

第7章

経済自由化後のブラジル・ファミリービジネス

——経営戦略と所有・経営の適応——

浜口伸明・小池洋一

はじめに

かつてブラジルでは、国営企業、外国企業、国内資本家が所有する民間企業の3種類の企業が産業ごとの棲み分けを形成した。そのなかで歴代の政府は、重化学工業化を推進するエージェントとして国営企業と外国企業を十分に活用したが、民間企業には、資源集約産業や非耐久消費財あるいはサービス産業といった、開発政策の重点ではない分野しか残されず、産業政策の恩恵を組織的に受けることも少なかった。軍事政権下で軍部や政府が民間企業に信頼をおいていなかったのは、それらが閉鎖的で家族の利益を優先するファミリービジネスであり、国家開発の担い手になりえないと考えたからでもあった。

それでも、19世紀後半から20世紀初めにかけて世界各地からブラジルに渡ってきた移民たちが原動力となって、大企業グループが形成されていった。彼らは新天地での唯一の信頼のベースとなった家族のなかで金融的にも人的にも資源を深耕して、富と権力を蓄積していった。これらの企業は大企業となりグループ化しても、創業者とそれにつながる一族が資本の所有と経営を一体的に支配し、それを次世代に継承しようとするファミリービジネスの形態を維持していった。

それでは、ブラジルにおいて企業がファミリービジネスとして成長しつづけたことが、企業にとって合理的であると考えられたのには、どのような理由があり、どのような条件のもとでその合理性が保たれてきたのであろうか。そして1990年代以降の経済自由化によってさまざまな前提条件が変化したなかで、企業が行った事業選択の変更と構造の変容によって、ファミリービジネスは安定的な適応を果たしたといえるだろうか。あるいは、すでに所有と経営の構造の根本的な変革を迫る圧力に直面しているとみるべきであろうか。本章では、このような観点から、経済自由化後のブラジルにみられた大規模ファミリービジネスの構造変容について論じる⁽¹⁾。

本章は次のように構成されている。まず、第1節ではブラジルにおけるファミリービジネスの存在の合理性を制度的要因から明らかにする。第2節は、経済自由化などの近年の経済状況をめぐる変化が、そのような合理性の限界を浮き立たせていることを述べる。第3節は代表的なファミリービジネスの事例を所有と経営の家族による支配の強さに応じて四つのカテゴリーに分類し、その傾向を探る。最後に、以上の議論を踏まえて今後の展望を試みる。

第1節 ブラジルにおけるファミリービジネスの成長を支えた制度的要因

1. 輸入代替工業化のなかにおけるファミリービジネスの合理性

19世紀末から20世紀前半にかけて、ブラジルはコーヒーを中心とした一次産品輸出に特化して工業製品を輸入するという経済構造にあった。ヨーロッパが戦争状態や恐慌に陥ったときなどにこのような貿易が断絶し、国産化を企てる企業が現れた（Suzigan [2000]）。しかし国内市場は狭小で、すぐに市場の天井に突き当たるので、企業にとって特定の産業に専門化するよりも、

すでに知られている標準的な技術をいち早く習得して、競争相手に先んじて多角化するほうが有利となる。このような市場機会を捉えた先駆的な産業家には、工業の経験をもってブラジルに渡ってきたヨーロッパ系の移民が多く、初期にはマタラゾのように多角化した企業グループが現れた（小池 [1991: 123]）。

1960年代から1970年代にかけての輸入代替工業化全盛期には、工業化のフロンティアにおける主役の座が政策的保護を受けた多国籍企業や国営企業に移った。賃金を物価上昇にスライド調整させるインデクセーションが制度化されてはいたが、財政赤字が拡大してインフレーションが高進するにつれて、徐々に国民の購買力は低下していった。需要の伸びが頭打ちとなった市場で利潤を確保するために、企業はコストの上昇を確実に価格に転嫁しようとする。非競争的な環境で価格支配力をもつためには、新製品を開発して製品の差別化を図るよりも、成熟して安定した技術を維持しながら、経営が悪化した競争相手を買収して市場を寡占化する戦略が選ばれた（Ruiz [1997]）。こうしてブラジル企業は専門化の傾向を強めた。

企業にとってこのような戦略に必要な資金需要は、新規技術の開発投資ほど大きくないので、積極的にコストの高い外部資金を取り入れる必要はなく、内部留保した利潤で十分にまかなうことができた。そこで手元資金を確保するためには、外部株主からの配当要求を受けないよう家族が株式を集中して保有することが合理的となった。深化が遅れて長期資金の調達が困難なブラジル金融市場において、内部金融機構を発達させたファミリービジネスは、市場の失敗を代替したという点で投資促進的であった。

また、インフレが蔓延した不安定な経済環境では、リスクを回避して事業の技術と経営のノウハウを世代間に伝承することが競争力の源泉であるが、根強い相互信頼性の欠如がある移民社会では、家族を基盤にして経営者資源を再生産しようとする傾向が強い。有能な人材であればしばしば娘婿として家族に迎えることもあった。こうした点でも、ファミリービジネスは、熟練労働市場が形成されていなかった、かつてのブラジル社会の問題点を補完す

る存在でもあった（小池 [1983] [1991]）。

このように寡占的・閉鎖的性質の強いファミリービジネスは、輸入代替工業化という非競争的環境のなかで、未発達な市場条件を克服するという合理性をもっていた。しかし、国内軽工業品市場に特化したことによって市場規模の制約を受けることは免れず、さらに資金・人材の両面で閉鎖性を保ちながら発展することにも限界があるため、この合理性は限定的なものであった。マクロ的にみれば、利益の多くを企業内部に貯め込んでグループ内の事業にのみ投資することは、より収益性の高い外部の事業に資金が配分される可能性を狭め、経済全体の資本の効率性を引き下げることにもつながった。

2. ファミリービジネスの合理性を支えた法制度

軍事政権とテクノクラートは、ファミリービジネスの閉鎖性を打破する目的から、1965年に資本市場法（法律第4728号）を制定して証券取引機構を整備した⁽²⁾。さらにこのとき、株式市場の活性化を促すために、公開株式会社と株主に税制上の恩典を与えた⁽³⁾。この施策は株式市場の活性化という面では所期の目的を果たしたが、企業も株主も税制上の優遇を受けることが主な目的となって、企業は閉鎖性を維持できる範囲でしか株式市場を利用せず、株主の関心は会社の経営内容よりも投機的な利益に向かうという、歪んだ形で株式市場が発展し始めた。

そこで、企業の公開性を促進しつつ企業経営における専門経営者の役割を強化することによって、ブラジル企業に根強い閉鎖性を変えていこうとする目的から、1976年に株式会社法（法律第6404号）が制定された。この法律では、公開会社と授権資本の株式会社に株主総会（*assembleia geral*）、経営審議会（*conselho de administração*）、取締役会（*diretoria*）、監査役会（*conselho fiscal*）の4機関⁽⁴⁾を設置してそれぞれの役割を明文化し、定款に規定すべき内容を義務づけることによって、会社組織の恣意性を排除しようとした。

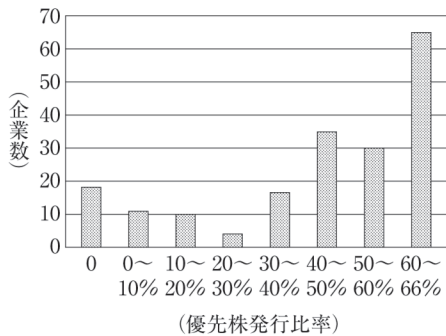
株式会社法が規定する会社統治の基本的特徴は次のとおりである。会社の

最高意思決定機関は株主総会であり、会社を代表する権限は取締役に属する。経営審議会は株主総会が選出する合議体で、経営の基本方針の決定、取締役の選任・解任、帳簿などの書類の調査と、契約その他の行為について情報要求、取締役の業務執行の検査と営業報告書および会計報告書への意見表明などを行う。監査役会は常置機関である必要はなく、定款によって常置の機関とするか、株主の請求によって一時的に設置する機関とするかを定めることができる。4 機関の構成員の数、資格、選出方法、任期、機関の権限、意思決定の方法などは定款に記載されなければならない、ほかに定款には、商号、会社の目的、資本金、株式数と種類、総会、会社機関、経営審議会、取締役会、(設置する場合)監査役会、利益処分などを記載することを義務づけた。株式については、その種類とともに、とくに議決権を付与しない優先株についてはその権利を記載することになった。いうまでもなく定款のそれぞれの規定は株式会社法に対して合法であることが要求される。

このようにさまざまな点で制度化が進められたにもかかわらず、株式会社法には、家族による所有と支配を前提とした現実と妥協した側面が強く、ファミリービジネスの自己変革を迫るものではなかった。たとえば、会社の業務執行を経営審議会と取締役会に分離したのは、経営を家族から専門経営者に移行させて、家族所有と経営を分離させることを促そうとしたものであったが、経営審議会の成員を、取締役総数の3分の1を超えない範囲で取締役として選任することができるので、支配株主は、経営審議会の過半に加えて一部の取締役を握ることによって、会社に対し強い支配力を行使できるのである。

さらに、すでに資本市場法で発行が認められていた優先株の上限が、資本金の2分の1から3分の2に引き上げられたために、むしろ家族による閉鎖的な会社所有は強まった。この条件のもとで会社の支配を維持するには、普通株の過半を所有すればよいので、家族は資本金の6分の1超の株式所有によって会社を支配することが可能になる。もちろん優先株については優先的な配当権があるが、会社の意思決定に参加できず、また支配株主の情報独占

図1 サンパウロ証券取引市場上場のファミリー企業の優先株発行比率



(出所) サンパウロ証券取引所資料Capital Social das Empresas,
<http://www.bovespa.com.br>よりダウンロード。2004年2月時点。

