

# フィリピンにおける企業支配構造と企業統治問題

## —財閥制度の検討を中心に—

木原高治\*

(平成23年10月11日受付/平成24年3月9日受理)

**要約:** 本研究では、フィリピンにおける財閥による企業支配構造の特色及びそれに関連した企業統治問題を組上に載せ、検討した。フィリピンの財閥は、第二次世界大戦後のフィリピン独立以降、コングロマリット化しながら規模拡大をしてきた。フィリピンで財閥が存続し、強大な権力を有している背景には、独占禁止政策の不備がある。財閥による企業支配構造は、非公開持株会社を頂点に、公開持株会社→財閥事業会社というピラミッド構造になっている。その支配構造の特色として、①株式所有に基づく所有権支配、②財閥家族が持株会社及び事業会社の取締役会議長等を務める内部支配、③財閥内金融機関を利用した会社債権者としての支配をあげることができる。そして、それらは健全な企業経営や証券市場の形成を阻害している。そのため、フィリピンでは、アジア金融危機以降、企業統治制度の充実が図られてきた。しかし、2006年の世界銀行による「企業統治制度及び規則の遵守状況に関する評価報告 (ROSC 評価)」では、制度の改善が進んでいるものの、エンフォースメントの欠如が大きな問題として指摘された。経済・金融のグローバル化のなかで、フィリピンにおいても国際基準に適合した企業統治制度の構築が行われなければならない。そして、企業統治制度の充実による健全な企業経営や証券市場の構築は、株式会社制度が不平等社会形成の源泉となることを予防し、国民経済の成長・発展や経済社会の民主化・平等化を促進することにつながると思われる。

**キーワード:** フィリピン, 財閥, 企業支配, 企業統治, 社会正義

### I. はじめに—問題の所在—

株式会社制度は、今日の資本主義経済を支える中心的な企業形態として一般的に承認されている。その理由は、法人制度と資本制度を前提にして、①株主有限責任制度、②出資 (株主権) の有価証券化 (譲渡自由性) 並びに③会社機関の制度的分化 (所有と経営の分離) という株式会社の基本原則<sup>1)</sup>が、証券市場制度の整備を条件にして大衆資金の糾合を図り、かつ専門経営者の活用を可能にしているからである。換言すれば、株式会社制度により、専門経営者と大衆資金を活用し、企業経営に大規模組織を合理的かつ効率的に利用することができるからである。

もっとも、株式会社制度の規整内容については、伝統的に英米法と大陸法の間で相違がみられるが<sup>2)</sup>、同一法系であっても各国の経済的・社会的状況に基づいた多様性を散見することができる<sup>3)</sup>。特に、新興国では、旧宗主国の株式会社制度を基礎に、自国の政治的・歴史的要素が加わり、独自の株式会社制度が形成されている<sup>4)</sup>。しかし、その規整内容には不備や後進性がみられ<sup>5)</sup>、1997年に起こったアジア金融危機の際には、多くの新興国で企業統治制度の不十分さが指摘された (ZHUANG *et al.* (2000) pp.1-2, FACCIO *et al.* (2001) p.54 など)。具体的には、財閥制度<sup>6)</sup>に基づいた歪な企業支配構造が、企業の内部組織の管理や証券市場

の整備に影響を与え、企業統治上の問題を惹起したのである。

ところで、1985年のプラザ合意以降、企業の海外進出<sup>7)</sup>は急激な展開をみせ<sup>8)</sup>、経済のグローバル化及び企業の多国籍化が進んだ。さらに、資本・投資の自由化・情報化<sup>9)</sup>に基づく金融グローバル化が顕著な展開をみせており<sup>10)</sup>、アジア金融危機以降も新興国への投資は引き続き増加している<sup>11)</sup>。しかし、新興国には企業と政治の癒着や財閥による企業支配などの構造的な問題があるため<sup>12)</sup>、海外投資を受容する健全な投資環境の整備が遅れがみられる<sup>13)</sup>。特に問題視されている企業統治の面では、①取締役会制度の無力さ、②内部統制の脆弱性、③貧弱な監査制度、④企業内容の十分な開示の欠如などが指摘されている (ZHUANG *et al.* (2000) p.2)。したがって、新興国にとっては、産業構造の高度化を推進し実体経済の充実を図るとともに、国際基準を満たす株式会社制度及び証券市場の構築に資する企業統治制度の整備及び改革が必要である (ZHUANG *et al.* (2000) p.1)。そのため、現在、OECD、IMF、世界銀行などの国際機関により積極的な協力策が講じられている<sup>14)</sup>。

本稿で対象とするフィリピンも、国際機関の協力の下で、良き企業統治 “Good Corporate Governance” を目指した改革・整備が進められているが、その進捗は周辺諸国よりも遅れている。周知のように、フィリピンは、スペインとア

\* 東京農業大学国際食料情報学部国際バイオビジネス学科

アメリカによって長期に亘り統治され、1934年にアメリカ議会で成立した Tydings-McDuffie Act に基づき、1946年に“The Republic of the Philippines”として独立した。政治制度・経済制度の面では、欧米先進諸国やわが国と同様に議会制民主主義体制と資本主義経済体制を堅持しており、独立直後の一時期は「アジアの優等生」と評されていた。しかし、被統治時代に形成された歪な社会構造の影響や独立後の政治的混乱に加え、70年代初頭のオイルショックやアジア金融危機、リーマンショックなどの世界的景気後退の影響を受け、経済成長は必ずしも順風ではなかった。また、独立後に発展・成長した財閥による経済・産業に対する支配のもとで、企業統治にも歪みが生じている<sup>15)</sup>。本稿では、フィリピンにおいて企業支配に大きな影響を与えている財閥制度の基本構造及び財閥による企業支配構造と企業統治の実態を整理することにより、フィリピンにおける企業統治制度充実の意義について考察することを課題とした<sup>16)</sup>。

## II. フィリピンにおける財閥制度の基本構造

アジア新興国では家族・同族による企業支配が多くみられ(小池(1993a) p.9, 末廣(1993) pp.33-35など)<sup>17)</sup>、実態調査でもそのことは検証されている(CLAESSEN *et al.* (1999) p.32 Table.4 参照)。末廣は、所有者支配(ownership control)から経営者支配(management control)への移行(BERLE and MEANS (1932))<sup>18)</sup>や経営者革命(managerial revolution)による家族資本主義(family capitalism)から経営者資本主義(managerial capitalism)への移行(CHANDLER (1977))<sup>19)</sup>のなかで、ファミリービジネスが前近代的存在として淘汰されるとする通説に反し、アジア新興国ではそれが事業多角化を伴いながら財閥化し、当該国の産業化の主演となっているという現実と理論との齟齬(末廣(1993) p.30, 同(2000) pp.199-200)を問題として取り上げている。そして、①家族資本主義論<sup>20)</sup>、②関係ネットワーク論及び家族経営論<sup>21)</sup>について批判的に検討をし、同時に中川敬一郎<sup>22)</sup>と橘川武郎の所論<sup>23)</sup>を援用し、①政府の支援政策、②外国資本との提携、③財閥自らの「経営改革」の推進という三点をアジア新興国における財閥の存続・巨大化要因として指摘している(末廣(2000) p.207)。

末廣の研究は、アジア新興国におけるファミリービジネスを基盤とする財閥の存続・発展の特殊性を明らかにしている。しかし、近著ではタイでの実態調査に基づき、財閥の変容を指摘し、その要因を、①組織構造面での変化すなわち俸給経営者の任用(彼はこれを「ハイブリット型」と呼んでいる)、②経済の自由化とグローバル化に伴う投資資金の増大と技術力の高度化への対応の限界、③外国企業や政府出資企業を中心とする経営者企業との競合関係における劣位性に求め、なかでも上述の②をその根本的要因として指摘している(末廣(2007) pp.299-301)。財閥の非効率性や非公正性が外部環境の変化のなかで露呈し、その修正が求められる経済的社会的過程は、CHANDLER (1977)で指摘されたように歴史的必然であると考えられる。そして、経済の後進性に基づく過渡的形態としてアジ

ア新興国における財閥を認識することができる<sup>24)</sup>。

財閥が政治的・経済的に強い権力を持つという構造は、フィリピンでも顕著にみられる(小池(1993a) p.9)。小池(1988b)の整理によれば、財閥形成はアメリカからの独立の後、すなわち第二次大戦後であるとされている。しかし、その萌芽はスペイン統治末期からアメリカ統治期にまで遡ることができる。例えば、フィリピン最大の財閥である Ayala 財閥の起源は、1834年に Domingo ROXAS と Antonio de AYALA がパートナーシップ形態で営んだ酒造業にあり、1910年11月には外国資本の保険会社に投資をし、フィリピン人所有による最初の保険事業をスタートしたが、資金問題を生じ1924年に酒造業を売却した(BATALLA (1999) pp.21-22)。Ayala 財閥が経済力を高めたのは戦後の Makati 開発である。それは、1851年に Ayala 一族が5万ペソで入手していた1200haの土地を一族の Alfonso Zobel de AYALA とその姉 Mercedes の夫 Joseph R. McMICKING の二人が「25年プロジェクト」として開発をし、成功をもたらしたことに由来している(小池(1983b) p.181, BATALLA (1999) p.22)。Ayala 財閥が拡大するのは1960年代中頃からはじまる急速なコングロマリット化であり(BATALLA (1999) p.30)、その背景には金融・保険業でのニューヨークの Morgan Guaranty Trust、製造業・商業での三菱商事との提携があることが指摘されている(BATALLA (1999) pp.25-26)。

また、同じく有力財閥である Lopez 財閥の端緒は、1800年代初頭、フィリピン中部 Visayas 地方の Iloilo での事業にある。1932年に Iloilo Negros Air Express Company を設立、その後 Binalbagan-Isabela Sugar Company の合併、The Manila Chronicle 新聞と ABC-CBN Broadcasting Corporation の所有、PCI 銀行の所有を経て、1961年に電力会社 Meralco を買収しており、買収・合併(M & A)による事業多角化を基礎として戦後に財閥化が展開した。また、地方財閥である Aboitiz 財閥の端緒は、1800年代に Leyte 島で営んでいた麻などの商取引にあり、1930年代に電力事業、砂糖プランテーション、製糖業、造船業、設備事業などに多角化している。なお、戦後勃興した新興の Gokongwei 財閥の端緒は1957年設立のコーンスターチ製造企業 Universal Corn Products Inc. (現在の Universal Robina Corporation)であり、同じく新興の Sy 財閥の場合も、1950年代の靴販売業の起業から出発し SM Supermall を事業展開しており、これら新興財閥は戦後に創業・展開している<sup>25)</sup>。

フィリピンの財閥の特色としてあげられるのは、政治との癒着が極めて強いことである。独立後のフィリピン社会は、土地所有に基づく支配者層(landed oligarchy)による政治派閥、地方軍司令官(provincial warlords)、彼らと関係ある地方エリート層を軸にしたオリガキー(oligarchy)<sup>26)</sup>によって支配されており、そのなかで財閥の礎が築かれた(PANOPIO *et al.* (1993) pp.272-273)。BATALLA は Ayala 財閥の特色の一つとして選挙活動への非協力と利潤獲得のための政治利用の拒絶をあげている(BATALLA (1999) p.39)が、小池は政治と比較的結びつきが少ないとされる Ayala 財閥においてすらマッカーサーやケソン大統領と極めて近

い関係があったと述べている(小池(1991) p.84)。さらに、マルコス政権期になると、彼の独裁権を後ろ盾(patronage of autocracy)にした、取り巻き(crony)によるクローニズム(cronyism)あるいはクローニー・キャピタリズム(crony capitalism)が蔓延した(PANOPIO *et al.* (1993) pp. 272-273)。そして、マルコス政権の政治権力に癒着・依存した取り巻き達が新たな財閥を形成し、経済的な権力を手に入れた。しかし、その結果、経済の規律や構造がねじ曲げられ、企業経営の歪みのみならず国家財政を破綻させ<sup>27)</sup>、国民を貧困に追い込むとともに、貧富の差が拡大された<sup>28)</sup>。

