

## 第4章

# 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

### はじめに

ラテンアメリカ地域でいち早くグローバリゼーションを開始したチリ企業は、1990年代の後半から変革の時期を迎えている。チリ企業は、対外直接投資にかんする資本規制が緩和された1990年を契機に、積極的にラテンアメリカ域内諸国へ対外進出を繰り広げた。経済規模では域内の中位国であるが、域内の企業間競争では優位にたち、有力企業の多くがラテンアメリカ各国に展開する大企業へと成長した。しかし、そのような大企業がアジア通貨危機以降海外拠点からの撤退や企業買収にあうケースが多くなっている。

1990年代にチリ企業が海外に進出したのは、自国の市場規模が小さいことと併せて、周辺国が遅れて自由化・規制緩和を進めたことを背景にしている。チリ政府は、1980年代から公企業、公益事業の民営化を進め、それとともに規制枠組みも整えてきたが、周辺国では1990年代に入ってから料金設定などチリの規制枠組みを導入するかたちで民営化、規制緩和を進めた。そのため、すでに十数年の経営ノウハウの蓄積があったチリの企業は、周辺国の市場に参入するにあたり経営面での優位性があったといえる。同時に、マクロ経済が安定していたことや、民間年金基金（AFP）によって国内資本市場が発達していたことも、企業の資本調達への優位性をもたらした。

しかしながら、1997年のアジア通貨危機の影響がチリ経済にも影を落とし

はじめるころから、企業の海外進出の状況に変化が現れてきた。危機以降これまで域内企業に成長していた大企業が、欧米のグローバル企業に買収されるケースが目立っている。それは、電力をはじめテレコム、金融、流通など、ネットワーク産業と呼ばれる分野において顕著にみられる。その反面、一次産品加工産業ではネットワーク産業とは対照的に、1990年代後半にかけて国内の天然資源量の制約から資源確保を求めて海外へ進出する傾向がより強まっている。すなわち、国際展開は産業ごとに二分化の様相をみせている。

企業の海外進出と産業特性との関係は、これまでJ・ダニングによって折衷理論による説明がなされてきた（Dunning [1993]）。国連ラテンアメリカ・カリブ経済委員会（CEPAL）の直接投資報告書では、この枠組みをラテンアメリカの直接投資分析に適用して、域内の直接投資を効率性追求、天然資源確保、市場の確保という三つの要因で説明している。CEPAL [1999: 60] では、一次産品加工産業が海外進出を行う要因を天然資源確保型とし、一方ネットワーク産業などサービス業はおもに市場確保型と分類している。しかしながら、近年の企業の海外進出と撤退、あるいは企業所有の移転パターンの分析を行うにはこれだけの枠組みでは十分とはいえない。これまでの枠組みでは、海外進出の要因は説明しても、先進国企業に買収されて子会社化している現状を説明できていないからである。海外進出と進出後の先進国企業による買収を併せて説明するためには、上記の枠組みでは看過されている別の要因に注目する必要があると思われる。そのような要因として、海外進出のファイナンスをどのような手段で行ったかという財務管理をとりあげる。

チリのネットワーク産業の例は、規模の経済性の強い産業における途上国企業の成長過程の典型的なパターンといえる。資本の国際化が進んでいる今日では、経営・資本の相対的な優位性によって域内企業へと成長しても、より規模が大きい企業に買収される可能性が高く、途上国資本による経営権の保持は困難であることを示している。企業規模の拡張と財務管理の失敗による破綻は、2001年末の米国企業エンロン社の例にもみられるが、途上国企業の場合にはより資金力のある欧米企業によって買収されるという傾向がみら

れる。

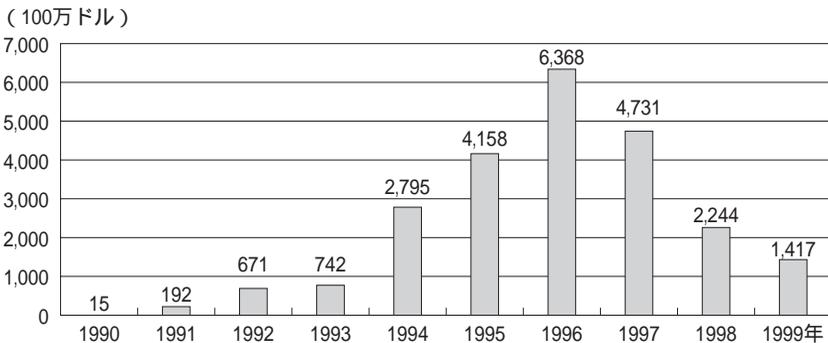
本章では、チリ企業の海外進出とそのファイナンスに焦点をあて、近年の企業所有における変化の要因を探ることを目的とする。とくに、海外進出が財務面に与えた影響に着目し、電力など規模の経済が強く働く産業においては所有の移転を招き、一方一次産品加工業では所有の面での変化がないのは、財務管理の違いが重要であることを示す。まず、マクロ統計を用いて、チリ企業の海外進出の特徴を概説する。続いてセクター別に企業の海外進出の状況、海外子会社の収益、および企業の負債比率の増加をみる。最後に電力産業から2社、一次産品加工産業から1社をとりあげ、両者の海外展開の動機、資金調達、所有の変化を分析する。

## 第1節 チリ企業の海外展開の進展

### 1. チリ企業の海外進出

チリ企業の海外進出が活発になったのは、1990年代に入ってからのものである。図1には、チリ企業の対外投資の推移を示してあるが<sup>(1)</sup>、1996年の64億

図1 対外投資額推移



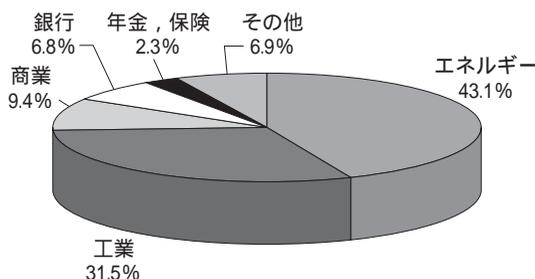
(出所) CCS [2000b: 31].

ドルをピークとして1990年からの6年間で年平均92%増加している。1997年にはアジア通貨危機が発生し、その影響はラテンアメリカ諸国にも伝播したが、これを契機としてチリの対外投資も減少に転じ1999年には14億ドルにまで落ち込んでいる。

海外進出を行ってきたチリ企業の業種別のシェアは、工業など製造業企業を中心とするアジア諸国と比べ、際立った違いをみせている。チリの対外投資分野別の1990年から2000年第1四半期までの累計では、エネルギー関連が43.1%、ついで工業の31.5%、そしてスーパーマーケットの進出などの商業が9.4%を占めている(図2)。チリの対外投資は周辺国の公共事業への参加を中心とし、電力などエネルギー関連の比率が高いのが特徴といえる。

これらの企業の多くはラテンアメリカ地域へ進出し域内企業として成長を遂げた。もっとも積極的に海外投資を行ってきた電力部門の企業は、チリ企業全体の売上高のなかでもトップクラスに属する。売上高のランキングをみると1位は電力事業持ち株会社のエネルシス社であり、その子会社である発電事業を行うエンデサ社は3位である。また、2位のコペックは1999年時点で発電事業のヘネル社の持ち株会社であり、ヘネル社も12位に位置している。エンデサとヘネル社は、まずアルゼンチン、ついでブラジル、コロンビアなどの電力民営化事業に参加し、ラテンアメリカの電力部門のリーダー的企業

図2 分野別対外投資  
(1990年から2000年第1四半期の累計)



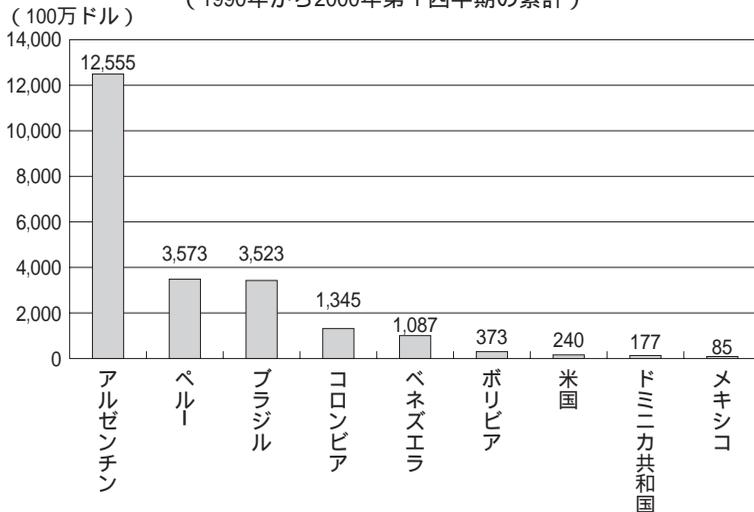
(出所) CCS [2000b: 32].

となった。

一方、工業部門の対外投資では一次産品加工が主である。チリは1980年代の後半から通貨の切下げ政策や政府による輸出促進政策によって、農水産品の加工、製紙業に強い国際競争力を有するにいたった。海外から技術・設備を積極的に導入し、先進国市場をターゲットとした輸出による拡大戦略をとったことが奏功している（Meller y Sáez [1997]）。おもに南部の水産・森林資源や農作物を原料としていたが、1990年代に入ると、環境問題や後述する少数民族の土地所有問題が発生して国内の資源制約が大きくなってきたため、自然環境が近い周辺国への生産拠点の拡大が目立つようになっている。

直接投資の進出先では、図3にあるように隣国アルゼンチンが群を抜いて多く、1990年から2000年第1四半期までの累計で125億ドルに達している。ついでペルー、ブラジルが35億ドルでほぼ並んでいる。投資先のほとんどがラテンアメリカ諸国であり、チリ企業が主として域内企業として成長したことがわかる。

図3 国別対外投資額  
(1990年から2000年第1四半期の累計)



(出所) CCS [2000b: 32].

