

第10章

ファミリービジネスとガバナンス

南アフリカ共和国の事例

西浦 昭雄

はじめに

アフリカ経済論の再構築を目指すという本書の試みのなかで、本章の役割はアフリカ企業論構築に向けて有効であると思われる分析視角を提示し、事例を通じてその準備作業にあてることにある。経済停滞を経験し、政府部門が構造調整計画後に縮小しつつあるアフリカ⁽¹⁾においては、民間部門が経済発展に対して決定的な役割を担うと認識されている (Ofosu-Amaah [2000: 1])。本章第3章で詳しく紹介しているように、最近ではアフリカの経済停滞への関心から製造業企業の生産行動に関する研究が増えているものの、アフリカにおける企業研究の蓄積は他地域と比較しても依然として少ないといわざるをえない。

筆者はアフリカ企業研究ではこれまで論じられることが少なかった「ファミリービジネス」と「コーポレート・ガバナンス」という二つの視角を取り入れることで、他地域との比較や諸学問との交流を容易にし、アフリカ企業研究の深化に寄与できないだろうかと考えている。ファミリービジネスはアフリカで一般的な企業形態であるが、アフリカ企業研究のテーマとしてはほとんど扱われてこなかった。ファミリービジネスの成長メカニズムを分析することでアフリカ企業が抱える課題を克服する糸口を見いだせるかもしれな

い。「コーポレート・ガバナンス」については1990年代以降、世界的に関心が高まっており、経済学、経営学、法学などさまざまな分野からのアプローチがなされている。アフリカにおいても民営化論議のなかでようやく注目されつつあるが、コーポレート・ガバナンスについて正面から捉えた研究は少ない。アジアにおいてはコーポレート・ガバナンスが株価に影響を与えるという実証結果がみられ (Johnson et al. [2000]), さらに投資家は投資決定の際に収益率よりも投資先企業のガバナンスを重視するという調査結果もある (IOR [2002: 12])。アフリカの企業が投資を獲得し、効率的に資金を調達するためには、ガバナンスの改善が求められている (Iskander and Chamlou [2000: 33])。

筆者は「南アフリカにおける『ビジネスグループ』の比較分析」において、「特定家族の影響」「複数部門」「産業内における寡占的な地位」という財閥概念⁽²⁾の3要素を満たすグループが1980年代から1990年代半ばまでの期間に、南アフリカ (以下、南アと略す) で少なくとも4グループ存在したことを指摘した (西浦 [2001: 第4節])。このうち本章では事例としてアングロ・アメリカン (Anglo American) ・グループを除く、レンブラント (Rembrandt) ・グループ、リバティー (Liberty) ・グループ、アングロバル (Anglovaal) ・グループという3財閥をとりあげる⁽³⁾。1993年にはこれら3財閥でジョハネスバーグ証券取引所⁽⁴⁾における株式時価総額の25.1%を支配していた (McGregor [1998])⁽⁵⁾。

ここで財閥を「ファミリービジネスの事業規模・範囲・構成が巨大化し多角化しグループ化していったもの」 (末廣 [1993: 27]) として捉えるならば、財閥はファミリービジネスの存続と拡大メカニズムを理解するうえで格好の分析材料となりうる。南アの3財閥をコーポレート・ガバナンス論の視点から捉え直すことで、家族支配の継続化メカニズムを明らかにすることが本章の第一の目的である。

第二の目的は、南ア3財閥にみられる重層的な持株会社の機能について分析することである。一般的にファミリービジネスが規模を拡大させていく過

程において、専門的な経営能力をもった特定家族以外の経営者を登用したり、外部からの資金を調達する必要性に迫られ、所有と経営における特定家族による封鎖的支配は緩和される傾向にある。南アでは専門経営者の登用や外部資金の導入をはかりながらも所有・経営の両面において特定家族が影響力を保持したが、そこで重要な働きをしたと考えられるのが持株会社制度であった。戦前日本の財閥の機能については、所有に対する二重の封じ込め（同族と本社、本社と傘下企業）があり、家族による封鎖的支配がかなりの程度制約されていたことから、事業会社による経営政策の自由度が高められたとする主張（橘川 [1996: 81-93]）と、財閥による傘下企業へのモニタリング機能を重視する主張に分かれ（岡崎 [1999]）、財閥史研究の一つのテーマとなっている⁶⁾。南アの3財閥では持株会社はどのような機能を果たしたのだろうか。

第三の目的は、南アの経験を通じてコーポレート・ガバナンスの変化を促す要因について検討することである。コーポレート・ガバナンス構造は経済発展経路や法制度の違いによって各国ごとに固有の特徴がみられる一方で、リスクの高まりとともに変化するという側面をもっている。BCCI事件、マックスウェル事件、エンロン社事件⁷⁾など相次ぐ企業の不祥事やアジア通貨危機が、コーポレート・ガバナンスの改善を促す契機となったといわれる（Iskander and Chamlou [2000: 1], Zhuang et al. [2000]）。南アの3財閥は、アパルトヘイト政策によって南アが国際的に孤立する1980年代にこぞって多角化を行い、民主化を達成した1994年を境に南アが国際競争に直面するなかで一斉に大規模な組織改革を実施した。南アの経験はコーポレート・ガバナンスの変化を促す要因を検討するうえで示唆に富むと思われる。

本章は次のような構成で議論を展開していく。第1節では、アフリカ企業研究の射程について整理する。第2節では、本論の準備作業としてファミリービジネス論とコーポレート・ガバナンス論の分析視角を整理する。第3節では、1994年民主化以前の3財閥の多角化メカニズムとガバナンス構造について分析する。第4節では、民主化以後の南アの財閥改革とガバナンス構造の変化を明らかにする。最後に結びとして、本章のまとめと今後の研究課題に

ついて述べる。

第1節 アフリカ企業研究の射程

1990年代以降、アフリカの民間企業に対する関心が高まりつつあるといえる。それは第一には構造調整計画導入による政府部門の比重の低下によるものである。植民地時代は、アフリカ人企業の活動範囲はきわめて限られていた。経済活動の担い手は、もっぱら宗主国を拠点とする外国企業か、西アフリカのレバノン人商人や東アフリカのインド・パキスタン人商人であった (Wolgin [1997: 55])。独立時には国家の経済活動を担うだけの十分な資本と経験をもったアフリカ人企業家が不足していたことから、その役割を国家自体が担うことになる (Vandenberg [1998: 14-15])⁽⁸⁾。1970年代には、アフリカの公営企業 (public enterprise) は3000社を超え、それらの経済力がGDPの20%を超える国もあった (Spring and McDade eds. [1998: 13])。こうした国家の大幅な経済介入は民間資本の成長を阻害するか、もしくは政治権力との結びつきを強くする結果となった (Tangri [1998])。しかし、1980年代からアフリカを席捲した構造調整計画によって政府部門の役割が大幅に縮小され、公営企業の民営化が計画・実施されている。

第二は、アフリカの低成長の要因をめぐる議論のなかで、民間投資の重要性が浮上してきたことである。1990年代半ばごろからアフリカ経済の停滞要因を明らかにしようとする論文が相次いで発表されてきた。コリエー＝ガニングは、アフリカの低成長を(1)内的条件 (domestic-destiny; 熱帯気候, 民族多様性など), (2)内的政策 (domestic-policy; 公共サービスの不備, 政府介入の大きさなど), (3)外的条件 (external-destiny; 外国市場へのアクセスの難しさなど), (4)外的政策 (external-policy; 貿易政策の失敗, 対外債務など) の四つの角度から説明したうえで、持続的な経済成長には民間投資の増加が不可欠であると指摘している (Collier and Gunning [1999a])。アフリカの国内総投資

の対GDP比率は26% (1980年) から20% (1998年) に低下したが、なかでも民間投資が1970年代後半以降、低迷している (Fosu, Mlambo and Oshikoya [2001: 2-3], Sender [1999: 102])。カメルーン、ガーナ、ケニア、ジンバブウェの4カ国を対象とした製造業への投資に関する実証研究でも、新規投資の割合がきわめて低いことが示されている (Bigsten et al. [1999])。東アジアの経済成長の要因として、高い貯蓄・投資率が指摘されることが多いが、アフリカにおいても成長の決定要因としての投資の役割が大きいことが最近の実証研究で指摘されている (Singh [1998: 112], Akyüz and Gore [2001], Ojo and Oshikoya [1995])。

以上のような状況を反映して、アフリカの企業研究が本格化してきたのは最近のことである。1980年代以降の研究の流れを俯瞰すると、主に四つのアプローチがみられた。

第一は、開発論からのアプローチで、インフォーマルセクターや零細企業といった比較的規模の小さな企業に関する研究である。この研究の背景には貧困対策としてインフォーマルセクターや零細企業は重要であるという認識があり、実態の把握や政策形成が目的とされていた。したがって、ILOや世界銀行などの国際機関による研究が多い⁽⁹⁾。また、長くアパルトヘイト体制下にあった南アでは、黒人居住地域におけるインフォーマルセクター研究の蓄積が比較的豊富で、代表的なものにPreston-Whyte and Rogerson eds. [1991] がある。日本人による小規模企業を対象とする研究成果としては、上田 [1997]、池野・武内編 [1998]、佐藤 [1994]、西浦 [2000] などがある。

第二は、産業集積論からのアプローチで、ネットワーク効果に注目した研究である。たとえば、マコーミックは、クラスター分析の手法を使ってケニア、ガーナ、南アの産業集積について論じている (McCormick [1998] [1999])。ケニアのインド人社会では情報交換のネットワークが存在し、契約の履行を促す「評判のメカニズム」が機能しているといわれる (Biggs and Srivastava [1996])⁽¹⁰⁾。アフリカ人社会についてマチャリアは、実地調査を通じて同一民族、友人、血縁関係による社会的ネットワークがケニア・ナイロビのイン

フォーマルセクターの基盤となっていることを明らかにしている (Macharia [1997: chap. 7])。同書によると、7割以上の回答者が事業を展開する際の資金源として友人や親戚をあげている。しかし、他方ではアフリカ人のネットワークの規模は限られるうえ、インド人らのネットワークへのアクセスは困難だという指摘もある (Ramachandran and Shah [1999: 85-86])。

第三は、企業経営や経営史からのアプローチで、企業家や個々の企業に注目した研究である。企業家精神に注目した研究としては、Marsden [1990] やSpring and McDade eds. [1998] がある。企業経営能力についてDia [1996] は、アフリカの企業は十分な経営能力を備えているが、零細企業向け金融支援の不足など制度的不備のために発展を阻害されていると指摘している。次に企業史に関するものでは、世界有数の鉱業企業である南アのアングロ・アメリカン社やその創業者に関する文献が突出している (Gregory [1962], Hocking [1973], Jessup [1979], Innes [1984], Pallister, Stewart and Lepper [1987])。また、室井 [1992] はナイジェリアの連合アフリカ会社について社会経済史の視点から分析している。

第四は、1990年代の半ばから活発になってきた計量経済学的手法を使つてのアプローチで、アフリカ企業の行動原理や、製造業企業の成長を阻害しているミクロ的な阻害要因について明らかにしようとしている⁽¹¹⁾。アフリカ企業を分析するうえでの課題であるデータの不備を、世界銀行が推進する「企業開発に関する地域プログラム」(Regional Program on Enterprise Development: RPED) による大規模なパネル企業調査で補い、それを計量経済学的手法で分析しているものである⁽¹²⁾。

アフリカで民間投資が低水準であるのは、リスクが高いことが起因していると考えられている。投資格付け機関のアフリカへの評価は概して低い (Collier and Pattillo eds. [2000: chap. 1])。そこでリスクに関する計量経済学的アプローチの成果を紹介する。コリエー＝ガニングは、アフリカで投資リスクが高い理由として次の3点をあげている (Collier and Gunning [1999b: 85])。第一は、アフリカでは中古資本財市場が十分に発達していないため、機器を

一度購入すれば再び売却することが困難である。第二は、企業の継続性の問題である。これは資金不足と企業会計の監査が不十分であることから発する。第三の理由は、契約履行上の問題である。アフリカでは国内企業からの投入財供給が不確実であったり、支払いが遅延することが多い。アフリカ6カ国（ブルンジ、カメルーン、コートジボアール、ケニア、ザンビア、ジンバブウェ）の製造業の契約問題を分析したビッグステンらは、アフリカの製造業企業は契約不履行リスクのもとで操業しているとし、問題が発生した際の対処は直接交渉に委ねられているとしている（Bigsten et al. [2000]）。

ファフシャンらは、ジンバブウェに関するRPEDによるパネル調査のデータを用いて、契約履行上のリスク下にある企業家をとるリスク回避的な行動について分析している。投入財の供給遅延や代金支払い遅延といったリスクを回避するため、企業家は投入財の在庫と現金保有の増加で対処している（Fafchamps, Gunning and Oostendorp [2000]）¹³。Pattillo and Söderbom [2000] は、ガーナの製造業企業は、部分的には保証がない（uninsurable）高リスク環境下で操業しているとし、この結果として投資、とくに新しくリスクな技術を導入することを控えていると結論づけている。

Fafchamps [1996] によれば、支払い遅延を被ったことがあるガーナの企業は調査対象企業の8割にのぼり、そのため現金取引によってリスクに対応している。また、投入財の供給遅延や品質の不安定に対しては、支払い実行前の品質検査や繰り返し取引による信頼醸成によってリスクを回避している。さらに同論文は、「評判のメカニズム」（reputation mechanism）の欠如が企業の成長を妨げているとし、企業間信用（trade credit）を活発化させるため企業の格付け制度を確立して信用度を明らかにすることが望ましいとしている（Fafchamps [1996: 427-428, 446]）。

アフリカでは構造調整計画の導入により公営企業の民営化を推進してきた。アヨグ＝フォスによれば、1997年までに民営化された企業は2700社以上にのぼる（Ayogu and Fosu [2002: 1]）。今後は、Journal of African Economiesによる2002年別冊特集「民営化とコーポレート・ガバナンス」に象徴されるよう

に、民営化後いかに企業を統治するかというガバナンス論議が活発になってくるものと予想される。

第2節 分析視角

1. ファミリービジネス論

よく知られているように1930年代初頭にバーリとミーンズは『近代株式会社と私有財産』を発表し、「所有と経営の分離」が進んでいることと専門経営者の出現を指摘した (Berle and Means [1932])。さらに1970年代には、チャンドラーがアメリカ企業は所有者企業から経営者企業への移行が進行していると指摘した。企業の規模が大きくなり、業務内容が多角化し、一方でその管理者がますます専門家となるにつれて、企業の経営がその所有から分離するというのである (Chandler [1977])。

