

## 第5章

# 企業ガバナンス改革と企業の所有経営

佐藤 百合

### はじめに

世界銀行は、アジア通貨危機の発生から1年後の1998年に刊行した『東アジア：再生への途』のなかで、危機の起源について次のように指摘している。東アジア経済には、「奇跡」の陰で構造的な脆弱性が生じており、それは三つの相互に関連する要因から成っていた。第1は巨額の経常赤字をファイナンスするための短期資本の流入、第2は健全経営規制と監督を欠いた国内金融市場の自由化、第3は企業部門の非常に高い債務比率である（World Bank [1998: 邦訳xi-xii]）。

第3の点である企業部門の高い債務比率を生む土壌となったのは、弱体な企業ガバナンスであったと、同書は指摘する。金融危機が発生したのは、弱体な企業ガバナンス・システムが銀行や企業を市場規律から遠ざけてきたためであった。東アジアの企業ガバナンスは、「内部監視も外部モニタリングも行われず、実効のない取締役会、弱い内部コントロール、信頼できない財務報告、適切な情報開示の欠如、規制遵守の不徹底、そして粗雑な監査が特徴であり、これらの問題が損失の未報告や負債の過少評価を生み出した」（World Bank [1998: 120]）。企業の所有構造もまた、高い債務比率を生み出す一因であった。東アジアに一般的な組織形態は、家族による集中的な所有と支配、多角化した企業グループである。所有の集中は、企業の経営および投

資の効率を高める可能性がある反面、「経営を支配する所有者が、ほかの投資家や利害関係者の権利を奪い、あるいは利益の最大化以外の個人的な目的を追求することにつながる可能性がある。また、経済や企業が成熟し複雑になるにつれて必要になる専門経営者の成長を妨げるかもしれない」。このような所有集中度の高い企業ほど、実際に債務比率が高くなる傾向が認められた (World Bank [1998: 105-106])。以上が、世界銀行、そして国際通貨基金 (IMF) にも共有された基本的な問題認識であり、この認識のもとに IMF 支援下に入った危機国では企業がバナンス改善のための制度改革が推進されることになった。

World Bank [1998] の論理をいま一度確認しておくと、企業の過剰債務問題の一因は市場規律の欠如であり、市場規律の欠如をもたらしたのは脆弱な企業ガバナンスであり、そして脆弱な企業ガバナンスの背後には家族による所有の集中と経営支配がある、というものであった。そこで、IMF・世銀による処方箋は、(1)企業に対する市場規律を強化する、(2)企業ガバナンスの枠組みを改善、強化する、(3)企業の家族所有の集中と経営未分離に起因するマイナス面を是正する、の3点を中核とするものとなった。

(1)については、韓国やタイでは、負債比率を高める銀行中心の間接金融から、株式・社債市場中心の直接金融へと企業金融を切り替えることが改革の方向性となった (深川 [2002], 末廣 [2002])。しかし、インドネシアに対する IMF の処方箋には、間接金融から直接金融への切り替えは提示されなかった。その代わり、証券市場にすでに上場している企業に対して市場規律を強化する方針がとられた。この違いの理由は明らかではないが、おそらく韓国、タイに比べてインドネシアの証券市場の市場規律は低いとみなされており、また社債市場の規模も小さいことから<sup>①</sup>、証券市場の積極的な活用を促すよりもまずは市場の規律機能を改善することが先決と判断されたものと推測される。(2)に関する処方箋は各国ともほぼ同じで、「OECD企業ガバナンス原則」などを参照した各国の「企業ガバナンス・コード」(規範)を策定し、その遵守を進めていくことである。そのなかで共通して強調されていた点は、①少

数株主への保護、②独立（あるいは社外）役員の配置、③監査制度の強化、④情報開示、であった。これらの強調点はすなわち、③の問題である支配的株主に対する規律づけを十分に意識したものであった。所有と経営の分離、あるいは監督機能と執行機能の分離、支配的株主から分離された「独立」経営者による監査制度、そして市場への情報開示の徹底がそれである。

本章は、以上のような世銀の問題認識は的確だったのか、その問題認識に基づくIMF・世銀の処方箋としての企業ガバナンス改革ははたして適切なのかを、インドネシア企業の所有経営実態に即して再検討することを目的とする。そのためにも、上場企業を主たる対象としたインドネシアの企業制度改革がどのように進んだのかを整理することが、本章の第1の課題である<sup>(2)</sup>。次に、「企業部門の構造的脆弱性の本質は家族所有の集中にあり」とする世銀の問題認識を、上場企業の所有経営の実態分析に基づいて再吟味することが、第2の課題である。クラッセンスを中心とする世銀の研究者グループは、東アジア9カ国2980社を対象に企業の所有構造に関する精力的な研究を行い、所有の集中、少数の家族による高水準の企業支配、支配的株主による少数株主に対する収奪、高い負債比率、低い市場評価、企業グループ化、事業の多角化といった特徴を、相互に関連づけながら論証した (Claessens, Djankov and Lang [1998] [1999] [2000], Claessens, Djankov, Fan and Lang [1999a] [1999b])<sup>(3)</sup>。このなかでインドネシアについては、たとえば、上場企業の株式時価総額に占める上位1家族による企業支配の比率は17%、上位15家族では62%にも達し、9カ国中飛び抜けて高いという結果も報告されている (Claessens, Djankov, Fan and Lang [1999: 24, 36], World Bank [2000: 68])。彼らの一連の研究は、企業の所有構造が脆弱な企業ガバナンスや低い企業パフォーマンスの一因であることを示し、先に述べたWorld Bank [1998] の問題認識に強力な論拠を与えてきた。しかしながら、彼らの研究は、国別比較は行っていない、インドネシア一国において家族所有集中型の企業を析出し、それを他の所有形態の企業と比較してパフォーマンスの優劣を確認するところまでは行っていない。また、分析の対象は所有に限定され、経営構造、所有と経営

のリンクの問題には踏み込んでいない。所有構造についても、株式所有データから機械的に「究極の株主」を割り出しているため、「企業家である所有者」と「寄生的な株主」を区別できないという問題が生じている。その結果、本来はインドネシア最大のサリム・グループなど五つの独立した企業グループへの寄生的株主であるスハルト（Soeharto）家を、これら企業グループ群を包括的に傘下におさめるインドネシア最大の企業家家族と見なすという、企業経営の実態と乖離した評価を導いている<sup>(4)</sup>。そこで、もう一度インドネシア企業における所有集中、家族所有、経営との未分離、企業グループ化といった現象の実態を把握し、こうした企業の特徴が高い負債比率や低い収益率といった問題のある企業パフォーマンスに直結していたかどうか再検討することは一定の意味があるだろう。

そして、本章の第3の課題は、以上の企業の実態分析から明らかになった事実を前提にして、第1の課題で整理した企業ガバナンス改革は有効だと評価できるのか、もし有効性が疑われるのであれば、どのような制度改革ならば意味があるのかを考察することである。以下、第1節では、本章が分析の対象とする上場企業と証券市場について、インドネシア企業部門における位置づけと特徴を概観しておく。第2節では、第1の課題である企業ガバナンス改善に関わる企業制度改革の進捗と内容について整理する。第3節では、第2の課題であるインドネシア企業の所有経営構造の分析を行い、集中所有型、個人・家族所有型、所有・経営一致型、企業グループ系といった企業が上場企業全体のなかでどの程度の位置づけを占めるのか、それらの企業の所有経営構造に危機の前後でどのような変化が起きているか、そして危機前後のそれら企業のパフォーマンスは分散所有型や所有・経営分離型などに比べて劣っていたかどうかを検証する。その分析を踏まえて、最後に第4節で、第3の課題であるインドネシアの企業ガバナンス改革の有効性について考察する。

## 第1節 インドネシアの上場企業と証券市場

### 1. 企業部門における上場企業の位置づけ

最初に、本章の分析対象である上場企業が、インドネシアの企業部門のなかでどのような位置づけを占めるのかをみておこう。表1は、インドネシアの1000大企業と上場企業を比較したものである。1000大企業は、企業調査機関CISI Raya Utamaによる最新の『非金融1000大企業総覧』に掲載された1998年時点での売上高データと、Ekofin Konsulindoの「銀行データベース」(163銀行)に基づく同年の銀行の貸出額 (total net loans) によって、銀行を含む売上高上位1000社を選別し直したものである<sup>5)</sup>。

これをみると、1000大企業のうち上場企業は164社で、全上場企業274社の60%しかカバーしていないが、売上高で見ればその164社は全上場企業の99.97%を占めている。出所の異なるデータ間に齟齬がある可能性も考えられるが、経済規模の大きい上場企業はほとんど1000大企業に含まれるとみてよいだろう。ところが逆に、1000大企業の側から上場企業の割合をみると、企業数では16%、売上高でも3割弱にすぎない。この割合が低いのは、国営企業と外資系企業の大多数が上場していないためである。国営企業は1000大企業のなかの112社(国営企業の子会社・孫会社を含む)、売上高合計額の33%を占める重要な存在だが、そのうちのわずか6社(5%)、売上高で13%相当しか上場していない。外資系企業も同様で、1000大企業のうち293社、売上高合計額の21%を占めるにもかかわらず、そのうち上場企業は24社(8%)、売上高でみた割合もわずか9%にとどまっている。上場しているのは、1970年代までに進出した古参の欧米系、日系企業の一部で、1980年代末以降に急増した日系、韓国系などの新興外資製造企業や合併銀行はほとんど上場していない。

これに対して、国内民間企業は1000大企業のうち595社、売上高合計額の

表1 インドネシアの上場企業と1000大企業の比較（1998年）

所有／事業分類	上場企業		1000大企業				上場企業の割合	
	企業数 (社)	売上高 (10億ルピア,%)	企業数 (社)	売上高 (10億ルピア,%)	うち上場企業 企業数 (社)	売上高 (10億ルピア,%)	企業数 (%)	売上高 (%)
全企業	274	252,708	1,000	882,417	164	252,620	16.4	28.6
[所有別]								
国内民間企業	231	81.0	595	46.0	134	78.6	22.5	48.9
うち企業グループ系	126	67.1	305	36.1	80	69.1	26.2	54.9
国営企業	9	11.1	112	32.7	6	14.9	5.4	13.0
外資系企業	34	7.9	293	21.2	24	6.5	8.2	8.8
[非銀行／銀行]								
非銀行	253	80.0	899	73.7	146	65.3	16.2	25.4
銀行	21	20.0	101	26.3	18	34.7	17.8	37.7

(注) (1) 企業は1998年売上高、銀行は同年末の貸出残高を売上高に代用した。

(2) 所有別分類は、各企業の最大株主の所有によって判別した。

(3) 企業グループ系とは、ここでは1996年グループ売上ランキング(Warta Ekonomi, 9(27), 24 Nov. 1997)に基づく上位100企業グループの傘下企業とした。

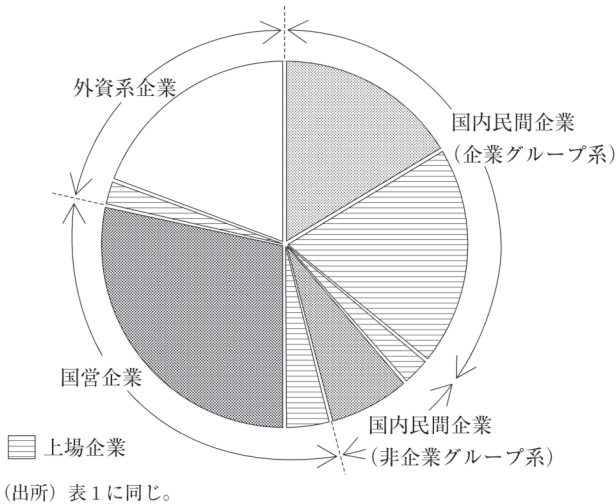
(4) 外資系企業は、外資側とインドネシア側の出資比率が同率の企業を含む。

(出所) 上場企業はECFIN [1999]、売上高上位1000社はCISI Raya Utama [1999] およびEkofin Konsulindo [2000] より集計。

46%を占めており、このうちの134社(23%)、売上高で見れば49%が上場企業である。すなわち、上場企業データは、国営企業と外資系企業についてはカバレッジがきわめて低い、国内民間企業に限ってみれば1000大企業に含まれる国内民間企業のうち売上高ベースで5割をカバーしていることになる。

次に、国内民間企業のなかの企業グループに注目してみると、100大企業グループの傘下企業は1000大企業のうち305社あり、国内民間企業のなかでは51%（企業数）、78%（売上高）と高い比重を占めている。興味深いのは、グループ系企業の場合、上場企業の割合が企業数で26%、売上高で55%と、非グループ系企業のそれぞれ18%、27%よりも高いことである。企業グループは多数の傘下企業を抱え（1996年時点の100大企業グループの傘下企業数は合計3957社）、そのうちのほんの一部分しか上場していない（表1では126社）のは

図1 1000大企業の所有構造と上場企業の位置づけ（1998年売上高ベース）



事実だが、各業界で主導的地位を占める有力傘下企業に限れば、予想外に上場している割合は高いのである。こうした有力傘下企業は1000大企業のなかに含まれると推定されるので、上場企業データのカバレッジは、企業グループの実質的な経済活動規模の半分程度に達しているとみてよいだろう。以上をまとめて、インドネシアの1000大企業の所有別構成とそれぞれにおける上場企業の位置づけを図1に示した。国内民間大企業の主要な特徴を論ずる目的であれば、上場企業データ分析は一定の有効性をもつといってよからう。

上場企業には、指摘しておくべきひとつの特徴がある。それは、企業間の経済規模の格差が著しい、言い換えれば、上位集中が激しいという点である。先述のように、1000大企業に含まれない全体の4割にあたる上場企業は、売上高ではごく微細な規模でしかなかった。表2で上場企業の上位集中度を見ると、上位10社の売上高合計額が全体に占める割合は34～39%、上位100社のそれは86～89%に達しており、しかも近年上昇する傾向にあることがわかる。したがって、上場企業全体の特徴ではなく、国内民間大企業の傾向をつかむ目的であれば、上位100社に絞った上場企業データを詳細に分析した方が合理

表2 上場企業売上高の上位集中度 (1996~2000年)

(%)

	1996	1998	2000
上位10社／100社	39.7	39.0	44.1
／全上場企業	34.3	34.1	39.1
上位100社／全上場企業	86.4	87.3	88.6
売上高合計 (兆ルピア)	134.2	252.7	324.1
対名目GDP比 (%)	25.2	26.4	25.6
上場企業数 (社)	261	274	305

(出所) ECFIN [various years] より算出。

的かつ簡便である。本章では、上場企業全体のデータと、売上高上位100社に絞った詳細データの2種類を、目的に応じて使うことにする<sup>(6)</sup>。

## 2. 証券市場の発展と企業の資金調達

インドネシアの企業部門、少なくとも国内民間企業部門において、上場企業が上述のような一定の位置を占めるようになったのは、それほど古いことではない。ここでは、インドネシアにおける証券市場の発展と、それにとまなう企業の資金調達面からみた国内証券市場の位置づけの変化を簡単に確認しておく。

