

# チリ民営化企業の域内成長と限界

## 電力企業へネル社の事例

北野 浩一

### はじめに

ラテンアメリカ企業は、域内での競争からグローバルな競争という新たな局面に立たされている。チリは経済規模ではブラジルの10分の1という小国であるが、域内競争では優位に立ち、有力企業の多くがラテンアメリカ各国に展開する大企業へと成長した。隣国アルゼンチンをはじめ、ブラジル、コロンビアなど域内の多くの国で、チリの金融機関や電話会社、スーパーマーケットを見かけることが多くなり、また、直接目に触れることは少ないが、多くの国の電力供給にはチリ企業が参入している。

これは、周辺国で自由化・規制緩和がすすめられたことを背景にしている。チリでは、他国に先駆けて1980年代から公企業、公益事業の民営化をすすめ、それに先立って規制枠組みも整えてきた。これに対し、周辺国は90年代に入り、チリの規制枠組みを導入するかたちで民営化、規制緩和をすすめた。そのため、すでに10数年の経営の蓄積があったチリ企業は、周辺国の市場に参入するにあ

たり有利であったといえる。同時に、マクロ経済が安定していたことや、民間年金基金（AFP）によって国内資本市場が発達していたことも、企業の資本調達への優位性をもたらした。

しかしながら、1997年のアジア危機の影響がチリ経済にも影を落としはじめた頃から、企業の海外進出の状況に変化が現れてきた。これまで域内企業に成長していたチリ企業が、欧米のグローバル企業に買収されるケースが目立っている。特に、電力をはじめ電気通信、金融、流通など、ネットワーク産業と呼ばれる分野において、それは顕著にみられる。

なかでも、電力部門はその典型といえる。1992年のアルゼンチンの電力部門民営化を皮切りに、チリの電力企業は周辺国の民営化に積極的に参入していった。しかし、97年にまず最大手のエンデサ社がスペイン企業に買収され、次いで2000年12月には第2位のヘネル社も、アメリカの大手AESによる買収が決定的となった。欧米資本による買収は、感情的な反応を生みやすい。しかし、今後のラテンアメリカ企業を考えるうえで、なぜ買収されたのか、またグローバル企業の傘下に入った

時、チリ企業の経営戦略、企業組織がどう変わるのかを冷静に検討することは重要である。

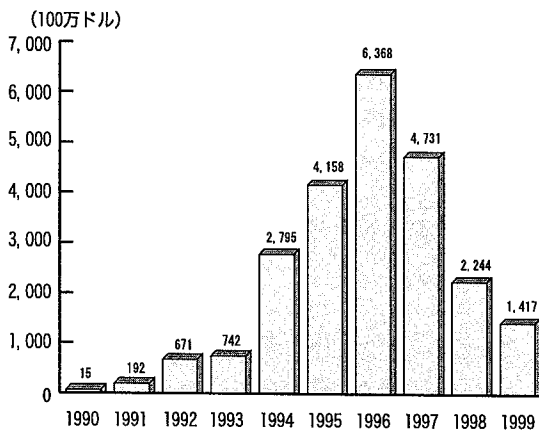
本稿では、電力会社のヘネル社の事例をとりあげ、チリ企業の海外展開の新たな局面を分析する。まず、マクロ統計を用いて、チリ企業の海外展開の特徴を概説する。その後、先ごろ米社への買収が決まったヘネル社が、規模の経済性の獲得を目的として海外展開し、その結果、財務上の悪化を招いたことを明らかにする。最後に、組織改革、経営戦略に関して、買収前と後の比較を行なう。

### 1 チリ企業の海外進出

チリ企業の海外進出が活発になったのは、1990年代に入ってからのものである。第1図には、チリ企業の対外投資の推移を示してあるが\*1、90年から96年までの6年間に大幅に伸びていることがわかる。それと同時に、97年以後の減少の仕方もまた急速である。2000年は、より一層低下するとみられている。

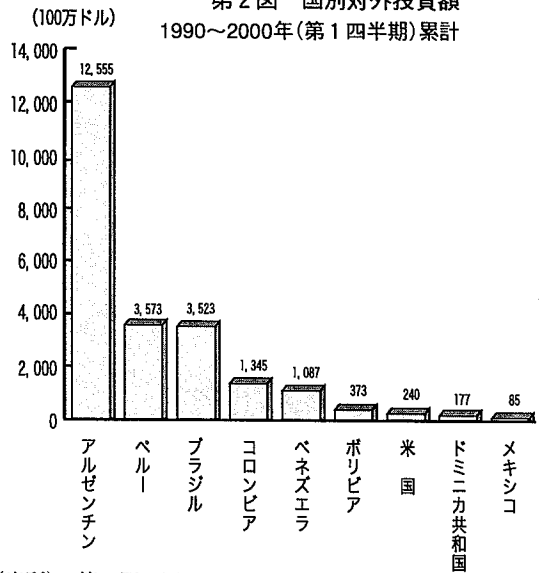
直接投資の受入先では、第2図にあるように隣国アルゼンチンが群を抜いて多く、1990年から

