

第6章

ベネズエラのファミリービジネス試論

——資金調達面からの考察——

坂口 安紀

はじめに

バーリー・ミーンズ [1958]、チャンドラー [1979] 以来、近代資本主義の発展とともに企業の所有と経営は分離すると議論されてきた。所有と経営の分離、あるいは専門経営者の台頭が近代企業のメルクマールとされた。しかしながら近年の研究では、先進国を含む多くの国において創業者およびその家族が所有と経営を支配するファミリービジネスが依然として支配的な企業形態であることが指摘されている (La Porta et al. [1999a])。本書でとりあげられているラテンアメリカやアジアの大企業の事例からも、創業者一族が所有と経営の双方において絶対的支配を堅持している実態が浮かび上がる。

ベネズエラの大企業においてもファミリービジネスは明らかに支配的な企業形態である。2001年売上高で上位50位に入る民族系企業・企業グループは11社だが、そのうち株式を上場しているのはわずか4社で、国内大手企業の大半が非上場企業である (表1)。上場・非上場にかかわらず、国内最大手11社のうち所有と経営を創業者一族が支配するファミリービジネスは8社と考えられる⁽¹⁾。また民族系企業で売上高1位のポラル (Polar) も株式を公開しておらず、現在は三世代目が経営トップに座る典型的ファミリービジネスである。

表1 売上高上位50

No	企業名	部門	資本	株式市場	2001年売上高 (100万ドル)	2001年利益 (100万ドル)
1	Cantv y filiales	通信	外資	上場	2,992	104
2	Empresas Polar	食品・飲料	ファミリー	非	2,108	
3	Telcel BellSouth	通信	外資	非	1,185	319
4	Pequiven	化学	国	非	1,060	-47
5	CVG Edelca	電力	国	非	1,045	398
6	Sidor	製鉄	外資	非	827	
7	Electricidad de Caracas	電力	外資	上場	773	89
8	Provincial (Banco Universal)	銀行	外資	上場	642	133
9	C.A. Cigarrera Bigott	タバコ	外資	非	627	
10	Cemex Venezuela, S.A.C.A.	セメント	外資	上場	620	32
11	Mercantil (Banco Universal)	銀行	民間	非	604	100
12	Toyota	自動車	外資	非	582	27
13	Ford Motors de Venezuela, C.A.	自動車	外資	上場	555	
14	Venezuela (Banco Universal)	銀行	外資	上場	418	119
15	Unibanca (Banco Universal)	銀行	※	※	333	50
16	Sivensa y sus filiales	製鉄	民?ファミリー?	上場	328	-101
17	CVG Bauxilum	金属	国	非	319	-113
18	Caracas (Banco Universal)	銀行	※	※	285	51
19	Inelectra y sus filiales	エネルギー	民ファミリー?	非	266	10
20	Seguros Caracas de Liberty Mutual, C.A.	保険	外資	非	264	12
21	Shell Venezuela, S.A.	化学	外資	非	259	30
22	Seguros La Seguridad, C.A.	保険	?	非	254	14
23	C.A. Conduven	金属	民?	非	254	18
24	Protinal/ Proagro, C.A.	食品・飲料	外資	上場	254	13
25	Plumrose Latinoamericana, C.A.	食品・飲料	外資	非	251	

位企業 (2001年)

備考

1930年に民間人が設立したがその後国有化。91年に民営化された。GTE(米国)、Telefónica Internacional(スペイン)、Electricidad de Caracas, Banco Mercantil, At&Tなどが参加するコンソーシアム、Venworldが民営化後支配権を獲得。ベネズエラ最大の民族系企業。ファミリー企業(3世代め)。

1991年にODCが設立。98年に米国BellSouthに78%を売却。2004年現在Bell SouthからTelefónica(スペイン)への売却交渉中。

国有の重化学工業の持株会社CVG傘下。世界第2位の発電量を誇るグリ発電ダムを含む二つの水力発電施設をもつ電力会社(発電・送電)。国内総発電量の70%を占める。

1997年に民営化し、国内外の資本が参加するコンソーシアム、Amazoniaが70%を所有。同コンソーシアムにはHylsamex(Mex)、Tamsa(Mex)、Siderar(Arg.)、Usiminas(Brasil)、Sivensa(Ven.)が参加。

Zuloaga家設立のファミリー企業だったが、2000年に敵対的買収により米系AES社が87.13%を獲得。

1953年設立。97年にBanco Bilbao Vizcaya Argentaria(スペイン)が過半数を獲得。Polarも20%を所有、Polar社長のLorenzo Mendozaが取締役に参画。

元メンドーサ・グループの中核企業。1994年にCemex(メキシコ)が買収。

持株会社Mercantil Servicios Financierosが上場。元はVollmer家が支配していたが、近年一族は取締役会長のポストを失った。

もとはキューバ人兄弟がトヨタの輸入販売権を得て設立。それをCarlos Siso PavanとAlfredo Behrensに売却、1957年にTocarが設立され、トヨタ社の輸入販売を続けた。63年に大統領令で自動車輸入が禁止されたため、Tocarは組立てを開始し、トヨタの初の海外組立拠点となる。89年の大幅切り下げで債務返済困難に陥った際に、日本のトヨタが資金援助、その結果トヨタ(日本)が90%、ベネズエラ資本(Tocar)10%のToyota de Venezuelaが設立された。

1996年に民営化でGrupo Santander(スペイン)が93.38%を獲得。

2002年にBanescoに吸収合併される。

1948年に米国人らが設立。設立時に資本参加したベネズエラ人は2人で、うち1人がMachado家。50年代の経営難期にMachado, Boultonなど国内資本家が出資し、米国創業者のシェアは35%に低下。56年にはOscar Machado Zuloagaが経営トップに。その後株式は広く所有され、10%以上を所有する株主は不在。しかし長期にわたってMachado家が社長を務め、現在も取締役会長、執行社長とそれ以外に執行役員と代理取締役一人にMachado姓の人がいる。90年代にADR発行を進めた結果、敵対的買収の対象になった。現在は債権の資本化によって誕生した黄金株式が存在。所有が分散しているため、国内資本・外資の割合も不明。

国有重化学工業の持株会社CVG傘下。ボーキサイト採掘とアルミナ製造。

2000年12月にBanco de Venezuela(Grupo Santander)が買収。

米系Liberty Mutualが買収。

2003年までは上場していたが同年上場取り下げ。

1959年設立。おそらく民族系。産業用金属管の生産。石油部門向け販売が4割。

もとはメンドーサ・グループ。その後AEG(米国)が買収。ProagroはProtinalの持株会社。

デンマーク企業。同社はベネズエラ以外のラテンアメリカ諸国の子会社も統括する。

No	企業名	部門	資本	株式市場	2001年売上高 (100万ドル)	2001年利益 (100万ドル)
26	Multinacional de Seguros, C.A.	保険	外資?	非	239	22
27	Corporación Digitel, C.A.	通信	外資?	非	228	-53
28	Manpa y filiales	製紙	ファミリー	上場	207	6
29	Corp. Banca (Banco Universal)	銀行	外資	上場	190	36
30	Occ. De Descuento (Banco Comercial)	銀行	民	上場	178	22
31	Industrial de Venezuela (Banco Universal)	銀行	国	非	173	-19
32	Super Octanos, C.A.	石油化学	国・外資	非	172	19
33	Exterior (Banco Universal)	銀行	?	上場	152	44
34	Seguros Horizonte, C.A.	保険	外資?	非	150	-9
35	Banescor (Banco Universal)	銀行	国?	上場	150	37
36	Caribe (Banco Universal)	銀行	外資?	上場	143	15
37	Vengas, S.A. y sus filiales	ガス事業	外資	上場	141	6
38	Citibank (Banco Universal)	銀行	外資	非	140	39
39	C.A. Fábrica Nacional de Cementos y filiales	セメント	外資	上場	136	33
40	Coposa	食品・飲料	民?	非	136	
41	Fiat	自動車	外資	非	133	3
42	Hewlett-Packard de Venezuela	コンピューター	外資	非	133	
43	Seguros Bancentro, C.A.	保険	外資?	非	132	-8
44	Federal (Banco Comercial)	銀行	民 ファ ミリー	非	124	10
45	Seguros Orinoco, C.A.	保険	民	非	124	2
46	PanAmerican de Liberty Mutual, C.A.	保険	外資	非	122	6
47	Corimon Pinturas	化学	民	上場	116	-21
48	C.A. Tabacalera Nacional	タバコ	外資	非	116	1
49	Otepi, S.A.	建設・技術系 コンサルタント	民 ファ ミリー?	非	112	2
50	C.N.A. de Seguros La Previsora	保険	民・ファ ミリー?	非	112	1

(注) (1) ベネズエラの企業ランキングでは、売上高が桁違いに大きいPDVSA (国有石油会社)は

(2) ※は合併などで消滅した企業。

(3) 売上高および利益は2001年末の為替レート (1ドル763ボリバル) で計算。利益が空白な(出所) ランキングは "Ranking de empresas," (*Dinero*, 2002年11月)より。その他の情報を加えて

備考

1995年に株式上場、Delfino家のファミリー企業。
もとBanco Consolidado, チリのCorbancaに買収された。
マラカイボ(第2の都市)の地銀。所有者は不明,歴代の社長および現在の社長・取締役と同じ姓の人物はいない。

国営Pequivenと, Ecofuel (伊), Banco de Inversión Mercantilの合弁企業。出資比率, 経営者などは不明。
多国籍企業Grupo Bancario IFの傘下企業だが, 出資比率などは不明。
軍人とその家族のための保険会社。資本については不明。
所有関係不明。

1997年にカナダのScotiabankが27%を獲得。
国内最大手の液化ガスの流通・販売会社。上場しているが, 97%をV.Holding Industriesが所有。国籍は不明。

1907年に設立, 1916年にCarlos Delfinoが75%を取得し, デルフィーノ家のファミリー企業に。94年にフランスのLa Fargeが買収。
食用油の生産・販売。

ニカラグアを拠点とする中米カリブに広がるBancentroグループの傘下?