表3に、1985年以來のジャカルタ証券取引所の発展を示す主要データをまとめた。インドネシアにおける証券市場のルーツは植民地期に遡るが、現在にいたる証券取引所が開設されたのは1977年のことである。しかし、表3が示すように、ジャカルタ証券取引所の上場企業数は1988年まではわずか24社にとどまり、市場としての機能を果たしていなかった。転機は、1987年12月の規制緩和政策（通称Pakdes 87）によってもたらされた。証券市場の発展を抜本的に促すべく、同政策では、上場要件の緩和、証券発行手数料の撤廃、発行額の49%を上限とする外国人証券投資の解禁（銀行を除く）が決定された。さらに、銀行預金と証券投資との税制上の不均等を是正すべく、1988年10月の金融自由化政策（通称Pakto）で銀行預金利子に20%の源泉徴収課税が導入



表3 ジャカルタ証券取引所の発展（1985～2003年，年末値）

年	上場 企業数 (社)	上場 取消し (社)	上場株式数 (1,000株)	株式時価総額 (10億ルピア)	対名目 GDP比 (%)	株価指数 (IHSG)
1985	24	0	57,828	94.2	0.1	66.5
1986	24	0	58,350	94.2	0.1	69.7
1987	24	0	58,569	100.1	0.1	82.6
1988	24	0	72,844	449.2	0.3	305.1
1989	56	0	432,840	4,309.4	2.6	399.7
1990	123	0	1,779,937	14,186.6	7.2	417.8
1991	139	0	3,729,481	16,435.9	7.2	247.4
1992	153	0	6,253,916	24,839.4	9.6	274.3
1993	172	1	9,787,393	69,299.6	21.0	588.8
1994	217	3	23,854,340	103,835.2	27.2	469.6
1995	238	1	45,794,658	152,246.5	33.5	513.8
1996	253	1	77,240,833	215,026.1	40.4	637.4
1997	282	1	135,668,884	159,929.9	25.5	401.7
1998	288	0	170,549,123	175,729.0	18.4	398.0
1999	277	20	846,131,139	451,814.9	41.1	676.9
2000	287	10	1,186,306,672	259,621.0	20.5	416.3
2001	316	2	884,192,510	239,271.2	16.3	392.0
2002	330	5	939,544,513	268,423.0	16.7	424.9
2003	331	3	829,359,788	460,366.0	25.8	691.9

(出所) Jakarta Stock Exchange, *JSX Statistics 2002*, Jakarta, 2002, および資本市場監督庁 (<http://www.bapepam.go.id>), ジャカルタ証券取引所 (<http://www.jsx.co.id>) ホームページほかより作成。

された。

この新政策を機に、1988年に株価指数が急伸、1989年からは国内民間企業に上場ラッシュが起きた。それまできわめて情報閉鎖的であった華人系企業グループが、先を競うように有力傘下企業を上場し始めたのである。彼らの狙いのひとつは、株価指数の急伸に反応したキャピタルゲインにあったろう。加えて、折しも1988年Pakto後の銀行設立ラッシュ（本書第4章参照）、外国直接投資と工業製品輸出に牽引された好景気を迎え、投資資金の実需が急速に拡大したため、企業は国内銀行借入よりもコストの低い株式市場調達に積極

的に動いた。さらには、解禁された外国人投資家によるポートフォリオ投資も増加した。全上場株式に占める外国人による株式保有比率は1996年には28%に達した。

これらの資金需給両面からの要因を背景に、1989年以降1996年まで、ジャカルタ証券取引所における上場株式数と株式時価総額は、毎年倍々ゲームに近い勢いで伸び続けた。1988年までは1%に満たなかった株式時価総額の名目GDP比は、1993年に20%を超え、1996年には40%に達した。上場企業数は1994年に200社を超えた。1989年に開設されたスラバヤ証券取引所も同様の趨勢を示している。こうした急激な証券市場の発展が、経済主体としては重要な位置を占める国営企業や外資系企業ではなく、もっぱら国内民間企業による新規上場・増資によっていたことは、先にみたとおりである。

しかし、1997年の通貨危機によって右肩上がりの証券市場の発展は中断された。1997年から2001年にかけて、経済危機とスハルト体制崩壊にともなう政治的混乱を反映して株価指数は低迷し、その結果株式時価総額のGDP比でみた証券市場規模は縮小した<sup>(7)</sup>(1999年第4四半期のアブドゥルラフマン・ワヒド〈Abdurrahman Wahid〉政権誕生にともなう株価上昇は一時的なものでしかなかった)。企業の財務破綻や銀行の閉鎖などで1999～2000年には上場取消し数が増えた。しかし、この期間を通じて企業の上場は途絶えることなく、また全上場企業の売上高合計額の規模は危機前と同じGDP比25～26%の水準を維持していた(表2)。この事実は、証券市場の低迷にもかかわらず、上場企業が国内経済活動のなかで一定の重要性を保ち続けたことを示している。

以上の過程を、企業の資金調達構造における国内証券市場の位置づけという観点から捉え直したのが、表4である。表では、企業の資金調達の源泉を、①国内直接金融、②国内間接金融、③海外直接・間接金融の三つに分け、それぞれ①株式時価総額と社債発行残高、②国内商業銀行の貸出残高、③海外からの銀行借入・社債発行による資金調達(民間対外債務)残高<sup>(8)</sup>のルピア換算値を用いて、全体に対する各資金源の構成比とGDP比を示した。

これをみると、1985年には66%を国内銀行借入に依存していた企業の資金

表4 インドネシア企業による資金調達の源泉 (1985~2003年)

(単位:10億ルピア)

企業の資金調達手段	1985	1990	1995	1996	1997	2000	2003
				[危機前]	[危機後]		
①国内直接金融							
株式市場調達	94	14,187	152,246	215,026	159,930	259,621	460,366
社債発行	354	2,090	8,694	11,535	18,740	28,787	63,486
②国内間接金融							
銀行借入	16,926	97,322	247,480	299,261	386,777	256,911	392,092
③海外直接・間接金融							
海外資金調達	8,286	39,433	111,347	130,750	334,577	574,177	457,085
合 計	25,660	153,031	519,767	656,572	900,024	1,119,496	1,373,028
[構成比](%)							
株式市場調達	0.4	9.3	29.3	32.7	17.8	23.2	33.5
社債発行	1.4	1.4	1.7	1.8	2.1	2.6	4.6
銀行借入	66.0	63.6	47.6	45.6	43.0	22.9	28.6
海外資金調達	32.3	25.8	21.4	19.9	37.2	51.3	33.3
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
[名目GDP比](%)							
株式市場調達	0.1	7.2	33.5	40.4	25.5	20.5	25.8
社債発行	0.4	1.1	1.9	2.2	3.0	2.3	3.6
銀行借入	17.5	49.2	54.4	56.2	61.6	20.3	21.9
海外資金調達	8.5	19.9	24.5	24.6	53.3	45.4	25.6
名目GDP(10億ルピア)	96,997	197,721	454,514	532,568	627,695	1,264,919	1,786,691

(注) 1995~97年の海外資金調達は借入のみ。他は社債などを含む。

(出所) 株式・社債は表2に同じ。銀行借入はインドネシア銀行月報および同ホームページ月報 (<http://www.bi.go.id>)、海外資金調達は1985~90年: World Bank, World Debt Tables, 1995~2000年: 石田 [2001: 351.355] に基づくインドネシア銀行資料の数値, 2003年: インドネシア銀行ホームページ月報。

調達源は、1990~96年に構造的な変化を示している。ひとつはGDP比でみた銀行借入の規模が飛躍的に拡大したことであるが、同時に国内株式市場と海外資金調達という二つの新しい源泉が急速に重要性を増した。とりわけ国内株式市場からの調達は、1996年には銀行借入残高に肉薄するまでの規模にいたった。通貨危機後の最も顕著な変化は、銀行借入残高の急激な収縮である<sup>(9)</sup>。株式市場は低迷したとはいえ、企業の資金調達構造のなかでの相対的

な位置は銀行借入ほど劇的に後退せず、2003年には危機前とほぼ同じ位置にまで戻している<sup>(10)</sup>。インドネシアの証券市場は、その絶対的な規模では先行ASEAN諸国のなかで小さい方だが<sup>(11)</sup>、1990年代以降明らかに企業の資金調達構造の重要な一角を占めるようになってきたといえる。

## 第2節 経済危機と企業ガバナンス改革

### 1. IMF政策と政府の対応

インドネシア政府は、通貨危機がインドネシアに波及してから2カ月余りが経過した1997年10月31日、IMFから緊急融資をとりつけ、融資のコンディショナリティ（付帯条件）を定めた第1回目の意向表明書（Letter of Intent: LoI）に署名した<sup>(12)</sup>。以後、インドネシアの経済政策はIMFのコンディショナリティ遵守を軸に展開されていく。これをここではIMF政策と呼んでおく。

第1回意向表明書は、当面のIMF政策の3本柱として、(1)マクロ経済の安定、(2)金融セクター再構築と並んで、(3)ガバナンス改善のための広範な構造的措置、を掲げていた。その構造的措置のなかで「企業ガバナンス」が明記されるのは、ハビビ（B. J. Habibie）政権移行後の第2回意向表明書（1998年7月29日）においてである。重要な構造的問題である企業債務問題の解決のために、政府はIMF政策に沿って、破産法の改正とインドネシア債務再建庁（Indonesian Debt Restructuring Agency: INDRA）の設立を実施していたが（表5）、これに加えて、(1)企業債務処理の障害となる税制などを除去し、「企業ガバナンス」を改善するための会計制度・監査制度などの制度改革、(2)債権者と債権者の間の交渉促進フレームワークの設置、が勧告された。(2)に対応して、政府による民間企業債務調停機関であるジャカルタ・イニシャティブ（Jakarta Initiative Task Force: JITF）が設立され、世界銀行による技術支援融資が運営資金に充てられた。

1999年から2000年にかけて、意向表明書には「企業再構築、ガバナンス、法制改革」が構造改革のテーマのひとつに掲げられ、企業ガバナンス改革が本格化する。実行期限つきで勧告された主な具体策は、(1)証券取引規制、株式上場要件、会社法の改定による企業ガバナンスの改善(1999年3月16日第6回LoI)、(2)企業ガバナンス政策に関するハイレベルの企業ガバナンス委員会の設置(1999年7月22日第8回LoI)、(3)同委員会による企業ガバナンス政策提言の採択(2000年1月20日融資契約更新後第1回目LoI)、(4)同委員会の政策提言の実行、株式会社法・会社登録法の改正による企業監督・情報開示のルール化(2000年5月17日第2回LoI)である。このように、IMF政策における企業ガバナンス改革は、最初は企業債務問題の解決策として導入され、それが法制度改革に拡大していった。

しかし、2000年以降になると、ガバナンス問題はむしろ国営企業・公的機関のガバナンス、さらには司法システムのガバナンスへとIMF政策の力点がシフトしていく。メガワティ(Megawati Soekarnoputri)政権下での初めての意向表明書(2001年8月27日契約更新後第5回)で「企業ガバナンス」が構造改革の項目立てから外れたことからみて、企業ガバナンス改革に関するIMF政策は2000年までで一段落したとみてよいだろう。

以上のIMF政策に対するインドネシア政府の対応をまとめたのが、表5である。表には、経済危機後の企業法制度改革の進捗と、上記のIMF政策との対応を示してある。ここでは狭義の企業法制度のみに絞り、知的財産権法、金融・労働・税制関連法、各産業セクター法などの広義の企業関連法は除外してあるが、これだけでも1998年以降相当数の立法と制度構築が実施されたことがわかる。企業ガバナンス改善に関連した法制度改革は、次のような流れになっていた。

まず、上述のように、政府は1998年9月にジャカルタ・イニシャティブ(JITF)を発足させ、代表に大蔵省管轄下の資本市場監督庁(Bapepam)長官ユスフ・アンワル(Yusuf Anwar)(大蔵省官僚出身)を兼任で充てた。約1年を経た1999年8月、「企業ガバナンス国家委員会」(The National Committee for

表5 経済危機後の企業法制度改革（1998～2003年）

年月	事 項	IMF融資条件としての提示
1998.2	* 企業年次財務情報に関する政令（1998年24号）公布	
1998.4	破産法の改正に関する法律代執行政令を制定	1998.4 第2回覚書
1998.6	対外民間債務に関する政府の交渉機関として、インドネシア債務再建庁（INDRA）を設立	1998.4 第3回覚書
1998.7	破産法の改正に関する法律（1998年4号）を制定	
1998.8	** 破産訴訟を扱う商事裁判所を開設	
1998.9	対外・国内民間債務の政府調停機関としてジャカルタ・イニシャティブ・タスクフォース（JITF）を設立	1998.7 第2回意向表明書
1999.3	独占・不公正競争禁止法（1999年5号）を制定	
1999.4	消費者保護法（1999年8号）を制定	
1999.7	* 企業年次財務情報に関する改正政令（1999年64号）公布	
1999.8	** 企業ガバナンス国家委員会を設立	1999.7 第8回意向表明書
1999.8	仲裁法（1999年30号）を制定	1998.7 第2回意向表明書
1999.9	譲渡担保法（1999年42号）を制定	
2000.3	* 国家委員会、「良い企業ガバナンス・コード」第1版発表	2000.1 新第1回意向表明書
2000.3	* Bapepam, 公開企業の財務報告作成指針を改定	
2000.5	* Bapepam, 公開企業に会計監査委員会の設置を勧告する回状（SE-03/PM/2000）を公布	1999.3 第6回意向表明書
2001.7	* ジャカルタ証券取引所, 上場企業における独立監査役, 監査委員会の設置に関する決定（2001年339号）を公布	1999.3 第6回意向表明書
2001.8	財団法（2001年16号）を制定	
2002.8	* 国営企業の良い企業ガバナンスに関する国営企業担当国務大臣決定（2002年117号）	1999.7 第8回意向表明書
2003.7	* Bapepam, 市場調達資金の活用実績報告に関する長官決定（Kep-27/PM/2003）を公布	
2003.8	* 国営企業法（2003年19号）を制定	1999.7 第8回意向表明書
2003.12	* Bapepam, 年次報告に対する取締役の責任に関する長官決定（Kep-40/PM/2003）を公布	
2003.12	* Bapepam, 会計監査委員会の設置・業務規定に関する長官決定（Kep-41/PM/2003）を公布	

(注) \* 企業ガバナンス改善に関連する法令の制定。

\*\* 企業ガバナンス改善に関連する制度構築。

(出所) 各法令, IMFホームページ (<http://www.imf.org/external/np/loi/mempub.asp>), 「企業ガバナンス国家委員会」および企業法学者などへの聞き取り調査に基づき作成。

Corporate Governance, 以下「国家委員会」と略称)を経済担当調整大臣決定により設置し、委員長に同じユスフ・アンワルJITF代表(この時点では前Bapepam長官)、事務局長にJITF上級スタッフである元民間銀行家を兼任で充てた。「国家委員会」の任務は、「良い企業ガバナンス・コード(規範)」(Code for Good Corporate Governance/Pedoman Pengelolaan Perusahaan yang Baik, 以下「コード」と略称)の策定と普及である。「国家委員会」は世銀の支援を得て早速1999年10月末に「コード」の草案を英語とインドネシア語で完成し、2000年3月に第1版を調整大臣に提出、同時に一般にも公表した(NCCG [2000: 1-2])。「コード」自体は法的拘束力をもたないが、これを基本指針として公開企業を対象とした企業ガバナンス改善のためのBapepam規定、上場企業を対象とした証券取引所規定、国営企業を対象とした国務大臣決定および国営企業法が2000年から2003年にかけて制定されていった。

