

# 日本と韓国におけるコーポレート・ガバナンス改革 —経営陣のモニタリング機能強化を中心に—

梁 先 姫

本稿においては、近年コーポレート・ガバナンスの向上と促進の主要手段として注目されている社外取締役制度の導入経緯・現状を日本・韓国の例を中心に考察し、制度が与える影響と今後の課題を異なる経済・会社形態を踏まえた上で比較論議する。また、社外取締役以外に経営陣のモニタリング手段として株主訴訟制度や少数株主の権利の強化に関連する制度や各政府の取り組みを考察し、コーポレート・ガバナンス関連制度の改革が会社経営の効率化の向上と会社に関わる様々なステークホルダーに与える影響を考察する。

キーワード: 経営陣のモニタリング、社外取締役制度、株主代表訴訟制度、少数株主の権利強化、コーポレート・ガバナンス改革

## はじめに

近年安倍政権は成長戦略の一環としてコーポレート・ガバナンスの改善を掲げ会社法改正やコーポレート・ガバナンス・コードの作成を進めている。2014年6月に改正された会社法では社外取締役の選任を大企業に対して事実上義務付け、来春までにコーポレート・ガバナンス・コードにおいて社外取締役の比率増加を検討していることから、粉飾決算などの回避や外部からの投資促進などを通じて良いコーポレート・ガバナンスが経済成長へ繋がるという政府の期待感が伺える。

これまで、米国会社における株主主権主義に基づく「株主資本主義モデル」(stockholder capitalism model) やドイツ・日本などの企業共同体主義に基づく「利害関係者資本主義モデル」(stakeholder capitalism model) などといった様々なコーポレート・ガバナンスの形態が議論されてきた。前者の株主資本主義モデルにおいては、広範な株式分散によって危険投資の分散が容易になり、所有と経営の分離によって経営者の独立性と専門性が高くなることから、経営効率が向上するメリットがある。その一方で、後者の利害関係者資本主義モデルにおいては、会社を株主の私的財産とみなすよりは、むしろ株主・経営者・従業員・債権者など様々な利害関係者から構成される共同利益の連合体として認識していることから、経営者は株主だけではなく諸利害関係者の利益を最大化すると同時に株主・経営者以外の利害関係者も会社のガバナンスに参加するのが妥当であるとみている。

コーポレート・ガバナンスの要素の中で一番の要点として上げられるのが経営陣に対してのチェック機能である。経営陣を監視すべき取締役会が企業内から選出され、会計面での粉飾な

どの不正を監視する監査役が経営陣から選任されるなど企業の意思決定・業務実行・モニタリングの機能が分離されず、株主や従業員など他のステークホルダーに悪影響を与える不正行為が次々に公になる事によって経営の透明性やモニタリング機能を強化する試みのもと社外取締役制度が注目を浴び法的に制度化されてきた。

本稿では、アメリカ・日本・韓国における社外取締役関連制度を比較し、その影響力を異なる経済・企業形態を踏まえた上で考察する。また、株主重視の経営と経営のモニタリングという側面から社外取締役の他に株主訴訟制度の充実や少数株主の権利強化などの制度活用が考えられることから日本・韓国での現状と今後への課題を論議する。

### I. コーポレート・ガバナンス改革：注目される社外取締役

近年広がる米国型コーポレート・ガバナンスは第2次世界大戦後50年をかけて米国の企業社会が摸索した成果である。株式市場より資金調達しその資金を有効に投資することで利益の増加をめざし利潤を株主に還元するという、株主中心の米国型コーポレート・ガバナンスにおいては、経営者が株主重視の経営という認識が基本理念となっており、株主への責任を果たすという認識が経営陣のモニタリング機能として強く働くことから、透明度の高い会社経営を期待することができるというメリットがあるとされてきた<sup>i</sup>。特に株式市場を利用した敵対的買収を回避するため経営陣は利潤最大化や株価最大化を目標とし、また、投資家からの良好な評価を保つ事を常に意識して経営をすることで、安定した利益還元と会社の持続的成長が経営陣のポジション確保・持続に直結する、経営システムが米国型の経営として確立された。このような米国型会社モデルは次第に世界的に評価され、様々な企業改革における論議の中心となった。

日本ではアジア諸国を巻き込んだ1997年度に始まったアジア経済危機の直接的なダメージは受けなかったものの、9月には経団連がコーポレート・ガバナンスに関する緊急提言を行っている。これに先だち、同年7月にはコーポレート・ガバナンス特別委員会という臨時組織が小松製作所取締役会長である片田哲也氏を座長に迎えて発足している。2001年に行われた監査役全国会議講演で片田氏は当時コーポレート・ガバナンスが注目された理由として、1) 企業の国際化・グローバル化による競争の激化などの企業がおかれている環境の変化、2) 相次ぐ日本企業による不祥事、をあげている。さらに論議の結果、社外取締役が半数以上を占める取締役会が業務執行をする経営陣を監視するというアメリカ企業の経営形態が合理的である意見や、コーポレート・ガバナンスは経営者が決めるべきであり法律による制度化は好ましくないとの意見など様々な見解がでたとしている<sup>ii</sup>。

一方、韓国では1997年には5大財閥であった大宇財閥が倒産し、関連企業や他の財閥が経営困難に陥り通貨危機のダメージを大きくうけIMFの援助が必須という過度の経済危機に陥っている。IMFや外国機関投資家らは韓国における経済危機は圧倒的経済力を担う財閥の所有構造や経営陣に対するモニタリング不足がその主要要因であるとし、コーポレート・ガバナンス改革と政府による規制を援助の条件とした。タイミング的には日本に先駆けてコーポレート・ガバナンスに関する法案の制度化が1998年度より始まっている。

コーポレート・ガバナンスに関する関心が高まり法的制度化の論議・準備が進む中、2001年

にはエンロンやワールド・コムによる空前絶後の規模といえる粉飾決算という世界を揺るがす不祥事がアメリカで発生した。株式市場を利用する米国型コーポレート・ガバナンスは、株主からの過度なプレッシャーは、経営者を短期的な株価重視志向に導くとともに、長期的投資を先送りし株主の新規投資や持続的投資の判断材料である利益率や株価の粉飾などに追いやる可能性もあるという米国型のコーポレート・ガバナンスシステムの弱点が露呈された形となった<sup>iii</sup>。アメリカ政府は大型不祥事をうけ速いスピードで法律改正を実施した。米国議会は2002年7月に会社会計改革法（Sarbanes-Oxley Act）<sup>iv</sup>を成立させ、不正会計を阻止することができなかった外部監査法人の独立性の確保・監査委員会を中心とした取締役会によるモニタリング機能の強化・取締役の中での社外取締役の過半数の確保・経営者の不正に対する罰則強化などを制度化した。株主重視の経営というアメリカの企業理念がかわる事はなく不祥事は株主に損害を与えるものとして経営陣のモニタリングの強化をはかる政策を徹底した<sup>v</sup>。