によって不利益を被る可能性が大きい。

現実に、今日まで、ファミリービジネスが株式市場で資金調達する場合には、高い比率での企業支配を保持するために、議決権を与えない優先株を発行するのが一般的となっている (Valadares and Leal [2000])。図1は、サンパウロ証券取引所に上場されている公開株式会社380社のうち議決権付普通株の過半数が一つないし少数の家族・同族により支配的に所有されているという基準でファミリービジネスと認定された189社について、全発行株式に対する優先株の比率の度数分布をみたものである。68%の企業が40%以上の優先株を発行しており、上限近く優先株を発行している企業が65社と最も多いことから、優先株制度が積極的に使われていることがわかる。ピラミッド型所有の構造を使って、重層的に優先株による調達を行えばこの比率をさらに低下させることもできる⁽⁵⁾ (Rabelo and Coutinho [2001], 浜口 [2004])。

第2節 淘汰・選別されるファミリービジネス

1. マクロ経済環境の変化と資金制約

前節でみたように、ファミリービジネスは輸入代替工業化の非競争的市場環境と高比率の優先株の発行を認める制度環境のなかで、資本と人材の市場が未発達であるという条件を克服するために、限定的ではあっても一定の合理性をもった企業形態として発展してきた。

しかし、1980年代の経済危機以降は、厳しさを増すマクロ経済環境のなかで、ファミリービジネスは絶えず選別のふるいにかけてきた。まず、1960年代から1970年代にかけての「ブラジルの奇跡」と呼ばれた高度成長が終わり、慢性的なインフレを伴う低成長経済へと移り変わると、企業は国内市場の低迷に直面した。

つぎに、1989年に就任したコロール政権は、銀行預金封鎖を含む極端な金融引き締めとともに、広範な分野で輸入を自由化した。このときに国内市場の収縮と企業金融の環境悪化、加えて輸入品との競争激化というショックが一度に押し寄せてきた。

インフレはカルドージ政権下（1995～2002年）でようやく収束したが、次には実質金利の高騰と通貨の過大評価が続く新たな状況のなかで、公共支出の抑制や民営化を通じた大がかりな国家改革が進められるという第三の波が訪れた。その結果、民間企業の参入範囲は大幅に拡大したが、同時に外国企業に対しても同等に門戸が開かれたため、これまでの国・外資・民間の間に形成されてきた棲み分けの垣根が一気に崩壊し、ブラジルの産業資本の所有構造に抜本的な変化がもたらされることになった。

たとえば *Gazeta Mercantil* の300大企業グループ番付に現れた企業^⑥を1990年と2000年の間で比較すると、資本金と営業収入でそれぞれ公営企業のシェアは52.4%から33.8%、48.7%から22.9%に減少したのに対して、外国企業は

8.5%から21.0%、10.1%から27.9%へと大幅に増加した。まさに、民営化により政府が後退し、規制緩和によって外国企業がなだれ込んだことを示している。

このなかで民族系企業は資本金のシェアが39.1%から45.2%、売上げのシェアが41.2%から49.2%へとわずかな拡大を示した。この数字は民族系企業の一部も外資と同様に規制緩和の波に乗って成長したことを示しているが、同時に、環境の変化に対応できずに倒産した企業や、買収の対象となって創業者一族が所有権を手放した企業も後を絶たなかった。

このように結果が分かれた主要な要因のひとつが、企業ファイナンスにある。ブラジルのファミリービジネスでは利潤の内部留保と優先株をベースにしたファイナンスを行っていると述べたが、言い換えれば、これは自己資本を中心して借入れにできるだけ依存しないことを意味する。Moreira and Puga [2000] が法人所得税のデータを用いて行った1995年から1997年にかけてのブラジル企業のファイナンス行動の分析によれば、平均的なブラジル企業は資金調達54%を内部資金から、21%を株式発行（および個人出資）から調達しており、借入れの比率は25%にすぎない。ただし、成長期にある企業や規模が大きい企業は、借入れ比率が高まる傾向を示している。買収や多角化によって不連続な発展を遂げる際には、内部資金でまかないきれない資金需要を満たすために外部資金が導入されてきたからである。銀行借入れで有力な資金の出し手となってきたのは、経済社会開発銀行（BNDES）⁽⁷⁾など国の金融機関である。これらの金融機関は融資案件の収益よりも、事業の拡張や合併などにより生産・雇用を増やす効果を期待する政策的な目的をもち、債権者として日常的なオペレーションに干渉しようとしなかったことは、企業にとって好都合であった。

しかし、近年の経済自由化はこうした従来のファミリービジネスのファイナンス行動の限界を示した。競争によって利潤率は低下し、そのため利潤の内部留保だけでは成長資金を供給できなくなった。閉鎖性を保とうとするならば、身の丈にあった事業規模に縮小するために大幅なリストラを行う必要

があり、成長を志向するならば、外部資金の導入に踏み切らざるをえない。リストラの失敗によって累積した損失や、採算性の低い投資に充てられた債務は、近年の高金利下において企業を著しく脆弱にした。債務が外貨建てであれば、為替リスクとあいまってその危険性はさらに高まる。

表1は、*Gazeta Mercantil*紙が毎年作成する主要企業グループ・ランキングの2001年決算版で上位にランクされたもののなかから、1980年代にさかのぼってデータが入手可能なグループについて所有形態、業種、主要な株主、自己資本利益率（ROE）、総資産に対する負債比率などのデータを掲げている。表に掲載されている企業グループのほとんどが家族所有である⁽⁸⁾。さらにこの表からは、次のような企業ファイナンスの変化を読み取ることができる。まず、全体にROEは1980年代の高水準から明らかに低下しており、先に述べたような国内市場の頭打ち傾向や経済自由化に伴う競争の激化の影響を示している。この傾向は業種によらず、ほぼ共通している。これと並行して、債務比率が以前よりも上昇している傾向もみてとれる。ただしこのなかには、業績の悪化が債務の増加につながっている問題を抱えた事例と、債務は増加しているものの業績は改善している事例の両方があり、事情は異なっている。前者の事例では、ファミリービジネス・グループは債務を整理するために大胆なリストラによる再建を迫られており、グループの規模は縮小に向かっている。一方後者の事例では、事業の行き詰まりを打開しようと新事業に進出し、グループの規模は拡大しているが、そのための外部資金調達の結果、債務比率が上昇している。

債務の増加が倒産や買収へとつながる事例は多くみられた。表2は同じ*Gazeta Mercantil*のランキングを1983年と2001年の上位グループについて比較したものである。1983年に掲載されている300社のうち2001年のランキングに残っているのは126社にすぎず、確認できただけでも43グループで創業者ファミリーが所有権を手放し、14グループは倒産している。上位にあった企業のなかでも所有者が変わった企業が少なくない。この表には現れていないが、かつてブラジルを代表する存在であった多数の製造業の企業グループが

表1 ブラジルの主要民間企業グループ

グループ名	所有形態	業種	主な株主	1983	1986	1989	1992	1995	1998	2001
ブラデスコ	機関	金融	ブラデスコ基金	49.9	36.9	42.1	11.5	10.9	14.2	21.9
イタウー	家族	金融	セトゥバル	44	27	24.6	8.8	9.4	29.7	25.65
ウニバンコ	家族	金融	モレイラ・サレス	76.8	52.3	64.7	10	7.8	21.2	15.02
サフラ	家族	金融	サフラ	137	53	49.4	9.5	20.4	19.8	22.21
ボザノ・シモンセン	家族	金融	ボザノ	41	12.2	14.9	41	20.9		0.92
BBM	家族	金融	マリアニ			78.8	11.4	4.4	13.4	7.78
CRアルメイダ	家族	建設	アルメイダ	28.8	22.2	62.6	-9.1		10.4	17.02
				27.2	82.7	7.5	5.7		8.3	15.19
オデブレヒト	家族	建設	オデブレヒト	23.2	30.7	39	3.3	7.3	-4.4	8.62
				58.4	43.6	43.8	44.3	51	65.9	76.3
カマルゴ=コレア	家族	建設	カマルゴ	17.1	22.7	27.7	1.9	9.4	6.7	17.21
				46.1	32	59.5	44.7	37.7	59.6	50.29
アンドラデ=グティ エレス	家族	建設	アンドラデ/グティ エレス	70	25.7	73.1	2.3	2.8	4.1	3.59
				36.7	16.9	19.1	16.4	14.1	35	51.21
ケイロス・ガル ヴォン	家族	建設	ケイロス・ガル ヴォン	15.8	22	65.6	9.5	19.8	21.9	13.66
				26.3	24	17.9	21.3	23.6	36.1	43.96
ソアレス・ベニド(セル ベンギ・シビウサン)	家族	建設	ソアレス・ベニド	24.6	9.8	19.6	0.9	2.9	9.6	0.79
				14	8	11.8	11.2	13.2	15.7	19.99
ロッシ	家族	建設	クボロニ			13.8	13.9	7.7	4.3	13.74
						45.8	2.8	38.9	51.8	36.85
ボトランチン	家族	セメント,紙 パルプ,金属	エルミリオ・デ・ ラエス	22.1	27.7	39.7	8.4	6.1	7.5	20.6
				27.7	21.3	23.8	24.6	22.7	40.2	49.9
ゲルダウ	家族	鉄鋼	ゲルダウ・ヨハン ペータ	25.4	9.7	-	19.5	3.9	14.7	14.2
				55.7	52.3	46.7	33.1	42.7	48	60.33
ネモフェツフェル (スザノ)	家族	紙パルプ・ 化学	フェフェル	31.2	9.8	26.8	1.4	1.3	-4.3	4.12
				47.5	13.5	35.1	41.1	36.3	51.7	58.3
クラビン	家族	紙パルプ	クラビン/ラフェ ル	14.6	-0.7	29.4	1.6	5.2	-2.4	5.84
				35.3	36.9	31.9	34.7	39.1	49.3	69.36
リバザ	家族	紙	ザルズル/ゾグビ	10.2	9.3	11.5	-8.1	4.8	-9	12.9
				34.2	18.5	20.5	44.5	29.2	49.9	40.81
サジア	家族	食品	フォンタナ	70.5	70	34.3	0	16.2	21.3	18.06
				58.2	36.7	34.3	46	55.5	59.9	67.54
ベルジゴン	機関	食品	年金基金, WEG	8.7	17.8	11.7	-37.2	8.1	12.5	25.01
				60.7	31.4	10.8	50.8	46.4	67	72.24
WEG	家族	機械	ダ・シルバ/ボイト/ ウエルニングハウス	46.9	32.6	18.4	-0.7	12.2	26.5	30.61
				31.1		22.1	0.6	32.6	54.5	56.47