こうして、JITFの発足から「コード」の策定、公開企業・上場企業規定の改定までが比較的短期間に具体化したのに対し、同じく意向表明書が期限つきで言及していた会社法の改定は、法改定のための省庁間チームが2000年に設置されたものの、2004年にいたるまで具体化されていない<sup>(13)</sup>。インドネシアの企業ガバナンス改革は、企業活動の法基盤そのものを大きく変えるのではなく、法的拘束力のない基本指針と、適用対象を限定した法的拘束力ある規定との組み合わせによって進める方式が選ばれたのがひとつの特徴である。

## 2. 「良い企業ガバナンス・コード」の概要と特徴

「良い企業ガバナンス・コード」(2001年3月改訂版)は、その序文で次のように述べている。「コードは、インドネシア財界における企業ガバナンス改善の参照軸としてすべてのインドネシア企業に適用されることを目的としているが、その初期段階として、公開企業、国営企業、公衆資金の動員または運用に関わる企業〔すなわち銀行、保険会社、年金基金など一引用者〕の三つをコー

ド適用の対象とする」(NCCG [2001: 2])。以下では、「コード」の概要と、公開企業・上場企業を対象とした「コード」の適用状況を見る。

「コード」は、前文に三つの目的を掲げている。その目的は、(1)透明性、説明責任、信頼性、公正性を高めることによって、企業価値と株主価値の最大化を図る、(2)監査役会、取締役、株主総会の活用を最適化し、その独立性を高め、専門的、透明かつ効率的な企業経営を促進する、(3)厳格な倫理観、現行法規の遵守、さまざまな利害関係者(stakeholder)と環境保護に対する社会的責任をもって、株主、監査役会役員、取締役が意思決定を行い行動することを促進する、となっている。

前文に続く本文は、全13章から成り、各章の各節ごとに一つの原則と具体的措置が記されている。この記述方式は「OECD企業ガバナンス原則」(OECD Principles of Corporate Governance, 以下「OECD原則」と略称)を踏襲したものと考えられる。「OECD原則」の本文は、(1)株主の権利、(2)株主の公正な扱い、(3)利害関係者の役割、(4)情報開示と透明性、(5)取締役会、の5節から構成されている。これと比較すると、インドネシアの「コード」は、まず企業の所有経営の主体として重要な順に、(1)株主、(2)監査役会(Dewan Komisaris/Board of Commissioners)、(3)取締役(Direksi/Board of Managing Directors)<sup>(14)</sup>を並べ、次に今回の企業ガバナンス改革の目玉である(4)会計監査制度、(5)会社秘書役(Corporate Secretary)を置き、その後「OECD原則」と同様に(6)利害関係者、(7)情報開示、を続けるという構成になっている。それ以下の項目、すなわち、(8)秘密厳守、(9)インサイダー情報、(10)ビジネス倫理と汚職、(11)献金、(12)衛生、安全、環境保護に関する現行法規の遵守、(13)平等な雇用機会、はインドネシアの実情に合わせた付加的な項目と考えてよいかもしれない。

「コード」の特徴を、目的設定、強調点、企業ガバナンス改善制度の3点から検討する。第1に、「コード」はその目的として、株主価値の最大化と企業価値の最大化を並記している。前者は「企業は株主のもの」とするアングロ・アメリカン流の株主価値観(shareholder-value perspective)、後者は「企業は多



様な利害関係者のもの」とする大陸ヨーロッパ流のステークホルダー社会観 (stakeholder society perspective) とみることが可能であろうが、どちらか一方に立脚するのではなく両者を並列に置いたのが「コード」の基本的立場である。この立場は、「OECD原則」が英米法 (common law)、大陸法 (civil law) のいずれの法体系でも適用できるように世界標準としての工夫がなされている点を踏襲しているといえる。

第2に、「コード」の目的と本文から浮かび上がる強調点は、(1)株主の権利の保護と公正な扱い、(2)監査役会・取締役・株主の相互独立性、(3)情報開示、(4)遵法性、である。(1)(2)(3)は「OECD原則」の内容と合致する。

第3に、「コード」は、企業ガバナンス改善のための制度として、①社外役員、②監査役会のなかの委員会制度、③会計監査制度、④会社秘書役などを提示している。その概要は以下のとおりである。

#### ①社外役員

社外監査役 (Outside Commissioners) は取締役と支配的株主から独立した監査役、社外取締役 (Outside Directors) は監査役と支配的株主から独立した取締役である。それぞれ役員総数の20%以上を社外役員とする。株主総会が社外役員を任命する際には、少数株主の意見を考慮しなければならない。

#### ②四つの委員会

監査役会は、指名委員会、報酬委員会、保険委員会、会計監査委員会 (Audit Committee) を設置することができる。各委員会は、監査役会に対して報告と勧告を行う。指名委員会は、役員候補者の指名、役員の評価システムなどに関する勧告を行う。報酬委員会は、役員報酬、報酬システムに関する勧告を行う。この二つの委員会は、社外監査役、社外取締役各1名以上で構成される。保険委員会は、会社が加盟する保険の種類と範囲に関する勧告を行う。会計監査委員会は、財務報告と情報開示の改善、外部会計監査に対する評価などを行う。

#### ③会計監査制度

会計監査制度には、会計監査人 (external auditors) と会計監査委員会とが

ある。前者は、会計監査委員会が指名した候補者のなかから株主総会が任命する。会計監査人は、監査役会、取締役、会社の利害関係者から独立でなければならない。会計監査人は、会社の財務報告の公正性、インドネシア会計基準への準拠性に関する意見を提出する。後者の会計監査委員会は上記のとおりで、取締役、会計監査人から独立であり、監査役会のみで報告を行う。

#### ④会社秘書役

会社秘書役は、連絡役 (a liason officer), 株主名簿や会議議事録などの会社文書の管理、情報開示義務に関する現行法規に対する遵法性の管理、を任務とし、取締役に対して説明責任を負う。取締役が兼任することができる。

### 3. 上場企業規定への「コード」の適用

公開企業<sup>(15)</sup>を監督するBapepam, その監督下において上場企業を監督するジャカルタ証券取引所は、双方とも規定制定権をもつ。危機後の動きは、2000年3月のBapepamによる公開企業の財務報告作成指針の大幅増補が始まるが、公開・上場企業への「コード」の適用は2000年5月以降のBapepam回状などを経て、2001年7月のジャカルタ証券取引所による上場規定の改定(2001年7月20日付け取締役決定2001年339号)にはっきりとした形で現れた<sup>(16)</sup>。

この上場規定の改定により、ジャカルタ証券取引所におけるすべての上場企業は「良い企業ガバナンスを実践するために、①独立監査役 (Komisaris Independen), ②会計監査委員会, ③会社秘書役を設置すること」が義務づけられた。上場規定は、新制度の導入をこの3点に絞る代わりに、その内容は以下のように「コード」よりも一歩踏み込んだものになった。

#### ①独立監査役

上場企業は、監査役総数の30%以上を独立監査役にしなければならない。独立監査役の資格要件は、当該企業の支配的株主でないこと、取締役、他の監査役と連盟関係 (hubungan afiliasi) をもたないこと、当該上場企業の関係会社の取締役を兼任していないこと、資本市場に関する法規を理解している

こと、である。ただし、「コード」が言及していた、少数株主の意見を考慮した任命との規定は外された。

### ②会計監査委員会

会計監査委員会は、独立監査役を委員長とし、委員長を含め3人以上から構成される。委員長以外の委員は独立の外部者で、少なくとも1人は会計・財務分野の能力をもつ者でなければならない。

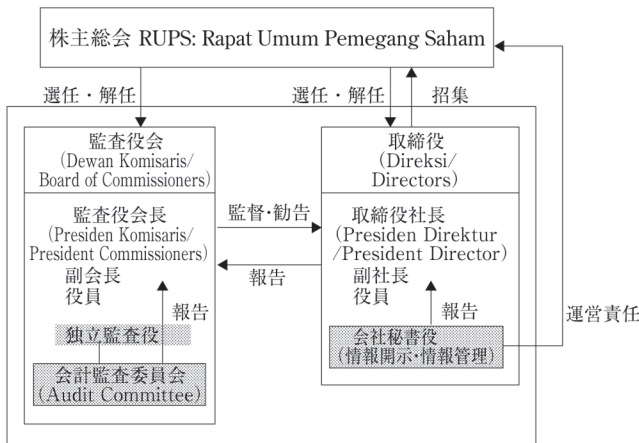
会計監査委員会の任務は、取締役が監査役会に行う報告に関する以下の事項について調査を行い、監査役会に対して専門的で独立した意見を提出することである。調査事項は、公表される財務情報の正確性、公認会計士による監査の客観性、内部コントロールの有効性、企業活動の遵法性、取締役会議における決定の遵法性である。会計監査委員会は、少なくとも3カ月に1回、調査報告を監査役会に提出する。監査役会は、その報告に基づいて改善提案を取締役に勧告し、取締役は会計監査委員会の調査報告と監査役会の勧告書を証券取引所に提出する。会計監査委員会の活動報告は、会社の年次報告に掲載されなければならない。

### ③会社秘書役

会社秘書役の機能は、取締役の一人が担うか、もしくはその目的のために一人を指名し、その活動に取締役が責任を負う。会社秘書役の設置は1996年の上場規定により導入されていたが、新規定により、その任務が次の(1)(2)から(3)~(6)に拡張された。(1)資本市場法およびその実施細則への遵法性について取締役に提言する、(2)投資家が必要とする当該企業に関する情報を提供し、当該企業とBapepam、一般投資家との間の橋渡し役を務める、(3)取締役、監査役、その家族による当該上場企業およびその関係会社における株式所有、当該企業との間で利害対立を生じうる彼らの取引関係や役割をまとめた「特別名簿」(daftar khusus)を作成する、(4)5%以上の株主に関する「株主名簿」を作成する、(5)取締役の会議に出席し議事録を作成する、(6)株主総会の運営に責任を持つ、である。

以上の三つの新制度導入後のインドネシア上場企業の統治機構を図2に示

図2 新上場規定に基づくインドネシア企業の統治機構



■ 2001年7月の新上場規定により導入された制度

(出所) 筆者作成。

した。上場企業の企業ガバナンス改革の核心は、既存の監査役、取締役、株主から独立した独立監査役を配置してそのもとで会社に対する独立した調査機能を発揮させること、独立監査役と会社秘書役の配置によって内部情報管理を強化すること、会社秘書役に情報管理機能をもたせることによって情報公開に対する企業の能力を高めること、にあると考えられる。

### 第3節 企業の所有経営構造と企業パフォーマンス

#### 1. 企業所有形態の分類

インドネシア企業の所有経営の実態に目を転じよう。最初に触れたように、クラッセンスら世界銀行研究者グループによる一連の研究は、インドネシアを含む東アジア諸国における家族所有企業の比率の高さに注目し、家族による集中的所有が脆弱な企業ガバナンスを生む一因であることを示唆した。そ

ここで本節でも、上場企業を対象に、まず企業の所有構造を確認するところから始めたい。

本章では、世銀グループの研究、それを批判的に検討したタイに関する末廣による先行研究 (Suehiro [2001]) との比較可能性を考慮しつつ、インドネシア企業の実態に合わせた独自の所有形態の分類を採用する。表6に示したように、世銀グループは、企業の究極の株主 (ultimate owner) を、(1)家族、(2)分散所有企業 (widely-held corporation)、(3)分散所有金融機関 (widely-held financial institutions)、(4)国家、(5)分散所有 (widely-held) の五つに分類した (Claessens, Djankov and Lang [1999])。⑤の分散所有とは、究極の株主が存在しない状態、たとえば20%基準であれば、株式の20%以上を保有する株主がない状態を指す。一方、末廣は、(2)(3)(5)から外国人・外国企業による所有を分離し、6分類を基本型とした。これは、タイ民間所有企業を、国家所有企業だけでなく外国所有企業とも対比させて分析することが重要だとの判断による。

本章での分類は、外国所有を区別して扱うタイ方式を踏襲し、(1)個人・家族、(2)分散所有インドネシア企業 (widely-held Indonesian corporation)、(3)外国、(4)国家、(5)分散所有、の5分類とする。そして、20%以上、あるいは40%以上を保有する大株主が5分類のうちのどれかによって企業を分類する<sup>(17)</sup>。世銀グループの分類にある分散所有金融機関を外したのは、分散所有型の金融機関が大株主になっている例が実際にはほとんど存在しなかったためである。

本章の(1)個人・家族は、世銀グループの「家族」よりも広い範疇である。ここには、単一の個人、単一の家族、複数の個人、複数の家族が個人名または法人名で主要株主になっている企業を含めている。また、同一の個人・家族が複数の法人を通じて所有している場合にはそれが判明するかぎり合算した持株比率を用いて判定する。(2)分散所有インドネシア企業とは、当該企業が1社のインドネシア企業に支配的に所有されており、そのインドネシア企業が特定の個人・家族ではなく、複数の投資家に分散的に所有されている場

表6 企業所

世銀グループの5分類	本研究における5分類	
(1) 家族	(1) 個人・家族	I/F
(2) 分散所有企業	(2) 分散所有インドネシア企業	IC
(3) 分散所有金融機関	-	
-	(3) 外国	X
(4) 国家	(4) 国家	S
(5) 分散所有	(5) 分散所有	W

(出所) 世銀グループについては Claessens, Djankov and Lang [1999: 8, 30], 本研究については筆者

合を指す。アストラ・インターナショナル社 (PT Astra International Tbk, アストラ・グループの持株会社) の子会社はこの例である。

この企業所有形態の5分類には、三つの比較軸が含まれている (表6)。第1は所有主体がインドネシア国内民間資本か、国家資本か、外国資本かの分類である。(1)(2)(5)がほぼ国内民間企業と一致する。第2は所有の集中型か、分散型かの対比である。(1)~(4)までが集中型、(5)が分散型 (20%または40%以上を保有する大株主が存在しない企業) である。第3は個人・家族型か、非個人・家族型かの対比であり、これについては注意を要する。(5)分散所有型は、アングロ・アメリカ型企業において通常想定されるような多数の一般小投資家が株式市場を通じて株式を保有している状態ではなく、インドネシアの現状では複数の個人・家族株主がたとえば10%ずつを保有しているような形態である。台湾に関する同様の研究でも、分散所有型の内実は家族所有であることが指摘されている (Yeh, Lee and Woitdtk [2001: 30])。そこで、(1)と(5)が個人・家族型に分類され、残りの(2)(3)(4)が非個人・家族型となる。

## 2. 企業の所有構造と危機後の変化

この分類に基づいて、上場企業の企業所有形態を判別し、世銀グループの調査結果と比較したのが表7である。これによると、危機前の1996年時点で

## 有形態の分類

三つの比較軸		
民/国/外	集中／分散所有型	個人・家族／非個人・家族型
国内民間	集中	個人・家族
国内民間	集中	非個人・家族
外国	集中	非個人・家族
国家	集中	非個人・家族
国内民間	分散	個人・家族

