

フィリピンのコングロマリットと多角化戦略 ——JG サミット・グループとサンミゲル・グループを中心にして——

澤田 貴之

1. 新興国市場における超多角化とコングロマリット

現在の新興国市場企業におけるコングロマリットの台頭とは逆に、アメリカをはじめとする先進諸国市場では関連多角化を超えた規模と範囲の拡大には限界があることがこれまで論じられてきた。また多角化に関する主な先行研究だけでなく、資本金融市場においてはそのような限界を超えた多角化について投資家はネガティブに反応するのが通例である。いわゆるコングロマリット・ディスカウントの発生である(Cf. Achi and others (1998))。

リソースベースドビュー的な観点からすれば、過度な多角化は経営資源の配分を非効率にする恐れがあるし、こうした多角化、特に新興国市場での多角化をパフォーマンス(収益性)との関係から検証した応用的な先行研究の登場もあって、戦略論的にはコングロマリットを形成するような規模と範囲の多角化は正当性を持っていないという見解が主流であった。

韓国の食品系コングロマリットを検討した澤田(2017)では、コングロマリットをめぐる問題をいくつか指摘してきたが、コングロマリット・ディスカウントというリスクがあるにも関わらず、なぜ異業種をコア事業として含む事業多角化へと当該企業が突き進むのかという問題は残されたままであった。Barney(2002)らをはじめとする先進国市場における多角化をめぐる先行研究の主論点は、多角化を通じたパフォーマンスは関連多角化までが限度とされて

きた。

こうしたことから生じる新興国市場での限度を超えた多角化をあえて「超多角化」(Super-Diversification)(澤田(2013))と呼ぶならば、新興国市場のコングロマリットはパフォーマンスを無視した非戦略性から免れることはできないのであろうか? 実際、新興国市場においても先進国市場の研究を応用し1995年時点での7つの新興国市場(香港、タイ、インドネシア、マレーシア、シンガポール、韓国、インド)での一千社以上をサンプルとして取り上げ、多角化企業は専門企業に比較してより収益性が低くディスカウントが見られるというLins and Henri(2002)のような研究もその後発表されている。彼らは、こうした多角化によるディスカウントはオーナー経営者への所有と経営への集中度が一定程度高いビジネスグループに顕著で、オーナー経営者の権利が自らコントロールできるキャッシュフローの権利を超え、資本市場の不完全さに対して内部金融市場が効率的に作用していないことを示したものであると結論付けている。

しかしながら、上述の研究などに示されるように、新興国市場における資本市場の未成熟性やエージェンシー問題などを含むコーポレートガバナンスの不全をめぐる発展段階差から、パフォーマンスにネガティブな戦略性を新興国市場のコングロマリットは構造的に備えているかのような議論には危険がつきまとう。両市場の多角化とパフォーマンスに関する先行研究をレビューしたPurkayastha, Manolova and

Edelman (2012) によれば、先進国市場では関連多角化、特定資源をベースにし、新興国市場では非関連多角化や包括的資源をベースにすることは理にかなっており、個別産業ごとの関係や多角化を成功させるに必要とされる組織メカニズムや、現在のグローバル経済に見られる不安定かつダイナミックな状況を念頭において多角化とパフォーマンスの関係が検証されなければならぬとしている。

Hoskisson, Johnson, Tihanyi and White (2005) は、同様に経済制度などの環境改善が進み市場志向型への転換期にある新興国市場では、多くのビッグビジネスグループのパフォーマンスは低下する傾向があるため、これらグループはパフォーマンス改善のため取引コストとグループ特有の組織維持コストとのバランス問題に直面することになるという。転換期の環境に対応するために関連型多角化へ進むのか、それとも非関連型多角化へ進むのか、という再考が必要になっているという。また彼らは新興国ごとにビジネスグループの対応が異なる可能性についても言及している。

こうしたビッグビジネスグループ（それらのほとんどは財閥）の多角化とパフォーマンスが相克することは避けられないという先行研究の潮流に対して、KURTOVIĆ, SILJKOVIĆ and DAŠIĆ (2013) は三世代、四世代目になるコングロマリット型企業は幅広い多角化を戦略の要として新興国市場で競争力を強化しているという。この幅広い多角化が「戦略的」であるという指摘については本稿では首肯的な立場に立つことになる。

パフォーマンスと多角化をめぐる先進国市場と新興国市場の二分法的な議論とは別に、市場志向へと国内市場が転換していく中で、新興諸国内でのビジネスグループの共通項であるファミリービジネスとそれに対する関心も強い。フィリピンでも企業がバナンス、エージェン

シー問題などを取り上げる Rama (2010) の研究に示されるように、こうした研究の方向性は今後も一つの大きな潮流となっていくであろう。他方二分法的な議論で国家単位での相違・個性が抜け落ちていることも多い。その代表的な要素が過去の経済政策・規制などによって形成されたビジネスグループの構造的特質である。

新興国市場という一括りの分類化から本題であるフィリピンの特徴を抽出してみるならば、フィリピンの財閥の特徴として挙げておかなければならない点として、グループ内に銀行を擁していることで、それがグループ内事業において実質的に内部金融・内部資金調達を容易にできたということであろう（木原 (2012), 齋藤 (2014)）。

これは韓国のチェボルのケースとは対照的である。朴政権期 (1961-1978) に銀行部門自体が国有化されていたため、韓国の財閥は事業中枢に銀行・金融機関を持たず、資金調達面で政府のコントロール下（いわゆる官治金融、政策金融）にあり、それが財閥の脆弱な面を表していた。こうした金融機関（銀行）が財閥の中枢に位置しているか否かは当該国の過去における経済政策や独禁法などの厳密な法規制の存在や適用の有無なども関係していようが、フィリピンの場合、この点は全般的に規制が緩かったといえる。

この一点だけ取り上げてみてもフィリピンの財閥グループの場合、内部金融が政府・行政から相対的に自由だったために、初期の財閥の事業多角化を推進したベースになった可能性が浮上してこよう。大きな財閥・ビジネスグループが資本調達・投資面で優位性を持っていることは否定できないが、多角化を推進させていく外部環境面では、外資を含めた規制緩和によって財閥・ビジネスグループ側、外資側共に提携の機会・自由度が増えることが事業数を拡大することにつながるし、産業構造が変化していくこ

とによって、旧産業から新産業へ事業シフトしつつ事業ポートフォリオの入れ替えが行われ、結果として澤田（2017）で示されたように、規模と範囲を拡大していく財閥・ビジネスグループの戦略的行動をうかがうことができた。この点についてはフィリピンも同様であり、個別事例について後ほど確認することになる。

グループ内の事業構造・ポートフォリオの推移を追いながら本稿では食品飲料系のコングロマリットと多角化戦略に焦点を当てていくが、その前にフィリピンの財閥全体の概要を見た上でその全体的な特質を把握しておくことにしよう。

2. フィリピンにおける財閥の概要と事業多角化

パフォーマンスと事業多角化をめぐる議論の中で多くの新興諸国同様、Rama（2010）に示されるように、市場志向への転換期においてフィリピンについても創業者一族の所有の集中度・経営権保有の持続に伴う企業ガバナンス、エージェンシー問題を課題として取り上げる研究傾向は強い。他方で財閥の多角化を戦略として認め実際に代表的な財閥・ビジネスグループ11を関連多角化型、非関連多角化型、関連多角化+非関連多角化型というように分類を試みたGutierrez and Rodriguez（2013）による実態研究もある。ここではまずフィリピンの財閥・ビジネスグループの概要を見た後、主要なグループを分類化しFMCG（First-Moving Consumer Goods）をスタートアップ・コア事業とするグループを多角化戦略の検討対象としていくことにする。

フィリピンは現在のASEAN10の中では先発組に属しながらタイ、マレーシア、インドネシアなどと比較して、長らく外資の受け入れやGDP成長率、一人当たりGDP成長率などの経

済指標では後れをとってきた。このため世界銀行がかつて取り上げた『東アジアの奇跡』（1993）においても奇跡から取り残された国とされてきた。

こうしたイメージが変わってきたのは、特にここ10年前後のことであり、マルコス政権期（1965-1986）の腐敗したイメージは払拭され、アロヨ政権（2001-2010年）、そしてベニグノ・アキノ3世政権（2010-2016）を通じた安定した政権の持続とより透明性の高い政策運営によって、ASEAN10の中でも近年突出したGDP成長率を達成してきた。英語を話す人口が多いことと、ジュニアカレッジ相当の卒業者が多いこと、そして若年人口比率が高く、国内市場も一億人超の人口を擁するなど今後の潜在的な成長・発展については東南アジアだけでなく新興諸国の中でも非常に有望視されている国の一つとってよからう。