マルコス政権でみられたクローニズムの影響は、フィリピン社会に色濃く影を残している。例えば、マルコスのクローニーであったEduardo COJUANGO IIとマルコスの政敵コラソン・アキノ大統領はともに同根のCojuango財閥一族であるが、小池はアキノ大統領の出自Hose Cojuango家が新たなクローニーとして政権に影響を及ぼすのではないかと指摘していた(小池(1988) pp.179-180)。事実、アキノ政権の課題であった農地改革での土地分配面積は848,518 haで、ラモス政権の土地分配面積1,900,035 haの半分に過ぎなかった(五十嵐(2004) p.216 参照)のは、Hose Cojuango家がターラックに砂糖きび大プランテーションと製糖工場を有していることと無関係ではないことが容易に想定できる。また、Eduardo COJUANGO IIは、マルコス政権期に取得したSan Miguel社の経営権を一旦取り上げられ、アメリカに渡ったが、現在はその地位に復帰している。フィリピンにおいては、財閥による企業支配を含めて、その有する政治的経済的権力をどのように調整するかが大きな問題であり、企業統治制度の充実、健全で公平かつ公正な企業経営や証券市場構築の側面から、かかる問題の是正を図るものであると思われる。

### III. SALDANA (2001) による金融危機までの企業支配構造と企業統治問題

金融危機までのフィリピンにおけるファミリービジネス(同族企業)ないし財閥を中心とした企業支配構造と企業統治問題を取り扱った数少ない研究として、アジア開発銀行(ADB)のプロジェクト研究成果であるSALDANA (2001)がある。SALDANA (2001)では所有・支配面からフィリピン企業を、①公開企業、②外国所有企業、③政府所有企業、④個人所有企業に類型化し、アジア開発銀行(ADB)の資料に基づき1988年からアジア金融危機の起こった1997年までの10年間におけるトップ1,000社(平均構成は、個人所有企業606社、外国所有企業196社、公開企業<sup>29)</sup>73社、政府所有企業23社)を対象に分析を行っている(SALDANA (2001) pp.161-162)<sup>30)</sup>。

それによれば、フィリピンにおけるトップ企業の構成内容の特色として、個人所有企業が全体の60%以上と支配的地位を占めていることをあげることができる。その理由についてSALDANAは、スペイン・アメリカ統治時代に土地所有を基盤とする少数支配層たる産業資本家・企業家層が勃興し、買収した土地や所有事業を代々継受できた歴史的社会的特殊性に求めている(SALDANA (2001) p.171)。なお、

PANOPIO *et al.* (1993) pp.272-273 参照)<sup>31)</sup>。周知のように、わが国やアメリカではトップ企業はほぼ例外なく公開企業であり、個人所有企業が支配的な地位を占めるという構造は新興国に特徴的なものであるといえる。なお、CLAESSEN *et al.* (1999) p.32ではSALDANA (2001)の調査期間とほぼ同時期の1996年における東アジア9カ国の公開企業の支配構造を、各国証券市場の総資本金に占める割合で示している。それによると家族・同族の所有比率は、香港71.5%、インドネシア67.3%、日本4.1%、韓国24.6%、マレーシア42.6%、フィリピン46.4%、シンガポール44.8%、台湾45.5%、タイ51.9%となっており、日本を除き、フィリピンも含めて新興国では公開企業においても、家族・同族による企業支配が比較的高い比率で存在している。

以上の点に関し、KRAAKMAN *et al.* (2009)では、アメリカ、イギリス、日本では支配株主の存在(支配株主問題)を無視できるが、ドイツ、フランス、イタリアでは支配株主問題が存在し、それを支配株主と少数株主間の代理人問題(the majority—minority shareholder agency problem)として指摘している(KRAAKMAN *et al.* (2009) p.107)。かかる問題は、フィリピンを含む新興国においても共通の問題となっている。

次いで多いのは外国所有企業であるが、その理由についてSALDANA (2001)では詳しく述べられていないが、それは政府が雇用促進効果を目的に国内企業と競合しない企業を積極的に誘致しているからであると考えられる<sup>32)</sup>。すなわち、1996年改正外国投資法(Foreign Investment Act of 1991 amended by RA 8179 on March 28, 1996)は、その第2条でフィリピン人の生活と雇用機会の向上、企業の生産物の価値向上、貿易の範囲、質、量の拡大を目的に、海外の個人、企業あるいは政府、その関連機関からの活力ある投資の受け入れ・促進を明言しており、政策的な外国企業(投資)誘致といえる。もっとも、その受け入れは同法第8条に規定する外国投資ネガティブリスト(Foreign Investment Negative List)に適合するものでなければならない。なお、会社法(Corporation Code of the Philippines (B.P. Blg. 68): CCP)においても、外国会社による事業活動は容認されている(CCP. §123)。その事業認可に際しては定款や財務諸表の審査(CCP. §125)及び有価証券などの預託が求められており(CCP. §126)、またフィリピン在住の法律業務を行っている個人又は法人(実際上は弁護士又は弁護士法人)を居住代理人として選任しなくてはならない(CCP. §127, §128)。

次に、公開企業についてみると、ADBにより1997年に行われた公開企業を対象とした調査では、応答企業の1/3が同族企業として創業され、そのうち3/4は財閥と関係があったと報告されている。同族企業を公開企業にした理由は、資金調達や企業評価のためであった。一方、トップ1,000社のうち同族企業の占める割合は23.8%で総売上高の33.4%を占めている。(以上につきSALDANA (2001) p.178)。また、上位10財閥の支配企業数は119社あり、1財閥当たり平均12社で、この数値は他のアジア新興国に比べ少ないと指摘されている。また、調査時点で、支配企業数が最も多

いのは Ayala 財閥の 27 社、売上高が最も大きいのは San Miguel Corporation を有する Eduardo Cojuangco 財閥である（以上につき SALDANA (2001) p.179）。財閥による企業支配方法は、すでにみたように財閥家族が直接所有・経営・支配する非公開持株会社を頂点とした株式所有（所有権支配）により行われている。SALDANA は、支配企業（財閥）が買収・合併を伴いながら多業種にわたっていること（コングロマリット型）を、フィリピンの財閥の特色として指摘している（SALDANA (2001) p.194）。なお、財閥持株会社の株式所有比率が低い消極的少数支配も散見されるが、SALDANA (2001) では、これは支配株主のビジネスチャンス獲得のための戦略投資であるとしている（SALDANA (2001) p.194）。現在でも、例えば 2010 年 12 月末の Ayala Corporation の株主のなかには、Sy 財閥の当主 Henly Sy, Sr.（所有割合 0.27%）と同投資会社 SM Investment Corp.（同 0.22%）、同小売会社 Shoemart Inc.（同 3.35%）、Tan 財閥の当主 Lucio TAN（同 0.02%）がいる。これらは何らかのビジネス関係を企図したものと考えられる。

次に株式会社の内部管理についてみると、フィリピンでは会社法の定める取締役の員数は 5 名以上 15 名以内（CCP, § 14.5）であるが、ADB の調査では取締役は 6 名から 9 名の範囲が最も多く、取締役会議長及び取締役は支配株主との関係（31.9%）及び株式保有割合に基づき（28.7%）選任されており、所有権に基づく企業支配が大半を占めている。しかし、18.7% は専門家が選任されている。専門家の範囲については触れられていないが、弁護士・公認会計士や MBA 取得者ではないかと考えられる。また、少数ではあるが創業者である政府や会社債権者が取締役の選任に関係している場合もあり、応答企業の半数以上では定時株主総会で取締役の選任が行われている。しかし、株主総会の承認なく、支配株主又は政府などにより指名されるとする回答も約半数あったことが指摘されている（以上につき SALDANA (2001) p.187）。おそらく形式的に株主総会の承認を受けているものと思われるが、脱法の可能性は否定できず、遵法意識の欠如が認められる。また、取締役会議長は平均 3%~5% の発行済株式を所有し、最大 36% であったとされている（SALDANA (2001) p.187）。しかし、財閥支配下では持株会社が当該会社の株式を法人所有しているため、個人の持株割合は企業支配とは結びつかず、取締役会議長の持株割合が低いことが直ちに所有権による支配構造の否定にはならない。さらに、取締役在任年数は平均 7.5 年、最長 14 年、取締役会議長は平均 6.6 年、最長 27 年に及ぶとされており（SALDANA (2001) p.187）、長期にわたる閉鎖的で固定化した取締役会の存在を指摘できる。

SALDANA は、財閥を中心とした企業（株式会社）の所有・支配構造の分析を通して、財閥家族に高度に集中した株式所有構造が内部支配システム（internal control system）に依存した統治構造を生み出しているとして指摘している<sup>33)</sup>。また、企業金融面に関しては、約 20 社の金融機関が財閥関連企業であり<sup>34)</sup>、財閥内金融機関を利用した資金調達を指摘されている（以上につき SALDANA (2001) p.178）。具体的には、銀行債権者の黙認の下で、短期借入の継続的更

新により実質的な長期融資が行われていると指摘している（SALDANA (2001) p.156）。すなわち、短期借入の継続的更新が形式的審査のもとで繰り返されることで、①財閥内の事業会社には必要な資金を間接金融によるデッド・ファイナンス（負債）により長期にわたり安定的かつ効率的に得られるという利点があり、②財閥持株会社にはエクイティ・ファイナンスと異なり所有権や支配権の変動なく資金調達ができるという利点がある。また、③貸し手の銀行には、安定的な貸し手を確保できるという消極的な利点はあるが、資産運用の効率性には問題があるように思われる<sup>35)</sup>。

SALDANA (2001) による金融危機以前を対象とした分析を整理すれば、①内部支配構造にみられる閉鎖的な取締役会構造と、②銀行と密接に結びついた内部資金調達システムが、③証券市場の効率的な活用を制限していると考えられる。すなわち、企業内容の開示制度や企業内部の監督・監査制度の不備等の企業統治制度の不十分さが、健全な企業経営や証券市場の形成を阻害しており、その改善が求められなければならない。逆説的に言えば、企業統治制度の不十分さによって、財閥による株式会社支配構造であるピラミッド構造<sup>36)</sup>や内部支配構造がより強固に支えられていることになる。

#### IV. 金融危機後の企業支配構造と企業統治問題

##### 1. 財閥による企業支配構造の現状

フィリピンの財閥による企業支配構造は、これまで企業統治問題として取り上げられ、論じられてきているが、各論稿においても資料の制約から詳細な論述はみられない。しかし、小池(1983)、同(1991)、同(1993b)、BATALLA(1999)、大貝(2001)では内部資料やインタビューを基にした分析がなされている。そのうち小池は、①所有と支配の面からみた財閥の経営構造及び②財閥と政治の関わりという問題意識の下で、詳細な実証研究を行っている。小池は、フィリピンの財閥の企業支配構造が、①持株による一元的な支配構造<sup>37)</sup>だけではなく、支配をより堅牢なものにするため、②持株と経営契約による二元的な支配構造<sup>38)</sup>が採用されていることを指摘している。そして、先にみた末廣と同様に近時の傾向として事業の多角化・高度化に伴う外国企業との資本・技術提携や専門経営者の任用などが行われていることを指摘している<sup>39)</sup>。

しかし、財閥の支配構造は今なお閉鎖的である。例えば、Ayala 財閥の場合、その支配構造は、同族が完全に所有・支配する同族非公開持株会社（Mermac, Inc.）→同族非公開持株会社が支配する公開持株会社（Ayala Corporation）→公開持株会社が支配する各事業会社、というピラミッド構造になっている。具体的にみておくと、Ayala 財閥の持株会社 Ayala Corporation の 2010 年 12 月末現在における発行済み普通株式のうち 52.11%（2 億 5,310 万株）を Ayala 一族が所有する非公開持株会社 Mermac, Inc. が所有しており、所有権に基づく支配権を有している。そして、30.09%（1 億 4,610 万株）を PCD Nominee Corporation (PCNC)<sup>40)</sup> が所有し、10.82%（5,260 万株）を三菱商事が所有している。また、1,200 万株の優先株 A の 95.78% と 5,800 万株の優先

株Bのうち51.65%はPCNCを通して多数の株主に分散所有されている<sup>41)</sup> (<http://www.ayala.com.ph/> 参照)。