作成。

は、個人・家族所有に分類された企業の割合は上場企業売上高上位100社の78%（20%基準）、70%（40%基準）であり、世銀グループの調査結果よりも高かった。逆に、分散所有と判定された企業の割合は2%（20%基準）、13%（40%基準）にとどまった。40%基準による世銀グループの調査結果では、家族所有企業が35%に対して分散所有企業が52%と過半に達しており、本調査との違いが顕著である。この違いは、本調査の個人・家族の方が範囲が広いこと、筆頭株主の持株比率が40%以下でも同一の個人・家族の持株との合算が40%以上であれば個人・家族に分類していること、世銀グループの調査では「究極の株主」の持株比率が低く算定されること、などの分類方法の差異に由来すると考えられる。筆者の1996年上場企業データを用いて筆頭株主の持株比率をみたところ、全企業の単純平均は49%という高水準であった。同一の個人・家族の持株を含めた筆頭株主の実際の持株比率はさらに高いことを考えると、上場企業の過半が個人・家族による集中所有型だという本調査の結果の方が実態に近いのではないかと考えられる。

本調査によれば、1996年時点では、20%基準であれ40%基準であれ、上場企業の所有形態の大部分が分散型ではなく集中型であり、なかでも個人・家族所有が全体の7割程度を占めていた。この結果を経済危機後の2000年と比較すると、明らかに構造的変化が起きている。2000年における変化は、第2節に述べた2001年7月の上場企業の新規定公布前であることから、企業ガバ

表7 所有形態別にみたインドネシア上場企業の分布（1996年，2000年  
 (1) 20% 基準 (％)

所有形態	世銀調査 1996 (178社)	本調査(売上高上位100社)			
		1996		2000	
		全体	うち金融業	全体	うち金融業
集中所有					
個人・家族 I/F	71.5	78	20	58	3
分散所有インドネシア企業 IC	15.2	3	0	5	0
外国 <sup>1)</sup> X	—	8	0	13	0
国家 S	8.2	5	1	14	8
小計	94.9	94	21	90	11
分散所有 W	5.1	2	0	4	0
混合 個人・家族+国家 I/F+S	—	1	0	3	0
個人・家族+外国 I/F+X	—	3	0	3	0
合計	100.0	100	21	100	11

(2) 40% 基準 (％)

所有形態	世銀調査 1996 (178社)	本調査(売上高上位100社)			
		1996		2000	
		全体	うち金融業	全体	うち金融業
集中所有					
個人・家族 I/F	35.4	70	14	49	2
分散所有インドネシア企業 IC	7.3	2	0	5	0
外国 <sup>1)</sup> X	—	9	0	13	0
国家 S	5.6	5	1	16	8
小計	48.3	86	15	83	10
分散所有 W	51.7	13	6	17	1
混合 個人・家族+国家 I/F+S	—	0	0	0	0
個人・家族+外国 I/F+X	—	1	0	0	0
合計	100.0	100	21	100	11

(注) 1) 国内企業家の投資による見かけ上の外国所有を除く。該当企業は国内民間企業として扱った。

(出所) 世銀調査は Claessens, Djankov and Lang [1999: 30]，本調査は ECFIN 各年版，CISI Raya Utama [1999] ほかに基づき分類・算出。

ナンス改革に対する企業の反応ではなく，危機の打撃にともなう変化と考えることができる。2000年までに起きた構造的変化は，個人・家族所有企業の



構成比の低下と、外国所有、国家所有の構成比の上昇である。個人・家族所有企業の構成比は20%基準で78%から58%へ、40%基準では70%から49%へと過半を切った。他方、外国所有、国家所有は20%、40%いずれの基準でも2桁の構成比となり、とりわけ金融業における国家所有企業の増加が顕著である。これは、民間銀行の国有化と公的資本注入の結果である(第4章を参照)。

企業所有の個人・家族から外国・国家へのシフトは、しかし、同じ集中所有型のなかにおける変化である。所有の集中か分散かという対比でいえば、分散所有型の構成比は2%から4%へ(20%基準)、13%から17%へ(40%基準)微増はしたが、所有の集中から分散へのシフトが危機後に起きたとはいえない。2000年においても全体の90%(20%基準)、83%(40%基準)を占める集中所有型が、依然としてインドネシアの上場企業の支配的な所有形態である。

次に、個人・家族型か非個人・家族型かという観点から、危機前後における各企業の株主構成の変化を検討し、表8に結果をまとめた。表では、上場企業上位100社の株主を、中心的株主、事業パートナー、その他に大別し、各株主の持株(簿価ベース)をそれぞれの企業所有形態ごとに集計し構成比を算出した(算出式は表8注(1)参照)。まず1996年においては、個人・家族所有型に分類された企業における個人・家族による持株比率は50%であった。企業グループに所属する企業に限れば、この比率は56%とより高かった。2000年になると、この比率は46%へ(グループ系企業に限れば49%へ)と低下した。これとは逆に、非個人・家族所有型では、分散所有インドネシア企業、外国、国家のいずれの所有形態においても、中心的株主の持株比率(表の陰部分)は上昇した。個人・家族所有型では、中心的株主である個人・家族の持株比率が低下した代わりに、一般投資家と外国投資会社の持株比率が目立って増加している。とりわけ、グループ系企業に市場と外資への所有開放傾向が顕著に現れている。

企業グループに属する企業については、1985年時点での筆者による比較可能な調査結果がある(ただし、1985年の調査対象は上場企業ではなく、20大企業

表8 インドネシア上場企業

[1996年]

企業の所有形態		企業数 (社)	中心的株主					
			国内民間					
			中心的 株主	その 家族	個人・家族 所有企業	個人・家族 小計	共同 創業者	事業パート ナーとの共 同所有会社
個人・家族所有型								
グループ系	I/F	54	5.2	2.0	48.3	55.5	7.1	0.8
非グループ系	I/F	26	1.2	1.0	38.5	40.7	13.7	9.6
分散所有	W	2	0.0	0.0	10.4	10.4	0.6	0.0
小計		82	4.2	1.7	44.5	50.4	8.0	2.3
非個人・家族所有型								
分散所有インドネシア企業	IC	3	0.0	0.0	52.8	52.8*	0.0	0.0
外国	X	10	0.0	0.0	0.0	0.0	12.3	0.0
国家	S	5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
全企業		100	3.0	1.3	33.4	37.7	6.3	1.7

[2000年]

企業の所有形態		企業数 (社)	中心的株主					
			国内民間					
			中心的 株主	その 家族	個人・家族 所有企業	個人・家族 小計	共同 創業者	事業パート ナーとの共 同所有会社
個人・家族所有型								
グループ系	I/F	37	0.2	0.3	48.2	48.7	4.2	1.9
非グループ系	I/F	24	0.3	0.2	34.6	35.1	28.8	0.0
分散所有	W	1	0.9	5.2	0.0	6.1	4.2	0.0
小計		62	0.2	0.3	45.4	45.9	8.9	1.5
非個人・家族所有型								
分散所有インドネシア企業	IC	5	0.0	0.0	72.8	72.8*	2.3	0.0
外国	X	17	0.5	0.0	0.0	0.5	3.1	0.0
国家	S	16	0.3	0.7	1.3	2.3	0.0	0.0
全企業		100	0.3	0.4	25.2	25.9	4.9	0.8

1985年20大企業グループ傘下企業	630	7.3	8.4	20.5	36.2	19.9	—
1996年グループ系上場企業	54	5.2	2.0	48.3	55.5	7.1	0.8
2000年グループ系上場企業	37	0.2	0.3	48.2	48.7	4.2	1.9

- (注) (1) 所有構成(%) =  $\Sigma$ (各企業の自己資本額×各株主の持株比率) / 同一所有形態に分類さ  
(2) 所有形態による分類は20%基準に基づく(表7参照)。単純化のため、本表では表7で  
類した。また、表7で「分散所有」に分類した企業のうち、筆頭株主が外国企業の場合は個人  
(3) 個人・家族ではなく、親会社である「分散所有インドネシア企業」による持株比率を  
(4) グループ系とは、表1と同様、1996年時点での100大企業グループの傘下企業を指す。  
(出所) ECFIN 各年版より集計。1985年については佐藤 [1993]。

の所有構造（1996年，2000年）

(%)

外国 企業	事業パートナー						その他		合計		
	政府			国内民間		外国		政府		協同 組合・ 経営者	一般 投資家
	国営	一時的 政府管理		企業	投資 会社	企業	投資 会社				
0.4	0.0	0.0	3.5	0.2	0.0	1.1	2.0	1.1	28.1	100.0	
0.0	0.0	0.0	4.3	0.0	0.1	1.3	0.1	0.1	29.8	100.0	
0.0	0.0	0.0	22.4	0.2	8.1	0.3	0.0	0.2	57.9	100.0	
0.3	0.0	0.0	4.6	0.2	0.5	1.1	1.6	0.8	30.0	100.0	
0.0	0.0	0.0	18.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	29.1	100.0	
53.1	0.0	0.0	3.4	0.3	11.1	2.5	0.2	0.0	17.3	100.0	
0.0	66.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	33.4	100.0	
2.0	14.7	0.0	3.7	0.1	0.8	0.9	1.2	0.6	30.3	100.0	

外国 企業	事業パートナー						その他		合計		
	政府			国内民間		外国		政府		協同 組合・ 経営者	一般 投資家
	国営	一時的 政府管理		企業	投資 会社	企業	投資 会社				
0.3	0.0	0.0	0.8	0.0	0.1	5.3	0.5	0.3	38.0	100.0	
0.6	0.0	0.0	1.8	0.0	0.4	3.7	0.0	0.0	29.6	100.0	
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	89.6	100.0	
0.3	0.0	0.0	1.0	0.0	0.1	5.0	0.4	0.2	36.6	100.0	
0.0	0.0	0.0	2.3	0.0	0.0	3.0	0.0	0.0	19.7	100.0	
54.2	0.0	0.0	2.8	0.5	12.4	2.5	0.0	0.0	24.0	100.0	
0.0	49.2	37.5	0.5	0.0	1.4	0.0	0.0	0.0	9.2	100.0	
5.7	18.0	13.7	1.0	0.1	1.9	2.9	0.2	0.1	25.0	100.0	

—	—	—	25.0	—	8.5	—	10.2	0.4	—	100.0
0.4	0.0	0.0	3.5	0.2	0.0	1.1	2.0	1.1	28.1	100.0
0.3	0.0	0.0	0.8	0.0	0.1	5.3	0.5	0.3	38.0	100.0

れた企業の自己資本合計額

「混合」に分類した企業を筆頭株主によって「個人・家族」、「外国」、「国家」のいずれかに再分  
／家族所有型ではないため「外国」に再分類した。

指す。

グループの全傘下企業630社であり、ほとんどが非上場企業である)。この結果を用いて15年間の変化をみると、次のようなことがわかる。1985年から危機前の1996年にかけて、企業グループの中心的株主である個人・家族への所有の集中度は36%から56%に高まった。これは、企業グループの共同創業者や当該企業における事業パートナーの持株比率が少なくとも上場企業においては低下し、企業グループの中心的所有主である特定個人・家族とその所有企業に持株が集中したためである。スハルト時代前半期に台頭してきた企業グループのひとつの特徴であった「パートナーシップ型」(佐藤 [1993])、すなわち血縁関係にない複数の個人による企業グループの共同所有・共同経営方式は、1990年代半ばまでに各企業グループの中心的所有主による「個人・家族型」所有の方向へシフトしたことがわかる。危機後に中心的所有主・家族による持株比率は低下したとはいえ、その水準は1985年に比べればまだ高い。しかも、危機後の変化は、彼らの個人名義での持株の解消であり、彼らの所有企業による法人持株比率にはほとんど変化がみられない。こうしてみると、危機後であっても企業グループ所有主による持株構造の中核部分は不動であり、むしろ市場と外国投資会社に対する所有開放こそが新しい変化というべきであろう。

### 3. 企業の経営構造と危機後の変化

次に経営面を検討する。インドネシアの経営組織は、オランダ法体系を受け継ぎ、監査役会と取締役から成る二元的構造をとっている(前掲図2)。監査役会は取締役に対する監督機能、取締役は会社経営の執行機能をそれぞれ分担する。監査役会、取締役ともに全役員は株主総会によって選任・解任される<sup>(18)</sup>。

表9は、上場企業上位100社の監査役と取締役、延べ1916人を、当該企業の株主か否か、株主の場合は中心的株主・家族か否か、非株主の場合は政府関係者か否かなどによって分類し、その役員構成を所有形態ごとに集計したも

のである。表の数値は、当該役員が占めるポスト数に役職の重要度を加重して算出した(算出式は表9注(1)参照)。調査の関心は、監査役会と取締役それぞれにおいて株主役員、いわゆる所有(オーナー)経営者がどの程度の比重を占めているかにある。

1996年には、個人・家族所有型に分類された企業における株主役員の比重は、監査役会で56%、取締役では34%であった。しかし、株主役員の比率の高さは、個人・家族所有型の企業に限った現象ではない。非個人・家族所有型である外国所有、分散所有インドネシア企業による所有形態においても株主役員、とりわけ監査役会におけるそれは個人・家族所有型以上に高い比率を示している。株主役員の高さ、言い換えれば所有と経営の一致は、かなり一般的にみられる現象であり、なかでも監査役会は「株主の代表」としての意味合いをもっているといえそうである。

1996年から2000年までに上場企業の役員構成にどのような変化が生じただろうか。表9から読みとれる最も顕著な変化は、株主兼監査役の比重の低下である。個人・家族所有型の企業では56%から42%へ、グループ系企業に限ると55%から38%へとより大きく減少し、さらにグループ系企業の監査役会における中心的株主とその家族役員の比率は41%から25%にまで低下した。グループ系企業では、取締役における株主役員の比率も35%から29%に低下している。すなわち、企業グループの所有経営主とその家族は、少なくとも市場を通じて公衆の目に晒される傘下上場企業においては、危機後に経営ポストから退く傾向をみせているのである。

1985年以來の15年間における企業グループ傘下企業の経営陣の変化をみるとどうだろうか。監査役会と取締役の双方において、株主役員の比率は一貫して低下している。ところが、企業グループの所有経営主とその家族の役員兼任に限ると、1985年から1996年にかけてその比率はむしろ上昇している。所有面では中心的所有主・家族への持株集中傾向がみられたが、これと並行して、経営ポストにおいても中心的所有主とその家族がプレゼンスを高め、共同創業者や事業パートナーなどの中心的株主以外の株主役員が比率を低下

表9 インドネシア上場企業の

[1996年]

企業の所有形態	企業数 (社)	監査役会 (Dewan Komisaris)								
		株主役員						非株主役員		
		中心的 株主	その 家族	家族 小計	共同 創業者	事業 パート ナー	株主 合計	民間人	政府 関係者	
個人・家族所有型										
グループ系	L/F	54	20.8	20.2	41.0	6.9	7.0	55.0	41.4	3.7
非グループ系	L/F	26	34.3	11.8	46.1	2.7	4.5	53.3	43.5	3.2
分散所有	W	2	29.8	0.0	29.8	28.6	29.2	87.5	0.0	12.5
小計		82	27.2	16.4	43.6	5.9	6.5	56.0	40.2	3.7
非個人・家族所有型										
分散所有インドネシア企業	IC	3	38.1	6.3	44.3	4.5	9.6	58.4	40.1	1.4
外国	X	10	78.3	0.0	78.3	0.0	0.0	78.3	18.0	3.7

[2000年]