第1図 対外投資額推移



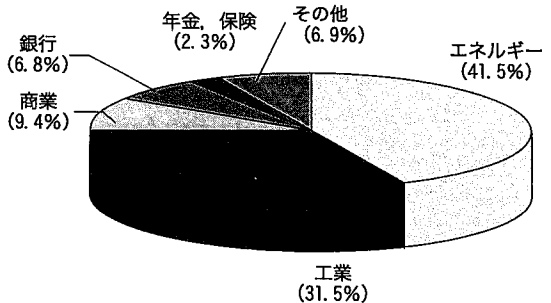
(出所) CSS, *Inversión chilena detectada en el exterior de empresas chilenas: Informe 2000* より作成。

第2図 国別対外投資額  
1990～2000年(第1四半期)累計



(出所) 第1図に同じ

第3図 分野別対外投資  
1990～2000年(第1四半期)累計



(出所) 第1図に同じ。

2000年第1四半期までの累計で125億ドルに達している。次いでペルー、ブラジルが35億ドルではほぼ並んでいる。投資先のほとんどが、ラテンアメリカ諸国であり、チリ企業が域内企業として成長したことがわかる。

分野別では、電力などエネルギー関連が41.5%、次いで工業の31.5%、そしてスーパーマーケットの進出などの商業が9.4%を占めるに至っている(第3図)。工業では、製紙業をはじめとする一次

第1表 チリ企業の売上高ランキング(連結, 上位30位, 1999年)

(単位:100万ドル)

順位	企業名	売上高	営業利益	業種
1	Enersis	2,270,897	429,240	電力
2	Copec	1,681,841	229,846	燃料など
3	Endesa	861,022	167,236	発電
4	CTC	850,301	113,591	通信
5	D&S	812,307	26,930	スーパー・マーケット
6	Lan Chile	655,520	26,949	運輸(航空)
7	Cmpc	639,152	100,931	林業・製紙
8	Inversiones CMPC	576,672	10,367	持株会社
9	Vapores	572,348	...	運輸(海上)
10	Falabella SACI	559,812	54,212	デパート
11	Celarauco	529,085	157,557	林業
12	Gener	441,689	7,756	発電
13	Quiñenco	406,674	-20,077	持株会社
14	Andina	385,437	36,924	飲料
15	Entel	377,012	36,379	通信
16	Santa Isabel	368,778	-6,621	スーパー・マーケット
17	Iansa	291,530	...	食品加工
18	Campos	291,530	15,417	不動産
19	Cervezas(CCU)	290,405	40,016	飲料
20	Inversiones y Rentas	290,405	39,967	投資
21	Sodimac	289,136	14,341	建設
22	Cge	278,090	59,909	電力
23	Comercial Almacenes Paris	274,606	22,219	デパート持株
24	Iansagro	274,411	14,391	アグロビジネス
25	Emp. Almacenes Paris	271,709	24,236	デパート
26	Chilectra	266,350	63,411	電力
27	Soquimich	261,699	42,026	鉱業
28	Cap	256,174	15,679	鉱業
29	Madeco	251,251	-12,643	金属
30	Enerquinta	213,427	...	電力

(出所) Estrategia, *Ranking de empresas 2000*. Santiago, 2000/ Sofofa, *Directorio industrial de Chile 1999/2000*, 7a Edición, Santiago, 2000.

産品加工が主である。これらの傾向は国ごとにもほぼ同一で、アルゼンチン、ブラジル、ペルーで投資割合が一番高いのはエネルギー部門となっている。

電力は、一般に規模の経済性が強いと考えられるが、同様に企業規模やネットワークの拡大により競争力を強める産業としては、通信、運輸、そして流通がある。このことは、企業規模の大きさ

を示す売上高ランキングの上位にこれらの産業が多く見られることからわかる(第1表参照)。

これらの企業の多くは域内へ進出し域内企業として成長を遂げた。しかし近年、海外市場からの撤退、あるいは欧米企業による買収にあっているのが、このようなネットワーク型の企業である。

最も積極的に海外投資を行ってきた電力部門の企業は、チリ企業の売上高の中でみてもトップクラスに属する。売上高のランキングを見ると1位は電力事業のエネルシス社であるが、同社は発電事業を行なっている3位のエンデサ社の持株会社でもある。また、2位のコベックは1999年時点で発電事業のヘネル社の持株会社であり、ヘネル社も12位に位置している。

エンデサ社とヘネル社は、まずアルゼンチン、次いでブラジル、コロンビアなどの電力民営化事業に参加し、一時はラテンアメリカの電力部門のリーダー企業といわれた。しかし、エンデサ社は1997年にスペイン企業に、そしてヘネル社は2001年1月にアメリカ企業に買収されたことは、驚くべき変化である。

同様の例は、電気通信、スーパーマーケットにもみられる。電気通信の分野は、早くから国際競争の波が押し寄せた。最大のCTCは、1990年にスペインのテレフォニカ・エスパーニャ社によって買収されている。また、国内第2位で長距離通信最大手のエンテル社は、コロンビア、メキシコなどへ進出しているが、現在イタリアのテレコム・イタリア社の傘下となっている。一方、スーパーマーケット・チェーンは80年代後半からアルゼンチンなどへ進出したが、最大手のD&Sは99年にアルゼンチン子会社を売却し撤退を決めている。また第2位のサンタ・イザベルは、すでにオランダの大手であるアオールドが経営権を握っている。