グループ名	所有形態	業種	主な株主	1983	1986	1989	1992	1995	1998	2001
エリンギ	家族	衣料	エリンギ	28	52.2	44.6	8.9	1	2.8	-65.8
				75.8	46.4	49.1	55	58.2	60.5	86.5
ビクニャ	家族	衣料	ステインブルック ／ラビノビッチ	54.5	48.4	39.8	6.9	1.3	-5.2	-15.22
				42.7	20.3	39.8	45.4	44.5	61.3	61.92
ウェンブレイ (コ テミナス)	家族	衣料	アレンカル・ゴメ ス・ダ・シルバ	14.2	35.7	18.1	6.3	2.4	3.5	4.84
				18.6	10.7	54	9.1	14.7	23.6	34.21
グアララベス (リ アシュエロ)	家族	衣料・流通	ロシヤ	21.6	32.4	2.9	-10.8	7.6	13.4	8.86
				3.6	44.8	46	16.9	15.5	22	8.67
イピランガ	共同	石油化学	テレチュエア／オルマサバ ル／メル／ゴウベイア・ ビエイラ／バストス	10.4	28.6	3.3	7.2	8.4	25.1	6.98
				68.6	38.5	37.7	44.5	47.8	56.3	69.47
ウルトラ	共同	石油化学	イジェル／クニャ／モ ンテイロ・アラニャ	21.3	28.8	8.5	-7.1	0.9	13.6	10.66
				49.4	32.4	9.2	27.9	28.6	40.8	36.49
ウニバル	家族	石油化学	ジェイエル	333.1	10.5	16.8	-10.4	9.8	11.9	16.88
				44.1	30	16.8	17.6	28.4	45.2	38.29
Ambev (プラマ・ アンタルチカ)	共同	飲料	リーマン／テレス ／シクピラ	21.3	19	1.5	9.3		24	22.73
				46.4	45.9	45.5	45.6		68.3	68.7
チグレ	家族	PVC管	ハンセン	49.1	26.8	43.8	1.3	13.3	15.8	13.53
				20.8	17.7	2.9	12.6	25.6	36.7	43.18
エジソン・ケイロス	家族	燃料	ケイロス	33.1	20.1	8.3	-15.3	8.3	18.1	8.01
				23.3	0.7	26.5	14.5	0.1	0.1	0.35
ボン・ジ・アスカ ル (CBD)	家族	流通	ディニス／Casino グループ(フランス)	27.2	23	50.5	16.8	15.9	20.4	7.37
				53.5	63.2	50.5	58.5	52.6	67.9	53.25
ジェレイサッチ	家族	流通・サー ビス	ジェレイサッチ	28.1	12.9	12.8	3.2	4.4	7.4	1.49
				37.1	54.9	42.6	8.3	7.6	13.5	26.77
スルアメリカ	共同	保険	セグール／ING保 険	42.5	13			16.6		4.95
イネバル	家族	機械・ブラン ト建設・電力	オムス／年金基金 ／開発銀行	26.7	19.5	28.7	8.2	6.9	7.4	-26.99
				46	52.3	36.5	45.5	59.1	71.2	70.93
カタグアゼス・レ オボルジナ	共同	電力	ポテリョ／アラ イアント・エナジー	-7.7	33.5	38.8	8.6	6.3	-2.4	-0.09
				59.4	35.2	26.6	48.6	51.2	57.2	68.76
ベルディ	家族	車販売	ベルディ	61.2	57.4	77.8	14.6	9.2	4.8	3.09
				30.1	53.9	36.3	54	66.9	19.9	19.15
シルビオ・サントス	家族	放送・金融	サンドバル	16.5	13.4	21.9	4	16.2	23.1	16.49
				-	32.6	48.3	-	79.8	77	76.75
ABCアルガー	家族	通信・アグリ ビジネス	ガルシア	11.4	6.7	36.8	1.9	2.3	1.9	-4.5
				7.7	41.3	36.8	26.5	17.8	77.6	82.93
モンテイロ・アラ ニャ	家族	投資(クラビ ン・ウルトラ)	モンテイロ・デ・ カルパリオ	9.4	7.5	3.4	3.3	3.6	-7.4	5.55
				11.5	5	3.4	1.3	1	81.6	51.77

(注) 数字はそれぞれ上段が自己資本利潤率 (ROE) で下段斜体字が総資本に対する負債比率 (%) を表す。

(出所) Gazeta Mercantil, *Balanço Anual*, 各年版。

表2 ブラジルの資本金による企業ランキングの民族系企業グループ上位20社

順位	1983	2001	合併・買収	民営化/コンセクション	資本金(自己資本)の倍数
1	ブラデスコ	ブラデスコ	◎	◎	8.6
2	ボトランチン	ボトランチン	◎	◎	8.5
3	イタウー	イタウー	◎	◎	10.2
4	バメリンドゥス	HSBC銀行(イギリス)により買収 ウニバンコ	◎	◎	14.8
5	カマルゴ=コレア	オポチュニティ		◎	n.a.
6	メンデスJr	C.R.アルメイダ(25)		◎	12.4
7	レアル	ABNAMro銀行(オランダ)に売却 グロボ			n.a.
8	ボンフィグリオリ	フェルッチ(イタリア)に売却。その後クノール(ユニリーバ)にさらに売却 カマルゴ=コレア		◎	4.8
9	クラビン	アンドラデ=グティエレス		◎	8.4
10	アンドラデ=グティエレス	ゲルダウ	◎	◎	7.3
11	スルアメリカ	AmBev	◎		3.3
12	ウニバンコ	ボン・ジ・アスカル	◎		6.4
13	ボン・ジ・アスカル (CBD)	ジェレイサッチ(105)		◎	9.6
14	ゲルダウ	オデブレヒト(35)	◎	◎	5.1
15	メルカンチル・フィナザ	ブラデスコに売却 ヘッジ	◎	◎	n.a.
16	マタラゾ	倒産により解体 サフラ(27)			3.3
17	アンタルチカ	グラマと合併しAmbevに。 クラビン			2.9
18	ビラレス	Sidenor(スペイン)に売却 イピランガ(22)			2.5
19	アルバルガタス	カマルゴ=コレアが買収 ウルトラ(86)			3.2
20	ブラマ	アンタルチカと合併しAmbevに ケイロス=ガルヴォン(42)		◎	2.5

(注) 資本金の倍数は自己資本をドルに換算して比較した。

(出所) Gazeta Mercantil, *Balanço Anual*, 1984年, 2002年版。

姿を消した。

その典型は、ビラレス、マクリニ、メタルレヴィの3社の事例である。傘下にアトラスエレベーターとビラレス製鋼を擁したビラレスは、1970年代後半ガイゼル政権下の第2次国家開発計画で資本財と建設用の条鋼の官公需が

増加したときに、開発銀行から多額の低利の資金を借り入れて設備を拡張し急成長した。しかし、コロール政権以後の公共支出削減で官公需が激減したことから損失が累積し、さらに金融収縮によってつなぎ資金の供給が途絶えたことから経営が破綻した。1999年に鉄鋼事業はスペイン資本のシデノル製鉄に、エレベータ事業はスイス資本のシンドラーに売却された。それ以前にすでに金融機関や投資ファンドおよび競争相手のアセジタなど他社の出資を受け入れており、ファミリーの持株比率はビラレス製鋼で20%、アトラスエレベーターで8%に低下していた。

一方、マクリニは、1972年にシャープの家電製品のライセンス生産を始め、1978年に銀行向け情報機器を生産するSIDを設立し、政府の情報産業法による保護を受けて成長した。このグループは、コロール政権が行った家電製品・情報機器の市場開放と国内市場の不景気で業績が大幅に悪化した。さらに、創業者が1994年にヘリコプター事故で死去するという事態に遭遇した。彼の息子たちは事業経営に関心がなく、雇用されていた専門経営者たちは、突如リーダーを失ったことで完全に方向性を失った。グループは2000年に和議を申請したが資産の買い手が現れず2002年に倒産した。

この二つの企業グループは、ファミリー企業としてはまれな、政府と提携関係にあったという共通点をもっている。彼らは制度金融によって優遇されていたがゆえに、1990年代初頭においてすでに高い債務比率を示しており、1990年代に突然「小さな政府」モデルに転換し市場が自由化されるという環境変化に対して脆弱であった。

輸入自由化によって激化した競争環境にどう対応するかは、すべてのブラジル企業が直面した課題であったが、自動車部品産業は急激な市場開放が最も影響を与えた産業のひとつである。輸入関税はコロール政権下で平均16%から2%に引き下げられ、自動車メーカーが一斉に輸入部品への切り替えを進めると、代表的な部品メーカー、ディスクブレーキのヴァルガ、ピストンのメタルレヴィやコファッピが、グローバルな供給体制を構築する多国籍企業の手に入った。メタルレヴィは債務比率の低い健全な財務内容と米国にも二

