2003年5月

図表 2-39 LG カードの持分構造 (2003 年 9 月末現在)

LG グループ：	特殊関係者	15.88%
	LG 投資証券	8.01%
	キャピタルグループ	11.03%
	テムブルタン	5.39%
	従業員持株	3.74%

出所：『朝鮮日報』2003 年 12 月 6 日

LG カード債の満期延長を銀行共同で推進ながら、LG カードの正常化問題をめぐって LG グループと債権銀行団との間で厳しい攻防が続いていた。そのなかで、2003 年 11 月 20 日、具会長は、持株会社 (株) LG の持分を債権銀行に担保として提供する意思を表明した⁸²。ところが、LG カード債権銀行団は、具本茂グループ会長だけでなく、具会長の特殊関係者達が保有する (株) LG の持分を担保として提供することと、具会長の連帯保証を要求し、LG グループとの激しい対立は続いた⁸³。

2. LG カード社の債務状況

LG カードが抱えている満期到来債務の総額と、全体の債務状況は、極めて深刻なものであることが明らかになった。まず、LG カードの満期到来債務の状況を見ると、以下の通りである。2004 年に集中的に満期が到来するため、金融当局は LG カードを早期に売却する方針を立てざるを得なかった。

図表 2-40 LG カード満期到来債務状況

(単位：ウォン)

区分	社債	CP	ABS	満期資金
2003 年 12 月	1300 億	8817 億	3967 億	1 兆 4084 億
2004 年 1 期	4700 億	1 兆 988 億	1 兆 9900 億	3 兆 5588 億
2 期	1 兆 870 億	2376 億	1 兆 4400 億	2 兆 7686 億
3 期	1 兆 6463 億	2357 億	1 兆 100 億	2 兆 8919 億
4 期	4335 億	220 億	5500 億	1 兆 55 億
計	3 兆 7668 億	2 兆 4757 億	5 兆 3907 億	11 兆 6332 億

出所：『毎日経済新聞』2003 年 11 月 24 日

また、金融機関の LG カード債権保有状況は、図表 2-41 の通りである。

図表 2-41 金融機関による LG カード債権保有状況

(単位：兆ウォン)

銀行	投信	証券	保険	年金基金	個人	合計	ABS	総計
3.3	2.5	0.2	0.9	0.5	5.3	12.7	10.8	23.5

出所：『毎日経済新聞』2003 年 11 月 26 日

⁸² 『毎日経済新聞』2003 年 11 月 21 日

⁸³ 『毎日経済新聞』2003 年 11 月 22 日

上記の表に見られるように、2003年11月末現在のLGカードの負債総額は23兆5000億ウォンに達する。そのため、再建支援の拒否によってLGカードが不渡りになると、金融機関全体に及ぼす影響は莫大なものとなる。また、カード業界の特徴として他社のカードによって埋め合わせする利用者が非常に多いため、LGカードの不渡りによる現金サービスの中止は他のカード社にも大きな影響を与えることになる。ある推算では、その額は数兆ウォンに上る。ここに、債権銀行団がLGカードの支援に乗り出さざるを得ない理由がある。

3. 内部者取引の疑惑

LGカードの大株主は2003年上半期の有償増資直前にも保有持分を大量に売り出していた。LGカードは2003年4月22日、流動性の補強のための株主割当有償増資を議決した。債権銀行団による支援のための前提条件として提示された有償増資は、カード社の流動性危機が台頭した3月からすでに既定事実化されていた。これに対して金融監督院の公示によれば、LGカードの大株主であるLG電子と具氏一家は有償増資の直前である4月18日から5月9日までに計541万株を売り出した。その売却代金はおよそ1000億ウォンに達する。当時の有償増資規模は総額3960億ウォンであり、株主割当方式に従う最大株主および特殊関係者の納入分は1200億ウォン水準であった。結論的に当時のLGカード大株主は追加的負担を最小限にして、債権銀行団による支援を導き出したのである、という指摘がされた⁸⁴。

さらに、具本茂LGグループ会長、具ジャヨルLG電産社長などを始めとする具氏一家とLGグループ役員などは、11月にLGカードの流動性危機が表面化する直前に、カード株式を一挙に整理した。金額では488億ウォンを超える規模で、内部情報を利用したモラル・ハザードであるという非難が集中した。というのも、この売却はまさにLGグループオーナー一家と一部の役員がLGカードの流動性危機に対する責任のために債権銀行団から持分を担保として出すように要求されている最中に行われた取引であったからである。

この件と関連して、2004年1月20日、参与連帯は、LG電線系列の大株主一家25名を相手に、2003年11月7日から21日までに保有していたLGカード株式314万7189株を全部売却したのは、未公開情報を利用した嫌疑があると、ソウル地方裁判所に告発した。

4. LGカードの再建案とLGグループからの支援

長い交渉の末、2003年12月15日、LGグループは債権銀行団との合意に達した。その内容は、以下の通りである。

⁸⁴ 『毎日経済新聞』2003年12月1日

図表 2-42 LG カード債権銀行団と LG グループとの合意内容

LG グループ	<ul style="list-style-type: none"> ・債権銀行団に担保として提供した LG カード・LG 投信証券の株式を放棄（系列分離） ・LG 証券など金融業からの撤収 ・LG 電子・化学がカード債を買収する方法で LG カードに 8000 億ウォンの流動性を支援（2004 年 7000 億ウォン増資+年内増資不足分 1000 億ウォンを負担）
LG カード売却	<ul style="list-style-type: none"> ・8 社の債権銀行の中で LG カード優先買収交渉対象者を選定 ・ハナ・ウリ・産業銀行の順に有力
LG カードの優先買収交渉対象者	<ul style="list-style-type: none"> ・LG 投資証券を同時に買収 ・2004 年 1 月中に LG カードに 1 兆ウォン増資
残りの債権銀行	<ul style="list-style-type: none"> ・LG カードの債権額のうち 1 兆ウォンを債務の資本化

出所：『毎日経済新聞』2003 年 12 月 16 日

2003 年 12 月 16 日、債権銀行団との合意に基づいて LG グループは、LG カードを系列分離させた後、LG 系列会社を通じて、カード債を買収する方式で 8000 億ウォンを分担支援すると発表した。LG 電子が支援額の半分である 4000 億ウォンの LG カード債を買収する場合、2004 年の債務返済過程で最小限 20 ないし 30%（800 億ないし 1200 億ウォン）の損失を抱えることになる。また、LG カードの系列分離の際には帳簿上 2646 億ウォン（所有比率 7.17%）になっているカード株式を LG カードの買収者に売却しなければならない。現在の時価 740 億ウォンであるため、およそ 1900 億ウォンの損失の発生は不可避である。これによって LG 電子は LG カードのせいでも少なくとも 3100 億ウォンの損失を被ることになる。LG 化学も金融機関もかなりの損失を抱えることになる。さらに、LG カード問題は、支援金の規模そのものより LG グループのコーポレート・ガバナンス構造の問題点を明らかにする出来事であり、より大きな波紋を広げることとなった⁸⁵。

系列会社に責任を求めることに対して、LG 電子・化学などの少数株主と外国人投資家達は、LG カードの解決策を支援する場合に損害を被ることに懸念を抱いている。参与連帯はこれをコーポレート・ガバナンスの問題点を露呈するものであると強く非難した⁸⁶。

2004 年 1 月 9 日、LG カードの損失負担問題をめぐって、議論を続けていた政府、債権銀行団と LG グループは、LG カードの経営正常化計画に最終合意し、産業銀行が委託経営を担い、経営に責任を持つことにした。この計画の具体的な内容は、図表 2-43 と 2-44 の通りである。

⁸⁵ 『毎日経済新聞』2003 年 12 月 17 日

⁸⁶ 『毎日経済新聞』2003 年 12 月 17 日

図表 2-43 LG カードの経営正常化のための最終案

区分	既存案	最終案
債権銀行団	4 兆ウォン	3 兆 6500 億ウォン
債務の資本化	・ 既存債権の債務の資本化 2 兆ウォン ・ 新規支援の債務の資本化 2 兆ウォン	・ 既存債権の債務の資本化 2 兆ウォン ・ 新規支援の債務の資本化 1 兆 6500 億ウォン
LG 証券の処理	買収銀行に優先買収選択権を付与	早期売却（売却売出 3500 億ウォンに推算）
追加不良の処理	債権銀行団の共同負担	・ 5000 億ウォンまで産業銀行・LG グループが負担（産銀 1250 億ウォン、LG3750 億ウォン） ・ 産業銀行を除いた他の債権銀行団の追加流動性の負担はない
その他		LG カードの資産・負債に対して法的な措置を取らない

出所：『毎日経済新聞』2004年1月10日

図表 2-44 金融会社別 LG カード支援規模案

(単位：億ウォン、%)

区分	債権総額	分担比率	既存債権の債務の資本化	新規流動性支援後の債務の資本化	債務の資本化後の所有比率
産業銀行	3073	10.3	2059	5674	25
国民銀行	4667	15.6	3127	2059	13.6
農協	5489	18.4	3677	2423	16
ウリ銀行	2630	8.8	1762	1756	9.9
企業銀行	1800	6.0	1206	1202	6.8
ハナ銀行	1385	4.6	928	924	5.2
新韓銀行	1214	4.1	813	810	4.6
朝興銀行	1100	3.7	737	734	4.1
韓美銀行	500	1.7	335	334	1.9
外換銀行	876	2.9	587	584	3.3
銀行計	2兆2734億	76.2	1兆5231億	1兆6500億	90.4
教保生命	1250	4.2	837		
大韓生命	1400	4.7	938		
三星生命	1800	6.0	1206		
東部火災	700	2.3	469		
三星火災	1068	3.6	716		
LG火災	900	3.0	603		
保険会社計	7118	23.8	4769		
合計	2兆9852億	100.0	2兆	1兆6500億	

出所：『毎日経済新聞』2004年1月9日

しかし、減資（株式消却）が明らかに予想されている状況において債務の資本化に参加すると、業務上の背任として解釈される可能性が高く、国民銀行・新韓銀行・朝興銀行などは上場会社であるために、株主による集団訴訟の可能性も排除できない。

5. LG グループの持株会社化と LG カードの危機

LG カードの危機と持株会社化との関係については、LG グループの持株会社体制への転換が危機を深化させたという見方と、逆に持株会社への転換がかえって危機を緩和させたという見方がある。

前者は、三星カードと現代カードは、三星電子や現代自動車などのグループの主力企業が有償増資に参加するなどの資金援助を行い、危機を無事に乗り越えることができたのに対して、LGカードはグループが持株会社体制に転換し、LG電子などの優良系列会社からの支援を受けることができなかつたため、危機に直面したという見方である。

後者は、LG系列会社の支援を通じて、LGカードの正常化をはかる場合、LG系列会社らの連鎖的悪化および競争力の弱화를招き、同時にこれらの系列会社の少数株主および債権者が多大な損害を被ることに、持株会社化が行われた方が経営権の変動などのより根本的な正常化が行われる可能性が高いという見方である。

第5節 LGカードによる大株主への高率配当金の供与

LGグループがLGカードの2回にわたる流動性危機の際に、事前に保有している株式を売却し、8400億ウォンという莫大な利益を挙げて、内部者取引の疑惑が持ち上がったことは上述した通りである。

オマイニュースが2004年1月15日に入手したLGカードの配当状況の資料によれば、LGカードの大株主は1998年から2002事業年度までにカード会社から合計3212億2900万ウォンの配当金を受け取っていた。その年度別推移は、以下の図表2-45の通りである。

図表2-45 LGカード大株主の配当現況

(単位：ウォン)

年度	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年
配当金	86億8100万	235億8800万	784億3200万	1087億400万	1018億2400万

LGカードへの支援をめぐって、混乱が続いている中で、5年間の配当金3212億ウォンに、2003年11月にLGカードの流動性危機の直前にカード株式をほとんど売却して得た8400億ウォンを加えると、LGグループの大株主は株式だけで1兆2000億ウォンに達する利益を得たことになる。とりわけ、2003年11月に持分を全部売却した後、「株式の未保有と系列分離」という理由でLGカード不良に対する責任を回避したLG電線の大株主も数百億ウォン台の配当金を手に入れていた。このようなことから、LGグループの大株主に対する道徳的批判とカード不良経営に対する責任を問う声が高まった。

一方、2004年1月14日、LG投資証券労働組合は、LGグループ具本茂会長をはじめLGカードの大株主と特殊関係者98名を、未公開情報を利用した内部者取引と高率配当を通じる不当利益の取得などの嫌疑で金融監督院に調査を依頼した。金融監督院はLG証券労組の申告に基づいて、内部者取引などについて検討を行い、不公正な嫌疑が明らかになる場合には本格的な調査に着手する予定であることを明らかにした。

このような内部者取引疑惑に対して、LGグループ側はグループの系列分離過程において

大株主の持分が整理されたものであり、そのことは公正取引委員会の系列分離の承認に伴うものであると解説し、カード社の流動性危機とは関係がないという立場を依然として堅持した。

第6節 参与連帯による株主代表訴訟：LG 石油化学株式の安値売却

2003年1月27日、参与連帯経済改革センターは、LGグループの具本茂会長をはじめとするLGCIの前職および現職の取締役8名を相手とする株主代表訴訟の訴状を、ソウル地裁に提出した。

訴状によれば、具本準などLGグループ総帥一家は、1999年6月29日、LGCIからLG石油化学の持分70%に相当する株式2744万株を1株当たり5500ウォンで買収した。その後、LG石油化学は取引所に上場され、LGグループ総帥一家は2002年1月から9月までの間にLG石油化学株式1701万7830株を1株当たり1万～2万ウォンで売却した。特に4月29日に、分割されたLG化学にLG石油化学株式632万株を1株当たり1万5000ウォンで転売し、1株当たり9500ウォンの売買差益を得た。公示を通じて確認された1701万7830株の処分を通じて、LGグループ総帥一家が得た売買差益だけでも1651億7457万ウォンに達した。また、彼らがまだ保有していると取引所に公示された株式273万8170株を通じる評価差益も2002年9月30日現在で156億757万ウォンであった。従って、公示を通じて明らかに確認された差益だけでも総額1807億ウォンに達した。そして、処分内訳が公示されていない768万4000株の処分を足すと、不公正な内部取引を通じてLGグループ総帥一家が得た差益は、1807億ウォンをはるかに超えるものであった。

被告になる経営陣は、1999年6月、LGグループ筆頭株主にLG石油化学株式を売却することに決定した取締役会に参加した具本茂LGグループ会長や姜ユシクLGグループ構造調整本部長をはじめとする9名の当時のLG化学の取締役である。請求する賠償金額は去る2001年1月15日に公正取引委員会が上記の取引を不公正な内部取引と判定する際に、99年当時のLG石油化学株式の適正取引価格を、1株当たり最小8500ウォンと判断したことに基づいて、 $(8500 - 5500) \text{ ウォン} \times 2744 \text{ 万株} = 823 \text{ 億 } 2000 \text{ 万ウォン}$ になる。

このような株式安値売却は、公正取引委員会から不公正な内部取引として是正命令も受けた。それと関連して、2002年4月29日、参与連帯は、LGグループの総帥一家が保有しているLGCI株式のうち不当利益額に相当分を自発的に消却する方法で会社と少数株主の損失を補填することを要求するなど、LGグループ側の自発的な問題解決を促した。しかし、これに対してLGグループ側は正常な取引であると主張したため、2002年12月16日に訴訟提起請求を行い、会社側がそれを公式に拒否することによって、株主代表訴訟に踏み切ることになった。

第7節 LGグループの主力の事業構造

LGグループの主力の事業部門は、電気／電子、化学、建設、金融、エネルギー、卸・小売の6つである。これらの事業部門における1997年からの売上高と純利益の推移を見ると、以下の図表の通りである。

図表2-46 LGグループの主力の事業構造

(単位：兆ウォン)

業種	売上高					純利益				
	97	98	99	00	01	97	98	99	00	01
電気／電子	17.72	19.13	20.30	21.18	6.36	△0.12	0.26	2.93	1.11	△0.27
化学	12.18	13.09	12.91	16.97	17.58	0.004	0.42	0.61	0.49	0.54
建設	2.25	2.18	2.09	2.71	3.15	0.018	0.032	0.10	0.12	0.15
金融	2.42	3.82	1.173	4.23	5.28	0.001	△0.41	0.26	0.73	0.40
エネルギー	1.10	1.42	1.57	2.40	2.79	△0.009	0.037	0.037	0.022	0.03
卸・小売	21.49	20.12	19.72	22.23	22.07	△0.077	0.005	0.06	0.12	0.14