これらは、いずれもネットワークの規模の経済

性を求めて、域内の有力企業として成長したチリ企業が、ラテンアメリカにも押し寄せてきた世界規模での競争に敗れたケースといえる。以下では、本節で示した、マクロの直接投資データの背景となった企業レベルの動向を探るため、昨年末からのヘネル社の米社による買収をとりあげ、1990年代にどのような国際展開の変化があったのかを、特に経営戦略の面から解明する\*2。

## 2 ヘネル社の企業成長

ヘネル社の起源は1921年に設立され70年に国有化されたチリ電力会社(Compañía Chilena de Electricidad S.A.)までさかのぼることができる。民営化は、80年代初頭に起きた対外債務危機への対処として計画された。まず、81年にはチリ電力会社は一つの親会社と三つの子会社に分離され、ヘネル社の前身となるチレクトラ・ヘネラシオン社は、その子会社の一つである。主に発電業務を行わない、翌年には商業ベースで事業を展開するようになった。

民間への移転は、1982年から徐々に政府保有株式を民間に売却するかたちで、実施された。88年には、当時政府企業を所有していた産業振興公団(Corfo)から100%の民間移転を完了した。この民営化の過程では、後にヘネル社の社長に就任するブルーノ・フィリップが指揮を執り、投資家としては民間年金基金(AFP)が重要な役割を果たしている\*3。AFPは、安定した投資先として電力会社の民営化に積極的に関与した\*4。

民営化後の1989年の株式総会で、会社名をチルヘネル株式会社と変更した。当時、579MW(メガワット)の発電能力で、発電所はサンチャゴ首都圏と第五州のみであった。それから8年後の98年3月には、名前をヘネルと改名した。積極的な国際

化を果たし、チリを意味するChil-がそぐわなくなったからである。

ヘネル社の主力事業は発電である。エンデサ社に次ぐチリで2位の発電力をほこり、火力発電では首位に立っている。チリの第三州から第十州まで、人口の90%を所轄する中央送電網(SIC)へは、水力、石炭発電により電力を供給している。また、関連会社のエレクトリカ・サンチャゴ社はLNG(液化天然ガス)によって、エレクトリカ・グアコルダ社は二基の石炭発電で、そして、エネルヒア・ベルデ社は二基のコージェネレーション・プラントで発電し供給している。さらに、大北部送電網(SING)へは関連会社のノルヘネル社とテルモアンデス社が電力を供給している。前者は、トコピジャ市に二基の火力発電機を有し、後者はアルゼンチンのサルタ市で天然ガスを用いて発電し、これを関連会社のインテルアンデス社の送電線でチリに送電している。

同時に、ヘネル・グループは多くの子会社を通じて、送電、蒸気エネルギー供給、石炭の探鉱と採掘、天然ガスの採掘と輸送、港湾サービスの提供、上下水道事業なども行なっている。

### 3 域内企業への成長

ラテンアメリカ周辺国の民営化は、チリに比べて10年以上遅れて開始された。そのため、民営化後の企業経営や情報処理、商業化や販売における経験を蓄積していたチリ企業は、1992年のアルゼンチン、ペルー、そして96年のブラジル、コロンビアといった域内諸国が発電、配電部門の民営化を開始すると積極的に参入した。

最大手のエンデサ社は1992年のコスタネラ発電所を皮切りにアルゼンチンへの進出を開始し、95年にはペルーのエデヘル社を、そして96年にはコロンビアのベタニア水力発電所を買収している。エンデサ社の海外での発電量は、8121MWに上り、国内の発電量の2倍に達している。

国内発電量第2位のヘネル社はエンデサ社と同様、1992年にCentral Puertoをはじめとしてアルゼンチンに進出した。その後もアルゼンチンへの投資は続いたが、96年にはコロンビアのChivor社、97年にはペルーのEgenor社、そして99年にはドミニカ共和国のItabo社への資本参加を果たしてい

第2表 ヘネル社の海外進出

年	社名	進出国	投資額 (100万ドル)	資本参加 率(%)	発電能力 (MW)
1992	Central Puerto	アルゼンチン	61.37	31.0	1,009
1993	Hidroeléctrica Piedra de Águila	アルゼンチン	89.21	15.8	1,400
1993	Central Neuquén	アルゼンチン	4.50	15.0	370
1996	Chivor	コロンビア	643.70	99.9	1,000
1997	Projecto Pontal do Sul	ブラジル	600.00	51.0	700
1997	Projecto Lageado	ブラジル	1,000.00	25.0	1,000
1997	Egenor*	ペルー	373.55	20.4	421
1999	Itabo	ドミニカ共和国	103.30	50.0	586

(注) \*Egenor社は、1999年に米国籍のDuke Energyに売却された。

(出所) Gener, Memoria anual (cada año)などより作成。

る（第2表）。

一般に企業が海外投資を行なう動機は、三つに分類することが可能である。第1には、海外に原材料を求めるタイプである。第2に、海外の安い生産要素を用いて効率的に生産を行なうためである。最後に、海外の市場を獲得するための海外投資がある\*5。電力産業の海外投資の場合には他の産業と異なり、他国へ生産物を輸出するという事は難しく、外国の市場を獲得するには海外に進出するしか方法がない、という特徴があり、他産業のように輸出か海外進出か、という選択の余地はない。そのため、第2の生産効率化を目的とした進出のケースは一般的ではない。

