

第9章

チリのファミリー企業グループの成長

——ピラミッド構造による経営資源と資金の制約への対応——

北野 浩一

はじめに

チリの企業が、国家による保護撤廃と国際化の波に直面するのは、ピノチェト将軍によるクーデタが発生した1973年以降である。企業家の後押しもあって成立したピノチェト政権は、アジェンデ政権期に推し進められた国有化政策を反転させ、摂取された企業を（再）民営化し、価格統制の解除など規制緩和を進めた。同時に、外国企業に対する投資保護を法制化し、外国資本の導入にも努めている。これら経済自由化政策を他のラテンアメリカ諸国が採用し始めたのは1982年からの債務危機以降であり、チリ企業は新たな経済環境に最も早くから直面してきたといえる。

競争的な経済環境への転換はあったが、チリではファミリー企業が広範なセクターで支配的な経済力を有し続けている。現大統領のリカルド・ラゴスは、1961年にチリの経済は11のファミリー・グループによって支配されている、とする研究を発表し、当時の左傾化する政治状況のなかで、政治・経済両面にわたり衝撃を与えた。その後、政治・経済面での大きな変動によって大企業の多くは所有者が代わり、少なくとも経済の分野ではかつての有力家族による経済の支配はみられない。しかし、チリの大企業の多くが特定ファミリーに所有と経営が集中しているという状況は変わりがない。過去50年で

みても、1970年のアジェンデ政権による企業の接収とその後の再民営化の影響は大きい。さらに1980年代の前半、国際金融危機によって多くの大企業が国営化され、1980年代後半からはインフラを含む大規模な民営化がなされた。

こうした企業所有に関わる変動は、ファミリーによる企業所有の面でもいくつかの特徴を形成している。まず、ここでとりあげている5大ファミリー・グループではCMPC社を除いて一家族が特定の企業を3世代以上にわたって所有している例はない。現在ファミリー企業のなかで大企業と呼ばれるほとんどの企業が、1980年代半ばからの（再）民営化後に所有が移転したものである。

さらに、経済面で有力なファミリーも永続しているものは少ない。かつてLagos [1961] やDahse [1979] によって指摘されたように、チリでは1970年代まで金融資本による経済の寡占化が進み、クルサット・ラライン家やビアル家といった有力なファミリー・グループが存在した。しかし、1982年の経済危機でこれらは没落し、20年経った現在でも復活していない。本章でとりあげたファミリーは、いずれも1970年代までは中規模・小規模と見なされてきたグループである⁽¹⁾。1980年代後半からの、民営化と一次産品輸出ブームで成功した企業グループが現在の大ファミリー企業グループを形成している。

1990年代後半に発生したアジア危機の影響で、チリ企業のパフォーマンスには、大きな変化が現れた。チリの電力、通信、金融といった部門の企業は、1980年代以降の民営化後、投資家グループによって経営され、ラテンアメリカ全域で活動する国際的な大企業に成長していたが、それらが相次いで欧米企業に買収された。一方で、同じように、近隣諸国に進出したファミリー所有の企業グループは、一時的に収益の減少はみられたものの、所有の移転は生じず、2000年以降業績は回復している。このような違いを生み出すのは何であるのか。北野 [2002] では、代表的な企業グループを比較し、財務構造の違いからくる結果ではないか、という仮説を提示した。

本章は、本来資金や経営資源の面で企業成長に制約のあるファミリー企業が、チリではどのような方法で制約に対応し、ファミリーによる支配の維持

と企業の成長を図っているのかを明らかにすることが目的である。本章の構成は、まず第1節でチリ企業の売上高ランキングをもとに、ファミリー企業がチリ経済全体に占める役割を概観する。続く第2節では、ファミリー所有構造をモデル化して提示し、大ファミリー企業グループの所有と資金調達について分析する。とくに企業の成長に伴う資金制約の問題を、証券保険監督局(SVS)が所有する企業財務データをもとに財務構造を分析し、ファミリー企業とそれ以外の企業グループがファイナンス政策にどのような違いがあるか、を明らかにする。続く第3節では、経営資源の制約の緩和にもまた、ピラミッド構造が有効に働いていることを明らかにする。最後に第4節では、5大ファミリー企業グループのケースをとりあげ、ファミリー企業の成長の制約に対応するための経営革新の進展を検証する。

第1節 チリにおけるファミリー企業の概観

1. ファミリー企業の定義

はじめに、本章で分析対象とするチリのファミリー企業の定義について述べておきたい。代表的なChandler [1990] による定義では、階層的経営組織が成立し、家族が所有している企業で創業者が経営にあたっている場合は「創業者企業」(entrepreneurial enterprise)、創業者の相続人が経営にあたっている場合を「家族支配企業」(family-controlled enterprise)としている。さらに、より進んだ企業形態として、企業の所有者ではない、専門経営者によって経営されている企業を「経営者企業」(managerial enterprise)と分類している。

ファミリー企業の主要な論点のひとつである企業の所有・経営の「継承」を考えるためには、その分析範囲を「家族企業」に限定し、創業者企業と区別することが必要であろう。しかし、チリの場合、所有家族が過去30年で大きく交代していることから、創業者がいまだ存命で、直接的であれ間接的で

あれ経営・監督にあたっているケースがほとんどである。

そのため、Majluf et al. [1998] や、Lefort [2004] など、チリにおける企業研究では、「家族グループ」(family group) を、「一家族により所有され、経営支配されている企業グループ」としている。そうすることで、それ以外の経営者企業グループや、外資系企業との企業行動の違いに着目した分析が可能となっている。国内企業グループで「家族グループ」に対照されているのが、「経営者(買収)企業グループ」(MBOs) である。1980年代以降の(再)民営化政策で勃興してきた企業群のことを指し、「大衆資本主義」(capitalismo popular) 政策のため所有は分散し、経営は大株主ではない少数の経営者グループによって担われているという特徴がある⁽²⁾。

本章では、チリの企業グループ研究にならい、創業者が死去しているケースであるかどうかにかかわらず、特定家族が株式の過半数を支配し、創業者か、その次の世代が経営に関わっている、あるいは明らかにそう予見されている家族所有の企業を「ファミリー企業」として分析する。また、チリでは後述するように広く持株会社によるグループ支配がみられるが、持株会社がファミリー企業である場合、その傘下の企業を合わせて「ファミリー企業グループ」と呼ぶことにする。大ファミリー企業グループとしては、アンジェリーニ、ルクシック、マッテ、クラロ、サイドの各グループを指す。一方、「経営者買収企業」は、所有が分散し、大株主ではない専門経営者によって経営が担われている、という点から「経営者企業」ととらえることにする。

企業のグループごとの分類は、証券保険監督局が毎月作成し公表している企業グループ・リストを用いる。証券取引法第96条では、「経済グループ」(Grupo Económico) を所有、経営、信用において関連を有する経済主体の集まりであり、また、債券や株式の発行において同等の投資リスクを有する集団である、としている。実際には出資比率が50%以上の場合を子会社、20%以上50%以下を関連会社としてグループ化したものを発表している。

2. 企業ランキングにみるファミリー企業グループの位置

1990年代の経済の自由化によって、ラテンアメリカの多くの国で地場資本が後退し、一方で多国籍企業が躍進した。CEPAL [2003] によると、1990年代前半は南米に流入する直接投資の額は年平均90億ドルであったのが、後半には年平均450億ドルと5倍に増加している。これは、1990年代半ばまでラテンアメリカ経済が比較的好調であったという要因が指摘できよう。その結果、経済の主要なセクターで多くの外資系企業が流入し、また地場企業が買収されている。

外国直接投資の流入のパターンはチリでも同様の変化がみられた。1990年代の前半と後半で約4.5倍の伸びをみせている。しかし、アジア危機を境としてその投資の内容はかなり異なるものとなっている⁽³⁾。当初の直接投資の伸びは、一次産品加工業などの分野で、チリの地場企業との合併など、いわゆるグリーン・フィールドの投資が多かった。しかし、アジア危機以降、チリの企業買収価格の低下に目をつけた欧米企業によるチリ企業の大型買収が相次いだ⁽⁴⁾。

外資系企業の参入が相次ぐラテンアメリカのなかでは、チリはファミリー企業が比較的に力を維持し続けているといえる。表1は、2002年のチリにおける売上高上位100位のランキングである。これによると、上位10社のうち家族企業は4社、50社のうち27社、100社のうち49社と、いずれの階層でもほぼ半数近くがファミリー企業である（表2参照）。売上高に占める割合は、上位10位では41%、上位100位でも47%がファミリー企業である。これに対し、上位100位では、外国企業は26%、国営企業は13.8%、経営者企業は13.2%とファミリー企業の比率が圧倒的に大きいことがわかる。

産業別にみると、所有者の属性との関連が指摘できる。まず、広範な民営化政策が実施された結果、現在でも国営となっている企業は、鉱山や政策金融機関など、規模は大きい企業数はごくわずかである。ファミリー所有企

表1 売上高ランキング (2002年)