つの工場を進出させる高い技術水準を有する企業であった。それが輸入自由化の圧力で1992年に初の赤字に転落した。この時点でメタルレヴィには、外部資本を取り入れて大規模な投資を行い国際競争の最前線で生き残るという選択肢が残されていた。しかし、創業者ジョゼ・ミンジリンは借入れや資本公開の形で外部資本を取り入れない家族による封鎖的支配にこだわり、息子のセルジオを後継社長に、娘婿で創立以来の株主であるクラビン・グループ（ともにサンパウロのユダヤ人コミュニティに属していた）出身のセルソ・ラフェル（カルドゾ政権の外務大臣）を経営審議会会長に据えて経営の若返りを図った。しかし業績回復を果たせないとみると、1996年にメタルレヴィをコファッピヤブラデスコの共同出資を得たドイツ資本のマーレ・グループに売却してしまった。

現在でも債務をもつことへのブラジル企業の警戒心は強い。今後企業の成長を目指すのであれば、非債務性の資本の導入、すなわち他社の資本参加、年金基金などの機関投資家の投資、あるいは市場における一般投資家への株式売却などが、これまでよりも積極的に検討される必要がある。この市場の圧力によって、ようやくファミリービジネスが閉鎖性を自己変革する必要を強く迫られる段階に至ったということができよう。他人資本の干渉を受けるよりも企業を手放す選択をしたメタルレヴィの事例は、一時代の終わりを象徴するものであった。

2. 継承と人的資源制約

ファミリービジネスにとって、企業支配とその根拠となる会社所有を次世代の適切な人材に継承することは大いなる挑戦である。継承が新しい時代に適合した経営方針への転換の起点になる可能性がある一方で、家族内の利害対立の表面化や、家族内での適切な人材の不在といった問題が表面化することもある。Lodi [1999] は、1940年代から1950年代にかけて創業し、1960年代から1970年代の工業化期に成長してきたファミリー企業が、1980年代から

1990年代にかけてたまたま次世代に継承する時期を迎えており、企業のライフサイクルと経済環境の転換点が重なったためにこれをうまく乗り切ることができなかった企業が、結果として生き残れなかったと述べている⁽⁹⁾。

たとえば自動車部品大手であったコファッピの場合、上で述べたような急激な輸入自由化に対応して、多国籍企業とアライアンスやジョイントベンチャーを組んで供給部品を多様化し、自動車部品の総合メーカーとして国内市場で生き残るかと思われた (Carvalho and Bernardes [1998: 177])。しかし、創業者のアブラハム・カジンスキは1993年から、経営の継承を要求する息子たちと裁判で争うという深刻な家族内のトラブルを抱えてしまった。結局、調停は決裂し、息子たちが所有していた株を売却したために家族所有が崩れ、これをイタリアのフィアット・グループのマグネッティ・マレリが取得して最大株主となった。1997年にはカジンスキ本人も持株を手放すこととなった。

継承にあたって根拠となるのは相続法、およびこれを含む市民法典 (Código Civil) である。ブラジルで近代的な相続が導入され均分相続が定められたのは1916年の民法典によってである。2002年に新たに市民法典が制定されたが、相続については1916年法を基本的に引き継いだ⁽¹⁰⁾。

相続法に明文化された均分相続を行うことは、最も家族間の抗争を招きにくく、経営能力のある家族メンバーをより多く確保すると同時に、能力のない長男に無条件で継承されるという事態を排除することもできる。しかし、均分相続により継承を経るごとに企業資本に参加する家族メンバーは指数的に増えて所有が細分化されていくことになり、家族といえども意思統一は次第に困難となる。

この問題を解消して円滑な継承を行うために、持株会社の設立が一般的となった。ブラジルでは持株会社に関する特別の規制はなく、純粋持株会社を含めて持株会社はその設立が認められている。一般に大規模なグループには多角化した事業会社を支配してグループを代表する純粋持株会社が存在するが、相続を経るにしたがって家族の系統ごとにかくつかの持株会社が設立され、これらがグループ持株会社を分割して所有するという、重層的な支配構

造が形成される。

株式の所有者が多数になった場合、経営は一人ないし少数の経営能力のあるメンバーに委任され、事業利益は持株比率に従って均等に配分されるが、常に全員の間で円満に合意が形成されるとはかぎらず、経営に参加しない家族の不満は、事業が悪化し、失敗したときに鮮明に現れる。最近では、家族支配を維持し相続を円滑に行うため、均分相続だけではなく、レントナー化したメンバーの意見を取り入れるような家族会議のような制度を公式にグループの組織図に組み入れる事例も現れている。

あとでみるボトランチンやゲルダウなどの事例のように、グループの歴史が長く、継承者のプールが大きい場合には優秀な人材を輩出しやすくなるので、家族による経営支配が継続される可能性も高まる。そうでない場合に、家族は経営審議会に退いて、日常的な経営判断の権限は専門経営者に委任するようになっているが、こうした傾向は経済自由化による市場競争によって、より高い専門能力が要求されたり、新しい事業分野に進出しようとしたりする場合に、いっそう強まると思われる。

3. 制度面での新展開

ブラジルでは1990年代以降経済自由化が進められ、そのための法制度の改革が進められた。それらは経済を市場に委ねることが経済的な効率、厚生のおかげから不可欠であるとの認識に立っている。会社に関わる法制度改革、それ以上に個々の企業の会社統治では、米国の制度の影響が強まった（詳細は中川 [1994] およびニノミヤ／矢谷 [1997]）。

ファミリービジネスの将来に関わる法にも改革の影響がみられる。2002年に従来の民法典、商法典を統合して市民法典（Código Civil, 法律第10406号）が制定された⁽¹⁾。新しい市民法典では、有限責任会社について、出資に応じて責任を負う社員以外に、社員の同意に基づいて契約により1人もしくは複数の経営専門家（administrador）に経営を管理させることを認めている。また、

とくに規定しない場合、社員は持ち分の全額あるいは一部を、会社資本の4分の1を超える持ち分所有者の反対がないかぎり、他の社員、社員でない者に譲渡できるようになった。

ブラジルでは大企業の多くがファミリービジネスであると同時に、有限責任会社の形態をとっている。2002年の市民法典は、有限責任会社の経営の委任、譲渡の自由を認めることによって、所有と経営の分離、出資の分散を狙っている。

前出の株式会社も、法律第9457号（1997年）、法律第10303号（2001年）によって改定された。改正の主要な目的は支配株主責任の強化、少数株主保護である（Oliveira [2002], Pinto [2002]）。たとえば、優先株の発行限度は50%以下に引き下げられ、支配株主の持株の変更の報告や、第三者に対して経営審議会の決定が影響を与える場合の議事録の公示が義務づけられた。また、少数株主にも、総会の招集権、経営審議会委員の選任権が強化された。

さらに、一般株主と投資家保護が強化された。すなわち法律第10303号（2001年）は、証券取引委員会（CVM）を設立した法律6385号を改正し、証券取引委員会を独立した組織に改編し、規制対象とする証券を拡大し、また違法行為に対する刑法上の罰則を盛り込んだ。法律によって列挙された犯罪行為は、市場の操作、特権的な情報の不正な利用（インサイダー取引）、独立監査人、証券アナリスト、法人および個人の投資資産管理者の違法な行為などである。

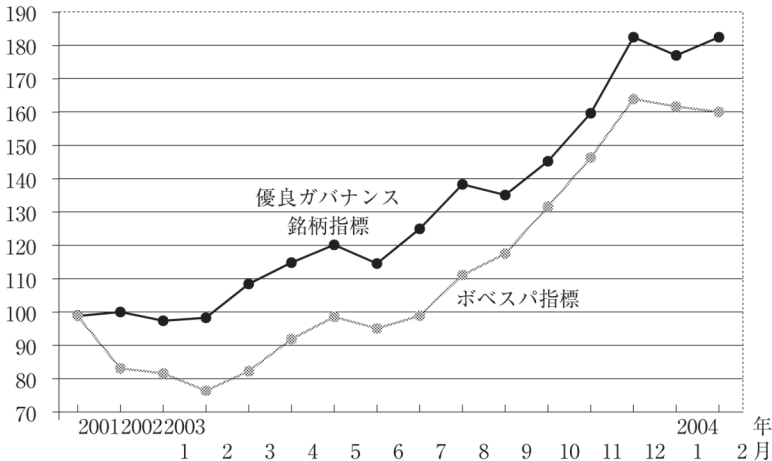
こうした市民法典、株式会社法、資本市場法の改定は、会社の閉鎖性の打破をつうじて、米国の株式会社モデル、つまり分散化した株主による会社支配を目指しているが、現状では、優先株の発行限度の引き下げは既存の株式会社については適用されない、少数株主の権限を強めた一方で、支配株主が経営審議会の多数を占めることを保証しているなど、妥協を含んだ現状追認の内容となっている。この結果、依然として、家族が経営審議会を独占し、基本的な経営政策を決定し、取締役会の任命権を維持し、また取締役会の一部を占めることによって、強い経営権限を行使しえる。

こうしたなかでサンパウロ証券取引所（BOVESPA）は、株式市場の振興とともに、ガバナンスの向上をつうじたブラジル企業の健全な発展を目的として、上場の新たな枠組みを作った。「新市場」(Novo Mercado)がそれである。それは、法が定める以上のガバナンス、情報開示を行う企業に対し新たなカテゴリーを与え、株式発行と流通を促進しようとするものである。いわば優良ガバナンス銘柄である。優良ガバナンス銘柄として認定されると、市場の信頼と評判が高まり株価が上昇し、企業は株式発行が容易になるとともに発行利得が得られる。優良ガバナンス銘柄の条件のなかには、優先株の新たな発行をしない、公募によって株式を発行するなどがあるが、そのほかにも優良ガバナンス銘柄を二つのレベルに分けて条件が定められている。レベル1の会社については、(1)少なくとも資本金の25%が市場で流通していること、(2)株式分散が可能となる公募によって株式を発行すること、(3)連結決算を含む四半期ごとの財務の開示、(4)株主協定、ストックオプション・プログラムの開示など、レベル2の会社については、(1)経営審議会委員の任期を一律1年とすること、(2)米国会計基準（US GAAP）あるいは国際会計基準（IAS）による財務諸表の開示、(3)会社支配権の譲渡に関し、すべての議決権株所有者に支配株主同等の権利、優先株所有者に70%の権利を与えること、(4)会社設立、M&Aなど特別の場合に優先株所有者に議決権を与えることなどを条件としている⁽¹²⁾。

サンパウロ証券取引所が定めた優良ガバナンス銘柄の認定制度は、株価を上昇させ企業が新株発行によって資金を調達する動機を与え、家族所有を変更する経緯となる。優良ガバナンス銘柄の株価は一般銘柄に比べ高い伸びを示している（図2）。高い株価は、優良ガバナンス銘柄認定以前に高い収益率に起因しているが、部分的には投資家の信頼の向上によるものと考えられる。

2004年2月時点で、優良ガバナンス銘柄のレベル1の企業は30社、レベル2の企業は3社であり、レベル1の企業のなかには、サンパウロ・アルパルガタス（São Paulo Alpargatas, 製靴）、ブラデスコ銀行（Banco Bradesco）、エリンギ（Hering, 衣服）、ゲルダウ（Gerdau, 金属）、クラビン（Klabin, 製紙）、

図2 優良ガバナンス銘柄と一般銘柄の株価の推移



(出所) BOVESPA, *Boletim Informativo*, Março de 2004.

