

コーポレート・ガバナンスからみる東アジア
— ファミリービジネスに焦点を当てて —

2015年11月13日

一橋大学・設備投資研究所
共同シンポジウム

一橋大学大学院商学研究科
花崎正晴



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

ファミリービジネスとは



東アジアにおけるファミリービジネス

韓国：サムソン、現代自動車、SK、LG

台湾：台湾プラスチック、國泰、鴻海

タイ：チャロン・ポカパン（CP）グループ、サイアム・セメントグループ

マレーシア：ゲンティン・グループ、ホンリョン・グループ

東アジアにおけるファミリービジネス

東アジアにおける家族支配型企业と企業グループ

(単位: 百万ドル %)

企業名	グループ名	国および地域	時価総額	売上高	税引後利益	ROE
SAMSUNG ELECTRONICS	Samsung	韓国	44,188	33,592	5,847	29.0
TAIWAN SEMICONDUCTOR MFG.	TSMC	台湾	28,713	4,639	623	7.6
SK TELECOM	SK	韓国	13,343	7,159	1,253	27.3
UNITED MICROELECTRONICS	United Microelectronics	台湾	9,722	1,943	204	3.3
CATHAY FINANCIAL HOLDINGS	Cathay	香港	9,696	NA	377	13.1
HON HAI PRECISION INDUSTRIES	Hon Hai	台湾	6,903	7,061	487	24.3
FUBON FINANCIAL HOLDING	Fubon	台湾	6,475	NA	271	6.8
NAN YA PLASTIC	Formosa	台湾	6,465	2,987	398	10.0
HYUNDAI MOTOR	Hyundai Motor	韓国	5,992	21,838	1,197	13.8
FORMOSA PLASTICS	Formosa	台湾	5,946	1,894	285	10.2
LG ELECTRONICS	LG	韓国	4,971	11,530	231	12.3
QUANTA COMPUTER	Quanta	台湾	4,931	4,135	313	22.5
ASUSTEK COMPUTER	Asustek	台湾	4,666	2,435	289	15.1
FORMOSA CHEMICALS&FIBRE	Formosa	台湾	4,494	2,511	316	11.2
CHINATRUST FINANCIAL HOLDINGS	China Trust	台湾	3,869	NA	190	8.3
MAXIS COMMUNICATIONS	T.Ananda Krishnan	マレーシア	3,709	992	250	31.2
ADVANCED INFO SERVICE	Shinnawatra	タイ	3,551	1,949	274	22.4

(単位:百万ドル、%)