次に、Ayala財閥の有力企業で、フィリピンのトップ金融機関であるBPIの株式所有構造をみておくと、PCNCが35.55%、Ayala Corporationが23.28%、Ayala Corporationとシンガポールにある東南アジア最大のDBS銀行(DBS Group Holding Limited.)の合弁企業Ayala DBS Holdingsが21.43%、Roman Catholic Archdiocese of Manila(マニラ大司教管区)が8.51%、BPIの取締役・執行役員所有が0.08%となっている(<http://www.bpiexpressonline.com/> 参照)。大株主であるPCNCの所有株式は一般投資家等からの信託によるものであり、また、それ自体がフィリピン証券取引所(PSE)とフィリピン銀行協会(BAP)により運営され、公的性格を有するため、企業支配を目的としない。Roman Catholic Archdiocese of Manila(マニラ大司教管区)も、その投票権はマニラ大司教(Archbishop)に委ねられている。そのため、Ayala財閥系の所有株式割合は44.79%で過半数に達してはいないが、事実上、Ayala財閥が所有権に基づく支配権を有していると考えられる。

Lopez財閥でもその支配構造は基本的に同じであり、同族が完全に所有・支配する同族非公開持株会社(Lopez Inc., 旧名Benpres Holdings Corporation)→同族非公開持株会社が支配する公開持株会社(Lopez Holdings Corporation)→公開持株会社が支配する各事業会社、となっている。また、Lopez財閥では、公開持株会社(Lopez Holding Corporation)が支配する中間持株会社(First Philippine Holdings Company)があり、First Genなどの電力事業会社をはじめ配電事業会社、製造業、不動産等の企業の株式を所有している。その所有関係はLopez Holdings Corporationのホームページに概要が示されていたので、それを末尾の付図に示してあるので参照されたい。

なお、公開持株会社であるLopez Holdings Corporationの株式所有構造は、2011年12月31日現在で、同族非公開持株会社Lopez Inc.は52.52%(約24億1千万株)を所有し、Lopez財閥が所有権に基づく支配権を有している。次いでPCNCが41.83%(約19億2千万株)所有しており、両者の合計は94%を超えている(<http://lopez-holdings.ph/> 参照)。このように、フィリピンでは、同族非公開持株会社を中核としたピラミッド構造が現在でも財閥の基本的支配構造となっており、財閥家族の所有権に基づく支配的地位の確保が図られていることがわかる。しかし、その一方で一般投資家の参加割合は低く、PCNC所有分を含めても過半数に届いていない。

次に、財閥の内部支配構造についてAyala財閥を例にみておくと、2010年12月末現在、公開持株会社であるAyala Corporationの取締役会には前当主のJaime Zobel de AYALAが名誉議長として在籍し、彼の長男で当主のJaime Augusto Zobel de AYALAが取締役会議長でCEOと経営委員会議長を兼ね指名委員会メンバーとなっている。また、次男Fernando Zobel de AYALAは取締役会副議長を務め経営委員会と指名委員会メンバーでもある。Jaime Augustoと

Fernandoはともに3名枠である経営委員会と指名委員会のメンバーとなっており、同社の経営権及び人事権は2名の同族に掌握されている(<http://www.ayala.com.ph/> 参照)。

さらに、取締役会議長とCEOを務めるJaime Augustoは、BPIをはじめBPI Saving Bank, Inc., BPI Capital Corporation, Glove Telecom, Inc., AI North America and Azalea Technology Investments, Inc., Integrate Microelectronicsの各事業会社の取締役会議長、Ayala Land, Inc., Manila Water Company, Inc.の取締役会副議長を務め、弟のFernandoとともにAyala Foundation, Inc.とAyala Corporationの支配企業である非公開持株会社Mermac, Inc.の共同副議長を務めている。また、Fernandoは、Ayala Corporationの社長とCOOを兼ね、Ayala Land, Inc.の取締役会議長を務めている。このように、Ayala財閥当主とその弟の2名で主要支配企業の取締役会議長を独占している(<http://www.ayala.com.ph/> 参照)。

同様の構造はLopez財閥にもみられ、持株会社Lopez Holdings Corporationの取締役会の構成は、同族のOscar M. LOPEZが名誉議長、Manuel M. LOPEZが取締役会議長兼CEO、Eugenio L. LOPEZ IIIが副議長を務めている。社長とCOOはAteneo de Manila大学経営大学院出身で同族外のSalvador G. TIRONAが務めているものの、同族3名は支配企業の取締役会議長やCEOも務めている(<http://lopez-holdings.ph/> 参照)。

以上のように、SALDANA(2001)で指摘された、財閥家族に高度に集中した株式所有構造(所有権的支配)に基づくピラミッド構造型の支配構造が、所有権を基礎にした内部支配システム(internal control system)によりさらに強化される、という閉鎖的な企業統治構造は現在も継続している。

## 2. 財閥による内部資金調達と企業統治問題

すでにみたように、金融危機以前を対象にしたSALDANA(2001)の分析では、財閥内金融機関と密接に結びついた内部資金調達システムが、財閥による支配構造を強化し、企業統治に影響を及ぼしていると指摘されていた。しかし、財閥が金融機関を有している構造は現在も変わっていない。例えば、Ayala財閥は、フィリピン第一の銀行といわれるユニバーサルバンクBPI(Bank of Philippine Island)を支配しており、取締役会(2010~2011)議長は財閥当主のJaime Augusto、その弟Fernandoも取締役に就任している(<http://www.bpi.com.ph/> 参照)。また、Sy財閥にはBPIに比肩するBDO(Banco de Oro Unibank, Inc.)があり、SM Investments Corporation(SMIC)の取締役会議長を務めるHenry Sy, Sr.が取締役会名誉議長、その子でSMICの取締役会副議長であるHenry T. Sy, Jr.が取締役会議長を務めている(<http://sminvestments.com/> 参照)。このように、財閥内に金融機関を置き、財閥当主及びその一族が経営トップに就くという構造は今なお続いている。

また、財閥内金融機関の内部構造も未だに閉鎖的である。

銀行等の金融機関は2000年の一般銀行法(The General Banking Act of 2000)により企業統治改革がいち早く導入され、取締役協会(Institute of Corporate Directors: ICD)の企業統治スコアカード(corporate governance scorecard: CGS)の評価も業種別でトップである。例えば、ICDのCGSでベスト15に選出されたAyala財閥系のBPI(Bank of the Philippines Island)についてみると、2010年12月末現在の取締役会議長は、先にみたように1990年に就任したAyala Corporation取締役会議長のJaime Augusto Zobel De AYALAである。社長は同族外のAurelio R. MONTINOLA IIIで、2004年に取締役に就任している。また、他の取締役の就任年次は順に1982年、94年、98年、2000年、01年、03年、05年、08年で、一般銀行法で2000年に義務化された独立取締役(independent director)3名のうち2名は取締役から横滑りしており、長期に及ぶ固定化した閉鎖的な取締役会構成は今なお継続している(<http://www.bpi.com.ph/> 参照)。

以上のような閉鎖的な内部資金調達システムについて、奥田・竹(2008)では金融危機後のデータを取り扱って実証分析を行っているが、その結論は金融危機以前の分析を行ったSALDANA(2001)とほぼ同様であり、財閥内の内部資金調達の問題点が指摘されている。奥田・竹(2008)によると、①フィリピンでは、資金調達に際して企業と外部の資金提供者(投資家)との間の情報の非対称性が高いこと、②一般的な理論に反し、フィリピンでは成長機会の代理変数であるトービン $Q^{42}$ が大きくなるほど負債比率が大きくなっていること、③規模が大きなグループ企業(財閥)ほど、非グループ系企業よりも負債比率が高いことが検証されている(奥田・竹(2008) pp.211-212)。そして、①一般に成長性の高い企業は株式のエージェンシー・コストが低く、エクイティ・ファイナンスによる資金調達が選好されるにもかかわらず、フィリピンでは、情報開示や少数株保護がなされていないため逆の傾向がみられること、及び②グループ企業では内部資本市場(負債性資金を利用したグループ企業内の相互融資)が主たる資金調達手段となっているが、効率的な資金利用やグループ内での利益の不当な移転の可能性が問題として指摘されている(奥田・竹(2008) pp.212-213)。

以上のように、デッド・ファイナンスによる内部資金調達により、すでに指摘したように企業支配構造を変更することなく、長期にわたり安定的に資金調達ができるが、そのことは逆に証券市場におけるエクイティ・ファイナンスによる資金調達を不要にし、証券市場や個人投資家の発展を阻害している。また、金融機関の内部構造の閉鎖性は、恣意的な融資を惹起するおそれもあり、企業統治面で問題を抱えていると言える。

### 3. 財閥制度の存続と独占禁止政策の不備及び社会的要因

以上のように、フィリピンでは、財閥同族による所有権に基づく企業支配と、その所有権の下で複数の財閥同族が、公開持株会社だけではなく事業会社の取締役会議長等を兼務することにより企業内部を実質的に支配している。そし

て、このような内部支配構造(internal control system)により、財閥の支配構造であるピラミッド構造はより強化されている。フィリピンにおいて財閥が存続・発展してきた要因として、独占禁止政策(独占禁止法)の不備及び縁故(connection)を特権と考える社会風潮並びにクローニー、オリガーキー、コラプション(corruption)などが暗黙裏のうちに、社会的に容認されてきたことをあげることができる。

企業統治制度の問題は、それを直接規律する会社法制上の不備にかかる問題と同根であるが、独占禁止政策の不備は、財閥制度を制度的に許容するものであり、会社法制上の問題よりもより根本的な問題であると思われる。フィリピンの独占禁止政策の流れを概観すれば、同国ではアジアで最初の競争制限法“An Act to Prohibit Monopolies and Combination in Restraint of Trade”がアメリカ統治下の1925年に制定されていた。しかし、この法律は有効に履行されなかった(OLMOS(2005))。その後、フィリピン1935年憲法は社会的正義に関する規定を設け、後の判例(Alfanta v. Noe)では、「財産権は社会的役割の下で与えられる。…財産所有者は彼の所有物を彼自身の便益に利用するだけではなく社会に対する便益としても利用する義務がある」(MUYOPT ed.(2003) p.21)とされ、1973年憲法では具体的に私的独占排除(第14条第2項)に関する規定が設けられた。かかる規定は、現行の1987年憲法第12条第19項に引き継がれ、同項で独占、取引制限、不公正競争を禁止することを宣言しているものの、具体的には改正刑法(Revised Penal Code(RA 3815)第186条、価格法(Price Act of 1992(RA 7581))及び消費者法(Consumer Act of the Philippines(RA 7394))で独占が規制されているに過ぎず、体系的な独占禁止法や独立した執行機関はない(OLMOS(2005), ALDABA(2008) pp.7-10)ため、財閥制度に関する法制度上の規制は何もなく、そのため今なお財閥制度が合法的に存続しているのである。

フィリピンでは、1890年Sherman Act, 1914年Clayton Actを整備し、独占禁止政策で世界をリードした旧宗主国アメリカの伝統は継受されなかった。キャッチアップ段階にある新興国において、財閥制度が民族資本の強化に貢献した点是否定できない。しかし、財閥企業にはSan Miguel Corporationのようなガリバー型寡占企業もあり、当然ながら排他的取引なども想定でき、また本稿で論じた財閥関係を軸とした閉鎖的な金融・融資構造もあるので、市場秩序の維持に加えて、企業統治の充実という点からも独占禁止規制が必要であると思われる<sup>43)</sup>。

この点に関し、Juan Ponce ENRILE上院議員(Senator)は、2008年6月の通常国会に“Philippine Anti-Trust Act”法案(法案No.123)を提出している。法案は全36条で構成されており、第7条では株式・資産の取得制限(Prohibited Stock or Asset Acquisition)を定め、第8条では委任状・投票権の譲渡の制限(Prohibited Grant of Proxies or Voting Rights)を定め、第9条では2社以上の会社の取締役になることを制限(Prohibited Board memberships in Two or More Corporations)している(法案は<http://www.senate>。

gov.ph/lisdata/422136061.pdfで公開されている)。立法化されれば企業統治にも大きな影響を与えると思われる。なお、HTIC (House Trade and Industry Committee) 副議長の Tomas APACIBLE 氏は本年 (2011 年) 中にフィリピン最初の独占禁止法が制定されるであろうと述べている (2011 年 4 月 29 日付の ANC ニュース) が、残念ながら本稿脱稿時点では制定されていない。