途上国の企業についても同様のことがいえるだろうか。安岡重明は、所有者企業から経営者企業への移行が世界の趨勢であることは認めながらも、工業後進国においては、所有者企業あるいは家族・同族企業の存在が、産業の発展や国民経済の発展を助けている場合が多くみられると指摘している (安岡 [1998: 306])。アジアを対象にした諸研究では、安岡が指摘するように家族が企業の所有・経営面で主要な役割を担っていることが確認されている。たとえば、Claessens, Djankov and Lang [1999] は、東アジア諸国の約3000社を支配形態別に分類しているが、それによると家族所有はインドネシアで71.5%、マレーシアで67.2%、香港で66.7%、タイで61.6%、シンガポールで55.4%、韓国で48.4%、台湾で48.2%、フィリピンで44.6%、日本で9.7%である (1996年)。また、インドでは99.9%の企業がファミリービジネスであり、売上高上位100社中にファミリービジネスは75社にのぼる (Dutta [1997])。小池賢治がアジアの「ビジネスグループ」について「家族・同族または中心

となるパートナーが所有と経営の双方またはその一方から完全に分離しているような型は見い出せなかった」(小池 [1993: 9])と述べているように、現実には血縁関係は強い規定要因となっている。

ところで末廣 [1993: 27] 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・同族成員の内部にとどめようとする経営形態」と捉えている。Donelley [1964: 94] は、特定家族の影響力が2世代以上に及ぶ企業を想定している。本章では、基本的には末廣の定義に従い、創業家が2家族以上ある場合や世代交代も視野にいれながらファミリービジネスを捉えていくことにする。

Chrisman, Chua and Sharma [1996] は、ファミリービジネスに関する文献を幅広くレビューしている。同書によると継承 (succession) というテーマがファミリービジネス研究の中心である。つまり、企業戦略をどのように継続し、継承者を選び、引退後の役割を定め、そして継承計画をいかに立て、実行するかという課題である (Chrisman, Chua and Sharma [1996: 14])。

本章との関連で重要なテーマとなりうるのが、専門経営者への移行過程である。所有・経営両面にわたって特定家族(主に創業者)が支配するのがファミリービジネスと捉えたが、企業が成長するにつれ、専門的な知識や技能をもった経営者を外部から受け入れることが求められるケースが認められる。その際にどのような過程で移行するかということが課題になる。また Chrisman, Chua and Sharma [1996: 24] は、ファミリービジネスが成功するためには、(1)家族構成員間の関係、(2)家族構成員と専門経営者の関係、の二つのテーマを効果的に取り扱う必要があるとし、後者についての研究が遅れていると指摘している。

2. コーポレート・ガバナンス論

(1) 分類化の試み

企業統治とも訳されることがあるコーポレート・ガバナンスを、本章ではさしあたり(1)企業における経営上の意思決定の仕組み、(2)企業のパフォーマンスに密接な利害をもつ主体相互間の関係を調整する仕組み、(3)株主が経営陣をモニタリングし、またコントロールする方法、の三者からなる概念とする(深尾・森田 [1997:9])。

坂本・佐久間編 [1998:i] は、コーポレート・ガバナンスを「狭義には株主と経営者との関係および会社機関構造であり、また広義には株式会社(の経営者)と利害者集団との関係を意味している」と捉えているが、ここでいう「狭義」の分析対象は株主と経営者の関係である。これは株主の利益は株式価値として企業が長期的に生み出す経済的価値を反映し、しかも株主保護は企業の透明性を確保するのに役立つという考えが背景にある(小佐野 [2001:10-12])。「広義」においては、分析対象を従業員、債権者、部品納入業者、製品販売業者、さらには製品の購入者や政府、企業が立地する地域住民といった企業の利害関係者(ステイクホルダー)まで拡大させる。株主は所有株式を市場で売却することでその企業から容易に退出できるのに対し、それ以外のステイクホルダーは企業と長期的な関係があるという考えからきている。この場合、経営者は利害関係者の利害を調整する役割を担う。

コーポレート・ガバナンスは各国の歴史的背景や法制度によって異なった形態を呈する。ここで幾つかの分類化の試みを紹介しよう。小佐野広は大株主が保有する株式の集中度によって、(1)アメリカ、イギリスといったアングロサクソン諸国では支配的大株主への株式集中度が低い、(2)日本や大陸ヨーロッパ諸国(ドイツ、フランス)では、支配的大株主への株式集中度が高い、(3)イタリアや発展途上の新興工業国では、創業者一族が大株主になることが多い、と分類している(小佐野 [2001:2])。

ラ・ポルタらは、49のサンプル国をコモンロー諸国（英語圏）、フランス系市民法諸国、ドイツ系市民法諸国、スカンジナビア系市民法諸国に分類し、株主や債権者の保護にどれほどの違いがあるかを比較している（La Porta et al. [1998]）。この結果、法制度による保護はコモンロー諸国が強く、フランス系市民法諸国が最も弱かった。南アはコモンロー諸国に分類されており、会計基準と不正防止については全体平均より良い数値を示しているが、司法制度の効率性や法制度については全体平均を下回っている。

スコットは、資本主義の発展経路にはアングロ・アメリカン型、日本型、ドイツ型、ラテン型、ポスト共産主義型、中国型の六つのパターンがあるとしている（スコット [1999: 190-193]）。アングロ・アメリカン型は、イギリス、アメリカ、カナダ、オーストラリア、ニュージーランド、それに多少変形したものが南アにおいて見いだされ、資本は株式取引を通じて主に機関投資家によってもたらされる。日本型においてはグループを構成する銀行とその他のグループ企業から資本が動員される。ドイツやオーストリアでみられるドイツ型では資本は銀行からもたらされる。フランス、ベルギー、イタリア、ラテンアメリカ諸国でみられるラテン型では、家族の株式所有が投資会社や投資銀行の保有によって補強される。東中欧でみられるポスト共産主義型では企業の共謀（corporate collusion）のパターンに帰着するという。最後に中国型では、事業の拡大は血縁関係と共通の出身地によって結びついている企業の協力に基づく。

(2) 分析枠組み

こうした分類化の試みのなかで有力なものにアウトサイダー・モデルとインサイダー・モデルがある。以下、OECD [2001] に沿いながら両モデルの分析視角を示していきたい。アウトサイダー・モデルは、巨大な機関投資家の存在と株式所有の分散、会社法による株主利益の優先、証券法や規制による少数投資家の保護、公開性の重視といった点に特徴づけられ、イギリスやアメリカでみられる（OECD [2001: 21-23], Iskander and Chamlou [2000: 21]）。

このモデルでは、資金調達先として銀行と増資によって行われるが、資金調達先としての銀行の比重は小さく、負債・自己資本比率 (debt equity ratio) は低くなる傾向にある。

アングロサクソン諸国では、エージェンシー・モデルが展開された。株式会社の所有者は株主であり、その株主が株主総会で取締役を選出し、その取締役は経営者が株主利益を追求しているかどうかを監督する。しかし、経営者が自己の利益を追求するといったモラル・ハザードが発生する可能性があることから、取締役会以外にも株主が経営者をコントロールするメカニズムが必要となる (小佐野 [2001: 7-9], 小田切 [2000: 110-111])。そこでの中心テーマとなるのがモニタリングである。

高龍秀は、モニタリングについて、企業と利害関係をもつ外部の経済主体がいかに企業を経営監督するかという側面と、企業の内部の制度・組織がどのように経営を監督するかという側面に分類している (高 [2001: 125-126])。前者は、資金調達先がどのようにされるかによって規定されるが、株式の増資による調達よりも負債による調達のほうがモニタリング効果はあるといわれる (柳川 [2000: 第10章])。後者には社外取締役や外部監査制度が含まれる。経営者による株主への利益還元は配当によって実施される。この配当政策には経営者をもつ将来の財務状況に関する情報を提供シグナルとしての役割があるといわれている (ミルグロム/ロバーツ [1997: 567])。

次に、インサイダー・モデルでは、企業と長期的に関係をもつインサイダー・グループが存在し、これらのグループが経営をモニタリングする役割を担うことになる。インサイダー・グループには特定家族や銀行、持株会社、サプライヤーなどが含まれ、持株会社や特定家族を頂点とするピラミッド型の企業グループ形態をとることが多い。資金調達先としては銀行が中心となることが多いことから負債・自己資本比率は高くなる傾向にある。イギリスとアメリカ以外のOECD諸国やほとんどの途上国はインサイダー・モデルに該当するといわれる (OECD [2001: 24-26])。先進諸国のインサイダー・モデルはさらにドイツ型と日本型に分けられる (Iskander and Chamlou [2000:

21-22])。ドイツ型の場合、監査役会と取締役会の二重の監督機構をもち、監査役会には労働者の代表も参加する。日本型では、取締役会の中の代表者が経営を指揮し、銀行や取引先企業と株式相互保有を通じて結びついている。インサイダー・モデルでは所有が集中している場合が多いが、所有の集中化は経営者のモラル・ハザードを減らし、モニタリング・コストを減少させることによって企業の価値を増加させるという考えがある (Jensen and Meckling [1976], Taridi [1999: 340])。Kremp and Sevestre [2001] はフランス企業を対象に実証研究を試み、所有の集中化と企業の業績には相関関係はみられるが、その相関はさほど大きくはないと結論した。アジア企業においても所有の集中化と企業の業績との関係は明確ではない (永野 [2000: 78])。

(3) ファミリービジネスのガバナンス

家族所有が一般的な国の企業のコーポレート・ガバナンスについて小佐野は、「通常、著しく透明性を欠くか、あるいはオーナーの専横をチェックするシステムが不十分であることが多い」と指摘する (小佐野 [2001: 64])。しかし、ゴムスは、創業者一族の専横は株価の下落を招き、創業者一族にとっても保有株の売却益が減少するために、株価維持のためのインセンティブが働き、結果として小口の株主が保護されるとし、チェック機能が存在することを示している (Gomes [2000])。

コーポレート・ガバナンス論はそもそもバーリ＝ミーنزの「所有と経営の分離」を起源となし、イギリスやアメリカの事例を中心に発展してきたこともあり、ファミリービジネスのガバナンスに関する研究は多いとはいえない。途上国においてファミリービジネスが存続し、規模が拡大しているのは何らかの合理的なメカニズムが働いていると考えるほうが自然である。だとすれば、コーポレート・ガバナンス論の深化のためにはファミリービジネスのメカニズムを理解することは必要な領域ではないだろうか。

第3節 南アフリカ3財閥の多角化とガバナンス (1980年頃～1993年)

上記の論点を踏まえて、本節では次の四つの視点から南ア3財閥を分析する。第一は、株主の構成や創業家支配度の推移を通じた所有構造の分析である。

第二は、経営構造である。これについては、取締役会の構成や創業家の経営参加状況、子会社への役員派遣を通じて分析する。

第三は経営者によるステイクホルダー間の利害調整についてで、ここでは主に配当政策を中心に扱う。配当政策を分析する指標としては、配当額を期末の自己資本⁴⁴で除した自己資本配当率 (dividend on equity: DOE) を用いる。DOEは、自己資本利益率 (return on equity: ROE) と配当性向 (pay out ratio: POR) に分解することが可能である (つまり、 $DOE = ROE \times POR$)。ROEは株主の立場から企業の収益性を分析する際に広く用いられる指標で、当期純利益⁴⁵を自己資本で除して求められる。PORは配当額を当期純利益で除して求められるもので、株主に対する利益還元の度合いを示すと考えられている。当期純利益のうち配当額を差し引いて残った額の相当部分は内部留保となることから、経営者の経営方針を示す指標にもなる (落合 [1998])。

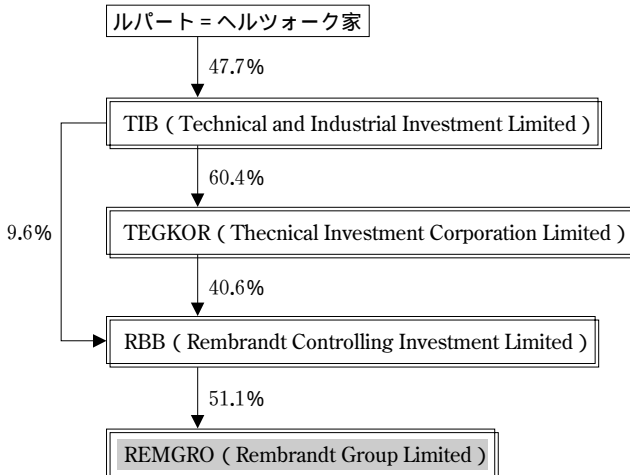
第四は、経営モニタリング・システムである。これについては高 [2001] が指摘しているように資金調達システムや内部の経営監督機構を検討する。外部からのモニタリングは資金調達の方法によって左右される。そうした資金調達メカニズムをはかる指標として負債・自己資本比率を使う。負債・自己資本比率は負債を自己資本で除して求められ、企業の資本構成をはかる目安となる。

1. レンブラント・グループ

レンブラント・グループの中核企業であるレンブラント社 (REMGRO) は、1948年にアフリカーナーであるアントン・ルパート (Anton Rupert) とディルク・ヘルツォーク (Dirk Hertzog) によってタバコ製造業者として設立された。レンブラント社は関連企業を買収し、1950年代を通じてグループを形成していった。1980年代に入ると、鉱業金融商会のGFSA社の株式を取得するとともに、レンコ (Lenco) ・グループなどの大手製造業企業を傘下に組み入れて多角化を行い、傘下企業は、鉱業、製造業 (食品、繊維、化学、金属)、金融、医療部門に及んだ。

まず、1991年時点のレンブラント・グループは次のような所有構造であった (図1参照)。技術・産業投資会社 (TIB) は技術投資会社 (TEGKOR) 株式の60.4%を所有し、さらにTIB社はTEGKOR社と共同でレンブラント投資

図1 レンブラント・グループの所有構造 (1991年時点)



(出所) McGregor ed. [1993].