1980年にMashud Mezerhane B.がInverbancoを設立したのに始まる。その後Falcon州を中心に地方金融機関を設立, 86年にそれらをまとめてGrupo Mezerhaneを設立。Banco Federalはそのうちのひとつ。創業者, 現在の社長Nelson J.Mezerhaneの他に取締役にはFreddy Mezerhane G.がいる。Mezerhaneはトルコ・中東系の姓。他に数人トルコ・中東系の名前の人物が取締役や顧問にいる。

2001年に米国のLiberty MutualがPanAmerican の99.8%を買収。
チェコからの移民Hans Newmannが兄のLotarとともに設立, その後Lotarの娘婿Filipe Erardへと2代続いたファミリー企業だったが, 90年代に債務超過に陥り, 債権の資本化により所有権がファミリーから債権銀行に移った。そののち新しい所有者・経営者にわたった。
米系Phillip Morrisが99.72%を所有。2001年に上場を取り下げ。

1967年設立。創業者はFrancisco Layrisse, Layrisse家と74年以来社長を務めるPaul家が経営を支配。執行社長は取締役会会長が兼任, その息子と思われるLuis Eduardo Paul K. が執行役員, 創業者の兄弟と思われるJesus Layrisseも33年同社で勤務し, 現取締役の一人。その他にPaul姓の女性二人とLayrisse姓の男性一人が執行役員にいる。

1914年に設立。その後いくつかの保険会社を合併して成長。
初代社長はCarlos Zuloagaだが, 1985年より3代続けてMaldonado家が社長を務める。2000年以降は社長はMaldonado家以外の人物だが, 取締役にMaldonado家のメンバーが数多く参加。

省略することが慣例となっている。

のはデータが報告されていない。

筆者作成。

ベネズエラにおいてファミリービジネスが支配的な企業形態であることは明らかだが、ベネズエラでは企業研究の蓄積が浅く⁽²⁾、とくにファミリービジネスの所有や資金調達に関してはほとんど知られていない。というのも、主要大手企業の多くが非公開企業で情報公開が義務づけられていないこと、現在は株式を公開しているファミリービジネスも株式上場の歴史が浅く、成長期に関する情報が公開されていないこと、カラカス証券取引所や政府の証券監督委員会での資料整備状況が悪く公開制度が整っていないこと、企業が情報提供に消極的であることなどから、公開されている企業情報が稀少であるからである⁽³⁾。

本章の目的は、ベネズエラにおいてなぜファミリービジネスが支配的であるのかを、とくに資金調達の面から考察することにある。しかしベネズエラ企業に関する資料制約が厳しいなかでも、資金調達や所有に関してはさらに情報が限られる。そのため本章では、主要ファミリービジネスの成長過程、株式市場の発達や会社法のあり方などを整理し、それをいくつかの小規模な調査結果と照合することで、上記の問題意識に対する考察を試みる。第1節では、主要ファミリービジネスの成長過程を国の経済発展と重ね合わせて整理し、伝統的ファミリービジネスの誕生期や成長期における資金調達を考察する。とくに所有面では最も閉鎖的でありながら（株式を公開していない）売上高や事業規模で国内最大であるポラール、ODCの二つの事例を紹介する。第2節では、企業の所有が創業者家族に集中している背景として、ラ・ポルタらの研究（La Porta et al. [1999b]）の視点にならない、ベネズエラの企業法の特徴を分析する。また、企業所有の分散との関係で、株式市場のあり方についても検討する。第3節では、以上の議論を総括して、ベネズエラでファミリービジネスが外部資本を取り込むことなく大企業に成長できた背景について考察する。最後に、1989年以降経済の自由化、グローバル化が進展するなかで弱体化あるいは消滅したファミリービジネスと、ポラールなどの生き残り組の違いを、資金調達の面から考察する。

第1節 ベネズエラのファミリービジネス

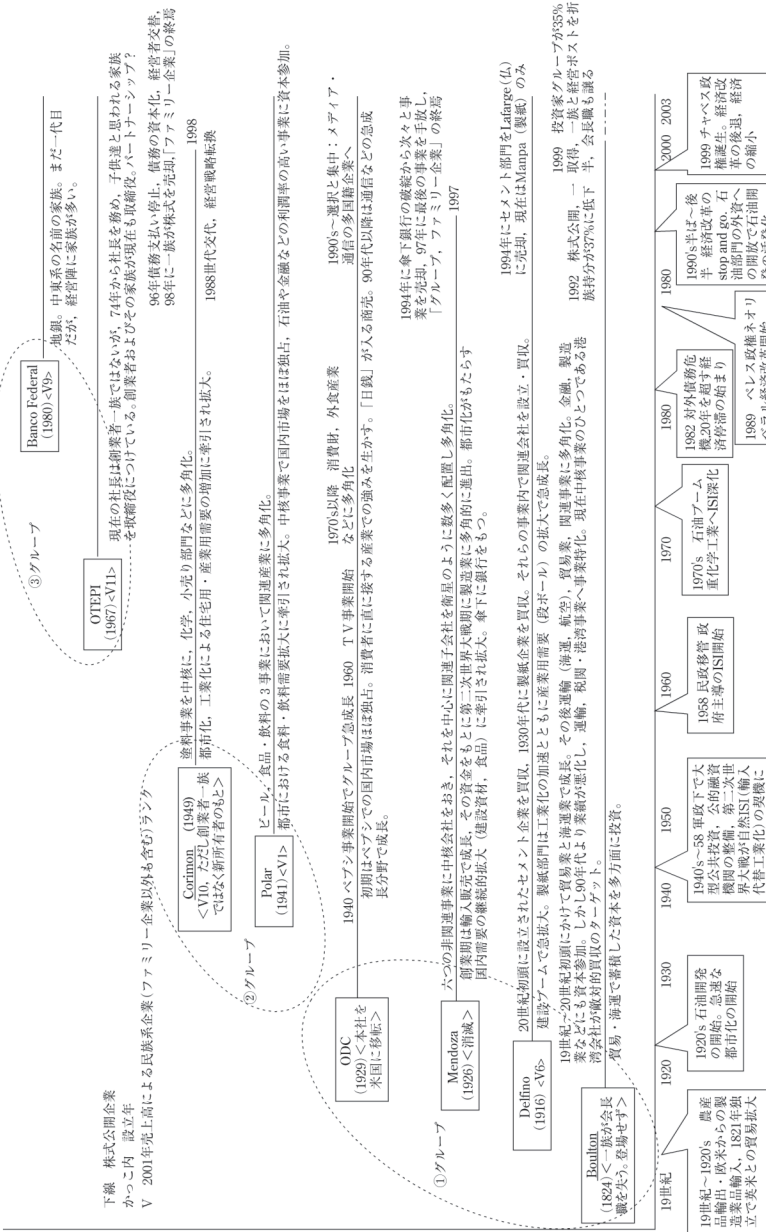
1. ベネズエラの経済発展とファミリービジネスの成長

図1は、ベネズエラの主要ファミリービジネスを八つとりあげ、その成長を国の経済発展過程と重ねたものである。これら八つのファミリービジネスは、いずれも2001年の売上高別ランキングで上位に位置したものを中心に、現在は弱体化したり創業者一族の手をはなれたものの長期にわたりベネズエラの経済発展において重要な担い手であった大規模ファミリービジネスをいくつか加えたものである。

これらのファミリービジネスは、誕生時期から大きく三つのグループに分けられる。第1のグループ(①)は最も歴史の長いファミリービジネス群で、19世紀から1920年代にかけて誕生し、数回の世代交代を経験してきた。ベネズエラは1920年代まではカカオ・コーヒーといった農産物を欧米に輸出し、それで得た外貨で欧米から製造業品を輸入する後進経済国だった。国内に製造業は存在せず、国内の富裕層は大土地所有者、貿易商人であった。1920年代に石油開発が始まるとともに、ベネズエラは工業化を経ずして一気に農産品輸出経済から石油経済へと転換した。石油輸出によってドルが大量に流れ込むとともに、輸入業、小売業が急拡大した。また輸出用農業の衰退によって疲弊した農村から都市に向けて大量に人が流入し始めた。また、都市地域の拡大により、都市開発や土地投機で一攫千金を手にする家族も現れた。この時期に誕生した①グループのファミリービジネスは、輸入業、運輸業で資本蓄積したもの、都市の拡大期に土地投機や不動産業で財をなした家族らで、20世紀前半には資産家層(Rangel [1996]のいう「資本オリガルキー」〈Oligarquía de Dinero〉)を形成していた。

1940年代に第二次世界大戦で欧米からの工業製品の輸入が途絶えたのを契機に、彼らはそれまでの資本蓄積をもとにそれまで輸入販売していたものを

図1 ベネズエラの経済成長とファミリア・ビジネスの成長



(出所) 各種資料より筆者作成。

国内生産に切り替え、製造業に進出し、多様な産業に多角化した。ブルトン (Boulton) 家は19世紀初めにイギリスから移住して以来、イギリス、米国からの輸入業および海運業で財をなし、20世紀初めにはベネズエラでは最も裕福な一族のひとつであった。彼らは後に港湾事業、航空、税関業務などの関連分野、および金融業・製造業などの非関連分野に広く進出していく。メンドーサ・グループ (Grupo Mendoza) は建築資材、建設機械、農機具などの輸入販売に始まり、国内に販売店網を築いていった。1940年代には製造業に進出し、アグロビジネス、紙パルプ、化学など、多様な非関連分野に多くの子会社を配置した。ベンセモス (セメント)、ベネバル (紙・パルプ)、プロティナル・プロアグロ (アグロビジネス) など、メンドーサ・グループの傘下企業は多くの産業分野においてそれぞれ売上高1, 2位企業であり、同グループはベネズエラの工業化の最も重要な担い手のひとつであった。しかし1990年代に傘下銀行の破綻を契機に次々と事業を手放さざるをえなくなり、1997年にファミリービジネスとしては終焉を迎える⁽⁴⁾。デルフィーノ (Delfino) 家は1916年にセメント企業を買収、急速な都市化の波に押されて急成長した。また1930年代にはセメント用紙袋を自社生産するために製紙企業を買収し、セメント (ベガ 〈Vega〉、セメント・タチラ 〈Cemento Táchira〉) などと製紙 (マンパ 〈Manpa〉) を二本柱に成長した。1994年にセメント部門をフランスのラファルジュ (Lafarge) に売却し、現在は製紙部門のみが同家の手元に残っている。