そして他の東・東南アジア諸国と同様、フィリピンでも国民経済に占める財閥の存在は極めて大きく、2013年現在で売上高上位20位までの財閥だけでGDPの30%近くを占めている。フィリピンにおける財閥の形成はスペイン統治時代（1521-1898年）にまでさかのぼることができる。現在でも不動産事業を中心に最上位財閥に位置しているスペイン系財閥としてはアヤラ（Ayala）、ソリアノ（Soriano）がよく知られている。特にアヤラは老舗財閥として名高く1834年にアントニオ・ド・アヤラが植民地時代の産物である砂糖、綿花、コーヒー、蒸留酒などの製造に乗り出し、その後建設業、現在ではマカティ地区の開発で知られるアヤラランド（フィリピン証券取引所：PSE 上場）を中核としたコングロマリットとしてスペイン系の最大財閥となっている。またビールブランドとして東南アジアだけでなく世界的にも名高いサンミゲルもスペイン系によってアジアで最初に設立されたブリュワリーであり、設立当初からアヤ

ラが経営に関わってきた。この意味でも酒を含む食品飲料系事業は内需産業の代表格としてフィリピン財閥の事業経営の中核に位置しているケースが多い⁽¹⁾。

スペイン系の財閥としてはアヤラとソリアノは同族関係にあるが、現在スペイン系で上位財閥としての勢力を保っているのはアヤラとロペス・グループに限定されよう。アヤラの場合、持株会社アヤラ・コーポレーション (PSE 上場、現会長兼 CEO はジェイミー・ゾベル・ド・アヤラ) を頂点に上述したように老舗財閥らしくその事業は多岐にわたっている。富裕層向け高級コンドミニウム、工業団地、セブ島開発などの不動産開発では三菱商事が事業パートナーとして、1970年代以降から今日に至るまで深く関わってきた。インフラ関連では上下水道のマニラ・ウォーター、発電事業では AG エナジー、通信事業ではグローブ・テレコム (シンガポールのシングテルがパートナー)、自動車組立・販売のアヤラ・オートモーティブ・ホールディングスを通じていすゞ、ホンダの合弁経営に参画している。さらに AG ホールディングスを通じて中国や他の ASEAN 諸国 (タイ、ベトナム) などで不動産投資も行っている。銀行はフィリピン有数の大手行であるバンク・オブ・ザ・フィリピン・アイランズ (BPI) を傘下に擁している。

同じスペイン系老舗財閥としてロペス (Lopez) グループはネグロスなどでの砂糖産業からスタートし、アヤラグループ同様、その事業は多岐にわたっており、順調に発展を遂げてきたが、マルコス政権期にマルコスと対立したことで知られている。マルコス失脚後、事業はさらに拡大発展を遂げ、現在ではロペス・ホールディングス・コープ、ファースト・フィリピンズ・コープ (共に上場) の二つの持株会社の下に、発電などのインフラ事業、不動産開発、放送事業 (ABS-CBN コープ) などを展開

している。また工業団地開発では住友商事と合弁事業を展開している。

食品飲料以外にも金融、小売り、不動産、エネルギー、インフラなどのようにフィリピンの財閥事業が全般的に内需型であることは一つの特徴である。また食品飲料の場合、とりわけ独占ないし寡占状態を通じて収益の源泉としているケースが少なくない (鈴木 (2015) 10)。LT グループ、サンミゲル (San Miguel) グループ、JG サミット・グループ、ユニラブ・グループなどがその代表格である。

銀行・保険を中心とした金融系コングロマリットとしては、アルフォンソ・ユーチェンコ (Alfonso Yuchengco) が率いるユーチェンコグループの名を挙げることができよう。過去から現在に至るまで日系の金融機関 (三菱東京 UFJ、りそななど) との提携も行っている。ジョージ・ティ (George Ty) 率いる GT キャピタル・グループは上位行のメトロポリタンバンク & トラスト、フィリピン貯蓄銀行や投資銀行を傘下の中核事業としている。ルシオ・タン (Lucio Tan) の LT グループも上位行のフィリピン・ナショナル銀行を、ヘンリー・シー (Henry Sy) の SM グループは最大手の BDO ユニバンクとチャイナ・バンキング・コープを傘下に持っている。特に SM グループの場合、小売事業で最大手であるとともに銀行業でも最大手を擁していることから、こうしたコングロマリットは先進諸国で想定される事業範囲をはるかに超越したものとなっている。

第二次大戦後の財閥の形成期・成長期においては政府によって「選ばれた」財閥は同時に外資のパートナーとして選別され合弁事業に乗り出し、合弁事業が連鎖的に続くことで形成期の財閥は必然的に多角化してきたわけだが、この時期における合弁はむしろ外資側にとって適切な現地パートナーに関する情報が乏しく、このような情報の非対称性に基づいて最終的に現地

政府が紹介するパートナーと外資は組むことが多かった。この時期から続いてきた外資パートナーとはその後も他の事業部門を含め合弁や提携などの協力関係が維持されることもあった。

さらに既存の上位財閥の場合は「発展期」（1990年代後半以降）に入ってから、フィリピン経済に占めるプレゼンスが高いため、外資系企業との合弁や提携が進展してきた。また比較的新しい財閥などの場合も積極的に合弁事業や提携を進めてきた経緯がある。ここに至る局面では特定の財閥と政府とのコネクションやクローニー（縁故）からより経済がオープンになり、規模の小さい財閥にも外資との合弁や提携の機会は開かれてきた。

この結果、既存の特定財閥が外資との合弁・提携を通じて事業の多角化を進展させてきたことに加えて、国外から新しい産業・業態・サービス・技術などを導入することで、新しいビジネス機会が他の財閥、企業に拡大することで全体の多角化傾向を強めることになった。ただし、このように外部とのオープン化が進んだとはいえ、合弁・提携側の外資からすればより信用度の高い上位財閥を選好するのは至極当然のことであろう。この第二期の事業多角化でも上位財閥はますます多角化を進め、グループ全体の規模はさらに拡大へ向かったのである。

米西戦争（1898年）以後のアメリカ統治時

代には、華人系財閥が台頭し財閥の数ではこちらが圧倒的な存在となっている。またマルコス政権期から政経癒着が続くことで財閥が形成・発展してきたことでもタイ、インドネシアなどと共通している。1990年代に入ってから「財閥の政治化現象」（小池（1993））は続いており、マルコス以降も比較的新しい例として、たばこ王と称されるルシオ・タン率いるLTグループのように、当時のエストラダ大統領（1998-2001）に近いことで勢力の拡大を図ってきたことは記憶に新しいといえよう。

LTグループ（持株会社、上場）はその傘下にフォーチュン・タバコ・コーポレーション、飲料のアジア・ブリュワリー、蒸留酒メーカーのタンドゥアイ・ディスティラー（ラム酒製造の老舗）、フィリピン・ナショナル銀行、不動産のイトン・プロパティーズなどを擁している。しかしながら何といてもフィリピン航空（PALホールディングス）を経営していることでその知名度は内外において非常に知られた存在となっている。LTグループはコア事業（煙草）がFMCGに属し、これらのコングロマリットはほとんどが華人系である。

図表1は主要財閥グループの事業多角化を類型化したものであり、BとCがコングロマリットである。またB、C型と重複するがFMCG型コングロマリットは食品飲料・一般消費財

図表1 フィリピンにおける大規模ビジネスグループの多角化戦略と分類

A 関連多角化型	ジョリビーフード（外食）
B 非関連多角化型	アヤラ・グループ、メトロパシフィック・グループ、アボリッツ・グループ、アンドリュータン・グループ
C 関連プラス非関連多角化型	ロペス・グループ、ゴコンウェイ・グループ（JGサミット）、サンミゲル・グループ、DMコンスンジィ・グループ、Ty・グループ、※SM・グループ
FMCG型コングロマリット ※C型と重複	サンミゲル・グループ、ユニラブ・グループ、ゴコンウェイ・グループ（JGサミット）、LTグループ（煙草）

出所）Gutierrez and Rodriguez（2013）の表に修正加筆して作成。

注）B、C、FMCG型までがコングロマリット、FMCG型は筆者が追加。※ Gutierrez and Rodriguez（2013）はリテールキング、ヘンリー・シーのSMグループを非関連業種はベンチャー企業であるため関連多角化型に分類している。しかし小売り・不動産・銀行の各規模は大きく鉱山経営も行っており、明らかにコングロマリットに分類されるため、C型に入れている。なおSMグループのスタートコア事業は靴屋である。

などをスタートアップ・コア事業とするものである。そしてB, C型, FMCG型の類型までがコングロマリットとなる。次節ではこのFMCG型に焦点を当てていくにする。ここから容易に察することができようが, FMCGは内需をターゲットとし軽工業に属す業種が多く, 当該国の経済成長に伴いインフラ, 重化学工業部門に多角化のベクトルが向かえば, こうしたグループは規模・範囲共に巨大化することになる。

次節以下ではこのFMCG型コングロマリットの範疇に属す食品飲料系コングロマリットをケーススタディとして取り上げ, その多角化の特徴に迫っていききたい。なおM & Aなどの事案を含めて各ビジネスグループの動向は流動的で, 事業買収と売却両面から新陳代謝が激しいことを特徴としている。ここでは多角化の戦略性を把握することを目的としているため, 財務データについては主に2015-2016年まで, 経営陣や経営計画なども含めた現状については2016年時点までというように区切ることにする。