管理会社（RBB）の株式の50.2%を所有していた。このRBB社は、レンブラント・グループの中核企業であるレンブラント社株式の51.1%を所有する持株会社であった。レンブラント・グループは、それら三つの持株会社のほかにレンブラント社が直接51%以上の株式を所有する17社の子会社、30%以上を所有する11社の子会社・関連会社、さらに数多くの孫会社、曾孫会社で構成するピラミッド型構造を示していた。共同創業家であるルパート家とヘルツォーク家は、投資信託会社などを通じて、レンブラント・グループの究極的な持株会社であるTIB社株式の47.7%を所有していた。過半数には僅かに届かないものの、他の株式は広く分散所有されていることから、事実上は創業家がレンブラント・グループを所有面で支配していると判断できよう。

1952年設立のRBB社は1956年に上場している。1940年代に設立したTIB社とTEGKOR社の上場はともに1968年である。表1は持株会社と中核企業の大株主の推移を示したものである。各社ともグループ内で過半数もしくはそれに近い株式を保有しているが、1983年のRBB社では、TEGKOR社とTIB社が所有する株式は33.5%であり、過半数を大きくわっている。しかし、第二の大株主であるVoorbrand Tabakmaatskappy Bpk社はレンブラント・グループと密接な関係があることから(Esterhuysen [1986])、このころには重層的な持株会社構造ができあがっていたものと推測できる。レンブラント・グループ以外の大株主の推移をみると、投資信託(Nominees)、保険会社、年金基金といった機関投資家が大多数を占め、固定化する傾向にあることが分かる。たとえば、1983～84年にはSA Mutual社、Sanlam社、Southern Life社、Standard Bank Nomineeは、持株会社・中核企業の3社ないし4社に共通する大株主となっていた。

経営支配構造について検討するため、レンブラント・グループの持株会社・中核企業における役員構成をみることにする。1971年のレンブラント社の取締役会は9名で構成され、アントン・ルパートが会長兼社長¹⁶⁾を、彼の兄弟であるジョン・ルパート(John P. Rupert)とディルク・ヘルツォークが取締役を務めていた。興味深いことに、RBB社ではディルク・ヘルツォーク

表1 レンブランド・グループ各社の所有構造の推移

(%)

レンブランド社 (REMGRO)	1997	1996	1992	1991	1984	1983
RBB	51.1	51.1	51.1	51.1	50.6	51.1
Standard Bank Nominees	15.4	14	6	5	2.2	2.3
First National Nominees	5	4.5	1.7	1.7	1.6	1.5
Eighty One Main St. Nominees	4.7	4.3	2	1.7		
SA Mutual	4	4.6	6.8	6.9	6.5	5.7
CMB Nominees	3.3	3.6	4.3			
Liberty Life	3.2	3.7	3.5	3.5	1	
ABSA Nominees	1.7	1.1				
Southern Life			2.3	2.3	1.4	1.4
YSKOR Pension Fund			1.1	1.1		
Sanlam				1.1	2.3	2.2
Sankern E/B				2.6		
Mine Official Pension Fund					1.4	
Prudential Ass. of SA					1.2	1.3
Total	88.3	86.7	78.8	76.9	65.2	65.6

RBB	1997	1996	1992	1991	1984	1983
TEGKOR	40.6	40.6	40.6	40.6	22.9	23.8
CMB Nominees	11.1	10.2	10.8			
TIB	9.6	9.6	9.6	9.6	9.3	9.7
Standard Bank Nominees	6.6	6	2.9	2.4	1.9	
SA Mutual	6.5	6.4	7.1	7.3	6.7	6.4
First National Nominees	4.5	3.4				
Eighty One Main St. Nominees	3.4	3.5	1.9			
Ned Bank Nominees	1.4					
Mutual Federal Insurance	1.1	1.1				
YSKOR Pension Fund	1.1	1.1	1.1	1.1		
Liberty Life	1.1	1.1				
Escom Pension & Prov Fund		1.1	1.1	1.1		
Southern Life			1.9	1.9	1.9	
Sanlam				2.7	7.7	8
Sankern E/B				7.5		
Voorbrand Tabakmaatskappy Bpk					10.1	10.5
Stellenbosch Beleggings Bpk					6.4	6.6
Sanlam Beleggingskoporasie					1	
Total	86.8	83.9	77	74.2	67.9	65

TEGKOR	1997	1996	1992	1991	1984	1983
TIB	60.4	60.4	60.4	60.4	60.3	60.3
SA Mutual	9.4	9.5	7.9	7.9	7.4	6.8
CMB Nominees	8.5	8.8	9.1			
Standard Bank Nominees	5.5	5.2	3.7	3.7	3.8	3.9
First National Nominees	2.3	2.9	1.3	1.3	1.4	
Eighty One Main St. Nominees	1.9	2.1	1.4			
Liberty Life	1.5					
Southern Life			2.7	2.7	2.5	2.5
Sanlam				3.2	5.4	5.4
Sankern E/B				5.2		
Volkscas Nominees					1.1	1.1
Indo China Nominees						1.2
Total	89.4	88.9	86.5	84.4	81.9	81.2

TIB	1997	1996	1992	1991	1984	1983
Rembrandt Trust	44.5	44.5	44.5	44.5	44.1	44.5
SA Mutual	15.5	15.7	14.7	14.7	9.5	9.1
CMB Nominees	7.4	7.9	7.9			
ABSA Nominees	4	3.9	2.8			
Rupert A Trust	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.2
YSKOR Pension Fund	2.8	2.8	2	2		
First National Nominees	2.8	3.3			1	
Standard Bank Nominees	2.5	1.6	1		3	3.1
Eighty One Main St. Nominees	2.2	2.2	2	1.3		
Capital Securities	1.6	1.4				
Liberty Life	1.3	1.1				
Southern Life			3.7	3.6	3.7	3.7
Sanlam				2.6	5.6	5.6
Volkscas Nominees				2.9	3.6	3.6
Sankern E/B				5.3		
Iscor Pension Fund					1.9	1.9
AECI Pension Fund					1.1	1.1
Total	87.8	87.7	81.7	80	76.6	75.8

(注) 網掛け部分はグループ内の所有を示している。

(出所) McGregor ed. [1985] [1993] [1998].

会長，アントン・ルパート社長の体制であるが，TEGKOR社とTIB社では逆にアントン・ルパートが会長，ディルク・ヘルツォークが社長を務めていた。重層的な持株会社構造を確立しつつあった1984年にはTEGKOR社とTIB社の取締役会の5名中4名までが二つの創業家出身者が占めた。

表2は1991年における創業家出身者と主要専門経営者によるグループ各社への役員派遣状況をまとめたものである。アントン・ルパートの弟であるジャコブス・ルパート (Jacobus A. Rupert) はレンブラント社の会長とRBB社の社長を務め，ディルク・ヘルツォークの息子であるエドウィン・ヘルツォーク (Edwin Hertzog) も持株会社の取締役を務めていた。TIB社とTEGKOR社の取締役会6名中5名までが創業家出身者で占めた。共同創業家の出資配分は明らかではないが，人事をみるかぎりにおいてはルパート家が優位にたっていた。子会社や主要傘下企業の経営陣がレンブラント社もしくはRBB社の取締役を兼ねているが，創業家出身者がこれら企業の役員になることは限られていた。

次にレンブラント・グループの配当政策について検討する。1967～74年のTEGKOR社とTIB社のDOEは5～10%と非常に高水準であったが，レンブラント社とRBB社のそれは2～3%であった(図2参照)。同期間の4社のROE平均値を比較するとレンブラント社は13.6%，RBB社は13.7%であったが，TEGKOR社は8.7%，TIB社は9.7%と低かった(図3参照)。逆に同期間のPORの平均値は，レンブラント社が20.6%，RBB社が20.2%であったが，TEGKOR社とTIB社はそれぞれ83.2%，75.7%ときわめて高かった(図4参照)。これらの指標でみるかぎり，レンブラント社とRBB社に比べて，TEGKOR社とTIB社の株主のほうが優遇されていた(つまり，創業家への配当が高かった)。しかし，配当政策の方針転換があったのだろうか，それ以降の4社のPORはほぼ同じ水準で推移している。

レンブラント社の負債・自己資本比率の推移を示したのが図5である。1986～87年におけるTEGKOR社，TIB社の負債・自己資本比率が4.5以上と高い水準であるが，それ以降は1.5以下の水準である。1986～97年におけるレン

表2 レンブラント・グループの役員派遣 (1991年)

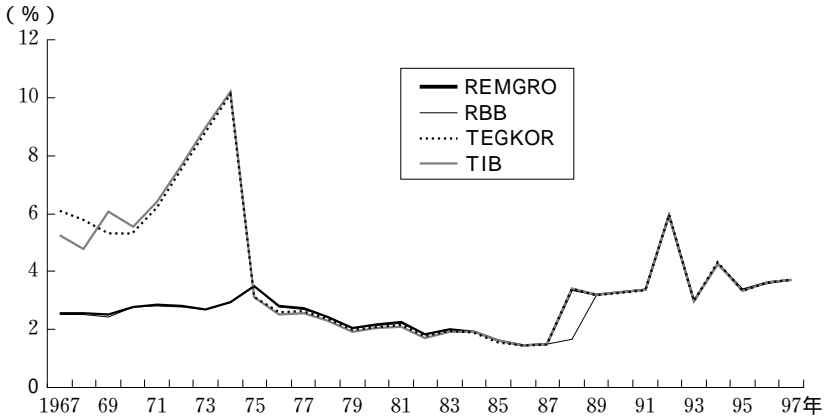
	持株会社・中核企業					子会社					主要傘下企業				
	TIB	TEGKOR	RBB	REBGRO	Huntor	HLH	Fralex	Metkor	Trans-Hex	Lenco Holding	Alexander	Fraser Alexander			
創業者															
Anton Rupert	会長	会長	会長												
Jacobus A. Rupert	取締役	取締役	社長	会長											
John P. Rupert	取締役	取締役	取締役	副会長		会長									
Dirk Hertzog	取締役	取締役	取締役	取締役											
Edwin Hertog	取締役	取締役	取締役	取締役											
主要専門経営者															
MJ Roux	取締役	取締役	取締役	取締役	取締役		取締役								
PG Steyn			取締役	取締役	会長										
LF Rive			取締役	取締役											
FP Kotzee			取締役	取締役											
PH Flack				取締役	取締役		副会長								会長
T Van Wyk				取締役	取締役		取締役								取締役
NJ Morris				取締役	取締役		取締役								取締役
DM Flack				取締役	取締役		CEO								取締役

(注) (1) TIBとTEGKOR以外の企業は取締役会全員の名前を記したわけではない。

(2) 子会社はレンブラントの出資比率が51%を超えるもの、主要傘下企業はレンブラント・グループの出資比率が40%以上の上場企業を選んだ(一部孫会社を含む)。

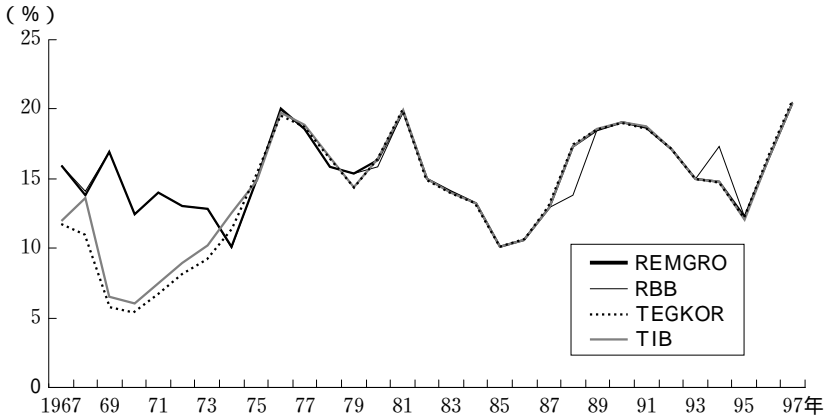
(出所) McGregor ed. [1992] より筆者作成。

図2 レンブランド・グループDOEの推移 (1967~97年)



(出所) Flesch Financial Publication, *The Stock Exchange Handbook*, 各年度版, McGregor ed. [1989] [1991] [1993] [1997] [1998] より筆者計算。

図3 レンブランド・グループROEの推移 (1967~97年)



(出所) 図2に同じ。

図4 レンブランド・グループPORの推移 (1967~97年)

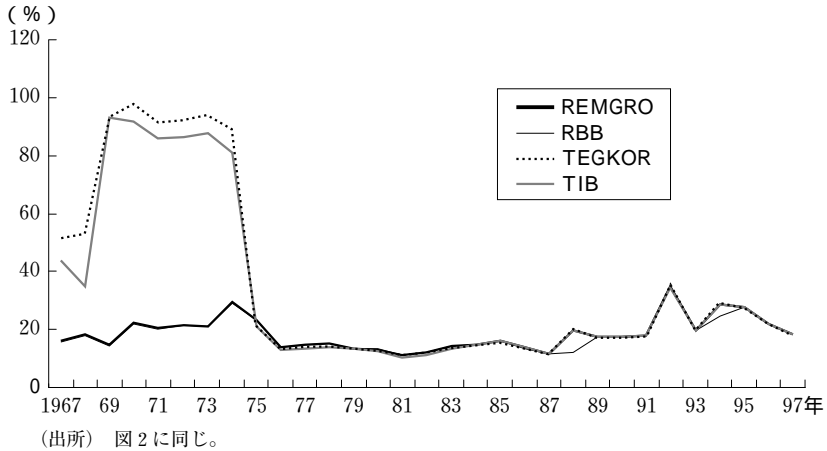
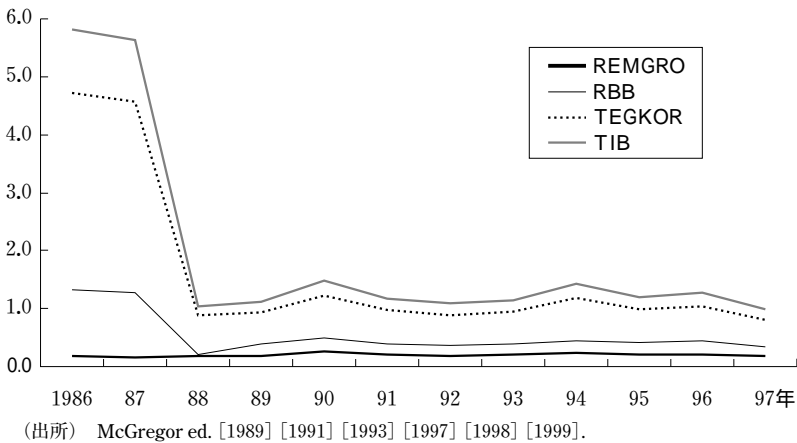


図5 レンブランド・グループの負債・自己資本比率の推移



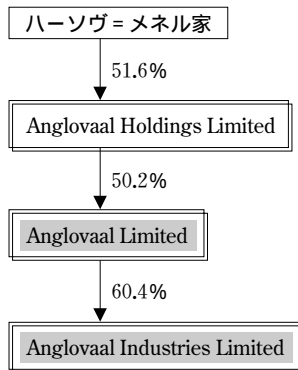
ブランド社の負債・自己資本比率は平均で0.2と低水準である。レンブランド社の場合1969年の増資以来、株式の新規発行はない。さらに、1970~93年の同社のPORは平均17.9%と低水準であった。したがって、レンブランド社が多角的に事業を展開する資金の源泉は主に内部留保であったと考えられる。

2. アングロバール・グループ

アングロバール・グループの中核企業であり、実質的には持株会社の役割を果たしているアングロバール社は、ユダヤ系移民であるボブ・ハーソヴ (Bob Hersov) とスリップ・メネル (Slip Menell) によって1933年に設立された。同社は鉱業金融会社としてスタートしたが、1944年には早くも鉱物加工を行うことを目的とした子会社のアングロバール工業会社 (Anglovaal Industries: AVI) を設立し、食品、包装、金属加工、化学などの分野に進出した。1980年代には金融部門にも進出し、多角化経営を行った。

1991年時点のアングロバール・グループは次のような所有構造であった (図6参照)。アングロバール持株会社 (Anglovaal Holdings: AVH) はアングロバール社株式の50.2%を所有し、さらにアングロバール社はアングロバール工業会社の株式60.4%を投資信託会社経由で所有していた。アングロバール・グループには、51%以上の出資比率をもつ子会社だけでもアングロバール社傘下で5社 (アングロバール工業会社は除く)、アングロバール工業会社傘下で12社を数え、それら以外に多数の孫会社・曾孫会社や関連企業があった。共

図6 アングロバールの所有構造 (1991年時点)



(出所) McGregor ed. [1992].