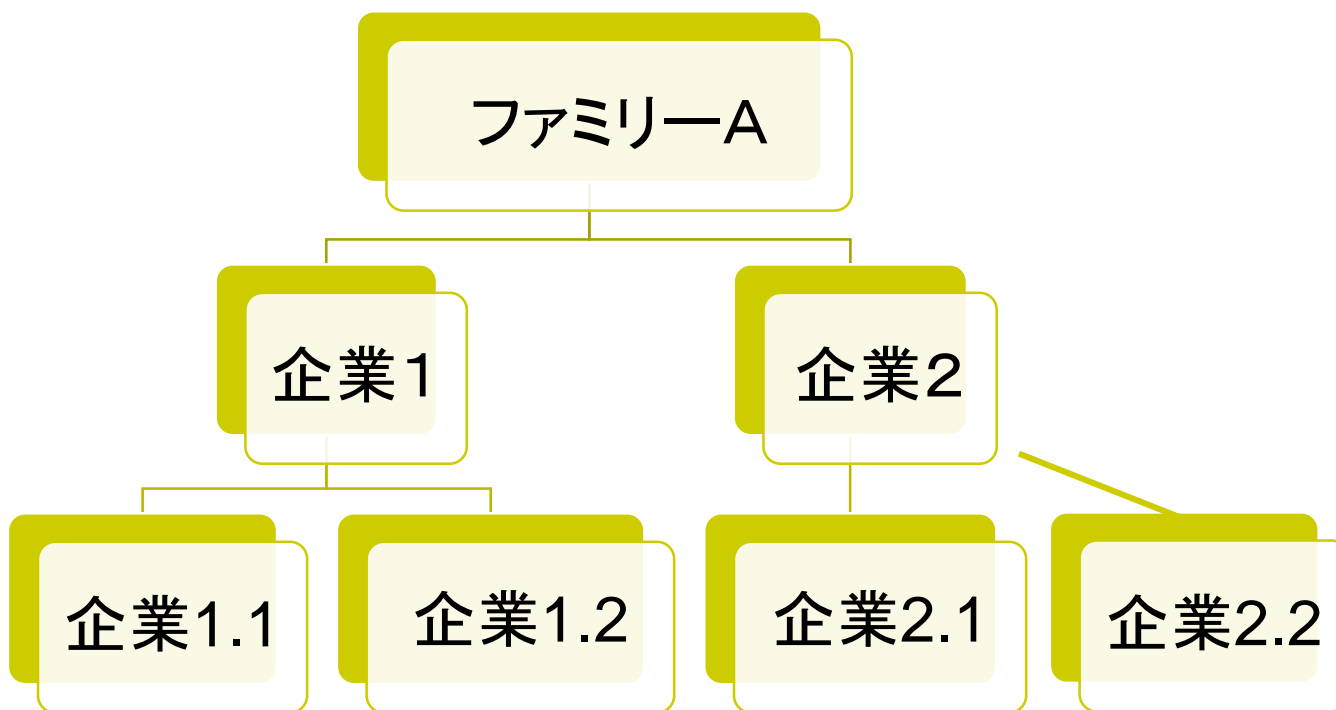
企業名	グループ名	国および地域	時価総額	売上高	税引後利益	ROE
TAIWAN CELLULAR	Pacific Electric Wire&Cable	台湾	3,231	1,328	430	23.3
PUBLIC BANK	The Hiong Piow	マレーシア	3,127	NA	203	11.3
SAMSUNG SDI	Samsung	韓国	3,036	3,797	486	18.3
COMPAL ELECTRONICS	Kinpo	台湾	2,922	3,356	228	16.9
SAMSUNG FIRE&MARINE INSURANCE	Samsung	韓国	2,756	3,393	228	15.7
KIA MOTORS	Hyundai Motor	韓国	2,722	11,655	532	15.7
SIAM COMMERCIAL BANK	Crown Property Bureau	タイ	2,652	NA	-299	NEG
LG CHEM	LG	韓国	2,451	4,505	286	24.4
RESORTS WORLD	Lim Gog Tong	マレーシア	2,528	732	169	16.8
SHINSEGAE	Shinsegae	韓国	2,517	5,169	204	17.8
AU OPTRONICS	Benq	台湾	2,504	2,176	174	7.7
GENTING	Lim Goh Tong	マレーシア	2,484	930	200	11.8
GUDANG GARAM	Gudang Garam	インドネシア	2,315	2,520	251	20.2
SAMSUNG ELECTRO-MECHANICS	Samsung	韓国	2,259	2,724	173	11.2
CHINA MOTOR(CMC)	Yulon	台湾	2,243	1,578	168	16.2
ACER	Acer	台湾	2,127	1,214	248	7.8
WINBOND ELECTRONICS	Walsin	台湾	2,117	925	-121	NEG
YULON MOTOR	Yulon	台湾	2,114	1,019	157	13.3
NANYA TECHNOLOGY	Formosa	台湾	2,090	857	67	NEG
HM SAMPOERNA	Sampoerna	インドネシア	2,085	1,821	201	31.6
BANGKOK BANK	Sophonpanich	タイ	2,003	NA	150	11.3
BENQ	Benq	台湾	1,981	2,687	213	17.9
HYUNDAI MOBIS	Hyundai Motor	韓国	1,967	3,428	334	29.1
LITE-ON TECHNOLOGY	liteon	台湾	1,942	1,420	148	12.5
KASIKORNBANK	Lamsam	タイ	1,902	NA	160	19.1

注)時価総額は2003年5月末時点、収益指標は2002年時点。

NA:データなし NEG:リターンがマイナス

出所) *Business Week's* The Top 200 Emerging-Market Companies(2003年7月14日号)ほか

ファミリービジネスの基本構造



ピラミッド型の所有構造 (pyramid ownership structure)
グループ企業間での株式の相互持合 (cross-shareholdings)