出所：金キョンウォン他『為替危機5年、韓国経済はどのように変わったか』三星経済研究所、2003年7月、214頁

上記の図表に見られるように、LGグループの主力事業は、電気・電子部門を除いては主に輸出部門より内需部門に集中している。全体的に、収益構造が改善を示している。1997年経済危機以降に各部門で模索されている経営改善の成果であろう。一方、LGカードなどの金融部門の2003年以降の低迷と系列分離については、上述した通りである。

LGグループが抱えている大きな課題は、持株会社システムへの転換を今後どのように経営改善と収益性の向上と結びつけるかであろう。

第4章 三星グループの独走

三星グループは、韓国の最も大きな企業集団であり、とりわけ 1997 年経済危機以降目覚ましい成長を記録し、一躍世界的な大企業として名を馳せるようになった。上述したように、他の大手財閥グループが大きな変動を余儀なくされていく中でも、三星グループだけは驚異的な成長を成し遂げた。世界的に誇れるような技術と実績をあげるようになったのは、いまや三星電子だけではない。グループの大半の系列会社もそうである。三星グループのブランド価値は世界的に上位にランクされた。

一方、それだけに三星グループは韓国の最も模範となるべき企業であると見なされ、参与連帯のコーポレート・ガバナンス改革や財閥改革の最大の焦点となった。三星グループの総帥一家の便法的相続や経営の失敗と責任は、当然ながら最も大きな 이슈として取り上げられていた。

目下問題とされていることの大半は 1997 年経済危機以前のものであり、政府や外部および市場による監視が一層厳格になっており、外国人投資家の比率がほとんどの系列会社において 50%以上になっている中で経済危機以前のような経営システムやコーポレート・ガバナンスはもはや維持できなくなっている。その意味で、所有構造に基づく総帥一家による一枚岩的統治構造はますます相対化されていき、いわゆる「所有と経営の一致」という神話は克服され、実際に相当に解消されていっている。

他方、李三星グループ会長の「先見の明」とも言える経営能力が、グループ全体の今日の発展に大きな役割を果たしていることはよく知られている。総帥一家による経営独占が経営破綻の主な理由として注目されている中で、オーナーであると同時に優れた経営者としての存在感がどの企業より明確に示されている。かつて三星グループの半導体への進出や現代グループの自動車などの諸分野への進出がオーナーの先見の明と決断によって行われたことは、後発の中進国である韓国の経済発展に財閥とオーナーが果たしている役割を考える上で、決して無視できない事実である。

以下では、まず、三星グループのコーポレート・ガバナンスについて、1997 年経済危機以降クローズアップされてきた後継体制の確立に伴った諸問題を概略的に見ることにする。言うまでもなく、それらの諸例が三星グループのコーポレート・ガバナンス全体を現すものではないことは言うまでもないが、否定できない一面でもあった。ここにおいてそれらの問題を整理する理由は、所有構造をめぐる変則的対応や総帥一家による専横的な経営が韓国財閥企業グループにおいて共通に見られていたものであり、いまだ他の多くの企業においては従来の構造から完全に脱皮していないあるいは完全に克服できていない状況が続いているからである。

次に、韓国の企業の中で最も日本的であるとされている三星グループの飛躍的發展を可能にした経営の合理化とコーポレート・ガバナンスの改善（新経営システム）の内容と成果を

検討する。というのも、マスコミや参与連帯によって大きく取り上げられている総帥一家による専横的な経営や後継体制の確立の際に生じている諸問題だけでは、言うまでもなく、世界のトップクラスの経営実績は説明できないからである。その意味で、三星グループに見られる経営の合理化やコーポレート・ガバナンスの改善を通じる総帥一家統治の相対化は韓国コーポレート・ガバナンス改革の新たな地境を示す模範的事例と位置付けることができよう。

第1節 後継体制の確立

1. 三星生命偽装持分所有と脱税

1999年7月6日、参与連帯は、1998年に10%に過ぎなかった李会長の三星生命の持分が1999年に26%に急増したのは、隠されていた李前会長の相続持分が実名転換されたものであるか、あるいは系列会社の資金を通じた借名持分を実名に転換したものである可能性があると指摘した。また、それと同時に、エバーランドの持分が2.25%から20.7%に急増したが、その際にエバーランドが1株当たりおよそ9000ウォンで株式を買収したことに対して、資金の出处などについての調査を要請した。

2. エバーランドの転換社債の発行と後継体制の確立

2.1 後継体制の確立の概要

巨大グループ・三星の後継体制は、早くも1997年経済危機前に確立されていた。その過程については便法相続の象徴として頻りにマスコミや新聞雑誌で取り上げられていた。その内容を概略的に見ると、以下の通りである。

1995年12月、李在溶氏は父の李会長から61億ウォンの譲与を受ける。譲与税として16億ウォンを支払い、残りの45億ウォンでエースワーン株式を23億ウォン、エンジニアリング株式を19億ウォン分購入する。両会社は間もなくして上場される。李在溶氏はエースワーンとエンジニアリング株式を処分し、総額563億ウォンの資金を作る。李在溶氏はこのお金で中央開発の私募転換社債96億ウォン分と、三星電子の私募社債450億ウォン分を購入する。また、第一企画の転換社債も購入する。その結果、1997年5月現在、李在溶氏は中央開発の持分62.5%、三星電子の持分0.97%、第一企画の持分35.3%を取得する。

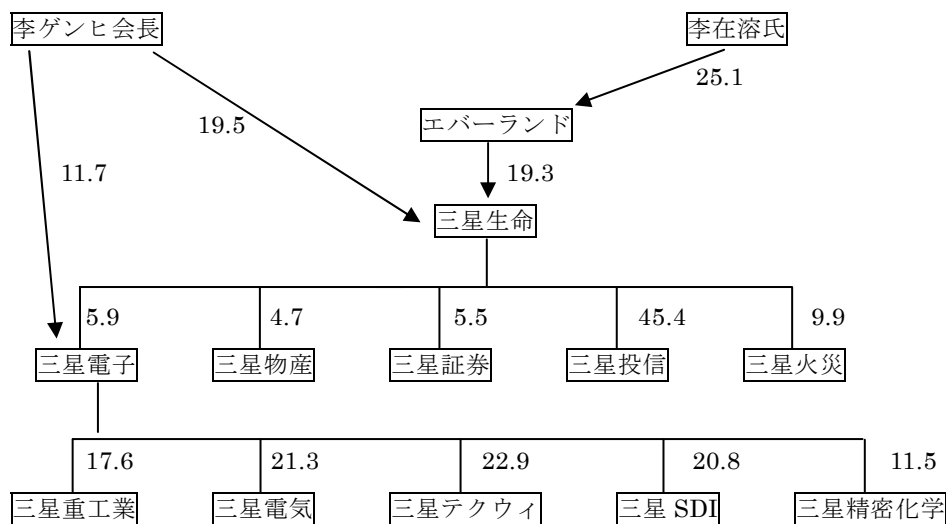
ところで、中央開発はエバーランドとカリビアンベアなどを運営する国内最大の不動産会社であり、資産価値は数兆ウォンに達する。それにもかかわらず、当時まだ資産再評価が行われていなかった非上場会社であるために、資本金は98億ウォンに過ぎない。

そこで、問題の核心となるのが、李在溶氏に対する中央開発の私募転換社債発行の適法性である。三星電子も私募転換社債を発行したが、上場法人であるために発行価額に特に問題

はない。しかし、中央開発の場合には、発行価額がきわめて低い。問題は、いくら少なく計算しても中央開発の純資産価値は1兆ウォンをはるかに超えるため、李在溶氏が買収した中央開発の持分62.5%は少なくとも6000億ウォンを超える実質価値を持つものと推定される。にもかかわらず、李在溶氏の転換社債の買収価額がわずか96億ウォンに過ぎないことである。さらに、中央開発の取締役会が李在溶氏に発行することを決定した転換社債が、中央開発の全株の62.5%に達していることも問題である。というのは、資産価値が数兆ウォンと評価される中央開発の取締役会が、わずか96億ウォンの資金調達のために、持分の62.5%にあたる転換社債を発行することを決定する理由がないからである。

これによって李在溶氏は、李会長からいかなる譲与も相続ももらわなくても総帥のポストを継ぐことができるようになる。2001年3月7日現在の三星グループの所有構造を見ると、李在溶氏が25.1%の株式を持っているエバーランド（19.3%）と李会長（19.5%）が三星グループの持株会社にあたる三星生命の最大株主になっている。

図表2-47 三星グループの所有構造



出所：『毎日経済新聞』2001年3月7日

こうして、李在溶氏による中央開発（現エバーランド）持分取得によって、三星の3世承継は譲与税16億ウォンを払うだけで終わった⁸⁷。

しかし、三星エバーランドは非上場会社であるため、代表訴訟を提起することは法的に不可能であり、当時の商法上いかなる制裁措置も取ることができなかった。

⁸⁷ 全国民主労働組合総連盟政策討論会『財閥の族閥経営と便法世襲—三星の3世承継過程を中心として—』1997年5月30日

2.2 参与連帯による告発

非上場会社株式の便法的譲与は、参与連帯による積極的な反対活動を通じて大きな社会問題となり、ようやく 1999 年 8 月 15 日、金大中大統領によって出されたコーポレート・ガバナンス改革の追加 3 原則の一つとして取り上げられるようになった。

参与連帯が主張した包括的相続課税制の導入までは至らなかったものの、政府は 1999 年 12 月 28 日、相続法および譲与税法を改定し、「上場前に子女などの特殊関係者に非上場株式を譲与した後、上場後大幅な上場差益が発生する場合には、上場後 3 ヶ月になる時点を基準として評価した価格に対して譲与税を課税する」、「子女などの特殊関係者に金銭を無利子または低利で供与する場合、適正利子率との差額に相当する経済的利益を譲与されたものと見て、譲与税を課税する」、「特殊関係者が株主である経営不振法人に財産や用役を無償または安値で提供する場合、当該株主に経営不振法人が得た経済的利益に伴う株式価値の上昇分を譲与されたものと見て、譲与税を課税する」という新たな規定を設けた（2000 年 1 月 1 日施行）。

2.3 背任罪による取締役（2 人）の不拘束起訴

2000 年 6 月法学教授 43 名は、「三星エバーランドの転換社債発行は、李健熙会長の長男である李在溶氏に経営権を便法的に世襲させるためのものである」とし、李健熙会長とエバーランドなどの三星グループ関係者を検察に告発した。

この件についての告発は金大中政権ではほとんど取り上げられることがなかったが、盧武鉉新政権の下で、より積極的に議論されることになった。

2003 年 12 月 1 日、検察は、当初この件の背任額が 50 億ウォンを超えると計算し、控訴時効を 10 年（2006 年）と見なしていたが、非上場会社の株価算定などの関連判例を考慮し、刑法上の業務上背任罪の控訴時効（7 年）である 12 月 2 日以前に関係者を立件することが正しいと判断した。

検察は、三星グループの便法譲与の嫌疑を認め、1996 年、三星エバーランド転換社債の低値発行を主導した役員 2 名を不拘束起訴した。この起訴において、検察は 3 年間進められてきた三星便法譲与事件についての本格的な捜査が可能になり、背任嫌疑の控訴時効である 2006 年末以前に李健熙三星会長と長男李在溶氏に対する召還捜査を行うことも可能になったとした⁸⁸。

3. 三星 SDS 新株買収権付社債（BW）発行

1999 年、三星エバーランドの際と全く同一の手法を用いた便法譲与が、李在溶氏を中心に

⁸⁸ 『毎日経済新聞』2003 年 12 月 2 日

再び発生することになった。三星 SDS の株式は、場外において 5 万 4000 ウォンから 5 万 7000 ウォンで取引されていたが、三星 SDS は李会長の息子の李在溶氏などに三星 SDS の私募買収権付社債を発行する際に、新株買収権行使価格を場外取引価格の 8 分の 1 の水準である 7150 ウォンとした。

1999 年 12 月 1 日、この件と関連して、参与連帯は三星 SDS 経営陣を背任罪嫌疑で告訴した。しかし、地裁と高裁、最高裁すべてが「嫌疑無し」を理由に不起訴処分を下した。

李在溶氏らは、三星 SDS から取得した新株買収権付株数は 321 万 6738 株であるため、1600 億ウォン台に上る評価差益を手にしたことになる。ちなみに三星 SDS 株式は、公正取引委員会によって 5 万 7000 ウォンと推定された 1999 年 2 月 26 日以来 2 年間にわたって、最高価 90 万ウォンから最低価 20 万ウォンの間で取引されている。2000 年 11 月 18 日現在、インターネット場外市場における三星 SDS の取引価格は、2 万～3 万(額面価 500 ウォン基準、これを 1999 年取引当時の額面価 5000 ウォンに換算すると、20 万～30 万ウォン)台である。

この問題について、2000 年 4 月から参与連帯は、国税庁に李会長の長男李在溶氏などの 4 名の子と李鶴守などの 2 名の三星役員を譲与税脱税嫌疑で告発した。参与連帯は、国税庁が課税に消極的になるや、2000 年 12 月から国税庁の建物の前で 100 日間「一人リレーデモ」を展開していた。これに対して、三星側は「時価が存在していない非上場株式は会計帳簿を元に 1 株当たりの評価額を算出しなければならない」とし、「三星 SDS の株式価値は株当たり 6674 億ウォンに過ぎない」と主張した。この問題を、参与連帯は、中小企業やコスダック企業については、非上場会社の株(転換社債)の発行を利用した統治権の強化を非合法的なものとして刑事処理しているのに対して、三星の後継工作の違法性については目をつぶっており、法の公平性が欠けていると強く非難した。

三星グループと参与連帯とのハザマに立っていた国税庁は、参与連帯の要求にしたがって、結局のところ 2001 年 4 月 13 日、三星 SDS 株式価格を 5 万 5000 ウォンに決定、「三星李在溶常務補に対して譲与税を賦課することを決定し」、課税(600 億ウォン)を通知した⁸⁹。このような決定は、便法相続や市民団体が要求する財閥問題などに対して国税庁がはじめてメスを入れたものであり、画期的な出来事だといえる。その後李在溶氏らはこれに不服としソウル地方国税庁課税適否審査委員会に不服申請を出した。これに対して、2001 年 6 月 12 日、国税庁委員会は譲与税不服請求を不採択することに決定した。

これを受けて、2001 年 9 月 3 日、参与連帯は三星 SDS の新株買収権付社債(BW)の低価発行によって会社と少数株主らの利益が侵害されたことを理由に、金本基代表取締役他 6 名を背任嫌疑でソウル地裁に再告訴した⁹⁰。参与連帯はそこで「会社と株主の利益を保護し

⁸⁹ 『朝鮮日報』2001 年 4 月 17 日

⁹⁰ 同じ時期に、類似した事件で BW を低価に売却し、不当な利益を得たとして、マクソフバンクとユイル半導体などの中小企業の代表に裁判所は業務上の背任罪を適用し、懲役刑を言い渡した。参与連帯は李在溶氏に対しても同様の判決を下すことを要求し、再告訴することを決定した。

なければならない経営陣の義務に反する背任行為である」と主張した。

2002年5月17日、参与連帯側は憲法裁判所に「2001年11月6日付の告訴却下処分は請求者の平等権と裁判手続き陳述権を侵害したものである」とし、その取消を訴えた。

図表2-48 李在溶氏などの6人が保有している三星 SDS 株式比率の変化

姓名	従来 の所有比率 (99.12.31)	新株買収権の行使後 の所有比率 (2002.9.30)	国税庁が徴収した 譲与税額
李在溶 (李会長の長男)	7.3%	9.1%	332 億ウォン
李ブジン (長女)	2.5%	4.6%	
李ソヒョン (次女)	2.5%	4.6%	
李ユンヒョン (三女)	2.5%	4.6%	
李学殊 (三星構造調整本部長)		4.5%	現金+株式で納付
金インジュ (三星構造調整本部財務チーム長)		2.2%	
合計	14.8%	29.6%	およそ 510 億ウォン

出所：『朝鮮日報』2003年2月24日

一方、2002年6月18日、李在溶氏などは、国税庁の譲与税賦課措置を不服とする審判請求を再申請した⁹¹。この問題について、2003年2月24日、財政経済部傘下の国税審判院は「李在溶氏などの三星一家と三星役員および職員6人に譲与税を賦課した国税庁の措置が正しいという結論を担当審判部が下した」とした⁹²。