また、後者については、国民意識の問題であり、センシティブな問題であるが、このような意識が脱法やエンフォースメントの欠如につながっていることは否定できないと思われる。この点に関し、川中 (2010) p. 177 では、フィリピンでは低所得者層の要求を集約する政党基盤が存在しないことを指摘しており、政治制度の不備が社会的な規律をねじまげ、社会・経済に広く問題を生じさせていると考えられる。その意味では、企業統治改革により企業経営と証券市場の公正性、効率性、健全性が担保されることになれば、脱法の障害もあるが、それを通し適正な企業運営がなされ、部分的ではあるが企業運営・企業活動といった側面から国民経済の成長と社会問題の改善がなされると思われる<sup>44)</sup>。

#### 4. 財閥による企業支配構造と会社法制による企業統治問題への対応

財閥制度の下で顕著にみられる支配株主の専横は、少数株主保護等の面で問題を生じ、企業経営や市場秩序を歪曲し、企業統治問題を惹起していると考えられる。この点について、CLAESSEN *et al.* (1999) 及び CLAESSEN *et al.* (2000) では、財閥制度の特徴である閉鎖的な所有構造を核とするピラミッド構造と株式相互持ち合いによって支配株主の有する投票権がキャッシュフロー権を越えていることを指摘している。また、JOHNSON *et al.* (2000a) では、“Tunneling” という独自概念を用いた少数株主から支配株主への会社資源の流用 (支配株主による事業機会の収奪、支配株主に対する有利な価格建て、支配株主との非市場価格での取引、支配株主による会社資産の担保利用など) を問題点として指摘している。同様に FACCIO *et al.* (2001) では、アジアにおける財閥内部での、支配株主による配当可能利益の再投資を少数株主からの収奪として指摘している。そして、JOHNSON *et al.* (2000b) では、アジア金融危機の要因をマクロ経済的要因よりも企業統治問題に求め、少数株主の保護が市場の信頼につながることを指摘している。本稿で取り上げた奥田・竹 (2008) においても、公開企業の資金調達構造の経済学的分析に基づき、少数株主保護の必要性が説かれている。

また、フィリピンでは、国際機関の融資条件として企業統治制度の導入が求められているため、アジア金融危機以降、1999 年 OECD 企業統治原則、2002 年 SOX 法及びその影響を受けた 2004 年 OECD 企業統治原則、あるいは IAS/IFRS を受け入れた改革を進めてきた。その結果、2000 年の証券規制法 (Securities Regulation Code (R.A. No. 8799) : SRC) 制定及び一般銀行法 (The General Banking Act of 2000) 改正、2002 年の証券取引委員会 (SEC) の企業統治

規則 (Code of Corporate Governance, SEC Memorandum Circular No. 2, Series of 2002 : CCG) 制定、2004 年の証券化法 (The Securitization Act of 2004) 制定などの整備があげられる。そして、2006 年に行われた世界銀行の ROSC 評価では、法制度に対するエンフォースメントの欠如が問題点として強調されており、十分な成果を認められなかった<sup>45)</sup>。

その後、2009 年に SEC 改正企業統治規則 (The Revised Code of Corporate Governance (SEC Memorandum Circular No. 6, Series of 2009) : RCCG)、及び 2010 年にフィリピン証券取引所 (PSE) の企業統治ガイドライン (The Corporate Governance Guidelines for Companies Listed on the PSE : PSE-CGG) が整備された<sup>46)</sup>。これらの改革により、制度面では独立取締役制度の導入やコンプライアンス役員制度の導入など企業統治制度の充実が図られつつある。しかし、財閥制度に由来する企業統治上の根本的な問題である少数株主保護問題やそれと関連する取締役兼任制度の制限問題などについては十分に解決されているとは言えない。その証左は、今なお財閥制度が存続し、政治的経済的な権力を有していることに端的に示されている。

上記の少数株主保護問題に関しては、すでに触れたように KRAAKMAN *et al.* (2009) では、多数株主 (支配株主) と少数株主の間における代理人問題 (the majority-minority shareholder agency problem) として指摘されている (KRAAKMAN *et al.* (2009) p.107)。企業統治問題の基本構造は、経営者 (取締役会 : 受託者) と出資者 (株主 : 委託者) 間の信認・信託関係 (経済学的には代理人関係) に基づく調整関係 (代理人費用の問題) にある。そのために、一般的に会社法では、取締役会に対する監視・監督制度 (モニタリング) や企業内容開示制度 (ディスクロージャー)、報告責任制度 (アカウンタビリティ) の充実が図られている。しかし、財閥構造の下では、KRAAKMAN *et al.* (2009) の指摘した「多数株主 (支配株主) ⇄ 少数株主」関係に、さらに内部支配関係が加わり、「[閉鎖的取締役会 + 多数株主 (支配株主)] ⇄ 少数株主」関係になる。この関係下で、「閉鎖的取締役会 + 多数株主 (支配株主)」による少数株主からの収奪を予防するためには、取締役会に対する監視・監督制度 (モニタリング) や企業内容開示制度 (ディスクロージャー) 及び報告・説明責任 (アカウンタビリティ) の充実を図るとともに、支配力を分散させるため取締役の兼務の制限や法人による別法人の株式所有制限もしくは議決権行使の制限等が必要であると思われる。また、フィリピン会社法には置かれていない、単独株主権である株主代表訴訟提起権の充実も必要ではないかと思われる。

## V. おわりに

フィリピンでは、被統治期の特殊な歴史的社会的状況を背景に形成された特権的家族集団の経営する事業が、独立後、多角化 (コングロマリット化) しながら規模を拡大し、財閥へと発展した。そして、財閥は今なお、大きな政治的経済的権力を有している。財閥制度を支えるピラミッド構造の下では、所有権に基づく財閥家族の企業支配力は梃子

の如く機能し<sup>47)</sup>、支配株主としての権力はより強権化されることになる。財閥家族はこのような所有権（具体的には株主権）行使による支配（external control）だけではなく、それを背景に公開財閥持株会社はもちろんのこと、有力な事業会社においても、取締役会議長、経営委員会議長、指名委員会議長などを兼務し、内部支配（internal control）を行っている。また、財閥内金融機関を介して、支配構造の変動なく資金調達を行い、会社債権者としても企業支配に関与することができるため、ピラミッド構造はより強化・安定化されている。今日、経済・金融のグローバル化のなかで多くの財閥で外資との提携<sup>48)</sup>、専門経営者の採用<sup>49)</sup>などのハイブリッド化が進んでいるが、財閥家族は依然として財閥経営に広くかつ深くかかわり強大な支配権力を維持している。

その一方で、経済・金融グローバル化の進展の結果、企業統治制度面を中心にした株式会社制度の世界的調和・同質化が求められている。OECD 企業統治原則の公表などはその例であると思われる。しかし、フィリピンにおける状況は、2006年に行われた世界銀行 ROSC 評価にみられるように、周辺国と比べてもそれほど進んでいるとは言えない<sup>50)</sup>。また、独占禁止政策の整備は遅れ、会社法も1980年に立法されて以降、時代変化に合わせた改正がなされていない。そのため、財閥制度は温存され、支配株主による専横に対する少数株主等の保護や取締役の兼任構造の制限などの対応も十分になされておらず、公正で公平な企業運営や証券市場を確保するための企業統治制度上の根本的な問題の解決が図られているとは言えない。

フィリピンについてみた場合、私見では、企業統治制度の整備を促進することの意義は、単に一般的な企業統治問題の解決だけにとどまるものではないと思われる。財閥制度を典型とする株式所有の集中・偏在構造のような企業統治制度の不備に起因する少数株主の収奪構造や財閥内金融・融資は、企業や証券市場の非公正性や非効率性に基づく富の集中・偏在—一貧富の格差—を惹起している。そして、このような構造が経済社会における富の集中・偏在、貧富の格差・不平等の社会的経済的な問題を促進していると考えられる。したがって、企業統治制度充実の意義は、単に国際水準を備えた企業経営や証券市場を整備・形成することに資するだけではなく、その実施を通して富の集中・偏在、貧富の格差・不平等を除去し、経済社会の健全化に資することにあるように思われる。すなわち、株式会社制度が不平等社会形成の源泉となることを予防することを通じて、国民経済の成長・発展や経済社会の民主化・平等化の促進—社会正義の実現—に少なからず資することにあるのではないかと思われる。

付記：本稿は、日本経営学会第85回大会（甲南大学）での報告内容を発展させたものである。研究報告の機会を与えてくださった亀川雅人先生、司会をしてくださった夏目啓二先生、報告の際にご教示頂いた貫隆夫先生に改めて感謝申し上げたい。なお、本稿の基礎は、角野信夫先生、水口和壽先生、（故）宮本守先生にご指導いただいた経

営学と藤川研策先生にご指導いただいた会社法学にある。年齢50歳を過ぎたにもかかわらず、浅学非才のため先生方から受けた学恩に十分に応え切れていない拙さを省みつつ、改めて先生方の学恩に感謝申し上げたい。また、本稿の審査過程で、専門家として適切なご教示を賜った2名の査読者の先生にも感謝申し上げたい。

## 注 記

- 1) KRAAKMAN *et al.* (2009) p.5 及び p.305 では、株式会社制度の世界的な共通点として①法人性、②有限責任、③株式の譲渡可能性、④委任制度に基づく中央集権化された経営、⑤投資家により共有された資本をあげている。なお、株式会社法の法人性と組織に関しては木原（2004）・同（2005）を参照されたい。
- 2) 大陸法に属するドイツ法では、原則的に株主総会で監査役を選任し監査役会で取締役を選任している。英米法では、株主総会が業務執行と監視監督を担う取締役会を選任し監査役は置かれない（但し、イギリス法には会計士監査の伝統がある）のが原則である。もっとも、フランス法では、監視監督を担う監査役会及び業務執行を担う執行役会を置く場合と監視監督及び業務執行を担う取締役会制度を置く場合の選択が可能であるが、實際上、監査役会設置はほとんど選択されないという。なお、アメリカでは、取締役会はモニタリング・ボードと呼ばれ、独立取締役中心で構成され専ら監視・監督を担っている（森本編（2003）第4章第2節（北村雅史稿）、今泉・安倍（2005）p.9参照）。また、KRAAKMAN *et al.* (2009) pp.29-30 では、伝統的に英米においては株式分散所有（dispersed share ownership）がみられるのに対し、公開企業でも大陸法系のイタリアでは個人や同族、ドイツでは閉鎖的企業グループ、フランスでは政府が支配株主を構成し、株式所有構造の違いが会社法の実質的相違を生み出すとしている。また、LA PORTA *et al.* (1998) は英米法系の国では大陸法系の国よりも投資家保護に優れていることを検証し、FASSIO *et al.* (2001) はアジアにおける支配株主による外部株主の収奪（expropriation）を指摘し、CLAESSENS *et al.* (1999)・同（2000）は投票権とキャッシュフロー権の乖離に基づく少数株主の権利侵害を指摘し、会社の所有構造と経営パフォーマンスの再検討の必要性を説いている。
- 3) 法の継受の点から多様性を捉えれば、わが国では大陸法（構成をフランス法に規制内容をドイツ法）に依拠し明治32年商法が制定され、戦後はアメリカ法の影響を受け現行会社法制定に至っており、マレーシアでは英米法系のイギリス法とオーストラリア法の影響を受け、インドネシアでは大陸法系のオランダ法を基礎にアメリカ法の影響を受けている。
- 4) フィリピンではフィリピン人第一政策（Filipino First Policy）が会社法にも影響を与え、また会社法（Corporation Code of the Philippines: CCP）で政治献金を禁止し（CCP, § 36.9）（木原（2010））、法人を発起人とする株式会社設立を禁止している（CCP, § 14）（木原（2011））。また、インドネシア株式会社法には「家族主義の原則」「合議のための協議の精神による会社決議」といった独自の概念が盛り込まれ、第3条では株主の違法行為などが発覚した場合に株主有限責任制度を否定し、第36条第2項及び第51条第2項では従業員への優先的な株式割り当て規定があるとされる（佐藤百合（2005）pp.241-243）。なお、インドネシアでは2007年に新株式会社法が制定されている。
- 5) フィリピン会社法はアメリカ法をモデルにしており、例えば少数株主保護制度の面では、累積投票制度は導入されているが株主代表訴訟制度は導入されておらず問題を残して