企業の所有形態	企業数 (社)	監査役会 (Dewan Komisaris)								
		株主役員						非株主役員		
		中心的 株主	その 家族	家族 小計	共同 創業者	事業 パート ナー	株主 合計	民間人	政府 関係者	
個人・家族所有型										
グループ系	L/F	37	13.9	11.1	25.0	8.7	3.9	37.6	57.2	5.1
非グループ系	L/F	24	22.8	13.9	36.7	10.0	0.8	47.6	48.2	4.2
分散所有	W	1	50.0	0.0	50.0	0.0	0.0	50.0	50.0	0.0
小計		62	17.9	12.0	30.0	9.1	2.6	41.7	53.6	4.7
非個人・家族所有型										
分散所有インドネシア企業	IC	5	60.6	0.0	60.6	0.0	5.7	66.3	33.7	0.0
外国	X	17	41.0	2.4	43.3	5.7	12.9	61.9	38.1	0.0

1985年20大企業グループ傘下企業	630	—	—	35.5	16.3	11.7	63.5	28.9	0.3
1996年グループ系上場企業	54	20.8	20.2	41.0	6.9	7.0	55.0	41.4	3.7
2000年グループ系上場企業	37	13.9	11.1	25.0	8.7	3.9	37.6	57.2	5.1

- (注) (1) 役員構成(%) =  $\Sigma$ (株主・非株主によって占められる役職数×役職の重要度) / 役職重役職の重要度は、監査役会長・取締役社長3ポイント、副会長・副社長2ポイント、平の役
- (2) 非株主「民間人」は、当該企業の外部者(社外役員)と内部昇進者の双方を含む。
- (3) 非株主「政府関係者」は、元閣僚、官僚、国営企業・国営銀行役員、軍人を含む。
- (4) 「分散所有インドネシア企業」では、分散所有型の国内民間企業が大半である。こ
- (5) \*監査役会の7.3%、取締役の14.9%は、企業グループ傘下の外資系企業における外国人上、集計から除外した。

(出所) ECFIN各年版、CISI Raya Utama [1990] などより集計。1985年については佐藤 [1993]。

役員構成 (1996年, 2000年)

(%)

非株主 合計	役員 合計 (484人)	取締役 (Direksi)									役員 合計 (550人)
		株主役員						非株主役員			
		中心的 株主	その 家族	家族 小計	共同 創業者	事業 パート ナー	株主 合計	民間人	政府 関係者	非株主 合計	
45.0	100.0	9.7	16.9	26.7	3.5	4.3	34.5	65.1	0.4	65.5	100.0
46.7	100.0	7.2	15.6	22.8	9.4	4.4	36.5	63.5	0.0	63.5	100.0
12.5	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	0.0	100.0	100.0
44.0	100.0	8.7	16.1	24.8	5.3	4.2	34.3	65.5	0.3	65.7	100.0
41.6	100.0	23.9	0.0	23.9	0.0	0.0	23.9	76.1	0.0	76.1	100.0
21.7	100.0	41.6	0.0	41.6	13.6	0.0	55.2	44.8	0.0	44.8	100.0

非株主 合計	役員 合計 (389人)	取締役 (Direksi)									役員 合計 (493人)
		株主役員						非株主役員			
		中心的 株主	その 家族	家族 小計	共同 創業者	事業 パート ナー	株主 合計	民間人	政府 関係者	非株主 合計	
62.4	100.0	7.4	16.5	23.9	2.3	2.2	28.5	70.1	1.5	71.5	100.0
52.4	100.0	16.6	18.5	35.1	5.8	0.0	40.9	59.1	0.0	59.1	100.0
50.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	0.0	100.0	100.0
58.3	100.0	10.8	17.0	27.8	3.7	1.3	32.8	66.3	0.9	67.2	100.0
33.7	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	0.0	100.0	100.0
38.1	100.0	38.1	0.0	38.1	3.2	4.4	45.7	54.3	0.0	54.3	100.0

29.2	92.7*	—	—	20.4	16.3	7.7	44.5	40.4	0.2	40.6	85.1*
45.0	100.0	9.7	16.9	26.7	3.5	4.3	34.5	65.1	0.4	65.5	100.0
62.4	100.0	7.4	16.5	23.9	2.3	2.2	28.5	70.1	1.5	71.5	100.0

要度を加重した合計役職数  
員は各1ポイントとした。

の場合の「中心的株主」とは、大株主である本社の役員が子会社の役員を兼任している状態を指す。役員。本来は「株主役員」事業パートナーの一部を構成するが、ここでは1996年、2000年との比較

させたことがわかる。企業グループ所有主の経営プレゼンスは、危機後に一転して後退するが、その水準を1985年と比べると監査役会における比率は1985年水準より11ポイントも低い水準まで低下している。先に指摘した企業グループ所有主の監査役会からの撤退現象は、15年のスパンでも危機後に起きた特筆すべき変化であることが確認できる。

ただし、株主役員のプレゼンスの低下は、必ずしも個人・家族所有型企業の経営組織全体に共通する変化とはいえない。非グループ系企業では、株主兼取締役の比率が上昇しているからである。取締役における株主役員の比率は37%から41%へ、中心的株主とその家族役員に限ると23%から35%へ上昇している。非グループ系企業における中心的株主は、監査役会ではなく経営執行においてむしろ直接的支配を強めていることになる。

危機後に観察される変化として、もう一点付記しておきたい。分散所有インドネシア企業によって所有される企業群においては、監査役会では株主役員の比率が58%から66%に上昇しているのに対し、取締役のそれは24%から0%へと低下した。ここでいう株主役員とは、大株主である親会社（本社）の役員が子会社の役員を兼任する状態を指している。つまり、親会社は危機後、子会社の監査役会への役員派遣を増やしたが、取締役へは役員派遣を止め、子会社の専門経営者に経営執行を委ねたことを意味している。この方式は、「監査役会を通じた本社統治」と呼ぶことができる。ここでは監査役会が株主である親会社の利害を代表し、子会社の経営執行は親会社から分離される。いわば擬似的な所有と経営の分離が実現している。この形態は、インドネシアの二元的統治機構を利用した企業ガバナンス・モデルの可能性を示唆している。

#### 4. 所有形態別にみた企業パフォーマンス

以上にみてきたインドネシア上場企業の所有経営形態が、企業パフォーマンスとどのように関係しているかを次に検討する。ここで検証しようとする



仮説は、集中所有型の企業、個人・家族所有型の企業、所有経営一致型の企業は、分散所有型、非個人・家族所有型、所有経営分離型の企業に比べてパフォーマンスが低いか、というものである。冒頭に紹介した世界銀行の認識である、家族所有の集中は高い負債比率に象徴される企業部門の構造的脆弱性の原因であった、という命題に対する検証である。

企業パフォーマンスの指標として、ここでは負債関連指標と収益性指標を重視する。具体的には、(1)流動比率 (CR: 流動資産/流動負債)、(2)負債比率 (D/E: 負債/自己資本)、(3)総資本利益率 (ROA: 税引き後当期利益/総資本)、(4)株主資本利益率 (ROE: 税引き後当期利益/自己資本) の四つを用いる。(1)は短期負債に対する企業の支払い能力を示す指標であり、1~1.5が正常な水準とされる。(2)は借入資本への依存度、テコ作用 (leverage) の活用度で、通常は1.5~2.0が許容範囲とされる。パフォーマンスが良好とは、流動比率が高く、負債比率が低く、利益率が高い状態を指すとしよう。これらの指標を、経済危機をはさんだ1996~2000年にかけて企業所有形態5分類について算出した。

結果をまとめたのが表10と図3である。危機前後の期間を通じて、パフォーマンスが最も良好なのは国家所有企業で<sup>(19)</sup>、個人・家族型企業との差はすべての指標で有意であった。次いで良好なのが外国所有企業であり、負債比率以外の指標で個人・家族型企業との差が有意であった。ほかの三つの国内民間所有の企業群に比べて、国家所有、外国所有の企業群は危機前には利益率が高く、危機後には全指標において良好であった。国家所有、外国所有が集中所有型の一形態であることを考えると、集中所有型と分散所有型との対比でいえば、前者が後者よりパフォーマンスが低いという仮説への反証が示されたことになる。

次に、個人・家族所有型 (I/F) を分散所有インドネシア企業型 (IC)、分散所有型 (W) と比べると、統計的に有意な差が確認できたのは、流動比率において分散所有型の方が良好だという点のみであった。その他の指標においては有意な差は認められなかった。個人・家族型の負債比率は、危機前はたしかにほかの2形態よりも高く許容範囲を若干上回る水準を示していたが、

表10 所有形態別にみたインドネシア上場企業のパフォーマンス (1996~2000年)

## (1) 流動比率：流動資産／流動負債

企業の所有形態	企業数	1996	1997	1998	1999	2000	t 値
I/F 個人・家族	175	1.56	1.05	0.77	0.77	0.79	-
IC 分散所有インドネシア企業	6	0.96	0.95	0.65	0.63	1.11	0.711
W 分散所有	9	1.72	1.18	1.25	1.31	2.30	-2.177*
S 国家	6	1.05	1.37	1.86	2.20	2.61	-2.606**
X 外国	30	1.24	1.22	1.10	1.59	2.06	-1.944*
全企業	226	1.50	1.10	0.83	0.89	1.06	

## (2) 負債比率：負債／自己資本

企業の所有形態	企業数	1996	1997	1998	1999	2000	t 値
I/F 個人・家族	175	1.36	2.33	2.22	1.43	0.75	-
IC 分散所有インドネシア企業	6	1.31	2.07	3.27	2.30	2.54	-1.575
W 分散所有	9	0.71	1.87	2.69	1.86	1.01	-0.024
S 国家	6	0.86	0.42	0.39	0.79	0.44	3.331**
X 外国	30	1.49	1.57	0.92	0.94	0.80	1.412
全企業	226	1.30	2.19	1.92	1.35	0.82	

## (3) 総資本利益率 (ROA)：税引後当期利益／総資本 (%)

企業の所有形態	企業数	1996	1997	1998	1999	2000	t 値
I/F 個人・家族	175	4.18	-2.51	-9.16	1.84	-7.32	-
IC 分散所有インドネシア企業	6	4.17	0.10	-1.12	6.87	1.73	-1.685
W 分散所有	9	6.02	-1.73	-11.62	1.71	0.68	-0.412
S 国家	6	6.82	5.08	10.04	9.83	15.23	-3.882***
X 外国	30	6.84	4.28	0.97	9.68	7.69	-2.858**
全企業	226	4.47	-0.97	-5.23	3.41	-2.36	

## (4) 株主資本利益率 (ROE)：税引後当期利益／自己資本 (%)

企業の所有形態	企業数	1996	1997	1998	1999	2000	t 値
I/F 個人・家族	175	10.74	-1.76	-1.37	9.31	16.84	-
IC 分散所有インドネシア企業	6	13.36	-0.32	-13.11	22.87	4.38	0.185
W 分散所有	9	12.21	-8.56	2.23	5.42	-2.56	0.990
S 国家	6	13.83	16.66	25.84	20.32	20.70	-3.062**
X 外国	30	13.00	8.76	17.69	25.73	15.86	-2.060*
全企業	226	10.75	0.98	1.45	11.35	16.08	

(注) (1) 所有形態による分類は20%基準。単純化のため、表7の「混合」形態は筆頭株主によって「個人・家族」、「外国」、「国家」のいずれかに再分類した。1998年時点での所有形態によって分類し、各年ごとのサンプルに変動はない。

(2) 対象226社は、非金融分野の上場企業のうち、1996~2000年の5カ年で連続した3年間のデータが得られた全企業 (危機後の上場廃止企業も含む)。ただし、1998年以降に新たに上場した24社は含まない。

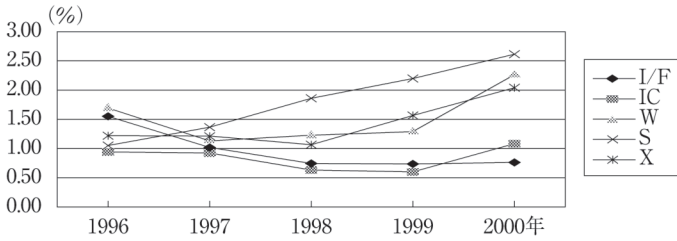
(3) 表の数値はサンプルの中央値 (median)。各所有形態のサンプル数にばらつきがあること、危機下の数値にばらつきが大きいことから、算術平均 (mean) でなく中央値を用いた。

(4) t 値は「個人・家族所有型」との差がそれぞれ1%、5%、10% (\*\*\*, \*\*, \*) 水準で有意であることを示す。

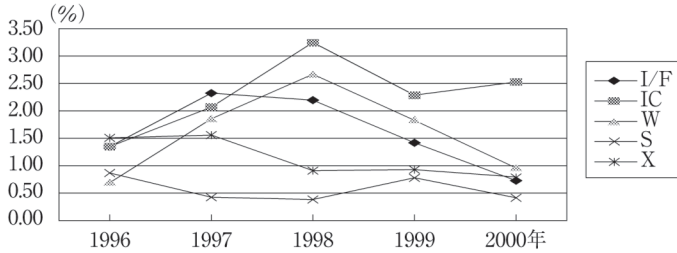
(出所) ECFIN各年版より集計。

図3 所有形態別にみたインドネシア上場企業のパフォーマンス（1996～2000年）

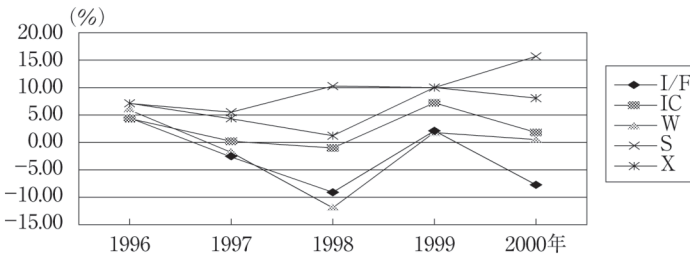
(1) 流動比率



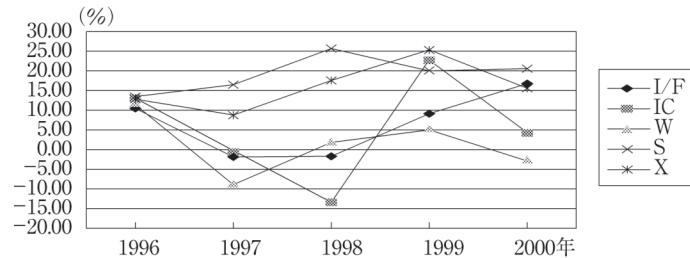
(2) 負債比率



(3) 総資本利益率 (ROA)



(4) 株主資本利益率 (ROE)



(出所) 表10に同じ。

危機後は早期に低下に向かい、むしろ分散所有インドネシア企業型の方が重債務に苦しんだ様子がうかがえる。個人・家族型の危機前の利益率はたしかに低かったが、全期間を通じた差は有意ではなかった。これらの結果から、個人・家族型は分散所有インドネシア企業型、分散所有型よりパフォーマンスが劣るとはいえないことが判明した。上場企業のなかで、国家所有、外国所有企業に比べて国内民間企業のパフォーマンスが劣ることは確認できたが、それが個人・家族所有型のパフォーマンスの低さに由来するとはいえなかった。