ヘネル社の海外進出も、この三つの分類にあてはめてみるができる。ヘネル社は、1999年末時点で、アルゼンチン、コロンビア、ドミニカ共和国において発電事業を行なっている。これらの国では、民営化後、チリと同様に限界費用に基づく価格決定制度を導入しているため、チリ企業にとっては経営上の優位性がある。

ヘネル社の発電事業の原材料としては、石炭、ガス、石油があげられる。いずれも国内生産だけでは量が不足し、コスト高であるため、海外からの輸入に依存している。原材料調達としての海外進出は一種の垂直統合であるが、この典型的なケースとしては、ヘネル社によるコロンビアの高品質の瀝青炭を生産する Carbones Colombianos del Cerrejón 社と同国北部のLa Lama 鉱山で石炭を採掘する Compañía Carbones de Cesar の買収があげられる。La Lama 鉱山には、1400万トンの埋蔵量があるとみられている。また、子会社の OilGener 社は、アルゼンチンのサンタ・バルバラ、ドーニャ・フアナ、ロマ・コルタデラル、ラグーナ・ロス・カポネス、そしてデル・モスキートの5カ所に油田を有している。

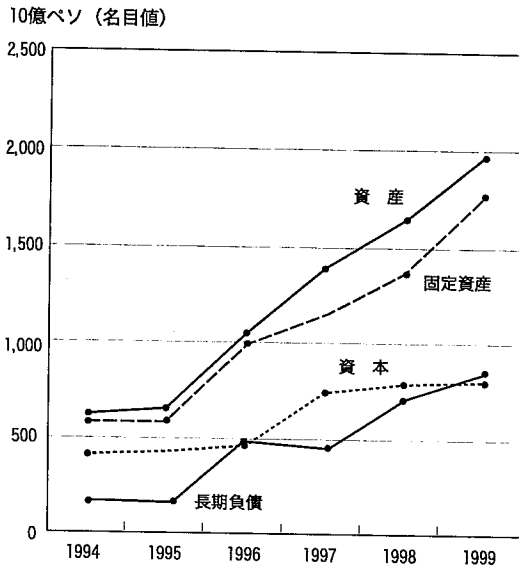
周辺国の民営化に応ずる形で海外に進出したケースのほとんどは、海外市場の獲得を目的としている。アルゼンチンでは、Termo Andes 社と Central Puerto 社が火力発電、Piedra del Aguila 社が水力発電所を有しているが、合計で4209MWの発電能力を有し、同国の総発電量の12.4%を占めている。また、コロンビアではChivor 社が1000MWの水力発電の能力を有している。1999年に進出したドミニカ共和国では、Itabo 社が5カ所の火力発電所を有し、586MWの発電能力がある。これは、同国の総発電量の25%にあたる。

アルゼンチンの子会社のうち、チリ国境近くに火力発電所を有するTermo Andes 社と、アンデス山脈を越えてチリ・アルゼンチン間の送電事業に従事するInterAndes 社は、まさに国際的な電力ネットワークの構築を目指したものである。チリは、発電の大部分を水力に依存していることから、発電量が天候の影響を受けやすく、特に1999年前半には干ばつのために大規模な計画停電を余儀なくされた。このため、発電および電力需要の変動を緩和を目的として、アルゼンチンと電力網を結ぶための投資計画がすすめられている。将来的には、ブラジルまで電力網を拡大する計画があり、チリ電力会社のアルゼンチン、ブラジルへの進出は電力網の拡大を視野に入れたものである。

#### 4 規模の経済性と財務の悪化

電力や電気通信、あるいは交通などいわゆる「ネットワーク型産業」は多額の設備投資を必要とし、規模の経済性が強くはたらく部門である\*6。規模の経済性がある場合には、企業規模を拡大することで平均費用の低下を図ることが可能であるため、企業は規模が大きい方が有利となる。前節でみた海外展開も規模の経済性を獲得するため

第4図 ヘネル社資産の推移 (1994~99年)



(注) 各年の名目ペソ値。固定資産には海外子会社での固定投資も含む。  
(出所) Gener, Memoria anual (cada año).

あると見ることができる。

企業規模が拡大するという事は、財務上は資産の増加と捉えることができる。しかし一方で、それをどうファイナンスしたか、という側面は、貸借対照表上では負債および資本の増加として現れる。そのファイナンスの仕方によっては、企業は規模を拡大させても経営が悪化する事態に陥る。

ヘネル社の場合は、まさにそのケースといえる。

第4図にはヘネル社の資産の推移を示してある。1996年からは資産規模が拡大し、年平均で27%の増加率に達する。またそのほとんどは、流動資産ではなく国内の設備や土地、そして海外での投資である。2720億ペソを要した96年のコロンビアのChivor発電所買収だけでも、企業の資産規模を43%拡大させている。

企業規模の拡大は、負債および資本の構成を大きく変える結果となった。1997年に一度2100億ドルの増資を行ない、資本増強を図ったが、それ以外のほとんどは銀行からの長期融資や長期債の発行で資金を調達している。また、99年は長期の負債が困難となり、短期の銀行融資や手形などによるファイナンスへの依存が増加している。

ヘネル社の財務諸表をみると、財務の悪化が如実にあらわれている。第3表には、1994年から99年までのいくつかの財務指標をあげてある。そこに示されているように、ヘネル社の収益性を示す総資本経常利益率(ROA)や株主資本利益率(ROE)が98年から急速に低下している。資産の増加が、債務依存を引き上げ、経営を圧迫していることが明らかである。企業の健全性をみる自己資本比率も50%を下回り、99年には、40.5%まで低下して