## 2. 海外進出と企業所有の変化

チリ企業の強みは、他のラテンアメリカ諸国に比べてとくに資金調達面で有利であった点があげられる。メキシコに端を発する1982年対外債務危機は、当時国際収支面での問題を抱え多額の累積債務を抱えていたチリにも波及した<sup>(2)</sup>。銀行融資が停止するとともに国際金利は上昇し、交易条件が悪化する一方、GDPは14%減少するなど国内需要は急速に落ち込んでいる。しかし、その後の産業の国際競争力強化、および経済運営における規制を重視する政策を実施したことにより、1980年代後半から安定した経済成長を継続している。その結果、チリでは他のラテンアメリカ諸国に先駆けて1990年代初めから資金の流入が活発となり、国内における外貨の調達が容易になっている<sup>(3)</sup>。一方で、チリ企業にたいする国際的な信用も高まり、ニューヨーク証券市場におけるADRの発行や、債券の発行による外貨の調達も盛んに行われるようになった。このような資金調達面での有利さは、周辺国が有していなかったものである。

しかしながら、アジア通貨危機以降企業が直面する状況は一変している。アジア通貨危機の影響は二つの経路を通じて伝播した。一つは貿易を通じてであり、アジア向け輸出の割合が30.5%のチリはラテンアメリカのなかで飛び抜けて大きく、アジア市場の冷え込みの影響はもっとも甚大であった。とくに、チリにとってアジア市場は、1990年代に急速に成長した非伝統的輸出品の新たな市場と位置づけられるために、長期的な成長軌道の修正の必要も懸念された。もう一つの経路は金融市場を通じたものである。海外の投資家はエマージングマーケット証券のリスクを嫌って資金を引き揚げたが、その結果アジアだけではなくラテンアメリカ諸国でも株や債券価格の暴落が引き起こされた。チリはマクロ経済が安定していたため直ぐにアタックの対象になることはなかったが、ブラジル、アルゼンチンなど周辺国の通貨不安が高まるなかで、連鎖的に外貨流入は減少した。中央銀行はこれに対処するため

銀行間金利を年率14.5%にまで引き上げて対処している<sup>(4)</sup>。こういった一連の金融市場の変化が、チリ企業の国内外での資金調達を困難にする結果となった。

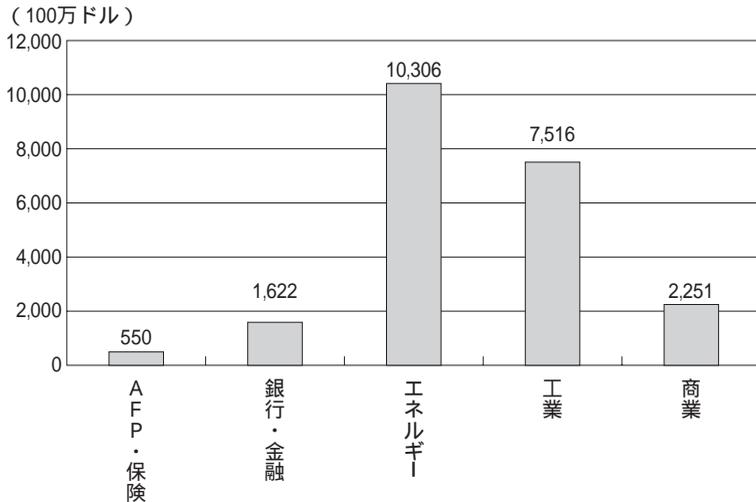
アジア通貨危機による資本調達コストの増加を契機として、チリ企業は海外展開の見直しを迫られている。一時はラテンアメリカの電力部門のリーダー企業といわれたエンデサ社は、1997年にスペイン企業に、そしてヘネル社は2001年1月に米国企業に買収されたことは、驚くべき変化である。同様の例は、電気通信、スーパーマーケットにもみられる。電気通信の分野は、早くから国際競争の波が押し寄せ、最大のCTCは1990年半ばにスペインのテレフォニカ・エスパーニャ社によって買収されている。また、国内第2位で長距離通信最大手のエンテル(ENTEL)社は、コロンビア、メキシコなどへ進出しているが、現在イタリアのStet社の傘下となっている。一方、スーパーマーケット・チェーンは1980年代後半からアルゼンチンなどへ進出したが、最大手のD&Sは1999年にアルゼンチン子会社を売却し撤退を決めている。また第2位のサンタ・イザベルは、すでにオランダの大手であるAholdが経営権を握っている。

これは、アジア通貨危機以降の資本調達コストの増加に加えて、国内市場での需要の低下、そしてこれに1998～99年の旱魃による電力供給停止が重なったことも影響している。アジア通貨危機への対応は産業ごとに異なっており、国内外の投資計画の見直し、コストの引下げ、そして国内外の他企業との戦略的提携といった戦略がとられている。

1999年から2000年にかけて、チリ企業の在外子会社の外国企業への売却は7億7400万ドルに達しており、2000年前半だけでも2億5100万ドルになると見込まれている。これは、直接的な売却のみの数字であり、もしチリの親会社外国企業に買収され、その在外子会社が外国企業の所有になったケースを加えると27億ドルにも達する。そのなかでは、スペインなどの企業による電力、銀行、年金基金などの買収が典型的である。

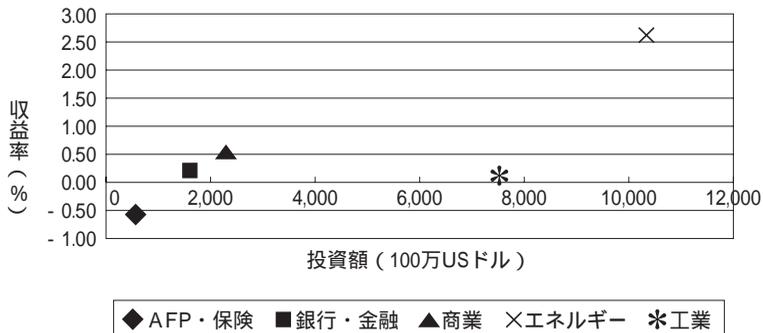
海外での資産売却の金額をセクター別でみると、電力と小売業がそれぞれ

図4 在外子会社買収額（セクター別，1999年）



(出所) CCS [2000a] のデータをもとに作成。

図5 セクター別海外投資額・海外子会社収益率



(出所) CCS [2000a] のデータをもとに作成。

35%と34%を占めている。小売り業の高い数字は、アルゼンチンにおけるスーパーマーケット・チェーンの売却が要因として大きい。買収側は提携していた現地や海外企業であることが多い。

チリの親会社が外国企業に買収されたためにチリ国籍ではなくなった海外子会社の所在国は、全体の42%がアルゼンチンであり、ついでペルーが28%

表1 海外子会社の収益額ランキング

(単位：100万ペソ)

企業名(親会社)	収益額	分野	企業名(親会社)	収益額	分野
1 エンデサ・エネルシス	372,669.9	電力・ガス・水道	41 CB TI	-3.6	サービス
2 CELARAUCO	35,004.0	林業	42 MADERAS	-3.7	林業
3 CGE	18,337.5	電力・ガス・水道	43 CHILQUINTA	-4.1	電力・ガス・水道
4 CMPC	7,845.2	林業	44 IPAL	-6.8	工業
5 EMELSA	5,224.9	電力・ガス・水道	45 NEDESA	-16.6	電力・ガス・水道
6 GAS STGO	3,679.5	電力・ガス・水道	46 CONOSUR	-19.6	サービス
7 METROGAS S.A.	3,513.0	電力・ガス・水道	47 INDALUM	-96.3	建設
8 PIZARRENO	2,999.7	工業	48 METALPAR,	-122.6	工業
9 LABCHILE	2,839.0	工業	MERVAL		
10 REBRISA	2,427.0	サービス	49 LUZYFZA	-294.4	電力・ガス・水道
11 EMEC	2,099.3	電力・ガス・水道	50 ALMENDROS	-295.1	電力・ガス・水道
12 ENERQUINTA	1,809.8	電力・ガス・水道	51 SODIMAC	-334.0	サービス
13 BANMEDICA	1,673.3	サービス	52 FASA	-392.4	工業
14 CINTAC	1,376.4	建設	53 SINTEX	-395.4	工業
15 MOLYMET	1,175.3	鉱業	54 ZALAUQUETT	-480.4	工業
16 MASISA	1,140.2	林業	55 POLPAICO	-498.6	工業
17 コベック	1,128.3	電力・ガス・水道	56 CHISPAUNO	-577.9	電力・ガス・水道
18 P&S	1,011.8	サービス	57 CORESA	-626.7	工業
19 Minera Valpo	970.6	鉱業	58 ENAEX	-755.9	工業
20 CALICHERA	823.2	工業	59 SIEMEL	-895.7	サービス
21 CTI	744.3	工業	60 TELEXCHILE	-1,202.3	運輸・通信
22 AGUNSA	623.9	運輸・通信	61 ALUSA	-1,256.6	工業
23 TRICOLOR	569.9	工業	62 VAPORES	-1,637.6	運輸・通信
24 SIPSA	431.4	工業	63 EL VOLCAN	-1,907.6	工業
25 LONCOLECHE	331.3	工業	64 IQUIQUE	-2,062.9	農・水産業
26 MINERA DEL PACIF.	283.1	鉱業	65 STA ISABEL	-2,224.7	サービス
27 SAESA S.A.	248.5	電力・ガス・水道	66 IANSA	-2,251.3	工業
28 SANTANA	171.1	サービス	67 CERVEZAS	-2,359.5	工業
29 CHOLGUAN	131.7	林業	68 SANTA CAROLINA	-2,388.1	工業
30 DUNCAN FOX	122.5	サービス	69 CARROZI	-2,543.1	工業
31 E.VERDE,NORGEN.	103.1	電力・ガス・水道	70 COCHRANE	-2,909.0	工業
32 ANDINOS	74.0	工業	71 LAN	-4,103.3	運輸・通信
33 BESALCO	49.3	建設	72 ENTEL	-4,598.1	運輸・通信
34 CAP	40.4	工業	73 ヘネル	-4,803.7	電力・ガス・水道
35 COPEFRUT	40.0	農・水産業	74 EMBOTARICA	-6,991.5	工業
36 SOQUIMICH	15.4	鉱業	75 LUCCHETTI	-10,194.2	工業
37 FALABELLA	8.5	サービス	76 PACIFICO V	-16,810.4	鉱業
38 CTC	-1.8	運輸・通信	REGION		
39 EMELAT	-2.4	電力・ガス・水道	77 MADECO	-27,556.2	工業
40 INVERNOVA	-2.5	サービス			

(注) 1997年から1999年の3年間の平均値。親会社ごとに集計。

(出所) Estrategia [ 2001: 68-69 ] のデータをもとに作成。

を占める。セクターとしては、エネルギー、商業の比率が高い(図4)。とくに2000年上半年には電力のエンネルシス社がスペイン企業へ売却されたことにもない、多くの子会社がスペイン企業の所有となったため、エネルギーの買収額の比率が82%へと増加している。チリ企業が海外子会社を売却する動機となっているのは、子会社の収益率が低いことや、親会社の資金流動性を高めたり債務支払いを履行するためといった財務上の理由があげられている。