その頃日本でも2000-2002年にかけて日本食品業界のトップ企業である雪印食品や日本ハムの偽装・食中毒事件などの大型企業不祥事が相次ぎ、2002-2003年にかけて消費者金融業界をリードしてきた日本信販株式会社が総会屋への利益供与容疑で逮捕者を出し山田洋二社長が辞任に追い込まれた事件などは日本企業における企業倫理・内部ガバナンスによる監視能力の欠如や社会的責任の問題などを浮き彫りにし、コーポレート・ガバナンス形態の見直しが注目を浴びるようになった。日本政府は会社法改正を通して新しい企業構造形態を任意ではあるが選択できるようにするなど2003年会社法を改正したが、ほとんどの企業で基本的ガバナンス形態に変化はなかったため、そこでは目立った影響力はみられなかった。2004年に発覚した有価証券報告書に虚偽の内容を報告したとして取締役らが逮捕されたライブドア事件や、10年以上にわたって巨額の損失を粉飾会計で隠していたことが発覚したオリンパス事件などが2011年になり発覚した事によって、特に監査役の主要業務とされていた会計面での監視機能が問題視された。韓国では、1998年に金大中元大統領が就任して以来、財閥改革の一環としてコーポレート・ガバナンス改革を進めた。金政権が終了する2003年まで定期的に続いた法律改正の影響力はきわめて軽微で、根本的な財閥のコーポレート・ガバナンス問題の解決にはいたらなかったと考えられる。

1990年代後半から2000年代前半のコーポレート・ガバナンス改革の波から約10年がたった2014年、日本・韓国では議論が再び活発化し、韓国では2月に日本では6月にコーポレート・ガバナンス関連の会社法の改正が行われている。特に、日本における新会社法では従来の日本型コーポレート・ガバナンスモデルから米国型コーポレート・ガバナンス形態への移行を促進する制度が立法されている。次は米国型コーポレート・ガバナンスモデルの要点であり注目が集まっている社外取締役制度導入の経緯と現状を、日本と韓国のケースを中心に考察する。

## II. 社外取締役制度導入の経緯と現状

### 1. 日本の場合

日本の戦前の商法では基本的にドイツモデルに類似した二元的制度、すなわち、業務執行機関たる取締役と監査機関たる監査役を分離する制度を採用していた。戦後まもなく取締役会制

度が導入され、代表取締役および業務担当取締役の業務執行を取締役会が監査することになったものの、監査役制度は廃止されなかったことから、業務執行監督を取締役会と監査役が二重に行う二重監督システムが通用された。

バブル崩壊後、1990年代のデフレによる不況期を通して日本型コーポレート・ガバナンスの在り方が問われるようになり、米国型コーポレート・ガバナンスをモデルにした改革に取り組もうとする会社が増えてきた。肥大化した取締役会をスリム化し、執行と監視の役割を明確に分離する執行役員制や社外取締役制度の導入を進める事によって急増する外国人投資家からの資金調達と不祥事を防ごうとする考え方が広がっていた。しかし上述のように大企業による不祥事は相次ぎ、コーポレート・ガバナンスに法律は関与すべきではないという意見は表面的に弱まることとなった。

2001年から2002年にかけて会社法全面改定が行われ、経営陣のモニタリングと業務執行の分離や企業経営の透明性を高めるため社外取締役を活用するという従来の日本型コーポレート・ガバナンスモデルよりは米国型モデルにそったガバナンスモデルを会社が選択できるようになった。委員会等設置会社では日々の業務執行を担当する執行役を置き、会社を代表する代表執行役を定める。この代表執行役に業務上の意思決定の権限を与えることで意思決定のスピードを加速化し効率性をあげることが可能であると考えられたのである。また、取締役は経営の監督を担当することで日々の意思決定からはモニタリング機能の強化をはかる事が委員会設置制度の強みとされている。取締役会には、株主総会に提出する取締役の選任・解任案を決める指名委員会、取締役・執行役の報酬を決める報酬委員会、取締役・執行役の職務執行を監査する監査委員会という3つの委員会が置かれる。各々委員会は3人以上の取締役で構成されるが、社外取締役が過半数を占めなければならない。そして、従来の監査役制度は廃止となる<sup>vi</sup>。

2003年4月より施行された改正商法ではあるが、あくまでも新しい委員会等設置会社への移行は企業の任意であり、ソニー・東芝・日立製作所などは改定と同時に委員会等設置会社に移行を行ったが、他の大手上場企業である野村グループやキャノンなどは従来の制度を変えることより、それぞれの会社にあった機能を強化することが重要である<sup>vii</sup>として、従来の監査役制度の継続を支持した。政府が提案した新しい制度が経営の効率化にもたらす貢献度の不透明性などの要素は会社側からシステム変換のリスクとして受け止められていた経緯もあり、施行3年後にあたる2006年12月の時点で東京証券取引所上場会社の内、僅か2.5%（59社）が委員会設置制度に移行した程度で、9社ほどは監査役制度に再移行したケースもある。また、神戸大学経営学COE企業統治グループの分析や他の学術的報告・日経の独自の比較によると移行による経営成果は確認できなかったとしている。2006年5月施行の新会社法では、社外取締役制度に関する重要な改正や重要事項についての社外取締役、社外監査役による役員会議における意見表明や活動状況を事業報告書等に開示することを要求した。開示を通じて社外役員の独立した機能性の判断と重要性のアピールから社外取締役の取り入れ促進等を視野に入れて立法されたとしている<sup>viii</sup>。

2014年6月の会社法改正直前の5月1日時点で2006年より少ない上場会社のうち2%に満たない57社が委員会設置制度を導入している<sup>ix</sup>。2003年の会社法改正以来、委員会設置制度の普

及が進まずコーポレート・ガバナンス形態の変化はあまりみられなかった上、長期デフレによる景気停滞は続き、会社経営の不透明性はオリンパスの粉飾決算などの事件という形で問題視され続けた。デフレ脱却を掲げる現政権は成長戦略の一環としてコーポレート・ガバナンスの強化を上げてさらなる法律改正を進めている。