第3表 ヘネル社の財務指標 (1994~99年)

(%)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
総資本経常利益率 (ROA)	5.30	7.20	4.00	5.18	2.29	0.33
株主資本利益率 (ROE)	8.00	10.80	9.00	9.69	5.63	0.81
自己資本比率	66.2	67.0	44.9	53.5	47.3	40.5
流動資産/流動負債	106	128	71	133	208	83
資産増加率	...	4.2	52.6	24.6	14.5	16.3
固定資産増加率	...	28.6	66.3	0.0	12.4	35.3
負債増加率	...	-1.0	164.0	5.2	27.2	25.6
資本増加率	...	5.4	2.4	48.3	1.2	-0.3
格付						
Standard & Poor's	...	...	...	A-	BBB+	BBB+
Moody's	...	...	...	Baa1	Baa1	Baa2

(出所) Gener, Memoria anual (cada año) より作成。

いる。このことは、格付機関の評価にも表れ、海外市場においてヘネル社が起債を行なう際の評価は、スタンダード・アンド・プアーズ社による評価がA- からBBB+ へ、ムーディーズ社は、Baa 1 からBaa 2 へと、それぞれ引き下がっている。

## 5 アメリカ企業による買収

以上のような企業業績の悪化をうけて、ヘネル社の経営陣は、これまでの拡大路線を修正するか、資金力と技術を有する外国の提携企業を探すかの選択にせまられている。経営陣は、チリのみ資本力ではよりグローバルに統合されていく電力産業での生き残りは困難であるとの認識を示している。株主側も、これ以上の負債の増加は困難であるとの判断があった。

その結果、1999年11月にUBS ウォーバーク社に依頼し、提携先探しを始めている（囲み参照）。しかし、ラテンアメリカ経済が停滞していたこともあり、提携先探しは難航した。それでも2000年9月頃には、フランス・ベルギー資本のTotalFinaElf社が有力候補として浮かび上がってくる\*7。当社は、ヘネル社に対し8億1000万ドルの投資を行なって20%の資本参加し、その後ヘネル社が海外に所有する株式の80%を購入することを条件として提示した。

しかしこれに対し、最大株主のコベック社は反対にまわり、アメリカの電力会社であるAES コーポレーションへの売却を支持した。AES社は全世界に展開する電力企業で、ラテンアメリカにもアルゼンチン、ブラジル、パナマ、ドミニカ共和国に1万483MWの発電力を有するグローバル企業である。AES社が提示してきた条件は、ヘネル社株式の80%を（既済ADRの100%、およびチリ国内の61.57%）を公開買付によって買い付ける、というも

のであった。その額は13億ドルにのぼる。

コベック社が企業提携ではなく買収案を支持したのは、同社の最大株主でありチリを代表する企業集団であるアンヘリーニ・グループの意向が強く働いている。コベック社は燃料、および林業、製紙業を主とするコングロマリットであるが、電力部門への参入は、主力の林業・製紙業が国際価格の変動による企業収益の変動が大きいため、安定した収益を確保することを目的としていたとされる。コベック社は、1996年からヘネル社に資本参加し、97年には20%の株を所有しているが、近年経営方針をめぐってヘネル社経営陣との意見の食い違いが明らかとなっていた\*8。アンヘリーニは、チリにおける電力企業の成長はすでに終わったと判断し、撤退を表明していた。コベック社が資本参加した96年のヘネル社の株価は高かったため、TotalFinaElf社との提携案の場合、6000万ドルの損失が表面化するが、ヘネル社の買収案の場合、損失は4500万ドルですむという計算もAES社による買収案を支持した背景にある。

また株式の3分の1を所有するAFPも、アンヘリーニの推す売却案の方の支持にまわった。AFPは、電力部門の民営化をファイナンスの側面から支え、ブルーノ・フィリップ社長の経営方針を支持してきたが、株式の収益率という観点からは、電力株は今後の価格上昇は見込めず、高額での株の売却益を選択している。

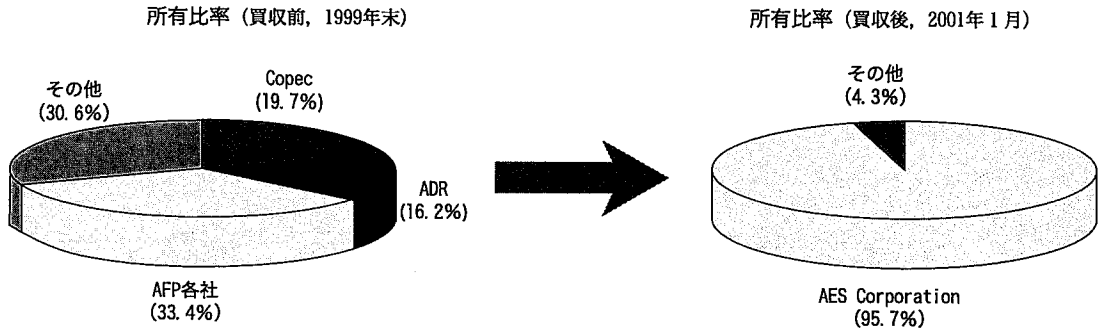
ヘネル社は、定款で株式所有率を最大20%と定めている。このため、買収にはまず定款の変更が必要になる。経営陣の反発にもかかわらず、これは2000年12月12日に最大株主であるコベック社の提議が通り、株式所有率上限の撤廃が実現している。こうして買収の準備が整い、AESは12月28日の株式公開買付でサンチャゴ証券市場に流通するヘネル社の61.5%を買取り、翌日にはニューヨーク