参与連帯は、上述の通り2002年5月、参与連帯による経営陣6名に対する背任嫌疑を問う告訴を検察が却下したことに關して憲法裁判所に訴願を出していたが、2003年6月27日、憲法裁判所は不起訴処分とした検察の決定が法的に正当であるという結論を下した。

上述した通り、三星 SDS の BW 低価発行を通じる便法的な譲与行為に対して、国税庁は相続税漏れという名目で443億ウォンの税金を追徴し、公正取引委員会は公正取引法の違反を挙げ158億ウォンの課金を賦課したが、三星はこれらに対してすべて不服訴訟を提起した。公正取引委員会に対する課金賦課取消請求訴訟では三星が1・2審すべて勝訴し、現在最高裁の上告審が進行中である。国税庁の税金追徴に対しても三星は国税審判員の審判請求が棄却された後、行政裁判所に訴訟を提起した。憲法裁判所の決定に対して、参与連帯は「李在溶氏が行政訴訟で敗訴し、不当利益に対する課税が行われたとしても、不当利益を与えた人々の背任行為に対して刑事上処罰が行われていない以上、このような行為が根絶されることは期待しがたい」という立場を表明した。他方、三星側は「憲法裁判所の棄却決定によって三星役員陣の背任嫌疑に対する論議は完全に解消された」とし、「検察の不起訴処分が妥当であるという憲法裁判所の決定が出ただけに、BWと関連してもはや問題はなくなった」と主張した⁹³。

⁹¹ 『朝鮮日報』2002年6月19日

⁹² 『朝鮮日報』2003年2月24日

⁹³ 『毎日経済新聞』2003年6月28日

第2節 攻撃経営と株主代表訴訟

1. 三星自動車の破綻と三星生命の上場問題

三星グループは長年自動車産業への進出を夢見ていた。というのも、高付加価値を創出する産業の中で三星グループが唯一持っていなかった分野が自動車産業であったからである。三星グループの自動車産業への進出は全く畑が違うところへの冒険に近い試みであった。三星グループの今日の跳躍の原動力となっている半導体産業への進出も発足の当時は冒険であると言われていた。

ところで、半導体産業は三星グループの進出の際には全く未開拓分野であったのに対して、自動車産業はすでに大宇グループと現代グループが高いシェアを占めており、世界市場においても競争が激化している分野であったという点において大きな相違が存在していた。

両方とも財閥総帥の決断によって果敢に取り掛かることになったという共通点を持っていたが、あいにくにも自動車産業への進出は李健熙三星会長の最大の汚点として残っており、総帥による専横経営の失敗の代表例とされている。

1.1 三星自動車の破綻

三星は、李健熙三星会長の独断により、1997年経済危機直前まで、自動車業界への進出を図ろうとしていた。当時は可能性として企業集団系列に属していなかった起亜自動車を買収する案と全く新しく工場を作る案との二つの案があったが、起亜自動車の買収は三星側の執拗な工作にもかかわらず、競争相手の大宇と現代の反対にぶつかり挫折せざるをえなかった。IMF危機の発端の引き金となった起亜自動車の不渡りも三星の動きと無関係ではなかった。

いずれにせよ、結局のところは独自の工場を建てることになったが、その主な資金は三星電子が稼いだ莫大な収益であった。そのため、実際に三星電子は、莫大な収益を上げたにもかかわらず、IMF管理初期においては危機に瀕するような状況にまで追いこまれていた。

三星自動車への投資が失敗に終わり、2000年11月3日第2次不良企業退出の決定に従い、三星自動車と三星乗用車は共に清算された。この件は、筆頭株主の独断によって招かれた危機として政府によるコーポレート・ガバナンス構造改善の攻撃の的になった。

1.2 三星自動車の破綻についての経営責任

1999年8月、三星グループ李会長、三星系列会社、三星自動車債権金融機関は、三星自動車の2兆4500億ウォン相当の負債処理と関連した合意書を採決した。合意書の内容は以下の通りである。まず、三星グループ李会長が所有している三星生命株式350万株を債権銀行団に無償譲与し、その株式350万株（1株あたり70万ウォンと計算して2兆4500億ウォン）を、2000年12月31日までに三星生命社を上場することを前提に系列会社が買い取

る。買取金額が負債総額に及ばない場合には、李会長が三星生命株式 50 万株を追加的に譲与し、それでも足りない場合には、三星グループ系列会社はその不足額を債権銀行団に対する資本出資または後順位債権買収などの方法によって補填する。そして 2000 年 12 月 31 日までに合意内容を履行できない場合には、それに対する加算金利を年利 19% で計算し、延滞利子を三星電子などの系列会社が連帯して支払う。

三星自動車の負債を三星電子らの系列会社が抱えるという取締役会決定の際に社外取締役は一人も反対しなかった。これと関連して参与連帯は、大株主や経営陣から独立的な立場を取り、会社と大多数の株主の利益のために働くことができるような社外取締役が株主総会において選任されることができるよう少数株主運動を推進するべきであると主張した。2001 年 6 月 4 日、金融監督院において開かれた記者懇談会における参与連帯の主張によれば、「三星車の損失を三星 31 系列会社が共同で負うことにした合意は、債権銀行団の強要によるものでなく、三星構造調整本部の要求によるものであった」⁹⁴。

しかし、2000 年内における三星生命の上場は成立せず、また主要機関投資家を対象に調査した結果、上場後の三星生命が 50 万ウォンを超えるのは難しいことが明らかになり、またも少なくとも 8000 億ウォン程度をグループの系列会社が負担しなければならないことになった⁹⁵。

「三星自動車といかなる関係もない三星電子が自動車の負債を代わりに返済しなければならないいかなる理由もない。これは結局李会長個人の利益のために会社と株主に不当な損害を与えることで、背任行為にあたる」と見なした参与連帯は、2000 年 11 月 23 日、三星電子取締役が三星自動車の債権金融機関に対して資本出資を行ったり、後順位債権を買収したりして、利子を支給するなどの行為を行えないようにするために、違法行為維持請求仮処分を申請した。

違法行為維持請求とは、少数株主権のうちの一つとして、取締役が法令あるいは定款に違反する行為を行い会社に損害を与えるおそれがある場合、取締役に対してこの行為をしないことを請求するものである。この請求のためには上場企業の場合 0.5% 以上の持分、資本金が 1000 億ウォン以上の企業の場合は 0.25% の持分が必要である。参与連帯は、国内株主と 코리아・ファンドなどの外国人株主らの持分およそ 53 万株を集め、仮処分を申請できた。

訴訟の対象となっている三星電子は三星自動車の出帆の際に 1700 億ウォンを出資したが、公正取引法上それ以上の出資が困難になり、域外ファンドを通じて 2500 億ウォンの追加債務保証を行った。このため、三星自動車の倒産によってまるごと三星電子の損失になってしまった。三星電子は李会長の経営判断ミスによって発生した三星自動車の倒産と関連して、4000 億ウォンを超える損失を負担してきた。

三星グループは、資産規模別負債負担率を策定し、三星電子に負債全体の 35% 程度を任せ

⁹⁴ 『毎日経済新聞』2001 年 6 月 5 日

⁹⁵ 『毎日経済新聞』2000 年 10 月 4 日

た。この方式によれば、三星自動車の負債 2 兆 4500 億ウォンのうち 8575 億ウォンに対する責任を三星電子が負わなければならない。また、李会長が個人責任で出した三星生命 350 万株を 2000 年中に 1 株あたり 70 万ウォンで売却できなければ、2001 年から債権銀行団に年間 19%の延滞利子を払わなければならない。1 年間に払わなければならない延滞利子は金額としては 1629 億ウォンである。三星電子の 2001 年上半期の利子費用全体が 2037 億ウォンであることを考えると、莫大なものである。

2001 年 6 月 1 日、政府と三星自動車債権銀行は、三星車負債処理問題のために、李三星会長から提供してもらおう三星生命株式 400 万株（追加出資 50 万株を含む）の他に 30 万株を追加要求した。さらに、すでに系列会社が買い取った 116 万株を除いた残りの株式を担保に資産流動化証券（ABS）を 1 株当たり 54 万から 57 万ウォンで発行し、連帯保証をした 31 三星系列会社に負担させる計画を推進した⁹⁶。

1.3 三星生命の上場

三星自動車の処理は、非上場会社の三星生命を上場しなければならないという難題と絡み合っていた。三星生命の上場は、上場に伴う差益に対する契約者配分を、どのようにすべきかという問題にぶつかっている。というのも、外国の場合、相互会社形態の生命保険会社が上場される場合、上場差益の一部を保険契約者（相互会社の保険契約者は株主の性格を持つ）に株式で配分する前例があるが、三星生命の場合、商法上株式会社であるため、上場差益を契約者に株式で配分する義務があるかどうかについて議論が発生するからである。生命保険会社の上場をめぐる当事者の見解は、以下の通りである。

図表 2-49 生命保険会社の上場についての利害当事者の立場

	政府	生命保険会社	市民団体
相互会社の性格	認定	不認定（株式会社）	認定
上場に伴う差益の契約者配分	必要	不要	必要
配分方式	株式あるいは現金	株式配当に反対、現金配当は交渉可能	株式

出所：『朝鮮日報』2003 年 3 月 3 日

2003 年 10 月 17 日、金融監督委員会は、15 年近く議論されてきた生命保険会社の上場を留保することを決定した⁹⁷。この決定によって、三星生命の上場問題はまたもふりだしに戻ることになった。

⁹⁶ 『毎日経済新聞』2001 年 6 月 2 日

⁹⁷ 『毎日経済新聞』2003 年 10 月 18 日

2. 三星電子取締役に対する株主代表訴訟

第一銀行の取締役会を対象とした株主代表訴訟の勝訴判決が出た（1998年7月24日）ばかりの1998年10月20日、三星電子株式1万5373株（発行株式総数の0.0103%）を保有した22名の少数株主を代理して、参与連帯は三星電子の本店所在地を管轄する水原地方裁判所に三星電子李建熙代表取締役を始めとする計11名の前・現職取締役を相手に賄賂供与行為、公正取引委員会によって摘発された不公正な内部取引行為、不良企業利川電気に対する出資および債務保証行為、保有有価証券（三星総合化学株式）の不当な低値売却行為などの違法行為による損害3512億ウォンを賠償することを請求する株主代表訴訟を提起した。

1998年10月に提起された訴訟は、20回余りの弁論を経て、2001年12月27日、参与連帯少数株主の勝訴という第1審の判決が出た。その判決の内容は、以下の通りである。

図表2-50 三星電子株主代表訴訟1審判決

(単位：ウォン)

行為の内訳	該当取締役	判決内容	損害賠償判決額
慮泰愚前大統領に対する会社資金を利用した賄賂供与	李建熙代表取締役	李建熙代表取締役が三星電子に造成された資金で大統領に賄賂を提供したことが認められたため、犯罪行為は経営判断として保護されることはできない	75億
不良企業利川電気の買収	尹代表取締役など8名	取締役らは利川電気の非正常的財務事項について関連資料を検討し、会社の利益を考慮するなど買収棄権を検討しなければならなかったにもかかわらず、事前検討も無しに1時間足らずで買収を決定し、善良な管理者としての注意義務を果せなかった	276億
三星総合化学株式の系列会社に対する不当低値売却	陣代表取締役など5名	8ヶ月前に10,000ウォンで買収した三星総合化学株式を株式価値下落の原因もなかったにもかかわらず、純資産価値(5733ウォン)および当時の市場取引価格(6600ウォン)よりも著しく低い2600ウォン(相続法上算定価格)で系列会社に売却したことは不当であり、善良な管理者としての注意義務を果せなかった	626億
損害賠償判決総額			977億

出処：参与連帯「三星電子株主代表訴訟1審判決：その意味と争点」

これは、韓国のコーポレート・ガバナンスの改善の画期的な契機となる歴史的判決である。とくにこの判決が韓国において最大の時価総額を持っており、莫大な利益を上げている看板企業である三星電子の経営陣の責任を追求したという点において他企業に及ぼす影響は大きい。

この判決がコーポレート・ガバナンスの改善に重要な意味を持つ理由は、「経営陣の経営意思決定に対する違法性の判断基準を提示した最初の判決であり」、株式会社の経営と関連して、経営陣の忠実義務に対する社会的基準を提示できるからである。判決文において取締役の責任を問う最も重要な根拠が、まさに取締役会が基本的な資料さえ十分に検討せず、グループの方針をそのまま通過させる形式的役割しか遂行しなかったことであったため、取締役会の審議と討議をより実質化させ、取締役会の機能を正常化させるための大きなきっかけとなっ

た。この判決によって、各企業の取締役と取締役会は、より慎重に責任を持ち、株主と会社の利益を最も優先的に考慮して、経営判断を下さなければならないことになった。

また、判決で問題となった利川電気の買収、三星総合化学株式の低値売却決定は、三星電子という会社の次元で行なわれた経営判断でなく、グループの次元で行なわれた意思決定を、三星電子取締役会が会社全体の利益を十分に顧慮せずにそのまま受け入れて行ったものであった。そのため、グループ統括経営から発生する系列会社間の不公正な内部取引あるいは船団式経営形態を是正するきっかけになるものである。

財界は、判決が出た翌日の2001年12月28日、「この判決によって取締役会の経営活動が萎縮し、迅速な意思決定が不可能になるなどの副作用が出るのが危惧される」とし、特に「結果論的に投資が失敗したとして、その責任を問うのであれば、どのような経営陣が冒険的で果敢な投資決定を下すことができるだろうか」と指摘し、この判決が法的審判対象になりえない経営判断の問題に介入したものであると批判した。

さらに、2002年1月20日、全国経済人連合会は、会長団会議を開き、「取締役会の意思決定機能を萎縮させ、訴訟を乱発させる可能性が高い」とし、現行の株主代表訴訟制度を見直すために、商法と証券取引法の改定運動を展開すると同時に、証券関連集団訴訟制度の導入も阻止することを決議し、大統領府の李相州秘書室長と李起浩経済主席を招請し、その意思を伝達した⁹⁸。

一方、参与連帯側は、2001年12月27日付の判決が、利川電気株式会社に対する出資と三星総合化学株式会社株式の売渡の件と関連して、被告李健熙会長の責任を問わなかった部分と関連して、この二つの件について被告らに損害賠償責任を認めながらも、李健熙に対しては取締役会への非出席などを理由にその責任を否定したのは不当であると、抗告した。この抗告に対して2002年1月28日、ソウル高等裁判所は却下決定を下したが、2月20日、参与連帯側は却下決定に不服とし、ソウル高等裁判所に再抗告した。その根拠は、①原審が財閥の経営慣行と企業実態を無視したまま、取締役としての財閥総帥の取締役会への参加如何を判断基準としていること、②被告李健熙が取締役としての監視義務を果たさなかったことに責任があること、などであった。

2003年11月20日、ソウル高等裁判所（2審）は、三星電子取締役に対して、1審判決の900億ウォンに比べて大幅に少ない120億ウォンを会社に賠償するべしとの判決を下した。裁判部は三星総合化学新株の低値売却については背任責任を認めたが、不良企業である利川電気の買収に対しては取締役の責任を問うことはできないとした。一方、盧前大統領への賄賂については、李健熙会長が70億ウォンを会社に賠償する必要があるという判決を下した⁹⁹。

⁹⁸ この判決に対して、全国経済人連合会・大韓商工会議所・韓国貿易協会は「経営の意思決定過程の違法性如何は裁判所の審判対象となるが、危険が伴う専門的経営判断そのものを裁判の審判対象とする事は適切でない」という見解を表明した（全国経済人連合会・大韓商工会議所・韓国貿易協会「三星電子代表訴訟判決（一審）に対する経済界の立場」2001年12月28日）。

⁹⁹ 『朝鮮日報』2003年11月21日

第3節 「新経営」と三星グループの独走

三星グループの飛躍的発展の根底には絶えざる抜本的な改革がある。その最も大きなきっかけとなったのは1993年李会長によって行われた「新経営」の宣言である。新経営の基本原則は1997年経済危機以降に急速に三星グループ内部に浸透し、世界的企業としての今日の三星を作る原動力となっている。以下では、新経営の内容と経営の合理化、そして三星グループの実績推移を検討する。

1. 「新経営」(1993年)