2014年の会社法改正では、従来の監査役制度と2003年に選択が可能となった委員会等設置会社制度の中間的制度である「監査等委員会設置会社」の選択を可能とした。委員会等設置会社は取締役会に最低一人の社外取締役、そして各3委員会に最低人数3人の過半数にあたる2人の社外取締役が義務づけられているが、監査等委員会設置会社に移行するためには指名委員会と報酬委員会を除く監査等委員会の設置のみが必要なため取締役会に最低一人の社外取締役と最低2人の社外監査役が条件となっている。

この一連の会社法改正で焦点となっているのが業務執行と監督を執行役と取締役会に分離し監督機能を社外取締役の導入によって強化するという米国型コーポレート・ガバナンスシステムの導入である。東証の調査によると2014年6月末現在、東証1部上場会社で社外取締役がいる会社は74.2%となっており、前年に比べて11.9%増加している。社外取締役の普及という観点からみれば法律改正は一定の効果を上げているように見えるが、基本的には社外取締役の配置は任意であり、制度を取り入れたとしても実際取締役会での社外取締役の数は最小限度に押さえる事や誰を社外取締役として認めるかなど、その独立性に関する問題を考慮すると社外取締役への注目度に反して実際大きな成果を上げる事が難しいという見解も存在する。

## 2. 韓国の場合

韓国財閥は韓国の高度経済成長とともに大規模化し、GNPの約7割以上を上位30大財閥が占めている<sup>x</sup>ことから、韓国経済は財閥の成長によって支えられてきたといっても過言ではない。朴正熙政権時代にGDPが20倍以上に跳ね上がった背景には、財閥への積極的な支援と労働者権利の抑圧による政府主導の経済成長を促進するための労働政策がとられた。

韓国経済の要である韓国財閥の会社支配構造は、所有と経営の分離によって形成された先進諸国の会社支配構造とはその形成を異にしている。韓国財閥は一般的にオーナー一族など特殊関係人の持分と系列会社間の相互出資比率が高い水準を維持していることから、所有と経営が分離されておらず、支配株主が経営者として、会社を排他的に支配する構造を保っているからである。つまり、会社が支配株主－経営者（owner-manager）によって企業的意思決定がなされている上、その判断を監視する機能をもつステークホルダーは内部にも外部にもいない状況が続いた。そのため、経営者の独断的な意思決定による過剰投資や危険性のある新産業進出が容易になり、支配株主である経営者が自己の利益を図るため小株主・従業員・債権者などの利益を侵害する可能性が少なくない。換言すれば、韓国財閥においては支配株主であるオーナー経営者が絶大な支配権を持ち、オーナー経営者の私的利益が優先され、労働者など様々な利害関係者の利益は損なわれてきた。

しかし、1980年代までは順調にみえた韓国経済の成長は、1990年代に入ってからバブル経済の崩壊に影響され、輸出の激減や内需の不振による重大な経済的危機に直面するようになった。

この原因としては、過去歴代政権の財閥中心の経済開発政策、会社の所有と支配が分離されていない遅れた経営体質、そのほか韓国を取り巻く国際経済環境などがあげられる。その中でも財閥の会社構造の欠陥は当時サムソンや現代などと肩を並べていた大財閥であった大宇財閥の崩壊によって明るみにでることになった。事実上、韓国財閥では総帥一族に所有は集中し、系列会社間の複雑な内部出資により、総帥がグループ全体の経営を統治している。総帥の迅速な意思決定が財閥を強固にしたことも否めないが、グループの利益確保のため不当な内部取引が当たりまえのように行われてきた。そのため、韓国における会社支配構造の改革が深刻な問題として浮上し、支配株主の独断的経営とこれを牽制するための制度の改革が不可欠とされた。

次々に財閥や関連企業が倒産し1990年度後半に加熱したアジア通貨危機の打撃を大々的に受けた韓国は、外国人機関投資家やIMFなどの国際金融機関からの資金調達はやむをえない状況に陥った。そこで資金注入の条件として政府は財閥の所有・財務構造改革を含むコーポレート・ガバナンス改革を強いられる事となった。1998年に金大中政権が発足し商法改正が政権中に続いた。

1998年の改正商法は取締役としてより積極的に株主の利益を保護し、取締役の責任強化によって健全な会社運営を促進させる目的で取締役の忠実義務を果たすべしとした<sup>xi</sup>。また、それは米国型の会社経営倫理を取り入れた形となった。同改正法は支配大株主が非公式に会社経営に及ぼす影響力を考慮し、いわゆる「事実上の取締役」として、その責任を強化する措置を取った<sup>xii</sup>。韓国財閥は、もとより総帥が系列会社間の相互出資を通じて企業集団を形成する中央集権的構造をとっている。また、財閥の総帥およびその一族はグループ企画調整室・グループ秘書室といったグループの支配構造を通じ、すべての系列会社の経営に関与し影響力を及ぼしてきた。そして、このような経営体制のもとで、財閥の総帥はわずかの株式所有であっても、グループ内の全系列会社を支配することができた。しかし、こうした財閥は、それに相応する責任を負担しなかったことから、業務執行指示者の責任に関する規定を新設した<sup>xiii</sup>。

財閥オーナー家族の経営責任にたいする規制を強化する一方で金大中政権は1998年以来財閥会社の内部ガバナンスの一環として、上場会社に対する社外取締役選任を義務付けた、1998年2月の有価証券上場規定の改定を通じて、韓国証券取引所は上場法人に対して社外取締役制度を導入した。同制度により、取締役総数の4分の1以上の社外取締役選任が義務づけられ、未選任法人・4分の1以下の法人については管理銘柄に指定することにした。2001年4月からは資産総額が2兆ウォンを超える上場会社は取締役数の2分の1以上を社外取締役にしなければならないとした<sup>xiv</sup>。内容的には米国の上場企業とはほぼ同等の社外取締役制度を法律化している。

もとより、韓国においては財閥会社の取締役が経営陣でもあり支配株主でもあるオーナー家族の利害によって選任される傾向があったことから、その意思決定の独立性と客観性が認められず、多くの会社の場合、取締役会が形式的に運用されてきた韓国財閥における内部監査機能の脆弱性は財閥の総帥一族による独断的な経営支配や不当内部取引の内容および規模に現れている。このような理由から、支配株主とは別の独立的・客観的な立場に立つ専門家たちを経営意思決定に参加させることにより、会社経営における透明性を維持し独断的な支配株主の経営に対する監視機能を確保する目的で社外取締役制度が内部ガバナンス強化の要として採用され