ペルジゴン (Perdigão, 食品), サジア (Sadia, 食品), スザノ製紙 (Suzano de Papel e Celulose), ウニバンコ (Unibanco, 銀行), ボトランチン製紙 (Votorantim Papel e Celulose) など有力な民族系企業が含まれる⁽¹³⁾。うちサンパウロ・アルバルガタス, プラデスコ銀行, ペルジゴンを除く企業は, 比較的強固な家族所有企業である。

これら閉鎖的な家族所有企業が優良ガバナンス銘柄に移行した理由は, 優れた会社統治, 透明性が企業の社会的評価を高め企業活動を容易にするとの認識からであり, 資金調達はまだ強い動機にはなっていない。株価の上昇は, 必要な資本量を少数の新株発行あるいは株式の放出によって調達することを可能にし, 家族が高い所有比率を維持するのを可能にするが, それは家族の所有比率を低下させる。少数株主の権利が強化されているなかで, それは家族支配を危うくする。東アジアにおいては, 株価の下落が敵対的買収を招き, 家族による企業所有を切り崩す契機となった。ブラジルでは, そのような可能性は現在のところない。株式の多くが優先株で占められ, それらが買収されても家族所有は何ら影響されないからである。しかし, 優良ガバナンス銘

柄のひとつの条件は優先株を発行しないことであり、今後、普通株発行によって資金調達するならば、家族の所有比率は低下することになる。

第3節 ファミリービジネスの所有と経営の変化の類型

この節では、ファミリービジネスが自由化の進む経済環境のもとでどのような適応を示したかについて、事例に基づいて分析する。その際、森川[1996]で示された家族の所有・経営の分類にしたがって、(1)家族が企業の所有者でありトップの経営者である、(2)家族が企業の所有者であるが、トップ・マネジメントを専門経営者と協力して担当している、(3)家族が企業の所有者であり、トップ・マネジメントを専門経営者に委任しているが、トップ・マネジメントの任免権だけで家族の手中にある、(4)家族が所有と経営から排除され、トップ・マネジメントの権限もトップ・マネジメントの任免権も専門経営者の手に移行している、の四つのパターンを示し⁽¹⁴⁾、それぞれ(1)エリンギとサジア、(2)ボトランチンとゲルダウ、(3)クラビンとCBD (ポン・ジ・アスカル)、および建設3グループ、(4)ペルジゴンとブラデスコを事例としてとりあげる。(4)はすでにファミリービジネスから脱却して経営者企業と呼べる企業である。

経済自由化後の経済環境においては、非債務性の他人資本の活用や専門知識をもった外部の人材の力が企業の成長にとってますます重要さを増しており、(1)の分類から、家族支配をできるだけ保ちながら競争力を維持しようとする中間的な(2)の形態への移行が安定的かどうかは、まだ結論づけられない状況であり、(3)の形態に移行することがより一般的な傾向ではないかと思われる。

1. 家族による所有と経営の支配

この分類に属する企業は、ブラジルの民間企業のなかでまだ大多数を占め

と思われる。しかし、大企業グループにおいては、専門経営者がトップ・マネジメントあるいはそれに次ぐ重要な役割を占める傾向が強まっており、家族が強固に所有と経営の両方を支配するという特徴はすでに後退しつつある。ここに含めたエリンギやサジアの事例は、主要な経営ポストは家族が占めているが、所有についてはすでに議決権株式が相当程度市場で取引されている状況にあり、外部資本の参加を認めている。それでもなお、家族が経営を支配する状況が続いているのは、事業内容の集中と選択を徹底する方針が市場の信認を受けているためと思われる。また、すでに経営に関わる家族メンバーは創業者から四代目から五代目の世代にさしかかっており、家族内での人材のプールが大きく、育成も進んでいるものと思われる。この2社ともサンパウロ証券市場でガバナンス優良銘柄の指定をうけており、経営審議会に外部役員を入れるなど閉鎖性を解く努力が払われている。

(1) エリンギ

伝統的な衣料メーカーであるエリンギ・グループでは一般株主が48.85%を保有しており分散化は進んでいるが、エリンギ一族の持ち分とPREVIの保有分を足すと過半数を超える51.15%になる。このため、経営審議会の8人の正員中4人が家族メンバーで2人が元取締役を務めた従業員である。これにPREVI⁽¹⁵⁾の代表と思われる1名と少数株主の代表が1名ずつ加わっている。現在の社長イヴォ・エリンギは創業者から四代目の世代であり、第五世代が副社長を務める。

エリンギ・グループは1970年代に、南部ブラジルで大豆油の精製と鶏・豚を中心とした食肉加工を行うセバル社を所有した。このアグリビジネスは繊維・アパレルをはるかに凌ぐ収入をもたらす事業へと急成長した。しかし、本格的に参入してきた国際穀物メジャーとの競争に立ち向かうためには膨大な投資が必要となり、セバルの事業は多額の金融負債と事業赤字が生じるようになった。これに加えて、エリンギ・グループは本業の衣料製造でも、1990年代の貿易自由化により安い輸入品との厳しい競争に直面した。

このような構造的問題に直面したエリング・グループは、1996年にペルナンブコ州に所有していたTシャツ工場をビクターニャ・グループに売却し、1997年にセバル社を国際穀物商社のブンヘに売却するというリストラ策をとった。後者はグループの投資能力を超えているアグリビジネスから撤退することであるが、前者は輸入品に対して低賃金地域での製造でコスト低減競争に応じるといふ戦略を捨てることを意味した。そのうえで、若者向けのカジュアルウェアに的を絞った独自のエリング・ショップのフランチャイズ店を国内主要都市に展開するという、製品の絞り込みと流通との垂直統合によって、自社製品のブランドイメージを確立する方向性を選択した。この戦略は売上増につながっているが、重債務体質がもたらす金融コストに苦しんでおり、これまでのところ利潤を安定的に確保する状態には至っていない。

(2) サジア

サジア・グループは、鶏・豚・牛の畜産部門、大豆関連部門、冷凍食品部門を要するアグリビジネス企業グループとして発展してきた。しかし、1990年代の競争激化に対応して多角化した事業を整理し、鶏肉と冷凍加工食品をコア事業に据えた集中化に向かっている。債務比率はおよそ7割に達している比較的高いものの、輸入との競合が比較的少ない冷凍食品・畜産品に特化したことにより収益率は回復している。

サジア・グループの財産継承者はすでに創業者の曾孫の世代に及び合計90人以上に達しており、家族メンバーで証券取引所に報告義務の生じる保有比率5%に達しない株主が多数存在する。このため、公開されている資料では少数株主が72%に上っていて、一見株式が一般株主に分散化されているようにみえるが、実際には家族メンバーが支配株主協定を結んで、家族と経営審議会で普通株全体の68%を支配している（ただし、大半が市場で流通している優先株を加えた全株式でみると家族の保有比率は33%に低下する）。このためサジアでは経営に多くの家族メンバーが関わっており、11人の経営審議会役員のうち7人を家族メンバーが占めている。現職の開発大臣であるルイス・フ

ルランはこのファミリーの一員で、大臣就任以前はグループの社長を務めていた。彼の後任はフルランの従兄弟であり創業者の孫にあたるワルテル・フォンタナである。経営審議会には、2名の大臣経験者と、経営コンサルタント、それに元パルラマツト・ブラジルの社長を務めたイタリア人の4名の外部役員が参加している。

2. 専門経営者の協力を得た家族による所有と経営の支配

ブラジルにおいてゲルダウとボトランチンは、強固な家族による所有と経営の支配を続ける典型とみられている。確かにグループ全体のトップ・マネジメントと資本の所有については家族支配を崩していないし、後継者の養成にも余念がない。しかし、新しい経済環境に積極的に対応して、事業の集中と選択に向かうのではなく、新市場や新製品に新たなビジネスチャンスへの進出を続けるにあたって、専門経営者を積極的に登用している。

(1) ボトランチン

ブラジルの製造業部門で最も伝統的な民間企業グループのひとつで、最大の規模を誇るボトランチンは、金属、セメント、紙パルプ、化学、などの天然資源関連分野で多角化経営を行ってきた（浜口 [2004]）。

1990年代の経済環境は、国内需要の低迷に加えて国内セメント市場への外資系企業の進出による競争の激化をもたらし、現在4割のシェアをもつボトランチンにも経営戦略の転換を迫った。これに対して2001年から2002年にかけて北米のセメント企業を買収するなど市場の多様化を開始し、北米での事業収入はすでにセメント事業収入の8%を占めている。紙パルプ事業では、輸出の可能性が高いパルプ事業を拡大すべく、2001年には世界最大の漂白ユーカリパルプ生産者であるアラクルス⁽¹⁶⁾の資本28%を取得した。