ヘネル社買収の経緯

- 1999年
- 11月29日 取締役会が、ヘネル社の経営陣に経営分析とともに戦略策定を指示。
- 2000年
- 1月25日 WBS Warburg Dillon Read (WDR)社に、戦略的提携のための外国企業探しを委任。
- 3月27日 WDRは、提携先としての候補が12社あることを、ヘネル社の取締役会に報告。
- 4月11日 株式総会において、提携先を探索中であること、それをWDRに委託していることを報告。
- 9月4日 フランス・ベルギー資本のTotalFinaElf社と経営陣の間で覚え書きが交わされる。これに対して、最大株主であるAngeliniグループのコベック社は反対姿勢を強める。
- 10月12日 WDRはTotalFinaElfからの条件を提示。ヘネル社がアルゼンチンに有する株式の89%を移転することについて妥当と判断。
- 10月21日 TotalFinaElf社が提示した条件を取締役会で検討。
- 10月22日 ヘネルはTotalFinaElf社と戦略的提携を結んだことを公表。TotalFinaElf社側は、まず8億1000万ドルの投資を行なって20%の資本参加をし、その後ヘネル社が海外に所有する株式の80%を購入することが条件にもりこまれた。
- 10月31日 ヘネル社はTotalFinaElf社による20%の資本参加のために、4億6000万ドルの増資を11月28日に行なうことを提案。また、同時にコベック社から株主比率の引き上げの提案が出ているという噂を否定。
- 11月3日 コベック社の協力を得て、アメリカのAESコーポレーションがヘネル社株の80%の株式公開買付 (OPA) を発表 (既済ADRの100%, およびチリ国内の61.57%)。10億560万ドルの投資を約束。
- 11月8日 AES社社長Dannis Bakke氏は、もしOPAが成功した場合はヘネル社の現経営陣は改編されることを示唆。
- 11月13日 証券監視局は、AES社のOPAに対し新株式公開買付法 (Ley de OPA) に基づき、100%のOPAを実施するよう要請。
- 11月14日 ヘネル社の株主が、TotalFinaElfとの提携案では同社に強い経営参加権を与えすぎていることを非難。  
証券監視局が、ヘネル社に対し48時間以内に提携先探しの過程について説明を要求。
- 11月15日 コベックは公式に株主比率の引き上げを要求。  
TotalFinaElf社副社長Bernard de Comber氏は、ヘネル社との提携を中止することを表明。
- 11月21日 ヘネル社は、TotalFinaElf社との提携の中止を決定。AES社による80%の株式のOPAについては中立的立場を表明。
- 11月28日 TotalFinaElf社は、AES社と協約を結び、ヘネル社との提携は解消。
- 12月12日 AES社の要求がとおりヘネル社の株主比率の上限 (20%) の撤廃を株主総会で決議。
- 12月28日 AES社による公開株式買付の実施。国内株とADR合わせて86.5%を買付け、AES社の支配が決定的になる。
- 2001年
- 1月3日 AES Andes社のNaveed Ismail氏がBruno Philippi氏にかわり新社長に就任。
- 1月11日 AES社のベネズエラの子会社であるEDC社のAndres Gluski副社長が、Juan Antonio Guzman氏にかわって代表取締役役に就任。
- (出所) Estrategia 紙、および雑誌Capitalより作成。

第5図 ヘネル社の株主構成の変化



〈所有企業〉	〈所有株式数〉	〈所有率(%)〉	〈所有企業〉	〈所有株式数〉	〈所有率(%)〉
Servicios de Combustibles Ltd. <sup>1)</sup>	1, 110, 830, 547	19.7	Inversiones Cachagua Limitada <sup>3)</sup>	3, 466, 600, 000	61.1
CitiBank N.A. <sup>2)</sup>	911, 439, 972	16.2	Mercury Cayman Co. III Ltd. <sup>3)</sup>	1, 960, 246, 404	34.6
AFP Provida S.A.	510, 840, 939	9.1	Citibank N.A.	27, 093, 172	0.5
AFP Habitat S.A.	392, 427, 565	7.0	Bice	14, 128, 908	0.3
AFP Cuprum S.A.	379, 577, 943	6.7	Larraín Vial S.A.	13, 998, 481	0.3
Valores Security S.A.	289, 750, 887	5.1	その他	190, 673, 145	3.4
AFP Santa María S.A.	258, 413, 077	4.6			
AFP Summa Bansander S.A.	229, 904, 174	4.1			
AFP Planvital S.A.	55, 726, 024	1.0			
AFP Magister S.A.	52, 293, 620	0.9			
Larraín Vial S.A.	40, 312, 469	0.7			
Citicorp Chile S.A.	34, 087, 689	0.6			
その他	1, 364, 957, 850	24.2			