同創業家であるハーソヴ家とメネル家は、投資信託会社を通じてアングロバール持株会社の株式の51.6%を所有しており、所有面での支配は確立していた。1983～96年の大株主の推移をみると、レングラント・グループと同様に機関投資家が創業家・グループ企業以外の大株主となっているが、アングロバール・グループの方が少数の大株主に株式が集中していた（表3参照）。

アングロバール・グループでは創業家であるハーソヴ家とメネル家が経営権を握ってきた。1951年時点におけるアングロバール社取締役会は5名で構成され、スリップ・メネルが会長兼社長、ボブ・ハーソヴの息子であるバシル・ハーソヴ(Basil Hersov)が取締役を務めていた。注目すべきはスリップ・メネルとともに社長を務めていたベンステイン(B. L. Benstein)の存在である。専門経営者と目されるベンステインは、1996年時点まで一貫してアングロバール・グループ各社の取締役に名を連ねている。1969年に設立したアングロバール持株会社の初代取締役会は5名で構成されていたが、スリップ・メネルが会長、バシル・ハーソヴが副会長、スリップ・メネルの息子クライブ・メネル(Clive Menell)とバシル・ハーソヴの息子ロバート・ハーソヴ(Robert Hersov)、ベンステインが取締役となった。1970年にスリップ・メネルが死去すると、第2世代がグループを指揮することになる。1974年時点では、バシル・ハーソヴがアングロバール工業会社とアングロバール社の会長、アングロバール持株会社の副会長を務め、他方、クライブ・メネルがアングロバール社の副会長とアングロバール持株会社の会長を務めることで両家で権力のバランスを保っていた。

表4は1991年における創業家出身者と主要専門経営者によるグループ各社への役員派遣状況をまとめたものである。アングロバール持株会社の取締役会は7名で構成されていたが、創業家からは過半数の4名輩出している。レングラント・グループのケースと共通するのは、子会社の会長が持株会社や中核企業の実業取締役会を兼務することであるが、アングロバール・グループの方は、創業家出身者が子会社・関連会社の役員となる場合が多かった。

次に、アングロバール・グループの3社について、1970年以降の配当指標

表3 アングローバル・グループ各社の所有構造の推移

(%)

アングローバル工業会社 (Anglovaal Industries)	1997	1996	1992	1991	1984	1983
Fox Street Nominees	53.4	52.7	52.7	57.5	66	66.7
Standard Bank Nominees	10	8.7	5.2	4.9	2.2	2.5
SA Mutual	8.1	8.6	10.1	11.2	5.9	5.6
CMB Nominees	6.3	5.4	3.6			
Anglovaal	6.1	6.3	6.3	2.9		
First National Nominees	3.3	3.2	2.3	2.6	3.6	3.6
Eighty One Main St. Nominees	2.3	2.3	2.3	1.4		
Mutual & Federal Insurance	1.3	1.4	1.2	1.3	1.5	1.5
Ashtree INV	1.2	1.2				
Southern Life			2.5		1	1
Liberty Life			1	1.6		
Sanlam				2.4		
Total	92	89.7	87	85.7	80.2	80.9

アングローバル社 (Anglovaal)	1997	1996	1992	1991	1984	1983
Anglovaal Holdings	49.4	49.4	49.4	49.8	49.8	49.8
SA Mutual	10.5	10.4	10.8	10.9	10.9	7.9
CMB Nominees	6.6	4.9	1.7			
Standard Bank Nominees	6.4	7.2	5.9	4.7	1.3	1.6
Eighty One Main St. Nominees	4.7	3.1				
Fox Street Nominees	3.7	3.7	4.8	3.7	3.7	3.7
Liberty Life	2.6	2.7	2.9	3.3		
Escom Pension & Provident Fund	2.6	2.6	2.6	2.7	3.2	3.2
Leon Trustee	1.1	1.1	1.1	1.1	1.4	3.7
ABSA Nominees		1.2				
Syfrets Nominees	1					
Sixty Six Marshall Street Nominees			1.5	1.8	1.1	
Anglovaal Pension Fund				1	1	
Sanlam				1.1		
Prudential Assurance Pension Fund					3.5	3.4
Mine Official Pension Fund					1.4	1.4
Anglovaal Group Pension Fund					2.6	2.6
Metal Industries Group Life & Provident Fund					1	
Total	88.5	86.2	80.6	80.1	80.9	76.3

アングローバル持株会社 (Anglovaal Holdings)	1997	1996	1992	1991	1984	1983
Fox Street Nominees	45.7	50.7	51	51	50	50
SA Mutual	21.9	22.3	3.1	3.1	1.1	
Ashtree INV	6.4	6.4				
Standard Bank Nominees	6.3	7.1	3.8	2.6	5	5
Foxclaude	2.3	2.3	2.3	1.7		
Capital Securities	1.7	1.7				
Leon Trustee	1.3	1.3	1.3	1.4	1.7	1.7
First National Nominees	1.1	1.2				
Hersov B E	5.3					
Eighty One Main St. Nominees	1.6					
Protea Assure Pension Fund		1.2				
Consolidated Nominees			26.9	21.8	24.4	24.4
Maxeric Nominees			2.1	2.1	1.1	
Anglovaal Pension Fund				1.9	1.9	1.9
Volkskas Nominees				5.1		
One Nine Seven Four Investment Trust					1.7	1.7
Anglovaal Group Pension Fund					1.3	1.3
Total	93.6	94	90.5	90.6	87.2	86

(注) 網掛け部分はグループ内の所有を示している。

(出所) 表1に同じ。

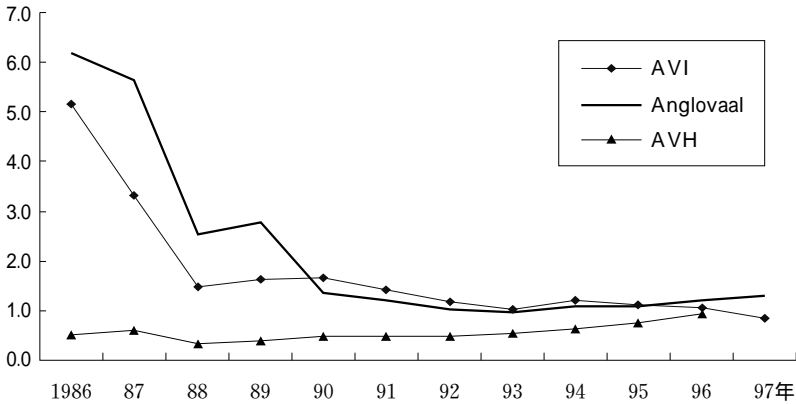
の推移を俯瞰する。アングローバル工業会社のROEの5カ年平均値を求めると、1970～74年が12.0%、1975～79年が15.6%、1980～84年が20.3%、1985～89年が17.8%、1990～94年が17.1%であった。同期間のPORの5カ年平均値を順にみると32.7%、22.9%、18.4%、19.7%、18.4%であった。1970～94年のアングローバル工業会社のDOEは2.7～4.1%の範囲におさまりはほぼ一定していることから、DOEの水準を維持するためにROEの変動をPORで調整するという方針をとっていたのではないかと推測できる。アングローバル社のPORの推移をみると（5カ年平均値）は、1970～74年が38.8%、1975～79年が25.3%、1980～84年が23.4%、1985～89年が18.6%、1990～94年が20.3%とアングローバル工業会社よりも概して高めに設定されていた。アングローバル持株会社のPORは1970年以来90%以上の水準（ただし1992年を除く）であったことから、アングローバル・グループでは、上位持株会社の株

表4 アングロバール・グループの役員派遣 (1991年)

	持株会社・中核企業			子会社							関連企業			
	AVH	AV	AVI	Irvin & Johanson	Consol	Grimaker Holding	Grintek	Pleasure Foods	AVF Group	Anglovaal Insurance Holding	Middle Wilswaters rand	Eastern Transvaal Consolidate Mines	Village Main Reef	Associated Manganese Mines SA
創業者 Clive Menel Basil Hersov Rick Menell Robert Hersov	会長 取締役 取締役 取締役	副会長 会長	取締役 会長	取締役 取締役	会長 取締役	取締役 取締役			取締役	会長	会長 取締役	取締役 取締役		取締役 会長
専門経営者 BL Bernstein EGO Gordon JL Kleynhans JC Robbertze DJ Crowe RAD Wilsoor J Bryant PJ Neethling AN Saulez JJ Geldenhuys JJ William RB Savage RT Swemmer	取締役 取締役 取締役	取締役 取締役 取締役	取締役 社長		取締役				取締役					
				副会長 取締役	社長	取締役 社長	取締役 会長	取締役 会長	取締役	取締役	取締役	取締役 会長	取締役 会長	取締役 取締役

(注) (1) TIBとTEGKOR以外の企業は取締役会全員の名前を記したわけではない。
 (2) 子会社はレンブラントの出資比率が51%を超えるもの、主要傘下企業はレンブラント・グループの出資比率が40%以上の上場企業を選んだ (一部孫会社を含む)。
 (出所) McGregor ed. [1992] より筆者作成。

図7 アングローバル・グループの負債・自己資本比率の推移



(出所) 図5に同じ。

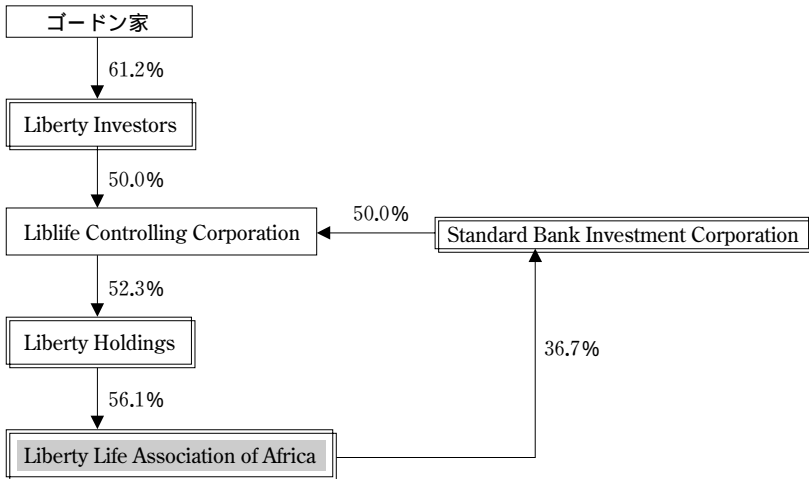
主（つまり創業家）を優遇する措置がとられていた。

アングローバル社の負債・自己資本比率は、1986年、1987年と5を超える水準になっているが、1990年以降は1前後まで低下している（図7参照）⁴⁷⁾。アングローバル工業会社の負債・自己資本比率も同様の経路をたどっている。1986年と1987年の長期負債額は両社とも増えているので社債の発行による資金調達が行われたのではないかと推測できる。前述したとおり、両社のPORは20%前後と低く抑えられており、内部留保も源泉となっていた。

3. リバティール・グループ

リバティール・グループの中核企業であるリバティール・ライフ (Liberty Life Association of Africa) 社は、ユダヤ系リトアニア移民の子息であるドナルド・ゴードン (Donald Gordon) によって1958年に設立された。1964年から1978年までの同社の経営権は、イギリスのロンドン・ガーディアン・ロイヤル・エクスチェンジ (Guardian Royal Exchange of London) 社が握っていたが、株式を買い戻すことに成功した。リバティール・ライフ社は、1970年代に次々と保

図8 リバティー・グループの所有構造 (1991年時点)



(出所) McGregor ed. [1992].