第2のグループ (②) はポラルルやコリモン (Corimon) など、1940～60年代の輸入代替工業化期に設立されたファミリービジネスである。1940年代には第二次世界大戦で欧米からの工業製品の輸入が途絶えたことが契機となり、多くの製造業が国内に誕生した。とくに10年ごとに都市人口が倍増を繰り返すほどの都市化の進展、政府による都市整備や公共事業の拡大によって長期的な建設ブームがおこった。都市需要の拡大に牽引されて、セメント、タイル、塗料などの建築資材生産、アグロビジネス、食品加工業などが急成長した。

加えて1958年以降は、政府が強力な輸入代替工業化政策をとり、製造業の

成長を後押しした。ベネズエラの輸入代替工業化政策では、数量規制や輸入許可制、関税などの貿易障壁の設置、産業補助金、税の減免措置、石油収入を原資とした公的金融機関による低金利融資策がとられた。輸入品が閉め出されるなか国内市場は石油開発や都市化で拡大を続けたため、国内企業は拡大する国内需要に牽引されて急速に成長した。ポラールはビールと食品を2大柱に、包装材や流通などその上流・下流の関連部門に多くの企業をもつ国内最大手企業に成長した。コリモンは塗料生産に始まり、住宅用・産業用需要の拡大に牽引されて成長し、塗料の上流（樹脂生産、化学工業）、下流（流通、小売り）へと多角化した。1990年代に経営戦略の転換を図り積極的に海外進出をねらったが、1996年に債務超過に陥り、債務の資本化を経て所有権および経営権が創業者一族の手を離れた⁵⁾。

上記までのグループがベネズエラでいう伝統的ファミリービジネスで、それ以降に誕生した若い企業群が③グループである。2001年の売上高リストではオテピ (Otepi, 建設・技術系コンサルタント)、フェデラル銀行 (Banco Federal) が名を連ねている。これらの企業はいずれも株式を上場しておらず、とくに所有面での情報はない。フェデラル銀行は1980年にメセルハーネ (Mezerhane) 家がファルコン州に設立した地方金融グループに始まる。現取締役会会長は二代目と考えられるメセルハーネ姓の人物、それ以外に取締役と顧問に一人ずつメセルハーネ姓の人物がおり、世代交代を経験しながらも創業者家族が経営を支配するファミリービジネスと考えられる。一方石油・天然ガスなどの開発プロジェクトを国有会社や外資との合弁で進めるオテピは、創業者のライリーセ (Layrisse) 家と1974年以降30年間取締役会会長を務めるパウル (Paúl) 家の双方が家族メンバーを経営陣に送り込んでおり、2家族によるパートナーシップの可能性もある。ただし、創業7年後以降現在に至るまで30年間ルイス・パウル・B (Luis E. Paúl B.) が取締役会会長を務めていること、また彼の息子と思われるルイス・パウル・K (Luis E. Paúl K.) が取締役に、また執行役員にパウル家の女性が2人 (財務担当, 企画担当) 名前を連ねており、パウル家のなかで世代交代の準備が進んでいるようにみえ

る。一方創業家とはいえライリーセ家は会長職を過去30年パウル家に譲っていることから、実態としてはオテピはパウル家のファミリービジネスである、あるいは今後そうなっていく可能性が高いと考えられる。

2. 生き残るファミリービジネス：ポラールとODC

1989年の経済自由化・グローバル化による競争悪化や外資参入の結果、ベネズエラでは民族系企業の経営悪化、事業売却による企業規模の縮小、外資による買収などが起こっている。2001年の売上高別企業ランキングの上位50社のなかで民族系企業はわずか11社である（表1）。

一方で1990年代以降生き残り、成長を続ける大手ファミリービジネスとしては、ポラール（食品・飲料）とODC（マスコミ、通信、飲料、その他）があげられよう。両者とも株式を公開せず、所有面では閉鎖的なファミリービジネスでありながら、売上高や事業規模では国内最大である。ODCにいたっては1990年代以降、ベネズエラにとどまらず北南米大陸に触手を伸ばした多国籍企業に成長している。以下では彼らが外部資金を取り込まずにどうやってこれほどまでに成長することができたのかを考察したい。

(1) ポラール

ポラールの2001年売上高は外資電話会社（CANTV）について2位、民族系企業のなかでは民族系2位のメルカンティル銀行の3.5倍、民族系製造業で2番目につけるシベンサ（製鉄業）の約6.4倍と、民族系で圧倒的1位を誇る⁽⁶⁾。

ポラールは1941年にビール生産を、1954年にとうもろこし粉生産を始め、その後ビール・飲料部門と食品・アグロビジネス部門の2大柱で成長した。原材料供給、包装材生産、流通など上流・下流の関連部門に多くの子会社をもつ。

同社は現在創業者ロレンソ・アレハンドロ・メンドーサ・フレウリ（Lorenzo Alejandro Mendoza Fleury）の三代目目が経営を握っている。創業者は長男フ

アン・ロレンソ (Juan Lorenzo) に事業を引き継いだが長男が早世した。医者であった次男ロレンソ・アレハンドロは取締役现就くものの社長には就任せず、彼の妻の兄弟であるグスタボ・ヒメネス・ポカテッラ (Gustavo Giménez Pocaterra) が長年社長を務めた。その後創業者次男のロレンソ・アレハンドロの息子ロレンソ・メンドーサ・ヒメネス (Lorenzo Mendoza Giménez) がグループ内で経験を積んだあと、2001年に35歳の若さでポラルの執行社長に就任した⁽⁷⁾。

ポラルは株式を公開していない。傘下企業も、プロダクト・エフェ (Producto EFE, アイスクリーム) など一部を除いてほとんどが株式を公開していない。そのため所有構造や資金調達に関する情報はほとんど入手できないが、現総帥ロレンソ・メンドーサは「利潤の再投資を資金調達の柱にしてきた。その結果、株式市場に上場する必要がなかった」と発言している⁽⁸⁾。それだけの高い利潤を長期にわたってあげることが可能だったのは、第1に成長を続ける国内需要に牽引され売上げが長期安定的に成長したこと、そして第2に主要製品が国内市場を独占あるいはシェア1, 2位を維持してきたためと考えられる。ビールでは長年国内市場をほぼ独占し⁽⁹⁾、食品ではとうもろこし粉で市場をほぼ独占、米、小麦製品 (パスタや産業用小麦粉)、食用油などでも国内1, 2位のシェアを誇る。とうもろこし粉は伝統的主食 (アレパ) を作るのに使われる。1950年代に同社が独自技術を開発し、初めてとうもろこしの製粉化に成功したため、国内では絶対的商品力を持ち、都市人口の増大と経済成長による生活水準の上昇で売上げは拡大を続けた。同社の製品名 (アリーナ・パン) はとうもろこし粉の、また「ポラル」もビールの代名詞として使われるほど国内では圧倒的強さをもつ。長期にわたる国内需要の拡大と、主要製品すべてで国内市場をほぼ独占状態におくことで、高い利潤率を維持することが可能であったと考えられる。

第3に、ビールと食品の2大柱を核に、その上流・下流に関連子会社を多数設立する手法をとってきたことである。ビール、飲料などの瓶、王冠、アルミ缶、ペットボトル、食品用パッケージなどの生産、食品の原材料となる

アグロビジネス、飼料などに多角化しており、多くの原材料や関連材をグループ内で調達している。これらのグループ企業間取引の実態や、それらの間の出資関係などについては資料がなく明らかではないが、グループ企業間取引がグループ内部の資金の融通性確保の重要な要素のひとつであったと考えられる。

ポラールが潤沢な内部資金をもつ第4の要因として、高い利潤率が望める産業分野に資本参加し、高い配当を受け取る戦略が功を奏していることが指摘できる。ポラールは基本的にビール・飲料、食品の2大柱およびその関連産業以外には経営を多角化しない戦略を貫いてきたが、新規投資事業部を設置し、石油開発事業、石油化学プロジェクトおよび銀行最大手のプロビシアル銀行（Banco Provincial）に対して出資している。石油および石油化学事業への参画は、国有石油会社（PDVSA）や国有石油化学会社（Pequiven）、外資企業などとの合弁事業への10%程度の資本参加で、経営参画はねらっていない。これらの事業に関してはグループ内にノウハウがないため、経験豊かな提携相手に経営をまかせ、基本的に経営には参加せず配当収入を受けとるための資本参加である。プロビシアル銀行に対しては、1997年にスペイン系ビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア銀行（Banco Bilbao Vizcaya Argentaria）が同行の過半数を買収したときに、ポラールは国内パートナーとして20%出資した。ポラール総帥ロレンソ・メンドーサが同行の取締役役に就いている。ベネズエラの銀行法は10%以上の株主に対する融資を禁止しているため、融資目当ての出資とは考えられず、配当目当ての資本参加であると考えられる。石油、石油化学、最大手銀行といった国内でも最も高利潤が期待できる事業に対する投資が、ポラールにかなりの配当収入を提供していると考えられる。

ポラールは長期安定的に国内最大手企業であることに加え、大規模な海外での企業買収を手がけることなく、慎重で安定的経営で知られ、財務面での信用が高い。そのため銀行からの借入れも容易である⁽¹⁰⁾。これらの状況から、ポラールはロレンソ・メンドーサが述べているように、外部資金を取り込む必要性が低かったと考えられる。