順位	会社名	売上 (1,000ペソ)	分野	グループ	属性	利益 (1,000ペソ)	資本収 益率(%)
1	CODELCO	2,507,861,948	鉱業	国営	G	34,835,338	1.77
2	ENERSIS	2,485,873,220	電力	Endesa (スペイン)	E	-223,748,087	n.a.
3	ANTARCHILE	2,442,339,384	投資(漁業等)	Angelini	F	175641115	10.03
4	COPEC	2,440,511,749	林業・燃料	Angelini	F	276381109	9.55
5	ENAP	1,877,650,625	石油	国営	G	58,862,886	12.63
6	BANCO SANTANDER-CHILE	1,260,511,700	金融	BCH (スペイン)	E	157,314,800	16.33
7	VAPORES	1,203,634,382	海運	Claro	F	26429039	7.32
8	D&S	1,048,236,970	商業	Ibanes	F	23777482	7.91
9	LAN CHILE	1,043,733,597	運輸	Cueto	M	22,138,937	9.97
10	ENDESA	938,099,151	電力	Endesa (スペイン)	E	-9,319,056	n.a.
11	EMPRESAS CMPC	887,835,259	林製紙業	Matte	F	66642674	3.52
12	TELEFONICA CTC CHILE	863,148,681	電信	Telefonica (スペイン)	E	-17,680,376	n.a.
13	CELARAUCO	853,721,615	林業・燃料	Angelini	F	199190787	8.64
14	BANCO CHILE	816,827,100	金融	Luksic	F	52635100	8.51
15	ENTEL	804,761,667	通信	Telecom (イタリア)	E	41,095,877	7.54
16	INVER CMPC S.A.	794,094,121	投資(林製紙業)	Matte	F	76448081	9.69
17	CENCOSUD	684,009,074	商業	Paulmann	M	42,625,303	8.51
18	MINERA ESCONDIDA	670,626,254	鉱業	BHP (英国)	E	103,215,392	13.49
19	BANCOESTADO	568,340,400	金融	国営	G	27,899,200	7.51
20	CGE	528,155,274	電力	CGE	M	34,558,659	8.78
21	SODIMAC	434,155,510	商業	Del Rio	M	19,268,007	21.36
22	BANCO BCI	411,644,600	金融	Yarur	F	57477100	18.41
23	ANDINA	398,241,896	飲料	Said	F	33021268	8.95
24	SQM	397,972,685	鉱業	SQM	M	28,889,559	4.73
25	CHILECTRA	397,937,409	電力	Endesa (スペイン)	E	-31,001,664	n.a.
26	EMPRESAS ALMACENES PARIS	373,200,056	商業	Galmez	F	15130195	7.73
27	ALMACENES PARIS COMERCIAL	370,699,622	商業	Galmez	F	8224714	10.59
28	AES GENER	370,550,999	電力	AES	E	32,416,399	4.20
29	CAP	345,924,482	金属	CAP	M	2,408,781	0.74
30	CCU	345,890,599	飲料	Luksic	F	22064886	5.09
31	INVERSIONES Y RENTAS	345,890,599	投資(金融)	Luksic	F	13501787	5.06
32	ENTEL TELEFONIA PERSONAL	326,744,080	通信	Telecom (イタリア)	E	50,194,061	26.65
33	FASA	313,417,767	商業	Cuneo-Solari	F	1738188	3.06
34	DEUTSCHE BANK(CHILE)	312,929,700	金融	Deuche Bank (ドイツ)	E	8,284,500	154.85
35	NAVIERA	308,298,847	運輸	Urenda	F	3805977	6.32
36	BANMEDICA	298,049,278	保険	Fernandez Leon	F	10513670	16.96
37	CAMPOS	285,356,629	投資(食品)	Ebro	F	-454469	n.a.
38	EMPRESAS IANSA	285,356,629	食品	Ebro	F	66697	0.04
39	IANSAAGRO	264,050,289	食品	Ebro	F	8467096	8.69
40	EMPRESAS CAROZZI	260,487,003	食品	Bohill	F	15152429	11.32
41	BBVA BANCO BHF	256,645,700	金融	Said	F	n.a.	n.a.
42	MADECO	256,282,595	建材	Luksic	F	-40165867	n.a.
43	GASCO	254,528,995	燃料	CGE	M	9,002,156	4.49
44	FORESTAL ARAUCO	250,225,306	林業・燃料	Angelini	F	75439186	4.84
45	COCA COLA EMBONOR	238,707,876	飲料	Claro	F	-16473094	n.a.
46	SIDERURGICA HUACHIPATO	236,046,138	金属	CAP	M	6,279,214	1.71
47	INTEROCEANICA	235,812,590	運輸	Urenda	F	106354	0.25
48	CORPBANCA	222,403,800	金融	Saieh	F	35553000	11.70
49	CITIBANK	215,035,400	金融	CITIBANK	E	34,273,600	12.33
50	TERRANOVA	213,001,034	林業	Terranova (スイス)	E	15,097,277	3.20

順位	会社名	売上 (1,000ペソ)	分野	グループ	属性	利益 (1,000ペソ)	資本収 益率(%)
51	ELECMETAL	210,159,475	金属	Claro	F	13810068	7.98
52	ENTEL PCS	192,677,539	通信	Telecom(イタリア)	E	33,426,132	29.68
53	FORESTAL MININCO	181,823,207	林業	Matte	F	7545203	0.98
54	EMPRESAS SANTA CAROLINA	167,861,314	飲料	Larrain	F	1433923	2.01
55	ENTEL MOVIL	164,420,169	通信	Telecom(イタリア)	E	14,039,663	45.99
56	MASISA	161,983,197	林業	Terranova(スイス)	E	10,476,879	3.35
57	ING SEGUROS DE VIDA	161,427,019	金融	ING	E	-1,211,108	n.a.
58	CRISTALES	161,057,260	飲料	Claro	F	17660662	7.63
59	IANSA	159,520,154	食品	Ebro	F	12438941	25.01
60	SOPROLE	156,284,516	食品	Soprole	M	4,307,928	6.44
61	BANCO DEL DESARROLLO	153,229,100	金融	国营	G	12,409,400	11.60
62	AGUAS ANDINAS (EXEMOS)	150,869,825	水道	Agbar	E	n.a.	n.a.
63	ING SALUD	147,536,536	保険	ING	E	706,162	6.09
64	COLBUN	146,963,465	電力	国营	G	46657931	8.57
65	WATTS	146,130,448	飲料	Larrain	F	n.a.	n.a.
66	BOSQUES ARAUCO	144,456,988	林業・燃料	Angelini	F	45926680	7.30
67	SCOTIABANK SUD AMERICANO	137,054,100	金融	Scotiabank(カナダ)	E	n.a.	n.a.
68	ISAPRE BANMEDICA	131,495,724	保険	Fernandez Leon	F	2871733	21.72
69	CEMENTOS BIO BIO	128,360,667	セメント	Briones	F	14926634	8.39
70	CONCHA Y TORO	128,320,533	飲料	Guilisasti	F	16312013	12.78
71	EMPRESAS EMEL	127,858,533	電力	PPL	M	6206786	6.35
72	METROGAS	127,119,441	燃料	Angelini	F	10182454	4.88
73	ELECTROANDINA	125,305,909	電力	Suez	F	-1093657	n.a.
74	MINERA DEL PACIFICO	122,195,319	鉱業	CAP	M	7,208,377	4.36
75	SANTANDER AGENTE DEL VALORES	119,412,052	金融	SCH(スペイン)	E	n.a.	n.a.
76	CONSORCIO NACIONAL SEG. VIDA	115,569,701	保険	Fernandez Leon	F	4430447	3.29
77	POLPAICO	114,705,145	セメント	CGE	M	-9,276,831	n.a.
78	TATTERSALL	111,890,696	商業	Tattersall	M	1,135,841	8.68
79	CRUZ DEL SUR SEG. GRALES	106,102,874	保険	Angelini	F	2367448	9.41
80	BANCO BICE	105,530,300	金融	Matte	F	15654000	15.37
81	FORESTAL CELCO	102,572,777	林業	Angelini	F	23194059	4.01
82	BANK BOSTON	102,266,900	金融	Bank Boston(米国)	E	1,912,800	2.10
83	SEGUROS DE VIDA LA CONSTRUCCION	99,980,161	保険	M	3,421,946	4.84	
84	CCT	99,573,134	投資(タバコ)	CCT	M	23,812,365	41.87
85	CORPESCA	98,846,754	水産業	Angelini	F	24294436	15.14
86	TELEFONICA MUNDO	95,907,292	通信	Telefonica(スペイン)	E	18,388,016	16.78
87	BANCO SECURITY	95,128,900	保険	Security	M	10,068,600	11.44
88	HQI TRANSELEC	89,666,576	電力	Transelec(フランス)	E	14,333,781	4.19
89	METLIFE CHILE SEGUROS VIDA	88,767,419	保険		E	-6,927,066	n.a.
90	CONAFE	86,924,845	電力	CGE	M	14,264,623	9.15
91	INFORSA	85,064,116	林業	Matte	F	13969484	4.00
92	LUCCHETTI	83,798,532	食品	Luksic	F	-37222703	n.a.
93	CHILENA CONSOLIDADA SEG. DE VIDA	82,468,515	保険		M	1,712,966	3.55
94	CTI	81,898,186	金属	Sigdo Koppers	M	7,566,098	15.51
95	CHILENA CONSOLIDADA SEG. DE GRALES	78,426,842	保険		M		
96	PRINCIPAL SEG. DE VIDA	78,101,345	保険		M	2,471,731	3.47
97	BATA	76,385,377	商業		M	2,811,189	6.56
98	AGUNSA	75,698,935	運輸	Urenda	F	4420720	11.88
99	VINA SAN PEDRO	74,433,418	飲料	Luksic	F	n.a.	n.a.
100	VINA SANTA RITA	71,721,372	飲料	Claro	F	n.a.	n.a.