険会社を買収し、さらにはスタンダード投資銀行 (Standard Bank Investment Corporation: Stanbic) との関係を強化するなど、金融グループを形成していった。1980年代にリバティー・ライフ社は多角化戦略をとり、アングロ・アメリカン・グループと共同で製造業・サービス部門で南ア有数の企業であった SAB社とプレミヤ (Premier) 社の経営権を獲得した (Romain [1989])。

1991年時点のリバティー・グループの所有構造を示したのが図8である。創業家であるゴードン家は、投資信託会社を通じて、リバティー・ライフ社の究極的持株会社の一つであるリバティー投資会社 (Liberty Investors) の61.2%を所有していた。リバティー投資会社とスタンダード投資銀行は、リブライフ管理会社 (Liblife Controlling Corporation) の株式を50.0%ずつ所有していた。リブライフ管理会社はリバティー持株会社 (Liberty Holdings) 株式の52.3%を所有し、リバティー持株会社は中核企業であるリバティー・ライフ社株式の56.1%を所有していた。さらにリバティー・グループは、スタンダード投資銀行株の36.7%を所有していた。つまり、リバティー・グループは重層的な持株会社制度と、スタンダード投資銀行との株式持ち合い制度を並存

表5 リバティアー・グループ各社の所有構造の推移

(%)

リバティアー・ライフ社 (Liberty Life)	1997	1996	1992	1991	1984	1983
Liberty Holdings	51.6	52.1	52.5	52.8	65.7	81.4
Standard Bank Nominees	16.5	13	9.5	9	2.9	1.4
First National Nominees	4.6	3.4			1.2	
Eighty One Main St. Nominees	4.2	4.4	1.8			
CMB Nominees	3.8	4.3	2.8			
MINU Nominees	1.8	1.9	2	2		
ABSA Nominees	1.2					
Ned Bank Nominees	1.2					
SA Mutual		1.3	1.8		1.1	
London Register Account		1.5	2.8	3.7	1.6	1.6
Escom Pension & Provident Fund			1.8	1.9	2	
Southern Life			1.4			
Indo China Nominees				1.2		
Sanlam				2.6		
Mine Official Pension Fund					2.1	
Total	84.9	81.9	76.3	73.3	76.6	84.4

リバティアー持株会社 (Liberty Holdings)	1997	1996	1992	1991	1984	1983
Liblife Controlling	54.9	55.2	52	52.1	51	51.6
Standard Bank Nominees	9.7	9	6.3	6.1	3	2.5
GRE INV (Guernsey)	5.1	5	2.9			
Eighty One Main St. Nominees	3.9	3.6	2.3	1.6		
First National Nominees	3.7	3.5	1.7	1.7	1.8	1.8
CMB Nominees	2.7	3.1	1.9			
SA Mutual	1.4	1.5				
Ned Bank Nominees	1.1					
Rohirrim INV			1.1	1.1		
Guardian Assurance			7.4	10.3	10.4	10.5
Guardian Nominees			1.5	1.5	1.4	1.4
Drusinsky A			1	1	1	1
Sanlam				1.9		
Mine Official Pension Fund					2	2
Legal & General Volkskas Assurance					2	2
Drusinsky H					1.1	1.1
Total	82.4	80.9	78.2	77.3	73.7	74

リバティー投資会社 (Liberty Investors)	1997	1996	1992	1991
Capital Nominees 'A to K' Account	48.6	48.6	57.2	58.2
Liberty Life	21.1	19.6	9.6	7.8
CMB Nominees	6.7	7.4		
Victory enterprise	2.8	2.8	2.9	2.9
First National Nominees	2.4	2.5	2.4	2.7
Republic Nominees	2.2	2.2	7.3	7.3
Standard Bank Nominees	2			
Eighty One Main St. Nominees	1.1	1.6		
Total	86.7	84.7	79.4	78.9

(注) 網掛け部分はグループ内の所有を示している。

(出所) 表1と同じ。

させていたのである。

リバティー・ライフ社とスタンダード投資銀行の関係は、リバティー・ライフ社が、イギリスの保険会社から経営権を取り戻した1978年に本格的に始まり、1983年には両社が、「ドナルド・ゴードンが退職もしくは死去するまでは、ゴードン家とスタンダード投資銀行がリバティー・グループを共同管理する」という合意書を交わしたとされる (Liberty Life [1999: 17])。さらに、1987年にイギリスを拠点とするスタンダード・チャータード銀行 (Standard Chartered Bank) が子会社であるスタンダード投資銀行の発行株式の38%を放出する際、リバティー・ライフ社が主要な受け皿になった (Romain [1989: chap. 14])。リバティー・グループ3社の大株主の推移を一覧にしたのが表5である。機関投資家が多いという点では他の2グループと共通する。

1991年時点のリバティー・ライフ社、リバティー持株会社、リバティー投資会社の3社ともドナルド・ゴードンが会長となっていたが、リバティー・ライフ社の社長職は専門経営者と目される2名が担っていた (表6参照)。リバティー・グループとスタンダード投資銀行との間で1978年以降は役員の相互派遣がみられた。スタンダード投資銀行会長のデフィリエル (H. P. de Villiers) がリバティー・グループ中核企業・持株会社3社の副会長に、社長のストラウス (C. B. Strauss) がリバティー・ライフ社、リバティー持株会社

表6 リバティ・グループの役員派遣 (1991年)

	持株会社・中核企業			株式持ち合い					関連企業				
	Liberty Investors	Liberty Holdings	Liverty Life	Stanbic	First International Trust	Premier Group	Placor Holdings	Bevcon	SAB	Guardian National Insurance			
創業者	会長 取締役 取締役 取締役	会長 取締役	会長	副会長	会長	副会長		取締役	取締役	会長			
Donald Gordon													
RM Gordon													
P Gordon													
GJ Gordon													
HI Appelbaum													
専門経営者	副会長	副会長	副会長 社長 社長 取締役	会長	副会長			取締役	取締役	取締役			
HP De Villiers													
PD Wharton-Hood													
M Whinterton													
M Rapp	取締役	取締役			取締役								
FB Sher	取締役	取締役			取締役								
JP Rupert	取締役												
B Wunsh	取締役												
CB Strauss													
KL G Geeling													
JM Khan													
JR Mcalpine													
A Romain													
PGA Wrighton													
PF Retief													
K Nilsson													

(注) (1) Liverty Investors以外の企業は取締役会全員の名前を記したわけではない。

(2) 関連企業はリバティ・グループの出資比率が30%以上の上場企業を選んだ。

(出所) McGregor ed. [1992] より筆者作成。

の取締役となり、反対にドナルド・ゴードンはスタンダード投資銀行の副会長を務めていた。同年の取締役会で占める創業家出身者の数は、リバティー・ライフ社で17名中1名、リバティー持株会社で14名中2名と少ないが、リバティー投資会社では10名中5名と増える。関連企業の会長や社長が中核企業や持株会社の取締役を兼務するケースはこれまでの2グループと共通する傾向である。

リバティー・グループ3社の配当3指標の5カ年平均を一覧にしたのが表7である。3社ともDOEとPORは高い水準にある。1975～79年には77.7%だったリバティー・ライフ社のPORが、1990～94年には17.9%に大幅に減少させているにもかかわらず、リバティー持株会社とリバティー投資会社の1990～94年におけるPORは100%を超えている。創業家が上位持株会社への支配を強めていった時期にPORの水準が引き上げられ、上位持株会社の株主（つまり、創業家）を優遇していることが確認できる。

リバティー・ライフ社とリバティー持株会社の1986～88年の負債・自己資本比率は両社とも非常に高水準であったが、その後は低下した（図9参照）。また、両社の流動比率（流動資産を流動負債で除したもので、資金繰りの安定性をみる指標であり1.5以上が目安となる）は同期間平均で1.80、1.75と悪くないことから資金繰りでは安定している。一方、両社の1975～85年のPORは高水

表7 リバティー・グループ各社のDOE, ROE, PORの推移

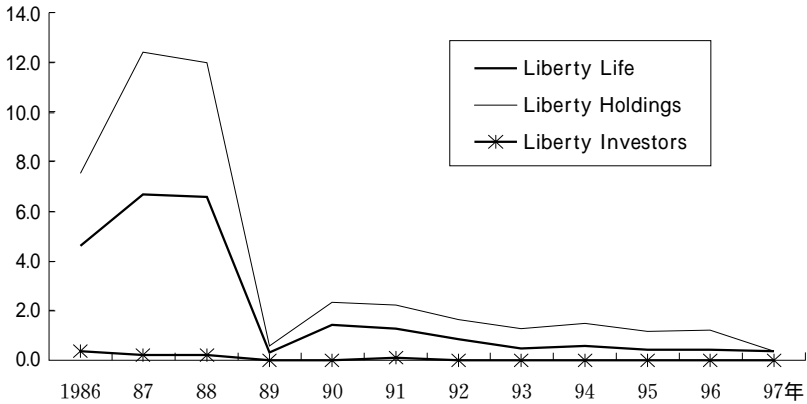
（％）

	リバティー・ライフ社			リバティー持株会社			リバティー投資会社		
	DOE	ROE	POR	DOE	ROE	POR	DOE	ROE	POR
1975～79年	13.2	16.2	77.7	13.4	17.7	74.9	—	—	—
1980～84年	8.3	11.4	73.5	7	12.4	56.5	—	—	—
1985～89年	5.1	17.3	58.3	4.5	8.1	55.2	4.5	5.7	83.5
1990～94年	8.2	64.8	17.9	8.6	9	102.2	5.8	4.6	121.9

（注） 5カ年の平均値。

（出所） Flesch Financial Publication, *The Stock Exchange Handbook*, 各年度版, McGregor ed. [1991] [1993] [1997] [1998] より筆者計算。

図9 リバティアー・グループの債務・自己資本比率の推移



(出所) 図5に同じ。

準であることから、内部留保が多角化の資金源となったとする可能性は低い。したがって、1980年代後半の多角化は社債発行等の長期負債の増加によってまかなったのではないかと推測できる。

第4節 南アフリカ3財閥の改革とガバナンス構造の変化 (1994～2001年)

1. 南アフリカの民主化とキング・レポート

1992年12月、イギリスで『コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会報告書』（通称、キャドベリー委員会報告書）¹⁸⁾が公表された。同委員会は、同国のロンドン証券取引所などによって前年の5月に設置されたものである。当初の目的は、イギリスの株式公開企業の競争力を高めることにあったが、その後の企業不祥事の発生により会社機構のあり方への関心が高まるなかで、イギリスにとどまらず企業のあり方に関する一つの規範としての役割を担うことになった。同レポートの特徴は、健全な企業経営の基本と

なるべき「最善の実務の規定」を定め、その遵守を株式公開企業に求めることで、透明度の高いコーポレート・ガバナンスを推進しようという点にあるといわれている。

このイギリスにおけるコーポレート・ガバナンス論議にいち早く反応したのが、当時国際社会への復帰を目指していた南アの南部アフリカ取締役協会(The Institute of Directors in Southern Africa: IOR)であった。同協会は1992年に「キング委員会」と称されるコーポレート・ガバナンスに関する検討委員会を設置した。キング委員会は、元最高裁の判事で、南ア大手織物企業の会長や織物連盟理事長を務めていたキング(Mervyn King)が委員長を務め、14名の委員で構成された。メンバーの顔ぶれをみると、当時、ヨハネスブルグ証券取引所の理事長であったアンダーセン(Roy Andersen)、会社法や税制問題で著名なカッツ(Michael Katz)をはじめ、黒人実業家のモトラーナ(Nthato Motlana)や南ア最大の労働組合である南アフリカ労働組合連合会(Congress of South African Trade Unions: COSATU)のパテル(Ebrahim Patel)が委員を務めた。同委員会は、取締役、監査、ステイクホルダーとの連携(stakeholders links)、倫理、遵守(compliance)の五つの作業部会のもと検討作業をすすめ、民主化選挙が行われた年の1994年11月に『コーポレート・ガバナンスに関するキング・レポート』(通称、キング・レポートI)が公表された。

同レポートの目的として、キングは「南アにおける最高水準のコーポレート・ガバナンスを促進するため」(IOR [1994: Foreword])としており、規準を示すことで南ア企業のガバナンスの水準を引き上げ、南ア企業の信頼性を高めたいとの期待があった。したがって、同レポートではキャドベリー委員会報告書の項目を網羅したうえで、南ア独自の倫理実施規程(code of ethical practice)を加えている。

注目できる点としては、第一に過去の取締役を選出するプロセスが学閥や縁故主義におちいり、男性と白人に偏っていたとして「誤りであった」(IOR [1994: 14])と認め、「アフアマティブ・アクションのためのガイドライン」を示していることである。第二に財閥については、「南アでは、会長と最高

経営責任者の役割が重複している場合でも成功し、信頼を得ている企業が数多くある。創業家が経営に参加するとともに、相当な株式保有している場合が多い。為替制限の結果として、これら企業の多くが南アにおいては多角的な投資を行うコングロマリットとなっている」(IOR [1994: 13])と述べ、容認する姿勢を示している。そして、「コーポレート・ガバナンスの重要性は、本質的には、株式の所有者と企業の取締役が分離している場合のみ適合する」(IOR [1994: 5])とし、ファミリービジネスのガバナンスのあり方について論及することを避けている。

キング・レポート I の公表後、民主国家としてスタートした南アは労働関係法 (Labour Relations Act: 1995年)、雇用条件基本法 (Basic Conditions of Employment Act: 1998年)、雇用均等法 (Employment Equity Act: 1998年)をはじめ企業をとりまく法制度が著しく変化した。さらに、1990年代後半には、本章の対象とした3財閥を含む南ア6大ビジネスグループすべてにアンバンダリングと呼ばれる大規模な財閥改革が起こった。このような新たな状況に適応するコーポレート・ガバナンスのあり方が模索されるようになり、再編成されたキング委員会によって、2002年3月に全354ページに及ぶキング・レポート II (IOR [2002]) が公表された。

これらの論点をまとめたのが表8である。キング・レポート II が打ち出した方針には、取締役会会長とCEOの分離、社内取締役 (executive director)¹⁹⁾と社外取締役 (non-executive director) の比率、ストック・オプションの是非、指名委員会の設置などが含まれており、キング・レポート I よりも踏み込んだ内容となっている。同表で取り上げた項目については、キャドベリー委員会報告書の内容に近づいている。

2. レンブラント・グループ

1997年ごろから実施された財閥改革の焦点となったのが企業の売却による業種の集中とともに、まさに創業家の支配と持株会社のあり方についてで

表8 キャドベリー委員会報告書、キング・レポート I および II の論点の整理

	キャドベリー委員会報告書	キング・レポート I	キング・レポート II
取締役会会長と CEO の兼務	原則的に分離すべき	原則は賛成だが、南アの現状では困難	会長は独立・社外取締役が望ましい
社外取締役について	3名以上	社外・社内取締役を同数 (2名以上)	取締役会の過半数を占めるのが望ましい
監査委員会の設置	すべての上場企業に設置し、社外取締役のみで構成	すべての上場企業に設置し、社外取締役が委員長に	社外取締役が過半数を占める
報酬委員会の設置	社外取締役がすべてまたは主たる構成員となる	過半数は社外取締役で構成	大部分もしくは過半数が社外取締役で構成
取締役へのストック・オプション	社外取締役は禁止	取締役への報酬の一部として使われることを容認	社外取締役は禁止
取締役会の任命	社外取締役が過半数を占める指名委員会を設置	指名委員会を設置することに反対	社外取締役のみで構成される指名委員会を設置
ステイクホルダーとの関係	株主全員に対する取締役会のアカウントビリティを強化する	株主以外の利害関係者に対しても情報伝達	利害関係者への情報伝達を強化
遵守の対象	すべての上場企業	上場企業および大規模な相互会社、準国営企業、公営企業	すべての上場企業、金融機関、公営企業