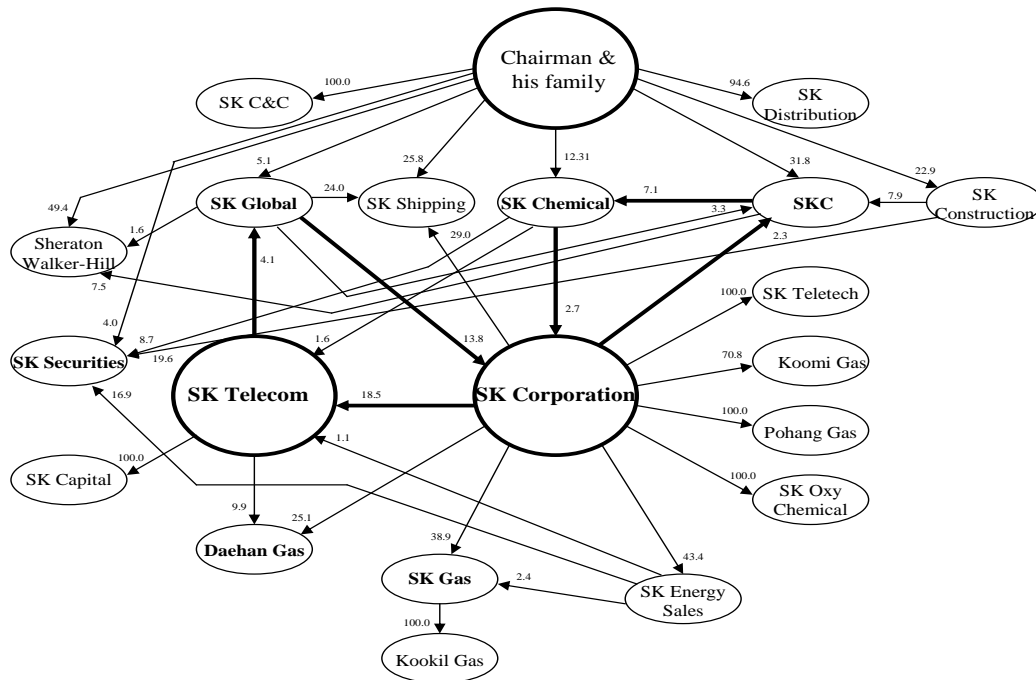
企業の表面的あるいは直接的な所有構造 (immediate ownership structure)



企業の究極的な所有構造 (ultimate ownership structure)

韓国財閥(chebol)企業の具体例

SKグループの所有構造



東アジア企業の所有構造

東アジアにおける企業支配構造

(単位: %)

	企業数	分散所有	家族支配	国営	分散所有の 金融機関	分散所有の 非金融法人
10% cutoff						
香港	330	0.6	64.7	3.7	7.1	23.9
インドネシア	178	0.6	68.6	10.2	3.8	16.8
日本	1,240	42.0	13.1	1.1	38.5	5.3
韓国	345	14.3	67.9	5.1	3.5	9.2
マレーシア	238	1.0	57.5	18.2	12.1	11.2
フィリピン	120	1.7	42.1	3.6	16.8	35.9
シンガポール	221	1.4	52.0	23.6	10.8	12.2
台湾	141	2.9	65.6	3.0	10.4	18.1
タイ	167	2.2	56.5	7.5	12.8	21.1
20% cutoff						
香港	330	7.0	66.7	1.4	5.2	19.8
インドネシア	178	5.1	71.5	8.2	2.0	13.2
日本	1,240	79.8	9.7	0.8	6.5	3.2
韓国	345	43.2	48.4	1.6	0.7	6.1
マレーシア	238	10.3	67.2	13.4	2.3	6.7
フィリピン	120	19.2	44.6	2.1	7.5	26.7
シンガポール	221	5.4	55.4	23.5	4.1	11.5
台湾	141	26.2	48.2	2.8	5.3	17.4
タイ	167	6.6	61.6	8.0	8.6	15.3