(注) 属性の記号は、G：国営企業、E：外資系企業、F：ファミリー企業、M：経営者企業。n.a.はデータなし。

(出所) *El Diario*紙、2003年3月28日などをもとに筆者作成。

表2 企業属性別比率

	ファミリー企業	国営企業	外資系企業	経営者企業
企業数				
上位10社中	4	2	3	1
上位50社中	27	3	12	8
上位100社中	49	5	24	22
売上高比率 (%)				
上位10社	41.4	25.4	27.2	6.1
上位50社	47.3	15.3	25.9	11.5
上位100社	47.0	13.8	26.0	13.2

(出所) *El Diario*紙, 2003年3月28日などをもとに筆者作成。

業は、その多くが一次産品加工業である。1980年代後半からの経済政策は、比較優位を生かした輸出促進に特徴づけられる。魚粉や、果物、木材・パルプ、鉱物といった一次産品とその加工品の先進国向け輸出がブームとなったが、その主要企業の多くがファミリー所有である。水産関連企業の持株会社であるAntarChile社と林業関連企業の持株会社のCOPEC社はアンジェリーニ家が支配し、林・製紙業で寡占的な地位にあるCMPC社はマッテ家の所有である。民営化された鉱山の多くを所有するのは、ルクシク家である。また、国内での小売業、金融についても、ファミリー支配企業が多い。飲料では、ビール最大手のCCUを所有しているルクシク、コカ・コーラの販売流通を手がけるサイド・グループがある。ルクシクは同時に、金属加工や金融でも支配的な地位にあり、サイドは、パルケ・アラウコ・グループという巨大なショッピング・モール・チェーンをチリ国内と近隣諸国に展開している。

外資系企業は、電力、水道、通信といったインフラ関連と金融に多い。そのほとんどは、1990年代に買収によって参入してきたスペインなどの欧米企業である。これらの企業は、国際的な企業再編のなかで、サービス産業の規模の経済を獲得するためにラテンアメリカ全域に展開している。ENDESA, Enersis社やAESGener社, ENTELなどは、1980年代に民営化され南米の周辺

国へ積極的に国際展開を遂げていたチリの経営者企業であったが、欧米企業のラテンアメリカ進出戦略のなかで、近隣諸国に進出したチリ企業を買収することでラテンアメリカへのネットワークを一気に獲得する戦略がとられた。経営者企業は、SQMやCAPなど、大衆資本主義によって誕生したかつて国有であった鉱業関連の企業や、電力などインフラ業に多い。所有は分散しているが、経営は「専門経営者」が主導している。

3. 企業の成長とファミリービジネス

チリにおいて、ファミリー企業がランキングの上位の多くを占めるのは、ファミリーが所有と経営を支配することに、何らかの合理性があるからであると考えられる。コーポレート・ガバナンスの観点からは、エージェンシー問題とモニタリングの観点からの合理性が指摘できる (Shleifer and Vishny [1997])。まず、企業を所有するファミリーが、自ら直接経営を執行している場合は、分散所有型企业でみられる株主と経営者の間のエージェンシー問題は少ないと考えられる。株式会社におけるエージェンシー問題は、経営を委託された俸給経営者 (エージェント) と、企業の所有者である株主 (プリンシパル) の利得と情報の非対称性から生じるが、両者が一致していれば経営における不効率が生じない。個々のファミリーメンバー間で利得が異なればやはりそこにもプリンシパル・エージェント問題が発生するが、ファミリーメンバーの方が乖離が少ないと仮定することは可能である。また、分散所有の場合は、少数株主にとってモニタリングのコストは莫大である一方、それから得る便益との間には大きな差が生じるため、モニタリングのフリーライダー問題が生じる。しかし、ファミリー企業は、ファミリーが直接経営を執行しなくとも、自らの資産を維持するため経営のモニタリングの強度は高くなると考えられる。実際に多くのファミリーが、所有企業の取締役役に就任しているのはそのためである。

しかし一方で、ファミリービジネスには、成長の制約といえるものもある。

ファミリーの規模が一定であれば、経営能力のある人材は次第に不足し、かつ経営者の高齢化や、経営の「継承」の失敗によって、ファミリーの経営資源が低下することも考えられる。ファミリー企業の低い効率性を指摘するモデルの多くは、世代交代に伴う経営能力の低下を仮定したものである (Chami [2001], Burkart et al. [2002], Caselli and Gennaioli [2003])。これらの理論に沿った実証研究は、Morck et al. [2000], チリについてはLefort [2004] があげられる。

また、ファミリーの所有する資金は企業の規模拡大と同じレベルでは増加しないので、所有比率は次第に小さくなり、その結果支配権が失われる可能性もある。あるいは、ファミリー以外の資金の増加で、ファイナンシャル・フローと保有する議決権の間での乖離が拡大し、私的利益獲得のインセンティブが高まり、不効率な経営戦略を採用してしまう危険もある。これは、ファミリー所有に限らず、ピラミッド構造に伴う問題といえるが (Wolfenzon [1999], Johnson et al. [2000])、ファミリー企業の所有の集中はピラミッド構造によることが多く、ファミリー企業に特有の不効率の発生要因といえる。

チリにおいて、大企業にファミリービジネスが多いのは、これらの制約に少なくとも現時点ではうまく対応できているからであると考えられる。次節では、チリの企業支配構造をモデル化し、ファミリーが所有と経営の支配の維持にどのようなメカニズムを用いているかを探る。

第2節 企業グループの所有構造とファイナンス

1. ファミリー企業グループの所有構造

チリの企業グループ間の所有構造は、比較的整然としたピラミッド構造を形成している。アジア諸国でみられるような複雑な株式持ち合いがないのは、株式会社法第88条によって、株式会社の子会社および提携会社は、親会社の

資本を有することができないとしているため⁽⁵⁾、株式の相互持ち合いが不可能であるからである⁽⁶⁾。

ピラミッド構造に関するこれまでの研究では、キャッシュ・フローと議決権の乖離を問題にしてきたため、ピラミッドの層の数は重要であっても、個々の役割については触れられていない (La Porta et al. [1999], Wolfenzon [1999])。しかし、ファミリーによるグループ支配を考えるうえでは、個々の企業のグループの中での性格に注目する必要がある。

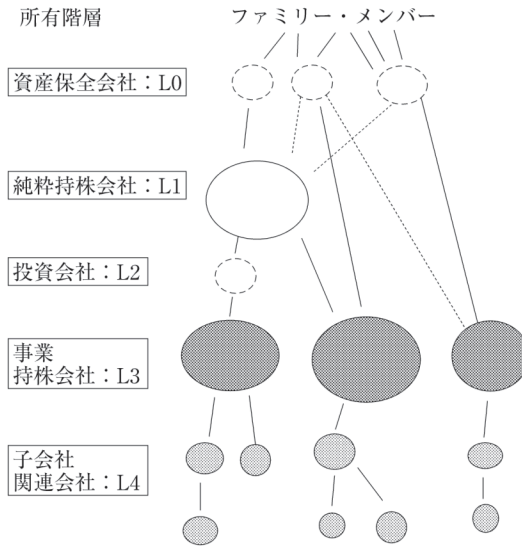
まず、ファミリーは、個人で株式を所有するのではなく、投資会社を設立しそこを通じてグループを支配する。第二層の持株会社が実質的なグループの中核を成す。ここで、国内・外の金融市場で外部資金を調達し、傘下の企業へ投資資金などを投下しグループ全体の戦略をたてる。第二層の中核企業の拡大が、グループの拡大の鍵となっている。

図1は、これをモデル化したものである⁽⁷⁾。最上部の投資会社 (L0) は家族メンバーが所有者となっている資産保全会社で、多くは有限会社や財団の形式をとっている。家族が直接持株会社を個人で所有せずに、複数の投資会社を通じて所有する理由は2点指摘できる。まず、個人と法人での所得税率の違いである。法人は16.2%であるのに対し、個人は累進税率で最高43%に達するため、節税を目的として設立が容易で規制の弱い投資会社を設立するケースが多い⁽⁸⁾。また、投資会社を分散させるのは、家族メンバーが多いときには、投資リスクを軽減する役割もある。

L0の下にあるのが、純粋持株会社 (L1) あるいは事業持株会社 (L3) である。グループの中核的存在であり、活発な外部資金の調達が行われている。国内の株式市場に公開株式会社として上場する一方、海外での資金調達も積極的で、ここでとりあげる5大ファミリー企業グループのうち、4グループまでがニューヨーク株式市場でADRによる資金調達を行っている⁽⁹⁾。さらに、外債の発行も持株会社を通じてなされる。アメリカ・ヨーロッパ市場が主であり、その期間も10年から50年と長期である。

L1とL3の違いは、自らはグループの本社機能のみで事業を有していない

図1 ファミリー企業グループ所有構造



（出所）Fuentes [1997: 89] をもとに筆者作成。

か、自らの事業も有しつつグループの本社機能も担っているかどうかで分けることができる。純粋持株会社の形成は比較的新しく、Majluf et al. [1998] など、これまでのチリ企業グループの構造に関する研究では指摘されてこなかったが、ファミリーによる資金調達・経営機構を理解するうえで重要である。

ファミリーは、グループの中核に特定の事業会社を有するが、多角化が進むにつれ、グループ全体の資源配分や経営戦略を立てる必要がでてくる。特定の事業会社は自らの事業とグループ全体の経営を同時に行うことは難しい。そのため、多角化の進んだファミリー企業グループでは、事業持株会社の本社機能のみを独立させ、純粋持株会社を設立する傾向にある。5大ファミリー・グループでは、ルクシックのキニエンコ社とCMPC社がL1に相当する。アンジェーニ・グループのCOPEC社は燃料を中核事業とする事業持株会社で

あったが、2003年にEmpresas COPEC社を純粋持株会社とし、事業持株会社のCOPEC S. A.と分離した⁽¹⁰⁾。

興味深いのが持株会社への投資会社であるL0やL2である。ここでは、他のグループや外資との提携がなされ、それにより事業持株会社の安定した所有の維持が図られている。ファミリー企業同士の提携の例としては、サイド・グループとクラロ・グループのフレイレ投資有限会社（Inversiones Freire Ltd.）、外資との提携はルクシックとドイツのPaulaner社によるインベルシオネス・イ・レントス社や、マッテとイギリスのNM Rothschild & Sons社によるコリーナ産業投資社といった多くの例がある。これらは、定款で所有企業の議決権行使に結束してあたるというルールが決められていることが多く、また、外資との提携の場合には実質的にチリの投資家が議決権を行使している。資産規模が大きいL1やL3といった持株会社は、資金調達に必要な多様な株主構成となり、ファミリーの有する議決権のみで支配するのは困難である。しかし、L2の投資会社を通じて、大きな議決権を掌握することで、中核となる大規模な持株会社に、強い経営支配力を保持することが可能となる⁽¹¹⁾。ただし、これらは、有限会社や閉鎖株式会社といった形態をとっていることがほとんどであるため、企業の所有や経営に関する情報は極めて限定的である⁽¹²⁾。