同社グループ全体の所有構造に関する情報はないが、グループで最も重要と考えられるカラカス所在のビール工場、セルベセリア・ポラール（現在はセルベセリア・ポラール・ロスコルティホスに改名）について、株主総会の株主リストを入手できた。情報を出さないポラールの貴重な資料であること、またそこから抽出できるいくつかの特徴が、ベネズエラの他のファミリービジネスの多くでもあてはまると考えられることから、以下紹介してみたい（表2）。

同社の資本は合計1157万8804株（1株100ボリバル）である。株式のほとんどは個人ではなく複数の投資会社から形成されるグループが所有しており、これらの投資会社の裏にいる最終的な所有者が誰なのかはほとんどの場合明記されていない。現総帥であるロレンソ・メンドーサの名前もない。しかし、以下からメンドーサ一族が少なくとも7割から8割を所有していることは間違いない。

最大のシェアをもつのは12の投資会社からなるグループで合計525万1035株（45.35%）を所有している。2番目は銀行が所有者になっており、167万8400株（14.50%）である。それらに、創業者の早世した長男ファン・ロレンソの未亡人および2人の娘それぞれのグループが続く。彼女らは個人および投資会社を介して家族3人で18.51%を所有している。彼女らについては、同社の定款30条に「利益の1%は執行技術取締役であったファン・ロレンソ・メンドーサ・キンテーロの未亡人および子供たちが均等に受け取り、……将来は彼らの直接卑属が受け取る。この条項に関しては株主全員の賛成がなければ改正できない」との規定があり、ビール事業の拡大に貢献しながら早世したファン・ロレンソの家族が、株式所有および特別配当によって特別待遇を保障されていることが分かる。彼女たち以外に株主リストにメンドーサ姓を明記しているグループは、メンドーサ家に嫁いだ女性とその娘が合わせて4.58%所有しているのみである。

ファン・ロレンソの家族よりも所有シェアが高いのは、一つ目のグループ（45.35%）のみである。このグループの12の投資会社のうち七つには、総帥の

表2 Cerveceria Polar (現Cerveceria Polar Los Cortijos) の主要株主(1999年)¹⁾

総株数	11,578,804	シェア(%)
1. A氏	5,251,035	45.35
以下を介して： a 投資会社	4,364,270	37.69
b 投資会社	527,645	
c 投資会社	144,860	
c 投資会社	98,855	
e 投資会社	110,450	
f 投資会社	63	
g 投資会社	803	
h 投資会社	803	
i 投資会社	803	
j 投資会社	803	
k 投資会社	803	
l 投資会社	877	
2. 早世した創業者の長男の娘	611,308	5.28
以下を介して： m 投資会社	608,935	
n 株式会社	2,373	
3. 上記の創業者長男の未亡人	291,597	2.52
本人	16,188	
以下を介して： o 投資会社	275,409	
4. 上記の創業者長男のもう一人の娘	1,240,315	10.71
以下を介して： p 投資会社	1,088,143	
q 投資会社	151,575	
r 投資会社	327	
s 投資会社	270	
6. B氏が代表する	1,678,400	14.50
以下を介して 海外にある銀行	1,678,400	
7. C氏が代表するグループ。三つの会社、個人2人併せて	530,540	4.58
メンドーサ家に嫁いだ女性	45,285	
上記の女性の娘と思われる女性(メンドーサ姓)	14,540	
8. D氏とE氏が代表するグループ	177,405	1.53
以下を介して： Cerveceria Polar de Oriente ²⁾	177,405	

(注) 1) 合計38のグループが株主として記録されているが、そのなかからメンドーサ姓が明記されているグループ、グループ内企業、10%以上を保有するグループを抜粋。基本的に個人名、会社名は伏せてある。上記の掲載順位は、株主リストの掲載順(所有シェアの大きさ順ではない)。

2) ポラールは国内数カ所にビール工場をもつが、Cerveceria Polar de Orienteは、国内東部地域をカバーする工場。唯一グループ内傘下企業間の持ち合いのケース。

(出所) Cerveceria Polar[1999]の株主リストより筆者抜粋・作成。

家族の姓名をもじったと思われる共通のアルファベットが組み込まれており、このグループが現総帥であるロレンソ・メンドーサおよびその家族の所有であると考えてよいだろう。これに、メンドーサ姓が明らかな上記二つの家族のグループおよび、唯一傘下企業による所有であるセルベセリア・ポラール・デ・オリエンテの1.53%と合わせると、69.97%となり、7割近い株式がメンドーサ一族の所有ということになる。さらに、14.50%の株式を所有する2位のグループが海外の銀行になっている。確証はないが、家族の信託の可能性もある。そうだとすれば、一族のシェアは84.47%に達することになる。

それ以外にも表2はいくつかの興味深い点を示している。第1に、株主として個人名が記載されている例は少なく、ほとんどが投資会社のかたちをとっていることである。そのため、株主リストを入手できたとしても、究極の所有者は分からない。これはポラールに限らず、ほかのファミリービジネスにおいても同様である。第2に、ベネズエラでは相続は兄弟関係や性別にかかわらず均等分割である。表2の第1のグループ（現総帥およびその家族の所有と思われるグループ）ではgからlの投資会社がほぼ同数の株式を所有しており、相続時に子供たちに均等に分けられた部分であると考えられる⁽¹¹⁾。第3に、子供たちに均等に分けられた分がそれぞれ非常に小さい(0.0069%)一方で、37.7%が家族の姓をもじった名をもつa投資会社が所有しており、家族の所有の大半を一つの投資会社に集結させていることが分かる。この分については上記の個人単位の投資会社とは異なり、家族メンバーが個人の意思で株式を売却あるいは委譲することができない。家族個人の持株を極力小さく抑え、大半を家族名義の投資会社に集めることで、家族メンバーが勝手に株式を外部に売却して家族の所有支配が低下するのを防ぐこと、およびポラール社の経営に対する家族内の意思統一をはかるねらいがあるのではないかと考えられる⁽¹²⁾。

(2) ODC (Organización Diego Cisneros)

ODCは1929年にディエゴ・シスネーロスが兄アントニオとともに運送会社

を起こしたのに始まった。その後さまざまな商品の輸入販売業で成長したが、1940年代にペプシの排他的生産・販売事業に乗り出したことで、急激な拡大をみせた⁽¹³⁾。1960年代にはテレビ放送事業（ベネヴィシオン〈Venevisión〉）に着手、その後1970年代から1980年代にかけて食品、洗剤などの最終消費財部門、スーパーやデパートなど小売り事業、米系ファストフード・チェーンのフランチャイズ展開、音楽・映像などのメディア・コンテンツ作成など非関連分野に急速に多角化し、成長した。1990年代以降は選択と集中を経営戦略に据え、メディアと通信以外の国内事業の多くを売却する一方で、それらの産業における多国籍企業化を目指し、北米、南米両大陸をまたにかけた急速な海外展開を行った。現在ではODCの海外での事業規模は国内の事業規模の数倍に成長しており、また2000年には本社を米国に移転している。現在ベネズエラ国内の主要事業はテレビ放送やコンテンツ政策などの関連産業、ビール製造（Cervecera Regional）、コカコーラ事業⁽¹⁴⁾に絞られている。

これだけ急速に成長したODCも株式を公開していない。それでは同社は外部資本を取り入れずにどうやってこれだけの事業拡大を成し遂げることができたのだろうか。第1に、ポラール同様、急速に拡大する国内需要に牽引されて事業が急成長したため、高い利潤率を長期的にあげることが可能で、豊かな内部留保を確保することができたと考えられる。

第2に、運輸およびバス事業でODCを起こした創業者ディエゴは「日銭が入る商売」の強みを重要視しており、それがODCの成長戦略にも強い影響を与えた（Bottom [2001: 4-5]）。1970年代にODCは消費ブームにのり、消費財産業や外食産業、小売業などに積極的に進出する。ペプシ事業で急速な拡大をみせたODCは、その後ヘレン・カーチス（シャンプー）、バーガーキング、ピザ・ハットなど欧米ブランドの消費財や外食産業とライセンス契約をとりつけ、そのブランド力を武器に販売を大きく伸ばした。またスーパーマーケット・チェーンやデパートを買収し、小売店網も広げていった。これらの産業は消費者に直に接する産業であり、広告を使ってブランドを確立することが成功の鍵となる。強力なメディア部門をもつODCにとって広告・マーケ

ティングは得意分野であり、その強みを活かして売上げを拡大してきた。これらの「日銭が入る商売」では、毎日現金収入が入るのに対して、仕入れについては将来払いの買掛金で行うため、流動性を確保しやすく、それが成長期におけるODCの財務面の強みのひとつであったと考えられる。

ODCのファミリーによる経営の継承についても若干ふれておこう。1929年創業のODCは1960年代末以降創業者ディエゴ・シスネーロスの三男グスターボがCEO兼会長に、四男リカルドが副会長に就任し、現在まで務めている。また創業者の甥オスワルドも、いとこにあたるグスターボやリカルドを助けて経営の柱となり、ペプシ事業、携帯電話事業など主要事業を成長させた。現在はグスターボの息子ギジェルモと甥カルロスが経営に参加しており、三世代目への事業継承も着々と準備が整っている。

3. ベネズエラのファミリービジネスの内部資金蓄積

本節では、ベネズエラの主要ファミリービジネスの成長過程を国の経済発展と重ね合わせて概観すること、およびポラルとODCの二つの事例を紹介することで、いかにベネズエラ企業が長期安定的に高い利潤率を確保し、潤沢な内部資金を維持することができたか、ということを議論してきた。ベネズエラ全体としては、工業化に先行する時期に輸入業、不動産業・土地投機などで潤沢な貨幣資産をもつ「資本オリガルキー」層が形成されていたこと、石油開発、急激な都市化などにより国内需要が長期的に拡大を続けたこと、政府の輸入代替工業化政策によって保護されていたことなどが、高い利潤率を維持し、それを再投資することでファミリービジネスが外部資本に頼らずに成長することを可能にしていたと考えられる。