三星グループにおける構造改革は1997年経済危機からでなく、1993年の「新経営」宣言からである。新経営、従来の上までの意識や経営体制でなく、危機意識に基づく絶えざる自己革新が基づいていた。このことは良く知られている「一流でなければ放棄しろ」、「女房と子供以外には全部変えろ」という李会長の言葉に象徴的に読み取られる。半導体で世界に頭角を表していた三星は、世界一の企業としての跳躍のためにまた厳しい国際競争の環境の中で生き残るためには根本的に変わらなければならないという意識を早くも1993年から明確に全面に出していた。

1997年経済危機以前まで、三星グループは新経営の推進過程において次のような画期的な構造改革を行った。①3回にわたる系列会社の整理、②「7・4制」(午前7時に出勤し、午後4時に退社する制度)の実施、③消費者文化院の開設、④人事教育制度の改革、⑤女子社員採用の拡大、⑥社会奉仕団の発足、⑦女子社員の制服の自由化、⑧中小企業への支援、⑨海外複合生産基地の構築、などが実施された。これらの改革は1997年経済危機以降においても堅持され、一層高度に進められているといえる。

三星新経営に以下のような戦略が存在している。

まず、この新経営の根底には「経営のコアはヒトにある」、すなわち新しい人材を育成するという原則が一貫して維持されている。「企業経営の核心は人材だ」というモットーの下で、三星は画期的な人材育成プログラムを実施してきている。その代表的な例が、7・4制の実施、CEOの半年間の研修院における教育、地域専門家の育成などである。また、世界最大のインフラを備えている三星人力開発院と三星総合技術院において人材育成と技術開発が行われている。

また、従来の韓国の大企業集団の特徴である「外形的かつ量的拡大中心の経営」では国際競争に生き残らないという認識の下で、「質本位の経営」を追求しなければならないという新しい経営方針が立てられた。このような戦略の転換は当然ながら量本位の経営に従っていた組織および管理システムに大きな影響を及ぼすことになった。

さらに、韓国内の一流企業でなく、世界に認められるまた世界に通用する一流企業として

の三星グループを作っていくための「国際化」戦略が取られた。三星の国際化戦略は従来通りに輸出量を増やしたり、海外に工場を建てたりすることなどの外形的拡大でなく、世界最適の経営資源を活用して、技術・品質・マーケティングなど、様々な経営活動を世界の一流企業と比べて優位また対等なレベルに引き上げ、事業別に競争的優位を保つことである。

最後に、多様な事業部門を一つにまとめるすなわち集中化・複合化することによって驚異的なシナジーを狙う戦略が取られている。ビルの複合化、工場の複合化、販売の複合化、事業の複合化などの多様な形態への展開を見せている。

このような戦略的な側面からの企業経営システムの改革だけでなく、戦略を実行するための管理面からも多くの改革が行われた。最も重要視されたのは「自律経営」と「分権化された構造の確立」である。そのために、系列会社の縮小と再編成を図ると同時に、全系列会社を電子、機械、化学、金融の四つの小グループと独立群に分け、小グループごとにグループ長を選任、経営上のすべての責任を負わせることにしている¹⁰⁰。管理システムはより合理的な形態への進化が絶えず行われている。

2. 1997年経済危機以降における構造調整

三星グループが10兆ウォンを超える収益を出しながら、世界の有数の企業と肩を並べるようになったのは、まさに1997年経済危機を克服する過程で行われた果敢な構造調整の結果である。1993年に「新経営」宣言がなされ、グループ全体における改革が進められていたものの、そのスピードと強度は、従来の政経癒着および「大馬不死」の神話が依然として機能していたため、1997年経済危機以降における改革と比べてわずかなものとどまっていた。すなわち、1997年経済危機が勃発するまで、三星グループは他のグループと同様に海外投資を外的成長論理としていた。そのため、それまで半導体の世界的好況のおかげで急速な成長を見せていた三星電子も1997年には大きな後退と損失を余儀なくされた。このような危機的状況に対する最も望ましい対策と解答はまさに「新経営」の大原則において求められたために、様々な理由のためにそれまで十分にグループ全体に浸透していなかった「新経営」の原則が花を咲くことになった。すなわち、三星グループにとって1997年経済危機は「新経営」原則の実在化を促す起爆剤となっていたと言える。

生存のための構造調整のために、収益性の高い製品への集中、大々的な分社と業種売却、大幅な人員の削減などの政策が断行された。その具体的な内容を見ると、以下の通りである。

第1に、1998年7月末に開かれた「生存対策会議」において、30%の人員削減が不可避であるという結論が出た。当初「人員削減の代わりに賃金を30%カットする」という意見もあったが、当時の尹社長（現三星電子副会長）は「30%の人のために100%の人が仕事場を失

¹⁰⁰ 全龍昱『韓国三星グループの成長戦略』、日本経済新聞社、1997年8月

う可能性がある」とし、より果敢かつ迅速な構造調整を行うべきであると強調した。こうして、1996年末に国内外を含め8万5000名に達していた人員は1999年末には5万4000名に減少した。すなわち3人の1人が会社を去った。

第2に、黒字を出す事業であっても長期的ヴィジョンと合わないと、整理対象になった。例えば1998年の一年間4000億ウォンの売上に1000億ウォンほどの利益を上げていた富川工場の電力用半導体事業をペアチャーイルド社に売却した。このような過程を通じて、1997年と1998年の間に小規模家電製品と無線呼出機事業などの34の事業と52の品目が整備された。

第3に、サービスと物流部門などの42の低付加価値事業が分社された。韓国HPの持分45%をHPに全量売却するなど各種の資産も売却された。海外部門においては大型慢性赤字法人12が整理され、40%の人手が縮小された。

第4に、1997年から1999年末まで在庫を、4兆1000億ウォンから2兆1000億ウォンへと、債権は4兆6000億ウォンから3兆1000億ウォンへと減少した。

第5に、三星電子は資金調達的面においては、負債を減らすと同時に、融資増資などを通じて自己資本を増やしていく戦略を取っている。1997年から2001年までの負債と自己資本の推移は以下の通りである。負債総額は、17.2兆ウォン、13.8兆ウォン、11.3兆ウォン、10.7兆ウォン、8.4兆ウォンへと減少しているのに対して、自己資本総額は、5.8兆ウォン、7.0兆ウォン、13.3兆ウォン、16.2兆ウォン、19.5兆ウォンへと持続的な増加を見せている。

三星電子は、1997年3月に事業構造改編のために事業を以下のように四つに分類し、対応策を取っていた。その内容を見ると、以下の通りである。

第1に、5年～10年後に成長の実を結べる次世代事業は「種子」事業とした。種を見つかり、技術・お金・人を果敢に投資し、基礎を築かなければならないこの事業部門としては、移動通信システム、ネットワークング、非メモリ事業などが選定された。

第2に、今は大きな利益を出せないが、今後果樹になる可能性の高い事業を「苗木」事業とした。技術開発、製品力、マーケティングを強化し、誰より先に市場を掌握しなければならないと判断される事業としては、デジタルTV、PDA、TFT-LCDを選んだ。

第3に、現在会社の成長を引っ張っている事業を「果樹」事業とした。既存の強みを強化し、不動の一流に作っていかなければならない事業としては、大型カラーTV、モニター、ノートブックPC、携帯電話、メモリなどを選定した。

第4に、すでに成長が止まり、果実を期待できない、果敢に整理されなければならない事業は「古木」事業として分類された。これらの事業部門の企業が1997年経済危機の際に構造調整の対象となっていた¹⁰¹。

このように、三星グループは今だけでなく、これから10年後に成長を保證する事業部門

¹⁰¹ 韓国経済新聞特別取材チーム『SAMSUNG RISING：三星電子はなぜ強いのか』韓国経済新聞、2003年12月、95-102頁

が何であるかに常に問いかけ、「最高になるために（1等主義）」絶えず実現していくという戦略を取っている。IMF危機の際に外国人投資家達が半導体以外のすべての事業を整理することを要求したところ、尹社長は「あなた達は1~2年の前を見る投資家であるが、私は5~10年の前を見なければならない経営者である」として拒否したことは有名な話である。

三星グループの急成長には先にヴィジョンを提示し、果敢に投資決定を行っている李会長のリーダーシップが大きく働いた。外国人投資家の割合が半分を超えており、オーナー経営に対する否定的な見方が多い状況の中で経営成果を通じて批判論を乗り越えている。このように李会長のリーダーシップが大きかっただけに李在鎔常務補が市場から経営者として検証され、リーダーシップを確保できるかどうかは三星グループが直面しているコーポレート・ガバナンスの核心問題の一つであろう。

3. 世界トップクラスへの跳躍

三星グループは、1997年経済危機以降、経営危機にさらされた大宇グループ、現代グループ、SKグループとは対照的に、驚くほどの成長を見せながら、独走態勢を築いた。三星グループの経営実績の推移は、以下の通りである。

3.1 三星グループの跳躍

三星グループの全体的構造を見ると、大きく電子関連、金融関連、機械関連、化学関連、その他に分けることができる。その具体的系列会社の内訳は、以下の通りである。

図表2-51 三星グループの系列会社の内訳

分野	社名
電子関連	三星電子、三星電気、三星SDI、三星コーニング、三星SDS、三星ネットワークス、三星コーニング精密ガラス
金融関連	三星生命、三星火災、三星カード、三星証券、三星投資信託運用、三星ベンチャー投資
機械関連	三星重工業、三星デックウィン
化学関連	三星アトフィナ、三星石油化学、三星精密化学、三星BP化学
その他	三星物産、三星エンジニアリング、第一毛織、三星エバーランド、ホテル新羅、第一企画、エスワン、三星ライオンズ、三星医療院、三星経済研究所、三星人力開発院、三星総合技術院、三星文化財団、三星福祉財団、三星言論財団、湖巖財団

三星グループの系列会社による経営実績の推移を見ると、以下の図表2-52の通りである。この表に見られるように、売上高は1997年経済危機より大きな増加を見せている。しかも、税引前利益や当期純利益の増加率は何十倍にも達する驚異的な成果を見せており、売上高の増加率をはるかに上回っている。1997年にはマイナスで、1998年にはわずかに過ぎなかった税引前利益は1999年から急増しつづけ、1999年の5兆ウォンから2002年には13兆ウォンまで膨れ上がった。このことは、三星グループの経営が、1997年経済危機以前の外形拡

大経営から、高付加価値生産を中心に収益性を徹底的に追求する経営へと変わったことを端的に示しているものである。

図表 2-52 三星グループの経営実績推移

(単位：ウォン)

	売上高	税引前利益
1997年	87兆	△1兆6000億
1998年	100兆	3000億
1999年	110兆	5兆
2000年	130兆	10兆
2001年 ¹	127兆	7兆2000億
2002年 ²	119兆	13兆166億

出所：1. 『朝鮮日報』2002年7月19日、2. 2003年度三星グループ結合財務諸表

注：1. 三星電子など22三星系列会社の経営実績の集計、2. 三星電子とその結合対象系列会社の結合財務諸表(2002.1~2002.12)

当期純利益を通じて経営状況をより明瞭に見ることができる。その1992年から2002年までのおよそ10年間の推移を見ると、以下の図表2-53の通りである。

図表 2-53 三星グループの当期純利益の推移

(単位：億ドル)

1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
3.75	5.21	16.81	38.02	1.64	2.91	2.01	22	73	45	89

出所：キム・ソンホン／ウ・インホ(小川昌代訳)『サンスン高速成長の軌跡』ソフトバンク・パブリッシング、2004年4月

上記の表で見られるように、1992年に3億7500万ドルの純利益を上げていたのが、半導体の急成長に伴って1995年には38億200万ドルにまで伸びた。ところが、三星グループも1996年から現実化しつつあった経済の落ち込みには耐えられず、1998年まで急激な収支の悪化を経験せざるを得なかった。このような危機的状況は上述したように三星グループにとっては新たな跳躍のための出発点になった。数年間のスリム化や経営合理化の努力は実を結び、2002年には89億ドルという驚異的な純利益を上げることができた。さらに、2003年の当期純利益は2002年の歴代最高記録を再び塗り替え、世界のGEに肩を並べるほどになる急成長が続いている。

3.2 三星電子の急成長

なかでもとりわけ目を見張るのは、三星電子の実績の伸びである。三星電子の実績の推移は、下の表の通りである。

図表2-53と図表2-54の照合によって、三星電子が三星グループ全体の売上高や利益に占める割合が極めて高いことが分かる。

図表 2-54 三星電子の実績の推移

(単位：ウォン)

	1996年	1997年	1998年	1999年 ¹	2000年	2001年	2002年	2003年 ²
売上高	15.9兆	18.5兆	20.1兆	26.1兆	34.3兆	32.4兆	40.5兆	43.6兆
税引前利益	0.21兆	0.15兆	0.41兆	4.02兆	8.10兆	3.08兆	8.87兆	・
当期純利益	・	・	・	・	6.01兆	2.94兆	7.05兆	5.96兆

出所：1.三星電子年度別主要財務諸表 (<http://www.sec.co.kr>)、2.『朝鮮日報』2004年1月16日

図表 2-55 三星電子の三星グループ全体に占める割合

(単位：%)

年度	1997	1998	1999	2000	2001	2002
売上高	21.3	20.1	23.7	26.4	25.5	34.0
税前利益	/	137	80.4	81.0	42.8	67.4

上記の表に見られるように、三星グループ全体の売上高に占める三星電子の割合はますます増加を示している。すなわち、1997年の21.3%から2002年には34.0%まで上がっている。ところが、税引前利益に占める三星電子の割合は2002年を除いて、逆に減少を示している。

このことは、三星グループ全体によって上げられている利益に占める他の系列会社の利益の割合が上がっていることを意味する。すなわち、主に三星電子によって引っ張られてきたグループの収益構造が、他の系列会社の同伴成長によるシナジー効果がグループ全体に広まることによって、大きく変わっている。これはグループ内のほとんどすべての系列会社が黒字を出せるようになった状況を反映しているものである。三星グループの主力の事業部門における売上高と純利益の推移は、以下の図表の通りである。

図表 2-56 三星グループの主力の事業構造

(単位：兆ウォン)

業種	売上高					純利益				
	97	98	99	00	01	97	98	99	00	01
電気/電子	24.78	27.89	34.63	44.63	41.33	0.22	0.47	3.07	6.94	3.50
重工業	4.65	4.72	4.69	4.68	5.37	△0.09	△0.68	△0.18	△0.19	0.14
化学	3.75	4.28	4.42	5.60	5.97	0.02	0.07	0.18	0.37	0.15
金融	17.87	24.29	25.86	27.47	33.43	0.02	0.11	0.39	0.92	1.14
卸・小売	29.92	34.22	35.33	41.24	34.94	0.03	0.03	0.07	0.08	0.07

出所：金キョンウォン他『為替危機5年、韓国経済はどのように変わったか』三星経済研究所、2003年7月、214頁

上記の表に見られるように、三星グループの中で電気/電子部門が最も大きな収益性を示しているが、他の事業部門においても収益率が全体的に上昇していることが確認できる。純損失を被っていた三星重工業が2001年に黒字に転じただけでなく、金融部門は1997年に200億ウォンの純利益しか記録しなかったが、2001年には1兆1430億ウォンの純利益を示し、化学と卸・小売業部門においても収益性の上昇が見られた。

ところで、三星電子の経営実績がどのくらいのものであるかは、世界的企業であるソニーと比較してみると、明らかである。三星電子とソニーの2001年度の実績を比較すると、以下の通りである。

図表 2-57 三星電子とソニーの比較

三星電子	区分	ソニー
477 億ドル	時価総額 (5月3日終値)	496 億ドル
32 兆 3803 億ウォン	売上高	75 兆 7072 億ウォン
2 兆 2953 億ウォン	営業利益	1 兆 3444 億ウォン
2 兆 9469 億ウォン	純利益	1528 億ウォン

出所：『朝鮮日報』2002年5月7日

上記の表において、まず、売上高においてはソニーが三星電子のほぼ2倍を記録していることが分かる。ところが、営業利益においては逆に三星電子の方が2倍弱を示し、純利益においては一層の格差が出ていることが分かる。

しかも、三星電子とソニーの差は、三星電子の当期純利益が2002年に7兆500億ウォン、2003年に5兆9600億ウォンを記録し、2001年の純利益をはるかに超えたため、さらに広がる格好となっている。