注) 各国および地域の企業の1996年(または、その近傍)時点での所有構造をもとに、それぞれの支配構造を明らかにし、5形態に分類したもの。

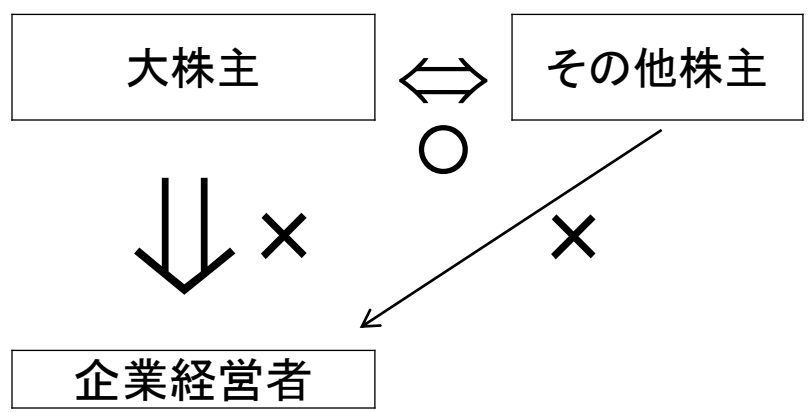
10%(20%) cutoffとは、支配構造を特定化する際のvoting rights(議決権)の最低水準が、10%(または20%)であることを意味する。

出所) Claessens, Djankov, and Lang (2000)

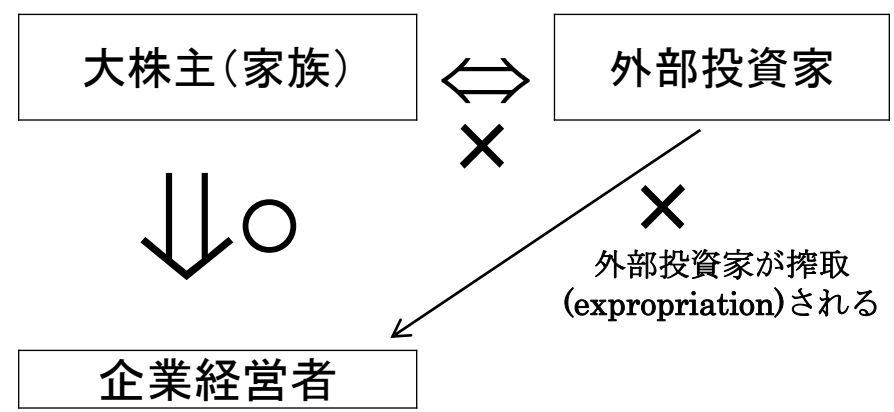


コーポレート・ガバナンス問題の比較

1. 非ファミリー・ビジネスの場合



2. ファミリー・ビジネスの場合





搾取(expropriation)の具体的メカニズム

1. ファミリーが企業グループを実質的に支配している場合には、グループに属するそれぞれの企業の経営状態を勘案しつつ、ある企業には不利益となるが別の企業には利益が出るようにグループ内の企業間の取引を作為的に設定するかもしれない。(移転価格の操作)。このようなグループ内企業間の取引の対象としては、自社の生産物に加えて、土地、建物、機械等の固定資産や現預金および有価証券などに及ぶ可能性あり。

銀行預金：Bangkok Bank of Commerceの経営者が、支配下にあるオフショア会社に銀行の資金を移転

株式：United Engineers Malaysiaが財務危機に陥った親会社Renongの株式を救済目的により高値で取得。



搾取(expropriation)の具体的メカニズム

2. ファミリービジネスでは、しばしば最高経営責任者が、そのファミリーから送り込まれている。その経営者がperks という形で、ファミリーや自分自身の利得(private benefits)を高めるために行動するかもしれない。
3. 新株発行に伴うファミリーへの割当
4. 明白な窃盗
5. 不正会計を通じた搾取