またポラルとODCの事例からは、上記の一般的条件に加え、主要製品がいずれも保護された国内市場において独占・寡占状態にあったことも、高い利潤率を可能にした要素であったことが確認できる。上記2社が高い市場支配力を維持できたのは第1に、ポラルのとうもろこし粉、ODCのペプシ・

コーラ（ソーダ）など、それらの製品の国内生産においていずれも先行企業であり、先行の利益を享受できたことがある。上記2社以外にもコリモンの塗料、メンドーサ・グループのセメント、ブルトンの航空業など、大手ファミリービジネスはいずれもその主要事業において国内の先行企業であり、当該商品の国内市場において独占・寡占状態を享受した。

第2に、ポラール、ODCともに非常に消費者に密着した産業であり、国内市場を熟知し、それにあわせた独自の技術で製品を開発しマーケティングを展開する能力があったことが、外資に対してさえも圧倒的優位を維持できた背景として指摘できる。ポラールの場合は主食やビールといった、国民生活に密着し消費者のブランド・ロイヤルティが重要な産業であったこと、とくにとうもろこし粉の場合は先進国では一般的ではない商品であり、それを独自技術で開発したことから絶対的商品力を確立することができた。またポラールの主要製品は基礎食料品であるため景気変動の影響を受けにくいことが、過去20年の景気低迷のなかでも同社が安定的経営を維持できた理由のひとつとして指摘できる。

ODCの場合は、テレビ放送事業、音楽やテレビ番組といったコンテンツ製作である点に地元文化を熟知する地場企業の強みがあり、またその分野でのノウハウを、消費財・外食産業など他分野のマーケティングにも応用した。さらにテレビ放送やコンテンツ作成事業は、スペイン語という共通言語を通して、1990年代以降中南米諸国および北米のイスパニック人口へと事業の国際化を可能にした。

本節では、ベネズエラでファミリービジネスが支配的である背景を、企業の成長を経済発展の過程と重ね合わせて概観し、また二つの事例を紹介しながら考察を進めてきた。次節では、ファミリービジネスを取り巻く制度、とくに会社法のあり方と株式市場の発展に注目しながら、本節とは別の角度からファミリービジネスが支配的である背景について検討を加える。

第2節 ベネズエラのファミリービジネスを取り巻く制度

ラ・ポルタらは、27カ国の比較研究により、法律による投資家保護の強弱と資本市場の発達、そして企業所有の集中の間に相関関係があると議論し、注目を集めた (La Porta et al. [1999b])。彼らによると、投資家保護が弱い国では、企業の所有が一般株主に広く分散的に所有されず、支配所有者（多くの場合創業者一族）に集中する傾向がある。とすると、ベネズエラでファミリービジネスが支配的であることの裏側には、ベネズエラでは投資家に対する法的保護が十分でないということが考えられる。本節ではこの観点から、ベネズエラの会社法制を分析する。

1. 法制度：緩い会社法制

ベネズエラの会社法の基礎となっているのは1955年改正の商法 (Código de Comercio) と1998年に制定された資本市場法 (Ley de Mercado de Capitales) である。後者は公開企業にのみ適用される⁽¹⁵⁾。ベネズエラの会社法の特徴として、会社形態、取締役会、株式などに関する規定が緩く、それぞれの会社の定款の規定にまかせる部分が多いことが指摘できる。

第1に、株式会社については、資本金の最低金額などの規定がなく、零細企業が株式会社の形態をとることが可能であり、実際に多くの零細企業が株式会社形態をとっている。第2に、経営陣に関する規定も緩やかである。取締役は企業の規模に関係なく1人以上であればよい (商法242条)。公開企業については資本市場法が取締役は5人以上と定めているが (資本市場法124条)、非公開企業であれば大企業であっても法律上は取締役は1人以上でよい。取締役会の開催頻度に関する法的規定もない。また商法は、日常業務および代表権を、取締役、執行役員、あるいはその他の人物に委任することを認めており、その任免、権限は定款が定めるとしている。

またベネズエラには他のラテンアメリカ諸国同様、代理取締役 (director suplente) 制度⁽¹⁶⁾ が存在するが、代理取締役に關する規定が法律上存在しない。そのため彼らが経営上の決定においてどのような権限と法的責任をもつのが明らかにされていない。企業によっては正規取締役と代理取締役の数が同一で、対応関係をもって併記されている場合もあれば、両者の数が一致せず両者間で一対一の代理関係にあるとは考えられない場合もある。ファミリービジネスの場合、代理取締役に若い家族メンバーや女性が入っていることが多くみられる。これは正規取締役が不在の場合に一族の利害や意思を代弁する家族枠を確保していると考えられる。また若い家族メンバーの代理取締役への任命については、世代交代を見据え、次世代が経営経験を積むための機会として使われているとも考えられる。

第3に、商法は優先株の発行を認めているが、その種類や発行割合などについての規定はなく、優先株を発行する場合は企業がそれぞれ定款で定めることになっている。公開企業については、2001年の証券監督委員会 (CNV) 内規によって「優先株や異種の株式は合計で資本金の49%以下でなければならない。優先株は資本金の30%以下でなければならない」と規定された。優先株や異種株が大量に発行されれば、請求権と支配権の間に大きな乖離が生まれ、創業者一族が低い所有比率で企業を支配し少数株主を搾取する可能性が高くなる。なかにはわずか1株で株主総会における拒否権や取締役任免権をもつ「黄金株」(Acción Dorada) と呼ばれる株式を発行する企業⁽¹⁷⁾もある。

第4に、経済のグローバル化が進み、近年は欧米のみならず途上国においても企業統治の透明性や投資家保護が要求されるようになり、それが会社法の改正に結びついている。しかしベネズエラでは企業統治の議論そのものが活発ではなく、それが一般投資家の保護や会社法改正などが進まない理由と考えられる。ベネズエラでは過去50年商法が改正されておらず、法的整備の遅れが目立つ。公開企業については1998年の資本市場法により、少数株主に対する強制配当や取締役選任権などを与える少数株主保護規定が盛り込まれた。とはいえ、多くの大企業が公開企業ではないためこの範疇からはずれ

図2 ベネズエラ企業のコーポレートガバナンス



(注) 太枠が商法上の規定，それ以外は実際によくみられる構造。

(出所) 筆者作成。

る。情報公開についても、資料室が整備されていない、インターネット上に財務諸表を掲載している企業が少ないなど制度的未整備から資料閲覧が極めて非効率で、一般投資家が簡単に情報を入手できる状況にはない。先進国では経営におけるモニタリングを強化するために取締役会会長 (chairman) と執行役員員の兼任禁止が議論されたり導入されているが、ベネズエラではそれらを同一人物が行うケースが多い。取締役会 (junta directiva) のみをもつ企業もあるが、最近は取締役会の下に米国式に執行役員会 (comité ejecutivo) を置き、経営・監督と執行を分ける企業が増えている (図2)⁽¹⁸⁾。しかしその場合でも取締役会会長と執行社長をファミリー総帥が兼任するのが普通である。あるいは取締役会会長を父が、執行社長を息子が務めるケースもある。

このように、ベネズエラでは商法や会社をめぐる法律による規定が緩やかであり、企業に対して多くを定款で定める自由を認めていた。一方1998年の

資本市場法の制定までの長い間、少数株主に対する法的保護は存在しなかったし、現在もそれが適用にならない非公開大企業は多い。このような状況で、支配権をもつ株主（ほとんどの場合創業者一族かつ経営者）がかなりの自由裁量権をもつ一方、少数株主はそれに対抗する法的後ろ盾をもっていない。企業統治のあり方や情報公開の実態も、少数株主に対して経営の透明性を保障するものになっていない。このような状況はラ・ポルタらの議論にのっとれば、株式の分散を抑制し、企業の所有が創業者およびその家族に集中することの説明要因となる。次に、ベネズエラの株式市場について見てみよう。

2. 未発達な株式市場

表3は、ラテンアメリカおよびアジア各国の株式市場の発展に関する指標を集めたものである。経済規模（GDP）の違いを考慮に入れたとしても、ベネズエラの株式市場は上場企業数および総資本金額のGDP比が8カ国のなかでも際だって少なく、株式市場の規模が小さい。取引総額のGDP比においても8カ国のなかで最も少なく、他の国と比べて株取引が活発でない状況がみてとれる。2000年以降も株式市場の低迷は続いており、上場企業数は2003年12月には67社にまで減少している。なおベネズエラにはカラカス証券取引所のほかにマラカイボ取引所と電子取引所が存在したが、いずれも極めて小規模⁽¹⁹⁾であったうえ現在は二つとも閉鎖されている。またベネズエラの証券取引所での取引は歴史的に国債・公債が中心であり、民間企業の株式は取引額全体の半分にも満たない。

ベネズエラの株式市場は小規模で取引が活発でないというほかに、以下の特徴が指摘できる。第1に、取引が少数企業に著しく集中していることである。2003年10月30日に株式が取引された会社数はわずか17社であり、その91%が5社に集中している。ごく一握りの企業を除いて、ベネズエラにおいては株式市場が資金調達場として全く機能していないことが明らかである。第2に、上場企業の大半が銀行、投資会社および中堅の企業で、大手企業、