チリ企業の海外投資額と、海外子会社の収益率には相関がみられる。図5には、セクター別の海外投資額と海外子会社の収益率が示してあるが、海外での収益率の低いAFP・保険、および銀行・金融セクターは海外投資額も低い。その一方で、エネルギーは海外子会社の収益率が高く、投資額も大きくなっている。ただし、工業セクターは収益率は低いものの投資額は大きい。

海外子会社の収益額を企業別にみたものが表1である。これは、海外子会社の1998年と1999年の収益額の平均値を親会社ごとに金額順に並べたものであるが、上位にはエンデサ・エンネルシス社やCGE, EMELSAなどの電力企業が並んでいることがわかる。とくに海外子会社の数・規模の大きいエンデサ・エンネルシス社は2位以下を大きく引き離し3727億ペソの収益をあげている<sup>(5)</sup>。その一方で、収益額の低い企業には、工業部門の企業が並び、金属のMADECO, 食品のルケッティエー, 飲料のEmbotelladora Aricaなど、周辺国の経済停滞の影響による業績の悪化が目立っている。

## 第2節 電力産業の事例

### 1. 電力産業の産業構造

電力産業の民営化は、サッチャー政権下のイギリスにおける民営化と時期や手法を同じくして実施されている。チリでは、国家エネルギー委員会(CNE)により1980年から開始され、発電・配電・送電事業を行う企業がそ

表2 チリ電力部門民営化プロセス

年	方法	民営化企業
1980	一般入札	南部発電社 (SAESA) 国境発電社 (FONDEL)
1983	エンデサ社とチレクトラ社の顧客からの償還金を公開株式に転換	チレクトラ社の2配電企業の10%を株式市場で流通
1986～87	一般入札	民営化 Empresa Chilena de Generación Eléctrica 社の小規模水力発電所3カ所 (20MW)、エンデサ社の2水力発電所；ピルマイケン水力発電所 (39MW)；プジュンケ水力発電所 (45MW)
1987	労働者への一定割合を確保した、部分入札	配電企業 チレクトラ・メトロポリターナ社；チレクトラ・キンタ・レヒオン社 チルヘネル発電企業
1988～89	労働者への入札。EMEL社の場合は、全株式がエンデサ社とその子会社、およびコルブン社の労働者に割り当て。労働者は、購入に退職金を充当することが可能。	エンデサ社の発電業子会社： アタカマ電力社 (EMELAT)；メリピージャ、コルチャグア、マウレ電力社 (EMELAT)；コキンボ電力社 (EMEC)；アリカ電力社 (EMELARI)；イキケ電力社 (ELIQSA)；アントファガスタ電力社 (ELECDA)
1988～89	「大衆資本主義 (カピタリスモ・ポピュラール)」と呼ばれる株式の一般公開。AFP等の機関投資家へ25%の配分。外国人投資家への販売。	エンデサ社 (送電システムを含む：500～220と154キロワットの幹線)。
1996	一般入札	コルブン社 (91.25%) アイゼン電力社 (EDELAYSÉN) 北部発電・送電システム (EDELNOR) (46.5%)

(出所) Mogueillansky [1999: 174-175].

れぞれ独立して民営化された（表2）。

発電事業では、1986年にチルヘネル社とエンデサ社の小規模発電所が、一般入札によって民営化されている。売却は、企業所有の集中を防ぐという目的で、AFPや従業員への売却という方法がとられた。1987年には首都圏と第5州の配電会社であるチレクトラ・メトロポリターナ社とチレクトラ・キンタ・レヒオン社の部分売却が開始され、また1988年から1990年にかけては「大衆資本主義」(Capitalismo popular)<sup>(6)</sup>という方法で、地方の配電会社やエンデサ社の発電子会社が民営化され、多くの小株主を生んだ。しかしながら、近年一般投資家の所有比率は次第に低下し、その一方で機関投資家や少数の投資グループに所有が集中する傾向がみられる。

現在の発電事業は、北部の大北部電力網システム(SING)と、第2州から第10州まで網羅する中央電力網システム(SIC)の二つの電力網に統合されている。また、第11州と第12州はEDEL MAG社と国営のEDELAYSEN社が発電・配電事業を実施している。SINGはアリカからアントファガスタまでを包含し、北部で盛んな鉱業がおもな需用者である。鉱山が所有する発電所もSINGに接続されている。いくつかの小規模な水力発電所を除いておもに石炭・ディーゼル・重油による火力発電所である。SICは第3州のタルタルから第10州のチロエ島まで2000キロメートルに及び地域を網羅し、人口の93%、全発電能力の66%を占める。6646メガワットの発電能力のうち58%が水力であり、残りは火力発電である。発電量では中部はエンデサ社が50%を超える最大企業であり、ついでヘネル社が20%となっている（表3）。

送電システムは、すべて発電所の所有となっている。SICとSINGではエンデサ社の子会社であるトランスエレック社とエデルノール社が配電システムの大半を所有している。SINGには、国有銅鉱山企業コデルコ社の自社発電の配電システムも含まれている。現在発電量の60%は配電会社によって一般消費者に供給され、残りの40%は自由価格によって大企業や鉱山に売られている。一方、自家発電の比率は全発電量の20%である。

電力部門の規制枠組みの根拠となっているのは、1982年のDL・No.1である。

表3 発電量

(1) 中部電力網 (SIC)

(単位: MW, カッコ内%)

企業名	1989年	1993年	1996年	1998年	1999年	2000年
エンデサ社 <sup>1)</sup>	1,730.9 (59)	2,440 (63)	2,866.7 (59)	3,330 (53)	3,772 (56)	3,632 (55)
コルブン社	490 (17)	489 (13)	527 (11)	1,750 (28)	1,067 (16)	1,067 (16)
ヘネル社 <sup>1)</sup>	578.4 (20)	756.4 (19)	1,060.4 (22)	756 (12)	1,453 (22)	1,439 (22)
その他 <sup>2)</sup>	142.9 (5)	203.1 (5)	404.4 (8)	438 (7)	389 (6)	508 (8)
SIC合計	2,942(100)	3,889(100)	4,859(100)	6,275(100)	6,682(100)	6,646(100)

(注) 1) 子会社を含む。

2) Ibener, Pilmaiquen, E. Verde, Arauco, Aconcagua, G.Vieja, Capullo, G.S. Andes, Carbomet など。

(2) 大北部電力網 (SING)

(単位: MW, カッコ内%)

企業名	1993年	1996年	1998年	1999年	2000年
エデルノール社	96.21 (12)	290.73 (25)	472 (32)	465 (19)	674 (20)
エレクトロ・アンディーナ社	613.5 (78)	627.5 (55)	629 (43)	629 (25)	1,009 (30)
セルタ社	0 (0)	0 (0)	24 (2)	165 (7)	165 (5)
ノルヘネル社	0 (0)	132.4 (12)	277 (19)	274 (11)	274 (8)
ノベル社	0 (0)	0 (0)		554 (22)	554 (17)
ヘネル社	0 (0)	0 (0)		414 (17)	641 (19)
エンデサ社	74 (9)	97.75 (9)	74 (5)	0 (0)	0 (0)
SING 合計	783.7(100)	1,148(100)	1,476(100)	2,502(100)	3,317(100)

(3) 全国

(単位: MW, カッコ内%)

電力網	1993年	1996年	1998年	1999年	2000年
SING	783.7(16.6)	1,148.4(18.9)	1,476(18.9)	2,502(27.0)	3,317(33.0)
SIC	3,890(82.2)	4,858.5(79.9)	6,275(80.1)	6,682(72.1)	6,646(66.2)
EDELAYSÉN	10.65(0.2)	12.65(0.2)	17(0.2)	17(0.2)	17(0.2)
EDELMAG	46.41(1.0)	60.248(1.0)	64(0.8)	64(0.7)	64(0.6)
総計	4,731(100)	6,080(100)	7,832(100)	9,265(100)	10,045(100)

(出所) SEC [ cited 1 October ], ( <http://www.cne.cl/electricidad.htm>; INTERNET ).

この法律は、価格体系を定め、電力の規制価格と発電、送電、配電のコストとのマージンにより企業が一定の収益を確保できるようになっており、その後電力部門が発展するうえで重要な基礎となった。

電力価格はCNEが1980年に定めたシステムにもとづいている。DL No.1による規定は、価格決定の基準、価格規制の監督機関、そして価格計算の手続きや形式を定めており、電力システムの最適な拡大のための電力供給の限界費用と発電能力開発計画を根拠としている。法規では2メガワットを基準に小規模需要家と大規模需要家を区別し、小規模需要家には規制価格、大規模需要家には自由価格を適用している。大規模需要家に自由価格を適用するのは、彼らには自社発電所を建設するという選択肢があり、また発電企業にたいしても交渉力を有しているからである。一方小規模需要家にたいしては、SICを通じて規制価格によって供給することが義務づけられている。SICの35%が自由価格で売られており、公定価格は自由価格から10%以上乖離することは認められていない。

法律では、発電・送電部門と配電部門が分離していることを前提としているため、配電企業の顧客にたいする価格の規制は2段階に分かれている。まず、配電会社がエネルギーを購入する高圧分岐点における電位と電力の公定価格であり、CNEが半年ごとに見直しを行う。配電網の各地点での電圧（キロボルト）と電力（キロワット）需要を満たすための将来限界操業費用の加重平均値に対応している。このようにして得られた価格は、操業コストに加え、発電・配電事業への設備投資のための自己資本となる10%の剰余を生むよう設計されている。一方、配電価格とは、CNEによって4年ごとに決められる。価格は、新規投資の年10%の利益率と配電企業の投資、操業、設備維持コストをもとに計算される。人口密度が高い都市、中程度の都市、そして人口密度の低い農村の3区域の消費密度に対応している。

チリの電力価格制度で、近年電力事業民営化が実施された他のラテンアメリカ諸国と異なるのは、発電、配電、送電事業の垂直統合を認めていることである。これは、サービスの質と供給のレベルを管理し、生産性と効率性の上昇のメリットを消費者に移転することを困難にしている。企業側は消費者側には利用可能でない内部情報、移転価格を調整することで高い利益をあげることができる。

