

集中株主の支配権濫用のメカニズム―チリの「チスパ事件」を中心に

北野浩一

●「世紀の大取引」をめぐる不正事件

チリの企業社会を揺がす「チスパ（Chuspa）事件」が起きたのは一九九七年である。これは、主力電力会社であるエネルギー社の親会社であるチスパ社が、スペインのエンデサ・エスパリーニャ社（EES）へ株式売却交渉を進める過程で発覚した、経営陣による不正事件である。

エネルギー社は一九八〇年代に民営化されたチリの電力企業で、発電量の約六〇％を担い、アルゼンチンなどの周辺諸国の電力民営化にも参入し、売上高も常に上位に入るなど、チリを代表する多国籍企業であった。このため、EES社の買収金額も一五億米ドルと高額で、「世紀の大取引」と言われていた。買収自体は市場では前年から既に織り込み済みであったが、その違法性が明るみに出たのは、経営陣が秘密裏にすすめていた売却条件が、EES社の本国スペインや、ADR（米国預託証券）を監督する米国取引委員会の情報開示請求で明らかになったためである。その秘密協定では、

エネルギー社のトップ経営陣だけが所有する議決権比率の高い株式（投資会社であるチスパ社のBシリーズ株）が、それ以外の株式（Aシリーズ株）の八〇〇倍もの価格が設定され、経営陣は少なくとも五年間は継続とする、など、当時のトップ経営陣に対する有利な買収条件が列記されていた。チリでは年金制度が民営化され、年金基金を運用する会社の多くがエネルギー社の株式をポートフォリオに組み込んでいるために国民的な関心事となり、連日メディアで報道された。

支配株主が、少数株主に知らせぬまま自らに有利に売却交渉を進めていたこの事件を機に、チリのコーポレート・ガバナンス改革の議論が大いに高まった。その後も、テレコム事業のCTC社や、鉱業のソキミチ社などで、少数株主に情報の無いまま事業の一部売却交渉が進められるなど、同種の事件が起きている。これを受けて、チリの証券保険監督局（SVS）では、上場企業に経営監督機能を強化した「取締役委員会」を設置する義務と独立取締役の導入を柱とした改革を打ち出している。

チスパ事件から八年が経過した二〇〇五年七月にようやくの最高裁判決が確定し、当時のトップ経営陣に対して株式の不正売却益分の支払いを命じるものとなった。罪の軽重については議論が続いているが、裁判所がオーナー経営者による少数株主の権利の侵害を明示的に認定したことの意義は大きい。

このような事件は、米国のエンロンにもみられるトップ経営陣による企業不正の一例である。しかし、チリなど発展途上国に特有なのは、経営者による不正行為の背後に、企業の出資比率と議決権の乖離という現象がみられることである。以下では、簡単なモデルで、出資比率と議決権の乖離が、投資決定やM&Aの非効率性を高めることを示す。

●オーナー経営者のエージェンシー問題

典型的な企業のエージェンシー問題は、企業の所有者である「株主」と、その資金を委託されている「経営者」とのプリンシパル・エージェンツ関係において発生する。

特集／発展途上国の企業行動―契約論の視点から



特集／発展途上国の企業行動—契約論の視点から

英米のような所有と経営が分離している所有分散型企業では、個々の株主は小規模で経営者に比べ情報量も乏しく、経営者に対するモニタリングにもフリーライダー問題があるため過少になり、エージェンシー・コストが発生する、ということが指摘されてきた。

一方、チリなど発展途上国では所有集中型の企業がより一般的である。チリの大企業グループの平均所有比率で見ると、支配的株主が五七%の議決権を有し、次いで二五%がAFPやADRなどの機関投資家、そして少数株主は一五%となっている。支配的株主のうち約半分はチリ資本であり、その多くが特定のファミリーを軸としている。この場合、大所有者と経営者は同一家族のメンバーや個人的つながりのある人物が就任するというファミリー企業の特徴がみられる。

このような所有集中企業の場合、支配的所有者と経営者の間には、情報の非対称性が少なく、また所有者による経営のモニタリングには十分なインセンティブと能力を有する可能性が高い。このため所有分散企業にみられるような経営者による株主の利益侵害は少なくなるが、その一方で、支配株主・経営者（オーナー経営者）は、情報を共有しない少数株主に対して不利な経営判断を下す可能性が高まる。このため、エージェンシー問題は、オーナー経営者と少数株主の間に発生し、これをいかに防ぐか