また、1997年にブラデスコ銀行、建設業のカマルゴ＝コレア・グループとの共同出資で電力関連事業を行う持株会社VBCエナジーを設立し、サンパウロ

の電力供給会社CPFLの経営に参加した。しかし、鉱山会社リオドセ社や同社が保有していたパルプ製造企業バイアスルとセニブラの2社の獲得には失敗した。

本業で民営化・民活の流れを活用できなかったものの、ボトランチンは経営戦略に関しては新しい時代に対応する動きをみせてきた。しかし、所有と経営の形態は閉鎖的なファミリービジネスの特徴を色濃く残している。1973年にグループ企業の株式を均分相続した創業者の孫にあたる4人の兄弟は、家族投資会社エジョアスーが100%所有する純粋持株会社に株式を集中し、家族外にほとんど普通株を流出させない閉鎖的所有を貫徹し、4人の兄弟と信頼する少数の内部昇進者で経営審議会を構成してきた。

2001年に三代目社長のジョゼ・フィリョが死去した後は、強いカリスマ性で知られる弟のアントニオがグループの顔となっているが、すでに彼の影響力のもとで40代の年齢に達した第四世代の8人への継承の準備が進められている。持株会社の経営審議会にはアントニオを会長として第三世代が残っているが、8人の取締役会には4家族から男子継承者が2人ずつ選ばれており、アントニオの息子カルロスが社長に就任している。すでに四つの家族内では女性を含むすべての継承者に均等に株式を分配し、一族全体を合わせると相続者の数は25人以上にのぼる。継承を経ることによって所有が分散することを避けるために、四つの家族は保有している株式をそれぞれの投資会社のもとに集積している。

ボトランチン・グループは家族会議 (Conselho de Família) という組織をもつ。次世代 (第四世代) の家族メンバーによって構成される家族会議の目的は、次世代の経営能力を高めることとともに、ファミリービジネスの継承、構成員の団結にあり、具体的には相続を円滑に行うことにあるとされる (GrupoVotorantim [2002])。ボトランチンのように正規の組織として家族会議をもつ企業はブラジルでは一般的ではないが、多くの企業がインフォーマルには同様な組織をもつ。家族会議は、何よりも家族支配の維持、相続の円滑化を目的としている (Rebouças de Oliveira [1999])。

このように閉ざされた家族所有を守りながらも、最近では各事業会社のトップに専門経営者を積極的に登用している。紙パルプ事業の中核を担うVCPの取締役会構成員には家族メンバーはおらず、全員が国内の大企業や多国籍企業ブラジル法人の役員を経験した専門経営者で、社長はボトランチンが吸収合併したシモン製紙の社長であった人物である。VCPの経営審議会は4人の家族メンバーと社長により構成されている。ボトランチン・セメントの社長は、グループの子会社リオブランコ・セメント社の役員からの内部昇進者で、グループ内で30年以上勤務した経歴をもつ。これらのグループ内企業の専門経営者とグループの若い継承者たちは、上級経営委員会を構成し、持株会社の戦略を決定している。

(2) ゲルダウ

条鋼を主力製品とする電炉メーカー・ゲルダウも、公共事業や建設の国内需要が落ち込んだことへの対応として、海外や鉄板事業といった新市場への進出を、企業買収を通じて積極的に展開してきた(浜口 [2004])。また、家族による所有と経営の保持を重視しているという点でも、ボトランチンと似た対応をとっている。

創業者から数えて四代目にあたるジョルジ・ゲルダウは、経営審議会会長と取締役社長を兼任しており、3人の兄とともに所有と経営を同時に支配している。ただし、優先株にピラミッド構造を組み合わせて、可能なかぎり外部資本が取り入れられている。同社は中核事業会社とその普通株の83.35%を保有する純粋持株会社の両方を株式公開し、どちらも株式会社法に規定されている上限にあたる全発行株式の3分の2の優先株を発行し市場で流通させているので、持株会社は事業会社の全発行株式の44%を、ゲルダウ・ヨハンペータ家は持株会社の全発行株式の23%を所有しているにすぎず、これを掛け合わせると、家族はわずか10%の出資比率で事業会社を支配していることになる。ゲルダウ・グループはこのようなエクイティによるファイナンスに、内部留保した利潤の積立金を組み合わせて、債務比率を抑制することに

表3 Gerdauグループ持株会社の総資産に対するファイナンスの構成

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
自己資本	17.1	27.2	25.7	15.4	16.6	13.6	10.8
少数株主資本	39.6	27.7	26.0	18.8	18.8	26.1	19.4
長期負債	26.2	30.1	30.4	35.2	33.6	27.8	32.1
短期負債	17.1	15.0	17.9	29.7	31.0	32.5	37.6

(出所) ブラジル証券取引委員会ホームページに掲載されているGerdauグループの連結財務諸表より。

成功している(表3)。

資本市場の重要性を重視し、ファミリービジネスの閉鎖性を緩和しなければならないとの観点から、2002年にゲルダウ・グループは以下の内容の機構改革を行った。第1に、中核事業会社Gerdau S. A.の経営審議会に、4人の家族メンバー以外に、中央銀行総裁を務めた著名なエコノミストや、元外資系企業経営者などの3人の専門家を加えた。第2に、取締役会におけるジョルジ・ゲルダウ社長への決定権限の集中を改めた。経営組織を国内の条鋼事業、アソミナスの一貫製鉄事業、北米事業、南米事業、金融など、事業ごとに専門性をもった執行役員を任命する事業部制に近い体制をとることで分権化し、各部門を統括する取締役には現社長とその兄たちの次世代の家族メンバーと、勤続年数の長い従業員が充てられた。これは、継承を見据えた動きである。第3に、家族メンバーと古参従業員が形成する執行委員会が設置され、経営戦略の立案機能を果たすようになっている。なお、執行委員会でも家族メンバーが過半数を占めており、まだ家族の経営支配は続いている。第4に、株主総会で選出される独立性の高い常設の監査委員会が設けられた。監査委員会には少数株主の代表も含まれている。一連の改革では、これまで経営審議会会長=取締役社長を中心に非公式に行われていた決定プロセスを、組織化し透明性を高めようとしている。

3. 家族所有と専門経営者への権限委譲

この分類に属する企業グループは、家族が所有支配を守り、経営審議会において多数を占めながら、日常的な経営判断については専門経営者に権限を委譲している。ここにあげる事例では、クラビンが重債務体質から脱却するためのリストラ、CBDが外資系企業の参入に対抗するための競争力の強化、建設3グループは民営化が開いた新しいビジネス機会への参入、といったように動機はそれぞれ異なるが、トップ・マネジメントに据えた専門経営者の力を不可欠としている。

(1) クラビン

製紙業のクラビン社の歴史はすでに100年を超え、70歳を超えた三代目から40代の四代目にまたがるクラビン家とラフェル家の株主は、名前が特定できるだけでも27名にのぼる。彼らは家系別に10の投資会社を組織し、それらが合同で支配する持株会社クラビン兄弟社とニブラック投資会社が事業会社クラビン社の普通株を合わせて60%保有している。家族のほかにはモンテイロ・アランニャ・グループが20%資本参加している。上限ぎりぎりに優先株を発行しているため、クラビン／ラフェル家の所有比率は約20%にすぎないが、13名の正員からなる経営審議会のなかで二つの家族が九つの席を占めている。さらに、社内出身者（後述のロビウ元社長）が1名加わっているほかに、2名がモンテイロ・アランニャ・グループを代表し、全発行株式の67%を占める優先株主を代表する役員として国立開発銀行の幹部職員が参加している。

クラビンでは定款により経営審議会のメンバーが取締役会を兼任することが禁じられている。社長には1970年代末からすでに専門経営者が登用されているが、現在は取締役会に一人もファミリー構成員は入っていない。7人の取締役は、1名が従業員出身、ほかは外資系企業、政府系企業、民族系大手企業での経験をもつ専門経営者である（CVM, 資料IAN, 2001年12月）。クラビ

ンでは、政策形成において経営審議会が実質的な影響力をもっているが、会長の交替制、取締役との兼任禁止によって権限の集中を抑制しようとしている。日常の経営の実権は専門経営者に移っている。

1979年から1998年まで19年間続いたロビウ社長の体制のもとでは、買収や合併を通じた積極的な拡張戦略がとられ、全国に数多くの子会社をもつにいたった。また高級紙の素材となる特殊セルロースの生産や、米国のキンバリー・クラークと折半出資でブラジルとアルゼンチンで立ち上げたティッシュペーパーを生産する子会社など高度化した事業も設立された。

しかし、新事業立ち上げの原資を対外借入れに依存したため、1999年のレアル切下げ以降の急速な財務状況の悪化を招き、一時は債務不履行に追い込まれるまでに経営が悪化した。ロビウ社長が経営審議会に退いた後を引き継いだ2人の専門経営者は、子会社の整理統合による金融コストの削減を進めてきたが、さらに2003年にもいくつかの大型事業を売却して対外債務を圧縮するとともに、多様化した事業をコアビジネスと定めたカートン紙、ダンボール、包装用クラフト紙の製造に集中して輸出比率と収益性の改善に成功した⁽¹⁷⁾。この結果ようやく利潤の内部留保を充実させて自己資本比率を回復している。

(2) CBD

スーパーマーケットや巨大量販店を全国に展開するブラジル最大の流通グループCBD (Cia. Brasileira de Distribuição) は、資本と経営の公開性を高めると同時に、経営の専門化に踏み切った。CBDは経済自由化以降外資系企業の進出によって激しい競争に直面し、フランスのCasinoグループとの戦略的提携に踏み切った。協定によれば、Casinoグループは2004年までにCBDの議決権株の40%、全株式の35.5%まで出資比率を引き上げることになった (CBDホームページ、2003年1月閲覧)。