アジア危機とコーポレート・ガバナンス

World Bank(1993)によれば、東アジア地域は、長期に渡って奇跡的ともいえる経済発展を成し遂げてきており、将来的にも確固たる発展が持続。

1997年7月のタイ・バーツの危機を発端として、通貨危機が東アジア諸国に蔓延。

マクロ経済学的あるいは国際金融論的アプローチ 経済のファンダメンタルズの悪化、対外債務の累増、投 機資金の役割

コーポレート・ガバナンスに基づくアプローチ weak corporate governance

- 外部投資家保護という制度的側面に焦点を当てるもの。
- ファミリービジネスという企業の所有構造の特色に着目するもの。

投資家保護の意義



株主の権利: 企業収益に見合った配当を受け取る権利、株主総会への出席、株主総会での議案の提出、取締役の選出、取締役の経営責任を追及するための訴訟(株主代表訴訟)、株式の売買などの判断を下すための情報の取得など。

債権者の権利: 債務者に対して債務の履行を請求することができるが、債務者が任意に債務を履行しないときには、裁判所に訴えて強制的に履行させることができる。とりわけ、債権者の権利が法規によって保護されているか否かという点で重要性が高いのは、主に企業破綻や企業再生の手続きに関係したもの。すなわち、担保付き債権者が担保権の実行によって資金回収が可能か、抵当権における優先権が保護されているか、債権者が新たな経営者を任命することができるか、など。

法規の強制力：法規の中味の問題と同等に重要。法規の強制力は、本来的には裁判制度によって保障されるべきものであるが、裁判所による判決が、何年もの長期を要したり、政治的圧力にさらされるなどの弊害があるケースあり。



外部投資家にとっては、強制力を伴った権利の存在は、適正な収益を確保するうえで必要不可欠。それらが欠如していると、内部者としてのファミリーや経営者は、債権者への返済や一般の株主への利益配分を積極的に実施しようとはせず、搾取が深刻化。

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (1998)

投資家保護の程度

権利強: 英米法 (common laws) に基づく国々 (英、米、タイ、マレーシアなど)



権利中: ドイツ大陸法 (civil laws) に基づく国々 (独、日本、韓国など)
スκανジナビア civil laws に基づく国々 (北欧諸国)



権利弱: フランス civil law に基づく国々 (仏、インドネシア、フィリピンなど)

法規の強制力

強: スκανジナビア civil laws およびドイツ civil laws



中: common laws



弱: フランス civil law

東アジアのコーポレート・ガバナンスに関する実証分析



Johnson, Boone, Breach and Friedman (2000)

仮説: 支配株主や経営者などの内部者は、経済の先行きが明るい限りにおいては外部投資家を厚遇し、外部資金調達を継続しようと努める。しかしながら、経済環境がひとたび悪化しはじめると、内部者は外部投資家を搾取しようとする。その場合、投資家保護が脆弱な国々では、外部者は内部者による搾取に対抗することができず搾取が広がることによって、投資家保護が脆弱な国々の株式価値や通貨価値は、そうでない国々に比べてより大幅に下落する。

実証: 1997年から98年にかけてのアジア危機の時期を対象に、25の新興市場国(emerging markets)の外国為替相場と株式市場の動向を分析。その結果、投資家保護に関連するコーポレート・ガバナンス変数が、危機発生時における各国の通貨価値や株価の下落の程度を有効に説明し、それらの説明力は、対外収支、財政赤字、累積債務などのマクロ変数の説明力に比べても、全般的に高い。



La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2000)

仮説：全般的な投資家保護の有効性は、企業の配当状況に表れる。すなわち、企業活動を通じて生み出される利得は、本来はすべての投資家に出資割合に応じて帰属すべきものであるが、内部者がその利得を外部株主から搾取しようとする可能性がある。そして、投資家保護制度が有効に機能していれば、その利得は適正な配当を通じて無事に外部株主にも配分されるものの、投資家保護が不十分であれば、内部者によってその利得は搾取され、結果として配当は低率にとどまる。

実証：33か国に渡る4千社の企業データに基づく分析。投資家保護の面で優れているとみられる英米法に基づく国々では、日独仏などの大陸法に基づく国々に比べて、企業の配当が総じて高いという彼らの仮説と整合的な結果。



情報開示と所有構造の効果

Mitton (2002): 東アジア5か国(インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピンおよびタイ)の情報開示の質などの要素を企業別に捉えて、1997年7月から98年8月までのアジア危機の期間における企業パフォーマンスとの関係を分析。