- いる。
- 6) 安岡重明はわが国の財閥について、「家族または同族によって出資された親会社（持株会社）が中核となり、それが支配している諸企業（子会社）に多種の産業を経営させている企業集団であって、大規模な子会社はそれぞれの産業部門において寡占的な地位を占める」（安岡（1976）p.16）と定義している。また、末廣昭はファミリービジネスを「特定の家族・同族が企業や事業体の所有と経営の双方を支配し、さらにそれらが生み出す果実を家族・同族の内部にとどめようとする企業形態」（末廣（2000）p.199）と定義した上で、財閥を「日本社会に固有の企業組織ではなく…普遍的な企業形態」であるとし、その特質を「①特定の家族・同族が所有と経営を排他的に支配し、②その事業が複数の業種・セクターにまたがり、③ひとつもしくは複数の業種・セクターにおいて寡占的な企業支配を行っているグループ」（末廣（2000）pp.199-200）と定義している。したがって財閥は、①支配構造面からは家族・同族を中核に置く持株会社方式によるコンツェルンであり、また②組織構造面からは巨大かつ多角的に事業会社を統合したコングロマリット型企業集団であり、③産業組織面からは独占的・寡占的企業体であり、かつ④わが国特殊の存在ではなく普遍性を持った概念である。
  - 7) 企業の海外進出は、VERNON（1966）のPLCモデルにより理論化されたが、子会社のグローバルな拡散により当該製品の導入間隔が短縮され、モデルとされたアメリカ経済の圧倒的優位性にも陰りが出たため、バーノン自身が理論の実証性につき再検討の必要性を認めている（VERNON（1979）p.265, 多国籍企業研究会編（1984）pp.2-3（江夏健一稿））。
  - 8) 「海外事業活動基本調査」によれば、ブラザ合意がなされた1985年度の国内全法人ベースでみた製造業の海外生産比率は3.0だが、90年度6.4、2000年度13.4となっており、85年度以降、海外生産に急激にシフトしている。
  - 9) わが国では、1967年7月から73年5月までの5次にわたる段階的な資本自由化により外国資本による企業新設が原則的に容認され、80年12月の外国為替及び外国貿易管理法の改正で外国資本による経営支配を目的とした株式取得も原則的に容認された。さらに、会員制度による証券取引所運営に対する市場開放要求を受け、82年に外国証券会社の会員資格を認めた。そして、2000年12月の証券取引法改正で01年4月に大阪証券取引所が、同年11月には東京証券取引所がそれぞれ株式会社化し、電子取引システムの導入と相まって自由化、国際化が加速している。また、86年12月に発足した東京オフショア市場は証券だけではなく金融取引全体の国際化を加速した。
  - 10) 林直嗣は、金融グローバル化の生成要因として、①金融機関のグローバル化、②情報・決済システムのグローバル化、③金融市場のグローバル化、④各国の制度や政策のグローバル化、⑤国際規制や国際協調のグローバル化をあげている（林・洞口編（1998）pp.9-11）。また、馬淵紀壽は、金融グローバル化を「企業の多国籍的な事業活動の展開とそれをもたらした財・サービス貿易と国際資本移動に関する国際障壁の軽減は、情報通信技術の連続的な革新と先進諸国の競争抑制的政府規制の撤廃とあいまって、世界の主要金融市場を事実上の統合化へと導きつつある」現状をさすものと定義している（林・洞口編（1998）p.56）。以上から、金融グローバル化は、企業の多国籍展開にともなう証券取引、金融決済、外国為替取引などにかかる金融制度の規制緩和、金融市場の自由化並びに金融取引の情報化を総括的に指すものと考えられる。
  - 11) フィリピンでは、リーマンショックによるリセッションの影響を受け、2008年の証券投資は低落した。しかし、09年には回復し、直接投資約10億ドル、証券投資2億5千万ドルとなっている（ADB（2010）pp.152-153）。
  - 12) かかる問題については、本稿で参考文献として掲げている小池賢治論文（主にフィリピン）、末廣昭論文（主にタイ）、佐藤百合論文（主にインドネシア）などが詳しい。また、アジア経済研究所の編集している書籍や機関誌『アジア経済』などにも重要な文献が掲載されている。なお、フィリピンの政治的側面からかかる問題の検討を含むものとして五十嵐（2004）が参考になる。
  - 13) 1997年7月のタイ・パーツの暴落に始まるアジア金融危機は、80年代以降成長基調にあったエマージング・マーケットの内実が先進諸国からの直接投資と輸出産業に依存した脆弱なものであったことを露呈しており、健全な投資環境整備のためには実体経済の充実及び国内産業の育成に力が注がなくてはならない（俵田（2000）p.222参照）。
  - 14) ADBは2003年にHermes Pensions Managementと10の基本原則からなる企業統治原則を公表している。OECDは04年に新興国も視野に入れた、新たなOECD企業統治原則を公表している。また、世界銀行はIMFとOECD企業統治原則に立脚した制度評価を行っている（“Overview of the Corporate Governance ROSC Program” in The World Bank（2006））。
  - 15) フィリピン社会では、スペイン・アメリカ統治時代に形成された土地所有に基づく支配者層を軸にした政治派閥、地方軍の司令官、彼らと関係ある地方エリートが支配層であったが、独立後は地方の有力地主階層と農・工業労働者や失業者との間の格差、相次ぐ政治家の汚職、独立後のアメリカ支配に対する不満、それらを背景とする反政府共産主義民族運動を抱え、不安定な国家運営が続いていた。1965年に大統領に当選したマルコスは、大衆迎合的なポピュリストの側面と軍部を背景とする恐怖政治をすすめ、国内の反マルコス運動の活発化を奇貨として1972年9月から1981年1月まで戒厳令を敷き独裁政治を行い、人権の制限と汚職、取賄、対外借款の増大などにより私財蓄積を図り、彼の独裁権の後ろ盾の下であらゆる権力が実現されるクローニズムに転換し、クローニー・キャピタリズムが蔓延した（PANOPIO *et al.*（1993）pp.272-273）。それは、マルコスとその婦人イメルダにより、親族や取り巻きを経済的に優遇した政策で、政府の関与している戦略的経済分野の事業運営を親族や取り巻きに委ね、政府系金融機関からの際限のない融資を行い、その結果、政府は260億ドルの対外債務を負ったとされる（PANOPIO *et al.*（1993）p.174）。一方でマルコスの第一の取り巻きEduardo COJUANGO（Danding）はSan Miguel Corporationと数千haの土地を取得したとされ（PARRENO（2003）pp.vii-viii参照）、クローニー・キャピタリズムは企業経営の歪みを生み出し、国民経済に壊滅的打撃を与えたといえる。なお、かかる状況の政治分析に関しては五十嵐（2004）第3章、第4章を参照。
  - 16) 多様な概念を有する企業統治制度を画一的に新興国に導入することは、先進国制度の焼きつけに留まり財閥や株式所有の集中・偏在などの根本的な問題解決につながらないおそれもあることが指摘されている（今泉・安倍（2005））が、充実した企業統治制度に基づき健全な企業経営・証券市場が実現できれば、それは将来的には健全な経済・社会制度構築につながると思われ、本稿の目的意識はそこにある。
  - 17) 沼崎一郎は「台南幫（タイナンバン）」を素材に台湾におけるビジネスグループの特色を、家族・同族を基礎としつつも、①人間関係ネットワークを基礎としたビジネス・パートナーシップの構築（沼崎（1992）p.77）と、②①の発展系としてのバナナ型のパートナーシップ連合（台南幫の所有と経営の特色であるパートナーシップの重複構造と重複役員制度を意味する）の形成（沼崎（1992）pp.81-83）をあげており、その要因として、①文化的側面からは漢民族社会に脈々と伝わる商業文化である合股（フウグ）、すなわち社会に分散する余剰資金を単一企業体に集中し、政治

- 的コネや経営手腕といった経営資源をも集めるという持ち寄りの原則をあげ、②政治的経済的要因として外来政権と台湾社会との緊張関係、すなわち台湾企業が日本や韓国の財閥のように政府の保護・育成を積極的に受けることがなかったため人間関係を最大限に利用したパートナーシップに依存せざるを得なかった旨の整理がなされている（沼崎（1992）pp.86-87）。これに対してCLAESSENらは、同じく台湾のTainanbang（台南幫）を素材に創設者であるWu Xiuqi一族による支配構造を分析し、founderを中心とするファミリービジネスの側面を指摘している（CLAESSEN *et al.*（1999）pp.18-19）。川上桃子は、台湾の家族所有型企業グループの行動を事業多角化の点から捉え、グローバル化の下で新事業戦略の構築・遂行と伝統的家族支配の確保・維持との展開方向を問題提示し、「特定家族の所有・経営支配」と「複数産業にまたがる多角化した事業展開」の相互関係の重要性を指摘している（川上（2007）pp.98-99）が、それはアジア新興国における伝統的家族支配構造の解体の可能性を占うものでもある。
- 18) 周知のようにBERLE and MEANS（1932）Chapter V.では、① Control through almost complete ownership, ② Majority Control, ③ Control through a legal device, ④ Minority Control, ⑤ Management controlの5所有形態を示している。
- 19) 末廣はCHANDLERの“family firm”概念をもとにファミリービジネスを捉え、「特定の家族・同族が企業や事業体の所有と経営の双方を支配し、さらにそれらが生み出す果実を家族・同族成員の内部にとどめようとする経営形態」としている（末廣（1993）p.27、なお同p.65の注1も参照）。なお、CHANDLERは、「俸給経営者が、短期の企業活動の管理を行ったばかりではなく、長期の政策も決定した。彼らは下級あるいは中間のマネジメントだけではなく、トップのマネジメントをも支配した。このように、俸給経営者によって支配される企業はまさしく経営者企業とみなすべきであり、また、かかる企業によって支配される体制は、経営者資本主義と名づけられるべきである。/家族の支配する企業、あるいは金融業者の支配する企業は、その規模が大きくなりまた時がたつにしたがって、経営者企業となった。…（企業の所有者や金融機関の代表者達にとって）企業は所得の源泉となり、管理すべき対象ではなくなったのである」（CHANDLER（1977）pp.9-10（訳書pp.16-17））と述べており、家族の所有権に基づく企業支配構造は、かつて我妻栄（1953）が指摘したように、所有と経営・支配の分離過程で所有権が債権化し出資に対する利潤獲得へと目的が転換するのである。
- 20) 末廣は家族資本主義論としてユシーム（USEEM, Michael）の議論も取り上げ、彼が「家族資本主義の本質を、家族の財産（家産）の保全とみなし、さらに企業経営を家族の致富手段と捉えている点」を評価する一方で、「家族資本主義を『反工業的』と捉える点」を批判し、「家族資本主義を経営者革命に先行する資本主義の初期段階と捉えている点」及び「資本主義の発展段階こそが組織原理、換言すれば社会構造を規定するとみている点」に、ユシームの所説の限界をみている（末廣（1993）pp.32-33）。
- 21) 先にみた沼崎やハミルトン（HAMILTON, C.G）らの、企業がグループ化する根拠を「単に家族だけでなく、同宗（同じ祖先）、同郷（地縁）、同窓（学縁）、友人関係に基づく幅広い結合」に求める考え方（関係ネットワーク論）と、トン（TONG Chee Kiong, 唐志強）の「家父長的権限を強調する一方で、信用を基礎とする人的ネットワーク（interpersonal network）による広がり」を重視する考え方（家族経営論）を紹介している（末廣（1993）pp.34-35）。そして、華僑・華人系の企業の原型である合股（ゴウコ）と合夥（ゴウカ）を取り上げ、華僑・華人系企業が、これらの中国の伝統的な企業組織形態に今なお強く規定されており、その特徴として、①企業発起にあたっての人的ネットワークの重要性、②企業経営を家族・同族のための利殖とみなす行動原理、③家産の拡大と危険分散を動機とする事業多角化、④取締役会と経営委員会との構成メンバーの完全な重複などをあげ、これらが「広義のファミリービジネス」にみられる特徴の起源となっていることを支持するものの、合股や合夥は「本来、同族や仲間の結合の離合集散の中に埋没する傾向があり、企業や企業グループとしての永続性に乏しく、「ファミリービジネスの存続を論証する証拠にはならない」としている（末廣（1993）pp.36-39）。
- 22) 末廣は、中川敬一郎「経済発展と家族的経営」（中川（1981）第8章所収、初出1968年）を参照し、家族的企業形態の優位性を意思決定と資金調達との二点に求め、「工業化が比較的緩慢に進行した先進国においては、家族的経営はむしろきわめて保守的であり、経済発展を制約する方向に作用したが、後進国（＝後発工業国）においては、逆に工業化を促進する手段として機能した事実、中川は注目するのである」と述べ、「中川の問題提議は、家族的経営を、後進国（＝後発工業国）における資本蓄積要因として積極的に捉え直そうとしている点で、高く評価すべきであろう」としている（末廣（1993）p.40）。
- 23) 末廣は、株式市場を利用した財閥のコングロマリット化戦略と利用可能な経営諸資源（資金、人材、情報）が既存財閥のもとに集中していたという経営的条件が結びついて、日本の重化学工業化が財閥主導で可能となったとする橘川（1996）の所論が、アジア新興国のファミリービジネスの事業展開及び財閥形成に適用しうるとしている（末廣（2000）p.207）。
- 24) 安岡は、中川敬一郎「第二次大戦前の日本における産業構造と企業者活動」（『三井文庫論叢』第3号、1969年所収）を引用し、「中川敬一郎氏は、財閥の存在を後進国特有の現象として、日本独特のものとはしていない。氏によれば『財閥』とは、一般に後進国の工業化過程に特有な企業集団である。すなわち『家族』という本能的群居集団のあり方が社会組織の基本原理となっているような伝統社会が先進工業国との国際競争裡に強力な工業化を急速に推し進めようという場合、その後進国的工業化の経済的主体として必然的に発生する多角的な企業集団が『財閥』である」（安岡（1976）p.13）と述べている。したがって、ここで財閥形成を規定するのは、①家族形態のあり方と②外国との経済的競争関係（＝国際競争関係）に集約できると思われる。中川は①に関して、わが国における家族の急速な小規模化が日本の近代化と急速な経済発展に有利に働くとともに、イギリスやフランスのような土地貴族的な文化構造すなわち家産＝土地財産の集積保持に重点を置いた家族主義的企業者活動が活発でなかった点をあげ、②に関して、わが国では国際的な資本蓄積の立ち遅れを克服するため最初から多数の出資者を持つ株式会社が設立され、また、全国的さらには国際的な市場意識が常に必要とされる企業の経営を担当した者の多くは、家業経営の伝統を持たない旧武士階級出身であり、企業経営に際し家族的利害関係に支配されることが比較的少なかったとし、わが国では、所有に基づく家族的支配の圧力に抵抗しながら財閥企業経営の実権が早くから専門経営者の手に委ねられ、より広く国家的な視野に立って大規模化した企業体の維持・存続に努めてきた事実を見落としてはならないと述べている（中川（1981）pp.259-263）。そのような点からすると、特に②については、経済のグローバル化が資本蓄積や商品市場における国際競争の影響を新興国経済に及ぼし、その結果、旧来的な財閥のあり方に変化を引き起こすこととなるように思われる。
- 25) 各財閥の情報に関しては、<http://www.ayala.com.ph/>、<http://lopez-holdings.ph/>、<http://www.jgsummit.com>