チリの民営化された電力企業の特徴は、その経営権が1980年代軍政期に実施された民営化プログラムの政策担当者に移転していることである。「大衆資本主義」の名のもとに実施された、公務員および国営企業職員にたいする株式購入の優遇措置により、投資グループを形成して、民営化後も旧経営陣は継続性を確保している。

民営化後の各企業は、積極的に関連事業に進出し、まもなく発電、配電、送電の各事業に進出した。また、エンジニア、建設、情報処理、電力関連機材の各分野にも積極的に投資している。さらに、アルゼンチン、ペルー、ブラジル、コロンビア、メキシコなど周辺のラテンアメリカ諸国へも進出している。しかし、急速な設備投資と企業の拡張による資産の増加は、一方でそれをファイナンスする負債・資本の規模および構成を大きく変化させることとなった。以下では、電力企業大手であるエンデサ社とヘネル社の設備投資とそのファイナンスに注目して分析を行う。

## 2. エンデサ社のケース

エンデサ社は、1943年に産業振興公社(Corfo)下の株式会社として発電、送電、配電事業を行うことを目的に設立された。その後42年間国営企業としてチリ最大の企業として成長し、電気事業の基礎を形成した。

1980年代の半ば、軍事政権による民営化政策により配電事業が分離され、年金基金や一般投資家が経営に参加する道をひらいた。株式公開は1987年に開始され、1989年に完全に所有が民間に移転している。これにともない大幅な組織変更があり、エンデサ社はいくつかの子会社を有する持ち株会社へと変貌した。

1992年からは国際化を開始し、アルゼンチンのコスタネラ発電所、1993年にチョコン水力発電所を買収した(表4)。1995年にはペルーのEdegel社、1996年にはコロンビアのベタニア水力発電所と、つづく1997年にはスペインのエンデサ・エスパーニャ社(Endesa España: 以下EE社と略)と組んでコロ

表4 エンデサ社の海外進出

年	社名	進出国	投資額 (100万ドル)	資本参加率 (%)	発電能力 (MW)
1992	コスタネラ発電所	アルゼンチン	46	24	1,260
1992	Edesur	アルゼンチン	56	6	
1993	チョコン水力発電所	アルゼンチン	123	37	1,320
1994	プエノスアイレス火力発電所	アルゼンチン		24	220
1995	Edegel	ペルー	204	26	689
1996	ベタニア水力発電所	コロンビア	226.27	75	510
1997	Emgesa	コロンビア	809.8	22	2,495
1997	カショエイリーニャ・ドゥラ ーダ発電所	ブラジル	715.2	92	658

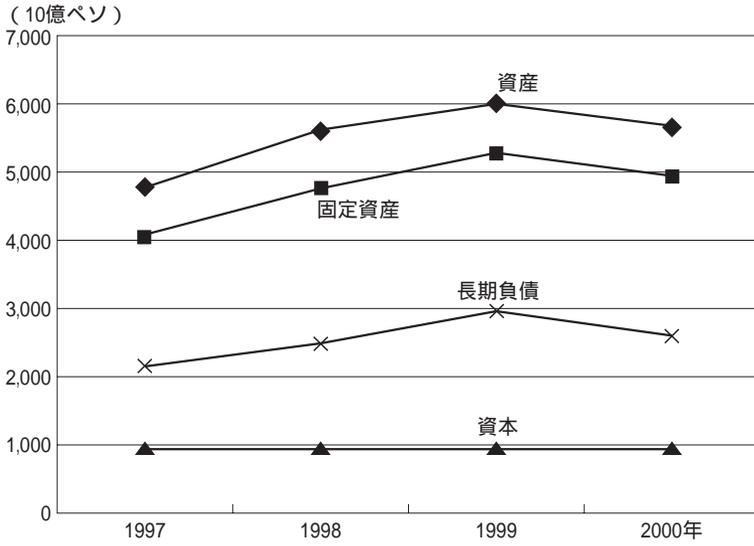
(出所) エンデサ社年報(各年), Moguillansky [1999]

ピアのEmgesa社を買収した。また同年にはブラジルのカショエイリーニャ・ドゥラーダ発電所を購入した。

現在、エンデサ社の株式はチリ、およびニューヨークの市場で取引され、海外5カ国での発電量は8312KWに達する国際企業へと成長している。また、その事業領域は発電だけではなく、天然ガス輸送、インフラ建設エンジニアリングと拡大している。

1990年代のエンデサ社のとくに海外への進出は、工場や用地など固定資産の取得を通じて資産額を飛躍的に増加させている(図6)。コロンビアとブラジルへの大規模な進出を実施した1998年は、資産が17.3%、固定資産は18.2%増加している(図6)。エンデサ社は投資資金のほとんどを株式の発行ではなく、長期負債によって調達しているという特徴があるが、とくに1997年から1999年にかけての負債の増加は、ほとんどが海外市場において10年から30年という長期の債券発行によって調達されている。また、注目されるのはエンデサ社の経営権をスペインのEE社が握った2000年の変化である。この年には子会社である全国送電会社(Transelec)の100%公開売却を決定し、カナダのケベック国際水力発電会社へ所有権を渡した。この結果資産規模は減少し、同時に長期負債も減少に転じている。

図6 エンデサ社資産の推移（1997～2000年）  
（2000年実質値）



（出所） エンデサ社年報（各年）。

このような財務構成の変化は、表5に示す財務指標の変化に表れている。総資本経常利益率(ROA)、株主資本利益率(ROE)のいずれも1997年から1999年にかけて低下し、2000年には上昇に転じている。これは、1997年から利益が減少しているうえに、資産・資本規模が大きくなっているためである。とくに、利子支払いなどの金融コストが大幅に増加し、非営業収支が700億ペソの赤字から、1726億ペソの赤字へと膨らんだことが影響している。資産に占める自己資本の割合は1997年で28.7%と低いが、投資を拡張した1998年以降よりいっそう低下し、債務への依存体質が生まれていることがわかる。

1999年4月13日に、それまでエンデサ社の株式の25.3%を有し最大株主であったエネルシス社は、株式所有数の上限を現行の26%から65%に引き上げることを前提に流通株式の公開買付けを行った。4月8日の特別株主総会でこれが承認されたため、5月11日にサンチャゴ証券取引所における公開買付

表5 エンデサ社の財務指標(1997~99年)(名目値)

(単位:10億ペソ)

	1997	1998	1999	2000
資産	4,475.0	5,249.9	5,742.0	5,670.0
流動資産	291.3	406.0	320.0	301.6
固定資産	3,762.6	4,451.9	4,949.2	4,986.0
その他	421.1	392.0	490.8	382.3
負債	2,213.3	2,715.4	3,398.2	3,143.2
流動負債	197.5	381.4	554.7	542.5
長期負債	2,015.8	2,334.0	2,843.5	2,600.7
少数株主持分	976.2	1,241.1	1,209.4	1,230.2
資本	1,285.5	1,293.3	1,134.4	1,296.6
資本金	911.5	911.5	935.2	979.2
準備金	227.1	224.8	989.4	252.5
内部留保金	146.9	157.1	- 790.2	64.9
当期利益	122.4	45.2	- 176.7	108.2

## 財務分析指標

(%)

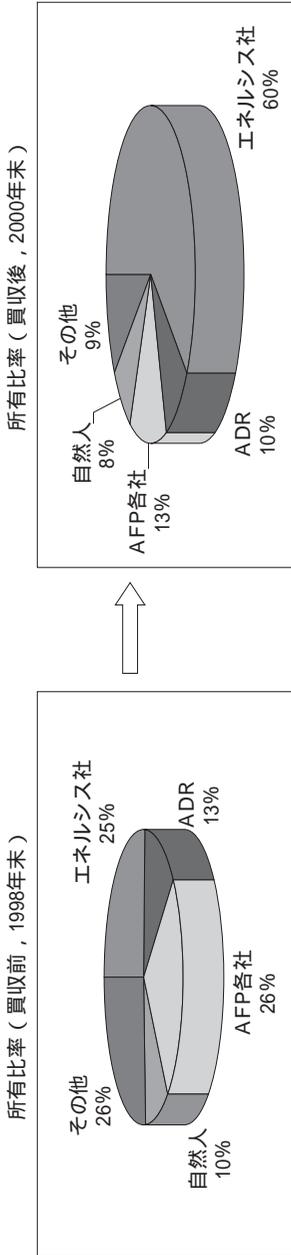
	1997	1998	1999	2000
総資本経常利益率 (ROA)	2.7	0.9	- 3.1	3.8
株主資本利益率 (ROE)	9.5	3.5	- 15.6	1.9
自己資本比率	28.7	24.6	19.8	22.9
資産増加率	...	17.3	6.8	- 5.9
固定資産増加率	...	18.2	10.8	- 5.8
長期負債増加率	...	15.8	18.7	- 12.6
資本増加率	...	0.0	0.0	0.0

(出所) エンデサ社年報(各年)

けで、流通株の30%を取得した。また、14日にはさらにニューヨーク株式市場においてADR流通株の4.7%を取得した。株式所有上限を65%に引き上げたことから、エネルギー社を通じてその親会社であるスペインのEE社は、エンデサ社を過半数支配し経営権を掌握することが可能となった(図7)。

EE社によるエンデサ社、およびその親会社であるエネルギー社の買収の経緯は複雑である。エネルギー社は民営化されたチレクトラ・メトロポリ

図7 エンデサ社の株主構成の変化



(内訳)	所有企業	所有株式数	所有率 (%)
所有企業	所有企業	所有株式数	所有率 (%)
Depósito Central de Valores (AFPs)	エネルシス社 <sup>1)</sup>	4,919,488,794	59.98
(AFP Provida)	シティーバンク (ADR) <sup>2)</sup>	783,194,850	9.55
(AFP Habitat)	AFP. Habitat	242,888,236	2.96
(AFP Cuprum)	AFP. Prrotección	187,497,814	2.29
(AFP Santa María)	AFP. Cuprum	180,519,703	2.20
(その他AFP)	AFP. Provida	154,373,515	1.88
エネルシス社 <sup>1)</sup>	AFP. Santa María	136,316,420	1.66
シティーバンク (ADR) <sup>2)</sup>	AFP. Summa Bansaender	123,327,638	1.50
マンソン・デ・ベラスコ社	その他	1,474,147,610	17.98
グアルディア・ピエハ社			
その他			

(注) 1) エネルシス社は，1999年よりエンデサ・エスパーニャ社の子会社。  
 2) シティーバンクは，ADRの引受け銀行。  
 (出所) エンデサ社年報，1998年および2000年。