こうしてL1やL3で調達された資金を元に、第4層目の子会社・関連会社が国内外に設立されている。その多くは持株会社の100%所有の単独事業会社である。チリは会社設立に関するコストが低いことから、製造品目や立地場所によって小規模に分社化した形態がみられる。

チリでは、有力ファミリー以外の企業の企業所有者では、年金基金（AFP）の資本参加が特徴的であり、コーポレート・ガバナンスのうえで大きな役割を担っている。通常、少数株主はモニタリングコストとフリーライダー問題のために経営のチェック機能が限られるというエージェンシー問題があるが、チリの場合は年金基金が議決権の大きなシェアを握っていて経営監視機能をもたせることが法律上決められている。このために、通常の途上国でみられるような、支配株主による独善的な経営が抑制されているという指摘がある

(Walker and Lefort [2002])。しかし、一方で、CMPC社のようにAFPの比率が大きいために支配株主の所有の安定が保証されている可能性もある。平均的には、L1かL3といった持株会社に発行済み株式の10%程度を占めている。AFPは、総会における取締役選出にあたり、規制に則って支配的株主以外の取締役に投票することが決められている。これは社外取締役の導入につながっているが、現在AFPが株式を所有する全取締役議席数の10%がAFP選出の取締役となっている (Iglesias-Palau [2000])。

2. 資産規模の拡大と資金調達

1990年代に多くのラテンアメリカ諸国で経済自由化が進み、チリ企業の活動範囲もラテンアメリカ全域へと広がった。規模の経済の範囲も拡大し、国際的な競争に勝つためには、企業規模の拡大が急務となった。そのための資金調達の手段も国際的に最適な戦略を探るようになり、外国での株式や債券による資金調達も活発になっている。

資金調達の拡大は、債権者や非ファミリー株主の増大によって、ファミリーの企業支配を弱めるはずである。しかし、1990年代を通じて所有が外国資本に移転した企業の多くは経営者企業であり、ファミリー企業グループでは大きな所有の変化は生じていない。本項では、ファイナンス構造の変化を、ファミリー企業とそれ以外の企業で比較し、何が両者の違いを生む要因となったのかを探る。ここでは、代表的なファミリー企業であるCCU, COPEC, CMPC, ElecMetal, Andinaをファミリー企業のグループとして、また、Enersis, AESGener, ENTEL, CAP, CTI, Soquimich, Masisaを経営者企業のサンプルとする。企業の選定と分類は、Maluf et al. [1998] に依拠し、そのなかから1993年から2002年の間のデータが得られる企業を抜き出して作成した。ただし経営者企業のうち、Enersis, AESGener, Entelは、1990年代後半に外資系企業により買収され、現在では外資系となっている。

図2の(1)は、ファミリー企業と経営者企業の平均資産規模の過去10年間の

推移を示している。何れも1990年代後半にかけて高い割合で増加しているがアジア危機後伸び率が鈍化したこと、また1990年代半ばまでの伸び率は経営者企業の方が高いことがわかる。経営者企業の伸び幅は、企業ごとのばらつきが大きい、とくに周辺国の民営化事業に参入した電力と通信は規模が大きく拡大し、電力企業のエネルシスは17倍、通信のエンテルは6倍になっている。ファミリー企業は、ほとんど3倍前後となっている。

ファミリー企業以外の形態の株式会社も、1990年代は同様の資産の拡大傾向がみられる。とくに、電力や電信など民営化されたインフラ関係の企業は、遅れて始まった周辺国の民営化への参入を通じて、積極的な国際企業展開を図った。資金調達とは同じく国内・国際資金市場においてなされている。

このような企業規模の拡張期を経て、チリの企業グループのうち、経営者企業と家族企業では大きな変化があった。すなわち、前者の企業の多くが欧米の企業に買収され、家族企業は、経営指標の悪化はみられたものの所有が移転するといったことは起きていない。

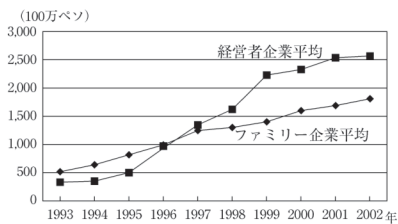
この違いをもたらした要因を資金調達面から裏づけるため、財務諸表のうちとくに貸借対照表の負債側に着目する。(2)～(6)は主要な負債項目について掲出したものである。短期負債の比率は、わずかに経営者企業の比率が高い程度だが、長期負債でみるとかなり経営者企業の方が高くなっている。(5)の社債は何れのグループも依存度が高くなっているが両者に違いはなく、主にシンジケート・ローンなどの銀行の長期負債が膨らんでいる結果である。

最も著しい違いは、自己資本の内容である。資本金の水準は、ファミリー企業が60%程度で安定しているのに対し、経営者企業はアジア危機後50%をきる低い水準となっている。

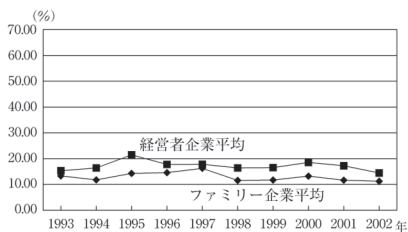
払込み資本の水準はファミリー企業は10数%と、経営者企業の半分の比率である。大きな違いを生み出しているのは(6)の利益剰余金で、ファミリー企業が30%以上であるのに対し、経営者企業は15%前後と20%近い開きがある。ファミリー企業は、規模の拡大に合わせて、高い水準の利益剰余金を維持し、自己資本の低下を防いだことが、経営の悪化に歯止めをかけ、所有の移転が

図2 ファイナンス構造の比較（1993～2002年）

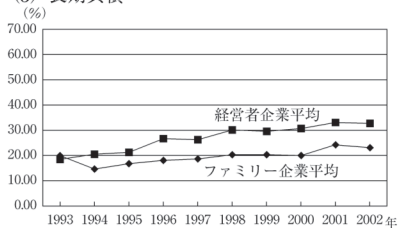
(1) 資産規模の推移



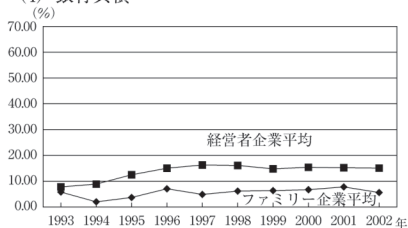
(2) 短期負債



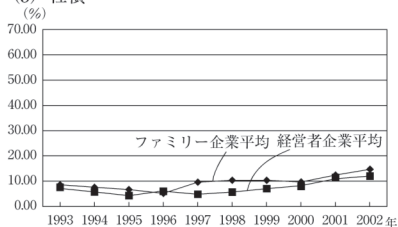
(3) 長期負債



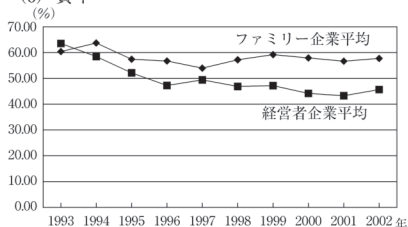
(4) 銀行負債



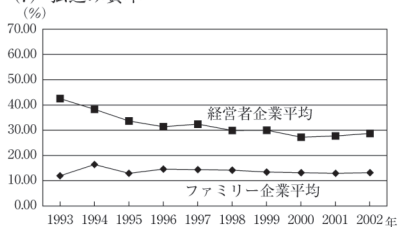
(5) 社債



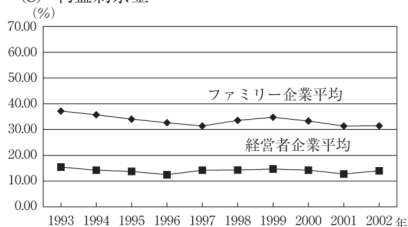
(6) 資本



(7) 払込み資本



(8) 利益剰余金



(注) (1)以外は、すべて総資産に対する比率(%)。

(出所) 証券監督局のデータを集計して筆者作成。

生じなかった理由であると考えられる。一方、経営者企業は、1990年代半ばまで銀行負債や社債の増加によって資産規模の拡大をファイナンスしてきたが、アジア危機以降の金利の上昇で金利負担が制約となって企業成長が停滞し、その結果多くが議決権株式を外国企業に売却し外資系企業へと転換したと考えられる。企業収益の内部留保のためには、少数投資家など他のステークホルダーの分配要求に対して反対できるだけの、企業内での強い立場が必要であるが、ファミリー企業はまさにこの点で、他の経営者企業や外資系企業に比べ優位性を有している。

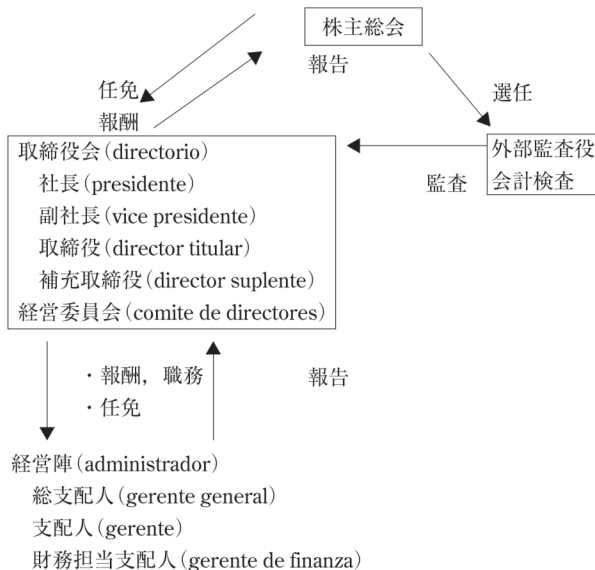
Chandler[1977]に、家族所有の企業は利益を配当として支出するよりも、むしろ企業へ再投資する道を選ぶ、という指摘がある。チャンドラーのいう家族企業は、階層化の進んでいない小規模の企業であったが、現在のチリのように企業が大規模化して階層制組織となり、総支配人の業務を専門経営者が担うような発展した大ファミリー企業でも当てはまることが裏づけられた。