- ph/, <http://sminvestments.com/>, <http://www.smprime.com/>, <http://www.abotiz.com/>)を参照。
- 26) オリガーキーとは少数の人々が自分の利益のため権威や権力を用いて支配する形態であり、一種のエリート主義に類似しており、PANOPIOらは、豊かな企業家や軍の権力者、政治家など一握りのものが国家の重要な意思決定を行い、大衆はマスコミを通して操作されるとする社会学者ミルズ(C Wright Mills)の定義がフィリピン社会のオリガーキー概念に該当するとしている(PANOPIO *et al.* (1994) p.255)。なお、オリガーキーとクローニー・キャピタリズムあるいはクローニズムについては、川中(2010)の説明を参照。
- 27) 1981年にCP市場で大量の債券を発行していたマルコスのクローニーDewey DEEが、約64億ペソの不渡りを出し海外逃亡したため関連金融機関が倒産し、クローニーに際限ない融資をしていた国立金融機関も破綻をきたし、1983年にフィリピン政府は債務不履行を宣言し、IMFや世界銀行の管理下での再建を余儀なくされた(俵田(2000) pp.221-222, 五十嵐(2004) p.93)。
- 28) 国連算出のジニ係数は、フィリピン46.1(2000年調査)、タイ42.0(2002年調査)、インドネシア34.3(2002年調査)で、フィリピンの貧富の格差が目立つが、その背景には、オリガーキーやクローニーとしてレントを入手した者と貧困サイクルに組み込まれた者の格差がある(高学歴社会フィリピンでは親の所得が子供に与える教育の質を決定し、一般の公立学校で受ける初等・中等教育はシフト制が多く、フルタイムで教育を行う有名私立や特殊な公立学校と格差があり、また有名私立大学の学費が高いため一般庶民の子弟はなかなか進学が難しい)。
- 29) 公開企業とはフィリピン証券取引所に上場している企業で、取引所には第1部(First Board)と第2部(Second Board)のほか中小企業の部(SME Board)がある。現時点(2011年9月)の上場基準は、第1部は、(1)基本ガイドラインとして、(a)3事業年度の間、継続して利益を上げていること、又は(b)5年間操業し、市場価値が5億ペソあること、又は、(c)5年間操業し、5億ペソの純有形資産があること条件を満たし、(2)数値基準として、授權資本額が4億ペソ、引受及び払込資本額が1億ペソあることが求められている。なお、第1部への上場に際しては、業績記録を報告しなくてはならず、その内容は、会社は、上場申請の直前の少なくとも3事業年度の間において累計した連結の税引前利益が少なくとも5千万ペソで、その間、毎年少なくとも1千万ペソの税引前利益がなければならない。この規制の目的上、税引前利益には、経常的ではない臨時的な収入を含んではならず、また、経常的ではない費用また臨時的な費用を控除してはならない。申請者は、さらに上場申請の直前の少なくとも3年間、実質的に同一の事業を行い、証明された経営業績記録を有していなければならない。また、3事業年度の間業績記録規則の除外として、(a)申請会社は、上場申請前の少なくとも10年間操業していなければならない。申請会社は、上場申請の直前の少なくとも3事業年度の間、経常的でなく臨時的な収入及び費用を除外した累計で少なくとも5千万ペソの税引前利益を有していなくてはならない。申請直前の営業年度に純営業損失が登記されてはならない。(b)申請会社は、その従属会社の営業経過記録を利用し新たに持株会社を形成することができる。しかし、その会社は上場から3年間、前述の従属会社における持株の売却を禁止される。もしも、売却計画が申請会社の株主の多数により承認された場合には、その禁止規定は適用されない。第2部は、(1)基本ガイドラインとして、(a)上場申請会社は証券取引所に対して卓越した成長の可能性を説明し、(b)上場前に少なくとも1年間の操業をしていなければならない、(c)上場に際して市場価値が少なくとも250万ペソなくてはならな
- いという条件を満たし、(2)数値基準として、授權資本額が1億ペソ、引受及び払込資本額が2千5百万ペソあることが求められている。中小企業の部は、(1)基本ガイドラインとして、申請会社は、(a)経営者と支配株主の誠実さと能力、(b)会社の将来の成長と利益の見通し、(c)事業の可能性と計画された収益動向の持続性、(d)現時点での重要な利害対立のないことについて評価がなされ、(2)数値基準として、最大で2千万ペソ、最小で1千万ペソの授權資本額を有し、そのうちの少なくとも25%が引き受け及び払い済みでなくてはならない。(資料は<http://www.sec.gov.ph/>参照)。
- 30) 数値はSEC-Business World Annual Survey of the Top 1000 Corporation in the Philippines, 引用はSALDANA(2001)p.161。なお、全体で1,000社にはなっていないが理由は不明。
- 31) 戦前に、Lopez財閥は砂糖きびプランテーションと製糖事業で基礎を築き、Soriano財閥はビール・総合食品、銅鉱山・銅ケーブル、化学肥料、林業・製材・製紙で基礎を築いた。すでに述べたがAyala財閥は170年以上前に事業を始め金融保険業や不動産業で成功をおさめ、Cojuangco財閥はスペイン統治時代に福建から移民したHose COJUANGOが商業・高利貸しを中心に事業の基礎を築き、政治と手を結びながらフィリピン経済を牛耳る財閥へと発展を遂げていった(小池(1993b)参照)。
- 32) フィリピン人第一政策(Philippino First Policy)を具現化した1987年憲法第12条第12項で、「政府は、フィリピン人労働力、国内原材料、そして国内産商品の優先的使用を促進しなければならず、またそれらの競争力を高める助成措置を講じなければならない」と定め、同条第1項では、政府は不正な海外との競争や取引に対してフィリピン企業を保護しなければならないとしている。また、同条第10項では、国会はフィリピン国民又は国家により少なくとも60%以上の投資(出資)を確保するための留保をし、かつ国内資本により100%所有される企業の設立・運営を促進しなければならず、フィリピン人の事業活動における優先権を承認し、外国人の投資規制を行わねばならないとしているが、1996年改正外国投資法(Foreign Investment Act of 1991 amended by RA 8179 on March 28, 1996)は、その第2条でフィリピン人の生活と雇用機会の向上、企業の生産物の価値向上、貿易の範囲、質、量の拡大を目的に、海外の個人、企業あるいは政府、その関連機関からの活力ある投資の受け入れ・促進を明言している。但し、外資の受け入れは同法第8条に規定する外国投資ネガティブリスト(Foreign Investment Negative List)に適合するものでなければならない。なお、やや古いが2002年に売上上位100社に入っている日本企業は以下の15社である(括弧内は売上順位)。(5) Toshiba Information Equipment Philippines, (12) Fujitsu Computer Products Corporation of the Philippines, (14) Hitachi Computer Products Corporation of the Philippines, (26) Matsushita Comm. Industrial Corporation of the Philippines, (34) Toyota Mortar Philippines Corporation, (39) Mitsubishi Motors Philippines Corporation and Subsidiaries, (57) Monde Nissin Corporation, (58) Kyushu Matsushita Elec. Corporation of the Philippines, (61) Yazaki-Torres Manufacturing, (62) Isuzu Philippines Corporation, (82) TDK Philippines Corporation, (88) Fujitsu Ten Corporation of the Philippines, (97) Tsuneishi heavy Industries Incorporated, (99) Sharp (Philippines) Corporation (*Top 7000 Corporations—The 7000 engines of Economic Growth (Business Profiles 2003-2004)*)。構成は電子機器、自動車を中心となっており、フィリピンの低廉な労働コストと潜在性のある市場の利用が最大の目的になっている。
- 33) 具体的には、所有権(株式所有)に基づき株主総会を支配するだけでなく、すでにみたように、財閥当主自ら取締