た。

金大中政権下における財閥改革のうち、取締役会の関連制度を以下の〈表1〉でまとめている。

〈表1〉 取締役会関連制度

区分	項目	主要内容	法的根拠
取締役・取締役会	取締役の忠実義務	法令と定款に従って会社に対して忠実な職務を遂行する義務を明文化	商法第382条の3 (08年新設)
	業務執行関与者の責任規定	業務執行関与者（事実上の取締役に對し、会社及び第3者に対する責任・代表訴訟の被告人になることができるようにする。	
	取締役会承認義務化	・大規模上場会社及びコスダック登録法人の場合 ・最大株主と一定規模以上の内部取引をする場合	証券取引法 (01年新設)
社外取締役制	社外取締役選任の義務化	・上場会社の場合、取締役会の1/4に当たる社外取締役を選任	上場規定第48条の5 (98年新設)
		・資産総額2兆ウォン以上の上場会社・金融機関・大型コスダック法人の場合、取締役会の1/2以上及び3人以上を社外取締役に選任する。監査委員会の場合、委員長を含め社外取締役2/3以上に構成 ・社外取締役候補推薦委員会設置の義務化	証券取引法第191条の16 (01年改定)

〈出所〉筆者作成

金大中政権は財閥関連会社内での不正な内部取引やリスク要素の高い投資などに使われる資金調達に金融機関と財閥会社の癒着が原因の一つであるとし、金融関連会社に対して社外取締役制度の導入を推進した。2000年1月に証券投資信託業法・保険業・総合金融会社に関連する法律を改定し、証券会社・委託会社・総合金融会社の取締役の50%を社外取締役にすることを、そして規模や他の条件を問わず社外取締役候補推薦委員会の総委員数のうち、50%を社外取締役に構成することを義務づけている。

社外からの役員採用は社外取締役・社外監査役採用を制度化することによって、監査役制度による会計面でのモニタリング機能の強化の手段としても重要性が強調された。監査役的主要機能としては、会社財務に関する会社の行為および財務報告の正確性を監査することや、社外取締役の推薦および取締役の行為を監視する機能などがあげられる。韓国において監査制度の改善を通じて支配構造や経営の透明性向上を目的とした法の改定は経済危機直前の1996年末から始まっている。1996年12月には外部監査法を制定し、会計会社に対する公示制度を導入すると共に、上場会社に対して3年に一度外部監査人の選任を義務づけ、所有と経営が未分離である会社・産業合理化対象会社に対して証券管理委員会が外部監査人を選任することにした。続いて1997年1月には証券取引法を改定し、上場会社の監査選任・解任時に持分率が3%を超える株主本人とその特殊関係人の持分に対して議決権行使を制限するとし、一定規模以上の上場会社に対して監査役一人が常勤することを義務づけた。また、1998年2月の外部監査法規定を

通じて、会社法人大規模企業集団の所属会社に対する外部監査の影響力確保のため、社外監査人選委員会の設置を義務化した。さらに2001年の改定では関連会社における監査役会の設置を義務づけ、監査役会の設置のうち3分の2を社外取締役にすることを法律化している<sup>xv</sup>。

経済危機というショックも要因となり社外取締役制度を法律化した韓国であるが、実際社外取締役及び社外監査役が内部ガバナンスによってモニタリング機能の強化に効果的であるかについては疑問点が残る。その中でも際立って問題視されているのが所有・経営陣の未分離である財閥における社外取締役の選任方法である。米国型コーポレート・ガバナンスは株主重視であり、社外取締役を選任する権限は株主にある。会計面を監視する内部監査役も株主総会での選任となっている<sup>xvi</sup>。大株主＝経営陣という韓国財閥の所有構造ではオーナー家族が推薦・選任も含めて圧倒的人事権を握る事になる。

2004年に韓国コーポレート・ガバナンス構造改善センターが行ったアンケート結果によれば、任意の回答からではあるが上場会社における社外取締役比率は会社取締役全体の約36.6%となっており比較的高い水準となっている。しかし韓国上場会社協議会の報告書<sup>xvii</sup>によれば、社外取締役の推薦・選任の方法のうち年々減少はしているものの、約80%が大株主（財閥の場合は系列会社や財閥総帥一族）または会社の役員による推薦であり、約90%の指名はオーナーが直接的または間接的に関与している<sup>xviii</sup>。このため、ほとんどの社外取締役は経営陣と親密な関係にあり、助言者的な立場をとることが多く、オーナーの意思決定に逆らうことは困難であると指摘している。監査役の選任は取締役と同様、最高経営者である支配株主によって会社経営に携わる取締役の中から選任されていることから社外からの役員がオーナーの意思決定をモニタリングする環境作りは非常に難しいと考えられる。

さらに、韓国では社外取締役中心の監査役制度を取り入れたものの、監査委員会設置を義務づけている商法第393条の2によれば、監査役会で議決された事項は各取締役会に通知しなければならないようになってきている。また、通知を受けた各取締役は取締役会招集を要求することができることから、取締役会は監査役会が議決採択した事項に対して再度議論し決議することが可能になる。これは、監査役会の決定が取締役会によって覆される事が可能であり監査役会の独立性の確保を妨げる仕組みとなっている。

その上、社外取締役の専門性の問題として、所有経営体制の維持において専門経営者を必要としないし、また育成されていない点が問題視されている。取締役会への出席率が50%台に留まっていることも含め、社外取締役が経営への十分な牽制・監視機能を果たしているとは言い難い。したがって、社外取締役制度の法律上の義務化が財閥の独断的な経営構造を変化させるためには、社外取締役の経営陣・支配株主からの独立性の確保が必要であるという見解が多数であるが、法律改正を通しての制度化による改革には限界があると考えられる。

### Ⅲ. 株主によるモニタリング：株主代表訴訟制度と少数株主の権利強化

#### 1. 株主代表訴訟制度

ここまで述べたように、社外取締役は株主の意向を尊重し株主に利益を還元する企業経営を促進するとして注目を浴びている。取締役会は経営陣をモニタリングするという内部ガバナ

スの重要な一部であり、日本・韓国そして他のアジア諸国でも社外取締役を中心とした米国型コーポレート・ガバナンス制度が普及している。しかし、様々な会社や経済の特性により内部ガバナンスを法律上規制し強化する事が一様にモニタリング機能の向上に繋がるとは限らない。推薦・選任の過程で社外取締役と他の取締役や執行役員間の癒着を回避することは難しく、社外取締役に求められる本来の効力を発揮できていないのが現状である。