第3節 権限の集中による経営資源制約への対応

ファミリー企業の成長を制約するもうひとつの要因が、経営資源である。家族メンバーのうち、経営能力が創業者と同等かそれ以上である人材は限られているので、経営の継承を通じて企業グループの経営能力が低下してゆく、というものである。さらに、グループの規模が大きくなるにしたがい、ファミリーメンバーのみの経営資源では、グループ全体の資源管理のためには過少になる、という問題もある。

チリの企業グループはこれに対応するために、二つの手段を用いている。まず、グループ全体の経営を特定の役職に集中させ、そこに優秀な継承者を置くことで、少数の優秀な家族メンバーにグループ経営を集中させる。また、事業会社の役員には専門経営者をあて、ファミリーは親会社から監督のみ行っている。そうすることで、限られたファミリーの経営資源で、大企業グ

図3 チリ企業の経営監督機構



(出所) Leyes No. 18046より筆者作成。

ループの経営を可能にしている。

チリの公開株式会社の経営機構は、1982年の株式会社法がもとになっている（図3参照）。株式会社のトップには、社長（presidente）率いる取締役会と、総支配人（gerente general）に率いられた経営陣がある。チリの株式会社法第49条では、株式会社の支配人が社長や監査人（auditor）、もしくは会計士を兼任することを禁じ、さらに、公開株式会社においては取締役との兼任も認めていない。このため、株式を公開している大企業については、取締役会と経営陣は別々の担当となる。ただし、同一企業グループ内であっても、別会社であれば、親会社の取締役が子会社の総支配人となることは可能であり、そのような例は数多くみられる。株式会社では、取締役会は最低月1回開催され、取締役は人事・財務に関わる重要な決定を行う。一方、総支配人は常勤で、日々の経営に必要な判断を行う。

経営陣のなかで、ラテンアメリカに特殊なポストとして、取締役会に補充取締役(suplente)が含まれていることを指摘できる。補充取締役は、取締役会に参加できるが、正規取締役が欠席のときには議決権も有するという制度である。これは、少数の主要ファミリー・メンバーが多くの会社の取締役に名を連ねるというチリに特有な構造を生む一因となっているとの指摘もあった⁽¹³⁾。補充取締役は、正規取締役と合わせて総会で承認される。

ファミリー企業では、家族メンバーが経営に参加するが、これには一定の法則性がみられる。図4は、前節の企業の階層レベル(L0～L4)と家族が就任している役職との関係を図示したものである。ファミリーの総帥がL0、あるいはL1やL3といった主要な持株会社の社長(presidente del directorio)を務めるケースが多い。他のファミリー・メンバーは持株会社の取締役、および傘下企業の社長・取締役として経営に参加している。サイド・グループでは、後継者を若いうちから正規取締役の代理となる補充取締役のポストに置き、経営ノウハウの習得をはかっているとみられる点が、ファミリーによる経営の継承として興味深い。

一方で経営の専門化も進んでおり、会社運営については企業に勤務経験が長く、MBAや弁護士資格を有する支配人(gerente)が担当している。大ファミリー企業の総支配人には、家族外のメンバーが就任しているケースが多いが、彼らが必ずしも専門経営者として、学歴が高く、専門的な経営知識を有しているとはいえない。古くからの友人として、総支配人のポストを任されている場合もあり、個々のケースをみて判断する必要があるようである。

L4以下の事業会社は数多くあるが、ここに家族メンバーが入っているケースは稀である。これは、株式会社法第93条で親会社の取締役は、子会社の取締役会に発言権をもって出席できる、という規定があることが関係していると考えられる。

ここに、ファミリー企業の成長を制約する要因のひとつである、家族メンバーの経営資源の制約を克服するメカニズムがある。すなわち、家族内で企業グループの経営者としての能力のある人材が限られている場合、上記のよ

図4 ファミリー企業の階層別役員就任状況（2002年）

	階層	A社	B社	C社
ルクシック	L1	P, VP, D		
	L2	G		
	L3	P, VP, D, D	D, D	P, D
	L4	P		
アンジェリーニ	L1	P, VP	D	VP
	L3	D, D		
	L4	D		
マッテ	L1	P, VP, D, D	P, D, D	
	L3	P, D, D	P	D, D
	L4	P, VP, D, D		
クラロ	L1	P, VP	P	
	L2	P, VP		
	L3	P, D	P, D	
	L4	D	D	D
サイド	L3	P, VP, D, D	D, D, DS, DS	D, D
	L4	D, D	D	D

(注) (1) P：社長，VP：副社長，D：取締役，G：総支配人，DS：補充取締役。

(2) 階層は，L1：純粋持株会社，L2：投資会社，L3：事業持株会社，L4：事業会社。

(3) 対象としているのは，公開株式会社のみ。

(出所) 証券保険監督局データベースをもとに筆者作成。

うなピラミッド構造を有する企業所有関係は有効に機能する。最低2名の人材で、中核持株会社であるL1あるいはL3の社長のポストを押さえることによって、L4の20～50といった子会社や関連会社を実質的に支配できるような制度を備えているのである。後継者の育成は、L4の社長や取締役から、L

1あるいはL3の取締役、そして将来的にはその社長となってグループ全体を統括する、という経路が形成されている。

第4節 ファミリー企業グループの事例

現在チリにおける5大ファミリー・グループは、アンジェリーニ、ルクシック、マッテ、クラロ、サイドである。これらはいずれも1970年までは中小のビジネス・グループと分類されていたが (Lagos [1961]), 1980年代半ばからの一次産品、およびその加工産品の輸出主導による経済発展や、民営化を契機として成長をとげた企業グループである。

前節での分析に示したように、企業グループは企業規模の拡大に伴い、財務構造や経営組織を改編している。5大グループのなかでも、経営革新の進んだグループと、その途上にあるグループに分かれる。ここでは、具体的な事例を通じてそれらを検証する。

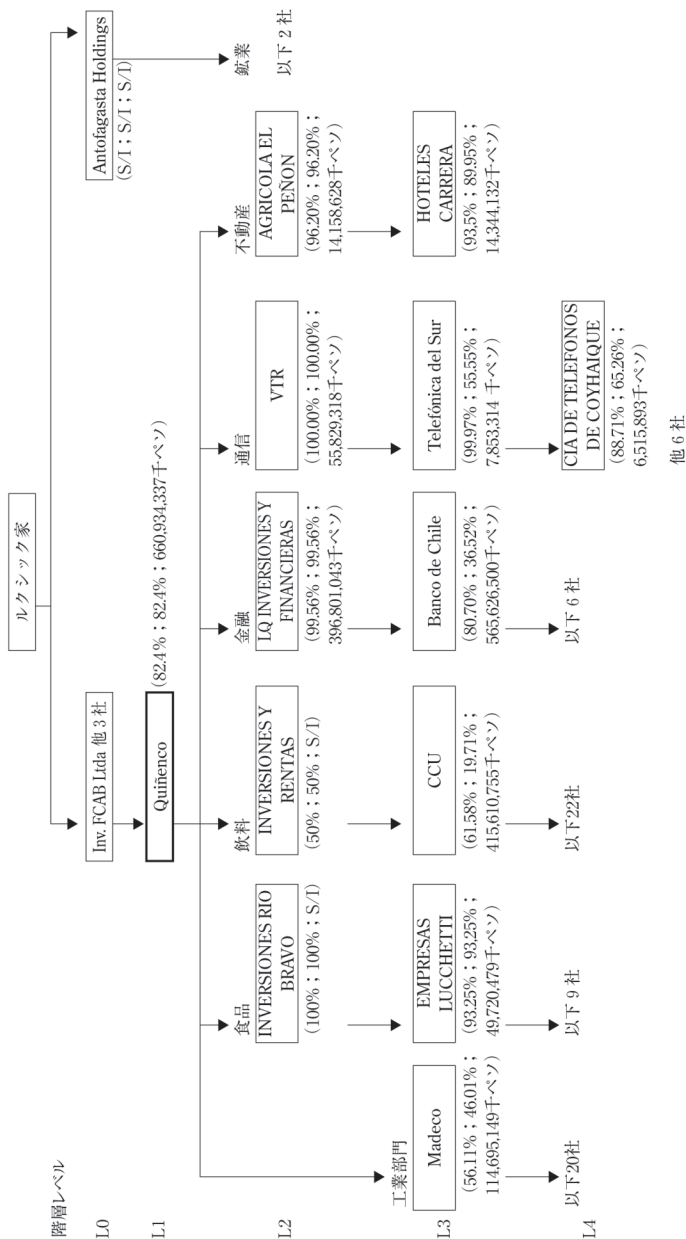
1. 経営革新の進んだグループ

(1) ルクシック・グループ (図5)

グループの起業は1950年代にグループ創始者のアンドローニコ・ルクシック・アバロア (Andrónico Luksic Abaroa) が北部アントファガスタでフォード車の販売を始めたときに溯ることができる。その後北部の漁業、鉱業企業に徐々に資本参加し、1980年代の民営化を契機に、鉱山、飲料、金融部門の企業を買収し、大ビジネス・グループとなった。

ルクシックは、最も整然としたグループ構造を有するといわれるが、これは、1996年に大幅な事業改編を行った結果である。ファミリーは、FCAB投資有限会社、チリ・ラウナ銅社、リオ・クラロ不動産・投資有限会社、コンソリダーデス投資社など三つの投資会社を通じて、工業・金融部門の持株会