依然として創業者のディニス家が議決権株の過半数を保有するが、二代目の経営者アビリオ・ディニスが2003年に社長を退任するにあたって、10年前

にファイナンスの専門家として外資系穀物商社ブンヘ&ボルンから引き抜いた外部専門家を後継に指名し、取締役会から家族を一掃した。16人で構成される経営審議会にはアビリオ・デニス会長を含め5人の家族メンバーがいるが、すでにCasinoグループの代表者が2人加わり、その他のポストのひとつを現在の社長が占め、さらに外部から4人の専門経営者と大臣および高級官僚を経験した4人の著名なエコノミストが加わっている。

(3) 建設業3グループ

経済における政府の役割の縮小、財政危機による公共支出の削減によって多大な影響を受けた産業のひとつに建設業がある。そのなかにあって大手建設企業は、その資本力を生かし新たな事業領域に進出して多角的グループ化することによって、企業ランキングの上位を維持している。その事業領域とは、政府が民営化や民活化の方向に沿って開放したものであり、まさに政府部門の構造改革の流れを読みきることによって生き残ってきたといえる。

その代表的な事例は、石油化学の民営化で南部と北東部で2カ所のエチレン・プラントを獲得し、ラテンアメリカ最大の石油化学企業プラスケムを設立したオデブレヒト、ブラジル最大の通信会社テレマールの主要株主となったアンドラーデ・グティエレス、民営化された電力部門で合弁事業を手がけるカマルゴ=コアである。これらの企業グループは、創業者の次世代の経営者の時代に入っているが、1990年代初めに起こった継承が新事業への進出の転機となった。グループ全体では高い比率での家族所有を保っているが、新事業の経営は外資系企業や民営化前の企業でキャリアを積んでいる専門家の手腕に委ねている。また新事業への出資は単独ではなく他の企業とのパートナーシップによって行っている。オデブレヒトとアンドラーデ=グティエレスではすでに建設業の収入はグループ全体の半分以下の比率に低下している。

4. ファミリービジネスから脱却した企業

これまでみたようにブラジルでは民間企業の多くが家族によって排他的に所有されているが、家族所有から脱却した企業も少数ながら存在する。ブラジル最大の金融グループであるブラデスコ (Bradesco) や総合食品メーカー・ペルジゴンがその例である。この二つのグループの所有と経営から創業者家族が離れたのは、継承がきっかけであった。ブラデスコ銀行の場合は、創業者から従業員出身の経営者への委譲が計画的に行われ、ペルジゴンでは継承後の問題によって結果的に家族が所有と経営から排除された。

この第4項の形態はすでにファミリービジネスとは呼べないものである。現存するファミリービジネス・グループが経営支配よりも排他的所有に強いこだわりを示している現状においては、第3項から第4項への移行は不連続な要因を介在する特殊ケースとみるべきであろう。とはいえ、独立性の強い専門経営者の登場によって、どのようにコーポレート・ガバナンスが制度化されていくのか、先駆的事例として注目される。

(1) ブラデスコ銀行

ブラデスコ銀行の創業者アマドル・アギアールには3人の養女のほかに相続者がいなかったが、生前から財団を設立して保有する株式を移し、従業員の持株制度を導入するなど、家族を所有、経営から排除する方針をとった⁽¹⁸⁾。この財団を運営するのも家族ではなく、従業員出身の経営者である⁽¹⁹⁾。このほかには、経営審議会と取締役会の構成員が出資する持株会社が主要株主となっている。現在の経営審議会会長は、1981年に創業者から経営を継承した創業以来の従業員で、財団の理事長も兼任している。経営審議会7人のうち2人の創業者家族を除く5人は30年以上の勤続経験をもつ。

ブラデスコの定款の際立った特徴は、取締役について年齢制限と必要勤続年数を定めていることである。本社執行役員については、選出時に65歳未満

で10年以上のグループ内での勤務実績があることで、部門統括あるいは地域統括の取締役については就任時に60歳未満であり、社外からは就任できないと定められている。ただし、買収先の銀行での勤務経験も算入されている。ブラデスコは従業員出身の経営者が所有し経営する企業であり、経営者は外部から登用された専門経営者ではない。

(2) ペルジゴン

継承の問題は、食肉・冷凍食品の大手ペルジゴン社も危機に追い込んだ。ペルジゴン社は、1987年にグループ社長に就任した二代目の経営者が会社の金を私的に流用し背任行為で有罪判決を受けるなど、継承に伴う混乱によって経営状況が極端に悪化した。総債務比率は急上昇し、結局、創業者のブランドリーゼ家は1994年に保有株を売却して負債の返済に充てることとなり、ペルジゴン社の所有と経営から一掃された。このとき普通株の10%を、本拠地サンタカタリナ州の機械メーカーWEGグループが取得し、同グループの設立者の一人、エゴン・ジョアン・ダ・シルバが経営審議会の会長を務め、彼が指名した開発銀行出身のニデマル・セシエス社長や元チェイスマンハッタン銀行ブラジル法人取締役の副社長などの専門経営者を取締役に迎えた。このほかの株式はPREVIなどの年金基金が分散して所有しており、それぞれが代表を経営審議会に選出している。現在の経営陣は事業を食肉と加工冷凍食品のコアビジネスに特化し、それ以外の事業は売却するという大胆なリストラ方針を実行し、ペルジゴン社は再建された。

ペルジゴンの特徴は、定款に経営審議会の職務内容と意思決定の方法が具体的に述べられていることである。経営審議会の意思決定は、通常は出席者の多数決、同数の場合は会長の裁定によるとし、商号の変更の提案、合併・吸収の提案、子会社・関連会社に対する保証、年予算案の決定、取締役会の選出などの重要事項については3分の2以上の賛成を必要とすると具体的に定めている。意思決定における明瞭なルールの設定は、前述のようにこの企業に多数の年金基金が資本参加したことに起因していると考えられる。経営

審議会は定期的に最低月に1度、また必要があれば適宜開催するとし、3分の2以上の出席が必要とされる（Perdigão S. A. 定款、2002年12月）。経営審議会の頻繁な開催と必要要件の明確さは、株主である年金基金のモニタリングが強く働いていることを想像させる。

むすびにかえて——ブラジルのファミリービジネスはどこへいくのか

従来、ブラジルにおいてファミリービジネスは政府主導の輸入代替工業化の枠組みのなかで一定の役割を果たしてきたが、1990年代以降の経済環境の大きな変化のなかで幾度となく選別のふるいにかけてられ、あるものは淘汰されて消滅し、あるものは懸命の構造改革で生き残り、そしてまたあるものは逆に時代の波に乗って成長してきた。競争の激化に伴う利潤率の低下とより高い技術水準の要求から、ファミリービジネスのかつての合理性の限界は明らかとなっている。このような市場の圧力は、かつてブラジル政府が制度変更を行っても頑強に閉鎖性を保ってきたファミリービジネス・グループに自己変革を迫っている。

本章ではトップ・マネジメントへの家族の関与を基準にブラジルのファミリービジネスを四つの類型に分け、各類型の代表的事例について、1990年代以降の所有と経営、および事業とファイナンスの戦略について検討した。その結果、次のような結論を得た。

- (1) 依然として閉鎖性を保っているファミリービジネス・グループは、維持可能なレベルへと事業の集中と選択を強めている。家族内に豊富な人材のプールがあれば、人的資源の制約はある程度克服できるが、一定範囲で資本市場からの資本調達は必要であり、情報公開や経営審議会への外部役員の参加など、ある程度の開放性を確保するのはもはや不可避となっている。

- (2) 新たな成長軌道に乗った企業では、国内市場や資金調達への制約を緩めるための、新事業や新市場への進出、エクイティファイナンスや借入れなどへ資金調達の幅を広げる、などの新展開がみられた。そこで求められる情報公開や分権化を必要と考える意識は高まっている。
- (3) その場合、最新の専門的な知識を有した専門経営者を家族の外に求める傾向はますます強まっている。また一族から専門的な知識をもった人材を育成しようとする試みは続けられており、一部の豊富な人材プールを抱えるグループでは、今後も家族が経営の中核にすわり従業員出身の経営者あるいは専門経営者がそれを補佐する形が続くであろう。しかし、経営能力を限られた家族に依存することは困難である。ファミリービジネスでは能力のない家族メンバーを排除するのは容易ではない。家族所有が今後も続くとしても家族の経営からの後退、従業員出身あるいは外部から登用される専門経営者の役割は徐々に増加するであろう。
- (4) 企業の所有は相変わらずファミリーが高い比率で保持しようという傾向は変わっていない。ブラデスコ銀行やペルジゴンのように創業者家族が所有と経営の両方から排除された事例はあるが、これは特殊事情によるもので、一般的な傾向として現れていない。

これまで所有と経営が一致していたブラジルでは、コーポレート・ガバナンス論が対象とする、株主と経営者との間のプリンシパル・エージェント関係は問題とならず、経営に参加する家族と参加せずレントナー化した家族の間のガバナンス問題や支配株主が議決権を与えられていない優先株主を搾取する問題が中心的課題であった。このような利害関係は、専門経営者の役割の拡大とサイレントな株主にとどまらない年金基金などの機関投資家の登場によって、より複雑化している。

すでに、市民法典や株式会社法など法改正が行われたが、経営審議会と取締役会の兼任を認めたことや優先株の発行上限の現状を追認したことにより、ファミリービジネスが今後も生き残っていく余地を十分に残している。しかし、その一方で、市場のインセンティブを与えるために優良ガバナンス銘柄

指定などの新制度が発足したところであり、これにあわせて、法制度の内容に一步先んじて所有と経営の分離を明確にするよう定款を改正した企業も現れている。このような企業が実態として増えていけば、制度面での更なる変更も要求されてくるだろう。しかし最終的にファミリービジネスがどのような形態に移行するのか、安定的な姿はまだ見えてこない。