そこで課題として考えられるのが株主によるガバナンスの強化である。株主は様々な権限を持つが、特にモニタリング機能として制度化されている株主代表訴訟は、取締役が違法行為をして会社に損害を与えた場合に、その会社の株主が会社に代わって取締役に損害賠償を求めるシステムである。取締役が不正行為に至った場合、会社（商法上原則として監査役）が訴えを起こすのが本来の姿であるが、会社の経営陣同士や取締役と監査役などの間には身内意識も強く、訴訟が行われにくいことから、これを補完し経営監視を強めようとするのが株主代表訴訟制度<sup>xx</sup>である。代表訴訟の対象には取締役だけではなく、監査役やインサイダー取引をした者・株主権の行使と関連した利益供与に関わった者なども含まれる。そして、主要問題となっている、支配株主による不当な内部取引を取り締まるにも、代表訴訟関連の制度は重要であると考えられる。

日本ではこういった訴訟制度が早くから設けられている。株主が代表訴訟を起こす際、監査役を訴えを起こすよう請求し、請求後60日以内に監査役が起こさなかった場合、6ヶ月以上株を保有している株主が直接訴訟を起こす事が可能である。1993年商法改正では訴訟提議の手数料が一律8200円と定められたため大型訴訟の提議がしやすくなっている。しかし、2000年の大和銀行ニューヨーク支店巨額損失事件などにおける取締役の賠償責任が過酷、かつ取締役のインセンティブを妨げかねないとして2001年には賠償金額に上限を設けるとしてガバナンスと経営陣のインセンティブのバランスを図っている。

1997年の経済危機以来、韓国では、議決権の行使を可能とする株式を1%以上もつ株主に訴訟権を与え、訴訟制度の強化をすることによって、モニタリング機能の向上を図った。さらに2003年には証券関連集団訴訟法有価証券の取引過程で発生した集団的被害を効果的に処理し、会社経営における透明性を高めるという目的で立法されている。この証券関連集団訴訟法は①構成員が50人以上で、請求原因となった行為を当時を基準として、この構成員の保有有価証券の合計が被告会社の発行有価証券総数の1万分の1以上であること、②法律上または事実上の重要な争点が構成員全員において共有されること、③証券関連集団訴訟が構成員全体の権利実現や利益保護に正当で効率的な手段であること、を訴訟許可要件とした。同法は2005年1月より施行され、粉飾会計・虚偽公示・不実監査などの容疑は資産が2兆ウォン以上の会社の場合、2005年から起訴が可能であるとした<sup>xx</sup>。

次の〈表2〉では諸外国の株主代表訴訟制度をまとめている。日本・韓国以外でコーポレート・ガバナンスの先駆者とも言える米国とドイツの訴訟形態を比較すれば、米国の集団訴訟であるclass actionは利害が一致する者どうしの共同訴訟であり、集団の全員が訴訟に参加するのではなく、数人が集団の属する全員の代表者として訴訟を遂行し、その判決の効果が集団に属

する全員に影響を与える訴訟形態である。この訴訟形態の長所としては訴訟の提起が容易であることがあげられるが、代表当事者による訴訟制度の乱用につながる短所もある。一方で、ドイツの団体訴訟は、構成員や公共の利益のため訴訟を遂行できるようにする訴訟形態である。制度上、専門的な知識や資料の確保は容易であるが、団体訴訟ともあって、行動が慎重にならざるを得ないのが実状である<sup>xxi</sup>。ドイツでは会社が取締役に対して賠償請求権を持っているが、その賠償請求は株主総会の議決があるとき、また、発行株式総数の10%以上の株主の要求がある場合となっている。これは、米国や日本に比べて訴訟要求が厳しい。その上、会社が賠償請求権を行使しない場合、株主が代表訴訟を起す制度は存在しない<sup>xxii</sup>。

(表 2) 諸外国の株主代表訴訟制度比較

区分	米 国	ド イ ツ	日 本	韓 国
株主提案資格	時価 1000 ドル以上、 また発行株式 1% 保有 株主	株主全員	6 か月前から発行株式 総数 1% 以上、また 300株以上株式保有者	議決権が有効である株 式の 1% 以上を保有し ている株主
株主代表訴訟	資格：単独株主として 可能であるが代表の公 正性に問題があれば訴 訟を却下 手順：原則的に会社に 訴訟を要求すべきであ るが取締役会の独立性 及び公正性が問題にな る場合に直接訴訟可能	・株主総会の議決、発 行株式総数 1/10 以 上の少数株主が要求 する場合、取締役・ 監査役に対する損害 賠償請求権の行使 ・会社が損害賠償請求 権を行使しない場 合、株主が代表訴訟 を起す制度はない	資格：6 か月前から継 続的に株式を保有する 株主 手順：①会社に請求し たが30日以内に訴訟が 提起されなかった場合 ②30日経過で財産上回 復不可能な損害が発生 する場合は直接提起が 可能	・非上場会社：発行株 式の総数のうち 1% 以上を持つ株主 ・上場会社：0.01% 以 上の株式を 6 か月以 上保有している株主 ・訴訟対象：取締役・ 監査役・不公平な手 順で株式を買い入れ たもの ・株主権の行使と関連 して不当な利益を受 け取った者

〈出所〉韓国経済研究院（1999）『韓国企業支配構造の新たなパラダイム探索』pp. 137～139。

日本・韓国の株主代表訴訟制度は比較的米国の訴訟システムに類似している。さらに韓国における提起資格は日本と類似しているが、6 か月間の 1% 以上の株式保有率となっており、やや厳しい。また、訴訟費用や弁護士の報酬に対する規定や先例があまりないため、莫大な費用を負担しなければならない場合もある。したがって、訴訟制度を実用化するためには非上場会社における「6 か月間、1% 以上の株式保有」という規定を撤回し、保有率の条件を緩和することが望ましいと考えられる。

## 2. 少数株主の権利強化による監視機能の補強

少数株主とは会社の発行株式総数の 1% に満たない株式を保有している株主である。少数株

主の権利の強化はとくにオーナー経営者の独断的経営のモニタリング機能強化の手段として重要視されてきた。少数株主の権利を確保することによって株主総会の形骸化を防ぎ、経営に関わる判断項目について有効に論議する場にするという目的があった。元々韓国では1997年3月まで株式公開時に10%以上の持分を保有していた大株主以外が、議決権株式の10%を超えて株式を購入することが禁じられていたため、株式公開時に大株主であったオーナー家族以外の株主は少数株主がほとんどであった。また、少数株主の議決権行使が会社の意思決定に影響力を持たなかったこともあってガバナンス目的での少数株主による株式買収と株式保有率上昇のインセンティブは無きに等しかった。経済危機を機に、韓国においては1997年から少数株主権行使要求の緩和を目指し、少数株主の権利と経営監視機能の法的補強をはかっている。〈表3〉では少数株主の権利強化に関連する制度をまとめている。