ターナ社の引継ぎ母体として1988年に設立された企業で、翌年には100%民間へ移転された。民営化以前に、チレクトラ・メトロポリターナ配電社という子会社を設立し、また民営化後はシナプシス、マンソ・デ・ベラスコ不動産、電子機器販売社（DIPREL）の3子会社を設立している。また、1989年にはチレクトラ・メトロポリターナ配電社から、リオ・マイボ電力社を切り離し、サンチャゴ首都圏の農村部、および近郊都市に配電・売電を行っている。海外の電力事業にも積極的に参入し、1992年のアルゼンチンをはじめとしてペルー、ブラジル、コロンビアへの進出を果たしている。

EE社とエネルギー社の関係は、1997年のブラジル・コロンビアへの進出の際に交わした戦略的提携に遡る。多額におよぶ投資資金の調達が困難であったエネルギー社は、EE社の資金力を求めて戦略的提携の道を選んだ。これは、EE社によるエネルギー社株式の32%の購入という合意条項を含んでいた。さらに、1999年にはEE社がこの年実施した株式買付けで株式の32%を獲得し、1997年に購入した株式と合わせて過半数を獲得している。これは、14億5000万ドルの投資額にのぼる。

EE社は、EU内での電力自由化による競争の激化をうけて、海外への拡張戦略をとったが、言語や制度の面で類似性の強いラテンアメリカはそのターゲットとなった。エネルギー社を子会社としてからは、ラテンアメリカにおける電力事業の中核と位置づけ、同社を通して投資を行っている（CEPAL [1999]）。EE社によるエンデサ社の支配もやはりエネルギー社を通じて行われ、1999年に所有していた25%の株式に加えて新たに35%を購入して合わせて60%の株式を獲得し、過半数支配を行っている。

### 3. エネル社のケース<sup>(7)</sup>

エネル社の起源は1921年に設立され1970年に国有化されたチリ電力会社（Compañía Chilena de Electricidad S. A.）まで遡ることができる。まず、1981年にはチリ電力会社は一つの親会社と三つの子会社に分離され、エネル社の

前身となるチレクトラ・ヘネラシオン社は、その子会社の一つである。おもに発電業務を行い、翌年には商業ベースで事業を展開するようになった。

民間への移転は、1982年から徐々に政府保有株式が民間に売却されるかたちで実施された。1988年には、当時政府企業を所有していたCorfoから100%の民間移転を完了した。この民営化の過程では、後にヘネル社の社長に就任するブルーノ・フィリップが指揮を執り、投資家としてはAFPが重要な役割を果たしている<sup>(8)</sup>。AFPは、安定した投資先として電力会社の民営化に積極的に関与した<sup>(9)</sup>。民営化後の1989年の株式総会で、会社名をチルヘネル株式会社と変更した。当時、579メガワットの発電能力で、発電所はサンチャゴ首都圏と第5州のみであった。それから、8年後の1998年3月には、名前をヘネルと改名した。積極的な国際化を果たし、チリを意味するChil- がすぐわなくなったからである。

ヘネル社の主力事業は発電である。エンデサ社に次ぐチリで2位の発電能力をほこり、火力発電では首位にたっている。チリの第3州から第10州まで、人口の90%を所轄する中央送電網(SIC)へは、水力、石炭発電により電力を供給している。また、関連会社のエレクトリカ・サンティアゴ社によって、エレクトリカ・グアコルダ社は2基の石炭発電で、そして、エネルヒア・ベルデ社は2基のコージェネレーション・プラントで発電し供給している。さらに、大北部送電網(SING)へは関連会社のノルヘネル社とテルモアンデス社が電力を供給している。前者は、トコピジャ市に2基の火力発電機を有し、後者はアルゼンチンのサルタ市で天然ガスを用いて発電し、これを関連会社のインテルアンデス社の送電線でチリに送電している。同時に、ヘネル・グループは多くの子会社を通じて、送電、蒸気エネルギー供給、石炭の探鉱と採掘、天然ガスの採掘と輸送、港湾サービスの提供、上下水道事業なども行っている。国内発電量第2位のヘネル社はエンデサ社と同様、1992年にCentral Purero S. A.をはじめとしてアルゼンチンに進出した。その後もアルゼンチンへの投資は続いたが、1996年にはコロンビアのChivor社、1997年にはペルーのEgenor社、そして1999年にはドミニカ共和国のItabo社

表6 ヘネル社の海外進出

年	社名	進出国	投資額 (100万ドル)	資本参加率 (%)	発電能力 (MW)
1992	Central Puerto	アルゼンチン	61.37	31.0	1,009
1993	Hidroeléctrica Piedra de Águila	アルゼンチン	89.21	15.8	1,400
1993	Central Neuquén	アルゼンチン	4.50	15.0	370
1996	Chivor	コロンビア	643.70	99.9	1,000
1997	Projecto Pontal do Sul	ブラジル	600.70	51.0	700
1997	Projecto Lageado	ブラジル	1,000.00	25.0	1,000
1997	Egenor <sup>1)</sup>	ペルー	373.55	20.4	421
1999	Itabo	ドミニカ共和国	103.30	50.0	586

(注) 1) Egenor社は、1999年に、米国国籍の Duke Energy に売却。

(出所) Gener, *Memoria anual* (cada año), Moguillansky [1999] より作成。

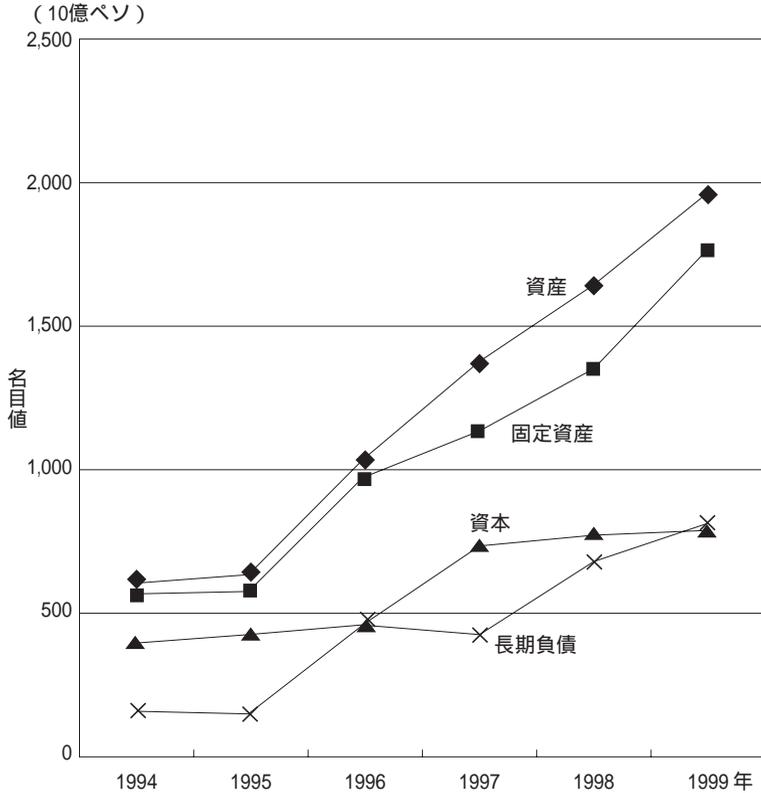
への資本参加を果たしている(表6)。

図8にはヘネル社の資産の推移を示している。1996年からは資産規模が拡大しているのが観察されるが、年平均で27%の増加率に達する。またそのほとんどは、流動資産ではなく国内の設備や土地、そして海外での投資である。2720億ペソを要した1996年のコロンビアのChivor発電所買収だけでも、企業の資産規模を43%拡大させている。

企業規模の拡大は、負債および資本の構成を大きく変える結果となった。1997年に一度2100億ドルの増資を行い資本増強を図ったが、それ以外のほとんどは銀行からの長期融資や長期債の発行で資金調達している。また、1999年は長期の負債が困難となり、短期の銀行融資や手形などによるファイナンスへの依存が増加している。

ヘネル社の財務諸表をみると、財務の悪化が如実に表れている。表7には、1994年から1999年までのいくつかの財務指標があげられている。そこに示されているように、ヘネル社の収益性を示すROAやROEが1998年から急速に低下している。とくに、大幅な資産の増加のあった1996年以後、1997年を除いて収益は低下しているのにたいして長期負債は大幅に増加し、それが債務依存を引き上げて経営を圧迫していることが明らかである。企業の健全性をみ

図8 ヘネル社資産の推移（1994～99年）



（出所）ヘネル社年報（各年）

る自己資本比率も50%をきり、1999年には、40.5%まで低下している。このことは、格付機関の評価にも現れ、海外市場においてヘネル社が起債を行う際の評価は、スタンダード・アンド・プアーズ社による評価がA-からBBB+へ、ムーディー社は、Baa 1からBaa 2へと、それぞれ引き下げられている。

以上のような企業業績の悪化をうけて、最大株主のコベック社はさらなる増資に反対し、アメリカの電力会社であるAES Corporationへの売却を支持した。AES社は全世界に展開する電力企業で、ラテンアメリカにもアルゼンチン、ブラジル、パナマ、ドミニカ共和国に1万483MWSの発電力を有する

表7 ヘネル社の財務指標 (1995～99年)

(名目値)

(単位: 10億ペソ)

	1995	1996	1997	1998	1999
資産	638.8	1,039.1	1,375.8	1,642.5	1,960.6
流動資産	53.6	53.5	244.9	291.4	200.3
固定資産	452.8	802.5	853.1	1,000.1	1,388.7
その他	132.4	183.1	277.9	351.0	317.6
負債	198.4	558.3	624.4	828.6	1,068.1
流動負債	41.9	75.1	183.7	140.2	242.0
長期負債	156.5	483.2	440.6	688.4	826.0
少数株主持分	12.7	13.8	15.6	37.5	98.2
資本	427.7	467.0	735.9	776.4	794.4
資本金	289.4	308.5	541.8	565.1	584.3
準備金	92.1	110.4	116.6	120.7	124.0
内部留保金	46.3	48.1	77.5	90.6	86.1
当期利益	46.1	41.9	71.3	43.7	6.4

## 財務分析指標

(%)

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

## 格付け

	1995	1996	1997	1998	1999
スタンダード & プアーズ社	...	...	A -	BBB +	BBB +
ムーディーズ社	...	...	Baa 1	Baa 1	Baa 2