3. フィリピンの食品飲料系コングロマリット その1

3-1 ジョン・ゴコンウェイ・ジュニア財閥：JGサミットグループ⁽²⁾

フィリピンで最大規模を誇る食品会社ユニバーサル・ロビーナ (PSE 上場) を率いるのがゴコンウェイ (呉, Gokongwei) 一族である。グループの中核企業としてユニバーサル・ロビーナ (Universal Robina corporation, 以下URCと呼ぶ) は外資系食品企業と積極的に合弁事業を展開しており, 日系では日清食品とニッシン・URCを, カルビーとはカルビー・URCインクを設立している。またフランスのダノンとも合弁事業を展開している (ダノン・

ユニバーサル・ロビーナ・ビバレッジ)。2016年現在での売上・営業利益の規模は日本円換算で各々約2,600億円, 390億円で, 単純に売上高規模を比較すれば日本ではフジパン・グループ, ハウス食品, カルビーなどに匹敵する。

むろんゴコンウェイ・グループ (以下JGサミット・グループと呼ぶ) はコングロマリットであるため, 食品製造と関連事業だけに特化した事業展開を行っているわけではない。グループの頂点には各事業を統括する持株会社JGサミット・ホールディングス (PSE 上場) がある。こちらは約4,700億円, 営業利益730億円超の規模でURCの他, 不動産のロビンソンズ・ランド・コープ, ユナイテッド・インダストリアル・コープ, 石油化学ではJGサミット・ペトロケミカル・コーポレーション, JGサミット・オレフィンズ・コーポレーションが傘下に入っている。

創業者であるジョン・ゴコンウェイは1926年セブ島生まれの現地出身華人である。両親は福建省廈門からフィリピンに渡り, セブ島で米の貿易商として生計を営んでいたとされる。ジョンは1954年にコーンスターチの製造業としてユニバーサル・コーンプロダクツ (UCP) を設立した。これが現在の中核事業となっているフィリピン最大の食品会社URCである。後述するように持株会社であるJGサミット・ホールディングスがグループ全体を統括しているが, とりわけURCへの創業者ジョンの思い入れは強いようである。事実, 前身の企業設立以後URCはジョンによって半世紀以上にわたって率いられて現在にまで至っている。

もともと2017年現在でジョンは90歳近くになっており, 役員会においては名誉会長となっており, 実際の経営は弟で会長であるジェームス・L・ゴオ (James L. Go), 社長・CEOである息子のランス (Lance) ・ゴコンウェイに委ねられている。同社の食品関連としての生産品

目は非常に幅広く国内ブランドの菓子類、飲料から砂糖精製、小麦粉、飼料生産などアグリビジネス全般に事業を広げている。特にオリジナルブランドの知名度は高く、スナック菓子ではジャックン・ジル（Jack'n Jill）、お茶ではC2、コーヒーではグレートテイストなどが代表的なものであり、ASEAN市場内でも広く知られたブランドである。

UCPを創業後、ジョンは早くから製品レンジの拡大と自社ブランドの確立を目標に掲げネスレやP & Gのような多国籍企業となることを夢見ていた。1961年には最初の国内産インスタントコーヒー「ブレンド45」の製造販売で成功を収め、続くチョコレート「ニップス」でも地盤を築いていった。1963年にはロビーナ・ファームズを設立し養鶏などのビジネスにも乗り出した。これは後にグループのUCPから飼料を購入することにつながっていき、グループ内の垂直統合への嚆矢となった。ロビーナ・ファームズは1970年代には養豚業にも事業を拡大していくことになる。

1966年のURC設立は、いわゆるソルティススナック菓子において今日まで知られるようになる菓子ブランドを生み出し国内市場のリーダー企業になっていく契機となった。1970年代以降は商品ビジネスに乗り出しコンチネタル・ミリング・コーポレーションの設立を通じて小麦粉の製造へ着手し、1980年代には三つの砂糖精製工場を買収しグループ企業であるURCシュガーがこれらを経営していくことになる。こうしたビジネスはグループ経営において安定したキャッシュフローの確保につながるとともに、いわゆるコモディティビジネスを拡大することで垂直的統合をさらに進めていくことになった。1990年代にはプラスチック製造にも乗り出し、URCパッケージングを設立することで食品・飲料・商品などの包装材供給を行うようになった。

2000年代に入って事業多角化はさらに進展を見せるようになっていく。そして2005年には現在のグループ構造がほぼ確立した。すなわち三つのグループに分割されたURCの傘下に企業群が組織された。第一のグループは包装材事業を含む「ブランド消費食品グループ」、第二のグループはロビーナ・ファームズ、ロビケム（Robichem）を含む「アグロインダストリー」、第三のグループは「砂糖・小麦粉事業」などの商品関連である。

このようにURCは食品を中心とした多角的な事業展開を推進するとともに、第一のグループ事業を核としてスナック菓子と飲料でアジアのリーディング企業となることを目指し、ASEAN市場を中心として8カ国で事業展開を行っている多国籍企業へと成長を遂げた。また欧米、日本、韓国、中東、さらに西アフリカ（ガーナ、ナイジェリア）にも製品を輸出している。

グループの司令塔的な役割を果たしているのは持株会社のJGサミットである。グループの母体および中核事業がURCであることは間違いないが、2000年代にグループ事業全体を持株会社の下に再編するために2002年1月にJGサミットは設立された。URC自体が多角的な事業展開を行っており、JGサミット傘下のURC以外の中核会社においても事業範囲の拡大・多角化が同様に見られる。URC関連以外のビジネスとしては、金融、繊維、不動産、電力、通信、石油化学、セメント、LCCなどまさに事業のデパートといった状況である。新興国経済においては財閥自らが事業拡大と多角化を通じてアントレプレナーを生み出し、イノベーターとなりブレークスルーを実現する役割を担っている典例といえよう。

JGサミットの経営陣（役員会）を見てみると（2016年時点）、創業者であるジョン・ゴコンウェイが名誉会長として君臨しており、いく

つかのグループ子会社においても名誉会長もしくは会長、役員として名前を連ねている。またジョン自身は資産管理会社の機能を持つと思われるゴコンウェイ・ブラザーズ財団 (GBFI) の会長でもある。実質的には依然としてグループ総帥の座にあることだけは確かである。ジョンはデ・ラ・サレ大学で経営管理の修士号を得た後、ハーバードの応用マネジメントプログラムにも参加しており、老舗財閥の創業者としてはむしろ珍しいビジネススクール出身者型の経営者としての側面も持っている。

もう一人ジョンと並んでグループの経営陣の要となってきたのが会長兼 CEO のジェームズ L・ゴオ (James L. Go, 2016 年現在で 76 歳) である。現在 URC, ロビンソンランド, JG サミット石油化学, JG サミット・オレイフィンの会長を務めており、他のグループ企業においても副会長など枢要な地位にある。いわばグループの実質的なトップオペレーターと言っても差し支えなからう。ゴオは MIT で化学エンジニアリング (修士) を専攻した学歴を有しており、グループの事業性格からビジネス系でなく工学系という経歴も強みとなっているようである。そしてゴオはジョンの弟でありファミリーの最重要スタッフである。

さて注目されるべきはジョンの息子で 2 代目である社長兼 COO のランス Y・ゴコンウェイ (47 歳) であろう。ペンシルベニア大学で応用科学と金融を専攻した学歴 (学士) を有している。そして URC, セブエアー, JG サミット石油化学, JG サミット・オレイフィンの社長兼 CEO であり、ゴオ同様に他のグループ企業においてもトップマネジメントとして枢要な地位を占めている。

JG サミットの役員会は彼らトップ 3 の下に 8 名の役員で構成されており、この内 3 名がジョンの娘ロビーナ Y・ゴコンウェイ・ペ (Robina Y. Gokongwei-Pe), ジョンの甥で

あるジョンソン・ロバート G. ゴオ (Johnson Robert G. Go) とパトリック・ヘンリー (Patrick Henry)・C・ゴオである。他の役員はほぼ専門経営者と考えられる。学歴についてはハーバード, ジョージタウンのロースクールをはじめ、国内の大学出身者で構成されており、ジョンの娘ロビーナはニューヨーク大学でジャーナリズムを学んだ経歴を持っている。米国留学組を中心とした役員構成は、フィリピンの上位財閥では日常的な風景として溶け込んだものとなっているよう。

グループの中核事業について、ここでは中核事業群から三社をピックアップしてそれぞれの事業展開に言及しておきたい。

3-2 セブ・パシフィック航空 (CEB)

セブ・パシフィックは東南アジアの LCC として著名な航空会社の一つである。また国内便として広範なネットワークを持っていることを強みとしている。なおセブ・パシフィックを運営しているのはカーゴサービスを主事業としている上場企業セブエアー (Cebu Air) である。2016 年現在 61 の国内路線と 34 の国際路線を有している。2014 年末時点での保有機数は 51 機で、2017 年までにはエアバス A320 を 11 機就航させることになっている。会社の設立自体は 1988 年だが、運航は 1996 年からスタートしている。フィリピン国内で航空業界への参入規制が緩和されたことで、ゴコンウェイ財閥が新たな事業分野として参入を果たした。