〈表3〉 韓国における少数株主の権利強化に関連する制度

区分	重要内容及び行使要件	法的根拠
株主提案権	取締役に対し一定の事項を株主総会の目的事項とすることを提案できる権利	商法第363条の2(98年新設) 証券取引法第191条の13(97年新設)
臨時株主総会 招集請求権	株主総会招集目的・理由を取締役に提出し、臨時株主総会招集を請求が可能な権利	商法第366条(98年新設) 証券取引法第191条の13(99年新設)
取締役・監査役 の解任請求権	取締役の法令・定款違反行為にもかかわらず株主総会が解任を否決した場合、取締役の解任を裁判所に請求できる権利	商法第385・415・539条(98年改定) 証券取引法第191条の13(98年新設)
代表訴訟提起権	会社に対して取締役の責任を追及する訴えの提起を請求できる権利	商法第403条(98年改定) 証券取引法第191条の13(98年新設)
集中投票権	会社に対し集中投票の方法で、取締役を選任することを請求できる権利	商法第382条の2(98年新設) 但し定款によって排除可能
社外取締役推薦権	社外取締役を推薦することができる権利	

〈出所〉筆者作成

少数株主の権利強化と深く関連しているのが先に述べた株主代表訴訟制度である。1998年証券取引法改正以前には代表訴訟提起権・取締役解任請求権などを行使できる少数株主の範囲は発行株式総数の1%以上の株式保有者とされ、株主総会招集請求権を行使できる少数株主の範囲は1年以上株式総数の3%以上を保有する株主とされた。1998年5月の証券取引法改正では6か月以上継続的に株式総数の0.01%を持つ少数株主が代表訴訟提起権を行使できるとし、少数株主による訴訟制度の使用が可能となったことで大株主かつ経営権を握るオーナー家族に対するチェック機能の強化に繋がると見られている。

株主が持つ主要権限の一つが取締役の選任権である。韓国では1998年の商法改正により、会社に対して集中投票の方法で、取締役の選任を請求できる権利が設けられた。この設定に基づき、少数株主の利益を代表する取締役の選任を可能にするための集中投票制<sup>xxiii</sup>が新たに導入された。もとより、取締役は株主総会にて選任されるが、株主の投票権数は株式の保有数であ

り、商法改定前の方式では取締役選任の際、取締役1人当たり、各株主が投票権を行使できるため、多数決の原理上、大株主が取締役指名において影響力を持つ仕組みになっていた。しかし、集中投票制の場合には2人以上の取締役を選任する際、議決権がない株式（優先株）を除き発行株式総数の3%以上の株式を保有する株主は、1株当たり選任する取締役数と同一の議決権を取締役候補1人に集中して行使するか、または2人以上に分散して投票する方法に基づいた取締役選任を請求することができる<sup>xxiv</sup>。

とりわけ、韓国において大株主である経営者の高い持株比率により資本市場に対する牽制機能が作動しない現実の下での集中投票制の明文化は肯定的な効果をもたらすという見解<sup>xxv</sup>がある。その反面、会社の定款規定によって取締役選任に関する集中投票制を排除することができるという問題点もある。そのため、集中投票制の是非が会社の定款変更によって左右されないように法を改定すべきである。

また韓国では、米国と比較する場合、韓国財閥は依然として系列所有会社を中心に内部所有比率が高いという点で、米国のように分散された個人所有・機関投資家所有が高いという所有構造とは異なるため、少数株主の権利を制度上強化しても実質的なモニタリング機能の強化には繋がらないと考えられる。

日本のコーポレート・ガバナンス改革における少数株主への関心度は比較的低い。社外取締役が大々的に政府や報道で取り上げられている一方で日本での少数株主による直接的モニタリング機能に関する制度の論議はあまり進んでいないのが現状である。2014年6月に改正された会社法は社外取締役制度に重点をおき、政府が社外取締役の増加促進を目指す一方、経営陣のモニタリングに重要と考えられる少数株主の権限縮小に繋がる制度も取り入れている。以前の制度では企業を子会社化する際、株式の買い占めは株主総会で3分の2以上の賛成を得た上で実行されたが、改正後の制度では90%以上の株を持つ特別支配株主は取締役会の承認があれば株主総会を開かず残りの株を強制的に買い取る事が可能となっている。企業再編や買収・統合などを加速化させ効率化を図ろうとする観点から制度化されている。しかし、この制度導入は間接的ではあるが大株主の権限を強化する反面、買い取り時の不利な価格設定や株主総会という経営陣とコミュニケーションする場の減少など少数株主にとって損失を与えかねない。少数株主が権限を失う事によって株主による総合的な監視能力が弱まりかねないとい事と同時にすでに大株主がいる会社や株主保有の集中が見込まれる会社には少数株主となりうる投資家がリスク回避も含めてそのような会社への投資を避けるインセンティブを与えらる。

もし、このような傾向が進んだ場合、株主重視を追求するあまり大株主の権限の必要以上の肥大化という問題が起こりうると考えられる。経営陣が大株主の場合が多い韓国と違い、日本では大株主が強力な資金力をもつ機関投資家、特に銀行・保険会社・投資顧問などの大手金融会社である場合が多い。このような状況もあって、政府は2014年6月の会社法改正に先立って、機関投資家の行動規範となる英国のコードを手本とした「日本版スチュワードシップ・コード」を今年2月に発表している<sup>xxvi</sup>。投資先企業との対話を通じた問題改善・解決や原則に反する行動をとる場合企業や市場関係者らに対して理由を上げる事を義務づけるなど機関投資家の規律向上をはかり経営陣・取締役会・株主間における利害関係のバランスを図る政策を打ち

出している事は、日本における今後のコーポレート・ガバナンスにおいても重要な役割を果たすと考えられる。

#### IV. 日本と韓国におけるコーポレート・ガバナンスの比較

日本と韓国における米国型コーポレート・ガバナンスへの移行は、1997年のアジア経済危機以来活発に論議され会社法改正などを通じて進められている。株主重視のガバナンス形態を社外取締役の取り入れや少数株主権利の強化などを率先し、経営陣のモニタリングを強化することによって不祥事をなくし業績をあげるという目的をシェアする一方で、日本と韓国では相違点もある。