このような急激な成長が可能であったのは、三星電子における絶えざる挑戦と高付加価値製品開発の成功などによる。

ところで、三星電子における上記のような収益の上昇は、当然ながら株主への配当金の上昇にもつながった。三星電子の配当状況を見ると、以下の図表2-58の通りである。

図表 2-58 三星電子の配当状況

(単位：ウォン)

区分		1998	1999	2000	2001	2002	2003
1株当りの配当金	普通株	600	2500	3000	2000	5500	5000
	優先株	650	2550	3050	2050	5550	5050
配当総額	普通株	728.0 億	3686.8 億	4393.5 億	2921.2 億	7903.0 億	8051 億
	優先株	149.7 億	587.1 億	692.0 億	463.8 億	1223.8 億	

出所：三星電子ホームページ

上記の表から、1999年から配当金の規模が非常に大きくなっていることを読み取ることができる。配当金の上昇は必ずしも収益額の上昇に比例していない。すなわち、2002年と2003年において1株当りの配当金は前年度より2倍近く上昇しているが、2000年に比べて2倍に近いという劇的な収益増加が生じたわけではない。このことは、三星電子が株主価値の最大化を経営目標としてより積極的に取り入れていることを意味するものである。

第5章 大宇グループの破綻とワークアウト

第1節 大宇グループの破綻

1999年8月26日、韓国の第2位大企業集団である大宇グループの12系列会社に対するワークアウトの手続きが開始された。大宇グループがそのような状況にまで追い込まれるようになったのは、1997年経済危機以降においても従来通りのコーポレート・ガバナンスに固執し、「世界に向けた」拡大経営および海外投資の拡大を持続したからである。

大宇グループの借入金は、1997年末以降減少するどころかかえって増加する一方であった。また、第1部の公正取引委員会による不公正な内部取引の結果から見られるように、大宇グループ内で行われたそれは5大グループの中も最も大きな規模に達していた。さらに、他のグループが有償増資や資産売却などを通じて資金を調達し、負債比率を下げたのに対して、大宇グループは流動性危機がささやかれていたため、増資による資金調達はほとんどできなかった。1998年からは銀行からの融資はほとんど不可能になり、社債とCP¹⁰²による資金調達に頼らざるを得なかった。

市場からの信用が落ちるにつれて、社債やCPの発行費用はますます高くなり、金融費用の負担は一層重くなっていった。そのため、企業の収益性も悪化し、グループの不良化が進んだのである。

図表2-59 大宇グループの借入金の増加

(単位：兆ウォン)

	1997年末 (A)	1998年末 (B)	B-A
銀行与信	8.6	8.2	△0.4
ノンバンク与信	8.1	4.0	△4.1
会社債	8.4	19.7	11.3
CP	3.6	12.0	8.4
総計	28.7	43.9	15.2

出所：李哲換『財閥改革ドラマ』2000年1月

大宇グループは、1998年の段階ですでに流動性危機についての警告が金融機関から発せられ、数次にわたって自主再建案が要求された。しかし、自主再建案がほとんど実施されない状況が続くだけで、依然として社債やCPの発行などによる資金調達が続いていた。

1999年に入ってから大宇グループも事態の深刻さを認識し、より強度な自主再建案を提示し、数次にわたって債権銀行団と特別約定を締結したが、流動性の悪化状況は改善されなかった。そのため、債権銀行団と交わされた8月16日付特別約定に従って、8月26日、大宇グループの12系列会社に対するワークアウトが開始された。

¹⁰² commercial paper の頭文字である。企業や金融機関などが公開市場で短期運転資金の調達を目的として振り出す単名の無担保約束手形をさしている。

ワークアウトの対象となった 12 系列会社についてのワークアウトプランを作成するために、これらに対する実態調査が実施された。1999 年 8 月末における中間実態調査の結果によると、大宇グループの財務実態は、以下の表の通り、ワークアウト直前の 1999 年 6 月末の状況よりはるかに深刻なものであった。

図表 2-60 大宇 12 系列会社の財務状況

(単位：兆ウォン)

	1999 年 6 月末現在 (A)	1999 年 8 月末中間実態調査 (B)	B-A
資産	91.9	61.2	△30.7
負債	77.8	86.8	9.0
純資産価値	14.1	△25.6	△39.7

出所：李哲換『財閥改革ドラマ』2000 年 1 月

系列会社別では重工業、電子部品、大宇自販、オリオン電気の 4 社を除き、残りのすべてが赤字を出し、資本金を食いつぶす資本蚕食状況であった。とりわけ（株）大宇の資本蚕食規模が 14.5 兆ウォンと最も大きく、以下、大宇自動車 5.7 兆ウォン、大宇電子 2.6 兆ウォンの順であった。これらの主力 3 社の資本蚕食規模は 23 兆ウォンと全体の 90%を占めていた。このような大宇グループの不良化は金融市場の不安の主因となった。韓国経済の立て直しのためには、大宇グループに対するワークアウトが不可欠であった。

第 2 節 ワークアウト

1. ワークアウト対象企業の選定

ワークアウトとは、一般的に財務的困難を被っている企業に対して債権者などの利害当事者が集団的に金融支援を行う一連の構造調整過程・結果を意味する。韓国においては、1998 年 6 月 25 日金融監督院の主導の下、金融機関が「企業構造調整促進のための金融機関協約」を締結することによって導入された。ワークアウトの目的は、経済的回生可能性があるが財務的に困難な状況に置かれている企業について、法的手続きに入る前に債権者の金融機関と債務者である企業との間で交渉と調整を行い債務条件の緩和という形で私的和議を試みることである。

1998 年 7 月 6 日の高合グループ系列 4 社をはじめに、2000 年 8 月 21 日にワークアウト制度が廃止されるまで、計 106 社がワークアウトを申請した。時期別には 1998 年に 83 社、1999 年に 21 社、2000 年に 2 社であった。開始前に 10 社が脱落し、ワークアウト適用企業は 96 社になった。適用企業の中で 4 社が分割、17 社が合併されることによって、実際ワークアウトが適用される企業は 83 社になったが、その 83 社のうち 12 社は大宇グループ系列会社であった。

2. ワークアウト対象企業の債務状況

図表 2-3 に見られるように、ワークアウトを申請した企業の債務総額は 98 兆 2718 億ウォンである。その 45.7%は銀行、26.0%は投信、9.8%は保険、そして 8.0%は総合金融会社が融資元であった。保証付き債務規模は 11 兆 1911 億ウォンであったが、そのうち約 7 兆ウォンが大宇系列会社に対するものであった。

債務者別に見ると、大宇 12 系列会社の申告債務総額は 61 兆 9828 億ウォンと全債務額の 63%を占めており、残りの 37%が非大宇ワークアウト対象企業の債務であった。ここで注目には値するのは、大宇系列会社の場合銀行の割合が 36.6% (22 兆 6911 億ウォン) で、投信・保険・総合金融社・証券などのノンバンクの割合の 55.2%よりはるかに低いことである。このことは、銀行を通じる借入の限界にぶつかった大宇グループが社債を大量に発行し、ノンバンクを通じて資金を調達した結果である。それに対して、非大宇ワークアウト企業の場合、銀行に対する債務比率は 61.3%で、ノンバンクに対する債務比率は 29.3%であった。

図表 2-61 申告債務額の状況

(単位：億ウォン)

	主債務								保証 債務
	銀行	総金	投信	証券	保険	リース	その他	計	
大宇	226,911	29,785	223,914	11,347	79,380	2,159	46,332	619,828	69,868
非大宇	222,452	49,159	31,790	8,545	16,468	18,765	15,711	362,890	42,043
6大以下	160,584	37,386	16,184	5,562	12,802	13,151	9,100	254,769	28,704
その他	61,868	11,773	15,606	2,983	3,666	5,614	6,611	108,121	13,339
計	449,363	78,944	255,704	19,892	95,848	20,924	62,043	982,718	111,911

出所：姜ドンス・韓サンイル「ワークアウト制度の成果に関する分析」韓国金融研究院、2001年9月

3. 債務調整と再建計画の遂行状況

ワークアウト計画は、債務調整と当該企業の再建計画からなっている。その状況を見ると、次の通りである。

まず、2001年9月現在、債務調整は2回にわたって行なわれた。債務調整の方式は金利調整、利子免除、新規資金支援などの3つに分類される。金利の引下げあるいは短期債務の長期債務を通じる金利調整が最も容易な債務調整方法であり、1次債務調整の際だけでおよそ 63 兆ウォンに達した。その次に多いのは利子免除でおよそ 20.5 兆ウォンである。実質的に企業の財務諸表を改善し、回生の可能性を高めることができる債務の資本化や新規資金援助は全体の規模に比べてわずかなものに過ぎなかった。1次債務調整だけで不十分な企業に対して、追加的に金融支援が行なわれたが、2次においても金利調整が最も大きな手段であった。2次債務調整における最大の特徴は債務の資本化の割合が高いことである。ところが、1次で転換社債に転換されていたかなりの債権が再び株式に資本化されたことを考慮すると、純粋な債務の資本化規模は十分であるとは言いがたい。2回にわたって行なわれた債務調整

の詳細は、以下の図表 2-62 の通りである。

次に、再建計画について見てみたい。は全体の再建計画 13 兆 7792 億ウォンであるが、図表 2-63 に見られるように、2000 年 8 月現在の遂行額は 5 兆 4400 億ウォンで、遂行率は 39.5% に止まっていた。何よりも注目に値するのは、大宇系列会社と非大宇ワークアウト対象企業との間で成果が大きく異なっていることである。大宇系列会社の再建遂行率は 21.7% に過ぎないのに対して、非大宇企業の場合は 2 倍を上回る 48.3% である。非大宇企業の遂行率が高い理由は、有償増資と有価証券および不動産の売却が積極的に行われたことであった。それに対して、大宇系列会社は有償増資の実績が皆無で、有価証券の売却率も 17.4% に過ぎなかった。

図表 2-62 債務調整状況

(単位：億ウォン)

	1次債務調整					2次債務調整					
	金利調整	利子免除			計	新規資金	金利調整	利子免除			計
		債務の資本化	CB転換	利子免除				債務の資本化	CB転換	利子免除	
大宇 (12社)	360,591	33,122	19,466	196,826	62,753	94,840	56,762	7,879	3,699		
非大宇 (71社)	270,648	17,718	24,784	7,930	24,665	89,615	53,277	7,465	3,693		2,087
6大以下 (32社)	202,400	16,044	21,659	7,759	20,996	5,225	3,485	414	6		1,787
その他 (39社)	68,248	1,674	3,125	171	3,669	94,840	56,762	7,879	3,699		300
計	631,239	50,840	44,250	204,756	87,418						2,087

出所：姜ドンス・韓サニイル「ワークアウト制度の成果に関する分析」韓国金融研究院、2001年9月

図表 2-63 ワークアウト企業の再建計画および実績

(単位：億ウォン、%)

	資産売却		外資誘致	系列会社整理	有償増資	その他	計
	不動産						
大宇 (12社)	2,049	1,294	5,700	754		1,271	4,074
非大宇 (56社)	33,032	28,621	5,700	1,010	5,616	4,969	50,327
計 (68社)	35,081	29,915	5,700	1,764	5,5616	6,239	54,401

出所：徐ジョンハン「企業構造調整促進法の評価と提言」韓国経済研究院、2001年9月

4. ワークアウトの進行

開始から 2003 年 6 月までのワークアウトの推進実績を見ると、終結が 41 社、自律推進が 14 社、継続推進が 9 社、合併・会社整理・退出などで中断されたのが 19 社である。

図表 2-64 ワークアウト進行状況

(単位：社)

	ワークアウト 適用会社 (A)	ワークアウト推進結果			終結比率 (B/A)
		終結・自律推進 (B)	中断	残存	
2000 年 12 月末	84	36	11	37	42.8%
2001 年 8 月末	83	36	12	35	43.4%
2001 年 9 月末	83	42	15	26	50.6%
2001 年 12 月末 ¹	83	47	14	22	56.6%
2002 年 12 月末 ²	83	55	16	12	66.3%
2003 年 6 月	83	41+14	19	9	66.3%

出所：1. 金融監督院「債権銀行団の 2001 年中ワークアウト推進実績」2002 年 1 月、2. 金融監督院「ワークアウトの推進成果と総合」2003 年 1 月 21 日

ワークアウトを通じて債権銀行団が各種の金融支援を行ったが、流動性がさらに悪化し、ワークアウトを中断し、清算した事例だけで 19 件に達する。この 19 社に対してだけでも債権銀行団は、大宇自動車への 10 兆 5000 億ウォン、東亜建設への 4 兆 3000 億ウォン、進道への 1 兆 1500 億ウォンなどを含め、20 兆ウォンを超える債務調整などの金融支援を行った。これらの企業に対しては、当初から選定そのものが間違っていたという意見が債権銀行団の内部においても出ている。繊維・建設・製紙など業種そのものが限界にぶつかっており、競争が激しくて、そもそも回生が困難な企業が多数含まれていたと指摘された。

実際にこれらの企業の中で売却に成功したのは大宇自動車とピアリス社だけであり、しかも大宇自動車の売却は、後述するように、かなり不利な条件で行われた。さらに、2003 年度の継続推進判定を受けた 9 社でも、そのうち 4 社は営業利益で金融費用も賄えない状況にある。そのため、5 年間にわたって金利調整・債務の資本化・転換社債の買収などの支援を行った成果は一体どこにあったのかという厳しい批判の声も上がっている¹⁰³。

ワークアウト企業など不良・限界企業の経営失敗の最大要因の一つは他ならぬ不透明なコーポレート・ガバナンスであった。金融研究院は「ワークアウト制度の経験と今後の課題」という報告書を通じて、ワークアウト制度の失敗要因を、①債権金融機関の不良化、②ワークアウト企業のモラル・ハザード、③不透明なコーポレート・ガバナンスの三つに要約した。

以下では、ワークアウト企業のうち売却に成功した大宇自動車の売却過程を見る。大宇自動車の売却は、外資への売却と労働組合による雇用保障要求が絡み合う複雑な状況の中で行われた。

¹⁰³ 『毎日経済新聞』2003 年 10 月 7 日

5. 大宇自動車の売却

1999年8月26日、政府と債権銀行団が大宇自動車のワークアウトを決定してから、現代・ダイムラー、GM・ピアート、フォードなどで買収競争が展開され混乱を極めていた。2000年6月28日、大宇自動車の買収者として、最も高い入札価格を提示したアメリカのフォード自動車が選定された。フォードは大宇自動車と双龍自動車、大宇自販、大宇キャピタル、大宇通信自動車部品などの5つの部門の一括買収価格として7兆7000億ウォン(70億ドル)を提示した。これに対してダイムラー・クライスラー・現代コンソシアムは約6億4000億ウォン、GMは4兆ウォン台を提示したと伝えられた¹⁰⁴。

しかし、2000年9月半ば、大宇自動車売却の優先交渉対象者に選定され、大宇自動車の内部実査を行なったフォードが突然大宇自動車の買収の放棄を宣言した。政府と債権銀行団はGMと現代・ダイムラー・クライスラーに買収の意思を打診したが、ダイムラー・クライスラーは「大宇自動車の買収に関心がない」とした。こうして、結果的にGMしか選択筋として残らないことになった¹⁰⁵。

2000年10月31日、大宇自動車は職員3500名の削減と不良海外法人の清算、製造原価の節減などを通じて2001年に合計9000億ウォンの費用を節減する内容の自主再建計画案を発表した。債権銀行団が労組の構造調整同意書なしでは資金支援を行うことができないという立場であるのに対して、労組は「滞納賃金支給優先」という原則を固守していたため、大宇自動車の不渡り可能性が浮上することになった。11月8日、「労組の同意書が無ければ、不渡りである」という債権銀行団側の宣戦布告から始まった大宇自動車事件は、結局のところ妥協点を探れず、最終不渡りを迎えた¹⁰⁶。

これに伴い、2000年11月、大宇自動車は6848名の人員削減を含めて、全部で9973億ウォンの資金収支を改善するという構造調整計画案を作成し、債権銀行団に提出した。2000年12月18日から23日までの1週間希望退職を受け付けたが、事務職536名と生産職360名など合計896名が申請書を提出したのみで、希望退職の申込者は900名にも及ばなかった。大宇自動車の構造調整案をめぐっては労使間に大きな隔たりが存在しており、これによって、労使間の対立が先鋭化していった。具体的には、以下の通りまとめられる。