(注) 1) コベック社の子会社。2) ADR引き受け銀行。3) AES Corporation の子会社。

(出所) Gener, Memoria anual 1999, および Estrategia 紙。

市場で流通する同社のADRを100%買い取り、これにより同社の86.5%を所有し実質的に子会社化した\*<sup>9</sup> (第5図参照)。

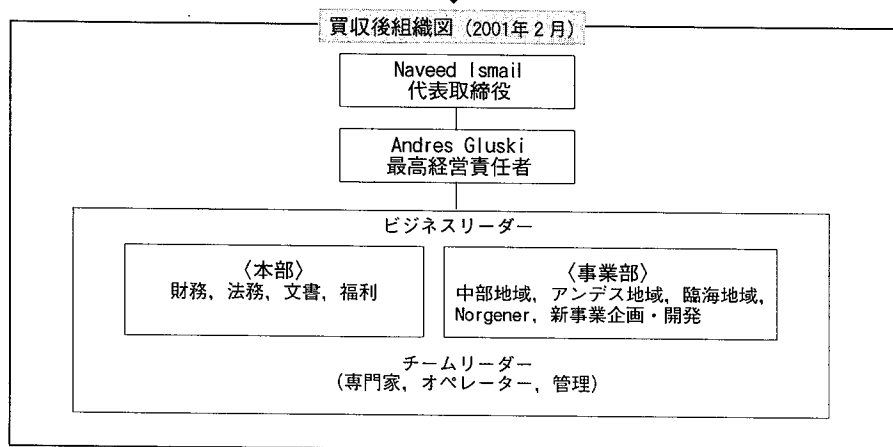
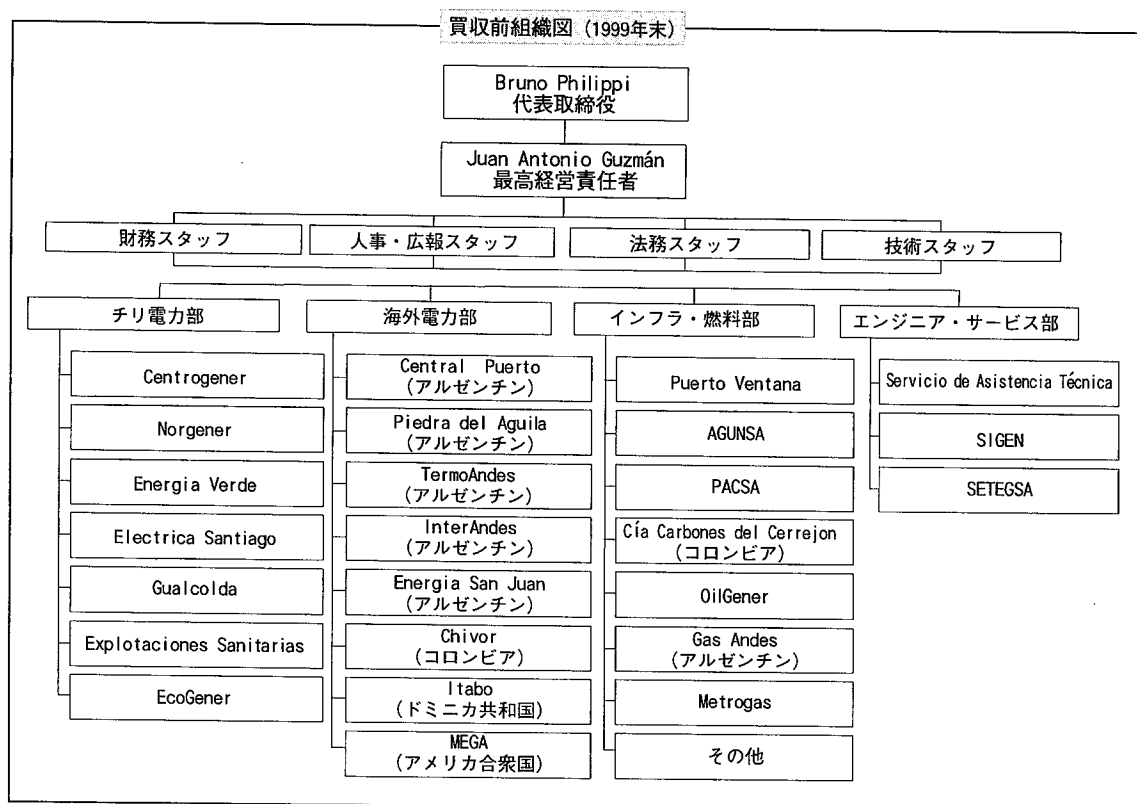
#### 〈買収後の経営の変化〉

買収後AES社がまず行なったのは、組織改編であった。買収に最後まで反対の立場を取ったフィリップ社長とその片腕であるファン・アントニオ・グスマン氏は、従来からAES社が表明していたとおり、会社を去ることになった\*<sup>10</sup>。代わって、買収の指揮を執ったAESのアルゼンチン子会社であるAES アンデス社のナヴェード・イスマイル氏がそのまま社長に就任した。最高経営責任者に

は、ベネズエラ人のアンドレス・グルツキ氏がファン・アントニオ・グスマン氏に代わって任命された。新経営陣の約半数はAES社から送り込まれている。

引き続き企業全体の組織の改編も進められた。AES社はこれまでの組織を、フラット化とリーダー制の導入という2点で大きく変えた。ヘネル社はこれまで、財務、人事・広報、法務、技術それぞれの本部スタッフの下に、国内電力、海外電力、インフラ・燃料、エンジニア・サービスの四つの事業部をおく体制をとっていた (第6図参照)。AES社は、組織のフラット化を進めるために、最