(出所) IOR [1994] [2002], 八田・橋本訳 [2000] より筆者作成。

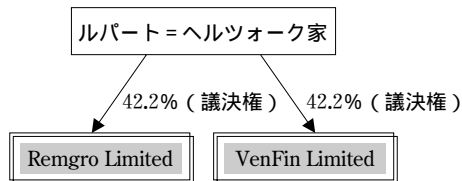
あった。1990年代後半には、サンラム社が売却したMalbak社株を購入して製造業部門を強化する一方で、GFSA社の鉱業株を売却した。

レンブラントが2000年9月に発表した組織改革では、重層的持株会社方式を廃止し、金融・鉱業・製造業部門の所有株式を集約したレムグロ (Remgro) 社と、情報通信・サービス産業の所有株式を集約させたベンフィン (VenFin)

社の2グループに再編成した (Rembrandt Group et al. [2000])。これまでのレンブラント・グループのうち、レムゴロがレンブラント社の子会社であった南アレンブラント社 (Remsa) の受け皿に、ベンフィン社がレンブラント社の受け皿になり、RBB社、TEGKOR社、TIB社は解体され、それらの株式は新会社の株式と交換された。創業家は最上位の持株会社であったTIB社の過半数近い株式を保有していたといっても、グループ全体の株式からすれば少ない。そこでレムゴロ社とベンフィン社は、A (普通) 株と、1株でA株より議決権 (voting right) が10倍あるB (普通) 株の2種類を発行し、B株を、創業家が管理する非公開会社であるレンブラント信託 (Rembrandt Trust) で100%受け持つことになった。この結果、図10のようにB株を握るレンブラント信託はレムゴロ社とベンフィン社における議決権のそれぞれ42.2%を獲得するにいたった。レムゴロ社の2001年におけるA株の所有状況をみると、ほとんどが機関投資家であって、投資信託183社が保有する株式をあわせると91.9%を占めるが、個人株主は6.5%を占めるにすぎない。筆頭株主は、スタンダード投資信託 (Standard Nominees) でA株の31.1%を占めた。ベンフィン社のA株の所有状況でも計185社に及ぶ投資信託が91.7%を占め、最大株主は同じくスタンダード投資信託でA株の29.3%を占めた。このように創業家の議決権は過半数をわっているが、A株の分散状況からみても、創業家が依然として所有面で支配的な立場にあることが確認できる。

レンブラント社の1999年時点での取締役会は社内取締役9名、社外取締役5名の計14名で構成され、共同創業者の第2世代にあたるヨハン・ルパート

図10 レンブラント・グループの所有構造 (2000年再編後)



(出所) Rembrandt Group et al. [2000].

(Johann Rupert) が会長とCEO (最高経営責任者) を兼ね、エドウィン・ヘルツォークが副会長を務めていた。取締役会の中に社内取締役2名と社外取締役3名からなる監査委員会 (audit committee) を設置していたものの、社外取締役の3名ともレンブラント社の社内取締役経験者 (うち1名はジャコブス・ルパートであった) で構成されていた。しかし、組織改革後は大きく変わることになる。レムグロ社の2001年における取締役会は社内取締役5名、社外取締役10名からなる15名で構成され、ヨハン・ルパートは経営権をもたない会長となり、CEOは副会長兼任でフィッセル (M. H. Visser) が務めている。また、取締役会の中に監査委員会に加えて、取締役の報酬を定める報酬委員会 (remuneration committee) を設置した。監査委員会の構成は財務担当社内取締役1名と社外取締役4名とし、報酬委員会も社外取締役4名で構成されており、経営からの独立性は高められたかに見える。しかし、監査委員会のうち社内取締役の1名と社外取締役の2名は長年にわたるレンブラント・グループの取締役経験者である。さらに、報酬委員会の4名のうちヨハン・ルパートを含め3名がレンブラント社の社内取締役経験者であった。ちなみにCEOを含む社内取締役の5名全員はレンブラント・グループに10年以上務めていた。

他方、ベンフィン社の取締役会は社内取締役2名と社外取締役3名の計5名で構成され、ここでもヨハン・ルパートは経営権をもたない会長となり、CEOは副会長兼任でマレーベ (Josua Malherbe) である。監査委員会は財務担当社内取締役と社外取締役の3名で構成されるが、報酬委員会はヨハン・ルパートのみとなっている。

したがって、レンブラント・グループでは、会長とCEOを分離することにより、意思決定過程における創業家の役割は限定されたが、創業家は依然として所有・経営の両面で強い影響力を保持しているものと考えられる。では、このような組織改革を行った意図はどこにあったのだろうか。レンブラント・グループ各社の取締役を歴任し、組織改革後もレムグロ社の社内取締役を務めるファンヴァイク (T. van Wyk) は、株価に対する市場の圧力を要

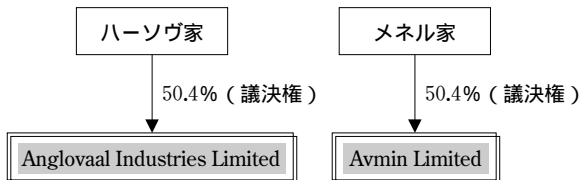
因としてあげつつも、最大の動機として税制改革によるキャピタル・ゲイン税の導入を指摘している²⁰⁾。改革前には持株会社がレンブラント社を含めて四つもあり、それぞれに課税されることを防ぐという節税対策というわけである。

3. アングロバール・グループ

アングロバール・グループの所有構造の変化は二つの過程を経てすめられた。1998年12月にアングロバール持株会社が解体し、アングロバール鉱業会社 (Anglovaal Mining: Avmin) とアングロバール工業会社の2社に分裂した(図11参照)。アングロバール社はアングロバール鉱業会社が引き継ぐことになった。共同創業家であったメネル家とハーソヴ家が保有株式を交換し、アングロバール鉱業会社の株式はメネル家に、アングロバール工業会社社の株式をハーソヴ家に集中させた。しかし、レンブラント・グループの場合と同様に創業家の株式だけでは過半数に満たないため、2001年5月に普通株に転換するという期限付きの高議決権株 (high-voting share) を発行することで他の株主を説得し、それぞれ50.4%の議決権を維持した。

第2段階では両家の対応が分かれた。メネル家は、第3世代のリック・メネル (Rick Menell) が国内外に分散しているメネル一族やInvestec社の協力を得てアルクティク・リソース (Arctic Resources) 社を形成したことで、発行株式の40%、議決権の60%を確保した。しかし、ハーソヴ家のほうは株

図11 アングロバールの所有構造 (1998年再編後)



(出所) 筆者作成。

式獲得に失敗し、経営からも完全に撤退した。アングロバール・グループの組織改革を動かした要因について、リック・メネルは株価の低迷が組織改革への最大の動機となったと指摘している²¹⁾。1994年を境に外国投資家が株価に対して大きな影響力をもつようになり、業種の専門性が高く、透明性が高い企業が求められるようになった。その結果、コングロマリット型の形態は「不透明」であると敬遠されるようになり、アングロバールの株価は額面割れをするにいたったが、組織改革後は株価が低下前の水準まで回復した。

次に経営構造の変化であるが、アングロバール持株会社では、会長を務めていたクライブ・メネルが1996年に死去し、バシル・ハーソヴが会長に、クライブ・メネルの息子のリック・メネルが副会長になった。1998年に解体される前の取締役会は8名で構成されていたが、両創業家から5名輩出され、家族支配が維持されていた。1998年の組織改革後、ハーソヴ家が所有することになったアングロバール工業会社ではバシル・ハーソヴが経営権をもたない会長になったが、一方メネル家が所有することになったアングロバール鉱業会社では、リック・メネルがCEOとして経営権を保持した。第2段階の組織改革で、ハーソヴ家はアングロバール工業会社の経営から完全に退いたが、所有支配維持に成功したメネル家はアングロバール鉱業会社の取締役会を改革した。その結果、2001年のアングロバール鉱業会社は社内取締役3名、社外取締役8名からなる計11名で構成され、リック・メネルが副会長兼CEOを務めることで会長職とCEOの分離をはかった。メネル家からは、ほかにリック・メネルの弟のブライアン・メネル (Brian Menell) が社内取締役にになっている。また、監査委員会と報酬委員会は社外取締役に過半数を占めているが、リック・メネルは双方に名を連ねている。意思決定過程においてメネル家は依然として強い影響力をもつと考えられるが、取締役会の雰囲気には変化がみられた²²⁾。

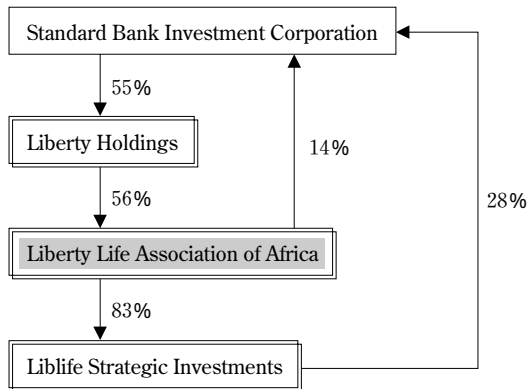
4. リバティアー・グループ

1999年のリバティアー・グループ再編成では、ゴードン家が所有していた株式をスタンダード投資銀行に売却することで、創業家が所有から撤退した。この結果、スタンダード投資銀行がリバティアー持株会社の株式の54.7%を所有することで、リバティアー・グループ社（旧リバティアー・ライフ）を完全子会社化することになった（図12参照）。

リバティアー・ライフ社の究極的持株会社の一つはリバティアー投資会社であると先述した。同投資会社の取締役は1997年時点で12名であったが、ゴードン家と確認できたのは6名であった。その内訳は、ドナルド・ゴードン夫妻、ゴードンの長男と次男、さらに娘夫妻である。会長をドナルド・ゴードンが務めており、ゴードン家の影響力が強かったことを示している。しかし、グループの中核企業であるリバティアー・ライフ社では社内取締役10名のうち、ゴードン家関係者は1名のみで、ほかは専門経営者である。しかし、1999年の組織改革の結果、ゴードン家は経営からも完全に退くようになった。

組織改革後のリバティアー・グループ社については、CEOのアンダーセン

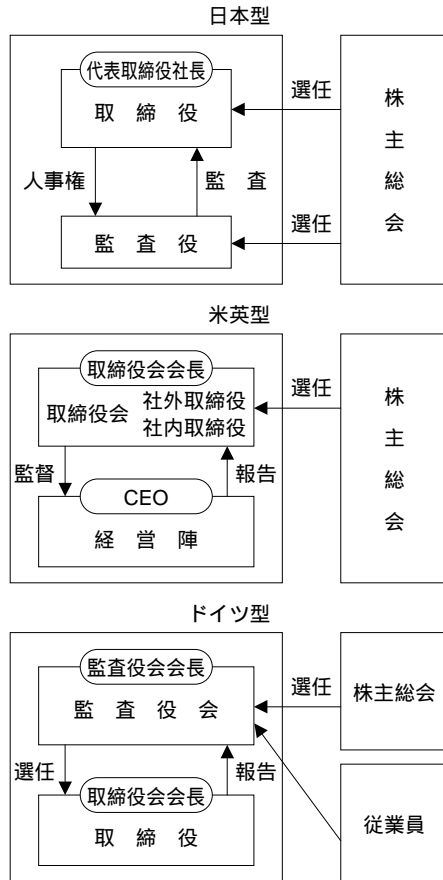
図12 リバティアー・グループの所有構造（1999年再編後）



（出所） Liberty Life [1999].

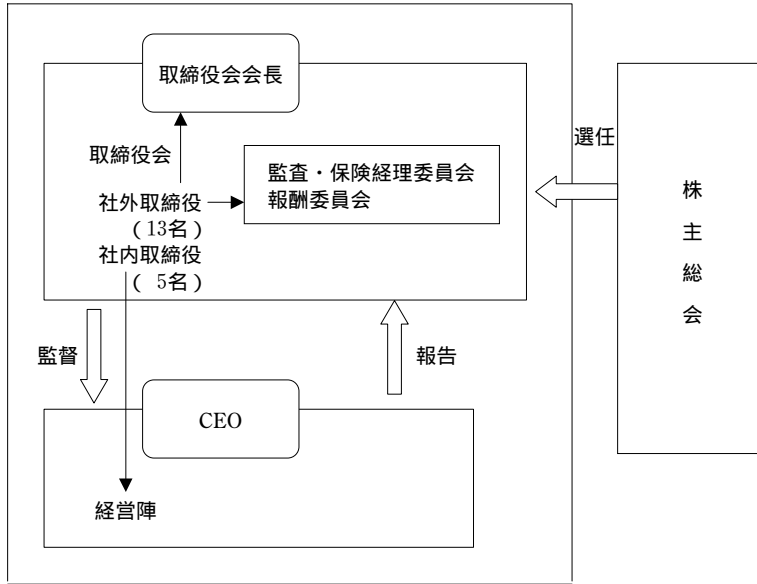
がキング委員会の委員を務めた人物でもあり、コーポレート・ガバナンスを強く意識した組織形態になっており、南ア企業のモデルになりうる。リバティー・グループ社の取締役会は社内取締役5名、社外取締役13名で構成され、会長職とCEO職は分離している。また、監査・保険経理委員会と報酬委員会はすべて社外取締役で構成され独立性を保っている。深尾・森田[1997]は経営監督機構について図13のように日本型、米英型、ドイツ型の

図13 会社の経営監督機構の比較



(出所) 深尾・森田 [1997: 62]。

図14 リバティアー・グループ社の経営監督機構（2001年）



(出所) Liberty Group [2001] より筆者作成。

3タイプに分類しているが、リバティアー・グループは米英型を発展させた経営監督機構をもっている（図14参照）。さらに、キング・レポートIでもとりあげたアフアマティブ・アクションを強く意識し、役職や職種の人種・性別ごとの構成比を年次報告書で明示している。

5. ステイクホルダーとの利害調整

株主と経営の関係を中心にみてきたが、コーポレート・ガバナンスには企業をとりまく主体間の利害調整という側面もある。そこで民主化前後の経営と株主以外のステイクホルダーの関係変化を概括する（表9参照）。

まず、従業員との関係では、1970年代にいたるまで黒人労働組合の設置が認められていなかったが、1979年にヴィーハン委員会(Wiehahn Commission)