¹⁰⁴ 『毎日経済新聞』2000年6月30日

¹⁰⁵ 『朝鮮日報』2000年9月17日

¹⁰⁶ 『毎日経済新聞』2000年11月9日

図表 2-65 大宇自動車の労使の構造調整案の比較

区分	会社案	労組案
翌年販売計画	56万台	70万台
正常化時点	来年末	5年内
人員問題	6000名余りを削減	5年間雇用保障・循環休職
研究開発	費用41%を削減	5年間1兆8000億ウォン投資
負債処理	自力解消	最大17兆5000億ウォンを返済

出所：『毎日経済新聞』2000年12月27日

大宇自動車労組は、2001年1月10日から実施した争議行為に関する賛否投票で投票人員の65%（6158名）が賛成票を投じ、ストライキを決議した。大宇自動車は、これに先立ち、生産職労働者に対する整理解雇計画書を労働部仁川北部労働地方事務所に提出した。すなわち、大宇自動車は、生産職構造調整計画人員の5494名（2000年10月現在）のうちそれまで希望退職した2700名を除いた2794名をさらに減らすという計画書を提出したのであった¹⁰⁷。その後、2001年2月16日、会社側は1750名の整理解雇を断行したが、それに対し労働組合はストライキ突入を宣言した。

図表 2-66 大宇自動車事件の経過

日付	内容
1999年8月26日	企業改善作業（ワークアウト）の開始
2000年1月21日	大宇自動車売却推進の決議・入札事務局の設置
2000年2月21日	GM・フォード・ダイムラー・クライスラー・現代が意向書を提出
2000年6月29日	フォードを優先的交渉者に選定
2000年9月15日	フォード買収放棄を宣言
2000年10月9日	債権銀行団 GM との買収交渉の開始に合意
2000年11月6日	1次不渡り445億ウォンと発表
2000年11月8日	最終的不渡り
2000年11月10日	会社整理開始申請
2000年11月30日	裁判所、会社整理開始決定
2001年1月16日	2794名の整理解雇計画書を労働部に提出
2001年2月12日	富平第1工場休務開始
2001年2月15日	富平第2工場休務開始
2001年2月16日	1750名整理解雇断行、労組ストライキ突入

2001年9月21日、1999年8月以降2年以上も漂流していた大宇自動車の売却交渉がGMとの間で妥結されるに至った（MOU¹⁰⁸締結）。これによって債権銀行団は大宇自動車から発生する追加的損失から免れるようになり、金融市場においても最大の不安要因の一つが解消されるものと期待された。売却価格も総額20億ドルで期待を上回る水準であった。これはかつてフォードが提示した入札額70億ドルをはるかに下回るものであったが、再交渉当初GMから提起されたという10億ドルの2倍に当たる金額であった。しかし、大宇自動車構

¹⁰⁷ 『朝鮮日報』2001年1月17日

¹⁰⁸ Memorandum of Understanding の頭文字で了解覚え書きという意味。正式な契約を締結する前に両当事者の理解や合意事項を記録する文書である。

造調整の最大核心であった富平工場が一旦買収対象から除外され、条件付き買収となっており、また GM が実際に持ってくる現金が 4 億ドルにとどまっております、政府の税制支援などの追加負担要因も少なくないという問題点を抱えていた¹⁰⁹。

ところで、GM との MOU 締結が大宇自動車売却完了を意味するわけではなかった。実態調査の過程において問題が発生すると、売却条件が変わることもあり、まだ安心できる段階ではなく、雇用承継問題と富平工場の処理問題も課題として残っていた。

GM は、委託生産とその後の条件付買収の前提条件として労働組合の経営参画を許容した労働協約の変更を要求した。それが、大宇自動車が GM へ売却される際の最後の課題の一つであった。争点となった労働協約の内容は、合併・整理・解散・譲渡および工場移転の際に組合と事前に合意しなければならず、企業を譲渡あるいは売却する際に雇用、勤労条件および労働協約が自動継承されなければならないという規定であった。GM は、このような労働協約は経営権干渉の疑いが強いと判断し、その解消を本契約締結の前提条件として要求した。特に君山・昌原などの一部生産施設を資産売却の形式で GM に渡すという内容の本契約が締結されるためには労組の同意を得なければならないため、労組が分離売却反対の既存路線を維持する限り、法的紛争の余地が残ることになったのである。それに GM としては、労組が整理解雇者の復職問題が解決されない限り協約改定に同意できないという立場をとっていることも大きな懸念事項の一つであった¹¹⁰。

生存権をかけた熾烈なストライキの末、2002 年 3 月 29 日、大宇自動車は「労働組合の主張通りに雇用を保障する」とした。大宇自動車の労組側は 18 日に GM および大宇と行った 3 者懇談会において GM 側が本契約において包括的な雇用保障を明文化するという確約書を交わすことを明らかにした。

これによって大宇自動車は、2002 年 4 月、GM に最終的に売却されることになった。1999 年 8 月のワークアウト決定からおおよそ 3 年目のことである。本契約の具体的な内容を MOU 内容と比較してみると、図表 2-67 の通りである。

¹⁰⁹ 『毎日経済新聞』2001 年 9 月 22 日

¹¹⁰ 『毎日経済新聞』2001 年 10 月 31 日

図表 2-67 大宇自動車の MOU と本契約との比較

区分	MOU	本契約	備考
買収対象 海外法人	・ 22 社の販売法人 ・ 2 社の生産法人	・ 9 社の販売法人 ・ 1 社の生産法人	買収範囲を縮小
買収価格	・ 優先株支給：12 億ドル ・ 債務買収：8.34 億ドル	・ 優先株支給：12 億ドル ・ 債務買収：5.73 億ドル	海外法人の買収範囲の縮小に伴って債務買収金額を縮小
富平工場の 買収条件	・ 6 年内買収如何を決定 ・ 長期供給契約・減価償却費補填不可	・ 一定条件の充足の際に買収義務化 ・ 長期供給契約・減価償却費（1970 万ドル）補填	早期買収可能性を高める 貸貸料・減価償却費などの費用補填
富平工場の 雇用維持	/	・ 現在の生産車種の維持および代替モデル開発を持続 ・ 富平工場の雇用水準を下げる営業戦略禁止	雇用保障策を講究
事後損失補填 (偶発債務)	・ 後に論議	・ 2.97 億ドル最長 6 年間保障	限度設定および負担緩和
租税支援 (特租税納付 猶予)	・ 5 年間 9 ヶ月納付猶予	・ 3 年間 6 ヶ月納付猶予	猶予期間を短縮

出所：『毎日経済新聞』2002 年 5 月 1 日

23 日現在 11%) で 12 億 5000 万ドルなどの新規資金 20 億ドルを GM 大宇に支援することになった。さらに、偶発債務用に 2 億 9700 万ドルを特別管理口座に預置して 3 年間保障し、3 年以内に 5000 万ドル以上の偶発債務が発生すると、その期間をまた 3 年間伸ばすことにした。そうした中でも、専門家は、大宇自動車の GM への売却によって工場が稼働し 1 万 3700 名の職員の雇用が保障されることの意味は大きいと、評価した¹¹¹。

第 3 節 第一銀行の売却

1999 年末政府は、ニューブリッジキャピタルに第一銀行を 5000 億ウォンで売却するとともに、一般与信は 2001 年末まで、ワークアウト与信は 2002 年末まで損失を補填するというプットバック・オプションを条件に契約を締結した。プットバック・オプションとは金融機関を買収した後、追加的に不良が発生した場合、売却者がそれを補填することであり、第一銀行の売却契約に条件として付けられたのである。

¹¹¹ 『毎日経済新聞』2002 年 5 月 1 日、GM に選別的に買収された郡山・昌原工場、ベトナムハノイ工場と 9 個の海外販売法人を除いた大多数の海外生産基地（12 個）は売却・独自経営・清算などになることになった。一方富平工場の買収について、GM は、①6 ヶ月間連続完全 2 交代体制で稼働されること、②労使争議による年間損失時間が全世界の GM 工場の平均損失時間を下回ること、③労働生産性を年 4% 引き上げること、④品質が GM の世界平均より高いこと、などを買収条件として提示した。したがって、1 交代体制で週 3 日稼働される現在より生産量を 3 倍ほど増やし、また労使関係を安定させなければならないことになった。

図表 2-68 第一銀行の売却の経緯

97年12月22日	政府の経営改善命令	98年4月23日	モーガンスタンリを主管社に選定
97年12月24日	IMF 国外売却の日程提示 (98年11月15日以前)	98年12月31日	ニューブリッジ社と MOU 締結
98年1月30日	8.2 対 1 の比率で減資、 政府 1 兆 5000 億ウォン出資	99年12月23日	預金保険公社とニューブリッジ本契約 (買収代金 5000 億ウォン、持分 51%)

出所：『毎日経済新聞』2003年11月14日

プットバック・オプションの支給当事者の預金保険公社と第一銀行の間では第一銀行側からのプットバック・オプションの要求をめぐって葛藤が続いている。2001年初頭に第一銀行は1兆1000億ウォンのプットバック・オプションの支給を求めて預金保険公社を相手に取り国際商事仲裁院に提訴し、7000～8000億ウォンの支給決定を引き出したのである。2002年2月、第一銀行は再び不良補填金4562億ウォンの支給を預金保険公社に要請した。これに対して、預金保険公社は要求金額のうち2285億ウォンは正常債権と分類されるべきであるものとし、全額補填は不可能であるとした。一方、第一銀行のプットバック・オプションをめぐって、コーヘン第一銀行頭取は2002年3月5日の記者懇談会で、「第一銀行が要求した4562億ウォンのプットバック・オプションは正当な契約に従うもの」であるため、「これ以上政治的批判の対象になってはならない」と語った。

2001年末までに政府が第一銀行に支給したプットバック・オプション金額は3兆7756億ウォンに達している。したがって、第一銀行が要求した金額を全額補填すると、第一銀行のプットバック・オプションに入った公的資金は4兆2318億ウォンに達する。さらに、プットバック・オプションの他に、去る3年間の第一銀行の不良債権の買収と出資など経営の正常化のためにに入った公的資金は合計16兆5000億ウォンに達した¹¹²。しかも、その金額は増加し、結局2002年7月末までに、第一銀行に投入された公的資金の総額は17兆1000億ウォンになった¹¹³。その内訳を見ると、政府出資支援5兆7000億ウォン、資産公社不良債権の買収2兆9000億ウォン、その他資産の買収4兆ウォン、プットバック・オプション支援4兆5000億ウォンである。それに、預金保険公社は2002年末までに追加不良が発生した場合には損失補填を保障するというプットバック・オプション契約に従って、第一銀行に対して2003年に1兆2000億ウォンを支給することになっている¹¹⁴。

1999年末の売却当時と17兆1000億ウォンの公的資金が投入された後の2002年9月末の経営状況を比較すると、以下の図表2-69の通りである。

¹¹² 『毎日経済新聞』2002年3月6日

¹¹³ 『朝鮮日報』2002年8月7日

¹¹⁴ 『毎日経済新聞』2003年2月8日

図表 2-69 第一銀行の経営状況

区分	1999 年末 (売却当時)	2002 年 9 月末
総資産	37 兆 7477 億ウォン	33 兆 6149 億ウォン
総与信	15 兆 3222 億ウォン	19 兆 6241 億ウォン
総預金	19 兆 8122 億ウォン	25 兆 4265 億ウォン
店舗数	336	390
職員数	4801 名	4264 名
BIS 比率	11.44%	12.39%

出所：『毎日経済新聞』2003 年 2 月 8 日

2003 年 3 月 31 日、預金保険公社は第一銀行と結んだプットバック・オプション契約にしたがって、2003 年中におよそ 8000 億ウォン規模の公的資金を追加に投入する予定であることを明らかにした¹¹⁵。

第 4 節 ソウル銀行の売却

2002 年 7 月末までにソウル銀行に投入された公的資金の総額は 5 兆 6525 億ウォンである¹¹⁶。2002 年 8 月 19 日、公的資金管理委員会は、ローンスターカード社と競合したものの、政府はハナ銀行をソウル銀行に対する優先的交渉対象者と選定した¹¹⁷。ハナ銀行によるソウル銀行の買収条件は、以下の通りである。

図表 2-70 ハナ銀行とローン・スターのソウル銀行買収案の比較

機関	提案内容	当初案	修正案
ハナ銀行	買収価額	株式 1 兆ウォン	株式 1 兆 1000 億ウォン
	最低回収額保障	なし	1 年 6 ヶ月以内であれば政府持分の売却の際に株価が下落しても 1 兆 1000 億ウォンの回収を保障
	事後損失補填	要請	要請
ローン・スター	買収価額	現金 9000 億ウォン + α (収益共有)	現金 9000 億ウォン + 収益共有 1500 億ウォン
	事後損失補填	要請	要請

出所：『毎日経済新聞』2002 年 8 月 20 日

2002 年 9 月 27 日、ハナ銀行によるソウル銀行買収の本契約が締結され、12 月中にはハナ・ソウル銀行の合併銀行が出帆することになった。さらに、2002 年 11 月 13 日、預金保険公社は、ハナ銀行とソウル銀行の統合銀行に対する保有株式 60%を 1 年以内に売却することを明らかにした¹¹⁸。1997 年末の不渡りから売却までの経過は、以下の通りにまとめられる。

¹¹⁵ 『朝鮮日報』2003 年 4 月 1 日

¹¹⁶ 『朝鮮日報』2002 年 8 月 7 日

¹¹⁷ 『朝鮮日報』2002 年 8 月 20 日

¹¹⁸ 『毎日経済新聞』2002 年 11 月 13 日

図表 2-71 1997 年経済危機以降におけるソウル銀行問題の経過

97年12月1日	預金引出事態に伴う非常対策委員会を発足
12月22日	経営改善措置
98年1月15日	1次希望退職の実施(1500名)
1月30日	減資(8.2対1)、1兆5000億ウォン政府出資
6月29日	店舗閉鎖(国内47社、海外8社)
10月1日	争議自制のための労使共同宣言
10月31日	2次希望退職の実施(1300名)
11月21日	20社の店舗追加閉鎖
99年2月22日	HSBCと海外売却のMOU締結
7月1日	HSBC実査団の撤収
8月30日	金融監督委員会、HSBCへの売却決裂を発表
9月20日	減資(9.7対1)、3兆3201億ウォン政府出資
2000年6月30日	DBCPが経営正常化計画案を発表
8月30日	650名の人員削減断行
2001年7月24日	DBCPをソウル銀行売却優先交渉者に選定
10月10日	公的資金委員会、DBCPへの売却決裂発表
2002年5月10日	売却主管社を選定
8月19日	公的資金委員会、ハナ銀行を優先交渉者に選定
9月27日	預金保険公社とハナ銀行、売却の本契約を締結

出所：『毎日経済新聞』2002年11月20日

第5節 韓宝鉄鋼の売却

韓宝グループが不渡りに至るまでの経緯、主債権銀行の第一銀行取締役会に対する代表株主訴訟、第一銀行の売却や莫大な公的資金の投入については、第3部第2章で検討する通りであるが、韓宝鉄鋼の海外売却をめぐる大きな問題が生じていた。2003年1月、5年以上も漂流してきた韓宝鉄鋼が4億100万ドルでAKキャピタルコンソシアムに売却されることになった。それまでの経緯を見ると、図表2-72の通りである。

図表 2-72 韓宝鉄鋼の売却の経緯

1997年1月23日	不渡り発生、唐津製鉄所B地区の工事中断
1997年8月27日	会社整理手続きの開始決定
1999年7月27日	会社整理計画案、裁判所認可
2000年3月8日	アメリカのネイバス・コンソシアムと売却本契約締結
2000年10月2日	ネイバス・コンソシアム、資産売却契約の解約
2000年10月4日	債権銀行団、持続的な売却推進決議
2001年11月30日	再売却入札の実施
2001年12月6日	AKキャピタルを条件付き落札予定者に選定
2002年3月26日	AKキャピタルとMOU締結
2002年11月28日	AKキャピタル・債権銀行団、売却条件合意
2002年12月13日	裁判所、契約保証金の上向調整要求
2003年1月20~23日	AKキャピタルと本契約締結(予想)

出所：『毎日経済新聞』2003年1月11日

2002年3月19日、韓宝鉄鋼売却事務局とAKキャピタルは韓宝鉄鋼の売却金額を4億100万ドルと決定し、調査以降±9.3%以内で価格を調整できるという内容の売却計画に合意した。