- 役員議長と経営委員会議長、指名委員会議長を兼務し公開持株会社経営を支配し、さらに財閥内の主要な事業会社の取締役会議長、経営委員会議長、指名委員会議長を兼務するシステムである。
- 34) フィリピンの銀行はユニバーサルバンク (universal bank)、商業銀行 (commercial bank)、貯蓄銀行 (saving bank)、地方 (農村) 銀行 (rural bank) に分類され (柏原 (2007) p.282)、大手銀行は殆どユニバーサルバンクで、投資業務、保険業務などを兼務しており、その多くは財閥と深い関係がある。
- 35) 奥田・竹 (2006) pp.44-45 ではフィリピンの銀行の非効率性が指摘されており、その理由としてマクロ経済要因からくる経済の不安定さに伴い銀行が流動性リスクに対して過剰反応し、収益性の低い安全資産を過剰保有していることをあげているが、そのことは財閥内企業への融資についてもいえ、貸付先が明確で情報入手が容易である点では安全性の確保につながるが財閥企業内融資であるため収益性の面では非効率である。
- 36) Ayala 財閥と Lopez 財閥の場合についてはすでにみたが、この傾向は新興財閥や地方財閥でも基本的に同じで、新興の Gokongwei 財閥の場合、非公開持株会社 Gokongwei Brothers Foundation, Inc. (GBFI) が公開持株会社 JG Summit Holdings, Inc. を支配し、その下に各事業会社がある。また、Cebu を中心に事業展開している地方財閥の Aboitz 財閥でも、一族所有の非公開持株会社 Aboitz and Company, Inc. が公開持株会社である Aboliz Equity Ventures, Inc. の発行済株式の 49.54% を所有して支配権を有しているが、同財閥の場合には中間持株会社を通さず、非公開持株会社 Aboitz and Company, Inc. が直接事業会社の株式を所有し支配している場合もある。以上につき、前掲注 25 の各社ホームページ参照。
- 37) 小池 (1991) (1993a) では Ayala 財閥の所有と支配構造を、「持株会社の役員会」→「同経営委員会」→「各事業部別傘下会社」という流れで示し (小池 (1993a) p.14)、「中枢組織の意思決定とその執行に関しては、かたくなまでに一族支配が貫徹されている」(小池 (1991) p.80) と述べているが、その構造は本文で触れたように現在も変わっていない。
- 38) 小池 (1983) は、Soriano 財閥のゼネラル・マネージャー制度による事業会社の支配方法が経営代理制度 (managing agency system) と同様のものであると指摘し、その構造は持株会社が事業会社に株式所有に基づき取締役を派遣するだけでなく、当該事業会社との間で経営の代行契約を結び、その経営に関与し手数料を徴収する制度であるとしている (小池 (1983) pp.76-77)。派遣される専門経営者は財閥家族と親密なものが選任され (小池 (1983) p.88)、財閥は持株 (投資資本) からの配当と経営代理契約に基づく手数料も徴収でき、二重の利潤の源泉を確保できる (小池 (1983) p.97)。なお、小池の研究では経営代理制度に関する法律上の根拠は示されていないが、会社法第 44 条で発行済株式数の過半数の賛成を条件に取締役会の過半数の賛成で経営契約 (management contract) を締結する権限が認められており、この規定に基づき締結しているものと考えられる。
- 39) 小池は「最大手のグループ経営は有能な専門経営者を多数動員し、…比較的開かれた能力主義の世界であるのに対して、最終的な経営権限はいずれも一族に収斂し、いつでも世襲できる体系になっている」(小池 (1993a) p.14) と述べているが、その構造は現在も閉鎖的である。もっとも、BATALLA (1999) p.38 では戦後の Ayala 財閥の基礎をつくった Joseph R. McMICKING が Ayala の同族、非同族を問わず経営管理者に対して「stewardship」を強調し、また Jaime Zobel de AYALA はトップマネジメントの要件として一族の富の管理者たるための忠誠心、勤勉、知識能力の必要性を強調していると指摘しており、財閥家族による所有と支配の継続のためには財閥家族自身の能力涵養も必要とされている。
- 40) PCNC は証券の保管及び信託を行う Philippine Depository and Trust Corporation (PDTC、旧名 Philippines Central Depository, Inc.) に完全所有された従属会社で、PDTC の株式は PSE と Bankers Association of the Philippines (フィリピン銀行協会) が各々 31.75%、Financial Executives Institute of the Philippines と Development Bank of the Philippines がそれぞれ 10% を所有している。
- 41) Ayala Corporation の場合、2010 会計年度末の発行済み株式数は 7 億 5600 万株あるとされているが、そのうち発行済み普通株式は Mermac Inc. の所有株式数及び所有割合から計算すると約 4 億 8600 万株と推定できる。その差である 2 億 7000 万株 (約 35.7%) は優先株であることになる。会社法第 6 条で償還株とともに優先株の議決権は合法的に制限できるので、企業支配のため優先株が利用されているということも考えられる。
- 42) トービン Q とは、設置済みの資本の市場価値 (株式市場で評価された資本の価値) ÷ 設置済みの資本の再取得費用 (資本の再取得の際の現在価格) で算出される。証券投資の場合、Q が 1 より大きいと証券市場で株式が高く評価されるので、投資が増え、株式による資金調達がしやすくなる。
- 43) なお、タイでは 1999 年に独占禁止法が制定されたが、制定後 10 年以上経ても官報で報告するとされた独占や不正取引の基準が公布されておらず、事実上、適用不可能状態になっているようである (山田 (2011) pp.8-9)。
- 44) 知花 (2008) では投資促進制度の構築は進んでいるが、一般投資家保護の面では遅れがあると指摘している。
- 45) 世界銀行 ROSC 評価に関しては The World Bank (2006) を参照。なお、その概要については別稿で論じている。
- 46) RCCG は SEC の行政規則、PSE-CCG は自主規制機関であるフィリピン証券取引所の規則であり、法律ではない。そのため、強制力という点で問題が残るように思われる。なお、詳細については別稿で検討している。
- 47) 財閥個人企業 (非公開) は公開持株会社の資本金の約 50% を出資することでほぼ全ての経営権を取得し、さらに支配株主となっている公開持株会社の資金で財閥事業会社の株式を所有・支配するため、実際の投資金額以上の支配力を有することになる。
- 48) 例えば Ayala Corporation は三菱商事から発行済株式の 10.82% の出資を受けている (2010 年 12 月 31 日現在) が、両者は不動産開発などで協力関係にあり、三菱商事は有力な事業パートナーであり、フィリピン三菱商事 (MCPL) の社長兼取締役会議長の Nobuya ICHIKI 氏は 2009 年に Ayala Corporation の取締役 (non-executive) になっている。また、Ayala 財閥系の有力銀行 BPI はシンガポールにある東南アジア最大の銀行と言われる DBS 銀行 (DBS Group Holding Limited) と協力関係にあり、2003 年から DBS 銀行から CHNG Sok Hui 氏 (女性) を役員に迎え入れている。また、Lopez Holdings Corporation に PCNC を通して投資している上位企業のなかには、イギリスの HSBC Holdings 系の香港上海銀行 (約 51 億 5 千万株、発行済株式の 11.24%)、ドイツの Deutsche Bank (約 26 億株、5.69%)、アメリカの Citibank (約 6 億 8 千万株、1.49%) などがある。
- 49) わが国の財閥は第二次大戦後に GHQ により解体されたが、その運営については戦前より優れた従業員一雇用 (俸給) 経営者の存在が指摘されており、彼らにより事実上の財閥家族の有する支配権が制限されていたとの指摘がある (宮本 (2003) p.177 以下)。
- 50) 会社法の状況について周辺国の動向をみておくと、インドネシアでは新株式会社法が 2007 年に制定された。タイでは 1992 年の公開会社法が 2001 年に改正されている。また、マレーシアでも 2006 年に会社法が改正されている。しかし、フィリピンでは会社法本体の改正はなされておらず、SEC

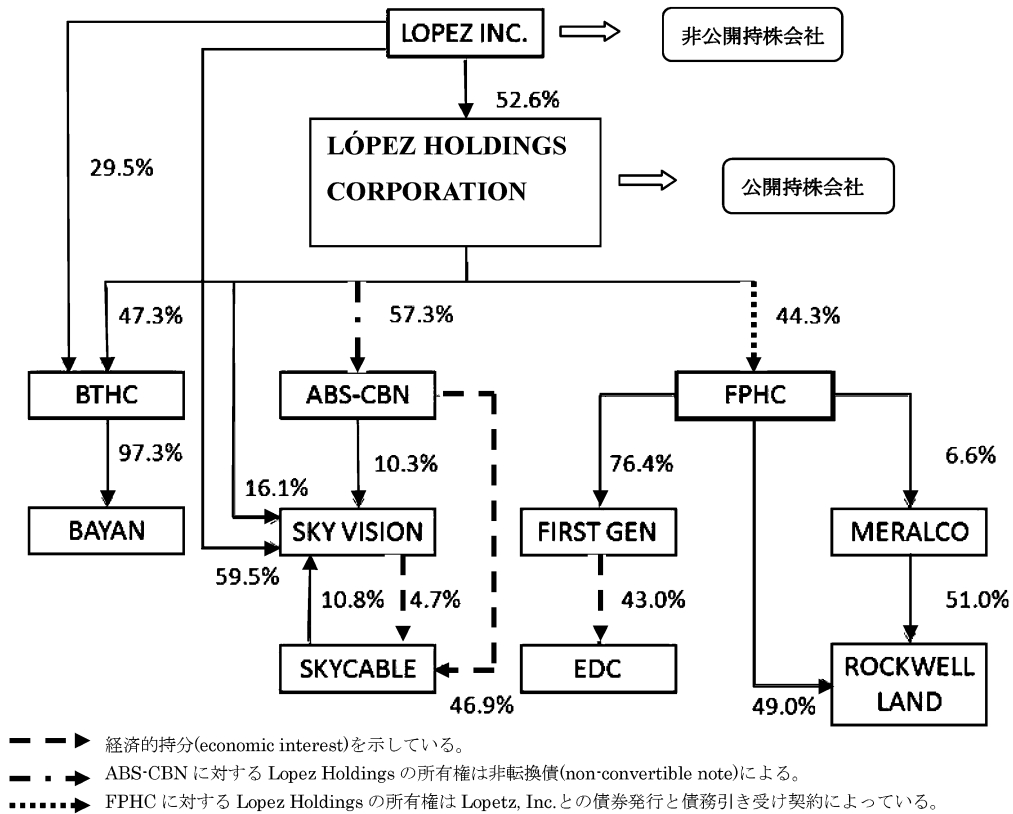
の改正企業統治規則やPSEの企業統治ガイドラインで会社法規定の不備を補充しているに過ぎない。