表9 南アフリカ財閥における経営とステイクホルダーの関係変化

	民主化以前（財閥再編前）	民主化以後（財閥再編後）
創業家	所有・経営両面における支配	弱まる（撤退する例も）
その他の株主	機関投資家による配当分け合い	収益率やガバナンスに敏感
経営陣の構成	白人・男性経営者中心	黒人・女性の経営参加を目指す
従業員	1980年代は労働運動盛ん。意思決定への参加は限定的	労働者の取締役会への参加を目指す
企業社会	競争よりも共存	国際競争への危機感
地域社会	社会貢献に取り組み始める（都市財団）	社会貢献を重視（雇用サミット）
政府	為替制限や産業保護政策による影響	競争政策を強化

（出所） 筆者作成。

の勧告で認可され、1980年代は労働組合運動が活発化し、ストライキが相次いで発生した。そこでは経営陣と従業員は基本的には対立する構図となっていた。民主化後もストライキは続くが、キング・レポートIでは労働者の取締役会への参加を謳うなど歩みよりの姿勢も示している。なお、民主化前の経営陣の構成は白人かつ男性が中心であったが、民主化後はアフアマティブ・アクションを意識し、黒人や女性の経営参加を目指している。

次に地域社会との関係では、1976年のソウェト蜂起を契機として、企業の社会貢献に対する意識が高まり、AACのオッペンハイマー（Harry Oppenheimer）会長やレンブラント・グループのアントン・ルパート会長が中心となり、都市部アフリカ人の社会・住宅問題の改善に取り組む都市財団（Urban Foundation）が設立された。1977年12月に都市財団は、労働者の採用、昇進、報酬面での人種による差別を禁止することや労働組合結成の自由化などを謳った雇用者行動規準（Code of Employment Practice）を発表した。これらには国内外に向けて南ア企業社会の民主性をアピールするという狙いもあった。民主化後、企業社会は国内的には雇用創出・訓練プロジェクトに資

金拠出を行うことで社会貢献をアピールし、国際社会に対してはキング・レポートを発表するなどして、コーポレート・ガバナンスの「変化」を強調している。

最後に政府との関係であるが、旧国民党政権による為替制限の強化や産業保護政策が財閥の成長に影響を与えたと想定され、さらにレンブラント・グループは旧国民党政権と近い関係にあったと指摘されるが、実際のところは明らかではない。別途詳細に検討を要する課題である。民主化後、新政権は競争政策を強化し、企業間の大型合併や企業の独占的行為を注視する姿勢を示している。

むすび

本章では、第一に南アの財閥をコーポレート・ガバナンスの視角から捉え直そうと試みた。民主化以前の1980年代から1990年代前半にかけては、分析対象とした3財閥における創業家の影響力は所有と経営の双方で強かったことが確認されたが、支配を継続するうえで幾つかの調整メカニズムが働いていた。第一は意思決定の調整メカニズムである。傘下企業の日常の業務を専門経営者に任せつつも、それらの専門経営者をグループ中核企業や、下位に位置する持株会社の取締役会のメンバーとすることで、グループとしての経営方針を維持してきた。さらに、中核企業の日常的な業務は専門経営者が担当すが、上位持株会社の取締役会の過半数を創業家で固めることで最終意思決定権を保持してきた。第二は創業家内部のバランスをとる調整メカニズムである。創業家が二つある場合は、片方の家族出身者が中核企業の会長を、もう片方の家族出身者が社長を務め、持株会社では会長・社長職を逆転するなどの人事を通じて権力バランスをとっていた。第三は創業家以外の大株主への調整メカニズムである。これは各財閥で異なった方針を示した。複数の会社と同じ機関投資家が投資している場合には、各持株会社間で配当に差がで

ないよう調整されていた（レンブラント・グループ）。また、DOEを一定とするように、ROEに比べて操作可能なPORを変化させるといったケースがみられた（アングロバール・グループ）。上位に位置する株主（つまり、創業家）に有利な配当政策をするケースもみられた（アングロバール・グループ、リバティー・グループ）。

民主化後に3財閥とも大規模な組織改革を実施した。ここで焦点となるのが創業家、つまり家族支配の継続性である。レンブラント・グループの創業家とアングロバール・グループのメネル家は家族支配を継続してきたが²³⁾、リバティー・グループのゴードン家とアングロバール・グループのハーソヴ家は所有と経営の双方から撤退した。どこが分水嶺となったのであろうか。まず、アングロバール・グループの分裂は、創業家間に意見の相違があったといわれているが、1996年にスリップ・メネルが死去した後、ハーソヴ家がグループの主要ポストを独占したことでバランスが崩れた（つまり、創業家間の調整メカニズムが機能しなくなった）ことも契機になったと考えられる。

次に、レンブラント・グループとアングロバール鉱業会社では会長職とCEO職を分離し、コーポレート・ガバナンスの変化を対外的にアピールしている一方で、創業家の影響力を維持する仕組みがつくられた。具体的には、レンブラント・グループでは創業家がCEO職を手放しつつも、会長職を維持し、さらに長年グループ経営に携わっていた「身内」で社内取締役や監査・報酬委員会を固めた。アングロバール鉱業会社の場合は、会長職を専門経営者に譲りつつも、CEO職を保持し、社内取締役3名のうち2名をメネル家で固めた。これに対して、アングロバール工業会社のハーソヴ家は所有支配を維持するための資金調達に失敗した。リバティー・グループではスタンダード投資銀行との間で株式持ち合いをしており、ゴードン家の所有面の基盤は強くなかった。ハーソヴ家とゴードン家はグループの所有面での支配を失うと、経営からも撤退した。

また、本章では持株会社の機能について分析した。先述したように、持株会社（もしくは中核企業）は、その取締役会のメンバーに傘下企業のトップ

を加えたり傘下企業に役員を派遣することで、傘下企業の経営状態を監督するという一種のモニタリング機能を果たしていたと考えられる。また、持株会社を重層的に配置し、上位持株会社の株式の過半数もしくは相当分を創業家が所有することで、創業家が限られた資本でグループ全体の所有支配することを可能にしてきた。したがって、持株会社は所有面での創業家の権限(株式資本、議決権など)を極大化する機能を果たしてきたものと考えられる。本章では資料の制約から意思決定過程まで踏み込めなかったが、創業家、持株会社、傘下企業と連なる意思決定過程を掘り下げていくことで、持株会社の機能がいつそう明らかにされていくだろう。

さらに、本章は南アの経験を通じてコーポレート・ガバナンスの変化を促す要因について検討することを目的とした。民主化を達成した1994年以降、3財閥とも改革を実施した。しかし、民主化そのものよりも、民主化にともなった国際競争や外国投資家の行動、税制改革が実際にはコーポレート・ガバナンスの変化を促す要因となった。

最後に、ファミリービジネスとコーポレート・ガバナンスに関する筆者の今後の課題について述べることにする。ファミリービジネスはアフリカの民間企業の一般的な企業形態であることから、これを研究テーマとすることにアフリカ経済研究において一定の意義があると考えられる。ただし、血縁関係だけに限定するとかえってアフリカ企業の本質が見えにくくなる恐れがある。アフリカの企業は、血縁関係はもとより同郷やエスニックなネットワークなどを基盤として成立していると思われるからである。本章で対象にした3財閥の創業家の出自はユダヤ系やアフリカーナーであり、エスニックな要素も、パートナー・シップによる企業の設立やグループの形成・拡大に影響を及ぼしたものと考えられる。したがって、第1節で紹介したネットワークに関する先行研究の成果を援用しながらファミリービジネス論を深化させることで、アフリカ企業の全体像がより明確になるであろう。さらに、本章では南アの財閥を事例としたが、今後は南アの小規模アフリカ人企業や、他のアフリカ諸国の企業を考慮に含めることで、ファミリービジネス論の蓄積をはかって

いきたい。

コーポレート・ガバナンスは各国の歴史的背景や法制度によって異なった形態を呈すると指摘したが、視線を変えればコーポレート・ガバナンスに注目することにより、その国の背景にある経済社会の特色を浮かび上がらせることが可能になるかもしれない。第2節ではコーポレート・ガバナンスを各国の特徴で分類化する試みを紹介した。南アの場合、株式所有の集中、持株会社や特定家族を頂点とするピラミッド型の企業グループ形態といった点ではインサイダー・モデルの典型であるといえる。しかし、負債・自己資本比率は概して低く、資金調達先としての銀行の役割は限定されている点、株式市場による資金調達が活発であるといった点、経営監督機構の形態を考えると、アウトサイダー・モデルに近い。この「ねじれ」の部分に注目することで、アパートメントや経済制裁等を経験しながら発展してきた南ア経済の特色が浮き彫りになるのではないだろうか。

〔付記〕 本章執筆のための現地調査は平成13年度創価大学文系学部等教員研究助成金によって実施された。

〔注〕 _____

- (1) 本章ではサブサハラ・アフリカ48カ国をアフリカとよぶ。
- (2) 財閥概念には諸説があるが、ここでは橘川 [1996: 130] による「中心的産業の複数部門における寡占企業を傘下に有する、家族を頂点とした多角的事業形態」という定義に基づいている。
- (3) それは、アングロ・アメリカン・グループを対象とした先行研究は比較的多くでていますが、3財閥についてはきわめて限定されているという学問上の空白を埋めるという意義と、アングロ・アメリカン・グループ以外の3財閥には本章のテーマである重層的な持株会社制度がみられるという理由による。
- (4) ジョハネスバーグ証券取引所は南アで唯一の証券取引場である。ちなみに南アの株式市場の規模は、時価総額で世界18位、上場数では世界19位の616社(2000年)である(IFC [2001: 40])。
- (5) 総資産ベースでみた場合(1993年)、リバティイー・ライフ社は金融部門で第2位、レンブラント社は製造業部門で第8位、アングロバル社は鉱業部門で

- 第6位、アングロバール工業会社は製造業部門で第14位であった（Financial Mail [1994]）。
- (6) 財閥の機能については、経営史学会第38回全国大会（2002年9月、國學院大学）でも議論の柱の一つとなっていた。
 - (7) BCCI事件では、BCCIが武器商人やテロリストの資金洗浄に関与した疑惑がもたれている。また、マックスウェル事件とは、イギリスのマックスウェル・グループが年金資金を不正に流用した事件のこと。エンロン社事件とは、アメリカのエネルギー大手であるエンロン社による簿外債務が2001年に発覚し、倒産した事件である。
 - (8) ただし、独立後も引き続いて外国資本が大きい影響力をもっていたのは事実で、たとえば、ナイジェリアでは1971年の製造業への投資の65.7%は外国資本であった（Agbodike [1998: 167]）。
 - (9) たとえば、ILO [1972], JASPA ed. [1986], Parker, Riopelle and Steel [1995], Webster and Fidler eds. [1996] など。
 - (10) Wangwe [1998: 12] は、外国在住の家族とのネットワークは市場機会や技術ソースに関する情報を獲得するのに有効であると指摘し、その例としてモーリシャス・ディアスポラ、ジンバブウェの白人社会、東アフリカのアジア人をあげている。
 - (11) このアプローチを推進しているのが、オックスフォード大学アフリカ経済研究センター（The Centre for the Study of African Economies: CSAE）を核とする世界各国にまたがる研究グループである。CSAEの活動内容や組織、さらに研究成果の一部は、次のホームページでみることができる（<http://www.csae.ox.ac.uk/>）。
 - (12) まずRPEDでは、ブルンジ、カメルーン、コートジボアール、ガーナ、ケニア、タンザニア、ザンビア、ジンバブウェの8カ国を対象に、各国ごとに4分野（織物・衣料、食品加工、木材加工、金属加工）にわたる200企業を抽出し、1992～96年のうち3年間にわたりデータを収集してきた。その第1年目の調査結果は、Biggs and Srivastava [1996] に要約されている。
 - (13) 筆者が1995年に南アの衣料製造企業に対して行った調査でも、回答を寄せた7割の企業が投入財供給に不満を抱き、これらの企業は平均2.2カ月分の織物ストックを抱えていた（西浦 [1996: 26]）。
 - (14) 株主資本（南アではordinary shareholders' interestに相当）とよぶこともあるが、ここでは自己資本に統一する。
 - (15) 純利益の代わりに普通株主分純利益（南アではprofit attributable to ordinary shareholdersに相当）とよぶこともある。
 - (16) 本章ではManaging Directorを実際的な機能を考えて社長と記述する。
 - (17) 単純に比較はできないが、韓国の30財閥のそれが平均で3.86（1996年）であ

ることを考えるとそれほど高くはない (OECD [2001: 192])。

- (18) キヤドベリー委員会報告書は、八田・橋本訳 [2000] に収録されている。
- (19) 南アの会社法 (Companies Act 1973) にはexecutive directorとnon-executive directorの区分はないが、最近では実務上区分されるようになってきている。executive directorを執行取締役と訳する場合もあるが、本章では社内取締役に統一している。
- (20) 2002年3月8日、ファンヴァイク氏への聴き取り調査。
- (21) 2002年3月11日、リック・メネル氏への聴き取り調査。
- (22) 反対意見が相次ぎ、経営陣の方針が覆されることもあるという (2002年3月11日、リック・メネル氏への聴き取り調査)。
- (23) 2002年3月にアングロ・アメリカン社はアングロバール鉱業会社の株式の34.9%をArctic Resources社から取得し、メネル家による所有支配はなくなった。だが、同年10月現在ではリック・メネルはCEO職を維持している。

[参考文献]

〈日本語文献〉

- 池野旬・武内進一編 [1998] 『アフリカのインフォーマル・セクター再考』アジア経済研究所。
- 上田元 [1997] 「ケニアにおける零細企業群再生産の歴史と理論」(『アジア経済』第38巻第11号) 50～67ページ。
- 岡崎哲二 [1999] 『持株会社の歴史—財閥と企業統治—』ちくま新書。
- 小佐野広 [2001] 『コーポレート・ガバナンスの経済学—金融契約理論からみた企業論—』日本経済新聞社。
- 小田切宏之 [2000] 『企業経済学』東洋経済新報社。
- 落合孝彦 [1998] 「配当政策とコーポレート・ガバナンス」(坂本・佐久間編 [1998]) 136～158ページ。
- 橘川武郎 [1996] 『日本の企業集団—財閥との連続と断絶—』有斐閣。
- 小池賢治 [1993] 「総論—多角化の新展開と所有経営構造の変化—」(小池・星野編 [1993]) 3～26ページ。
- ・星野妙子編 [1993] 『発展途上国のビジネスグループ』アジア経済研究所。
- 高龍秀 [2001] 「韓国における財閥改革とコーポレート・ガバナンス」(『社会科学研究』第52巻第5号) 125～147ページ。
- 坂本恒夫・佐久間信夫編 [1998] 『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』文真堂
- 佐藤誠 [1994] 「南アフリカ—インフォーマル・セクター展開—」(森野勝好・西口