情報開示の質を示す具体的尺度

- 企業がアメリカ預託証券(American depository receipt: ADR)を発行しているか否か。NYSE やNasdaq に上場することを目的にADRを発行する企業は、アメリカの一般会計原則(generally accepted accounting principles: US GAAP)や証券法にしたがうとともに、証券取引委員会(SEC)への登録や報告を施さなければならない。



- 企業が6大国際会計事務所のいずれかの監査を受けているか否か。これらの監査法人は、東アジアの現地の監査法人に比べて、監査の質や業務の独立性の面で優れており、それらの監査を受けている企業は、粉飾決算が有効に除去され、経営の透明性が確保されている？

Mitton (2002)によれば、このような情報開示の質を表す変数は、企業パフォーマンスと密接に関連。すなわち、ADRを発行している企業と6大監査法人の監査を受けている企業のアジア危機の最中における株式収益率は、そうでない企業に比べて10.8%および8.1%、それぞれ高め。



所有構造に着目した実証研究

Lemmon and Lins (2003)

企業の所有構造のなかでも次の二つの要素に着目。

- voting rightsとcash-flow rightsとの乖離。
- 経営陣が実質的に企業の支配権を有しているか否か。

彼らは、東アジアの8地域を対象に、1997年7月1日から1998年8月1日までの危機発生直後の期間に、それらの要素が企業の株式収益率にいかなる効果を及ぼしたのかを分析。



800社をサンプルとする計測によると、voting rightsとcash-flow rightsとが乖離している企業では、そうでない企業に比べて株式収益率が12%ポイントも低く、とりわけ経営者が企業の支配権を有している企業では株式収益率の悪化幅は20%ポイントに拡大することが明らかになっている。それらの背景としては、アジア危機によって企業の投資環境が悪化し、経営者を送り込んでいた支配株主が零細株主を搾取しようとするインセンティブが高まったこと、voting rightsとcash-flow rightsとが乖離している場合には、内部者が外部者を搾取するインセンティブが一層高まり、搾取がなされやすい状況であった。



アジア危機の中期的分析

インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイの5か国を対象。

花崎・劉 (2003)

危機前(1994年～96年)と危機後(1997年～2000年)の分析。

- 所有の集中は、危機前には企業パフォーマンスに影響を及ぼさないが、危機後にはパフォーマンスを悪化させる。
- voting rightsとcash-flow rightsとの乖離は、危機前には企業パフォーマンスに影響を及ぼさないが、危機後にはパフォーマンスを悪化させる。

Hanazaki and Liu (2007)

ファミリービジネスと独立型企業の設備投資行動の比較。

- ファミリービジネスは、独立型企業に比べて、設備投資が内部資金に制約される。⇒外部資金コストが割高。



クローニー資本主義(crony capitalism)

大規模なファミリービジネス・グループと政府部門との癒着

政府や政治家と密接な関係を構築して、国民経済に無視しえない影響力を及ぼす。

例). マクロ経済政策、公共事業、法体系(独禁法、会社法など)など。



資源配分や所得分配を歪め、経済が危機的な状況に陥った際の混迷を深める。



中国の経済発展メカニズム

新興国の経済発展には、コーポレート・ガバナンスの改革や投資家保護の法制度の整備が重要。

しかしながら、1990年代から2000年代にかけて著しい成長を遂げた中国では、そのような要素は整っていなかったのではないか？

なぜ、中国は成長できたのか？

政治制度の違い？

代替的なメカニズムが存在？

- 伝統的な儒教精神に基づく投資家と企業間あるいは企業相互間の評判や信頼関係の重要性
- 生産物市場における競争条件

全体のまとめ



1. 東アジアでは、大企業を含めて、ファミリービジネスが多い。
2. ファミリービジネスのコーポレート・ガバナンスの問題は、分散所有型の企業と大きく異なる。
ファミリーと外部投資家との利害対立。
3. その問題を緩和するためには、投資家保護の法制度が重要。
4. クローニー資本主義
5. 中国の経済発展のメカニズム