表3 発展途上

	1985	1990	1995	2000
ベネズエラ（カラカス証券取引所）				
上場企業数	108	76	90	85
総資本金額（100万ドル）	1,128	8,361	3,655	8,128
取引総額（100万ドル）	31	2,232	510	686
GDP（100万ドル）	32,638	49,286	77,261	120,484
総資本金額／GDP（％）	3.5	17.0	4.7	6.7
取引総額／GDP（％）	0.1	4.5	0.7	0.6
ブラジル（サンパウロ、リオデジャネイロ両方の証券取引所の合計）				
上場企業数	1,156	1,193	543 ¹⁾	459 ¹⁾
総資本金額（100万ドル）	42,768	16,354	147,636	226,152
取引総額（100万ドル）	21,484	5,598	79,186	10,282
GDP（100万ドル）	222,970	490,514	703,912	595,458
総資本金額／GDP（％）	19.2	3.3	21.0	38.0
取引総額／GDP（％）	9.6	1.1	11.2	1.7
メキシコ				
上場企業数	157	199	185	179
総資本金額（100万ドル）	3,815	32,725	90,694	125,204
取引総額（100万ドル）	2,360	12,212	34,377	45,340
GDP（100万ドル）	177,476	242,452	363,280	574,512
総資本金額／GDP（％）	2.1	13.5	25.0	21.8
取引総額／GDP（％）	1.3	5.0	9.5	7.9
チリ				
上場企業数	228	215	284	258
総資本金額（100万ドル）	2,012	13,645	73,860	60,401
取引総額（100万ドル）	57	783	11,072	6,083
GDP（100万ドル）	15,996	30,825	59,348	70,545
総資本金額／GDP（％）	12.6	44.3	124.5	85.6
取引総額／GDP（％）	0.4	2.5	18.7	8.6

（注） 1） 1995年、2000年はサンパウロ取引所のみ。

（出所） IFC [1995] [2002] より抜粋。

国の株式市場

	1985	1990	1995	2000
ペルー				
上場企業数	159	294	246	230
総資本金額 (100万ドル)	760	812	11,795	10,562
取引総額 (100万ドル)	38	99	3,935	1,521
GDP (100万ドル)	16,955	36,184	58,988	53,466
総資本金額/GDP (%)	4.5	2.2	20.0	19.8
取引総額/GDP (%)	0.2	0.3	6.7	2.8
タイ				
上場企業数	100	214	416	381
総資本金額 (100万ドル)	1,856	23,896	141,507	29,489
取引総額 (100万ドル)	568	22,894	57,000	23,258
GDP (100万ドル)	37,351	80,389	168,129	122,166
総資本金額/GDP (%)	5.0	29.7	84.2	24.1
取引総額/GDP (%)	1.5	28.5	33.9	19.0
インドネシア				
上場企業数	24	125	238	290
総資本金額 (100万ドル)	117	8,081	66,585	26,834
取引総額 (100万ドル)	3	3,992	14,403	14,311
GDP (100万ドル)	87,306	106,694	202,132	153,255
総資本金額/GDP (%)	0.1	7.6	32.9	17.5
取引総額/GDP (%)	0.0	3.7	7.1	9.3
フィリピン				
上場企業数	138	153	205	230
総資本金額 (100万ドル)	669	5,927	58,859	51,554
取引総額 (100万ドル)	111	1,216	14,727	8,196
GDP (100万ドル)	30,725	45,683	74,120	74,733
総資本金額/GDP (%)	2.2	13.0	79.4	69.0
取引総額/GDP (%)	0.4	2.7	19.9	11.0

とくに製造業企業が少ないことである。ポラールをはじめ大手企業の多くは株式を上場していない。現在株式を上場している大手企業も、上場したのは資金需要が最も旺盛である成長期ではなく、成熟期に入ったのちである。コリモンの上場は設立の30年後、傘下企業のほとんどすべてを設立・買収済みの1979年であった。100年を超える歴史をもち、今世紀前半には国内最大手企業のひとつに成長していたブルトンが株式を上場したのはさらに遅く1992年である。これらからも、一部を除きベネズエラ企業の資金調達にとって株式市場がまったく重要な要素でなかったことが浮かび上がってくる⁽²⁰⁾。

第3に、ベネズエラでは年金改革が遅々として進んでいないことも、株式市場のあり方に影響を与えている。ラテンアメリカでは他国に先駆けてチリが年金改革に着手し、現在は同国では年金基金が機関投資家として国内の株取引の重要なプレーヤーに育っている。ベネズエラでも1990年代には、破綻している社会保障制度の改革モデルとしてチリ型の年金改革が一時は議論されたこともあったが、政治的混乱のなかで進展していない。年金という大きな資金をうまく株式市場に取り込むことができなかったことが、株式市場が未発達な原因のひとつでもあり、またベネズエラにおいて企業統治改革の圧力が高まらない一因でもあると考えられる。

第4に、カラカス証券取引所への上場には、資本金など規模による制限がなく、中小企業でも上場が可能である。そのため日本のように、上場による評判効果が銀行融資の際に有利に働くといったこともない。また上場すると情報公開義務が生まれるとはいえ、公開情報の内容や公開方法が厳しくない。そのため、上場企業であること自身が情報公開度や経営の透明度が高い企業であるというシグナル効果をもたない。

3. 間接金融

上記のようにベネズエラでは株式市場が民間企業の資本調達の間として機能してこなかった。それでは間接金融の制度はどのようになっているのだから

うか。ベネズエラでは2000年の銀行法改正でユニバーサルバンク制度が導入されるまでは、民間銀行の大半が商業銀行であり、短期融資が中心であった。長期融資を主な業務とする投資銀行 (sociedad financiera) も存在したが、総資産額でも商業銀行のわずか6分の1と小規模であった⁽²¹⁾。そのため民間銀行からの融資は短期の運転資金のみで、起業資金や投資資金を民間銀行から調達することは困難だった。

ベネズエラでは中長期融資は公的金融機関が担っていた。潤沢な石油収入を原資に産業振興策の一環として、数多くの公的金融機関が設立され、それらが低利の中長期融資を行ってきた。CFV (ベネズエラ興業基金, 1946年設立) やBIV (ベネズエラ工業銀行, 1937年設立) のほか、Corpoandes (アンデス地域開発公社) など地域ごとに全国に開発公社が設立された。また中小企業向けにもCorpindustria (中小企業育成基金) やFoncrei (産業信用基金) が設立された。これらは、民間の商業銀行では供給できない投資資金を直接貸し出すほか、IDB (米州開発銀行) などと協調融資を組んだり (大原編 [1993]), 民間銀行の融資に対して保障をつける方法で国内企業の中長期資金需要に応じてきた。1972年にはCFVのみで8億ボリバルの融資 (債務保証も含む) を行っている。同年のすべての民間投資銀行の融資総額の合計が14億ボリバルであるのと比較しても、公的融資が大きな役割を担っていたことがうかがわれる⁽²²⁾。

ただし公的金融機関による融資は1980年以降の経済危機、財政悪化のなかで先細りしている。最も重要な役割を担っていたCFVは1988年に閉鎖されている。

第3節 ベネズエラ企業の資金調達

1. 三つの調査から

ベネズエラ企業の資金調達については包括的な研究はないが、小規模な先

行調査がいくつか存在する。フェルナンデス (Fernández [1998]) は、21企業に対して資金調達の優先順位に関してインタビューおよびアンケート調査を行った。最も選好度が高いのは内部留保であり、それに長期債務、中期債務、株主からの借入れと続く。株式発行の選考度は最も低かった。ホルダー (Holder [1991]) は、1980年代以降に設立された40企業に対して、起業期・成長期の資金調達に関するインタビュー調査を実施した。起業時の資金調達では、(1)自己資金、(2)家族からの出資、(3)家族からの借入れ、(4)買掛金⁽²³⁾、(5)銀行融資、(6)家族外の共同経営者からの出資、(7)家族以外からの借入れ、の順となっている。また成長資金については、(1)買掛金、(2)自己資本、(3)銀行借入れ、となっている。いずれも株式による外資資金の取りこみに対して非常に消極的である点が、フェルナンデスの調査結果と一致する。また、買掛金への債務が選好される理由としては、書類を揃える必要性がないこと、政府当局の関与がないこと、支払いが遅れた場合には在庫を返すことですませられるなどのインフォーマルさが評価されている。

上記の調査はいずれも対象企業が少なく、また対象企業の規模や産業など詳細の説明がない点は注意を要する。しかし別個に実施された二つの調査において、株式発行が資金調達において選好度が低いこと、自己資金や内部留保などの重要度が高いことが指摘されており、これらの点についてはベネズエラ企業の資金調達においてかなり一般的な傾向であると考えても間違いなさそうである。また、ホルダーの調査で指摘されている、買掛金が重要であるという点は、ケリーのなかで紹介されているベネズエラの製造業企業の債務を分類した調査結果(表4)からも裏付けられる(Kelly de Escobar [1988])。そのなかでケリーは、ベネズエラの製造業企業では、買掛金や給与・税金の支払い遅延など「インフォーマル」な債務の占める割合が大きいのを指摘する。ここでケリーが「インフォーマル」というのは、銀行借入れ、社債発行などと異なり金融機関を介さない、という意味である。企業の規模で若干の相違はあるものの、大企業群においても債務の4割弱となり、外貨建て買掛金も加えると、インフォーマル債務の割合は大企業群においても65%とか

表4 ベネズエラ製造業民間企業の債務

企業の規模	小	中	大
国内通貨建て			
インフォーマル債務	55	26	39
買掛金	31	9	14
労働者手当	7	11	11
税金その他	17	6	14
フォーマル債務	27	45	33
銀行手形	27	41	30
社債、中期CP、その他		4	3
外貨建て	18	29	26
買掛金	17	10	7
借り入れ	1	19	19
合計	100	100	100

(出所) Kelly de Escobar [1988].