同社は LCC として 2000 年以降、国内便数を増やすとともに国際線にも進出し LCC として急成長を遂げた。元々島嶼国家であるフィリピンでは潜在的に LCC の需要は存在していたため、経済成長と一人当たり国民所得が向上することで、需要が増大していくことは予想されていた。ただし他方で ASEAN 内では多くの LCC が林立し LCC 間の競争が厳しくなっ

いることも事実である。このため近年は航空会社間の戦略的提携にも熱心である。2014年にはシンガポールのLCCタイガーエアと提携しており、その後タイガーエア・フィリピンを100%子会社化している。そしてタイガーエアとの提携を通じて国際線ネットワークを拡大しており、東・東南アジアだけでなくオーストラリア、中東へと路線を拡大してきた。

同じフィリピンを代表する航空会社としてルシオ・タン率いるLTグループ傘下のフィリピン航空と比較されることも多い。いわば日本で日本航空とANAが比較されるのに似ているともいえる。ただしフィリピン航空はLCCではない。現在フィリピン航空は航空事業の持株会社PALホールディングス傘下にあり、1941年設立とその歴史は古く、アジアでもいち早く国際線を就航させ太平洋航路を最初に開拓した老舗エアラインである。しかしアジア通貨危機後のフィリピン航空の経営困難はマスコミを賑わせ、労働争議なども重なって1998年に会社更生法を申請したほどであった。その後再建されたが部分的にはナショナルフラッグの老舗航空会社ということで、日本航空と重なる部分も少なくない。

2016年のPALホールディングスの売上規模は日本円換算で約2,800億円、CEBは売上高約1,530億円で単純な収益率(売上高営業利益率)の指標で見ると前者は5.22%なのに対して後者は19.8%というように差がついており、近年においてもフィリピン航空が業界の中で苦戦を強いられていることがわかる。LCCと単純に比較できないものの、後発のCEBは先に言及したように経済成長の中での潜在的需要を取り込むことに成功したといえる。

3-3 不動産事業 ロビンソンズ・ランド

不動産事業やインフラ関連・公益事業は、小売事業と並んで新興国の財閥の旗艦事業となっ

ていることが多い。先進諸国より高い経済成長率が長く続くことによって、これらの事業分野では資本優位性を持つ大財閥が参入する上で有利であるだけでなく、グループ事業内でのシナジー効果なども見込まれるからである。この点は東・東南アジアでは共通しているといえる。とりわけフィリピンではこうした傾向が強い。

ただし小売事業について見るとサンミゲルは弱く(後述)、ヘンリー・シーのSMグループはデパートメントストア(ザ・SMストア)やスーパーマーケット(セーブモア)を中核事業としている。ゴコンウェイはJGサミット傘下でミニストップ(三菱商事・イオンと合弁)を500店舗以上展開しているし、ダイソー、トイズラスなどの運営も行っている。不動産事業については古くはスペイン統治時代からのプランテーション経営のように土地がらみの事業が財閥の基盤を築いてきたという事情もあり、砂糖や綿花などのプランテーション事業から現在の不動産デベロッパーとしての事業に重点が移っていった。マカティ地区開発で名をはせたアヤラグループのアヤラ・ランドはそうした代表的な不動産デベロッパーである。

ゴコンウェイの不動産事業に話を戻すと、ロビンソンズ・ランドがグループの事業会社として知られており、不動産デベロッパーとしては国内有数の事業会社である。同社は1980年代にJGサミットの不動産事業部門を担う事業会社として設立された。いわば「遊び」と「仕事」の両方をライフスタイルに取り入れることをコンセプトとしたギャラリア(Galleria complex)を1990年にオープンさせた。これは二つのラグジュアリー型ホテル、二つのオフィス用高層ビル、富裕層向けコンドミニウム、ショッピングモールから成る複合的な施設であった。ロビンソンズ・ランドはこのような複合施設を2014年までに13施設を開発し保有している。ショッピングモールについては、そ

図表2 JG サミット・グループの概要

創業者	ジョン・ゴコンウェイ, 89歳, デ・ラ・サレ大学学士, JG サミット名誉会長
トップマネジメント	ジェイムス・L・ゴオ, 創業者の弟, 76歳, MIT 化学エンジニアリング修士, JG サミット会長兼 CEO ランス・ゴコンウェイ, 47歳, 創業者の息子, ペンシルベニア大学応用科学・金融学士, JG サミット COO
持株会社	JG サミット・ホールディングス 2016年 売上高 約5,400億円 営業利益 約1,022億円
主要企業	ユニバーサル・ロビーナ (URC: 食品) URC 傘下の合弁企業 ダノン・ユニバーサル・ロビーナ・ビバレッジ, カルビー・URC インク, ニッシン・ユニバーサル・ロビーナ, ハント URC フィリピン長距離通信 (PLDT) NTT, ドコモ, サリムグループが投資 2016年 売上高 約3,800億円 営業利益 約625億円 セブ・エア 2016年 売上高 約1,430億円 営業利益 約284億円 マニラ・エレクトリック (配電) 2016年 売上高 約6,000億円 営業利益 約810億円 ロビンソンズ・ランド・コープ (不動産) ユナイテッド・インダストリアル・コープ (不動産) JG サミット・ペトロケミカル・コーポレーション (石油化学) JG サミット・オレフィンズ・コーポレーション (石油化学) ロビンソンズ・リテール (ミニストップ運営のイオン, 三菱商事とミニストップを展開, 他にトイザラス, ダイソーなどを運営)

出所) 各社開示資料, Nikkei Asian Review 各社データ, Forbes.com などから作成。

注) 為替レートの換算は1ドル = 110円。

の規模は総面積100万平方メートル以上を誇り SM グループに迫る規模である。モール数は全部で33を数える規模である。

金融事業としては先駆的な商業銀行ロビンソンズバンク (Robinsons Bank corporation) があるがこちらは非上場である。

3-4 中核事業における日系企業との提携

日清食品と URC の合弁会社は1994年に設立されており, 三菱商事も出資に加わっていた。三菱商事など日本の多くの総合商社は日系メーカーとともに東・東南アジアでの食品メーカーへの出資やコンビニエンスストアの事業展開に重要な役割を果たしている。JG サミット・グループ内では, 三菱商事は小売事業のグループ会社ロビンソンズ・リテールを通じてミニス

トップの店舗網拡大 (2015年末で500店舗以上) に寄与してきた。ニッシン・URC はその後2014年末に日清食品側が三菱商事の持ち分を加え, 株式所有比率を49%とし日清食品の持分法適用関連会社としている⁽³⁾。

こうした日清食品の出資比率の引き上げは, 後で見るサンミゲルビールに対するキリン HD の出資比率引き上げと同様, 高い GDP 経済成長率と個人可処分所得の伸びに見られるように, 近年におけるフィリピン市場の重要性に着目したものであった。2013年4月に日清食品が発表した「中期経営計画2015」では総売上高目標額の設定以外に, 2026年3月期までにグループの海外売上高比率50%超を目指している。海外市場の中でもとりわけ麺食文化が根付いている東南アジア, 近年ではフィリピンへ

の日清食品の注目度が高くなっていることで合弁企業への出資増が行われている。

ここで注意しなければいけない点は、即席めん事業はアジア市場では当然のことながらローカルメーカーも参入しており、地場の嗜好に合致した製品を投入しているため、日系の即席めんメーカーは各市場では意外と苦戦してきたという事実である。即席めん事業の世界的なパイオニア企業であるとともに、カップヌードルという国際的なブランドを有し、香港・東アジアでは出前一丁ブランドの人気を定着させてきた日清食品といえども例外ではないのである。そうした焦りの表れが先の「中期経営計画2015」での海外売上高50%超の目標設定なのである。2012年度の海外売上高比率は約14%にすぎず、その後急伸したが2015年度でも約22%にすぎない。

URCの場合も日清食品との合弁会社とは別に即席めんの独自ブランドPaylessを展開していたが、URCからの株式取得に合わせてPayless事業にかかる生産設備と在庫などの資産はURCが取得しグループ内での即席めん事業を一本化している。

この他に食品関係で日系企業との合弁企業として、2014年4月に日本のカルビーとカルビー・URCが設立されている。出資比率は半々でカルビー側は連結子会社としている。URC側も菓子類において確固たる地歩を築いており、ジャックス・ジルのブランドで知られているポテトチップスなどにおいて、双方のブランドを合わせフィリピン市場で拡販を図っている。

また日系以外の外資ではフランスのダノンとダノン・URC・ピバレッジを2014年に設立している。URCも既存事業としてお茶、ジュースなどの飲料製品事業を行っており、エビアンなど国際的なブランドを有するダノンと組むことによってASEAN、香港・中国市場への輸出拡大を図ってきた。こうした日系・外資との合

弁事業以外にも同年の7月にはニュージーランドのスナックメーカーNZスナック・フード・ホールディングスを買収している⁽⁴⁾。

URCによる合弁事業とM & Aは近年に集中しており、グループの中核事業として、これらの積極的な経営戦略を通じてURCは海外のブランド食品・飲料を取り入れつつ、製品ラインナップを拡充し市場での拡販を目指し続けている。