まず、韓国における改革は1997年の経済危機に直面しIMFなど国外からの資金調達が不可欠であった韓国の事情がある。資金の借入れに厳しい構造改革の条件が付き、政府は財閥の財務構造改革に加えて米国型のコーポレート・ガバナンス制度をモニタリングの強化のために取り入れた。そのため法規制による政府主導の改革が短期間で行われ、2003年以降あまり大きな動きはみられない。日本の場合は、長期的なデフレまた国内での大企業の粉飾決算などの不祥事、そして継続的な外国人投資家からの圧力などが改革の要因となっている。そのため日本では韓国のように大々的な規制というより、米国型のコーポレート・ガバナンスを選べる任意の選択式をとっている。徐々に選べるガバナンス形態を増やし、間接的な規制により社外取締役の採用などを促していることは韓国の政府の手法とは違う。

両国の会社における内部ガバナンスでは、社外取締役の導入が普及し海外投資家の株式保有率が上昇すると株主重視を軸とする米国型のコーポレート・ガバナンス制度への移行へいっそう拍車がかかるとされている。その反面、法律改正がガバナンスの強化に影響を与えているという研究は日本でも韓国でもあまりない。制度移行後、または関連法律施行後も効果が期待できない理由は、日本と韓国で異なると考えられる。

韓国では財閥のオーナーが大株主であり、所有と経営の癒着という財閥経済特有の問題があり、社外取締役を取り入れ内部ガバナンスを強化し少数株主の権利を強めても高い比率の株式をコントロールしているオーナー家族の影響力抑制は難しいとされている。

日本では韓国のような所有構造上の問題より、日本に根付いてきた株主だけではなく幅広い「利害関係者資本主義 (stakeholder capitalism)」や従業員が主人である「人本資本主義 (employee capitalism)」から株主への利益還元を軸とする「株主資本主義 (stockholder capitalism)」への認識変更・転換が米国型コーポレート・ガバナンスの実質的な普及の抑制材料となっているという見解もある<sup>xxvii</sup>。

さらに外国人投資家の株式保有率の増加と株主重視のガバナンス強化が期待通りのモニタリング機能強化、さらには会社の効率性に大きな影響力をもたらさない理由も両国では異なると考えられる。元々敵対的買収などの圧力を回避するために、ガバナンスを強化し不祥事をなくし効率的設備投資を促すことによって効率化を目指すというインセンティブがあるが、日本の会社は比較的自己資産が固いため外国人投資家による買収の標的に元々されにくいことから保有率の上昇は大きなガバナンス改革や会社再編に繋がりにくい。

1998年に機関投資家による議決権行使の制限が緩和されて以来、韓国では外国人投資家が大企業の50%以上の株式を保有する事はめずらしくなく買収環境も規制緩和によって良くなっている。しかし、その反面財閥のオーナー家族は系列会社間の循環出資の強化などによって敵対的買収や他の株主の影響力増加を困難にしている<sup>xxviii</sup>。社外取締役や他のモニタリング機能を有効化するためには所有構造の更なる改革が不可欠とし、2012年7月頃より検討・発案が始まり2014年2月14日に施行となった「経済民主化法案」では財閥のオーナー家族関係者が企業を設立し、財閥の系列会社と優先的に取引する事を規制することによってオーナー家族への偏った利益還流を阻止し、循環出資の抑制をはかるとした。しかし、2014年2月13日の連合ニュースのオンライン記事によれば、今後は違法となる今までの取引や施行から1年間内の取引は違法行為とは見なされないという点や内部取引は外部調査に比較的高い人力をつぎ込まなければならないとしており<sup>xxix</sup>、法改正が与える影響力は不透明であると考えられる。

このように、それぞれの国における経済状況や企業構造の特徴によって米国型コーポレート・ガバナンスをベースにした改革の進め方や進み具合は異なる。韓国が経済危機後いち早く米国型を取り入れ大企業における取締役会での社外取締役比率を50%とし法的規制を厳しくするなど日本に比べて法的には導入が早かった事もあり韓国におけるコーポレート・ガバナンス改革は日本より進んでいるとする見解もある<sup>xxx</sup>。タイミング的には早かった事は事実であるが大規模な経済危機が改革の引き金となったことから、日本においてコーポレート・ガバナンスに対する認識や論議が遅れていた訳ではない。経営陣のモニタリングに関してもモニタリング機能の要となる株主及び取締役会と経営陣というステークホルダー間の関係構造が日本と韓国で異なることから、それぞれの国の経済と企業の特性を踏まえたコーポレート・ガバナンスの形を論議・検討する事が会社の効率性の向上と持続的成長に結びつくコーポレート・ガバナンスを可能とする要点であると考えられる。

## むすび

韓国では1997年のIMF経済危機後、株主と経営陣が一体化していた韓国財閥や監査役の独立性が問題視された。また日本ではバブル崩壊後、長年にわたる不況などの経済状況の悪化の中、デフレによる終わりの見えない不況により会社の実績が継続的に悪化した。両国の経済・会社事情は異なったものの企業の所有・財務構造、そして意思決定のあり方の見直しを迫られた。とりわけ両国とも、欧米諸国が強い影響力をもつIMFやアメリカの働きかけによって、直接投資が自由化され外部資金が注入されて外国投資家の株式保有率が飛躍的に上昇し株主重視の経営構造改革を促してきたこともあり、株主重視という米国型のコーポレート・ガバナンスモデルの観点は普及し、そのモデルに沿った会社法改正が現在も進められている。

しかし、コーポレート・ガバナンス形態の変換は既存の経営陣のポジションを脅かす場合も多数あることから、大企業にターゲットをしぼった法案や政府が会社トップの反応を考慮した柔軟性のある法案となっているため根本的なコーポレート・ガバナンス改革やそれに基づく会社再編は難しいと考えられる。

コーポレート・ガバナンスはより効率的な経営を様々な要素と制度の組み合わせによって実現する事を目的としている。その中でも経営陣をモニタリングする監視機能は効果的なガバナンスにおいて最大の要点である。社外取締役は様々なモニタリング手段・方法の一つであり注目を集め、制度化が進んでいる。しかし、社外取締役の導入のみによってガバナンスの質が向上するかどうかは明らかではない。株主による集団訴訟権の制度化などによって少数株主の権利の強化などの外部ガバナンス制度と取締役会の監視機能向上といった内部ガバナンスの強化を共に応用することによって、それぞれの役目の強みが生かされ、弱点が補われる事により効率的に機能すると考えられる。