本章の分類に基づく個人・家族所有企業には、表8、表9でみたように、中心的株主が血縁関係にない他の個人と共同で所有経営にあたる「パートナーシップ型」企業が含まれている。個人・家族所有企業175社のなかから複数の個人・家族によるパートナーシップ型を分離すると37社あった。そこで、単一の個人・家族による「単一家族型」企業138社のパフォーマンスをパートナーシップ型や分散所有型と比較したのが表11と図4である。「単一家族型」は、末廣（Suehiro [2001: 39]）によるタイの調査結果と比較可能であるため、これも合わせて示した。

まず、インドネシアの単一家族型とパートナーシップ型とを比較すると、ROAで単一家族型の方が低いことがみてとれるものの、それを含めて統計的に有意な差はなかった。単一家族型と分散所有型を比較すると、流動比率においては分散所有型が有意に良好であることが認められたが、ほかの指標では有意な差はなかった。単一家族型の負債比率は、たしかに危機前には高かったが、全期間を通じた差は認められなかった。したがって、単一家族型をパートナーシップ型から分離させてみても、家族型のパフォーマンスがパートナーシップ型や分散所有型よりも劣るとはいえないことがわかった。

インドネシアとタイの家族型を比較してみると、インドネシアの危機の谷がタイより1年遅れた点を除けば、両者とも類似した趨勢と水準を示しており、統計的に有意な差はなかった。ただし、インドネシア家族型の負債比率の高さ、タイ家族型のROEの落ち込みの大きさは目立った特徴である。また、

表11 単一家族型所有と企業パフォーマンス  
(1996～2000年):タイとの比較

## (1) 流動比率:流動資産/流動負債

企業の所有形態	企業数	1996	1997	1998	1999	2000	t 値
F 単一家族	138	1.63	1.04	0.77	0.67	0.74	-
P パートナーシップ	37	1.45	1.13	0.77	0.89	1.04	-0.412
W 分散所有	9	1.72	1.18	1.25	1.31	2.30	-2.122 *
全企業	226	1.50	1.10	0.83	0.89	1.06	
T-F タイ-家族	174	1.14	0.92	0.82	0.84	-	0.215
T-W タイ-分散所有	46	0.88	0.69	0.44	0.47	-	1.718

## (2) 負債比率:負債/自己資本

企業の所有形態	企業数	1996	1997	1998	1999	2000	t 値
F 単一家族	138	1.39	2.39	2.20	1.36	0.70	-
P パートナーシップ	37	1.26	2.23	2.26	1.82	0.96	-0.240
W 分散所有	9	0.71	1.87	2.69	1.86	1.01	-0.041
全企業	226	1.30	2.19	1.92	1.35	0.82	
T-F タイ-家族	155	1.30	1.93	1.59	1.45	-	0.121
T-W タイ-分散所有	57	1.54	2.29	2.21	1.77	-	-0.970

## (3) 総資本利益率(ROA):税引後当期利益/総資本(%)

企業の所有形態	企業数	1996	1997	1998	1999	2000	t 値
F 単一家族	138	4.20	-3.09	-10.81	1.63	-8.49	-
P パートナーシップ	37	4.15	0.22	-1.58	4.45	-0.64	-1.483
W 分散所有	9	6.02	-1.73	-11.62	1.71	0.68	-0.566
全企業	226	4.47	-0.97	-5.23	3.41	-2.36	
T-F タイ-家族	182	3.29	-10.07	2.18	0.14	-	-0.525
T-W タイ-分散所有	66	1.76	-9.97	-3.64	-0.48	-	-0.060

## (4) 株主資本利益率(ROE):税引後当期利益/自己資本(%)

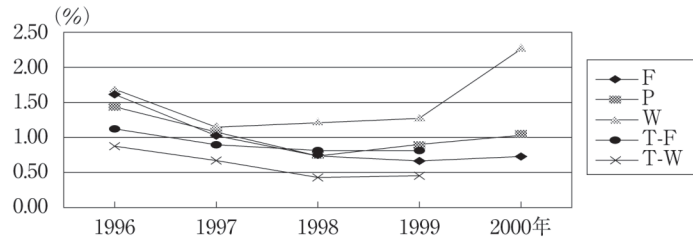
企業の所有形態	企業数	1996	1997	1998	1999	2000	t 値
F 単一家族	138	10.69	-3.58	-3.59	9.65	18.49	-
P パートナーシップ	37	12.10	0.75	-1.20	6.96	16.70	-0.133
W 分散所有	9	12.21	-8.56	2.23	5.42	-2.56	0.821
全企業	226	10.75	0.98	1.45	11.35	16.08	
T-F タイ-家族	155	8.49	-14.65	8.06	4.41	-	0.680
T-W タイ-分散所有	58	5.91	-17.56	-2.1	1.76	-	1.391

(注) 表10の注参照。

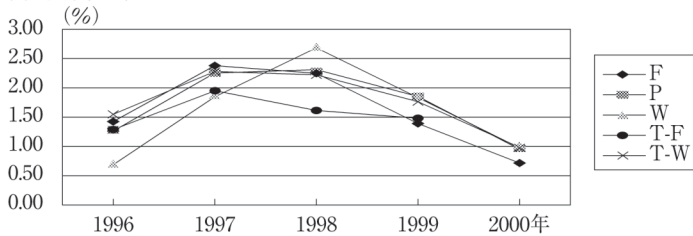
(出所) 表10に同じ。タイについては Suehiro [2001: 39]。

図4 単一家族型所有と企業パフォーマンス(1996~2000年):タイとの比較

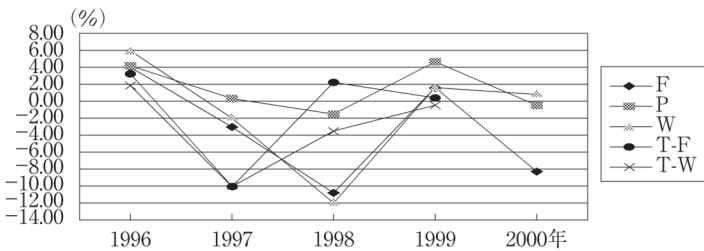
(1) 流動比率



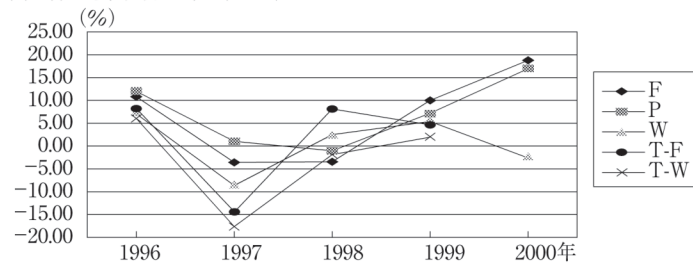
(2) 負債比率



(3) 総資本利益率 (ROA)



(4) 株主資本利益率 (ROE)



(出所) 表10に同じ。

家族型と分散所有型の違いについては、タイの場合はすべての指標で家族型より分散所有型の方が劣ることが明白である。それに対してインドネシアの場合は、流動比率を除いて優劣の差が明白でない。タイの分析結果からは「家族型は分散所有型よりパフォーマンスがむしろ良好である」という、検証仮説とは逆の結論が導かれたが、インドネシアの場合は「両者のパフォーマンスに有意な優劣はない」との結果になった。

### 5. 所有経営の分離と企業パフォーマンス

個人・家族所有型企業を所有経営の一致型と分離型に分け、企業パフォーマンスを比較したのが表12と図5である。ここで所有経営分離型とは、監査役会にも取締役にも中心的株主とその家族がいない状態とする。この厳格な分離型の定義に該当したのは、個人・家族所有企業175社のうち21社であった。

図表をみると、ROEと流動比率では全期間にわたり、ROAでは1999年を除き、一致型の方が分離型よりもパフォーマンスが良好かほぼ同水準である。しかし、いずれも統計的には有意な差ではない。負債比率は年によって優劣が交錯している。したがって、所有経営一致型の企業の方が分離型の企業よりもパフォーマンスが劣るとはいえないことがわかった。負債比率以外では、むしろ傾向的には一致型の方が良好であった。

ここまでの検証結果をまとめれば、集中所有型、個人・家族所有型、所有経営一致型の企業は、分散所有型、非個人・家族所有型、所有経営分離型の企業よりもパフォーマンスが劣るといふ仮説は棄却された。国家所有・外国所有の上場企業に比べて国内民間上場企業のパフォーマンスが低いことは確認されたものの、世界銀行が問題視した、集中所有、家族所有、所有経営の一致といった要因は国内民間企業の低いパフォーマンスの決定因とはなっていないかった。

表12 所有経営の分離と企業パフォーマンス(1996～2000年)

## (1) 流動比率：流動資産／流動負債

企業の所有経営形態	企業数	1996	1997	1998	1999	2000	t 値
not Sp 所有経営の一致	154	1.56	1.09	0.79	0.78	0.81	-
Sp 所有経営の分離	21	1.57	0.95	0.50	0.57	0.60	0.673
全企業	226	1.50	1.10	0.83	0.89	1.06	

## (2) 負債比率：負債／自己資本

企業の所有経営形態	企業数	1996	1997	1998	1999	2000	t 値
not Sp 所有経営の一致	154	1.39	2.32	2.23	1.43	0.69	-
Sp 所有経営の分離	21	0.88	2.38	1.93	1.37	1.29	0.104
全企業	226	1.30	2.19	1.92	1.35	0.82	

## (3) 総資本利益率(ROA)：税引後当期利益／総資本 (%)

企業の所有経営形態	企業数	1996	1997	1998	1999	2000	t 値
not Sp 所有経営の一致	154	4.25	-1.57	-8.24	1.71	-7.54	-
Sp 所有経営の分離	21	3.01	-4.70	-17.97	5.68	-7.10	0.400
全企業	226	4.47	-0.97	-5.23	3.41	-2.36	

## (4) 株主資本利益率(ROE)：税引後当期利益／自己資本 (%)

企業の所有経営形態	企業数	1996	1997	1998	1999	2000	t 値
not Sp 所有経営の一致	154	10.80	0.22	-1.29	10.11	18.44	-
Sp 所有経営の分離	21	5.23	-11.17	-5.66	2.34	12.78	1.251
全企業	226	10.75	0.98	1.45	11.35	16.08	

(注) 表10の注参照。

(出所) 表10に同じ。

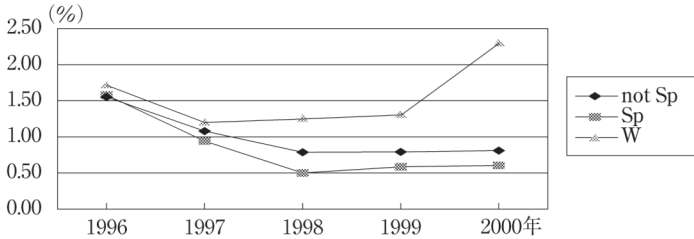
## 6. 企業グループへの所属と企業パフォーマンス

これまでの分析からは国内民間企業の企業パフォーマンスの低さを説明する要因は見いだせなかったため、所有経営形態に関連する別の要因として企業グループへの所属を取り上げる。当該上場企業が企業グループに属しているか否か、属しているとしたらどのようなタイプの企業グループに属している

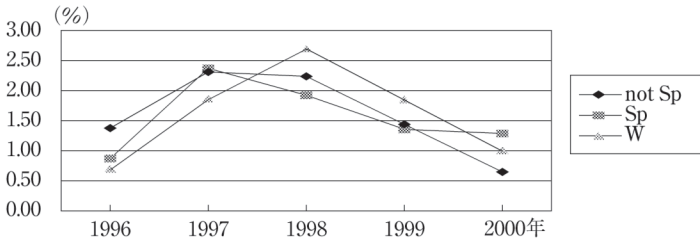


図5 所有経営の分離と企業パフォーマンス（1996～2000年）

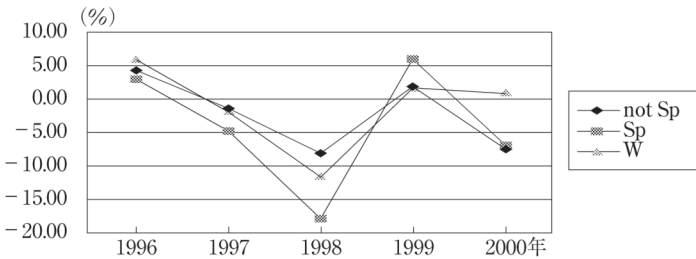
(1) 流動比率



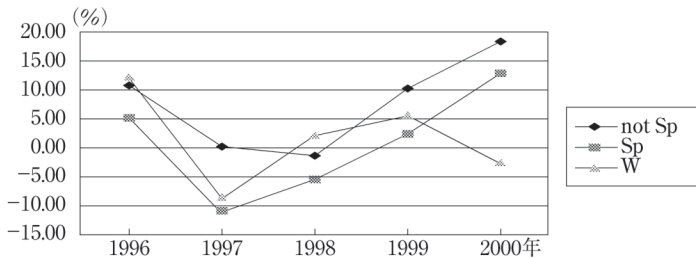
(2) 負債比率



(3) 総資本利益率 (ROA)



(4) 株主資本利益率 (ROE)



(出所) 表10に同じ。

るかが、危機前後の企業パフォーマンスに影響を与えたのではないかという、観察に基づく経験的仮説を検証してみる。

上場企業に占める企業グループ傘下企業の比重の高さは前掲表1からもみてとれるが、上場企業売上高上位100社、企業グループ売上高上位50グループの傘下企業に絞ってより詳細にみたのが表13である。危機前の1996年時点で、上場企業上位100社のうち実に58社までがグループ系企業であり、100社の売上高合計額の70%、資産合計額の73%を占めていた。一方、非グループ系の国内民間企業は100社中29社であり、売上高、資産でみた構成比はそれぞれ15%、9%であった。危機後の2000年までに、グループ系企業は100社中44社に減少し、売上高でみた構成比は56%へ、資産でみた構成比は36%にまで半減した。対照的に、非グループ系企業の数には2社減少しただけで、構成比はほとんど変化しなかった。危機の打撃は、グループ系企業において深刻だったことがわかる。

次に、企業グループを三つのタイプに分類して比較する<sup>(20)</sup>。第1のタイプは「主要グループ」で、スハルト政権初期にグループの中核事業の基盤を固め、1996年に売上順位10位以内に入った古参かつ有力な9グループである。第2のタイプは「急成長グループ」で、1980年代に創業または非連続的な急成長を開始し、1990年代に大幅な売上順位の昇格を記録した8グループである(グループ名と選定条件の詳細は表13注(2)参照)。「主要グループ」の所有経営主がすべて華人なのに対して、「急成長グループ」では華人の所有経営主は8人中4人でしかない。残りはインド系1人と、すべてスハルト家のメンバーであるプリプミ3人であった。第3は、第1と第2のタイプに分類されなかった「その他」23グループである。

表13に示された結果は、グループ系、非グループ系の違い以上に、企業グループのタイプの違いによって危機の打撃に差異が生じたことを示している。売上高と資産の構成比の変化をみると、主要グループの傘下企業は比較的打撃が軽微だったのに対し、急成長グループの傘下企業は危機の打撃が深刻だった。とくに資産額の構成比は、グループ傘下の銀行・金融会社が破綻し

表13 上場企業上位100社の企業グループへの所属と構成分変化(1996年, 2000年)