第6図 ヘネル社組織図



(出所) Gener, Memoria anual, およびEstrategia 紙より作成。

高経営責任者の下の部を廃止して、その代わりに、ビジネス・リーダーを新たに導入した。各ビジネス・リーダーは最高経営責任者に直属し、それぞれの担当する本部、事業部の経営に責任をもつ。また、業務は5～25人のチームを単位とし、それぞれにはチームリーダーを内部から選出するシステムも導入する、としている。

また、事業分野も電力部門へ集中する方針を示している。そのため、AES社はヘネル社の有する非電力部門の売却を3カ月以内に行なうと公表した。すでに、港湾部門のPuerto Ventanaは旧株主であるコベックが購入意欲を示しているが、他にも旧インフラ・燃料部門の各企業が売却予定にあげられている。

### おわりに

1990年代に積極的に海外展開したチリ企業のうち、民営化によって生まれた大企業の多くが外国企業に買収される、という現象が起きている。チリを代表する大企業が、スキャンダルの中で欧米の企業に買収されてゆくことは、かつては想像されなかったことである。

この背景には、アジア危機の影響で企業業績が低迷し、また資金調達コストが高まったという経済環境の変化もある。しかし、より重要であるのは、買収されている企業の多くが、規模の経済が強く働く、ネットワーク産業といわれる部門であることである。規模の経済性が強いいため、国内での投資競争が域内に拡大したのが1990年代であった。しかし、次第に国内での増資によるファイナンスは困難となり、借入れや債券など負債での資金調達比率が高まり財務状態は悪化していった。その結果、最終的には欧米企業による買収が選好されている。

一方で、子会社となったヘネル社のその後の経営戦略をみると、経営組織のフラット化、チーム制の導入など新たな経営手法が導入されていることがわかる。事業部門も得意分野への集中という、グローバルな競争の時代に促した戦略をうち出している。こうした方向は、企業経営の近代化を進めるといふ観点からは、評価されよう。

チリの民営化企業は、域内の他の国にくらべ、早期に民営化プロセスの経験を貯え、それが強みであった。しかし、知識の浸透によって、次第に優位性を失いつつある。資金調達能力で先進国に劣るチリ企業は、常に新たな経営知識、技術革新によって優位性を確保する必要がある。

\* 1 ここで用いているデータはチリのサンチャゴ商工会議所(CCS)が毎年刊行している*Inversión detectada de empresas chilenas en el exterior: Informe 2000*を基に作成したものである。中央銀行も海外投資統計を発表しているが、商工会議所のデータは各種報道や調査を基に作成されており、直接投資と証券投資の区別や、第3国経由投資の区分などの点で優れている。

\* 2 1997年のエンデサ社のエンデサ・エスパーニャ社による買収については、すでにいくつかの分析がなされている。詳しくは、Raineri B., Ricardo, *Buscando el control corporativo: el ingreso de Endesa España a la propiedad de Enersis*, Santiago, Ediciones Universidad S. A., 1999, および CEPAL, "España: Inversiones y estrategias empresariales en América Latina y el Caribe," *La inversión extranjera 1999*, Santiago, 2000,などを参照。

\* 3 細野昭雄「チリの民営・民活化」(堀坂浩太郎他編『ラテンアメリカ民営化論』日本評論社 1998年)を参照。チリの民営化に関する文献は多いが、とくにヘネルの民営化を分析したものに、Galal, Ahmed, "Chilgener," *Welfare Consequences of Selling Public Enterprises*, Oxford, 1994がある。

\* 4 チリのAFPとその金融面での効果について

は北野浩一「チリにおける年金制度民営化のマクロ経済効果」(『ラテンアメリカ・レポート』Vol.12, No.3 1995年)を参照。

- \* 5 CEPAL, *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe*, 1999, p.60を参照。
- \* 6 この点に関してはNewberry, David M., *Privatization, Restructuring and Regulation of Network Utility*, Cambridge, MIT Press, 2000を参照。
- \* 7 “Capítulo final,” *Qué Pasa*, 3 de Diciembre de 2000によると、この他の提携候補としては、アメリカのDuke Energy, Florida Power & Light, PP&L, Mobil, フランスのElectricite de France, スイスのSuez Lyonnais des Eaux, ベルギーのTractebel, そしてスペインのIberdrolaなどの名前があがっていた。

- \* 8 “El último adiós,” *Capital*, enero 2001によると、アルゼンチンとのガスパイプライン敷設、およびベントナス港での船舶燃料の販売の開始などで、コベック社と利害が競合したことなどが原因となっている。

- \* 9 新たに施行された株式公開買付法(Ley de OPA)により、議決権を有する株式の3分の2を取得する場合、その後、過去60日間の平均以上の価格で100%の公開買付を実施することが義務づけられている。これは1月30日に終了し、AES社は最終的にヘネル社の95.7%の株式を買収した。

- \* 10 *Estrategia* 紙(2001年3月14日付け)によると、フィリッピ氏は電気通信最大手のCTC テレフォニカ社の次期社長に就任する可能性が大きい。

(きたの・こういち/地域研究第2部)