図5 ルクシック・グループの所有関係と企業資産高



(注) (1) かつこ内は、(グループの直接所有比率；間接所有比率；資本金額)。

(2) S/Iは情報なし。

(出所) 年報、およびEl Diario紙 (2002年8月30日) などをもとに筆者作成。

社であるキニエンコ社を合わせて82.4%所有し、またロンドン株式市場に上場している、アントファガスタ持株会社を所有している。キニエンコ社は事業再編前は非公開株式会社であったが、これを純粹持株会社化することで、ADRの発行など、海外市場でのグループ全体の資金調達を行っている。

キニエンコ社は傘下に、食品ではLucchetti社、飲料ではCCU、金融ではチリ銀行、通信ではTelsur社という事業持株会社を有するが、いずれも投資会社を通じて所有している。このうち、インベルシオネス・イ・レントス社は、飲料のCCUを所有する投資会社であるが、ドイツのPauliner社との共同出資の形態をとっている。

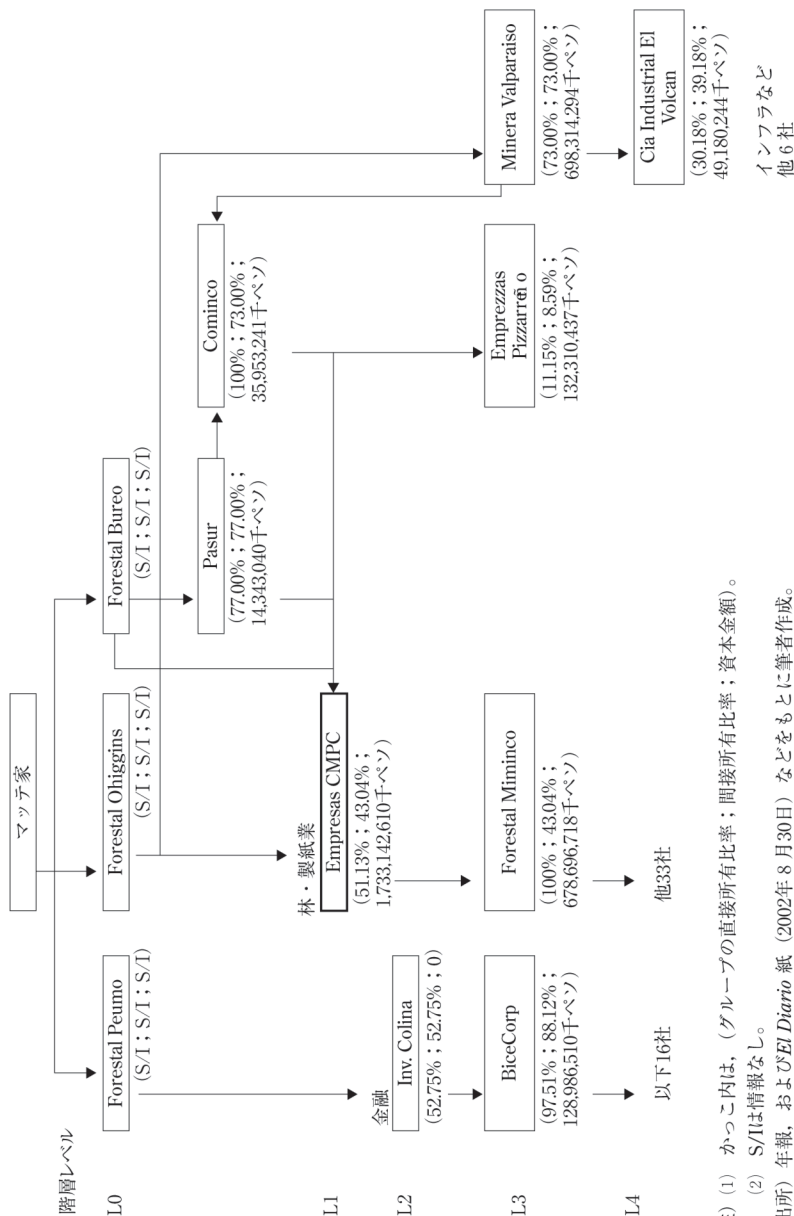
グループの創業者であるアンドローニコ・ルクシックは、現在でも鉱山部門の持株会社でL0のアントファガスタ社の社長を務めるが、それ以外の企業経営からは手を引いている。グループの金融・製造業分野の持株会社でL1のキニエンコ（Quíñenco）の社長を務めるのは、アンドローニコの息子で1956年生まれのギジェルモ（Guillermo）で、傘下のCCU、テルスール、マデコ、ルケッティ、チリ銀行の取締役も務める。2歳年上の兄アンドローニコは副社長で、同時にエドワーズ銀行、マデコ、CCU、ルケッティの取締役も兼ねている。1964年生まれのジャン・パウル（Jean Paul）もまたグループ持株会社の取締役を務める傍ら、グループのマデコや、アントファガスタ社系列の鉱山会社の取締役に就いている。

(2) マッテ・グループ（図6）

グループの持株会社は、林業のCMPCと金融のBICE、そして港湾、電力などのバルパライソ工業（Minera Valparaíso）とPasurがある。なかでもCMPC社は長い歴史を有し、資産額でみても圧倒的に大きく、グループの中核となっている企業である。創業者のルイス・マッテ・ラライン（Luis Matte Larraín）は1891年生まれで、父は都市鉄道会社を設立し経営者団体であるSofofaの会長であったドミンゴ・マッテ・ペレスである。

グループの中核となっているのは、Empresas CMPC社で林業・製紙業の

図6 マッテ・グループの所有関係と企業資産高



(注) (1) かつこ内は、(グループの直接所有比率; 間接所有比率; 資本金額)。

(2) S/Iは情報なし。

(出所) 年報、およびEl Diario 紙 (2002年8月30日) などをもとに筆者作成。

持株会社である。ファミリーは、これをオイギンス林業、ブレオ林業など四つの投資会社を通じて所有する。EMPRESAS CMPC社は傘下に林業持株会社のMiminco社や鉱業のPizarreño社を有する。金融では、投資会社のPeumo林業が、イギリスのNM Rothschild & Sons社と組んでコリーナ投資社を所有し、これがBicecorp銀行を支配している。

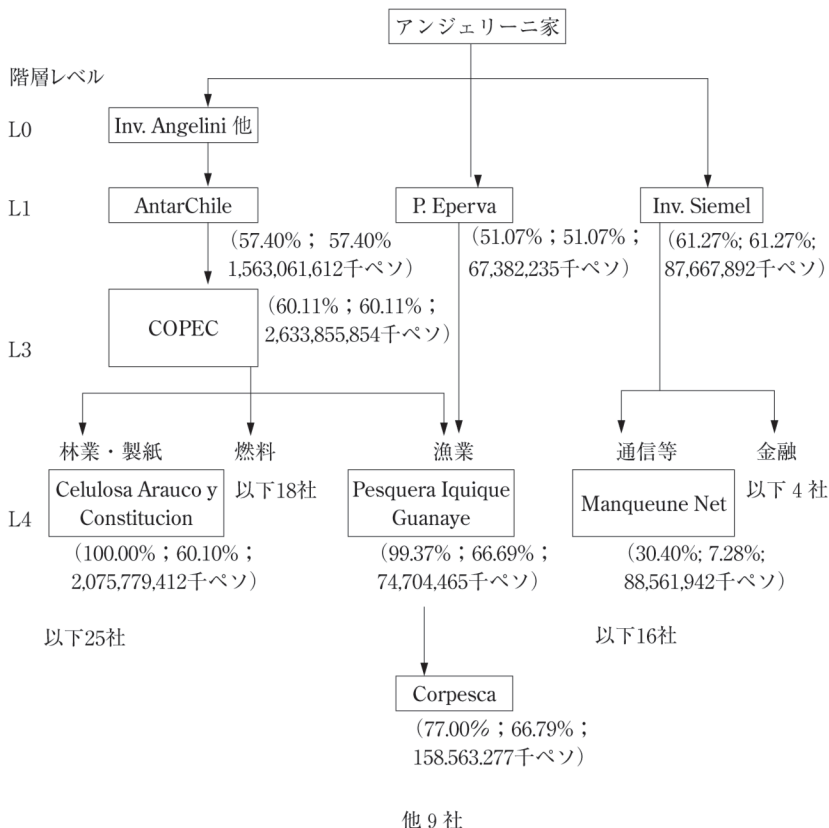
マッテ・グループは、創業者であるルイス・マッテ・ララインはすでに死去し、唯一「家族企業」といえるグループである。現在、孫にあたるエリオドロ・マッテ・ララインが総帥となっている。シカゴ大学でMBAを取得し、事業持株会社でL1のCMPC社の社長、および金融部門の事業持株会社でL3のBICE社の取締役役に就いている。兄弟のベルナルド（Bernardo）は、金融部門が主でBICEの社長である他、エリオドロとともにL4以下の事業会社の取締役に名を連ねている。

(3) アンジェリーニ・グループ（図7）

チリ最大の資産を有するアナクレト・アンジェリーニ（Anacleto Angelini）は、1948年にイタリア北部ヘラーラから移住して来た。兄のジーノ（Gino）やイタリア人投資家グループとともに1950年代に北部の漁業などで興業し、漁業を近代化させ魚粉の輸出で資産を蓄積した。転機となったのは、金融危機後の1985年に燃料小売企業であるCOPECへの資本参加を果たしたことである。COPECはチリ有数のコングロマリットで、傘下に林業、電力、電気製品小売、港湾経営など多くの企業を抱えていた。ここを事業持株会社として、活発な資金調達を行い、傘下の林業や漁業の事業会社を支配している。

アンジェリーニ・グループの総帥であるアナクレートは、現在88歳とかなり高齢となっている。純粋持株会社でL0のアンタール・チレの社長の座は維持しているが、グループの中核である事業持株会社であるCOPEC社では取締役の一人となっている。このほかには、創業当時からの中核事業である漁業・林業の事業会社でL4のエペルバ漁業とセル・アラウコ社の取締役を務めている。2003年から事業再編を開始し、現在事業持株会社であるCOPEC社