なり高い。一方金融機関を通じた債務は3割にとどまる。

2. ベネズエラファミリービジネスの資金調達：試論

上記三つの調査結果と、本章前半で紹介したファミリービジネスの成長過程、ファミリービジネスを取り巻く法律や株式市場などの制度的環境を照らし合わせながら、ベネズエラファミリービジネスが外部資金を取り込まずに成長できた理由を考察してみたい。

第1に、ベネズエラの特異要因として、工業化に先行する石油開発の開始とランヘルという「資本オリガルキー」(La Oligarquía del Dinero)の存在が、伝統的ファミリービジネスの誕生と成長に大きな影響を与えた。他のラテンアメリカ諸国のこの時期における経済エリートは多くの場合土地オリガルキー(大土地所有者)であった。ベネズエラの場合1920年代に石油開発が開始され、輸出向け農業が衰退し、土地オリガルキーが没落する一方で台頭してきたのが輸入業や小売業、そして不動産や土地投機で巨額の貨幣収入を手にした資本オリガルキーであった。工業化に先行するこの時期に潤沢な貨幣資

産をもつ資産家層が形成されていたことが、その後の大ファミリービジネスの成長に寄与したと考えられる。

第2に、1940年代以降は、石油収入の拡大、急速な都市化、政府による輸入代替工業化政策などが長期にわたる高度経済成長をもたらし、売上げの安定的拡大が高い内部留保を可能にしたと考えられる。この時期ベネズエラは40年にわたって都市人口が10年ごとに倍増するほどの急激かつ長期的な都市化を経験しており、それにともない建設関連材（セメント、タイル、塗料など）や食料などの都市需要が拡大していた。メンドーサ・グループ、デルフィーノ、ポラル、コリモンその他多くのファミリービジネスはそれらの都市需要の拡大に牽引されて拡大した。

売上げが拡大しても競争圧力が高いと、高利潤をあげるのは容易ではない。しかしこの時期ベネズエラでは輸入代替工業化政策がとられており、輸入品に対しては厳しい数量規制や輸入禁止措置、高関税が課されており、輸入品からの競争圧力はなかった。さらに大ファミリービジネスはいずれも1940年代以降工業化が開始されたベネズエラにおいてそれぞれの産業での先行企業であることが多く、とくに輸入品が閉め出された市場のなかで大きな「先発の利益」を享受することができた。その後もほとんどの場合国内市場を独占あるいは寡占状況におくことができ、それが高い利潤率を維持することを可能にしていたのではないかと考えられる。輸入競争が欠如する国内市場を独占・寡占下においていたこと、そしてその国内市場が石油収入や政府の輸入代替工業化によって長期的に拡大を続けていたという二つの好条件が重なっていたことが、高利潤、高い内部留保を維持することを可能にし、それを再投資することで外部資本に依存することなく成長することができたと考えられる。これは前節で紹介したようにポラル総帥が「利潤の再投資を資金調達の柱にしてきた。その結果株式上場の必要がなかった」と答えているのと整合的である。

第3に、CFV（ベネズエラ興業基金）など、石油収入を原資とした公的金融機関が数多く設立され、それらによる低金利の中長期融資や債務保証が広く

整備されていたため、借入れコストが比較的安く抑えられたり、民間銀行からの借入れを助けた。

第4に指摘されるのが、買掛金を中心とするインフォーマルな債務が、大企業を含めたベネズエラ企業の資金調達において重要な役割を果たしているということである。買掛金が重要な役割を果たしていることは、前半で紹介したODCの成長期の戦略からもうかがえる。ODCは、「日銭が入る商売」を重視する理由として、毎日現金収入が入る一方で仕入れに関しては買掛金を膨らませることで手持ち現金を増やせるという戦略を指摘していた。買掛金は銀行融資や社債発行、手形発行と異なり、金利コストがかからないうえ、審査や情報公開義務もなく、政府当局の監督もかからない。買掛金などインフォーマルな債務の役割が大きい理由としては、第1に多くのサプライヤーがグループ内企業で、買掛金がグループ内取引上のものである可能性である。第2に、会社法の縛りが緩く、企業統治に関しても透明性がさほど重視されていないため、貸す方、借りる方ともにインフォーマルな資金調達に対して比較的寛容であるとも考えられる。とはいえ、むろんそこには信用が必要になる。社会的ステータスが確立している社長やファミリービジネスの場合、個人や家族の評判を背景に信用を獲得しやすいのではないかと考えられる。

3. 経済自由化・グローバル化のもとでのファミリービジネス

1970年代末まで40年以上にわたり長期的に成長を続けたベネズエラ経済は1980年代以降20年を超える長期低迷に突入した。企業の売上は恒常的に低迷して財務状況は悪化し、以前のように長期経済成長のもと内部留保を再投資するというパターンがもはや不可能になっていた。加えて1989年に政府はそれまでの輸入代替工業化政策からの転換を宣言し、経済の自由化を急速に推進した。過去10年の景気低迷で足腰が弱っていたベネズエラ企業は輸入品や参入してくる外資企業との競争にさらされ、経営が悪化して事業を大幅に縮小したり外資に買収され、多くのファミリービジネスが弱体化したり消滅

した。

1990年代以降に弱体化したり所有が創業者一族から離れた大手ファミリービジネスは、ベネズエラの工業化の最も重要な担い手であったメンドーサ・グループ、コリモン、ブルトン、カラカス電力など、数多い。これらのなかには、売上げ低迷により財務状況が悪化し事業縮小を余儀なくされたブルトンのような典型的な事例のほか、傘下銀行の破綻がグループ解体の原因になったメンドーサ・グループ、海外で社債を発行し、それを元手に海外市場への積極的な進出をしたところ、国内外の突発的な経済危機で債務が膨らみ債務超過に陥り、債権者に所有権が渡ったコリモンなどがある。

しかしそのほかに、本章の論点との関係で興味深いのが、それまでの閉鎖的資金調達を見直し国内外で株式を上場したファミリービジネスが、その結果敵対的買収に会い、ファミリーが支配権を失った、あるいは失う危機に直面するケースが相次いだことである。1990年代には、コリモン、シベンサ（製鉄）、カラカス電力、マベサ（食品）など、カラカスのみならずニューヨークでADRを発行する企業もでた。ADRを発行した企業は、カラカスよりもはるかに厳しいニューヨークの上場基準や情報公開義務を充たした、比較的優良なファミリービジネスであった。ベネズエラは1990年代以降現在にいたるまで政治・経済的危機が続きカントリーリスクが高いため、ベネズエラ企業の株価が軒並み過小評価され、優良企業であるほど割安感が広がった。そのため敵対的買収のターゲットとなったのである。カラカス電力は創業者一族であるスロアガ家が80年以上にわたって経営を支配してきたが、米系AESに買収された。それ以外にも、マチャド家が支配してきたシベンサ、ブルトン傘下のマラカイボ港湾（Terminales Maracaibo）などが敵対的買収のターゲットになっている。

このように資金調達面で改革を試みたファミリービジネスが支配権を失う危機にさらされる一方、第2節で紹介した、国内でほぼ唯一の生き残り組であるポラルとODCが依然として株式を公開せず、閉鎖的所有を維持しているのが対照的である。またこのような状況で、近年上場を取り下げる企業が

相次いでいる。2003年には3社が取り下げしており、一時は100社を超えた上場企業数が67社にまで減少した。ADRについては、ニューヨークに上場しているのは外資系電話会社（CANTV）のみとなった。ベネズエラのファミリービジネスは再び所有面で閉鎖的な方向に向かっている。

むすびにかえて

本章では、ベネズエラにおいてファミリービジネスが支配的である理由を、ファミリービジネスの成長過程、国の経済発展プロセス、株式市場や法制度といった外部環境のあり方から考察を進めた。ベネズエラの企業に関しては資料制約が厳しく、考察結果を検証するための企業の資金調達（とくに成長期にあたる過去の）に関する一次資料が揃わないため、本章は試論にとどまらざるをえない。しかし、上記のように異なる接近から試みた考察の結果が相互にある程度整合的な結論を導いていること、またそれが別個に実施された企業の資金調達に関する小規模調査の結果とも一致するため、考察の結果は妥当性があるものと考えられる。

ベネズエラで大企業においてもファミリービジネスが支配的なのは、20世紀前半のファミリービジネス誕生期には潤沢な貨幣資産をもつ資本オリガルキーが形成されていたこと、その後は石油収入や急速な都市化、政府の輸入代替工業化政策のもとで高利潤が長期にわたって確保され、内部留保の再投資によって成長が可能であったこと、株式市場が未発達であり、また民間銀行からの中長期融資が限られていた分は、公的金融機関からの融資やサプライヤーなどからのインフォーマルな債務が補っていたことなどが指摘された。

また1990年代以降外部資本を取り入れたファミリービジネスの支配権が敵対的買収により外資の手に移る一方、数少ない勝ち組が所有面で最も閉鎖的なグループであること、そして近年は一時期株式を上場していたファミリービジネスが上場を取りやめるケースが続いていることが注目される。ベネズ

エラファミリービジネスは所有を閉鎖したなかで、均衡点を探そうとしているのだろうか。あるいはこれは、ベネズエラファミリービジネスの所有者家族が、経営環境が厳しい今日においても外部から効率的に資本を取り入れて収益の最大化をねらうより、経営におけるファミリー支配の堅持を選択したことを示しているのだろうか。

これら本章の考察のなかで浮かび上がってきた点は、資料制約から試論にとどまる。現地における一次資料のさらなる掘り起こし、またほかの発展途上国のケースと比較することでそれらの点を検証することが、今後の課題である。

[注]

- (1) 資料制約から確定はできないものの、おそらく間違いがないものも含める。
- (2) ベネズエラの企業研究としては、1980年代から1990年代初頭にかけてナイーム、フランススなどIESA（高等経営研究所）の教授による研究やIESA大学院学生らによるケーススタディがある。ベネズエラ企業の特徴として早期から多角化する過剰多角化やミニ・コングロマリット化を指摘したNaím [1988]、チャンドラーモデルを使ってベネズエラ企業の経営戦略と企業構造について議論したFrancés y Dávalos [1992]、1990年代の経済自由化・グローバル化でベネズエラ企業がどのような変化をみせているかを扱ったNaím and Francés [1995]などが主要な企業研究である。また最近ではIESAのゴンザレスが、ベネズエラ企業のコーポレート・ガバナンスに関する論文（González [2002]）を発表している。
- (3) 近年はメキシコなどの発展途上国でも公開企業については詳細な財務情報がインターネット上で公開されているが、ベネズエラでは公開企業についてもインターネット上の情報公開が義務づけられておらず、インターネットで入手できる情報は限られる。またカラカス証券取引所は現在資料室を閉鎖しており、国の監督機関である証券監督委員会（CNV）も資料室を設置していないため、双方とも資料の閲覧・コピーは個人的に依頼せざるをえない。商業登記所の閲覧・コピーは可能だが、カラカスだけでも七つの登記所があり、資料収集には非効率である。
- (4) メンドーサ・グループの成長と衰退の詳細については坂口 [2002] を参照。
- (5) コリモンの成長と衰退の詳細については坂口 [2002] を参照。
- (6) ボラルルの2001年売上高は約21億ドルである。ラテンアメリカおよびアジア各国の民族系で売上高1位の企業であるインドネシアのアストラ（1999年20