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

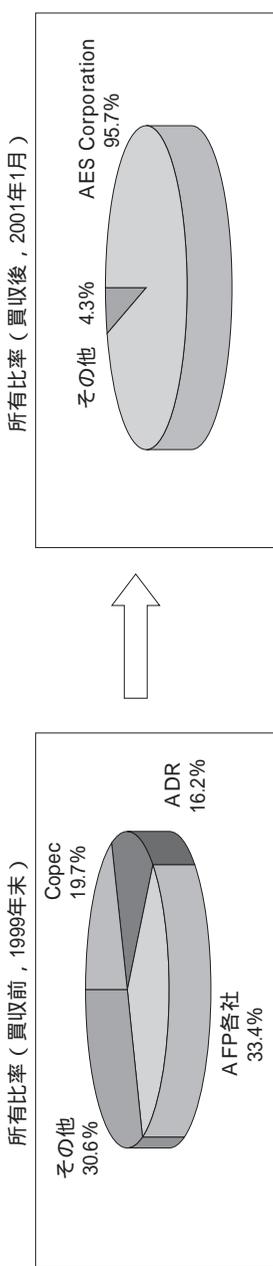
グローバル企業である。AES社が提示してきた条件は、ヘネル社の80%の株式（発行済ADRの100%、およびチリ国内の61.57%）を公開買付けによって買い付ける、というものであった。その額は13億ドルにのぼる。

コベック社が企業提携ではなく買収案を支持したのは、チリを代表する企業グループであるアンヘリーニ（Angelini）家の意向が強く働いている。同社は燃料、および林業、製紙業を主とするコングロマリットであるが、電力部門への参入は、主力の林業・製紙業が国際価格の変動による企業収益の変動が大きいため、安定した収益を確保することを目的としていたとされる。コベック社は、1996年からヘネル社に資本参加し、1997年には20%の株を所有しているが、近年経営方針をめぐってヘネル社経営陣との意見の食い違いが明らかとなっていた<sup>(10)</sup>。チリにおいては、電力企業の成長はすでに終わったと判断し、撤退を表明していた。

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

ヘネル社は、定款で株式所有率を最大20%と定めている。このため、買収にはまず定款の変更が必要になる。経営陣の反発にもかかわらず、これは2000年12月12日に最大株主であるコベック社の提議が通り、株式所有率上限の撤廃が実現している。こうして買収の準備が整い、AESは12月28日の株式公開買付けでサンチャゴ株式市場に流通するヘネル社の61.5%を買い取り、翌日にはニューヨーク市場で流通する同社のADRを100%買い取り、これにより同社の86.5%を所有し実質的に子会社化した<sup>(11)</sup>（図9参照）。

図9 ヘネル社の株主構成の変化



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

(注) 1) Copecの子会社。  
 2) ADR引受け銀行。  
 3) AES Corporationの子会社。  
 (出所) Gener, Memoria anual 1999, およびEstrategia紙。

### 第3節 製紙・林業の事例

#### 1. 製紙・林業の産業構造

製紙・林業は、チリのGDPの3%を占めるにすぎないが、年7%という高い成長率をほこる産業である。同時に輸出財としても著しい伸びを示しており、その輸出額は1990年に全輸出額の10%にすぎなかったが、1994年には14%にまで増加している。おもな輸出先は日本が25.5%で圧倒的に大きく、ついで米国(11.3%)、韓国(11.3%)が続いている<sup>(12)</sup>。原材料の85%は国の中南部の植林で、ラディアタ松、ユーカリなどの針葉樹を中心としている。

チリが製紙・林業で競争優位を有するのは、そういった植林の成長が速いためである。チリでは、パルプ用の木材の成長に20~22年しか必要としないのにたいし、スイスでは60年もかかる。とくに短繊維種のパルプの原料となるユーカリではチリは8~9年で生育するのにたいし、北ヨーロッパでは20年以上必要とされる(Stump [1997: 237])。

政府は林業にたいして1930年代から補助政策を実施してきた<sup>(13)</sup>。最初に施行されたのが「森林法」(Ley de Bosque)で、これは植林投資への課税を免除することで、とくにラディアタ松の植林を促進することを目的としたものである。また、政府機関のCorfoによって、チリの林業発展のために米国から専門家を招聘し、また世界銀行から融資を受けるなどのセクター振興政策を行っている。同時に、直接会社の設立にも乗り出しており、民間企業にたいし融資を実施するだけでなく、1960年代にはピルピルコ林業やラミンサ社やマシサ社等の企業への資本参加を行っている。

このように、林・製紙業にたいして政府の補助は増してきたが、1973年の軍事クーデターにより状況は一変する。これまで、政府主導の森林開発は行われてきたが、民間企業による植林事業は進んでいなかった。それは、不安定な政治経済情勢を背景とした度重なる政策の変更や、伐採前の若木の取引

市場がないために投資の回収期間が20年以上と長いなど、投資リスクが民間企業にとっては大きすぎたためである。最初の政策の変更は民間による森林開発を目的としたものであり、1974年のDL701によって植林費用の最大75%までの助成と、林業企業にたいし不動産税と法人税の減免を定めた。これにより、民間企業による植林面積が飛躍的に拡大している。

この優遇措置は1996年12月に失効した。しかし、小規模企業による植林事業を助成するため、1998年に新たなDL19561が公布された。これは、1996年からの15年間、小地主による森林地または痩せた土地への植林事業にたいして、植林コストの75～90%の助成金が一度にかぎり支給されるというものである。また、原生林を含んだ土地で森林地の認定を受け植林助成金を受けている場合は、その土地にかかる不動産税が免除され、さらに相続・指定・贈与税も免除されるというものである。

現在の林業・製紙業の特徴は極端な寡占化が進んでいることである。パルプ生産では業界1位のアラウコ社が52.9%、2位のCMPC社が47.1%と2社が完全に市場を支配している。また、製紙では、CMPC社が1社で市場の72.6%をおさえている。一方植林では、アラウコ社が27.5%、CMPC社が20.4%と、2社で約半分のシェアを握っている。

こういった林業・製紙業の成長の一方で、今後の成長の懸念要因として2点指摘されている。一つは、おもにチリ中南部に居住する少数民族のアラウコ族の土地所有問題である<sup>(14)</sup>。1993年設立の先住民開発公社（CONADI）により先住民にたいし土地を配分することが決められた。しかし、土地の値段が高騰するなど配分が進まないためアラウコ族を中心に、植林地への放火や占拠、また林業施設の破壊などが行われるようになっている。これにたいし、民間企業は政府に取り締まるよう圧力をかけているが、このような運動は元々の土地所有権に根ざしているために解決に時間がかかるとみられている。

もう一つは環境主義者による原生林伐採の反対運動である。チリの第10州以南ではレンガなど良質の原生木が存在し、木材生産の57%は原生木を用い

ている。これにたいし、環境保護の観点から先進国や国内のNGOをはじめとする団体が、大規模な伐採反対運動を行っている。政府も、対カナダとの自由貿易協定にみられるように外交上の圧力もあり、環境保護にたいして積極的な姿勢を示している<sup>(15)</sup>。こうした動きは、民間企業の林業への投資のリスクを高める結果になっている。

チリ国内のこうした事情もあり、林業・製紙企業は周辺国に生産拠点を拡張している。とくに隣国のアルゼンチンは同じような自然条件を有し、また紙製品需要の約半分を輸入でまかなっているため、チリ企業の進出先としてはもっとも選好されている。アラウコ社による1997年のアルト・パナマ州の土地15万2000ヘクタールの買収をはじめ、CMPC社、マシサ（Masisa）社などが、42万ヘクタールの土地を所有している。

以下では、林業・製紙業における代表的企業CMPC社を事例として一次産品加工業における企業行動を分析する。とくにどのように海外展開を図り、それが財務面および所有の面でどのように影響したかに焦点を当てる。

## 2. CMPC社の事例 一次産品加工業の企業行動

チリを代表する企業グループの海外進出の例としてCMPC社をとりあげる。CMPCは、Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones（紙・厚紙製造会社）の略であるが、この林業・製紙会社は1920年設立と長い歴史を有する、売上額がチリで第10位の企業である。チリを代表する財閥の一つであるマッテ（Matte）グループが母体となり、CMPC Holdingという持ち株会社を中心とする、かつては金融・保険、鉱業なども傘下に有する多角化の進んだ財閥であった。近年では、林業に経営を集中することで、競争力を高めている企業である。チリには、マッテグループのほかにも、アンヘリーニヤルクシクなど伝統的な大財閥が存在しているが、経営資源の得意分野への集中は今日の世界規模での競争環境のもとにあっては、重要な生き残り戦略といえる。

CMPCはホールディングCMPCが親会社となっている企業で、セルロース、

製紙、植林、ティッシュ事業などで、それぞれ株式会社化されている。林業・パルプ産業は規模の経済性の大きい装置産業といえるが、そのため、チリの市場が狭隘であることは、早くから成長の制約要因となっていた。1953年に世界銀行からの融資を受けて工場をさらに拡張し、1958年には、アルゼンチン、ポリビア、エクアドル、ペルー、パラグアイ、ウルグアイにたいして新聞用紙の輸出を始めている。

CMPC社の海外進出もやはり1990年代の後半からである。アルゼンチンでは、1995年にブエノスアイレスの北100キロメートルのサラテに、8000万ドルでティッシュ工場を設立した。さらに1996年にはパペレラ・デル・プラタ社を買収、これによりアルゼンチンのティッシュ市場の50%を獲得した。また、セルロース工場の設立を視野に入れて、コリエンテ地方に4万ヘクタールの植林を行っている（表8）。

ウルグアイでは、1994年8月、ウルグアイ製紙工業（Ipsa）社を1290万ドルで購入し、96%の資本参加を行っている。またペルーでも1500万ドルの投資を実施し、ティッシュとセメント袋の製造プラントを始動している。これらのほかにも、製紙会社としてFabiをアルゼンチンとパラグアイ、ペルーに、また販売会社をヨーロッパとアジアに有している。その結果、現在は55カ国にセルロース、紙製品、材木、その他を輸出する大企業に成長している。

このCMPCの強みは、まず、主力分野への集中があげられる。林業・製紙業といった競争優位のある部門に経営資源を集中させている<sup>(16)</sup>。その反面、これまで所有していたカレナ発電所、および送電所を売却するなど多角化戦略の修正がみとれる。

CMPC社の資産が大幅に増加したのは1997年である（図10）。この年、CMPC社は子会社のインベルシオネス・ティッシュ社を通じてシェル社とシティーバンクが所有するサンタフェ木材工業社の株式80%を購入し、同社を完全子会社化している。サンタフェ木材工業社は未公開企業でチリのナシミアントに工場を有し、おもに輸出により年間約1億5000万ドルの売上げをほこる企業である。