3-5 非関連多角化と事業ポートフォリオの戦略的構築

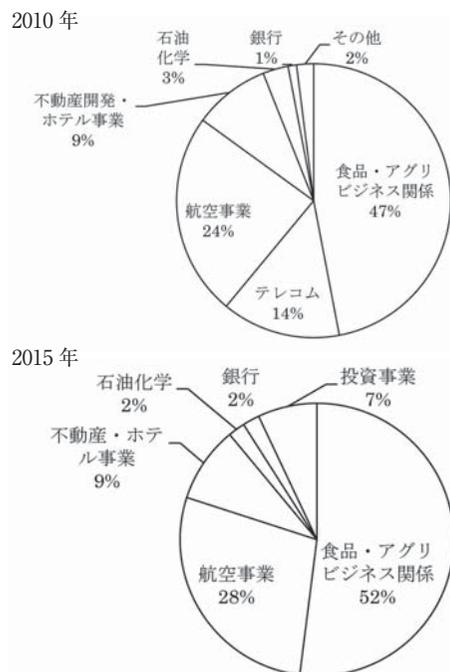
多角化とパフォーマンスをめぐる先行研究は、当該企業が非関連多角化に向かう場合、パフォーマンスについてはネガティブまたはコングロマリット・ディスカウントが生じるという見解が優勢を占めてきた。しかしながら、新興国市場でのサンプリング研究では必ずしもそうしたネガティブな見解に首肯できないケースがあることを冒頭で述べてきた。特に新興国市場の上位ビジネスグループ、財閥の場合、事業ポートフォリオ構築の観点からすれば、こうした多角化は戦略的投資行動であるといえる。

事業自体のシナジー効果を期待して関連多角化までのポートフォリオを構築した場合、外的的要因を問わず、何らかのリスクが発生した場合、それらの事業系統に属すグループ会社は負の影響を被ることになる。特に垂直的統合型のビジネスグループは全体に負の連鎖を招きやすい。この場合、性格特性の異なる異業種をポートフォリオに組み込むことは全体のパフォーマンスとは別にリスク分散、安定化という意味から合理的な投資行動である（図表3参照）。

投資主体はさらにポートフォリオのリスク分散・安定性だけでなく、異業種事業会社の単体レベルでのパフォーマンスも重視する。新興国市場の場合、上位財閥という投資主体は規模の

優位性から、成長性が見込まれる複数の異業種への参入オプションを持っている。特に優先的に参入を図る業種が不動産であって、これはフィリピンに限ったことではない。

単体上場で比較可能な、現状のJGサミットのスタートコア事業であるURCと不動産事業のロビンソンズ・ランドの収益指標を並列比較



図表3 JGサミットホールディングスの売上高に占める各事業の割合
出所) 同社 IR 各年次報告書より作成。

させたものが図表4である。ROE（自己資本利益率）や営業キャッシュフローだけでなく、同国最大の食品会社だけあって優良な数字が並んでいることがわかる。他方異業種であるロビンソンズ・ランドの方を見るとROE、利益マージンで倍以上となっている。

事業ポートフォリオとしての組み合わせ適合と同一ビジネスグループ内の異業種間比較のため、この場合規模の差は捨象し収益指標のみに注目している。一般にリスク、ボラティリティの高い不動産事業は新興国市場の高い経済成長に対応して資産価値と収益率が高くなる傾向があるため、事業ポートフォリオへの組み込み優先度は高い。またASEAN市場を含む海外事業展開も含むため、不動産事業と資産の地域分散によるリスク減も図ることができる。実際、同グループの事業ポートフォリオには、シンガポール上場の不動産事業会社UIC（ユナイテッド・インダストリアル・コープ）が含まれている。

食品メーカーは事業のボラティリティが低く株式は一般にディフェンシブと称されている。つまり低リスクと安定性から収益率はそれほど高くならない傾向がある。これと特性が異なるのが不動産事業といってよい。図表の財務・収益指標はリアルの結果であるが、投資主体は事

図表4 食品事業会社（URC）と不動産事業会社（ロビンソンズ・ランド）の収益指標の比較

JGサミット・グループ 2016年			
食品事業会社（URC）		不動産事業会社（ロビンソンズ・ランド）	
売上高	2,378.711 百万米ドル（約2,600億円）	売上高	480.07 百万米ドル（約528億円）
営業キャッシュフロー	357.78 百万米ドル	営業キャッシュフロー	7.54 百万米ドル
ROA	11.98%	ROA	5.57%
ROE	21.57%	ROE	10.43%
売上高営業利益率	14.90%	売上高営業利益率	35.05%
売上高利益率	13.56%	売上高利益率	27.31%

出所) Nikkei Asian Review 企業データ（2016年9月期決算）より筆者作成。

前にこうした想定される収益を期待して異業種をポートフォリオに組み込むことになる。現状のポートフォリオ内の各事業会社を見る限り、カーゴとLCC（セブ・パシフィック）を擁するセブエアー（セブパシフィックの親会社）も含めたポートフォリオの構築はグループのパフォーマンスに貢献していると判断できよう。

4. フィリピンの食品系コングロマリット その2

4-1 サンミゲル・グループ⁽⁵⁾

東南アジアは亜熱帯に位置する関係でビール醸造が比較的盛んであり、フィリピンも例外ではない。否例外どころか東南アジアで最も古い歴史を誇るサンミゲルビール（企業名はサンミゲル・ブリュワリー）を擁している。日本でもなじみのあるブランドである。またキリンビールが2016年現在で48%出資している。本国フィリピンでは市場シェア90%を占める独占企業に近い存在である。香港のサンミゲル・ブリュワリー・ホンコンを傘下に持ち、こちらには部分的であるが香港の老舗大財閥長江グループの総帥李嘉誠も出資している。

持株会社はサンミゲル・コーポレーション（PSE 上場）で、その傘下にはハードリカー、特にジン生産を行っているジネブラ（Ginebra）・サンミゲル、食品製造のサンミゲル・ピュアフーズ（精肉会社としてはフィリピン最大）がある。この他にパッケージ製造、発電・インフラ事業、通信、銀行、セメント、石油精製、不動産など他の財閥同様、コングロマリットとしての特徴を余すところなく示している。

サンミゲル・コーポレーション自体の売上高は2016年現在約1.6兆円でフィリピンでは突出した規模にある。ゴコンウェイのJGサミット・ホールディングスの約3倍、ヘンリー・

シー（Henry Sy）のSMグループをも上回る規模である。コングロマリットではない日本のビールメーカーと単純に比較はできないが、キリンやアサヒと同規模ということになる。

今日のグループの源であるとともに中核的な事業会社でもあるサンミゲル・ブリュワリーの設立は1890年にまでさかのぼることができ、東南アジアで最も古いビールメーカーである。当時のマニラの中心部サンミゲル地区に醸造所（ラ・ファルカ・セルヴェッサ・デ・サンミゲル）は建てられた。創業者はスペイン人のドン・エンリケでドイツ人の技術者を雇い入れ、当時スペイン植民地であったフィリピンでのビール醸造許可をスペイン王から得て経営をスタートさせた。サンミゲルの経営には当初からスペイン系財閥アヤラが関与しており、以後アヤラと同族関係にあるソリアノ一族が経営に携わってきた。

サンミゲルがフィリピンを代表する企業としてその地歩を固めるのにつれて、新たにオーナー経営に参画しようとする一族も現れた。1970年代からサンミゲルの株式を徐々に買い増していたエデュアルド・コファンコ（Eduardo Cojuangco: 1935～）が率いるコファンコファミリーがそれである。コファンコ自身はかつてのマルコス政権下で当時のマルコス大統領に近い財閥の一つであった。財閥経済が発達した先発ASEAN諸国では財閥が他の財閥ビジネスを買収するケースは少なくない。また巨大資本であるため財閥間でのディール（事業売却）も盛んである。

実際にサンミゲル・グループは配電事業（マニラ・エレクトリック）を2013年にJGサミットに、空輸のPALホールディングスを2014年にLTグループに売却している。知名度が高くさらに成長ポテンシャルが見込まれるような企業は買収ターゲットになりやすい。コファンコは当時のマルコス政権とのつながりが強く、

いわばクローニーを基盤にしてこのフィリピンでの知名度 No1 企業への経営参画を図ったのである。

その後コファンコが株式を買い増していく過程で、サンミゲル内では安定したオーナー経営による支配が揺らぎ遂にコファンコはサンミゲルの会長の座を手にした。しかしその後コファンコは経営の第一線から退き、2009年にアヤラー族の経営するトップフロンティア、製薬・調味料製造を中核事業とするユニラブ(Unilab)・グループのカンボス(Campos)ファミリーに持株を譲渡し2012年には残りの保有株式をトップフロンティアとコファンコの右腕で盟友のラモン・アン(Ramon Ang)に譲渡した。ただし2016年現在コファンコは引き続きサンミゲルコーポレーションの会長兼CEOであるが、実際の経営についてはラモン・アンがオペレーターである。また資本関係ではアヤラー族が自らの持株会社ザ・フロンティア・インベストメント・ホールディングスを通じてサンミゲル・コーポレーションの株式を66%以上保有している。ラモン・アンも15%以上保有しているものの、資本面ではアヤラー族の投資会社、経営実務面ではラモン・アンというように棲み分けができており、依然としてアヤラー族のオーナーシップの強さがうかがわれる。