- 億2000万ドル), タイのタイ石油化学(2000年19億8000万ドル)とほぼ同規模であり, 韓国の現代総合商社(2000年360億ドル), メキシコのカルソ(2000年127億ドル), などと比べると桁違いに規模が小さい(星野・北野編 [2002])。
- (7) 彼はPresidente Ejecutivo (CEO) の肩書きをもつ。彼以外の経営者の名前はホームページその他の公開ソースでは発表されていない。
- (8) “Polar tiene músculo…”
- (9) 1990年代にはブラジルから参入したブラマ (Brahma) やODCが買収したレヒオナル (Regional) にシェアを奪われたとはいえ, 国内シェアははまだ65~75%と高い。またベネズエラ人の1人当たりビール年消費量はラテンアメリカ域内最高で, メキシコ人やブラジル人が50リットルに届かない一方, ベネズエラ人は約70リットルと報告されている (*El Universal*, 2003年6月27日, 2004年1月28日)。
- (10) 長年ポラルの顧問を務めたA氏は, 筆者とのインタビューで, 「ポラルは信用力が高いため, 銀行からの借入れは非常に容易だった」と発言している(2001年10月カラカスにて)。
- (11) これらのグループの投資会社の名前が, 家族の姓および家族メンバーの名前の一部をもじったアルファベット列から命名されていると推測されることから, これらの投資会社一つ一つが家族メンバー一人一人の所有と推測される。
- (12) 日本の財閥研究において, 家産の分散を阻止するために家族による所有を総有制としていたことが指摘されるが(橘川 [1996: 83-88]), 機能としてそれに類似する。
- (13) ODCの事業展開や継承に関する詳細は坂口 [2003] を参照のこと。
- (14) ODCは1996年に突如50年におよぶペプシとの契約を一方的に解除し, コカ・コーラ社と契約した。突然の契約解除でペプシはベネズエラ国内のポトラーを失う危機に直面したが, ポラルがペプシと契約した。本件の混乱やその後のODC (コカ・コーラ) とポラル (ペプシ) の間のコーラのシェア争奪戦は国内では「コーラ戦争」と呼ばれている。
- (15) 同法は, 株式のみならず社債なども含めた有価証券を公開している企業を公開企業と定義している。この定義に基づくと, 公開企業は「株式公開企業」とは限らない(資本市場法22条, 23条)。すべての公開企業はCNV (証券取引委員会) の監督下におかれ, 情報の提供が義務づけられる。詳細については, 坂口 [2003] を参照のこと。
- (16) 「director suplente」に関してチリを扱う本書第9章では「補充取締役」の訳語が使われているが, ベネズエラに関する本章ではベネズエラの実態をよりよく表す「代理取締役」の言葉を使う。director suplenteの制度はメキシコ, チリなど他のラテンアメリカ諸国にも存在するが, 会社法上の規定のしかた, 役割, 権限には国ごとによくぶん違いがある。

- (17) 2002年9月30日現在Sivensaの資本金は普通株35億株、黄金株1株からなる。双方とも額面は20ボリバル。黄金株主に対しては、株主総会における拒否権、8人の取締役のうち1人の任免権、取締役会に対して株主総会の招集を要求する権利、黄金株主によって任命された取締役は個人として取締役会を招集する権利をもつなどの特権をもつ。Sivensaの黄金株式は、同社が債務超過に陥った際に債権者に対して発行したものであるという特殊な背景がある。このような状況への対応とはいえ、これほどまでに特殊な株式の発行がベネズエラの法的枠組みのなかでは可能であるという点が注目される(Sivensaの2002年の株主総会資料から)。
- (18) ベネズエラの企業統治の構造については坂口 [2003] を参照。
- (19) 1998年のマラカイボ取引所の年間株式取引高は32億ボリバルで、8400億ボリバルだったカラカス証券取引所のわずか0.4%だった(Banco Central de Venezuela, “Series estadísticas…,” IV.32. A. IV.34より筆者計算)。
- (20) このような状況は、ある伝統的ファミリー企業の会長B氏が株式を上場した理由として、資金調達必要性があったからではなく、社会貢献(企業の利潤を広く社会に還元)と宣伝効果のためであったと語ったのにも反映されている(筆者インタビュー。2002年11月、カラカスにて)。
- (21) 大原編 [1993: 286], 表Ⅲ-9-9より。原典は『大蔵省年報1989年版』。
- (22) Banco Central de Venezuela, “Series estadísticas de…,” Ministerio de Fomento [1972] より。
- (23) ここでは「サプライヤーへの債務」という言葉が使われているが、買掛金をさすと考えられる。それ以外に文字どおりサプライヤーからの資金借入れが含まれるかは不明である。

〔参考文献〕

<日本語文献>

- 大原美範編 [1993] 『ベネズエラ—その国土と市場—』科学新聞社。
- 橘川武郎 [1996] 『日本の企業集団』有斐閣。
- 坂口安紀 [2002] 「ベネズエラ：経済自由化・グローバル化のもとでの伝統的企業グループの衰退」(星野妙子編『発展途上国の企業とグローバリゼーション』アジア経済研究所, 69~117ページ)。
- [2003] 「ベネズエラ」(星野妙子編『発展途上国のファミリービジネス—資料編—』アジア経済研究所, 55~98ページ)。
- チャンドラー, A. D. Jr. (鳥羽欽一郎・小林袈裟治訳) [1979] 『経営者の時代』(上下) 東洋経済新報社 (Alfredo D. Chandler, Jr., *The Visible Hand: The Manage-*

- rial Revolution in American Business*, Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press, 1977)。
- バーリー, A. A. /G. C. ミーンズ (北島忠男訳) [1958]『近代株式会社と私有財産』文雅堂(A. A. Berle and G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: McMillan, 1932)。
- 星野妙子・北野浩一編 [2002]『企業研究情報マニュアル—ラテンアメリカ4カ国/アジア5カ国・地域—』アジア経済研究所。
- <スペイン語文献>
- Cervecería Polar [1991] *Notas polarizadas:50 años de historia Empresas Polar con la mirada hacia el futuro*.
- [1999] *Asamblea Extraordinaria Acta*, No.117. (セルベセリア・ポラルの1999年3月25日開催の特別株主総会議事録) Registro Mercantil Primero de la Circunscripción Judicial del D.F. y Estado Miranda.
- Diego Cisneros: una vida por Venezuela*, Caracas: Fundación Diego Cisneros, 1990.
- Fernandez, J.[1998]“ Estudio descriptivo de una muestra de empresas en Venezuela para el establecimiento de los factores relevantes que determinan las decisiones de estructura de capital en la práctica,” Trabajo especial de grado, IESA. 以下から引用。Maximiliano González [2001] “Estructura de capital: teoría y realidades,” *Debates IESA*, Vol.7, No.1, septiembre.
- Francés, Antonio y Lorenzo Dávalos[1992]*La corporación en 4 dimensiones*, Caracas: Ediciones IESA.
- Holder [1991] “Obstáculos financieros en la creación de empresas en Venezuela,” in H. Gómez Samper y otros eds., *Iniciativa empresarial*, Caracas: Ediciones IESA.
- International Financial Corporation (IFC) [1995] [2002] *Emerging Markets Factbook*, Washington, D. C.: IFC.
- Kelly de Escobar, Janet [1988] “Un mundo turbulento: el sistema financiero venezolano,” in Naím comp. [1988], pp.57-113.
- Ministerio de Fomento [1972] *Informe anual*, Caracas: Minsiterio de Fomento.
- Naím, Moises comp.[1988]*Las empresas venezolanas: su gerencia*, Caracas: Ediciones IESA.
- “Polar tiene músculo financiero,” *Inversiones Venezuela*, Núm 173, agosto 1997, pp.50-52.
- Rangel, Alberto [1996] *La oligarquía del dinero. 5 a edición actualizada (1 a edición en 1971)*, Maracaibo: D.R.Editorial de la Universidad del Zulia.
- Sabal C., Jaime y Víctor Dezerega C. [1988] “El manejo del dinero en una empresa:

un caso venezolano y algunas reflexiones,” in Naím comp. [1988], pp.149-179.

< 英語文献 >

- Bottomo, Robert [2001] “Cisneros Group: A (lone) Venezuelan Success Story,” *VenEconomy Monthly*, June, pp.3-7.
- González, Maximiliano [2002] *Corporate Governance in Venezuela: The Case of CEO and Director's Turnover*, September.
- La Porta, Rafael, F. Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer [1999a] “Corporate Ownership Around the World,” *Journal of Finance*, Vol.LIV, No.2, April, pp.471-517.
- La Porta, Rafael, F. Lopez-de-Silanes, A.Shleifer, and R.Vishny [1999b] “Investor Protection: Origins, Consequences, Reform,” NBER Working Paper No.7428. (<http://www.nber.org/papers/w7428>).
- Naím, Moises and Antonio Francés [1995] “The Venezuelan Private Sector: From Courting the State to Courting to the Market,” in L.W.Goodman et al. eds., *Lessons of the Venezuelan Experience*, Washington, D.C.: Woodrow Wilson International Center for Scholars.

< インターネット >

- Banco Central de Venezuela. “Series estadísticas de Venezuela (1940-1999)” 同行のホームページ (<http://www.bcv.gov.ve>) より2004年3月15日ダウンロード。
- El Universal* (<http://www.eud.com>) 2003年6月27日, 2004年1月28日付け記事。
- “Ranking de empresas,” *Dinero* (noviembre de 2002) 同誌のホームページ (<http://www.dinero.com.ve>) より2003年1月20日ダウンロード。