図7 アンジェリーニ・グループの所有構造と企業資産高



(注) (1) かつこ内は、(グループの直接所有比率; 間接所有比率; 資本金額)。

(2) S/Iは情報なし。

(出所) 年報, およびEl Diario 紙(2002年8月30日)などをもとに筆者作成。

をEMPRESAS COPECという純粋持株会社化する計画である。

アナクレートには、創業当時から協力していた兄ジーノがいたが、1994年に死亡している。アナクレートは、46年前にエレナ(Elena)と結婚しているが子供はなく、後継者はジーノの子供のロベルトとみられている。ロベルトは現在L0のアンタール・チレ社の副社長である他、COPEC社の取締役、さ

らにアナクレートと同じくエペルバ漁業と、セル・アラウコ社の取締役となっている。

2. 経営革新の途上にあるグループ

(1) クラロ・グループ (図8)

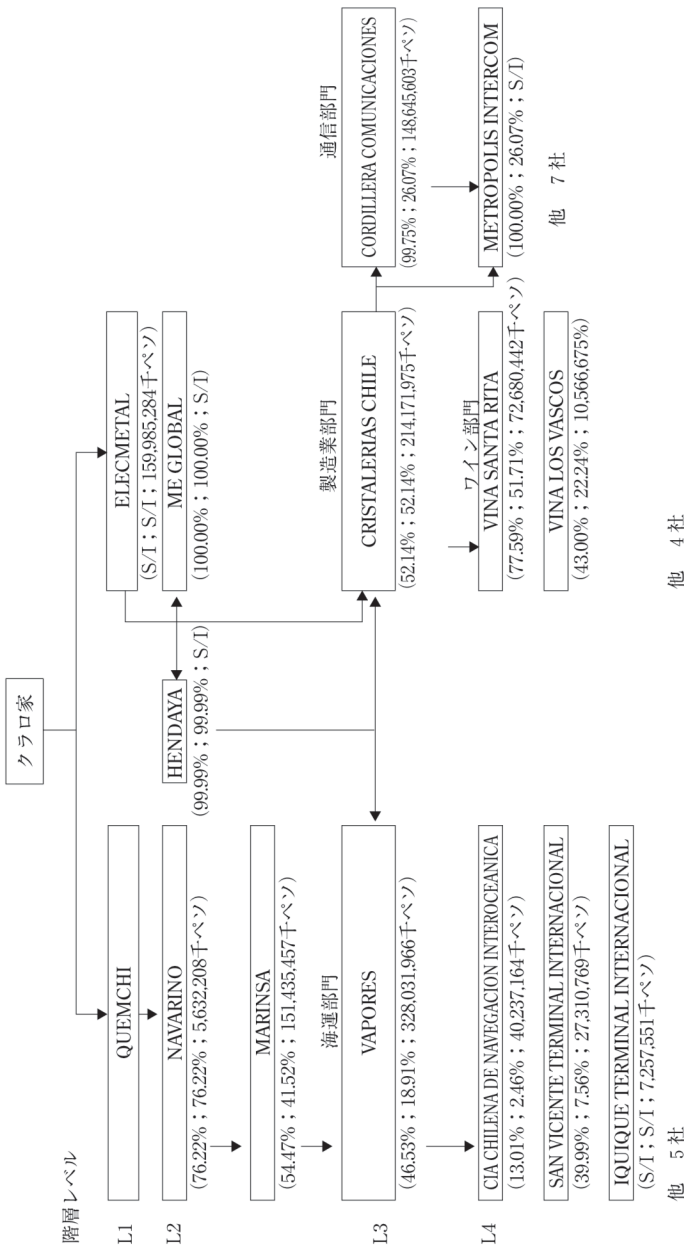
ファミリーの総帥は、リカルド・クラロ (Ricardo Claro) である。弁護士で、ピノチェト政権時に外務官として活躍した経歴を有する。事業持株会社であるエレクトロメタル・ヒカ (以下エレクトメタル) 社の議決権株の46%を所有し、ここを通じて製造業の中核であるクリスタル社を支配している。クリスタル社の所有構造は、34%がエレクトメタル社、次いでグループ企業のバヨナ社、ヘンダヤ社がそれぞれ9.24%、8.87%所有し、グループ全体で52.14%と過半数を占めている。

リカルド・クラロは、同時に中核事業持株会社でL3のクリスタル社の社長も務めている。クリスタル傘下のL4の企業では、サンタ・リタ、メガビジョン、メトロポリス・インターコム社の社長となっている。ファミリーからは他に兄弟のハイメ・クラロ・バルデス (Jaime Claro Valdés) が取締役に就任している。もうひとつの柱である海運事業では、リカルドがL3のバポーレスの社長、ハイメがL2のナバリノの取締役を務めている。図8にあるように、グループの2台事業である、飲料容器と海運業はそれぞれ独立しており、グループ全体を統括する持株会社は存在しない。

(2) サイド・グループ (図9)

サイド家はトルコがパレスチナに侵攻したときにラテンアメリカに逃れてきた。現在はホセ・サイド (José Said) がグループの総帥であり、伯父のドミンゴ (Domingo Said Kattán) と従兄弟のハイメ (Jaime) とともにファミリー・グループを形成している。ホセは、チリ大学法学部を卒業し、現在BHIF、パルケ・アラウコの社長を務め、またグループ企業の多くに取締役として名を

図8 クラロ・グループの所有構造と企業資産高

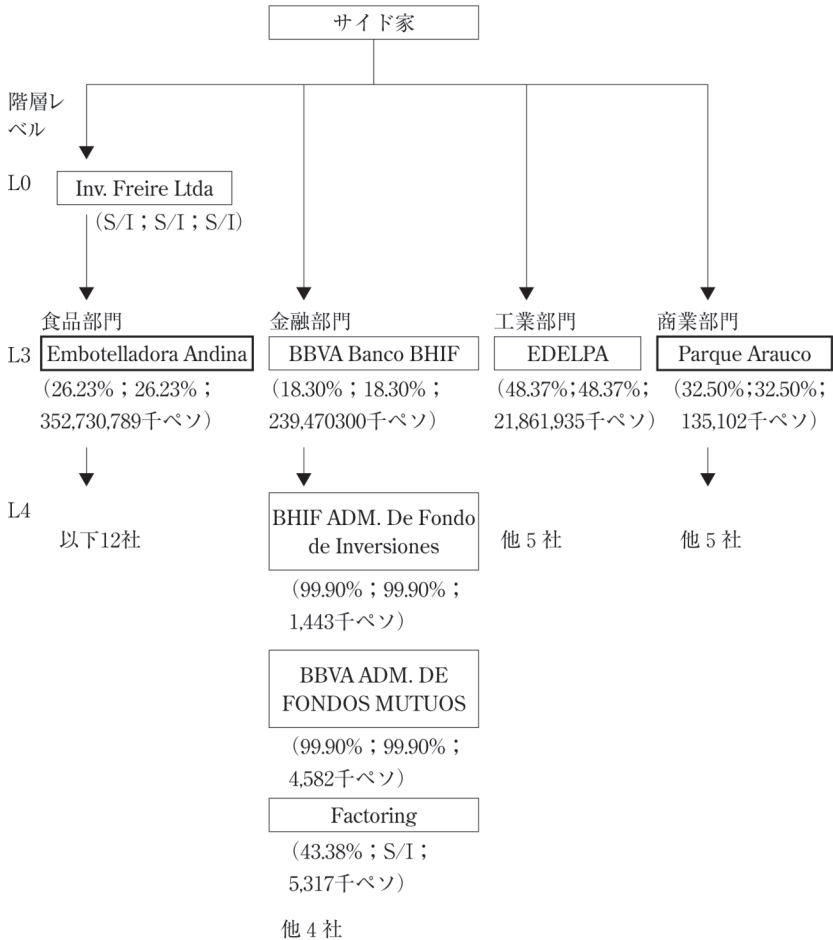


(注) (1) かつこ内は、(グループの直接所有比率；間接所有比率；資本金額)。

(2) S/Iは情報なし。

(出所) 年報、およびEl Diario 紙 (2002年 8 月30日) などをもとに筆者作成。

図9 サイド・グループの所有構造と企業資産高



(注) (1) かっこ内は、(グループの直接所有比率；間接所有比率；資本金額)。

(2) S/Iは情報なし。

(出所) 年報，およびEl Diario 紙(2002年8月30日)などをもとに筆者作成。

連ねる。一方ハイメは、アンディーナ社の取締役である。

企業グループとしての歴史は比較的古く、1970年代から金融部門と工業部

門を中心に活動していた。グループが本格的に拡大を始めたのは1985年にホセ・サイドとハイメ・クラロ・バルデスがフレイレ投資会社を通じてアンディーナ飲料社の株の62%（270万USドル）を取得してからである。

グループ企業はファミリーが出資する投資会社を通じて所有するが、サイド・グループは、他のファミリーとの共同出資が多いのが特徴である。アンディーナ飲料の最大投資家は議決権株の52.61%を有するフレイレ投資会社であるが、これはファミリーのホセとハイメのほかにもアルベルト・ウルタード（社長）とホセ・アントニオ・ガルセース（取締役）の4人による同率共同出資であり、社長ポストも輪番とすることが定められている。また、金融のBhif社はマスー家と、商業のパルケ・アラウコ社はアブモオール家との資本提携がなされている。

サイド・グループは現在、世代交代が進行中である。創業者のホセは商業部門のL3企業であるパルケ・アラウコ社の社長を務めるがアンディーナ飲料社では取締役 retiring している。ホセは4人の子を有するが、そのなかで唯一の男性であるサルバドル（Salvador）はチリのガブリエラ・ミストラル大学商学部を卒業し、父の跡を継ぐことが期待されている。現在は、アンディーナ社でホセの補充取締役を務め、さらにEdelpa、パルケ・アラウコ、Bhifの金融子会社の取締役となっている。一方ハイメの息子ゴンサロ（Gonzalo）もまた、アンディーナ飲料社で父ハイメの補充取締役に就任する傍ら、L4以下の子会社の取締役や副社長を務めている。サイド家は、ファミリーとしての結束は固いが、クラロ家と同様、グループ全体を統括する持株会社は有していない。