	企業数(社)		売上高構成分(%)		資産構成分(%)	
	1996	2000	1996	2000	1996	2000
企業グループ系						
主要グループ	20	18	39.9	36.1	35.5	21.9
急成長グループ	12	9	12.3	6.4	21.8	6.7
その他グループ	26	17	17.9	13.0	16.1	7.8
小計	58	44	70.0	55.5	73.4	36.3
非グループ系民間企業	29	27	14.9	15.0	8.9	7.8
国家所有	5	16	11.1	22.5	16.3	52.9
外国所有	8	13	3.9	7.0	1.4	3.0
合計(上位100社)	100	100	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) (1) 本表の企業グループとは、1996年時点での企業グループ売上ランキング上位50グループのうち、ジャカルタ証券取引所に傘下企業を上場していた40グループを指す。

(2) 「主要グループ」=①1970年代以前に中核事業を開始、②1980年代に20大グループ、③1996年に10大グループ、を同時に満たす9企業グループ。

「急成長グループ」=①1980年代に中核事業または非連続的成長を開始し、1996年に30大グループ、または②1980年代に20位以下だったが、1996年には10大グループ、のいずれかに該当する8企業グループ。

グループ名は下記のとおり。

「主要グループ」

1. サリム
2. アストラ
3. シナル・マス
4. グダン・ガラム
5. リッポ
6. オンコ
7. ボブ・ハサン
8. ジャルム
9. ロダマス

(いずれも華人系)

「急成長グループ」

1. ビマンタラ (スハルト次男)
  2. ガジャ・トゥンガル
  3. スサンバ (スハルト主宰財団)
  4. バリト・パシフィック
  5. フンブス (スハルト三男)
  6. ダナモン
  7. ラジャ・ガルーダ・マス
  8. テクスマコ (インド・タミール系)
- (注記したもの以外はいずれも華人系)

(出所) ECFIN各年版より集計。

た影響で、22%から7%にまで低落した。

表14は、同じ分類によって企業グループへの所属によるパフォーマンス指標の違いを比較したものである。グループ系企業を、上位100社あるいは全上場企業の数値と比べると、危機前の負債比率が高く、ROAが低く、ROEは高いという特徴がみられた。すなわち、負債比率の高さとROAでみた利益率の

表14 上場企業上位100社の企業グループへ

	企業数(社)		負債比率		総資本利益率(ROA)	
	1996	2000	1996	2000	1996	2000
中央値(median)						
企業グループ系						
主要グループ	20	18	2.8	2.8	2.9	0.5
急成長グループ	12	9	1.7	-4.2	3.0	-20.0
その他グループ	26	17	1.9	1.2	3.4	-2.5
小計	58	44	2.0	2.0	3.2	-1.6
非グループ系民間企業	29	27	1.7	1.3	3.4	-1.8
国家所有	5	16	0.7	4.7	8.5	1.4
外国所有	8	13	1.7	0.8	6.4	7.1
合計(上位100社)	100	100	1.8	1.5	3.5	0.3
全上場企業	226	226	1.3	0.8	4.5	-2.4

(注) (1) 表13の注参照。

(2) \*負債超過により自己資本がマイナス値を示した23社は、ROEが異常に大きな値にな  
 頼性が低い。

(出所) ECFIN各年版より集計。

低さという意味で、低パフォーマンスを示していたのは企業グループ傘下企業であった。グループ系企業の負債比率は、その他の企業よりも高いだけでなく、サンプルの平均値(mean)が中央値(median)から乖離して高い数値を示していた。これは、グループ系企業の一部に異常に高い負債比率をもつ企業が含まれていることを意味する。2000年になると、グループ系企業の負債比率は、中央値では不変だが平均値ではマイナス6.3に転落した。負債比率がマイナス値になるとは、負債超過、すなわち負債が資産を上回って自己資本がマイナスになる、いわゆる破産状態を示している。一部のグループ系企業は、過剰な負債が通貨下落と利子率高騰によってさらに膨張し負債超過に陥ったことが示されている。

企業グループ傘下企業を3分類した場合のパフォーマンスの違いはどうか。まず注目すべきは、主要グループ傘下企業の危機前の負債比率が中央値で2.8、平均値では10.5にも達していた点である。急成長グループの負債比率は、中央値では1.7で正常範囲だが、平均値では5.3を示していた<sup>(21)</sup>。危

の所属とパフォーマンス（1996年，2000年） (%)

株主資本利益率(ROE)		負債比率		総資本利益率(ROA)		株主資本利益率(ROE)	
1996	2000*	1996	2000	1996	2000	1996	2000*
平均値 (mean)							
16.0	6.6	10.5	-13.2	4.0	-2.9	17.7	-20.1
11.0	23.4	5.3	-4.8	3.2	-21.6	10.9	-43.4
12.6	4.6	3.6	0.3	4.4	-16.2	12.9	3.8
13.0	7.1	6.3	-6.3	4.0	-11.5	14.3	-14.5
14.4	0.4	2.5	1.9	4.3	-3.3	11.6	-30.9
17.0	11.5	2.7	7.7	10.3	6.4	16.2	-2.1
16.5	15.1	1.9	1.6	6.9	10.1	15.4	14.5
13.5	7.9	4.7	-0.8	4.8	-3.5	14.2	-11.9
10.8	16.1	1.6	-1.3	5.0	-7.4	11.2	44.3

るため除外した。このため「急成長グループ」のROEは，9社中6社が除外対象になったため信

機後には，主要グループの負債比率は中央値では不変，平均値ではマイナス13.2%に転落した<sup>(22)</sup>。急成長グループは9社中6社が負債超過になったため，中央値，平均値ともにマイナス値となった。世界銀行が構造的脆弱性と呼んだ高い負債比率は，より端的には主要グループの一部の傘下企業の問題であり，また危機後の債務破綻という観点からは急成長グループの問題だったことがここからわかる。ただし，主要グループと急成長グループには資金調達行動に大きな違いがある。主要グループ9グループのうち，国内銀行に対する21大債務者は2グループしかない。つまり，主要グループは巨額の負債をもっぱら海外借入に依存していた。これに対して，急成長グループ8グループのうち6グループまでが国内銀行からの21大債務者であり，しかも上位3大債務者が含まれていた<sup>(23)</sup>。主要グループとは異なり，急成長グループは借入先を国内銀行に強く依存していた。

利益率において特徴的なのは，急成長グループ傘下企業の危機前のROA，ROEが相対的に低く，同時に危機後のROAのマイナス値，すなわち損失の度

合いも著しく大きかった点である。これに対して、主要グループ傘下企業の危機前の利益率は、ROAでは急成長グループと同程度だが、ROEでは国内民間企業のなかで最も高い数値を示していた。このように、危機前の主要グループ傘下企業は高負債と高利益、急成長グループ傘下企業は低利益に特徴づけられていた。危機後には、低利益であった急成長グループにおいて、損失計上、負債超過として危機の打撃が顕著に表れたのであった。企業グループ傘下企業のほとんどが、個人・家族による所有集中かつ経営一致型でありながら、企業グループのタイプによってパフォーマンスに大きな違いが生じたことが確認された。

#### 第4節 所有経営の実態と企業ガバナンス改革の有効性

前節で行った上場企業の所有経営構造の分析結果を概括すると、次のようになる。第1に、集中所有型企業が上場企業の大部分を占める状態は危機の前後を通じて変化がなく、分散所有型企業が増える傾向は認められない。第2に、個人・家族が集中的所有の主体になる形態が、危機後に低下したとはいえ、いまだに集中所有型のなかの6割前後を占め、インドネシア国内民間大企業の主流を占める所有形態になっている。第3に、個人・家族所有企業における所有＝経営者の比重は危機後に低下した。しかし同時に、所有と経営の分離へと直ちには移行しないであろうことも示唆された。個人・家族所有型であるかぎり、所有と経営の実質的な一致は存続する可能性が大きい。第4に、個人・家族による集中所有形態は保ちながらも、個人・家族所有企業の外資と市場への所有開放が進んだことは大きな変化である。第5に、集中的所有、個人・家族所有、所有経営の一致は、高い負債比率や低い利益率などの企業パフォーマンスの低さの決定因ではないことが検証された。第6に、企業グループへの所属や企業グループのタイプの違いが、同じ集中所有型企業の間にパフォーマンスの違いをもたらしていたことが判明した。この

ことは、企業ガバナンス問題を考える際にも、集中的所有、個人・家族所有、所有経営の一致それ自体が問題なのではなく、むしろ企業グループ（非個人・家族型を含む）による過剰債務、不適切な投資などによる低収益性といった企業行動こそが監視すべき問題であることを示唆している。

以上が、上場企業に対する企業ガバナンス改革が導入される前の2000年時点における観察結果であった。こうした上場企業の所有経営実態を踏まえると、世銀の問題認識、それに基づいて導入されたIMF・世銀による企業ガバナンス改革の有効性はどのように評価できるだろうか。

World Bank [1998] は、企業に対する監督体制の弱さと過剰債務体質を問題視しており、その背後に家族企業による所有の集中と経営支配があるとの認識をもっていた。しかし、その問題認識において、家族企業全般と企業グループとを明確に区別していなかった可能性がある。世銀が問題視したとおり、企業部門の過剰債務はインドネシアにたしかに存在した。一方、インドネシアの企業部門においては、個人・家族による所有、企業の集中的所有、所有と経営の一致は、危機前後を通じて広範に認められる一般的現象であった。過剰債務の主体は、これら大多数の個人・家族所有企業全般ではなく、特定の企業グループ傘下企業であった。極端に高い債務比率を示していたのは、主に海外資金借入に依存した古参の有力華人系企業グループの傘下企業であり、そして危機後の債務破綻の中心は、国内銀行借入に依存していた政治権力に近い非華人系を含む急成長企業グループの傘下企業であった。つまり、過剰債務問題の本質は、企業所有の集中や家族所有そのものではなく、特定の大規模企業グループの企業行動だった、とするのがよりの確な認識である。適切な処方箋を書くためには、この両者を区別した問題認識が必要だったであろう。

いずれにしても、世銀・IMFは、集中所有型かつ所有・経営の未分離な企業を念頭において処方箋を準備したはずである。ところが、実際に導入された制度改革はWorld Bank [1998] の認識とは必ずしも整合的ではなく、所有と経営の分離を前提にした国際標準的な内部ガバナンス改革であった。すな

わち、通貨危機国における企業ガバナンス改革にあたって参照軸とされたのは「OECD企業ガバナンス原則」であり、世銀の支援を得て策定されたインドネシアの「コード」もまた「OECD原則」に正しく準拠していた。具体的には、独立監査役、会計監査委員会、情報開示・情報管理役としての会社秘書役という三つの制度が「コード」から選択され、上場企業に対して適用された。

「コード」の目的には、「株主価値の最大化」、「監査役会、取締役、株主総会の相互独立性」が掲げられている。前者の概念の背後には、市場を通じて分散所有された多数の小株主にとっての株主価値最大化のために、専門経営者をいかに規律づけるかというアングロ・アメリカ型の企業ガバナンス問題が暗に想定されている。また後者の概念の背後には、株主代表を含む監査役会が経営執行を担う取締役をいかに効果的に監督するかという、大陸法型二元的経営機構に基づく企業ガバナンス問題が想定されている。他方、インドネシア上場企業の大半を占める個人・家族所有型企業では、集中的所有者である中心的株主・家族が監査役会の監督機能と取締役の執行機能の両方を株主役員として担う構造が、危機後においても基本的に健在であった。この構造においては、中心的株主、監査役会、取締役は一体であり、この三者で構成される企業内ガバナンスに深刻なエージェンシー問題は発生しない。問題にすべきは、中心的株主以外の投資家（少数株主）、債権者、そして国内債権者を暗黙裡に支える政府に対する、所有経営主によるモラルハザードである。特定企業グループの過剰債務問題は、まさにこのタイプのモラルハザードが極端な形で起きた結果であった。

上場企業に対して適用された制度改革のひとつが、独立監査役の導入であった。独立監査役制度の狙いは、監査役会による取締役への独立的監視を担保することである。この制度は本来、別主体である監査役会と取締役の間に癒着、あるいは逆に著しい情報の非対称性が生じ、監査役会による監督機能の不全、取締役によるモラルハザードが起きるのを防ぐためのものである。しかし、監査役会、取締役、そして中心的株主の3者が同一主体である場合



の独立監査役は、経営組織のなかに所有経営主から独立した分子を投入し、所有経営主に対する内部監視機構を構築する、という新しい意義をもつ。はたして内部監視機構は実効性をもつだろうか。所有経営主の側からすれば、そもそも深刻なエージェンシー問題が発生していない経営組織に内部監視機構を設けるインセンティブは薄い。独立監査役にすれば、所有経営主が経営上の最終的意思決定権、人事権を握り、会社情報において優位にあり、そして自分は会社から報酬をもらうかぎり、所有経営主に対する監視のインセンティブは弱い。結果として、独立監査役の独立性、中立性、経営監視機能には大きな限界がある。上場規定遵守の移行期間内の2002年末までに、上場企業の90%が独立監査役を配置し、85%が独立監査役を長とする会計監査委員会の設置を終えた。新制度の導入は速やかに進み、上場企業は制度改革に正しく反応したように見える。しかしその実態は、所有経営主に対する監視機構としての実効性をもたない、形式のみの制度遵守に終わる可能性が高いと考えざるをえない。もともと所有と経営の分離を前提とした内部ガバナンス改革は、所有経営一致企業の監督体制の強化や過剰債務体質の監視には役立たないではないか、というのが、筆者の主張点である。

それでは、どのような制度が実効性のある企業ガバナンス改善には必要だろうか。そこでの要点は、インドネシア企業の実態に立脚した問題認識から出発し、所有経営主の存在を前提にした企業ガバナンス問題、すなわち、所有経営主による外部投資家、債権者、政府に対するモラルハザードを監視し防止する、外部監視機構を構築することである。監視の対象としては、大規模な企業グループの企業行動を念頭に置くべきであろう。

具体的な措置として、まず第1にあげられるのは情報開示である。1998年以降、情報開示に関する政令やBapepam長官決定が最初に動き始めたこと(前掲表5参照)、上場企業における会社秘書役の情報開示・情報管理機能が強化されたことは、この点でしかるべき方向として評価できる。ただし、むやみに詳細かつ頻繁な報告義務を課すのでは企業側の負担は大きい。監督側は、資金の出し手に損失を負わせないための情報を優先的に開示させるべきであ

る。企業グループを監視の対象とする観点からは、企業グループ内の出資・資金取引関係、グループ単位での負債状況の開示が重要である。所有経営主とその家族の株式所有関係に関する情報の一括管理を、会社秘書役の任務とした点は、新しい試みである。同時に、上場企業の情報開示における不正行為に対する罰則システムを機能させることが必要である。年次報告書に関する責任が取締役にあることを明確化した2003年のBapepam長官決定はその第一歩としての意味がある。

第2に、これらの開示情報を外部投資家や債権者が有効に活用できるための市場情報インフラの整備が必要である。企業情報を蓄積・仲介すべき市場関連機関（株式発行引受会社、証券会社、市場情報会社）を活性化させ、一般投資家、国内機関投資家（年金基金や保険会社）、国内格付け機関、投資ファンド、国内外の銀行・金融機関、外国機関投資家、外国格付け機関などがこれらの情報を企業価値の評価に活用するようになれば、企業の所有経営主にとっても情報開示がメリットとして働き、情報開示が制度として機能する。