韓宝鉄鋼債権銀行団は3月20日、運営委員会を開き、この売却計画を受容するかどうかを決定し¹¹⁹、売却事務局とAKキャピタル側は債権銀行団の追認と裁判所の承認を受けた後、3月26日に了解覚書を締結した¹²⁰。その後売却代金をめぐる債権銀行団との調整を経て、2003年2月12日に本契約の締結に至った。売却総額は3億7700万ドルである¹²¹。不渡りから6年1ヶ月後のことであった。

¹¹⁹ 『毎日経済新聞』2002年3月20日、AKキャピタルは連合鉄鋼の前社長の息子の権ホソン社長が主導するコンソシアムである。

¹²⁰ 『毎日経済新聞』2002年3月26日

¹²¹ 『毎日経済新聞』2003年2月10日

第6章 ビッグディール（大規模事業交換）

5 大原則の4番目の中核企業の集中的育成の一環として、政府は企業の同種部門に対する重複出資によって収益性の低下と国際競争力の弱化がもたらされているという判断から、政府主導下の強制的企業構造調整・統合政策を推進した。このビッグディール政策は当初財閥改革政策の重要な軸の一つとして位置付けられた。この政策はこれまで2回にわたって推進されたが、実施されたのは1回だけであった。その内容を具体的に見ると、以下の通りである。

ビッグディールは、個別企業の意思や経営計画を無視して、政府が一方向的に推し進めた政策である。その意味で、1997年経済危機の克服策として重要視されていたものの、政策の目的にしたがって個別企業のコーポレート・ガバナンスが強制的に改変されたものとして、コーポレート・ガバナンス改革の基本趣旨に反する側面を持っていた。日本においても、なかなか進まない構造改革を急進的に進めるためには、韓国のようなビッグディールが必要であるという認識が広がりつつある中で、その実態と成果を見ることは有意義であろう。

第1節 第1次ビッグディール（1998年）

2000年末に行われた評価によれば、1998年に数多くの議論の末に生まれたいわゆるビッグディール企業が大部分赤字の累積と統合の後遺症のために困難をこうむっている。このため、政府主導の「強制的なビッグディール（大規模事業交換）は結局失敗策であった」という非難を免れることが難しくなった。その具体的な内容は、以下の通りである。

第1に、デサン団地内の現代と三星の石油化学工場の統合と外資誘致はすべて失敗し、石油化学ビッグディールはふりだしに戻ってしまった。結局のところ、統合の失敗のために、現代石油化学はLG化学と湖南石油化学のコンソシアムが共同に買収し、三星総合化学は独自に構造調整を推進している。

第2に、現代・大宇・韓進の鉄道車両部門は1999年7月、韓国鉄道車両への統合が完了した。ところが、韓国鉄道車両は再び企業集団に渡さなければならない状況になり、現代あるいは韓進が買収する可能性が検討されていた。結局のところ、2001年9月現代モビスが大宇の持分を買収し、2002年1月現代ローテムに社名を変更した。

第3に、1999年10月、現代・大宇・三星三社の航空機部門を統合した韓国宇宙航空も、予想されたアメリカボーイング社からの外資誘致が難航し、経営正常化のために債権銀行団と大株主が再び5300億ウォン相当を追加的に支援することにした。負債比率が高いことから外資誘致が難航しており、独自生存が疑問視されている。

第4に、1999年9月現代精油が韓化エナジーの精油部門を買収し、社名を仁川精油に変更した。経営正常化のためには5億ドルの外資誘致が求められたが、失敗後2001年9月仁

川精油は 2001 年 9 月法定管理を申請した。2 回に渡る売却交渉は失敗に終わり、現在独自生存を模索している。

第 5 に、1999 年 5 月 LG 半導体を買収した旧現代電子（現ハイニクス半導体）は、買収の後遺症や半導体価格の下落によって株価が暴落するなど困難をこうむった。その代わりに、LG が手に入れることができたデイコムは、LG グループへ編入されることによって苦戦を余儀なくされている。前述の現代グループで検討した通り、ハイニクス半導体は長年の努力にもかかわらず、毎年営業赤字を記録している一方、売却は難航している。

第 6 に、三星・現代発電設備は韓国重工業に移転し、1999 年 12 月、斗山グループに売却された。

2002 年 9 月 16 日、田経済副総理は、ビッグディールについて「いい施策ではなかったし、政府が主導することでもなかった」と主張した。田経済副総理はビッグディール当時の公正取引委員長であった。これを受けて、財界が一斉に不満を漏らした。

図表 2-73 7 業種ビッグディールの結果

業種	対象	結果
半導体	現代電子+LG 半導体	ハイニクス半導体
石油化学	現代石油化学+三星総合化学	統合失敗
航空機	三星航空+大宇重工業+現代宇宙航空	KA（韓国航空宇宙産業）
鉄道車両	現代重工業+大宇重工業+韓進重工業	ローテム（現代）
発電設備	三星重工業+現代重工業+韓国重工業	韓国重工業（ドゥサン重工業）
船舶用エンジン	三星重工業+韓国重工業	韓国重工業（ドゥサン重工業）
精油	現代精油+韓化精油	現代精油

出所：『朝鮮日報』2002 年 9 月 18 日

第 2 節 第 2 次ビッグディールの中止と自律的構造調整

2001 年に入って政府の産業資源部辛長官は化繊、綿紡、電気、油化、製紙、セメント、農機械などの 7 業種においてビッグディールを推進する方針を明らかにした。これらの業種は 90 年代から供給過剰によって採算が急速に悪化したという共通点を持っている。これら業種の状況は、以下の通りである。

まず、化繊は去る 10 年間生産能力が 3.6 倍も増加することによって 14 社のうち 6 社が赤字運転中であり、5 社がワークアウトまたは和議に入っている状態である。綿紡は原料をすべて輸入に依存しており、生産施設が古くなり、競争力が弱く、企業の半分以上が不良な状態である。電気炉については供給過剰と輸出減少で年間 350 万トンが超過供給されている。油化は稼働率が 95%に達し、生産能力も世界 3 位に達しているが、企業別平均生産規模が小さく、外国依存度が高いという弱点を持っている。製紙も世界 9 位の生産水準であるが、規模が小さく一貫生産体制でないため、競争力がない。セメントは国内生産能力が 6200 万トンで、内需と輸出をあわせた 5300 万トンより大きい。最後に農機械は内需市場が限界に達

しているコンバインなどの事業部門の過剰・重複投資が問題である¹²²。

図表 2-74 主要業種の構造調整の進行状況

業種	状況	業種	状況
石油化学	大型化・集約化を企業が自律的に推進することに合意	電気炉	企業間の戦略的提携
化学繊維	企業が自発的に推進することに決定	セメント	構造調整への反発で難航
綿紡	企業が自発的に推進	製紙	ハンソル・シンムリムなどと戦略的提携締結

出所：『毎日経済新聞』2001年3月1日

2001年2月から政府が推進してきた7大業種構造調整は、2月末まで構造調整を指揮しようとした政府の当初の意図とは異なり、作業はほとんど進展を見せなかった¹²³。結局、企業側がビッグディールは企業の自律性に任せるべきであるという見解を繰り返し主張したため、この計画は取りやめられることになった。

こうして、これらの7大業種については自律的構造調整が2001年から本格的に進行された。2002年4月、産業資源部は「7大業種の構造調整の成果」を発表した。それによれば、2002年4月まで資産売却4兆8821億ウォン、外資誘致1兆2836億ウォン、不良および優良企業17社が売却、清算、合併などの方法によって整理された。その結果、電気炉、化学繊維、製紙、綿紡産業における過剰生産能力がかなり解消されることになった。その具体的な内容は、以下の図表の通りである。

図表 2-75 7大業種の大規模事業構造調整の推進状況

	当初の目標	推進の状況
電気炉	<ul style="list-style-type: none"> 不良企業4社の整理 2005年まで設備300万トンを縮減 	<ul style="list-style-type: none"> 韓国、カンヨン：第3者への売却完了 韓宝、(株)韓宝：最終交渉 2002年中に112万トンを閉鎖(37%)
石油化学	<ul style="list-style-type: none"> 類似業種の統合→大型化・専門化 	<ul style="list-style-type: none"> 大林と韓化が統合(ヨチョンNCC) 現代石油化学M&A交渉
化学繊維	<ul style="list-style-type: none"> 不良企業5社の整理 過剰生産能力の縮減(28万4000トン) 	<ul style="list-style-type: none"> 2社整理 3社の売却交渉 生産設備15万トンを縮減(61%)
綿紡	<ul style="list-style-type: none"> 老朽設備の閉鎖(36万堆) 財務構造の改善 	<ul style="list-style-type: none"> 老朽設備の25万6000堆の閉鎖(71%) 非主力の資産売却：4390億ウォン
セメント	<ul style="list-style-type: none"> ビック3社(双龍、ソンシン、東洋)の財務構造の改善 	<ul style="list-style-type: none"> 資産売却：3兆2950億ウォン 外資の誘致：5200億ウォン <ul style="list-style-type: none"> —双龍—太平洋セメント(日本) —東洋—ラバズ(フランス)→東洋セメント
製紙	<ul style="list-style-type: none"> 外資誘致→専門化・大型化(新聞用紙) 業界間の戦略的業務提携 シンホなどの不良企業の整理(印刷用紙) 	<ul style="list-style-type: none"> ハンソル パンアジアの持分売却(4600億ウォン) ポワター・韓羅設立(2.3億ドル) 共同購買、配送、製品交換の提携 資産売却：714億ウォン ワークアウトからの早期卒業の合意
農機械	<ul style="list-style-type: none"> 外資誘致・海外投資→輸出産業化 	<ul style="list-style-type: none"> 外資誘致：国際(アメリカ Cummins社) 海外合併投資：東洋、国際

出所：金キョンウォン『為替危機5年、韓国経済はどのように変わったか』三星経済研究所、2003年7月

¹²² 『毎日経済新聞』2001年2月21日

¹²³ 『毎日経済新聞』2001年3月1日

第7章 不良企業の退出

第1節 不良企業の退出

1. 第2次不良企業退出

2000年8月21日にワークアウト制度を廃止した後、金融監督院は2000年10月5日、不良企業判定のガイドラインを作成し、都市銀行に通達した。その不良判定基準とは、①信用格付け要注意以下、②最近一年間利子補償倍率が1未満、③負債比率が同種業界平均の150%を超過、④総与信が自己資本の200%以上、⑤運転資金貸出が総売上高の4分の3を超過、⑥最近3年間の欠損率が増加している企業、⑦自己資本蚕食企業、⑧企業総合評価で与信追加支援が困難であると判定された企業、などである。さらに、金融監督院はこれらの企業のうち、総信用供与500億ウォン以上、自己銀行信用供与50億ウォン以上の企業を対象とすることを決めた。

この基準に基づいて、債権銀行は融資先を精密な調査を元に正常営業可能企業、一時的流動性問題企業、構造的流動性問題企業に分類し、回生または清算作業を進めることにした。債権銀行は不良判定のために銀行内部役・職員と外部人員から構成される評価委員会を構成することにした。それに伴う措置としては、①正常営業可能の場合には、主力行による金融支援の拡大、②一時的流動性危機企業の場合には、再建計画の要求、計画履行条件付き与信取引の特別約款の締結、③構造的流動性危機企業の場合には、整理対象にし、回生可能な企業については出資転換を行なう、などであった¹²⁴。また、出資転換の企業については経営権の剥奪も辞さない方針を固めた¹²⁵。さらに、この時点においても4大グループの系列会社に対する出資転換は原則的に許容しない方針を再度確認した。

回生不可能であるという判定を受け、市場から退出させられる企業の数について、2000年11月3日、ハンビッ・外換銀行など銀行頭取は以下のような不良企業の退出判定結果を発表した。まず、現代建設と双龍ヤンへは再建計画の実行状況を年末まで見て処理するが、新規与信の支援は行わず、既存与信の満期償還だけやる「その他」に分類すると結論付けた。しかし、物品代金などを決済することができないなど企業自力で生存することが困難であれば、ただちに法定管理などの法的な手続きを踏むことにした。

全体的な結果を見ると、計287の不良判定対象企業の中で52社が整理対象と分類され、清算(18社)、法定管理(11社)、売却(20社)、合併(3社)などの手続きをたどることになった。清算対象企業には三星自動車、三星乗用車、新和建設、宇成建設、一星建設、ピアリス、三益建設、ソカン、眞露綜合食品、眞露綜合流通などが含まれた。法定管理には大韓

¹²⁴ 『毎日経済新聞』2000年10月5日

¹²⁵ 『毎日経済新聞』2000年10月6日

通運、東亜建設、東宝建設、東洋鉄管などが含まれていた。大宇自動車、進道、セブングなどの19社が売却対象に含まれたと言われていたが、「交渉進行中」という理由で名簿は公開されなかった。その他に、28社は一時的流動性に問題があり、69社は構造的流動性に問題があるが、銀行の支援があれば回生可能な企業であるとの判定を受けた¹²⁶。

図表2-76 287企業の判定結果

(単位：社)

分類	正常	一時流動性問題	構造的流動性があるが、回生可能	その他	整理
会社数	136	28	69	2	清算(18)、法定管理(11) 売却(20)、合併(3)

出所：『毎日経済新聞』2000年11月4日

2. 第1次企業退出との比較

第2次企業退出は去る1998年6月に行われた第1次企業退出と処理基準と処理対象、処理方式などにおいて大きな相違点を持っている。具体的には、以下の通りである。

図表2-77 1・2次企業退出判定の比較

区分	1次(98年6月17日)	2次(2000年11月3日)
対象企業	313社	287社
退出企業の数	55社(17.6%)	52社(17.4%)
処理基準	負債比率など財務健全性を中心に	現金流動性を中心に
分類方式	正常・回生不可	正常・一時的流動性危機・構造的流動性危機・整理対象
処理対象	大企業の系列中心(5大系列20社、6~64大系列32社)	中堅企業中心(既存ワークアウト・法定管理企業を中心)
処理方式	清算(26)、売却(11)、合併(8)、法定管理(7)	売却(20)、清算(19)、法定管理(10)、合併(3)

出所：『毎日経済新聞』2000年11月4日

第2節 企業信用リスク常時評価制(2001年3月)

2001年1月31日、財政経済部と金融監督委員会は、民主党と主要懸案業務について党政協議を開催し、2001年度の経済政策の方向(財政経済部)、金融市場の安定策(財政経済部)、企業信用リスク常時評価システムの運用策(金融監督委員会)について審議した。そこで、金融監督委員会は「最近企業の資金市場の梗塞と金融不安の持続は、金融機関が企業に対する信用リスクを適切に把握できず、企業信用リスクを過度に保守的に評価し、回生可能企業と整理対象企業に対する判断無しに無条件に資金支援を回避する傾向にあることに多く起因する」という見解を示し、金融不安要因を解消し、金融産業の健全性を確保するために、回

¹²⁶ 『毎日経済新聞』2000年11月4日

生可能企業に対しては積極的な支援を通じて回生をはかり、整理対象企業については迅速に整理する必要があり、そのために銀行が常時企業信用リスクを評価し、その結果にしたがって企業構造調整が推進されるシステムが定着するように誘導することが必要であるとした。

信用リスク評価の対象となるのは、①最近3年間連続して利子補償倍率が一定水準未満の企業、②FLC基準による信用評価モデルの計量評価モデルで要注意相当格付け以下に分類された企業、③各銀行の内規に従って不良企業として管理中の企業、であった。金融機関が自律的に選定するようする一方、急激な信用度の悪化、ノンバンクの与信比重の過多、長期延滞化のおそれなどで迅速な信用リスク評価が必要な企業を対象に含めることにした。

評価の周期については、債権銀行が半期別に信用リスク評価計画を立て、その計画にしたがって常時に評価対象企業を選定し、対象企業に対して年2回の評価を行うようにした¹²⁷。2001年3月から金融機関の自律的判断に基づく、企業信用リスク常時評価システムがスタートすることになった¹²⁸。

第3節 「企業構造調整促進法」(2001年9月施行)