食品関連事業をコアビジネスとする場合、JGサミットのケースでも見られたが、持株会社の傘下に有力な食品関連事業と会社が配置されていることを共通の特徴としている。サンミゲル・コーポレーションの傘下にはサンミゲル・ブリュワリーとハードリカー製造のジネブル・サンミゲル、国内最大手の精肉会社であるサンミゲル・ピュアフーズ、そしてビール瓶製造などのパッケージ製品製造のサンミゲル・ヤマムラ・パッケージング・コーポレーション(山村硝子が35%出資)がある。これら食品関連事業以外にも図表5から発電、インフラ経営

(高速道路・空港経営のターラック・パンガシナンラ・ユニオン・エクスプレスウェイ)、不動産(サンミゲル・プロパティーズ)、銀行(バンク・オブ・コマース)、通信事業、さらには石油精製部門というように重化学工業部門やインフラ部門までがその傘下にあることがわかる。

まず中核のビール製造は老舗事業らしく本国以外にも香港、中国、インドネシア、ベトナム、タイ、マレーシアなどで広範なオペレーションを行っており、そのブランドはお馴染みのものになっている。上述したように日系企業を中心とした外資との提携関係が築かれており、日系では他に扶桑精工、日系以外では米国のホーム・フーズと提携関係にある。

ブランドの国内浸透度は高く、サンミゲル・スーパードライ、サンミゲル・プレミアム・オールモルト、サンミゲル・ゼロ、サンミゲル・ストロングアイス、レッドホースなどのブランドを展開し他社ブランドを寄せ付けない独占的なブリュワリーとなっている。国内では六カ所の製造施設を擁し約47万以上の小売店に出荷している。ビールの事実上の独占事業を基盤に構築された物流・配送・小売ネットワークを通じて、ビール以外のアルコール飲料事業としてジンの製造販売では世界有数のジネブラ・サンミゲル社も中核のアルコール飲料事業の一角を担っている。

ジネブラ・サンミゲル社はタイでタイ・ライフ・グループとアルコール飲料の合弁事業を行っており、ジュースや茶などのソフトドリンク類も製造販売しフィリピン国内だけでなくタイにも製造拠点を有している。こうしたソフトドリンク類を含めた飲料事業とともに食品製造販売も中核事業の一翼を担っている。サンミゲル・ピュアフーズ社(San Miguel Pure Foods Company)の製造範囲は、飼料・小麦粉からマグノリア(Magnolia)ブランドとして知られるチキン、肉類など幅広く、ピュアフーズの

図表 5 サンミゲル・グループの概要

創業者	エンリケ・マナ・バレト (Enrique María Barreto)
トップマネジメント	エデュアルド・コファンコ (Eduardo Cojuangco, Jr) サンミゲル・コーポレーション会長兼 CEO, フィリピン・ロマ・パノス大学, カリフォルニア州立大, 81 歳 ラモン・アン, サンミゲル・コーポレーション社長兼 COO, サンミゲル・ブリュワリー会長, ファーイースタン大学機械工学士 63 歳
持株会社	サンミゲル・コーポレーション (事業持株会社) ザ・フロンティア・インベストメント・ホールディングス (アヤラー族 60% 株式保有)
主要なグループ企業	サンミゲル・ブリュワリー 2015 年 売上高 1,914 億円 営業利益 526 億円 サンミゲル・ブリュワリー・ホンコン (香港の李嘉誠 6.3% 出資) ジネブラ・サンミゲル (ハードリカー製造) サンミゲル・ビュアフーズ 2015 年 売上高 2,482 億円 営業利益 178 億円 サンミゲル・ヤمامラ・パッケージング・コーポレーション ペトロン・コーポレーション 2015 年 売上高 8,370 億円 営業利益 421 億円 ペトロン・マレーシア・リファイニング & マーケティング (石油精製) ターラック・パンガシナラ・ユニオン・エクスプレスウェイ (高速道路, 空港の運営) SMC グローバルパワー・ホールディングス (電力販売, 丸紅・東電との合弁企業ティームエナジー所有のスアル発電所から電力を購入し販売), サンミゲル・プロパティーズ (不動産), バンク・オブ・コマース (銀行), ノーザン・セメント (セメント), リバティ・テレコムズ・ホールディングス (通信), クラリデン・ホールディングス (鉱山開発・運営)

出所) 各社 IR 開示資料より作成。

注) 決算数字の為替換算は 2016 年上半期の為替レートによる。

ブランド・信用力は国内市場では群を抜いている。

ビュアフーズでは農家との契約・飼料供給・肉類の加工・冷凍流通・加工肉の販売, チーズ・バター・マーガリン・アイスクリーム・小麦粉, 動物・養殖魚用飼料など食品の製造販売が行われている。こうした統合的なビジネス展開はタイの CP グループなどに見られるように, 製造レンジとオペレーションを最川下の小売りや外食にまで拡張していく傾向がある。一般的に新興国市場の食品飲料事業の場合, ローカル・外資側共に提携に対して積極的である。このため先進国メーカーのブランドが投入されることで製品・ブランドの幅も広がることになる。先に見たようにビールでの麒麟, 食品でのホームル・フーズとの提携がこれに相当する。

外資との提携については日系との合弁企業であるサンミゲル・ヤمامラ・パッケージングに

よって飲料や食品のボトル・容器までも中核事業内で内製化しており, 食品飲料の関連型多角化としてグループ内取引を強固に推し進めてきた経緯をうかがうことができる。

4-2 キリンビールの出資と連携

日本国内での内需型産業としてのビールメーカーは, 2000 年代以降, 主力のビール事業を含めた海外事業展開を強化し, M & A などを通じて主としてアジア・オセアニア市場をターゲットとしてきた。その典型例が麒麟ホールディングス (以下麒麟 HD) である。麒麟は 2002 年のサンミゲル・ブリュワリーへの出資を皮切りに追加出資を行い, 2009 年までに出資比率を 48% に引き上げ関連会社としている。こうした出資の目的は, サンミゲル・ブリュワリーがフィリピンをはじめタイにも生産拠点や物流網を持っていることと, 東南アジア市場

ではフィリピンが後れた先発 ASEAN 国として、経済成長を加速化させビール消費量が伸びていくという見込みがあったことに加えて、タイ、ベトナムなどの有望なビール消費市場である ASEAN 諸国への橋頭保を築くことにあった。

実際キリンHDの長期経営構想KV2021によれば、東南アジアのビール事業について同社はプレミアムブランドとしてキリンビールブランドの積極展開を目標として掲げ、アジア・オセアニアでの酒類事業の基盤強化を図っている（同社ニュースリリース、2013.11）。少なくともキリン側からすると資本出資を高めたことで連携効果を見出すことにはつながっている。例えば2013年にはサンミゲル・ブリュワリーのグループ会社であるサンミゲル・インターナショナル（SMBIL）タイ工場でキリンの一番搾りを製造しタイ現地での販売はSMBILの現地法人サンミゲル・マーケティングが担うという連携効果を生んでいる。

サンミゲル・ブリュワリーを関係会社にした後、東南アジア市場で生産・物流・販売ネットワークなどの拠点を利用してキリンブランドの拡大を図るという試みはひとまず成功しているといえる。また2016年にはバドワイザー、コロナで知られる世界シェアトップのアンハイザー・ブッシュ・インベブ（ベルギー）が世界2位のSABミラーを買収することで、独占禁止法に抵触する恐れが生じたためSABミラー傘下のビール会社2社の買収をめぐって、他の世界的ビールメーカーが名乗りをあげた。

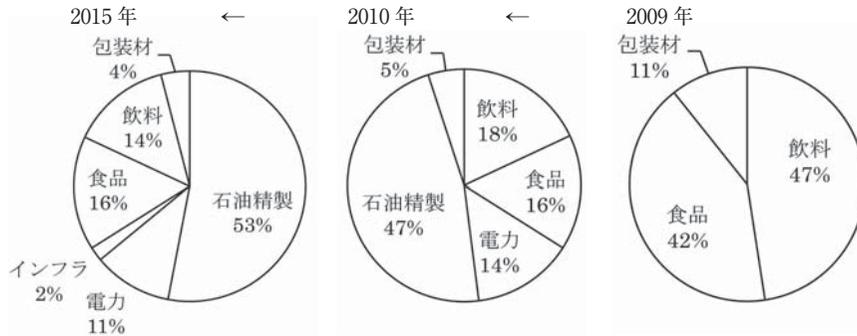
この時、サンミゲル・ブリュワリーのラモン・アン社長はキリンがSABミラー傘下の2社を買収するなら協力を惜しまないと報道された（ロイター、2016年1月15日）。こうしたサンミゲルとキリンの経営陣による連携姿勢なども、今までのところ両社の資本業務提携が順調であることを物語っている。ただし、サン