## 文 献

- [01] 五十嵐誠一 (2004) 『フィリピンの民主化と市民社会』, 成文堂。
- [02] 今泉慎也・安倍 誠 (2005) 「序論」(今泉・安倍編『東アジアの企業投資と企業法制改革』アジア経済研究所, pp. 3-26)。
- [03] 大貝威芳 (2000) 『競争と戦略のグローバル化—21世紀多国籍企業の展望』中央経済社。
- [04] 大貝威芳 (2001) 「フィリピンの財閥と多国籍化」『龍谷大学経営学論集』41 (2), pp.70-77。
- [05] 奥田英信・竹 康至 (2006) 「東南アジア5カ国における主要銀行の経営構造: DEA とクラスター分析による国際比較」『開発金融研究所報』(30), pp.31-53。
- [06] 奥田英信・竹 康至 (2008) 「フィリピン上場企業の資金調達構造—グループ企業の特徴—」『開発金融研究所報』(37), pp.205-214。
- [07] 柏原千英 (2005) 「企業統治改革に関する国際機関の援助アプローチ—アジアにおける取り組み—」(今泉・安倍編『東アジアの企業投資と企業法制改革』アジア経済研究所, pp.349-377)。
- [08] 柏原千英 (2007) 「フィリピン」(アジア経済研究所『アジア金融セクターの規制緩和に関する法制度的研究』アジア経済研究所, pp.281-303)。
- [09] 神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘 (2006) 『証券取引法』青林書院。
- [10] 橘川武郎 (1996) 『日本の企業集団—財閥との連続と断絶』有斐閣。
- [11] 木原高治 (2004) 「組織と法人制度—現代企業の基本構造と特質—」『東京農業大学農学集報』49 (1), pp.17-42。
- [12] 木原高治 (2005) 「組織と法人制度からみた現代企業の基本構造—企業統治問題検討のための手がかりとして—」『年報経営分析研究』(21), pp.56-65。
- [13] 木原高治 (2010) 「フィリピン会社法における会社の政治献金規制」『東京農業大学農学集報』55 (2), pp.205-210。
- [14] 木村福成編著 (2000) 『アジアの構造改革はどこまで進んだか—自律的な経済発展をめざして』ジェトロ。
- [15] 小池賢治 (1983) 「フィリピンの財閥経営—ソリアノ財閥の『ゼネラルマネージャー制度』を中心として—」『アジア経済』24 (12), pp.76-99。
- [16] 小池賢治 (1988a) 「クローニー・キャピタリズムの清算過程と財閥再編」(モンテス・小池編『フィリピンの経済政策と企業』アジア経済研究所, pp.3-37)。
- [17] 小池賢治 (1988b) 「主要財閥の系譜—マルコスとアキノをめぐる五つの企業集団—」(モンテス・小池編『フィリピンの経済政策と企業』アジア経済研究所, pp.177-196)。
- [18] 小池賢治 (1991) 「アキノ政権下のアヤラ財閥—多角化の新展開と所有経営構造の変化—」『アジア経済』32 (12), pp.60-84。
- [19] 小池賢治 (1993a) 「総論—多角化の新展開と所有経営構造の変化—」(小池・星野編『発展途上国のビジネスグループ』アジア経済研究所, pp.3-26)。
- [20] 小池賢治 (1993b) 「フィリピンの財閥—財閥の政治化現象とその帰結—」(小池・星野編『発展途上国のビジネスグループ』アジア経済研究所, pp.189-211)。
- [21] 川中 豪 (2010) 「フィリピン—特権をめぐる政治と経済」(片山・大西編『アジアの政治経済—入門 [新版]』第8章, pp.159-179所収)。
- [22] 斎藤 純 (2005) 「財閥系企業における過剰投資問題の検証—フィリピン上場企業の投資関数の推計—」(一橋大学 Discussion Paper #2005-3)。
- [23] 佐藤百合 (1992) 「サリム・グループ—東南アジア最大のコングロマリットの発展と行動原理—」『アジア経済』33 (3), pp.54-86。
- [24] 佐藤百合 (2005) 「インドネシアの企業統治と企業法制改革」(今泉・安倍編『東アジアの企業投資と企業法制改革』アジア経済研究所, pp.229-274)。
- [25] 末廣 昭 (1993) 「タイの企業組織と後発的工業化—ファミリービジネス試論—」(小池・星野編『発展途上国のビジネスグループ』アジア経済研究所, pp.27-72)。
- [26] 末廣 昭 (2000) 『キャッチアップ型工業化論』名古屋大学出版会。
- [27] 末廣 昭 (2006) 『ファミリービジネス論—後発工業化の担い手』名古屋大学出版会。
- [28] 多国籍企業研究会編 (1984) 『多国籍企業論の系譜と展望』文真堂。
- [29] 田中一史 (2000) 「東アジア企業のコーポレート・ガバナンス」木村福成編著『アジアの経済構造改革はどこまで進んだか—自律的な経済発展をめざして』ジェトロ, pp.99-112)。
- [30] 田中桃子 (2007) 「台湾の家族所有型企業グループの事業展開」(佐藤・池上編『台湾総合研究 I - 企業と産業』調査研究報告書, アジア経済研究所 pp.73-101)。
- [31] 依田睦子 (2000) 「フィリピンの構造改革—注目される貿易・投資の自由化」(木村福成編著『アジアの経済構造改革はどこまで進んだか—自律的な経済発展をめざして』ジェトロ, pp.221-232)。
- [32] 知花いづみ (2005) 「フィリピンの企業統治改革」(今泉・安倍編『東アジアの企業投資と企業法制改革』アジア経済研究所, pp.203-227)。
- [33] 知花いづみ (2008) 「フィリピン」(アジア経済研究所『アジアの資本市場育成と消費者保護制度に関する法的考察』アジア経済研究所, pp.251-270)。
- [34] 中川敬一郎 (1981) 『比較経営史序説』東京大学出版会。
- [35] 沼崎一郎 (1992) 「台南幫—“バナナ型”ビジネス・グループの生成と展開—」『アジア経済』33 (7), pp.71-87。
- [36] 林 直嗣・洞口治夫 (1998) 『グローバル・ファイナンス』日本経済評論社。
- [37] 深作喜一郎 (2001) 「東アジアの民営化とコーポレート・ガバナンス」(浦田・小浜編著『東アジアの持続的経済発展』勁草書房, pp.107-125)。
- [38] 宮本又郎 (2003) 「日本型コーポレート・ガバナンス」(宮本・杉原・服部・近藤・加護野・猪木・竹内『日本型資本主義』有斐閣, pp.161-193)。
- [39] 安岡重明 (1976) 「日本財閥の歴史的位置」(宮本・中川監修, 安岡編『日本の財閥 (日本経営史講座第3巻)』日本経済新聞社, pp.9-40)。
- [40] 山田 昭 (2011) 「タイにおける M & A 法制度の特徴と最近の投資動向」『M & A review』25 (3), pp.7-13。
- [41] 柳田茂紀訳 (2011) 『インドネシア新会社法 (第2版)』(株)NNA。
- [42] 我妻 栄 (1953) 『近代法における債権の優越的地位』有斐閣。
- [43] ADB and Hermes Pensions Management (2003) *The Principles*, ADB.
- [44] ADB (2009) *Asian Development Outlook 2008*, ADB.
- [45] ADB (2010) *Asian Development Outlook 2009*, ADB.
- [46] ALDABA, R. M. (2008) *Emerging Issues in Promoting Competition Policy under Regional Frameworks*, Discussion Paper Series No. 2008-2, Philippine Institute for Development Studies.
- [47] BATALLA, E.V.C. (1999) *Zaibatsu Development in the Philippines: The Ayala Model*, *Southeast Asian Studies*, 37 (1), pp.18-49.

- [48] BOYLE, A.J. (2010) *Minority Shareholders' Remedies*, Cambridge University Press, (originally published in 2002).
- [49] CHANDLER, JR., A.D. (1977) *The Visible Hand : The Managerial Revolution in American Business*, Harvard University Press. (鳥羽欽一郎・小林袈裟治訳 (1979) 『経営者の時代 (上) (下)』東洋経済新報社)。
- [50] CLAESSENS, S. (2003) *Corporate Governance and Development*, Global Corporate Governance Forum Focus 1.
- [51] CLAESSENS, S., S. DJANKOV and L.H.P. LANG (1999) Who Controls East Asian Corporations?, *Policy Research Working Paper 2054*, The World Bank.
- [52] CLAESSENS, S., S. DJANKOV and L.H.P. LANG (2000) The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, 58, pp.81-122.
- [53] DE LEON, H.S. and H.M. DE LEON Jr. (2010) *The Corporation Code of the Philippines (10<sup>th</sup> ed.)*, Rex Book store.
- [54] ECHANIS, E.S. (2006) Philippine Corporate Governance : Issues and Reforms, *Philippine Management Review*, 13, pp. 21-41.
- [55] FACCIO, M., L.H.P. LANG and L. YOUNG (2001) Dividends and Expropriation, *American Economic Review*, 91 (1), pp.54-78.
- [56] HILBERO, C.B. (1991) *Corporation Code of the Philippines with Comments (revised ed.)*, National Book Store.
- [57] JOHNSON, S., R. La PORTA, F. Lopez-de-SILANES and A. SHLEIFER (2000a) Tunneling, *The American Economic Review*, 90 (2), pp.22-27.
- [58] JOHNSON, S., P. BOONE, A. BREACH and E. FRIEDMAN (2000b) Corporate Governance in the Asian Financial Crisis, *Journal of Financial Economics*, 58, pp.141-186.
- [59] KRAAKMAN, R., J. ARMOUR, P. DAVIES, H. HANSMAN, G. HERTING, K. HOPT, H. KANDA and E. ROCK (2009) *The Anatomy of Corporate Law—A Comparative and Functional Approach (Second Edition)*, Oxford University Press.
- [60] La PORTA, R., F. Lopez-de-SILANES, A. SHLEIFER and R.W. VISHNY (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106 (6), pp.113-155.
- [61] MUYOT, A.T. (ed.) (2003) *Social Justice and Human Rights in the Philippines*, University of the Philippines Press.
- [62] OECD (2004) *OECD Principle of Corporate Governance*.
- [63] OECD (2011) *Corporate Governance in Asia : Progress and Challenges*.
- [64] OLMOS, J.L.L. (2005) *Development of Competition law and Policy and Recent Issues in the Philippines*, DTI.
- [65] PANOPIO, I.S., F.V. CORDERO-MACDONALD and A.A. RAYMUNDO. (1993) *General Sociology : Focus on the Philippines (3<sup>rd</sup> ed)*, Ken Incorporated.
- [66] PARRENO, E.G. (2003) *Boss Danding*, First Quarter Storm foundation.
- [67] PSE (2010a) *PSE Annual Report 2009*.
- [68] PSE (2010b) *The Corporate Governance Guidelines for Companies Listed on the Philippine Stock Exchange*.
- [69] SALDANA, C.G. (2001) The Philippines, (in ZHUANG, J., D. EDWARDS and Ma. V. CAPULONG (ed.) (2001) pp.155-228).
- [70] SEC (2003) Reaping the Benefits of Reorganization : The Securities and Exchange Commission at 67, pp.1-15.
- [71] SULT Jr., J.A. (1996) Major Changes Brought About by the Revised Securities Act, (in Jose N. NOLLEDO (Com. & Ed.), *Commercial law of the Philippines with Introductory Features.*, National Book Store.
- [72] The World Bank (2006) *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC)—Corporate Governance Country Assessment—Philippines May 2006*.
- [73] VERNON, R. (1966) International Investment and International Trade in the Product Cycle, *The Quarterly Journal of Economics*, 80 (2), pp.190-207.
- [74] VERNON, R. (1979) The Product Cycle Hypothesis in a New International Environment, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 41 (Issue 4), pp.255-267.
- [75] ZHUANG, J., D. EDWARDS, D. WEBB and Ma. V. CAPULONG (2000) *Corporate Governance and Finance in East Asia (Volume One)*, Asian Development Bank.
- [76] ZHUANG, J., D. EDWARDS and Ma. V. CAPULONG (ed.) (2001) *Corporate Governance and Finance in East Asia (Volume Two)*, Asian Development Bank.

付図 Lopez 財閥における支配構造の概要 (2011年5月15日現在)



注1) FGen は EDC に 60%の投票権(voting rights)と 40%の経済的持分(economic interest)を有している。

注2) 図中の BTHC (Bayan Telecom Holding Company)、FPHC (First Philippine Holdings Corporation) は中間持株会社、BAYAN (Bayan Telecommunication)、ABS-CBN、SKY VISION、SKYCABLE の各社はマスコミ・通信関連の事業、FIRST GEN、EDC (Energy Development Corporation)、MERALCO (Manila Electric Company) はエネルギー・電力事業、ROCKWELL LAND は不動産事業である。

(資料) Lopez Holdings Corporation ホームページ ([http://lopetz-holdings.ph/about\\_us.php?id=208](http://lopetz-holdings.ph/about_us.php?id=208))

# Corporate Control System and Corporate Governance in the Philippines : Emphasis on Problems in the Zaibatsu

By

Koji KIHARA\*

(Received October 11, 2011/Accepted March 9, 2012)

**Summary** : This study discusses corporate control systems by Zaibatsu companies and the problems of corporate governance system in the Philippines. The Zaibatsu in the Philippines have big economic and political power. They are known as an integrated conglomerate company system formed after World War II on independence from USA. The major reason why the Zaibatsu are developing and have bigger economic and political power, is that there is no effective anti-monopoly law in the Philippines. The distinctive corporate control system by Zaibatsu constitute : (1) the ownership-control system based on holdings of shares (capital stocks) ; (2) the internal control system by which family members occupy important positions such as a chairman of the board of directors and chairman of the executive committee in the companies held by the Zaibatsu ; and (3) the control system as a corporate-creditor making use of debt-financing through financial companies belonging to the Zaibatsu group. The control systems in the Zaibatsu have inhibited fairness, efficiency and sound the business management, and the sound development of securities market. So the government in the Philippines is leading some policies and enacting some laws and codes to improve the corporate governance system after the Asian Financial Crisis. However, according to the report of the World Bank ROSC-corporate governance assessment in the Philippines in 2006, there are still deep-rooted problems, such as the lack of enforcement regarding the corporate governance system. It is required of the Philippines that the government makes a good corporate governance system for adapted to the world standard. Significant improvement of corporate governance in emerging countries such as the Philippines supports the maintenance not only of the business management system and securities exchange market in fairness, equal treatment and efficiency but also development of the national economy and improvement of democratization and equality of opportunity and wealth for achievement of social justice by preventing the business corporation system from making an increasingly unequal society. The significance and function of corporation codes in emerging countries is that they maintain society through bringing clear discipline to corporate governance.

**Key words** : Republic of the Philippines, Zaibatsu, Corporate Control, Corporate Governance, Social Justice

---

\* Department of International Bio-business Studies, Faculty of International Food Studies, Tokyo University of Agriculture