[注] _____

- (1) 同種の先行研究として, Ruiz [1997], Canuto [1997], Bonelli [1998], Goldstein and Schneider [2001], Korn/Ferry Internationl and Mckinsey & Co. [2001] がある。
- (2) 投資家保護のため, 中央銀行決議第220号 (1972年) によって株式発行目論見書の様式を, 決議第220号 (1972年) によって財務諸表の監査と独立監査人制度を導入した (小池 [1975])。さらに法律第6385号 (1976年) によって資本市場を監督する機関として証券取引委員会 (CVM) を設立した。
- (3) 税制上の恩典は, 大統領令第157号 (1967年) による免税投資信託制度 (いわゆる157投信), 大統領令第1338号 (1974年) による免税投資制度がある。
- (4) 会社組織の日本語名をどうするかは, 各国で制度が異なるため容易ではない。ブラジルの場合とくに, 株式会社の経営執行機関である *conselho de administração, diretoria, conselho fiscal* をそれぞれどのように訳すかが問題となる。影響を受けたドイツ法に従えば監査会, 取締役会, 監査役会とすべきかもしれない。しかし, 米国の会社統治からみれば, *conselho de administração* は取締役会, *diretoria* は経営執行委員会となる。多くのブラジル企業は, 英語表記として, *conselho de administração* を *board of directors*, *diretoria* を *executive board, board of executive members, executive committee* としている。しかし, それぞれの機能を考えた場合, この訳も正確とはいえない。非上場株式会社では *conselho de administração* を設置する義務はないということもある。そこでここでは, ブラジルの日系ビジネス界での通称に従い, *conselho de administração* を経営審議会, *diretoria* を取締役会としておく。その他日本語訳については鈴木 [2002] に従った。
- (5) 具体的事例については, 後述のゲルダウ・グループの事例を参照。
- (6) *Gazeta Mercantil, Balanço Anual*, 1991年版と2001年版による。
- (7) 開発銀行は, 融資と並んで, その投資金融部門である BNDESPar を用いて株式を引き受けることでも長期資金を供給してきた。このほかには銀行部門のユニバーサル・バンキング化が導入された後, 投資対象として株を取得するケースもあるし, 最近では年金基金の資産運用先ともなっている。年金基金と

して最大の政府系ブラジル銀行の従業員年金基金PREVIは多くの大企業の株主となっている。

- (8) なお、表1では共同出資者があっても一つの家族の所有が支配的である場合には家族所有と分類した。
- (9) Lodi [1999: 50] はブラジルのファミリービジネスのうち二代目にうまく引き継がれるのは30%、三代目まで残るものは5%にすぎず、100年もった企業は数えるほどしか存在しないという調査を紹介している。米国では二代目に継承されるのが30%とブラジルとほぼ同じで、三代目は10%といわれている。
- (10) 市民法典は、法定相続のほか、遺言による相続を定めているが、その場合遺留分を遺産の半分とし、法定相続人が相続する権利を認めている。そこで、特定の相続人に多くを相続させたり、相続財産を企業の持ち分を他の財産と分け、特定の相続人、たとえば家族のなかで経営能力の高い者に会社の所有権を渡すということも可能であるが、実際には容易でない。会社継承に伴う紛争については、Bernhoeft [1996]、小池 [1983] を参照。
- (11) 新市民法典の概要については中川 [2003]。
- (12) 「新市場」についてはBOVESPA [2002] を参照。
- (13) 優良ガバナンス銘柄の企業名は、BOVESPAのホームページ。
- (14) このうち森川 [1996] は、(1)、(2)が明瞭な家族企業、(4)が経営者企業とし、(3)については不分明な存在としている。
- (15) PREVIは政府系であり国内最大の商業銀行ブラジル銀行の従業員の年金基金で、7万4000人が保険料を納めている。2003年第2四半期時点で、約160億ドル相当の運用資金をもち、その50%超を株式で運用している。ただし、リスク分散のための内部規定により、1企業当たりの保有比率が株式総額の20%を超えないという原則を設けている。
- (16) アラクルスはクラビン・グループからパルプ製造のリオセル社を買収したことによってその地位をより確かなものとした
- (17) 売上げに占めるこの三つの商品の比率は2002年の56%から2003年第3四半期には64%に上昇した。
- (18) アマドル・アギアールは晩年、彼の個人資産を元従業員の後妻に相続させるという遺言状を残して、これがすでに分別がつかなくなった状態で作成されたと主張する養女たちとの間で、骨肉の争いを引き起こしている。
- (19) ブラデスコ財団はアマドル・アギアールが1956年に設立した財団であり、アギアールの株式などを基礎財産とし収益を運営資金としている。とくに教育活動を行い2001年で38の学校をもち短期を含めて約10万人の生徒が学んだ(ブラデスコ財団のホームページ。2003年2月閲覧)。

〔参考文献〕

<日本語文献>

- 小池洋一 [1975] 「ブラジルにおける財務開示制度」(『アジア経済』第16巻第8号, 8月)。
- [1983] 「ブラジル」(伊藤正二編『公開講座：発展途上国の財閥』アジア経済研究所, 181～221ページ)。
- [1991] 『ブラジルの企業—構造と行動—』アジア経済研究所。
- [1992] 「ブラジルの家族と企業」(三田千代子・奥山恭子編『ラテンアメリカ家族と社会』新評論)。
- 鈴木信男 (訳) [2002] 『改正ブラジル株式会社法』。
- 中川和彦 [1994] 「ブラジルの経済発展と企業組織法の生成・発展」(矢谷通朗／カズオ・ワタナベ／二宮正人編『ブラジル開発法の諸相』アジア経済研究所)。
- [2003] 「ブラジルの『市民法典』の成立」(『国際商事法務』Vol.31, No.2, 2月)。
- ニノミヤ・マサト／矢谷通朗 [1997] 「経済自由化と法の対応—ブラジルの事例—」(小池洋一・西島章次編『市場と国家—ラテンアメリカの新たな開発枠組み—』アジア経済研究所)。
- 浜口伸明 [2004年] 「ブラジル・経済自由化とファミリービジネス」(『ラテンアメリカレポート』Vol.21, No. 1, pp. 13～23ページ)。
- 森川英正 [1996] 『トップマネジメントの経営史—経営者企業と家族企業—』有斐閣。

<外国語文献>

- Bonelli, Regis, *Las estrategias de los grandes grupos economicos brasilenos* (Peres, Wilson coord. *Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos—expansión y desafíos en la era de la apertura y la globalización*, Mexico, D.F., SigloVeinteuno Editores, 1998.)
- Bernhoeft, Renato [1996], *Como criar, manter e sair de uma sociedade familiar (sem brigar)*, São Paulo: Editora SENAC.
- BOVESPA [2002] *Novo mercado, São Paulo*.
- Canuto, Otaviano, Flavio Marcilio Rabelo, and José Maria Silveira, , “Abertura e Grupos Economicos na Indústria Brasileira,” *Revista Paranaense de Desenvolvimento*, 92, 1997.
(<http://ocanuto.sites.uol.com.br/Textos/trabalho002.pdf>)
- Carvalho, Ruy de Quadros y Roberto Bernardes, *Cambiando con la economia: la*

- dinamica de empresas lideres en Brasil (Peres, Wilson coord. Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos – expansión y desafíos en la era de la apertura y la globalización, Mexico, D.F., SigloVeinteuno Editores, 1998.)
- Gazeta Mercantil [2003] *Balanço anual 2003*, São Paulo: Gazeta Mercantil.
- Goldstein, Andrea and Ben Ross Schneider, “Big business in Brazil: states and markets in the corporate reorganization of the 1990s,” Center for International and Comparative Studies, mimeo, 2001 (<http://www.cas.northwestern.edu/cics/brs/AG-BRS-9-v.doc>)
- Grupo Votorantim [2002] *Relatório Anual 2001*.
- Korn/Ferry International and McKinsey&Company [2001] *Panorama de Governança Corporativa no Brasil*, http://www.kornferry.com.br/upload/informacao/kf_mck_governan.pdf. (2003年8月22日).
- Lodi, Joao Bosco [1999] *Fusões e Aquisições – O Cenário Brasileiro*, Rio de Janeiro, Editora Campus.
- Moreira, Mauricio Mesquita & Fernando Pimentel Puga [2000] “Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pos-Plano Real,” *Textos para Discussão 84*, Rio de Janeiro, BNDES.
- Oliveira, Juarez de org. [2002] *Sociedades Anônimas*, São Paulo: Editora Juarez Oliveira.
- Pinto, Themistocles e Álvaro Peixeito [2002] *A reforma da lei das S.A.*, Rio de Janeiro: Freitas Bastos Editora.
- Rabelo, Flavio Marcilio and Luciano Coutinho [2001] Corporate Governance in Brazil, OECD Development Center (<http://www.oecd.org/dataoecd/9/62/2443323.pdf>).
- Rebouças de Oliveira, Djalma de Pinho [1999] *Empresa familiar: como fortalecer o empreendimento e otimizar o processo sucessório*, São Paulo: Edotora Atlas. <http://epoca.globo.com/edic/19990628/matarazzoc.htm> – 2003年10月31日
- Ruiz, Ricardo M., “The restructuring of the Brazilian industrial groups between 1980 and 1993,” *CEPAL Review*, 61, April 1997, pp.167–186.
- Suzigan, Wilson [2000] *Indústria Brasileira: Origem e Desenvolvimento*, Editora Huittec, Campinas.
- Valadares, Silvia Mourthe & Ricardo Pereira Camara Leal [2000] “Ownership and control structure of Brazilian companies,” COPPEAD-UFRJ, Rio de Janeiro. アクセス日2003年10月20日 <http://www.alpine.net/~rleal/>
- Valor Económico [2002] *Grandes grupos: quem controla o que na economia brasileira*, ano 1, no.1, Rio de Janeiro: Valor Económico S.A.