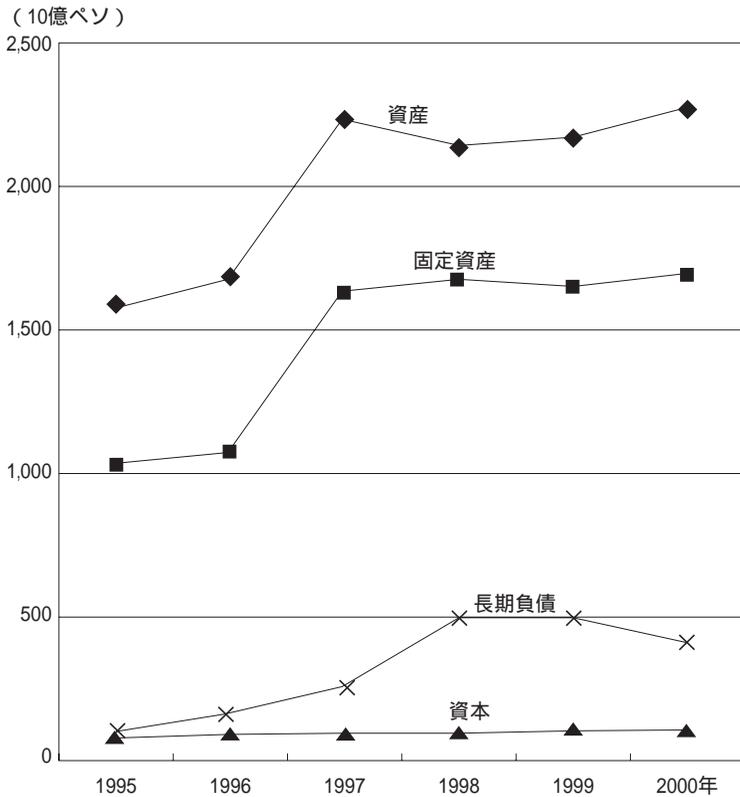
表8 CMPC社の海外進出

社名	進出国	年	資本金 (1,000ペソ)	利益 (1,000ペソ)	資本 参加率 (%)
LA PAPELERA DEL PLATA	アルゼンチン	1929	53,482,791	- 10,563,235	100.0
IPUSA	ウルグアイ	1937	4,446,388	133,144	99.6
PLANTACIONES MESOPOTAMICAS	アルゼンチン	1945	573,854	- 9,700	100.0
FORESTADORA CAABI PORA	アルゼンチン	1975	1,755,486	305,002	100.0
AGROPECUARIA	アルゼンチン	1984	825,743	- 26,663	100.0
CMPC INVESTMENTS	イギリス	1991	35,878,228	- 926,302	100.0
CMPC EUROPA	イギリス	1991	356,466	31,907	100.0
CMPC ASIA	日本	1991	288,070	24,134	100.0
CMPC INVERSIONES DE ARGENTINA	アルゼンチン	1992	58,021,695	- 6,769,397	100.0
PROJETCOTS AUSTRALES	アルゼンチン	1993	18,897,897	- 956,511	100.0
BASERRI	アルゼンチン	1993	351,701	- 5,990	100.0
PRODUCTOS TISSUE DEL PERU	ペルー	1995	5,363,379	- 1,462,446	100.0
NASCHEL	アルゼンチン	1996	1,657,953	140,787	100.0
FABI Bolsas Industriales	アルゼンチン	1996	7,374,178	- 1,105,670	100.0
FABI	ペルー	1996	5,409,557	67,677	100.0
FORSAC	ペルー	1996	122,399	424,778	100.0
INVERSIONES CMPC CAYMAN	ケイマン	1997	164,374,236	- 93,283,733	100.0
CMPC CARTONES DO BRASIL	ブラジル	1997	16,382	4,976	100.0
PAPELERA DEL RIMAQC	ペルー	1997	1,131,696	737,239	100.0
FORSAC ARGENTINA	アルゼンチン	1998	27,457	21,592	100.0
TISSUE CAYMAN	ケイマン	1999	13,318,787	- 216,270	100.0
PROPA CAYMAN	ケイマン	1999	5,519,490	- 338,788	100.0

(出所) CMPC社年報(各年)

また同年、インベルシオネス・CMPC社はシンプソン・ペーパー社と国際金融公社(IFC)がセルロサ・パシフィコ社に所有していた53.48%の株式を買い取った。その結果、これまでCMPC社が完全子会社のフォレストル・レナイコ社を通じて所有していた46.52%の株式と合わせて、セルロサ・パシフィコ社を完全子会社とした。興味深いのは、この買収にあたり、ケイマンに有するインベルシオネスCMPCケイマン社を通じていることである。同社

図10 CMPC社資産の推移（1995～2000年）  
（2000年実質値）



は投資にかかわる金融業務を行うためにタックス・ヘブンのケイマン島に1997年に設立されたものである。CMPCの100%子会社で、資本金は1644億ドルに達する。

このような企業規模の拡大，そして海外進出は財務面での変化もともなっている（表9）。資産は1997年に31.8%と大幅に増加し，また，工場など固定資産は50%以上の増加である。そのファイナンスは，増資はまったく行われずおもに負債と内部留保の積み増しによってなされている。大規模な投資が

表9 CMPC社の財務指標（1995～2000年）

（名目値）

（単位：10億ペソ）

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
資産	1,265.5	1,420.7	1,989.8	1,987.1	2,066.9	2,263.0
流動資産	332.6	293.0	408.9	315.7	391.6	460.5
固定資産	818.3	909.3	1,468.6	1,561.1	1,574.7	1,690.5
その他	114.6	218.3	112.4	110.3	100.7	112.0
負債	256.6	332.6	807.1	646.7	638.5	660.6
流動負債	165.4	180.4	582.0	181.7	177.3	255.5
長期負債	91.2	152.2	225.1	465.0	461.2	405.1
少数株主持分	51.6	56.6	61.5	47.0	48.7	54.5
資本	957.3	1,031.5	1,121.2	1,293.5	1,379.7	1,547.8
資本金	70.9	75.6	80.3	83.8	86.0	90.0
準備金	346.0	361.9	395.8	428.9	455.2	508.5
内部留保金	540.4	593.9	645.0	780.8	838.6	949.3
当期利益	78.5	42.7	47.3	159.7	42.6	118.0

## 財務分析指標

（％）

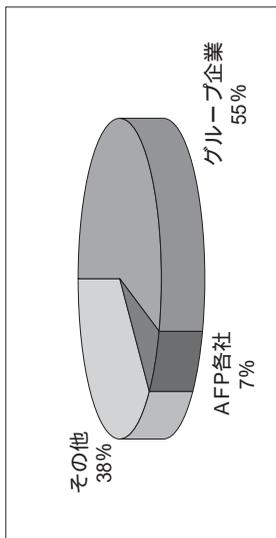
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
総資本経常利益率（ROA）	9.8	5.0	2.4	12.2	3.6	9.2
株主資本利益率（ROE）	8.2	4.1	2.4	12.3	3.1	7.6
自己資本比率	59.6	61.0	50.3	60.6	63.8	68.4
資産増加率	11.1	5.3	31.8	- 4.3	1.4	4.6
固定資産増加率	5.7	4.3	51.9	1.9	- 1.7	2.5
長期負債増加率	114.1	56.5	39.2	98.0	- 3.3	- 1.61
資本増加率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

（出所）CMPC社年報（各年）より作成。

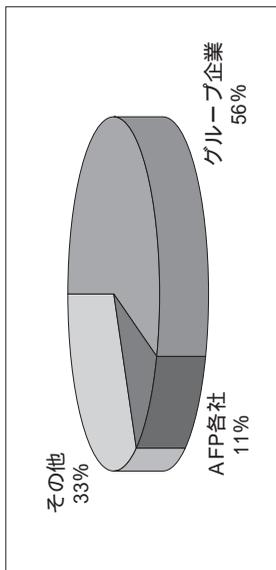
実施された1997年は銀行など金融機関からの短期融資で3500億ペソ調達し、翌1998年には長期融資への借換えと長期債の発行による長期資金へのシフトを行っている。しかし、前出の電力2社と比較してCMPC社は、資産増加後の財務管理で際立った違いをみせている。まず特筆されるのが内部留保の大きさである。それぞれ海外進出を始める前年で比較すると、CMPC社の内部留保金は資産の42%であるのにたいし、エンデサ社・ヘネル社はそれぞれ

図11 CMPC社の株主構成の変化

所有比率（1986年末）



所有比率（2000年末）



(内訳)

所有企業	所有株式数	所有率 (%)
グループ企業	111,059,696	55.5
AFP Cuprum	4,423,000	2.2
AFP Provida	3,523,377	1.8
サンタマリア建設	3,309,907	1.7
AFP Habitat	3,245,611	1.6
AFP Santa Maria	2,579,588	1.3
マイボ・カナル	2,124,992	1.1
その他	(130,266,171)	34.9

(出所) CMPC社年報，1998年および2000年。

所有企業	所有株式数	所有率 (%)
グループ企業	111,049,696	55.5
AFP Provida	7,784,997	3.9
AFP Habitat	4,477,294	2.2
AFP Cuprum	4,252,718	2.1
サンタマリア建設	3,309,907	1.7
AFP Santa Maria	3,124,925	1.6
AFP Summa Bansander	2,634,530	1.3
その他	63,365,933	31.7

3%、7%である。すなわち、CMPC社は資産の増加をおもに自社の収益を投資することによってファイナンスしているが、このことが高いROEと自己資本比率を実現し、経営の安定性をもたらしているものと考えられる。また、電力2社では、資産の増加に見合った当期利益を上げられずROAが低下したが、CMPC社は資産の増加にあわせてフロー面でも収入を伸ばし、ROAの低下にはつながらなかったことが財務管理上重要である。

また、株主の構成でもCMPC社は電力2社と際立った違いをみせている。CMPCグループの株式2億株のうち、過半数の1億1000万株はグループ企業が所有しており極めて安定的な株主構成をしている(図11)。これは、企業規模の大幅な拡大を行った1997年の前と現在でもほとんど変化がない。電力2社の欧米企業による買収の過程で、決定的な役割を演じたAFPは、現在でも11%と低い水準となっている。また、ADRも外国人支配につながりやすいといった理由で発行しないなど、財務管理の面で強い安定性を志向していることがわかる。