- 清勝編『発展途上国経済論』ミネルヴァ書房) 211~229ページ。
- 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 [1993]) 27~72ページ。
- スコット, ジョン (亀倉正彦, 渡辺智子訳) [1999]「企業体制の国際比較」(植竹見久・仲田正機編『現代企業の所有・支配・管理—コーポレート・ガバナンスと企業管理システム—』ミネルヴァ書房, 1999年) 185~221ページ。
- 永野護 [2000]「アジア地域におけるコーポレートガバナンスの現状と展望」(『三菱総合研究所 所報』第37号) 78~91ページ。
- 西浦昭雄 [1996]「1990年代の南アフリカ衣料産業—アンケート・インタビュー調査報告—」(『アジア経済』第37巻第12号) 16~34ページ。
- [2000]「南アフリカの中小企業政策の特徴と歴史的展開」(『創価経済論集』第30巻第1号) 63~88ページ。
- [2001]「南アフリカにおける『ビジネスグループ』の比較分析」(平野克己編『アフリカ比較研究—諸学の挑戦—』アジア経済研究所) 91~145ページ。
- 八田進二・橋本尚訳 [2000]『英国のコーポレート・ガバナンス—キャドベリー委員会報告書, グルーンベリー委員会報告書, ハンベル委員会報告書—』白桃書房。
- パレプ, K・G / V・L・バーナード / P・M・ヒーリー (斎藤静樹監訳) [1999]『企業分析入門』東京大学出版会。
- ヘルファート, エリック (出口亨ほか訳) [2002]『ヘルファート企業分析』中央出版社。
- 深尾光洋・森田泰子 [1997]『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社。
- ミルグロム, ポール / ジョン・ロバーツ (奥野正寛ほか訳) [1997]『組織の経済学』NTT出版。
- 室井義雄 [1992]『連合アフリカ会社の歴史—1879~1979年 ナイジェリア社会経済史序説—』同文館出版。
- 安岡重明 [1998]『財閥経営の歴史的研究—所有と経営の国際比較—』岩波書店。
- 柳川範之 [2000]『契約と組織の経済学』東洋経済新報社。

〈外国語文献〉

- Agbodike, C. C. [1998] "Foreign Investments and the Nigerian Economy: The Role of Multinational Corporations," *Nigerian Journal of Economic History*, No.1, pp.162-182.
- Akyüz, Yilmaz and Charles Gore [2001] "African Economic Development in a Comparative Perspective," *Cambridge Journal of Economics*, Vol.25, pp.265-288.
- Anglovaal (Anglo-Transvaal Consolidated Investment Company) [1958] *Anglovaal 1933-1958: Twenty-five Years of Progress*.

- Anglovaal Mining Limited [2001] *Annual Report 2001*.
- Ayogu, Melvin and Augustin Kwasi Fosu [2002] "Privatization and Corporate Governance: An Overview," *Journal of African Economies*, Vol.11, Supplement 1, pp.1-9.
- Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means [1932] *The modern corporation and private property*, New York: Macmillan (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂, 1979年)。
- Biggs, Tyler and Pradeep Srivastava [1996] *Structural Aspects of Manufacturing in Sub-Saharan Africa: Findings from a Seven Country Enterprise Survey*, Discussion Paper No.346, African Technical Department Series, Washington, D.C.: The World Bank.
- Bigsten, Arne et al. [1999] "Investment in Africa's Manufacturing Sector: A Four Country Panel Data Analysis," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol.61, No.4, pp.489-512.
- et al. [2000] "Contract Flexibility and Dispute Resolution in African Manufacturing," *Journal of Development Studies*, Vol.36, No.4, pp.1-37.
- Collier, Paul and Jan Willem Gunning [1999a] "Why Has Africa Grown Slowly?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol.13, No.3, pp.3-22.
- and Jan Willem Gunning [1999b] "Explaining African Economic Performance," *Journal of Economic Literature*, Vol.37, pp.64-111.
- and Catherine Pattillo eds. [2000] *Investment and Risk in Africa*, London: Macmillan Press Ltd. / New York: ST. Martins Press, Inc.
- Chandler, Alfred D. Jr. [1977] *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge; London: The Belknap Press of Harvard University Press (鳥羽欽一郎・小林袈裟治訳『経営者の時代』東洋経済新報社, 1979年)。
- Chrisman, James J., Jess H. Chua and Pramodita Sharma [1996] *A Review and Annotated Bibliography of Family Business Studies*, Boston, Dordrecht and London: Kluwer Academic Publishers.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry H. P. Lang [1999] *Who Controls East Asian Corporations?* Policy Research Working Paper No.2054, Washington, D.C.: The World Bank.
- Dia, Mamadou [1996] *Africa's Management in the 1990s and Beyond: Reconciling Indigenous and Transplanted Institutions*, Washington, D.C.: The World Bank.
- Donelley, G. Robert [1964] "The Family Business," *Harvard Business Review*, Vol.42, No.3, pp.93-105.
- Dutta, Sudipt [1997] *Family Business in India*, New Delhi, Thousand Oaks and

- London: Response Books.
- Esterhuysen, Willie P. [1986] *Anton Rupert: Advocate of Hope*, Cape Town: Tafelberg.
- Fafchamps, Marcel [1996] "The Enforcement of Commercial Contracts in Ghana," *World Development*, Vol.24, No.3, pp.427-448.
- , Jan Willem Gunning and Remco Oostendorp [2000] "Inventories and Risk in African Manufacturing," *The Economic Journal*, Vol.110, pp.861-893.
- Financial Mail [1994] *Financial Mail Top Companies 1994*, Supplement of the Financial Mail, June 24.
- Fosu, Augustin Kwasi, Kupukile Mlambo and Temitope W. Oshikoya [2001] "Business Environment and Investment in Africa: an Overview," *Journal of African Economies*, Vol.10, AERC Supplement 2, pp.1-11.
- Gomes, Armando [2000] "Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects," *The Journal of Finance*, Vol.55, No.2, pp.615-646.
- Gregory, Theodore [1962] *Ernest Oppenheimer and the Economic Development of Southern Africa*, Cape Town: Oxford University Press.
- Hocking, Anthony [1973] *Oppenheimer and Son*, Johannesburg: McGraw-Hill Book Company.
- Innes, Duncan [1984] *Anglo American and the Rise of Modern South Africa*, Johannesburg: Ravan Press.
- Institute of Directors in Southern Africa (IOR) [1994] *The King Report on Corporate Governance*, Johannesburg: IOR (八田進二・橋本尚・町田祥弘訳『コーポレート・ガバナンス—南アフリカ・キング委員会報告書—』白桃書房, 2001年).
- [2002] *King Report on Corporate Governance for South Africa 2002*, Johannesburg: IOR.
- International Finance Corporation (IFC) [2001] *Emerging Stock Markets Factbook 2001*.
- International Labour Office (ILO) [1972] *Employment, Incomes and Equality: A Strategy for Increasing Productive Employment in Kenya*, Geneva: Imprimeries Populaires.
- Iskander, Magdi R. and Nadereh Chamlou [2000] *Corporate Governance: A Framework for Implementation*, Washington, D.C.: The World Bank.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling [1976] "Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.
- Jessup, Edward [1979] *Ernest Oppenheimer: A Study in Power*, London: Rex Collings.
- Job and Skills Programme for Africa (JASPA) ed. [1986] *The Challenge of Employment and Basic Needs in Africa*, Nairobi: Oxford University Press.

- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach and Eric Friedman [2000] “Corporate Governance in the Asian Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.58, pp.141-186.
- Kremp, Elisabeth and Patrick Sevestre [2001] “Ownership Concentration and Corporate Performance: Some New Evidence for France,” in Lance A. Nail ed., *Issues in International Corporate Control and Governance*, Amsterdam: Elsevier Science B.V., pp.133-145.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny [1998] “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, Vol.106, No.6, pp.1113-1155.
- Liberty Life Group [1998] *Annual Report 1997*.
 — [1999] *Annual Report 1998*.
 — [2000] *Annual Report 1999*.
 — [2001] *Annual Report 2000*.
 — [2002] *Annual Report 2001*.
- Macharia, Kinuthia [1997] *Social and Political Dynamics of the Informal Economy in African Cities: Nairobi and Harare*, Lanham: University Press of America, Inc.
- Marsden, Keith [1990] *African Entrepreneurs: Pioneers and Development*, Discussion Paper No.9, Washington, D.C.: International Finance Corporation.
- McGregor, Robin ed. [1985] *McGREGOR's Who Owns Whom, 5th editon*, Grant Park: Purdey Publishing.
 — ed. [1989] *McGREGOR's Who Owns Whom*, 9th editon, Kenwyn: Juta & Co, Ltd.
 — ed. [1991] *McGREGOR's Who Owns Whom*, 11th editon, Kenwyn: Juta & Co, Ltd.
 — ed. [1992] *McGREGOR's Who Owns Whom*, 12th editon, Kenwyn: Juta & Co, Ltd.
 — ed. [1993] *McGREGOR's Who Owns Whom*, 13th editon, Kenwyn: Juta & Co, Ltd.
- McGregor Publishing [1997] *Who Owns Whom in South Africa 1997*, 17th edition, Johannesburg: McGregor Publishing.
 — [1998] *McGREGOR's Who Owns Whom in South Africa 1998*, 18th edition, Johannesburg: McGregor Publishing.
 — [1999] *McGREGOR's Who Owns Whom in South Africa 1999*, 19th edition, Grant Park: Purdey Publishing.
 — [2000] *McGREGOR's Who Owns Whom in South Africa 2000*, 20th edition, Grant Park: Purdey Publishing.
 — [2002] *McGREGOR's Who Owns Whom in South Africa 2002*, 22th edition, Eastgate: PSG Online.
- McCormick, Dorothy [1998] *Enterprise Clusters in Africa: On the Way to Industrialisation?* Discussion Paper No.366, Brighton: Institute of Development

- Studies, University of Sussex.
- [1999] “African Enterprise Clusters and Industrialization: Theory and Reality,” *World Development*, Vol.27, No.9, pp.1531-1551.
- OECD [2001] *Corporate Governance in Asia: A Comparative Perspective*, Paris: OECD.
- Ofosu-Amaah, W. Paatii [2000] *Reforming Business-Related Laws to Promote Private Sector Development: The World Bank Experience in Africa*, Washington, D.C.: The World Bank.
- Ojo, Oladeji and Temitope Oshikoya [1995] “Determinants of Long-Term Growth: Some African Results,” *Journal of African Economies*, Vol.4, No.2, pp.163-191.
- Pallister, David, Sarah Stewart and Ian Lepper [1987] *South Africa Inc.: The Oppenheimer Empire*, London: Simon Schuster.
- Parker, Ronald L., Randall Riopelle and William F. Steel [1995] *Small Enterprises Adjusting to Liberalization in Five African Countries*, Discussion Paper No.271, Washington, D.C.: The World Bank.
- Pattillo, Catherine and Måns Söderbom [2000] *Managerial Risk Attitudes and Firm Performance in Ghanaian Manufacturing: An Empirical Analysis Based on Experimental Data*, Working Paper Series 2000-17, Oxford: Centre for the Study of African Economies, Oxford University.
- Preston-Whyte, Eleanor and Christian Rogerson eds. [1991] *South Africa's Informal Economy*, Cape Town: Oxford University Press.
- Ramachandran, Vijaya and Manju Kedia Shah [1999] “Minority Entrepreneurs and Firm Performance in Sub-Saharan Africa,” *The Journal of Development Studies*, Vol.36, No.2, pp.71-87.
- Rembrandt Group Limited [1999] *Annual Report 1999*.
- et al. [2000] *Restructuring of the Rembrandt Group: Circular to Shareholders and Notices of Annual Meetings 30 August 2000*.
- Remgro Limited [2001] *Annual Report 2001*.
- Romain, Ken [1989] *Larger Than Life: Donald Gordon and the Liberty Life Story*, Johannesburg: Jonathan Ball Publishers.
- Sender, John [1999] “Africa’s Economic Performance: Limitations of the Current Consensus,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.13, No.3, pp.89-114.
- Singh, Ajit [1998] “Savings, Investment and the Corporation in the East Asia Miracle,” *Journal of Development Studies*, Vol.34, No.6, pp.112-137.
- Spring, Anita and Barbara E. McDade eds. [1998] *African Entrepreneurship: Theory and Reality*, Gainesville: University Press of Florida.
- Tangri, Roger [1998] “Politics, Capital and the State in Sub-Saharan Africa,”

Commonwealth & Comparative Politics, Vol.36, No.2, pp.108-122.

Taridi [1999] "Corporate Governance, Ownership Concentration and Its Impact on Firms' Performance and Firms' Debt in Listed Companies in Indonesia," *The Indonesian Quarterly*, Vol.27, No.4, pp.339-355.

Vandenberg, Paul [1998] *Risk, Ethnicity and Property Rights: Towards a Political Economy of Africa's Institutions*, Working Paper Series No.84, London: Department of Economics, School of Oriental and African Studies, University of London.

VenFin Limited [2001] *Annual Report 2001*.

Wangwe, Samuel [1998] *How African Manufacturing Industries Can Break into Export Markets with Lessons from East Asia*, Study No.5, African Development in a Comparative Advantage, Geneva: United Nations.

Webster, Leila and Peter Fidler eds. [1996] *Informal Sector and Microfinance Institutions in West Africa*, Washington, D.C.: The World Bank.

Wolgin, Jerome M. [1997] "The Evolution of Economic Policymaking in Africa," *The American Economic Review*, Vol.87, Issue 2, pp.54-57.

Zhuang, Juzhong, David Edwards, David Webb and Ma. Virginita A. Capulong [2000] *Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*, Vol.1, Manila: Asian Development Bank.

Flesch Financial Publication, *The Stock Exchange Handbook*, 各年度版 (1960~85年)

Anglovaal (Anglo-Transvaal Consolidated Investment Company), *Annual Report*, 各年度版 (1960~97年)

Anglovaal Industries, *Annual Report*, 各年度版 (1960~97年)

Anglovaal Holdings, *Annual Report*, 各年度版 (1970~97年)