2001年6月14日、与野党は企業構造調整促進法案を共同で作成し、発表した。その内容は、図表2-78の通りである。

図表2-78 企業構造調整体制の変化内容

区分	1998年企業構造調整協約など	企業構造調整促進法案
適用対象金融機関	銀行保険などの130協約加入金融機関	全金融機関
企業構造調整方法	債権金融機関共同管理	銀行管理、債権団共同管理、法定管理・和議のうちから主力行が決定
債権団協議会構成	債権金融機関が加入を選択	全債権金融機関の参加義務化
協議会議決内容反対債権者協議会議決不履行の際	協議会选择または議決事項の不履行 違約金の付加可能	企業債権買取要求権行使(時価で売却可能) 違約金と損害賠償請求可能
債権団異見調整装置	なし	民間専門家で調整委員会を構成
新規資金の支援	優先返済権なし	優先返済権付与
企業とのMOU	債権団協議会の決定	同左。ただし、経営目標水準の明記、労組・株主同意書の添付などを法律に規定
債権団の責任	規定なし	協議会議決内容の執行に対して免責
構造調整企業の事後管理	規定なし	・経営状況を四半期別に点検 ・2年ごとに外部専門機関に評価依頼 ・法定管理・和議企業に対しても年1回以上評価
構造調整企業の経営悪化の際	規定なし	法定管理または破産などを即時に推進

出所：『毎日経済新聞』2001年6月15日

¹²⁷ 金融監督院「民主党との党政協議の開催」2001年1月31日

¹²⁸ 金融監督院「企業信用リスク常時評価システム本格稼働」2001年2月28日

2001年7月18日、政府と裁判所が熾烈な違憲論争を展開した構造調整促進法が、結局争点部分に対しては、裁判所側の意見をかなり受け入れる形で修正され、国会を通過した。政府と国会は、構造調整促進法適用対象を信用供与総額500億ウォン以上の企業に確定した。当初、国会に提出された法案ではこの部分を明示しなかったが、これにしたがって、1000余りの企業がこの法の適用を受けることになった¹²⁹。こうして、不良企業の選定と事後処理における債権団の自律を尊重する「企業構造調整促進法」は2001年9月15日から施行されることになった。

この法によれば、債権銀行は金融機関全体の信用供与が500億ウォン以上の企業に対して、毎年4月と9月に基本評価を行い、正常企業と経営不良兆候企業に分類する。基本評価基準は、①3年連続利子補償倍率1未満、②信用格付け要注意以下、③外部監査の結果、限定意見・不適正意見を受けたり、粉飾会計企業とされた企業などである。金融監督委員会によって一括的に出された判断基準は、2001年3月から導入されている企業信用リスク常時評価制度と同様のもので、これによって選定された企業に対して企業構造調整促進法を適用することになった。

基本評価の結果、不良兆候該当可能企業に対して再び細部評価を実施する。細部評価は3ヶ月以内に順次に行われ、退出如何を決定する。細部評価は業種別景気変動・成長展望など産業・営業・経営・財務リスクとキャッシュフローを基準に、正常、不良兆候可能、不良兆候、正常化不能などの4格付けに分ける。不良兆候可能企業は経営改善勧告を受け、不良兆候・正常化不能企業は債権団の協議会を通じて銀行管理・法定管理・清算などの処理方向が決定される¹³⁰。

企業構造調整促進法が制定されたのは、それまでワークアウトによる構造調整作業が債権団間の利害関係を効果的に調律できる法的根拠がなかったために遅延されてきたからであった。この意味で、企業構造調整促進法による企業回生手続きは法による手続きに従うものではあるが、基本的に裁判所による法的手続きであるというよりは私的な手続きとしてのワークアウトを立法化したものであると見ることができる¹³¹。

第4節 企業信用リスク常時評価

1. 2001年上半期

2001年には債権銀行において、2回（2001年上半期に1097社、下半期に1040社）企業信用リスク常時評価を実施し、その結果156社を整理対象企業に選定し、後続措置を推進し

¹²⁹ 『毎日経済新聞』2000年7月19日

¹³⁰ 『毎日経済新聞』2001年11月19日

¹³¹ 韓国経済研究院「現行企業構造調整システムの問題点と発展方向」2001年12月

た。

まず、2001年上半期における整理対象企業の選定過程を具体的に見ると、次の通りである。2001年4月末、金融監督院と銀行によって評価対象と選定された企業は1544社であったが、2001年8月末、その評価対象企業数は447社（29.0%）少ない1097社に縮小された。金融監督院は与信減少と信用評価格付け上向調整、合併・清算などによって評価対象企業が減ったと説明したが、そのうち278企業（62%）は信用供与規模が引き上げられることによって退出審査対象からはずされたのである。このように評価中である企業を評価対象から除外させたことは、該当不良企業と債権銀行との間で利害関係が合ったからであるという指摘もなされた¹³²。

このようにして、金融監督院と銀行が、当初退出評価対象と選定した企業は全部で1097社であったが、そのうち最終整理対象企業と選定された企業は141社である。141企業の内訳を見ると、上場企業は13社に過ぎず、すべてが管理銘柄で、不良兆候によって市場からすでに評価が出ている企業であった。大多数の整理企業が上場・登録銘柄とは遠い小規模群小業態であった。このため、常時信用リスク評価制度は施行当初の市場からの期待にもかかわらず、企業退出システムとしてまともな役割を果たさなかったという評価を受けている。

図表2-79 企業常時退出評価の結果（2001年上半期）

評価対象 1097ヶ社			全体評価結果
1次	7月12日	91社処理確定（22整理）	A・B格付け（正常・一時的流動性問題企業）588社
2次	8月14日	455社処理確定（49整理）	
ワークアウト	8月31日	35社処理確定（16整理）	C格付け（構造的流動性企業）398社
3次	9月18日	369社処理確定（45整理）	整理対象企業：141（上場企業13社、法定管理・和議企業104社）
4次	10月15日	141社処理確定（25整理）	

出所：『毎日経済新聞』2001年10月16日

2. 2001年下半期

当初1136社を選定したが、与信償還または縮小、利子補償倍率および信用評価格付けの好転などで96社が縮小し、最終的に2001年下半期の常時評価対象企業は1040社になった。債権銀行はこれらに対して、3ヶ月間信用リスクの評価および経営正常化の可能性如何を点検し、後続措置を推進した。20社の債権銀行の2001年下半期常時評価の推進実績をモニタリングした結果、主力行が不良兆候企業として新規評価あるいは継続管理することに決定した企業は全部で74社であった。また、主力銀行は合計183社を不良兆候企業になる可能性が高い企業として評価し、該当企業に経営改善の勧告などの後続措置を取っている。さらに、

¹³² 『毎日経済新聞』2001年11月16日

28社を経営正常化の可能性がない企業（整理対象企業）と評価し、清算、破産および法的管理手続きの廃止などを推進した。

図表2-80 2001年下半期常時評価の結果

(単位：社)

	不良兆候企業					不良兆候の可能性が高い企業	経営正常化不可能企業：清算・破産など
	企業促進法施行後 共同管理決議企業	細部評価 対象企業	ワークアウト 関連企業	私的和議進 行企業	48		
企促法適用	48	6	4	35	3	31	3
企促対象外	26	0	21	2	3	152	25
計	74	6	25	37	6	183 ¹	28

出所：金融監督院「企業信用リスク常時評価モニタリングの結果」2002年2月14日から作成

注：主力銀行以外の債権銀行の評価の結果まで考慮すると、227社（企業構造調整促進法適用対象51社）。

ところが、2001年上半期の常時評価などによって整理対象企業と既に選定されていたが、その間整理手続きの遅延などで再評価した結果整理対象に分類された13社（企業構造調整促進法対象3社）がそこに含まれていた。こうして、2001年下半期に1040社を対象に審査を行い、最終的に整理対象企業として、15社がさらに確定された。

3. 2002年と2003年上半年

債権銀行は2002年4月、「企業構造調整促進法」および債権銀行の自律的な常時評価システムに基づき、2002年上半年評価対象企業（1081社）を選定し、3ヶ月間その信用リスクの評価または経営正常化の可能性如何を点検し、後続措置などを推進した。こうして、2002年上半年の常時評価の結果、主力行によって、33社が不良兆候企業として新規評価され、57社が不良兆候企業として継続管理されることになった。そのうち、企業構造調整促進法の適用対象となる不良兆候企業は49社であった。また、主力行は計178社（企業構造調整促進法適用対象27社を含む）を不良兆候企業になる可能性が高い企業と評価し、該当企業に対して経営改善の勧告などの後続措置を推進した。さらに、主力銀行は39社（企業構造調整促進法適用2社を含む）を新規に経営正常化の可能性のない企業として評価し、清算、破産および法定管理手続きの廃止などを推進した。

図表2-81 2002年上半年常時評価の結果

	評価対象企業	不良兆候企業	不良兆候になる可能性が高い	正常化不可能企業：清算・破産など
企業促進法適用	/	8社	151社	37社
企業促進法非適用	/	49社	27社	2社
計	1081社	57（新規33社）	178社	39社（新規）

出所：金融監督院「債権銀行の2002年上半年企業信用リスク常時評価モニタリングの結果」2002年8月23日から作成

さらに、2002 年下半期と 2003 年上半期における企業信用リスク常時評価モニタリングの結果を見ると、各々902 社と 1246 社を評価対象企業と選定し、信用リスクの評価と経営正常化の可能性如何を点検した結果、2002 年下半期には 22 社（企業構造整理促進法適用 2 社）、2003 年上半期には 66 社（企業構造整理促進法適用無し）がそれぞれ新規に経営正常化の可能性がない企業として評価された。

4. 整理対象企業に対する後続措置

上述した通り、2001 年と 2002 年に整理対象企業として評価されたのは、各々156 社と 61 社であった。これらの企業に対する 2003 年 7 月末現在における整理推進状況は、図表 2-82 の通りである。

図表 2-82 整理推進状況（2003 年 7 月末現在）

（単位：社）

区分	整理対象企業数	整理完了	会社整理廃止・ 和議取消申請	担保物の競売 などが進行中	売却・合併などの 整理手続き準備中
2001 年	156	143	3	8	5
2002 年	61	41	3	16	4
計	217	184	6	24	9

出所：金融監督院「債権銀行の 2003 年上半期における企業信用リスクについての常時評価モニタリング結果」、
2003 年 8 月 28 日

小括

IMF 経済危機の主な原因は企業部門における不良経営であった。不良企業の処理は、経済再生のための最も重要な課題であった。

金大中政府は、不良企業の処理のために、IMF 経済危機以降、私的企業構造調整システムとしてのワークアウト、企業構造調整専門会社（CRV）制の導入、第1次・第2次不良企業の退出、常時構造調整システムと企業構造調整促進法の制定などの再生計画、そして法的企業構造調整システムとしての和議および会社整理を実施した。大宇グループを中心とした再生可能とされた企業のワークアウトは当初の計画や期待通りの成果を挙げるができなかった。1998年から2003年末まで卒業したのは83社のうち41社、合併・会社整理・退出などで中断されたのが19社、自立推進・継続推進が合わせて23社であった。予定した成果を見ることができなかったことから政府は2000年8月にワークアウト制度を廃止するという決定を下した。また、1998年6月と2000年11月に一定の基準を満たさない企業を、銀行の自律によって退出させるという方針で不良企業の退出を試みたが、最終的に退出対象になった企業はわずかに過ぎず、その大半はすでに管理銘柄に入った企業であった。その後韓国政府は常時企業の経営状況を検討し、退出対象企業を評価するシステムと企業構造調整促進法を導入した。そのシステムが企業構造改革を進める上でどれだけの成果を挙げているかについてはより長期的に見るべきであるが、少なくとも現代グループの大手不良企業の処理過程に見るように、対応が十分でなかったという批判も少なくない。一方、不良企業の整理過程は金融機関に多額の不良債権を発生させる過程となった。

大手の多くの不良企業と不良銀行は外国資本に売却された。ところが、売却の過程は必ずしも順調でなかった。企業の買収や合併などに多くのノウハウを持っている外国の大手企業との交渉は長期間にわたり難航を極めた。また、売却された場合であっても、売却の条件をめぐって多くの批判を受けていた。政府や債権銀行団は、雪だるまのように膨らんでいく負債や維持費用をできるだけ早期に解決しなければならない切迫した状況と、企業の価値をある程度まで高めてからより良い条件で売却したいという思惑とのハザマに置かれていた。第一銀行の売却はその中でも最も悪名の高い最悪の条件で行われたものであった。売却から2003年末までに18兆ウォンほどの公的資金が投入されたにもかかわらず、いまだに今後の損失を補填しなければならない。その他、大宇自動車、ソウル銀行、韓宝製鋼などの売却は、極めて長い期間にわたって交渉が続いていた。

1997年経済危機から2004年1月に至るまでの期間に、その下の企業集団は言うまでもなく、韓国最大の5大企業集団は大きな変化を被らざるを得なかった。まず、1999年当時3位の大宇グループが破綻し、ワークアウトに入った。2000年には1位の現代グループが、優良企業の系列分離、大手の不良系列会社の海外売却と不良系列会社の債務調整などを通じる再建、対北事業への特化などで解体されてしまった。これらの二つ企業集団の大きな共通

点は、1997年経済危機以降においても依然として従来のコーポレート・ガバナンスに固執し、構造改革ではなく従来通りの拡大攻撃経営を継続していたことであった。ちなみに、1998年と1999年の間に3回も実施された5大グループの不公正な内部取引の規模を見ても、大宇グループと現代グループが歴然として多く、全体の80%強を占めていた。それらのグループと異なり、唯一三星グループだけは、非常に少ない規模しか報告されなかった。その中間的な位置を占めていたのが、LGグループとSKグループであった。

現代グループは、創業者の後継をめぐる兄弟間の争いと対北事業の低迷などをきっかけに企業全体が危機に陥ることになり、解体されることになった。現代グループの中で最も優良な企業である現代自動車と現代重工業は系列分離し、資本蚕食になった現代証券投信と現代電子（現ハイニクス半導体）は外国資本に売却され、現代建設は債務調整と完全減資を通じて再建され、赤字ですでに資本蚕食状態になっている現代アサンを中心とする対北（観光）事業はかろうじて存続している。現代グループの解体は金融機関に追加的に多額の不良債権を発生させる結果となった。現代証券投信も長期にわたる紆余曲折の末、2003年末にようやく外国資本に売却されることになり、ハイニクス半導体はいまだに毎年莫大な赤字を出しながら、再建にも売却にも成功しない状況が続いている。

LGグループは早期から持株会社への移行を目指していた。創立当時から具氏と許氏の同業構造を維持してきた歴史的経緯を有し、他のグループより容易に持株会社体制への移行が可能であった。ところが、LGグループも、持株会社の設立要件を満たすために行われた持分の取引においては積然としないものがあつた。それに2000年からLGグループ内で最も高い収益を上げていたLGカードが2003年に破綻し、LGカードの系列分離の過程で多額の内部者取引が行われたという疑惑がもたれており、膨大な配当が最大株主に割り当てられていたことなど非難をあげている。

SKグループは、総帥の崔会長が持株会社のSK（株）の株をほとんど持っていないという不安定な後継構造から出発していたという致命的な弱点を抱えていた。非上場会社を通じる便法的な転換社債の発行により、SK（株）に対する統治権を確保しようという便法的後継確立と、それを挽回しようとしたSK（株）の株の不正な取得と会長自身の拘束、SKグローバルの粉飾会計と資本蚕食、外国資本ソバーリンによるSK（株）の大量の買収に伴う。経営権喪失の脅威という複雑な危機的状況に立たされている。

このような状況の中で、三星グループは、1997年経済危機以降大宇グループや現代グループとは対照的に驚くほどの成長を見せながら、独走態勢を作った。なかでもとりわけ三星電子の実績の伸びには目を見張るものがある。その最も大きな理由は、三星グループが李会長のリーダーシップの下で、1993年から「新経営」を進み、1997年の経済危機をきっかけに「新経営」方針が急速にグループ全体に実施されていき、従来の量的拡大から質的向上への転換と収益性の向上のための徹底的な構造改革を行っていったからである。

ここで興味深いことは、1997年経済危機の時点ではほとんど同様の状況であった5大企

業集団が、2003年までのわずか6年の間に劇的な地殻変動を経験し、上述のような格差が生じたことである。その理由はどのようなものであったか。最も大きな理由の一つは、1997年経済危機に対する対応が異なっていたことであった。三星電子を中心とする三星グループは徹底的な企業構造改革を断行し、それまでのコーポレート・ガバナンスや人事管理を容赦なく改革した。それに対して、大宇グループと現代グループは従来通りのコーポレート・ガバナンスと経営に固執し、グループ内の構造改革より外部への拡大経営を続けていたのである。