ミゲル・ブリュワリー自体をめぐって新たな買収自体も今後十分起こりうる可能性は否定できない。ASEAN先発市場において事業が生み出すキャッシュとその経営資産のみならず、老舗ビールメーカーの持つ不動産というアセットも他のメーカーや財閥にとって十分魅力的だからである。

4-3 インフラ・エネルギー部門重視へのシフト

サンミゲルほどドラスチックな事業構成の変化を成し遂げた事例はそれほど多くないだろう。図表6を見る限り、そうした変化が2009年から2010年にかけて起きていることがわかる。2010年のサンミゲル・コーポレーションの年次報告書で社長のラモン・アンは「短期・中期的には、利益指標に沿って伝統的な事業の潜在能力の発揮と新しい事業への投資を強化することを通じて、（事業）ポートフォリオを見直していく」と述べている。2009年時点で全体の売上に貢献している事業は飲料・食品・包装材の三部門だけだった。ところが翌年にはこの三部門は全体の4割以下にまで後退し、代わって石油精製と電力が6割以上を占めるまでになっている。これだけ見るならばサンミゲルは食品関連企業から重化学・インフラ型企業へわずか1年で変貌を遂げたことになる。

FMCG・食品飲料関連企業の重化学・インフラ型へのシフトについては、アジアでいくつかのケースが見られるが、サンミゲルの場合は、この傾向が最も顕著に表れているといつてよからう。石油精製では国内市場シェア38%で最大のペトロロンが、電力事業ではルソン島で30%近いシェアを握るグローバルパワーがそれまでの事業ポートフォリオを根幹から変える新たな中核企業となったのである。グローバルパワーは2008年に設立されており、ペトロロンも英投資ファンドのアシュモアから2010年に過半数の株式を取得したことで、2010年の事業



図表6 サンミゲルの事業ポートフォリオの推移（売上高に占める各事業の割合）
出所）SAN MIGUEL Corpo, 各年次報告書より作成。

ポートフォリオが一変してしまったのである。

すなわちこれらの新規参入事業は買収などを通じた形をとったことでグループ全体の売上・収益に占める比率が食品飲料事業を直ちに上回る結果となっており、EBITDA（金利・税・償却前利益）でもペトロンググローバルパワーだけで6割以上を占めるようになっている。また近年では高速道路や空港運営事業などのインフラ事業もグループの売上に徐々に貢献するようになってきている⁽⁶⁾。現在のサンミゲルの実態は石油精製・電力・インフラを中核とした重化学工業型の財閥と表現した方が適切であろう。

ペトロング自体は1933年にスタンダードオイルなどのアメリカ企業による合弁で設立されたもので歴史は古く、1945年以降も精製設備の拡大を通じて操業を続けていた国内随一の石油精製会社だった。その後1962年にエッソ・フィリピンに、1973年には政府に買収されフィリピン・ナショナル・オイル・カンパニーになった後、1994年に民営化によってサウジ・アラムコに株式の40%が売却された。上述したとおり英投資ファンドを経て2009年よりサンミゲルによるペトロングの経営がスタートを切ることになった。

一方のグローバルパワーも電力大手の一つであり、発電事業については独立系発電事

業者(IPPAs: Independent Power Producer Administrators)などから電力を購入・販売する方式をとってきたが、2016年以降バタン、ダバオなどで自ら発電所を建造しており、2019年までには自前の発電所が複数稼働できるように設備投資も怠っていない。

これら二つの事業部門以外に高速道路などの運営についてもサンミゲルは重要視しており、100%子会社のサンミゲルホールディングスを通して2013年以降、北部の88.5kmにわたるTPLEXをはじめ、スカイウェイ、NAIAEXなどの高速道路が次々と着工もしくはプロジェクトが立ち上がっている。また2010年には市内鉄道のMRTの経営権も取得しており、カティ克蘭空港の運営も行っている。

先発ASEANの中では経済成長面で出遅れたフィリピンであったが、アキノ政権発足後の6年間のGDP成長率（平均）は6.2%と非常に好調であった。2016年のドゥテルテ政権発足後もこうした成長は持続することが期待されている。他方で1億人超の市場規模を持ちながらも自動車に示されるように新車販売台数は長らく年間20万台以下の状況であったが、2013年以降販売台数が加速し2014年には27万台、さらに2016年以降には30万台を超えることが期待されており、中長期的には50万台を目指すと思われる。

これに加えてフィリピンは年間7～8万台の中古車を輸入しているの、モータリゼーションは想像以上に加速しつつある。この波に乗ることでサンミゲルはそれまでの食品飲料系コングロマリットからの脱皮を遂げつつある。同じく自動車関連需要については、トヨタの合弁相手（トヨタモーター・フィリピンズ・コーポレーションズ）でジョージ・ティ率いるGTキャピタル・グループが製造・販売分野で直接の恩恵を受ける側に立っている。

ペトロンは自動車用のガソリン生産だけでなく川下のガスステーションのネットワークを擁しており、高速道路などのインフラ建設運営はグループ内にセメント事業を抱えていることから、ドラスチックな事業ポートフォリオの組み換えと事業シフトは、モータリゼーションの加速によって得られる果実を摘み取るためのサンミゲルの経営戦略を反映したものとなっている。一国の成長発展と連動させることで最上位クラスに位置する財閥は、経済構造の（資本の）高度化と連動して、その事業構成が変化することはアジア新興国間での経験則であることは言うまでもないが、サンミゲルはM & Aを通じて一気にそれを行ったということで異彩を放っている。

財閥が重化学工業化・インフラ志向を強めることは、同時に政治力学に左右される面も多くなる。こうした傾向はJGサミットやアヤラなどの代表的な財閥にも見られる。上下水道なども含めた公共事業を民間事業者が運営するということはフィリピンの一つの特徴でもあるが、同様にこうした公共事業への進出はいくつかのアジア新興国でも定着しつつある。

4-4 通信事業への参入と挫折

新興国の上位財閥にとって、通信キャリアは押さえておきたい事業分野であることでは共通している。2010年以降におけるサンミゲルの

事業ポートフォリオの中核には通信事業、すなわち携帯キャリア事業への参入と拡大が計画されていた。他方、フィリピン国内ではインドネシアのサリム財閥のファーストパシフィック、JGサミット、日本のドコモ・NTTが出資するフィリピン長距離通信（PLDT）とアヤラ・グループのグローブ（Globe）が国内通信キャリア事業を寡占支配していた。サンミゲルはベガテレコムでこの牙城を崩そうと試みたが、結果としてうまくいかなかった。通信関係事業として傘下にあるリバティ・テレコムズ・ホールディングスも含めサンミゲルの通信事業は2016年現在全体として芳しい実績を挙げていない。

そうした状況で2016年5月のサンミゲルによるベガテレコムのPLDTとグローブへの売却（各々50%ずつ）は、グループのこの事業分野での決定的な後退を示すものであった。寡占市場の壁が厚いということも撤退の理由であるが、代わってサンミゲルは160億円近い売却代金を得ている。この年の大統領選の結果ドゥテルテ大統領が誕生したが、選挙後ラモン・アンはドゥテルテの出身地（南部ミンダナオ、ダバオ元市長）で政治的利害関係の深いミンダナオへの投資を増やすことを公表した。これは選挙中、ドゥテルテの対立候補の一人グレース・ポー（Grace Poe）をコファンコとアンが支持していたためといわれ、ベガテレコムの売却と連動した政治力学に対応したサンミゲル側の変わり身の早さが示されている⁽⁷⁾。

過去にサンミゲルは2013年にJGサミットにマニラ・エレクトリック（配電事業）を、2014年にルシオ・タンにPALホールディングスを売却している。また創業以来のコア事業であるビール製造ではキリンがサンミゲル・ブリュワリーに2009年に48%以上出資しており、こうした出資受け入れもサンミゲル側の事業ポートフォリオにおける重厚産業化へのシフ

ト表明と時期的に一致している。機動的な傘下企業の売却や出資受け入れを通じて、サンミゲルは国内では地方への投資と事業展開を強化しつつあるようである。

通信事業領域については4Gへの割り当てからフィリピンでも寡占的な競争が激化していくと予想されるが、通信事業をコア事業としてポートフォリオに組み込めなかった財閥も含め、ドゥテルテ政権以降においてはマニラ、ルソン島からダバオ、ミンダナオ島など南部・地方へのインフラを中心とした投資が加速することで、サンミゲルなどの財閥は内需型の事業展開と拡大にまい進していくものと思われる。

4-5 ポートフォリオから見た異業種参入（石油精製）の評価

2010年のサンミゲルによる国内石油精製最大手ペトロンの買収は、先に見たように同グループの事業ポートフォリオを劇的に変更するものであった。ガソリンスタンドチェーンを擁するペトロンの買収は、定石的といえるJGサミットの異業種参入とその評価のケースとは異なっている。モータリゼーションや消費面での経済成長を見越した将来的かつ長期的な大型投資であって、コア事業のシフトを伴うようなポートフォリオの構築であったということで大きく異なっているからである。ペトロンの売上規模は2016年12月期で持株会社サンミゲル・コーポレーションの約半分に達している。