## おわりに

本章では、チリ企業の対外進出と企業所有権の移転の問題を、電力などのネットワーク産業と一次産品加工産業などの工業に分けて、財務管理の面から分析を試みた。両産業は同じ時期に海外進出を開始したが、なぜ1990年代後半から電力産業において欧米企業による買収が相次ぎ、林・製紙業ではそれが起きていないのかを明らかにしている。

チリはラテンアメリカのなかでは安定したマクロ経済環境を有し、そのため周辺国にたいして資金調達上の優位性を有していた。これが海外進出にあたり有利であった点は両産業でかわらないが、産業特性では大きな違いがあり、それが海外展開に大きな影響を与えている。なかでも、電力産業は規模の経済性が強く働くネットワーク産業である点が重要である。すなわち、そ

のような産業においてグローバルな競争のなかで生き残るには、企業規模を拡大させる必要があるが、発展途上国に拠点を有するかぎりこれには限界がある。所有権の海外資本への移転を回避するため、外国市場での起債や外国銀行の融資によって資産調達を図ってはいるが、過度の負債依存が企業の財務構造を悪化させて資産調達コストを引き上げ、結局は欧米企業への売却につながっている。

これにたいし、一次産品加工業では天然資源にあった生産技術が企業の優位性を決定している。そのため資源環境が類似している周辺国への企業進出は収益性を低下させることは少なく、欧米企業にたいする技術の優位性も失われぬ。生産拠点の海外進出の動機はおもにチリ国内における資源制約であり、企業規模の拡大による競争力維持が目的ではないため、電力産業にみられるように過大な資金調達によって海外展開を行うことはない。このことが、海外展開によって財務を悪化させていない要因である。

さらに、スペインのEE社にみられるように、このようなネットワーク産業では先進国企業の企業間競争の結果として、途上国企業を買収する意欲が強いことも指摘できる。EE社はフランスのEDF社やイタリアのEnel社、ドイツのRWE社といった欧州の大手企業との競争がラテンアメリカ進出の動機であるが、同様の例は、電信電話や銀行、流通などの産業にみられる。このような産業における企業進出では、既存のインフラを活用するために企業買収の形態をとることが多く、これが欧米企業による途上国企業を買収につながっている。

また、本章でとりあげた3社は電力が民営化によって誕生した新興ビジネスグループであり、林・製紙業が伝統的な財閥であることも、その企業戦略を大きく特徴づけているものと考えられる。とくに資金調達の面では、前2社がAFPなど機関投資家やADRなど海外投資家から資本を調達しているのにたいし、後者は過半数をグループ企業の株式持合いで占めており、所有における強い安定性への選好がみられる。さらに投資のファイナンスについても、前者がおもに海外での起債や融資によって資金を調達しているが、伝統的財

関企業では内部留保の積立が資金手当の多くの割合を占めている。このような企業の特質もまた、近年の企業所有の変化に影響していると考えられる。

最後に、企業を所有する投資家についてもその特性を考慮する必要がある。チリ企業は他の途上国に先駆けて、年金の民営化によって誕生したAFPなど機関投資家や、資本の自由化によるADRの利用による海外投資家の資本参加を受け入れてきた。AFPは証券の長期的な運用が期待されていたが、電力企業の例にみられたように、AFPは収益性に反応しやすく、収益低下時の所有の移転につながっている。また、ADRを保有している投資家については、欧米の買収企業による公開買付けに際してほとんど応じているなど、流動性が高いとみられる。このような投資家の特性も、企業の所有の変化に影響を与えている。本章では産業ごとの違いを中心に分析を行ったが、企業や投資家の特性と企業行動の関係の一般化については今後の課題としたい。

〔注〕

- (1) ここで用いているデータはチリのチリのサンチャゴ商工会議所（CCS）が毎年刊行しているCCS [ 2000b ] をもとに作成したものである。中央銀行も海外投資統計を発表しているが、商工会議所のデータは各種報道や調査をもとに作成し、直接投資と間接投資の区別や、第三国経由投資の区分などの点で優れている。
- (2) チリが国際金融危機に巻き込まれた原因として、Ffrench-Davis [ 1999 ] は、(1)財貿易の急激な自由化、(2)為替レート調整の遅れによる通貨の過大評価、(3)国内の高金利、(4)無規制な資本市場、(5)生産的な投資の不足、の五つをあげている。
- (3) 大量の資金の流入は自国通貨の増価をもたらし、輸出主導の経済発展モデルと両立が難しくなる。チリでは、そのため1992年から短期資本の流入規制を導入している（Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff [ 1995 ]）。
- (4) 銅の国際価格が低下したことも、銅が輸出に占める割合が30%のチリにとっては、大きな輸出の減少の要因となった。ラテンアメリカ諸国のアジア危機直後の影響については、CEPAL [ 1998 ] を参照。
- (5) エンデサ・エネルシス社には、傘下で配電会社のチレクトラおよびその子会社も含む。

- (6) 「大衆資本主義」というのは、自国の小規模投資家、公務員、軍人への株式の直接、および優遇的な売却をさす (Hachette and Lüders [ 1993 ] )。
- (7) 本項は、北野 [ 2001 ] に依拠している。そこでは、経営面での変化も合わせて分析を行っている。
- (8) チリの民営化政策全般については細野 [ 1998 ] を参照。
- (9) チリのAFPとその金融面での効果については 北野 [ 1995 ] を参照。
- (10) *Capital*, “ El último adiós,” enero 2001によると、アルゼンチンとのガスパイプライン敷設、およびベンタナス港での船舶燃料の販売の開始などで、コペック社と利害が競合したことなどが原因となっている。
- (11) 新たに施行された株式公開買付け法 ( Ley de OPA ) により、議決権を有する株式の3分の2を取得する場合、その後、過去60日間の平均以上の価格で100%の公開買付けを実施することが義務づけられている。これは1月30日に終了し、AES社は最終的にヘネル社の95.7%の株式を買収した。
- (12) 近年同じような条件を有するアルゼンチンなど近隣国やニュージーランドとの競争が増しており、Rossi [ 1997 ] は国の補助的政策の必要性を主張している。
- (13) チリの林業の政策および現状の分析についてはKatz et al. [ 1999 ] を参照。
- (14) チリの先住民の土地所有問題についてはMuñoz [ 1999 ] を参照。また、浦野 [ 2001 ] はマプチェ族に関わる問題を総合的に解説している。
- (15) Del Fávoro y Katz [ 2001 ] は、チリの森林保全にかんする環境行政の不備として、「森林開発」と「森林保護」との違いが明確でない点をあげている。
- (16) Katz et al. [ 2000 ] では、Matteグループと、VialやCruzat-Larraínなど1980年代に没落した企業グループとの違いを、この基幹事業への集中という点に求めている。

## 〔参考文献〕

### <日本語文献>

- 浦野千佳子 [ 2001 ] 「マプチェ族に見るチリの先住民族問題」(『ラテンアメリカ・レポート』Vol.18, No.2)。
- 北野浩一 [ 2001 ] 「チリ民営化企業の域内成長と限界 電力企業ヘネル社の事例」(『ラテンアメリカ・レポート』Vol.18, No.1)。
- 北野浩一 [ 1995 ] 「チリにおける年金制度民営化のマクロ経済効果」(『ラテンアメリカ・レポート』Vol.12, No.3)。
- 細野昭雄 [ 1998 ] 「チリの民営・民活化」(堀坂浩太郎ほか編『ラテンアメリカ民営

化論』日本評論社)。

< 外国語文献 >

- CCS [ 2000a ] “ Estrategias empresariales 2000–2001, ” Santiago .
- [ 2000b ] “ Inversión chilena detectada en el exterior , Informe 2000, ” Santiago .
- CEPAL [ 1998 ] “ Impact of the Asian Crisis on Latin America, ” LC/G. 2026/Rev . 1 , Santiago .
- [ 1999 ] *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe 1999* , Santiago .
- Del Fávoro , Gabriel , y Ricardo Katz [ 2001 ] “ ¿Cómo avanzar?, ” en Harald Beyer y Rodrigo Vergara ed . [ 2001 ] *¿Qué hacer ahora?: propuestas para el desarrollo* , Santiago: CEP .
- Dunning , John [ 1993 ] *Multinational Enterprises and the Global Economy* , Addison-Wesley .
- Estrategia [ 2001 ] “ Ranking de empresas 2000, ” Santiago: Publicaciones Editorial Gestión .
- Ffrench-Davis , Ricardo [ 1999 ] “ El problema de la deuda externa y la apertura financiera en Chile, ” en Ffrench-Davis , *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: tres décadas de política económica en Chile*, Santiago: Dolmen .
- , Manuel Agosin y Andres Uthoff [ 1995 ] “ Movimientos de capitals , estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile, ” en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones , *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina* , Mexico , D.F.: Fondo de Cultura Económica .
- Foreign Investment Committee [ 2000 ] “ Chile: Foreign Investment in Figures , 1974 -1999, ” Santiago .
- Hachette , Dominique and Rolf Lüders [ 1993 ] *Privatization in Chile: An Economic Appraisal* , San Francisco: ICS Press .
- Katz , Jorge ,Giovanni Stumpo y Felipe Varela[ 1999 ] “ El complejo forestal chileno, ” mimeo .
- Meller ,Patricio ,y Raúl Eduardo Sáez eds [ 1997 ] *Auge exportador chileno: Lecciones y desafíos futuros*, Santiago: CIEPLAN/DOLMEN .
- Moguillansky , Graciela [ 1999 ] *La inversión en Chile: ¿El fin de un ciclo en expansión?* , Santiago: Fondo de Cultura Económica/CEPAL .
- Muñoz , Bernardo [ 1999 ] “ Derechos de propiedad y pueblos indígenas en Chile, ” *Serie desarrollo productivo 60*, Santiago: CEPAL .
- Rossi , Italo [ 1997 ] “ Desarrollo y competitividad del sector forestal-madera, ” en Patricio Meller y Raúl Eduardo Sáez, *Auge exportador chileno: lecciones y desafíos futuros*, Santiago: CIEPLAN/Dolmen .

Stump , Giovanni [ 1997 ]“ Evolución , reestructuración y éxito exportador de la industria chilena de celulosa y papel, ” en Néstor Bercovich y Jorge M.Katz, *Reestructuración industrial y apertura económica: la industria de celulosa y papel de Argentina , Brasil y Chile en los años 90*, Santiago: CEPAL/IDRC .

( 北野浩一 )