ガバナンスを法律改正により制度化することがガバナンスの質改善、そして会社経営の効率化に繋がるとは限らない。独立性のある社外取締役の採用や選任された社外取締役を有効活用できる経営環境の整備、また株主訴訟制度や少数株主の権利の確保などによる社外取締役以外のモニタリング機能の強化を促進する事でより効果的なコーポレート・ガバナンスが実現すると考えられる。社外取締役というポストが官僚や企業のOBらの天下り先になる場合もあるという懸念もあり、社外取締役の独立性と動機付けの確保が今後の焦点となりうるであろう。

今後の制度改革においては、より経営の効率化と様々なモニタリング機能の組み合わせを考えたバランスの良いコーポレート・ガバナンス制度の構築と実践が政府とステークホルダーに求められる。また、米国型のコーポレート・ガバナンスの制度化が諸国で進んでいるが、両国における企業と経済の発展と現状はそれぞれ異なるためガバナンス改革で焦点にされるべき要点は違う。

韓国財閥が米国型モデルに基づいた新しい経済システムを構築することは困難であるとの見方<sup>xxxii</sup>の背景には、米国型モデルでは会社監視などで資本市場（株価・M&Aなど）が重要な役割を果たすが、韓国では資本市場の主要なプレイヤーが財閥であり、1999年の現代証券による株価操作事件にみられるように、資本市場が公正で規律ある市場として育っていないという実状があるためだと考えられる。また、日本でも日本の会社にあったコーポレート・ガバナンス形態を論議し模索するという見解が大企業のトップも含む経営陣から出ている。

現に、同様の社外取締役制度や他のモニタリング機能を強化するガバナンス関連制度を日本と韓国で導入してもその効果は異なる。コーポレート・ガバナンスが本来の役割を果たし本来の目的に良好な影響を与えるためには、日本では会社倫理やコーポレート・ガバナンスに対する認識を改善し、韓国では、所有と経営の分離などの課題を解決することが重要である。両国の会社における問題点を重視したコーポレート・ガバナンス・コードを構築し、政府のさらなる対策及び経営陣の協力的姿勢と努力が今後の制度の普及と会社の効率化をもたらし、会社の持続的成長に繋がるものと考えられる。

注

- i 寺本義也他（1997）『日本企業のコーポレート・ガバナンス』生産性出版、p.23。
- ii 片田哲也「わが国のコーポレート・ガバナンスについて」『月刊監査役』2001.5月号 No.444。
- iii 菊澤研宗（2004）『比較コーポレート・ガバナンス論』有斐閣、p.54。
- iv サーベインズーオックスレー法は企業支配構造の強化を骨子とした法案であり、この法案を上程したSarbanes上院議員とOxley下院議員の名前を取り入れて作られた。
- v 経済産業省編（2003）『通産白書』経済産業調査会、p.36。
- vi 2003年4月施行の改正商法により、「委員会設置会社」（新会社法で委員会等設置会社の「等」の字が外れた）の選択導入が可能になった。業務の執行と監督を分け、社外取締役の監督の役割を大いに期待する米国型の制度である。社外取締役を過半数とする指名・報酬・監査の3つの委員会と、業務執行機関として執行役を置くことを条件に、取締役会から執行役に業務上の意思決定権限を大幅に委譲した。監査役は置かれなかわりに、社外取締役が一定人数以上、必須とされる仕組みである。（日本経済新聞、2007年6月20日29面参照）
- vii 日本経済新聞、2002年11月24日7面参照。
- viii 日本経済新聞、2006年4月21日19面参照。
- ix 日本経済新聞、2014年6月11日、27面参照。
- x 李 鋌（2002）『整理解雇と雇用保障の韓日比較』日本評論社、p.76。
- xi 韓国商法第382条の3
- xii 同法第401条の②
- xiii 楊萬植（2001）「韓国における財閥改革とコーポレート・ガバナンス」『法研論集』早稲田大学大学院法学研究科、p.224。
- xiv ホンソンヨン他（2002）『韓国経済レポート』三星経済研究所、p.193。
- xv ちなみに、米国など単層構造を持つ国では業務執行とその監査を一つの機関（取締役会）が行うシステムを採用しており、その反面、二重構造を持つドイツでは業務執行機関と監査機関を分離し、独立機関とするシステムをとっている。一方で、日本の監査制度は取締役会と監査役会が同時に経営をチェックする事が可能な仕組みをとってきた。
- xvi 韓国商法第409条
- xvii 韓国上場企業協議会（2000）『社外取締役制度の問題点と改善方案』参照。
- xviii 高安雄一『韓国の構造改革』NTT出版、p.97。
- xix ちなみに、大和銀行ニューヨーク支店巨額損失に関する株主代表訴訟では、2000年9月に大阪地裁が11人の取締役に総額800億円の損害補償金を支払う命じる判決を下し、大きな話題になった。その後、和解が成立したが、賠償責任が過酷であるとの議論が生じ、2001年12月には、株主総会や取締役会での一定の手続きを経れば、賠償責任を軽減できるようにする商法改定案が国会を通過した。
- xx イゼヒ他（2005）『財閥の労使関係と社会的争点』ナナム出版社、p.231。
- xxi 深尾光洋・森田泰子（2002）『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社、p.21。
- xxii 深尾光洋・森田泰子『上掲書』p.208。
- xxiii 従来、各々の取締役1人に対する投票に際して、株主が各々の投票権を行使することにより、多数決の大株主の意思に従って業務を遂行する 경우가多く、少数株主は自分たちを代弁する取締役を選任することができなかった。それ故に、1998年の商法改正は少数株主が集中投票権を行使することにより、支配株主を牽制し、取締役会で自分たちの意思を反映してくれる取締役を選任できるよう集中投票制を導入した。

- xxiv 羅承成（2000）『会社支配構造論』図書出版自由、p.56。
- xxv 楊萬植（2001）『前掲論文』p.223。
- xxvi 日本経済新聞、2014年6月13日33面参照。
- xxvii 國島弘行（2014）「日本企業の危機と株主価値志向経営」『経営学論集第84集』日本経営学会、pp.30-40。
- xxviii 高安雄一『前掲書』p.96。
- xxix 連合ニュース「経済民主化法」2014年2月14日発行。  
<http://www.yonhapnews.co.kr/economy/2014/02/12/0301000000AKR20140212195400002.HTML>
- xxx 深川由紀子「日本の先を行く韓国のコーポレート・ガバナンス改革」『週刊東洋経済』2002.9.14、p.31。
- xxxi 高龍秀（2000）『韓国の経済システム』東洋経済新報社、pp.185-186。