第3に、主要な債権者である国内銀行が企業監視能力を向上させることが重要なポイントである。インドネシアの銀行部門は多くの問題を内包し危機の直撃を受けたが、相対的には最も多くの企業情報を蓄積してきた。しかし、その企業情報を貸出審査・企業監視に結びつける能力の形成は、危機後の抜本的な制度改革によってようやく緒についたところである（第4章参照）。企業がバランス改善は、直接金融の市場インフラのみならず、むしろそれ以上に、銀行システムの今後の企業監視能力の向上に大きく依存する。

第4に、監督者として、あるいは最終的な負債保証者としての政府に対する企業のモラルハザードの防止が必要である。直接的、間接的な企業監督者としての政府機関（資本市場監督庁、証券取引所、国営企業担当國務大臣府、国営銀行、中央銀行、金融サービス庁など）においては、監督システムの整備、監督能力の向上、そして監督者と企業との癒着を制御する監視システムが合わせて求められる。また、企業グループによる国内銀行（主に国営銀行）借入依存は、政府による暗黙裡の全面的資産保証に対して企業と銀行がモラルハ

ザードを起こした結果であった。現に危機後の企業債務処理は、支払い不能債務(すなわち銀行の回収不能債権)のかなりの部分を政府が負担することで決着が図られた。銀行部門にはペイオフ制度が導入されるが、企業部門においても政府による企業債務の肩代わりは原則禁止であることを制度化する必要がある。その制度化の第一歩が破産法の導入であったが、制度としていまだに機能しておらず、今後の改善を待たなければならない(第3章参照)。これらの制度構築は、大企業と銀行に対する最終的な資産保証者の役割を果たしてきたスハルト型開発体制からの脱却の過程でもある。

以上から明らかなように、所有経営主の存在を前提とした企業ガバナンス改善のための制度設計は、企業の内部ガバナンス機構に手を加えるよりも、むしろ企業の外部からの企業監督機構の構築に重点が置かれなければならない。世銀・IMFはもっぱら市場による規律づけを重視したが、先進国のような市場規律のための成熟したインフラをもたない発展途上国においては、金融システム、政府システムを含めた包括的なガバナンス制度の構築を段階的に進めていく以外に近道はないであろう。

[注] \_\_\_\_\_

- (1) 1997年末における社債発行残高のGDP比は、インドネシア2.1%に対して、タイ11.5%、韓国19.9%であった。
- (2) 危機後の企業ガバナンス改革の進捗と影響、中間的な評価については、FCGI [2003], Husnan [1999], Zhuang et al. [2000], Pangestu and Harianto [1999] を参照。このほか、独自の企業ガバナンス指数を構築し上場企業の評価を試みたNGOによる調査報告書にIICG [2001] がある。
- (3) たとえば、企業グループによる事業の多角化には、資源の内部市場創出のほか、少数株主からの収奪装置としての役割がある (Claessens, Djankov, Fan and Lang [1999b]), 企業における家族の支配権 (control rights/voting rights) が大きいほど企業の市場評価は低くなる (Claessens, Djankov, Fan and Lang [1999a]), などの相互関係が指摘されている。
- (4) Claessens, Djankov and Lang [1999: 24] 図4をみると、彼らがインドネシア株式時価総額の17%を支配する同国最大の企業家家族とみなす「スハルト・グループ」は、スハルト大統領の主宰財団、長男、次男、三男、長女、異父弟、次女の義弟がそれぞれ別個に所有経営するスハルト家関連の7グループのほ

かに、スハルト家が寄生するサリム・グループ、異父弟が寄生するケタウン・グループ、スハルトの朋友ボブ・ハサン (Bob Hasan) が寄生するオンコ・グループなどの独立した5グループを含む。これら12グループを一つの企業グループとみる見方は、ひとつの議論としては面白いが、単一企業グループとしての実態はなく、また12グループをそれぞれ別個の企業グループと見なす企業グループ・ダイレクター類にみられる一般的な現地の認識ともかけ離れている。

- (5) 銀行については収入 (revenue) を使うことが望ましいが、使用したデータベースからは収入一覧が得られなかったため貸出額で代用した。また1997～99年に閉鎖された銀行は含まれていない。
- (6) 本章で使用する上場企業データはすべてECFIN [various years] に基づき筆者が集計した。
- (7) 証券市場の低迷と業績悪化に苦しむ上場企業は、1999～2000年に株式分割や株主割当増資を盛んに行ったため、上場株式数だけは顕著に増加した。
- (8) インドネシア人所有企業の海外証券取引所への上場による資金調達もここに含めるべきであるが、データの集計が困難であるため含めていない。
- (9) 銀行借入残高の急減は1999年に銀行の回収不能債権がインドネシア銀行再建庁 (IBRA) に移管されたことによる。本書第4章第1節参照。
- (10) 通貨危機後の資金調達構造のなかで海外資金調達額が拡大している (表4) のは、外貨建て調達資金のルピア換算額がルピア減価によって大幅に膨らんだことが主因であり、ドル建てでみた調達残高は1998年上期をピークに低下に向かった。
- (11) 株式時価総額をドル建てに換算して各国比較を行うと、対ドル為替レートの下落が大きく反映される。1997年末時点では、インドネシアの株式時価総額 (548億ドル) はフィリピン (424億ドル)、タイ (360億ドル) を上回っていたが、危機後の2000年末には291億ドルに落ち、フィリピン (580億ドル)、タイ (320億ドル) を下回った。
- (12) 意向表明書はIMFホームページ (<http://www.imf.org/external/np/loi/mempub.asp>) に全文が掲載されている。スハルト政権 (～1998年5月) 下で第1回意向表明書 (Letter of Intent) と2回の経済金融政策覚書 (Memorandum of Economic and Financial Policies)、ハビビ政権 (1998年5月～1999年10月) 下で第2回～第8回意向表明書と1回の覚書、アブドゥルラフマン・ワヒド政権 (1999年10月～2001年7月) 下でIMF融資契約の更新後、第1回～第4回意向表明書、メガワティ政権下で2003年12月31日にIMF融資プログラムが終了するまで第5回～第13回意向表明書、通算して21回の意向表明書が発出された。
- (13) 現行の1995年株式会社法は、制定までに1969年以來の長い過程がある。現在の同法改定案は、現行規定の補充とIT化への対応に重きがあり、企業がバナン

ス改善のための抜本的な改定は企図されていない。この点について詳しくは佐藤 [2004] 参照。

- (14) インドネシアの会社法は、オランダ法を継承し、二元的経営システムを採用している。取締役に対する監督を担当する監査役は、2人以上の場合監査役会を形成する(94条)。これに対して、経営執行を担当する取締役は、2人以上の場合も会社を代表する権限は各役員がもち(第83条)、取締役会を形成しない。そこで「監査役会(Dewan Komisaris/Board of Commissioners)」、「取締役(Direksi/Directors)」と呼ぶのが通例である。しかし「コード」では、「OECD原則」に準拠したためか、後者の英訳を“Board of Managing Directors”としている。本章では、インドネシアの原語にしたがい「監査役会」、「取締役」を使用することにする。
- (15) 公開企業となる要件は、300人以上の株主、30億ルピア以上の払込資本金を有すること、上場企業となるには、公開企業であることに加え、設立後3年以上の営業、2年以上の継続的純利益などの要件が付加される。実際には、公開企業のほとんどが上場企業である。
- (16) Bapepam規定、証券取引所規定については、Bapepam『インドネシア資本市場規定集』およびBapepamホームページ(<http://www.bapepam.go.id/hukum/peraturan/index.htm#bursa>)に現行の全規定が掲載されている。
- (17) 世銀グループの研究と異なり、ここでは「究極の株主」を観察対象としない。理由のひとつは、近年株主の法人化、代理会社化、投資会社化が進行していることもあり、すべての上場企業の法人株主についてその株主、さらにその株主という具合に「究極の株主」を遡及して特定することがデータの制約上困難だからである。もうひとつのより積極的な理由は、データが存在する場合でも「究極の株主」をどこまで遡り何をもって「究極」と判定するかは必ずしも自明ではないためである。中心的所有者と寄生的株主とを判別するには株式所有比率以外の付加的な情報を必要とする。Claessens, Djankov and Lang [1999] が寄生的株主を究極の株主と判定し実情に合わない分析結果を導出したことはすでに指摘した。
- (18) インドネシア企業の二元的統治機構の実際の運用のあり方については佐藤 [2004] を参照。
- (19) ただし、ここでいう国家所有企業はわずか6社の上場企業であり、国営企業全体のパフォーマンスがほかの所有形態よりも良好であることを意味しない点に留意が必要である。
- (20) 企業グループを3分類する発想は松本 [1999] より示唆を得た。松本は、インドネシア華僑資本を「財界のエスタブリッシュメント」、「中堅・新興財閥」、「中小商業資本」に3分類して危機前後の企業行動を比較分析している。本章の3分類は、非華人の企業グループも含めて筆者自身が再定義したものである。

中堅・新興にあたる「急成長グループ」の半数が非華人系である点が松本の分類と大きく異なっている。

- ②) ただし、銀行・金融機関（非銀行金融機関、保険会社、証券会社）は自己資本に比した他人資本が大きく、負債比率が高く出る。そこで、銀行・金融機関を除外した1996年の負債比率を算出すると、主要グループは2.1（中央値）、2.3（平均値、以下同）、急成長グループ1.4、1.4、グループ系企業全体1.6、1.9、非グループ系企業1.6、1.7であった。主要グループの数値は正常範囲に近づくが、それでも最も高かった。
- ②) 対象18社中1社が負債超過に陥ったためである。その1社は、シナル・マスグループのアグロビジネス事業持株会社SMART社である。
- ③) 企業グループの国内・海外債務状況、および国内銀行に対する21大債権者については、佐藤 [2002: 273-80] を参照。

### 〔参考文献〕

#### <日本語文献>

- 石田正美 [2001] 「債務の処理」（佐藤百合編『インドネシア資料データ集—スハルト政権崩壊からメガワティ政権誕生まで—』アジア経済研究所）。
- 佐藤百合 [1993] 「インドネシアにおける企業グループの所有と経営—「パートナーシップ型」企業グループを中心に—」（小池賢治・星野妙子編『発展途上のビジネスグループ』アジア経済研究所）。
- [2002] 「経済再建と所有再編」（佐藤百合編『民主化時代のインドネシア—政治経済変動と制度改革—』アジア経済研究所）。
- [2004] 「インドネシアの企業統治と企業法制改革」（今泉慎也・安倍誠編『東アジアの企業統治と企業法制改革』アジア経済研究所）。
- 末廣昭 [2002] 「証券市場改革とコーポレート・ガバナンス—情報開示ベースの企業淘汰システム—」（末廣昭編『タイの制度改革と企業再編—危機から再建へ—』アジア経済研究所）。
- 深川由起子 [2002] 「新興国の市場機能強化とコーポレート・ガバナンス構築—韓国の経験と示唆点—」（青山学院大学総合研究所プロジェクト報告書、青山学院大学）。
- 松本恭幸 [1999] 「アジア通貨危機、スハルト政権崩壊とインドネシア華僑：資本逃避の観点から」（『インドネシア開発問題研究会報告書』〈大蔵省委託調査〉財団法人財政経済協会）。
- 三平則夫・佐藤百合編 [1992] 『インドネシアの工業化—フルセット主義工業化の行方—』アジア経済研究所。

吉富勝 [2003] 『アジア経済の真実—奇蹟, 危機, 制度の進化—』 東洋経済新報社。

<英語・インドネシア語文献>

- Bapepam [1988] *Fact Book of Indonesian Capital Market*, Jakarta: Bapepam.
- [various issues] *Himpunan Peraturan Pasar Modal Indonesia* [インドネシア資本市場規定集], Jakarta: Bapepam.
- CISI Raya Utama [1990] *A Study on 300 Prominent Indonesian Businessmen*, Jakarta.
- [1999] *1000 Major Non-Financial Companies in Indonesia 1999/2000*, Jakarta.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan and Larry H. P. Lang [1999a] “Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia,” World Bank Policy Research Working Paper No.2088, Washington, D.C.: World Bank.
- [1999b] “Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation,” World Bank Policy Research Working Paper No.2089, Washington, D.C.: World Bank.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry H. P. Lang [1998] “Corporate Growth, Financing, and Risks in the Decade before East Asia’s Financial Crisis,” World Bank Working Paper No.2017, Washington, D.C.: World Bank.
- [1999] “Who Controls East Asian Corporations ?” World Bank Policy Research Working Paper No.2054, Washington, D.C.: World Bank.
- [2000] “East Asian Corporations: Heroes or Villains?” World Bank Working Paper No.409, Washington D.C.: World Bank.
- Ekofin Konsulindo, PT. [2000] “Indonesian Banking Indicator and Financial Performance 31 December 1991 – 31 December 1999,” (CD-ROM) Jakarta.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI) [2003] “Corporate Governance in Indonesia,” (mimeo) a paper for Seminar on Review of Corporate Governance Reforms in Post-Crisis Asia, Tokyo: Asian Development Bank Institute (ADB I).
- Husnan, Suad [1999] “Indonesian Corporate Governance: Its Impact on Corporate Performance and Finance,” a country report for Asian Development Bank.
- Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) [2001] “Corporate Governance Perception Index (CGPI): Laporan Akhir [最終報告書],” Jakarta: IICG.
- Institute for Economic and Financial Research (ECFIN) [annual] *Indonesian Capital Market Directory*, Jakarta: ECFIN.
- National Committee for Corporate Governance (NCCG) [2000] *Code for Good Corporate Governance, Rev.3.2*, Jakarta: NCCG, March.
- [2001] *Code for Good Corporate Governance, Ref.4.0*, Jakarta: NCCG, March.

- Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) [1999] *OECD Principles of Corporate Governance*, Paris: OECD.
- Pangestu, Mari and Farid Harianto [1999] "Corporate Governance in Indonesia: Prognosis and Way Ahead." (mimeo)
- Sato, Yuri [2003] "Corporate Governance in Indonesia: A Study on Governance of Business Groups," in Y. Shimomura ed., *The Role of Governance in Asia*, Singapore: Institute of Southeast Asian Studies (ISEAS).
- [2004] "Corporate Ownership-Management in Indonesia: Does It Change?," in C. Basri and P. van der Eng eds., *Business in Indonesia: New Challenges and Old Problems*, Singapore: ISEAS.
- Suehiro, Akira [2001] "Family Business Gone Wrong?: Ownership Patterns and Corporate Performance in Thailand," ADB Institute Working Paper No.19, Tokyo: ADBI.
- World Bank [1998] *East Asia: The Road to Recovery*, Washington, D.C.: World Bank (柳原透監訳『東アジア:再生への途』東洋経済新報社, 2000年).
- [2000] *East Asia: Recovery and Beyond*, Washington, D.C.: World Bank.
- Yeh, Yin-Hua, Tsun-Siou Lee and Tracie Woitke [2001] "Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan," *International Review of Finance*, 2(1-2), pp.21-48.
- Zhuang, Juzhong, David Edwards, David Webb and Ma. Virginita Capulong [2000] *Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*, Volume One, Manila: Asian Development Bank (ADB).