むすび

ファミリービジネスは、チリの経済において重要な位置を占める。政治経済面での変動で永続しているファミリーは少ないが、売上高や資産規模でみ

た場合、上位企業の大半は特定のファミリーが所有と経営を支配し続けている。

ファミリービジネスの利点としては、所有者と経営者が一致、あるいは同一の家族メンバーであるために、エージェンシー問題が深刻ではない点があげられる。一方で、ファミリー企業の成長の制約要因は、資金調達と、経営資源という人材面での課題がある。チリにおいては、資金面での制約ではピラミッド構造が重要な役割を果たしている。頂点の家族の資産保全会社、あるいは、他のグループや外資と提携して設立した投資会社によって、中核持株会社の最大株主となっている。これにより、広く資金を集める中核会社においても実質的な経営権を掌握する手法がとられている。

企業規模に伴う支配権の低下については、収益を配当ではなく、利益剰余金として積み立てることで、ファミリーの所有比率の低下を免れている。これは、ファミリービジネスの場合、収益を配当にまわす外部的な圧力が少なく、内部にとどめ将来の投資に備えることができる資金が少なくすむためであると考えられる。

経営資源の制約でも、ピラミッド構造が大きな役割を果たしている。グループ全体の重要な経営判断を、グループの頂点の少数のポストに集中させる仕組みと、各事業における専門的な観点からの経営判断を各事業会社の総支配人に任せる分業関係が確立している。

ただし、チリのファミリー企業は存続期間が短いため、相続に関する問題が発生していないのも特徴といえよう。本章ではこの点を扱うことができなかったが、今後10年程度で多くのファミリー企業に継承の問題が生じると考えられる。効率を重んずる経済風土に、家族の紐帯の強い文化がどう関係してくるのか今後注目される。

〔注〕

- (1) 本章ではとりあげないが、企業グループと軍事政権の関連を指摘する文献は多い。林業などセクターの優遇政策や、民営化の過程における売却で何らかの政権との人的つながりが指摘されている (Fazio [1997])。

- (2) 「大衆資本主義」(capitalismo popular) によって、公務員や軍人に対して退職金を担保とした国有株の優遇的な売却がなされ、意図的に分散所有が図られた(Hachette and Lüders [1993])。
- (3) チリは、輸出の約30%がアジア向けということもあり、アジア通貨危機の影響を比較的強く受け通貨が暴落した。チリのアジア危機の影響については、Ffrench-Davis y Tapia [2001] を参照。
- (4) スペイン・エンデサ社、およびAES社によるチリ電力企業の買収については、北野 [2002] 参照。
- (5) 特定の会社が議決権付株式の50%以上を有している会社を子会社、議決権付株式の10%以上を有している場合を提携会社とする。本章における訳語については、中川 [1993] を参考にした。
- (6) チリにおいても、1982年の金融危機以前は銀行を中核とした相互持ち合いによる巨大企業グループが存在した。クルサット・ララインや、ビアルといったこのようなグループは金融危機を引き起こした張本人として糾弾され、現在でも復活していない。チリの金融危機と企業グループについては Rozas and Marín [1989] を参照。
- (7) Lefort and Walker [2000a] でも同様の企業のレベルの分析があるが、その対象は、公開企業のみである。本章では、公開企業の所有者データをもとに、非公開企業も明示的にとりあげている。
- (8) 1965年の税制改正で、個人所得税が引き上げられ、資産課税が開始されたため、その影響で資産の家族所有が不利になり、「家産」(patrimonio familiar) は個人ではなく法人によって所有されるようになったためと考えられる。
- (9) ADRは、シティー・バンクなど米国系の銀行が引受け行となり、その議決権は一括して引受け行に託される形式をとる。ただし、情報開示義務など上場コストも大きいことから1990年代ほど新規上場の数は多くない。
- (10) ただし、財務諸表などの企業データは、現時点で2002年までしか明らかになっていないので、本章での分析はそれまでの情報に基づく。それ以外のファミリーも何れも中核となる持株会社を有しているが、企業成長の基盤となった事業を分離させてはいない。
- (11) もちろん、提携している外資系企業の国際戦略の変化で、提携が解消され契約破棄で裁判となるケースもある。2003年にPaulinar社の独自のラテンアメリカ拡大戦略とルクシックが対立し、インベルシオネス・イ・レントス投資社の提携先が、ドイツのハイネケン社に変更された。
- (12) キャッシュ・フローと議決権を乖離させる要因としては、議決権制限株式を発行するという手段がとられることがある。チリの株式会社法第20条では、議決権制限株式の発行を認めているが、Lefort and Walker [2000a] によると、実際には上場企業の7.5%しか発行しておらず、経営支配の手段とはなっていない

い。

- (③) フェルナンド・レフォルト教授（チリ・カトリカ大学経営学部教授）へのインタビュー（2003年9月4日）。

〔参考文献〕

<日本語文献>

- 北野浩一 [2002] 「チリ：電力・一次産品加工業における域内企業の財務構造変化」（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）。
- 森川英正 [1996] 『トップ・マネジメントの経営史』 有斐閣。
- 中川和彦 [1993] 「資料：チリ国一九八一年株式会社法」（『成城法学』 Vol. 42-43）。

<外国語文献>

- Agosin, Manuel R. and Ernesto Pastén [2003] “Corporate Governance in Chile,” Banco Central de Chile, Documento de Trabajo, No.209.
- Burkart, Mike, Fausto Panunzi and Andrei Shleifer [2002] “Family Firms,” NBER Working Paper No.8776.
- Caselli, Francesco and Nicola Gennaioli [2003] “Dynastic Management,” NBER Working Paper No. 9442.
- Cepal [2003] *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe*, Santiago.
- Chandler, Jr., Alfred D. [1977] *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge: Harvard University Press（鳥羽欽一郎・小林袈裟治訳『経営者の時代』東洋経済新報社、1979年）。
- Chandler, Jr., Alfred D. [1990] *Scale and Scope: The Dynamic of Industrial Capitalism*, Cambridge: Harvard University Press.
- Chami, Ralph [2001] “What Different About Family Business,” IMF Working Paper, WP/01/70.
- Dahse, Fernando [1979] *El mapa de la extrema riqueza*, Santiago: Editorial Aconcagua.
- Fazio, Hugo [1997] *Mapa actual de la extrema riqueza en Chile*, Santiago: LOM-ARCIS.
- Ffrench-Davis y Heriberto Tapia [2002] “Tras variedades de políticas en Chile frente a la abundancia de capitales,” en Ricardo Ffrench-Davis Comp., *Crisis financiera en países exitosos*, Santiago: McGraw-Hill.
- Fuentes, Luis Arturo [1997] *Grandes grupos económicos en Chile y los modelos de propiedad en los otros países*, Santiago: DOLMEN.

- Iglesias-Palau, Augusto [2000] "Pension Reform and Corporate Governance Impact in Chile," *Revista Abante*, Vol.3, No.1, pp. 109–141.
- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, and Andrei Shleifer [2000] "Tunnelling," NBER Working Paper, No. w7523.
- Khanna, Tarun and Krishna Palepu [1998a] "Policy Shocks, Market Intermediaries, and Corporate Strategy: The Evolution of Business Groups in Chile and India," *Journal of Economics and Management Strategy*, MIT, Vol.8, No.2, Summer, pp.271-310.
- Khanna, Tarun and Krishna Palepu [1998b] "The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long Run Evidence from Chile," Harvard Business School, Working Paper 99–077.
- Hachette, Dominique and Rolf Lüders [1993] *Privatization in Chile: An Economic Appraisal*, San Francisco: ICS Press.
- Lagos, Ricardo [1961] *La concentración del poder económico*, Santiago: Editorial del Pacífico.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer [1999] "Corporate Ownership Around the World," *The Journal of Finance*, Vol.54, No.2.
- Lefort, Fernando [2004] "Ownership Structure and Market Valuation of Family Groups in Chile," Proceeding for the workshop on Family Business in Developing Countries: Cases of Asia and Latin America, IDE.
- Lefort, Fernando and Eduardo Walker [2000a] "Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses for Governance," *Revista Abante*, Vol. 3, No.1, pp. 3–27.
- Lefort, Fernando and Eduardo Walker [2000b] "The Effects of Economic Shocks on Corporate Governance Systems in Chile," *Revista Abante*, Vol.2, No.2, Octubre.
- Morck, Randall K., David A. Stangeland and Bernard Yeung [2000] "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease?" in Randall Morck ed., *Consentrated Corporate Ownership*, Chicago: The Univ. of Chicago Press.
- Maluf, Nicolás, Nureya Abarca, Darío Rodríguez, and Luis Arturo Fuentes [1998] "Governance and Ownership Structure in Chilean Economic Groups," *Revista Abante*, Vol.1, No.1, pp.111-139.
- Rozas, Patricio and Gustavo Marín [1989] *El "mapa de la extrema riqueza" 10 años después*, Santiago: CESOC/Pries – Conosur.
- Sanfuentes V., Andrés [1983] "Los grupos economicos: control y políticas," Notas Técnicas No.58, CEPAL.

- Sanchez, Jose Miguel y Ricardo Paredes M. [1994] “Grupos económicos y desarrollo: el caso de Chile,” CEPAL, LC/R. 1444.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny [1997] “A Survey of Corporate Governance,” *The Journal of Finance*, Vol.52, No.2.
- Walker, Eduardo and Fernando Lefort [2002] “Pension Reform and Capital Markets: Are There Any (Hard) Links,” Social Protection Discussion Paper Series, No.0201.
- Wolfenzon, Daniel [1999] “A Theory of Pyramidal Ownership,” Mimeo, Harvard University.