ペトン買収前後の2009-2010年のROEは同社年次報告書によれば、11.45から14.85%で、買収時のパフォーマンスは比較的良好だったためディールが決定したようだが、2016年12月期にはROE 7.53%に低下しており、売上高利益率は1.83%にすぎない。原油市況の低迷が続いたことが背景となって、この業種の全体としてのパフォーマンスは良好とはいえなかった。

既にこれまで確認したようにサンミゲルは同様の投資戦略として、インフラ関連の事業部門をポートフォリオに組み込んでおり、この種の事業への偏りが強い。不動産事業会社では非上場のサンミゲル・プロパティーズが組み込まれているが、図表6からもわかるようにポートフォリオに表示されていないほど規模が小さい。

他方で2010年代前半に配電事業のマニラ・エレクトリックと空輸事業のPALホールディングスを売却している。M & Aを通じた投資戦略としては非常に流動的な面があり、JGサミットと比較した場合、ペトロンを含めポートフォリオの中では現段階では明らかに貢献・機能していない。ただし、収益指標面での短中期の結果を除くならば、全体してリスク・ボラティリティが高くなる要素を残しながら、サンミゲルの事業転換を伴う多角化は将来的・長期的な戦略と見なすことも可能であろう⁽⁸⁾。

5. 結論

FMCGに属す食品飲料系コングロマリットにおける事業多角化の推移から得られた結論とは、多角化とパフォーマンスに関する先行研究が示してきたコングロマリットに対するネガティブな側面と異なり、当該国（フィリピン）における経済成長と発展に対応したインフラ事業や不動産開発、通信事業への戦略的なシフトであった。とはいえ、いわば事業投資としては資本構成が高く投下資本の大きさや資本回収期間の長さを考慮すれば、このような大胆な事業ポートフォリオの変更は少なくとも短期的には様々な収益指標の低下、すなわちパフォーマンスを専業企業、関連多角化型企業に比較して低くする方向に作用しよう。

JGサミット、サンミゲルの両グループのように食品飲料系事業をスタートアップとする場合、外資との提携を通じた製品範囲の拡大、内

需型事業であるにもかかわらず積極的な近隣国・国外市場への進出も見られ、当初のコア事業の関連多角化とともに異業種事業がポートフォリオに加わる傾向も強いことがわかった。

他方でサンミゲル・グループのように大胆な事業ポートフォリオの変更によって、当該グループの事業規模と範囲は広がり、スタートアップ・コア事業である食品飲料系事業の比率が低下してだけでなく、多角化を超えた外部環境に応じた大規模な事業転換も見られた。サンミゲルのように世界のビール業界が盛んにM & Aを行ってきた背景がある場合、ビール事業への外資の出資を他の事業への投資機会として捉える場合もある。この場合、極端なことを言えば、サンミゲル・グループはビール事業に対して事業存続の執着がないと捉えることもできよう。

JG サミット・グループについても非関連多角化の傾向が見られものの、事業ポートフォリオへの不動産事業の組み込みが功を奏しバランスの良いポートフォリオを構築していた。これに対してサンミゲルの場合、石油精製事業やインフラ事業の組み込みによってポートフォリオに偏向が発生しており、異業種を組み込む多角化戦略は現段階ではグループのパフォーマンスに貢献していなかった。このように上位財閥においても非関連多角化を含む戦略と事業ポートフォリオの構築において著しい違いが見られるわけで、2010年代に入ってからこうした戦略的多角化が顕著になったことを確認することができた。今後引き続き同じ傾向が見られると想定されるタイ、インドネシアなどのコングロマリットの横断的な比較検討が課題となってこよう。

注

- (1) 以下各財閥のプロフィールについては各財閥・グループ会社のウェブ開示資料、桂木(2015) pp.

82-103に依拠している。

- (2) 以下JGサミット・ホールディングス、URC、ロビンソンズ・ランド、PLDT、セブ・パシフィック航空、マニラ・エレクトリック(各ウェブサイト、IR、カンパニープロフィールなどより)、Nikkei Asian Review 各企業データ。桂木(2015) pp. 86-87.による。
- (3) 日清食品プレスリリース2014.12.2, 同「日清食品グループ中期経営計画2015」2013.4.30, 以下も同じ。
- (4) 『日本経済新聞』電子版2014.10.24。
- (5) 以下サンミゲル・コーポレーション(持株会社)、サンミゲル・ブリュワリー、サンミゲル・ビュアフーズ、ペトロン・コーポレーション、ジネブラ・サンミゲル、ザ・フロンティア・インベストメント・ホールディングス各ウェブサイト(参考文献参照)、桂木(2015) pp. 98-101, Nikkei Asian Review 各企業データによる。
- (6) 例えば、マニラを中心とした約89kmに及ぶ高速道路 Tarac-Pangasinan Union Expressway を運営、2013-2044年の運営権を有している。
- (7) “San Miguel sacrifices mobile dream to Philippine politics” (by Cliff Venzon), Nikkei Asian Review, June 5, 2016.
- (8) 重化学事業へのシフトという点でサンミゲルは、澤田(2017)で取り上げたロッテ・グループのケースと似ている。ただし、ロッテケミカルの収益指標を見ると(2016年12月期)、ポートフォリオとグループ全体のパフォーマンスへの貢献度は高まりつつある。

参考文献

- 桂木麻也(2015)『ASEAN企業地図』翔泳社。
- 木原高治(2012)「フィリピンにおける企業支配構造と企業統治問題—財閥制度の検討を中心に—」『東京農大農学集報』57(1)。
- 小池賢治(1993)「フィリピンの財閥—財閥の政治化現象とその帰結—」小池、星野妙子編『発展途上国のビジネスグループ』第5章、アジア経済研究所。
- 齋藤純(2014)「フィリピン企業金融における財閥グループの役割—財閥経済としてのフィリピン—」一橋大学博士(経済学)学位論文。
- 鈴木有理佳(2015)「フィリピンの企業グループ」柏

- 原千英編『フィリピン企業の投資・資金調達行動に関する実証分析』調査研究報告書, アジア経済研究所。
- 澤田貴之 (2013) 「超多角化」と台湾のビジネスグループ」名城大学総合研究所『紀要』No. 18。
- (2017) 「食品飲料系事業会社のコングロマリット化について—ロッテグループの事例を中心に—」『名城論叢』第17巻第4号, 名城大学経済・経営学会。
- Achi Zafer, Chipper Boulas, Ian Buchanan, Jorge H. Forteza and Lando Zappei (1998) “Conglomerates in Emerging Markets: Tigers or Dinosaurs?”, *Strategy + Business, Second Quarter, Issue 11*.
- Barney Jay B. (2002) *Gaining and Sustaining Competition Advantage*, Pearson Education Inc. (岡田正大訳『企業戦略論【下】全社戦略編 競争優位の構築と持続』ダイヤモンド社, 2003年)。
- Gutierrez Ben Paul B. and Rafael A. Rodriguez (2013) “Diversification Strategies of Large Groups in the Philippines”, *Philippine Management Review Vol. 20*.
- Hoskisson, Johnson, Tihanyi and White (2005) “Diversified Business Groups and Corporate Refocusing in Emerging Economies”, *Journal of Management, Vol. 31, No6, December*.
- KURTOVIĆ Safet, Boris SILJKOVIĆ and Boban DAŠIĆ (2013) “Conglomerate Companies as Emerging Markets Phenomenon”, Fascicle of Management and Technological Engineering Issue #2, September.
- Lins Karl V. and Henri Servaes (2002) “Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?”, *Financial Management, Summer*.
- Purkayastha, Manolova and Edelman (2012) “Diversification and Performance in Developed and Emerging Market Contexts: A Review of the Literature”, *International Journal of Management Reviews, Vol. 14*.
- Rama Marie dela (2010) “The Dominance of Family-Owned Business Groups in the Philippines”, 24th Annual Australian and New Zealand Academy of Management Conference (ANZAM) (www.opus.lib.uts.edu.au/bitstream/10453/16647/1/2009008646.pdf#search=%27the+dominance+of+familyowned+business+groups+++++Marie%27).
- The World Bank (1993) *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, A World Bank Policy Research Report (白鳥正喜監訳『東アジアの奇跡—経済成長と公共政策』東洋経済新報社)。
- 各ビジネスグループのウェブサイト, IR資料 (JVは省略) など
- ① JG サミット・グループ
JG Summit (www.jgsummit.com.ph)
Cebu Pacific (www.cebupacificaircorporation.com)
Robinsons Land Corporation (www.robinsonsland.com)
URC (www.urc.com.ph)
Manila Electric Company (MERALCO : Manila Electric Railroad and Light Company ※旧名) (www.meralco.com.ph)
- ② サンミゲル・グループ
San Miguel Corporation (www.sanmiguel.com.ph)
San Miguel Brewery (www.sanmiguelbrewery.com.ph)
Ginebra San Miguel (www.2015.ginebrasanmiguel.com)
San Miguel Pure Foods (www.sanmiguelpurefoods.com)
Petron Corporation (www.petron.com/web/)
- その他のサイト
Nikkei Asian Review (www.asia.nikkei.com/ Company)