がガバナンス上の課題となる。

ここで、ベブチェック等の研究（参考文献②）に従い、オーナー経営者のエージェンシー問題をモデル化して考えてみる。まず、オーナー経営者が特定の投資計画から得られる利得（ V_0 ）を

$$V_0 = S + P = \alpha(V - P) + P \quad \therefore (i)$$

とする。ただし、 α はオーナー経営者の出資比率、 S は金銭的利益、 P は（オーナー経営者の）パーク、 V は投資プロジェクトの収益である。パーク（Park、正式には *perquisite*）は、ジェンセンとメックリングが定義したように（参考文献③）、経営者の効用を高めるものの、企業の生産には寄与しないような利得であり、具体的には、過度に豪華な本社ビルの建設などのことを指す。ここでは、投資プロジェクトからある利益（ V ）は、金銭利益（ S ）とパーク（ P ）に分けられるとする（ $V = S + P$ ）。

(1)式右辺第二項は、投資から得られるオーナー経営者の金銭的利益であり、出資比率（ α ）に依存している。オーナーの利得は、金銭的利益にパークを加えたものと考えることが出来る。

所有比率は α で表されているが、この値は企業グループの所有構造により大きく異なる。チリでは、企業のピラミッド構造による所有関係が広範に見られるが、ピラミッドの層の数を増やすことにより、支配権を維持したまま α の値を十分に下げることが可能である。例えば、過半数（五一%）

の出資比率で五階層のピラミッドを形成すると、五階層目は六・八%の出資比率で支配が可能になることがわかる（ 0.51^5 の四乗 ≈ 0.0676 ）。さらに、 α を減少させる方法としては、先のエネルギーの例に見られるような議決権制限株式による資金調達がある。チリでは、一九八〇年代に民営化された企業に多く見られる方法で、エネルギー社の場合は、その親会社であるチスパ社の株式の僅か 0.06 のBシリーズ株だけで過半数の議決権を有する構造となっている。チスパBシリーズ株の所有者であるエネルギー経営陣は、 0.07 という低い出資比率でエネルギー社の支配権を有していることになる（図1）。

●非効率的な投資計画の選択

議決権と出資比率の間に大きな乖離がある場合に、企業の投資計画の選択の上でどのような非効率が発生するのであろうか。以下では、 x と y という二つの投資計画を考える。それぞれ V_x 、 V_y という収益を生み出すとすると、オーナー経営者は(1)式より

$$\alpha(V_x - P_x) + P_x > \alpha(V_y - P_y) + P_y$$

であれば、 x の投資を選択する。ただし、 P_x 、 P_y は、それぞれ、投資計画 x 、 y からオーナー経営者が得られるパークである。もし α の値が小さければ、第一項の金銭的利益は小さくなり、パークの効果がより大きくなる。また、もし x が y より低リターン（ V_x

図1 エネルシス社の所有構造

A株(99.94%) B株(0.06%)

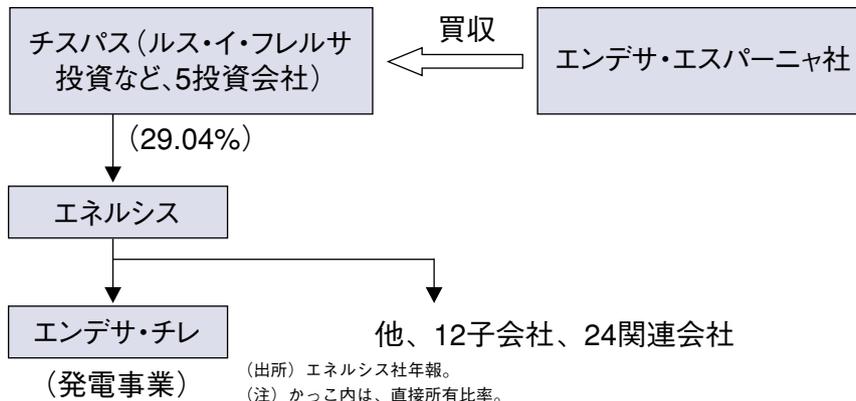
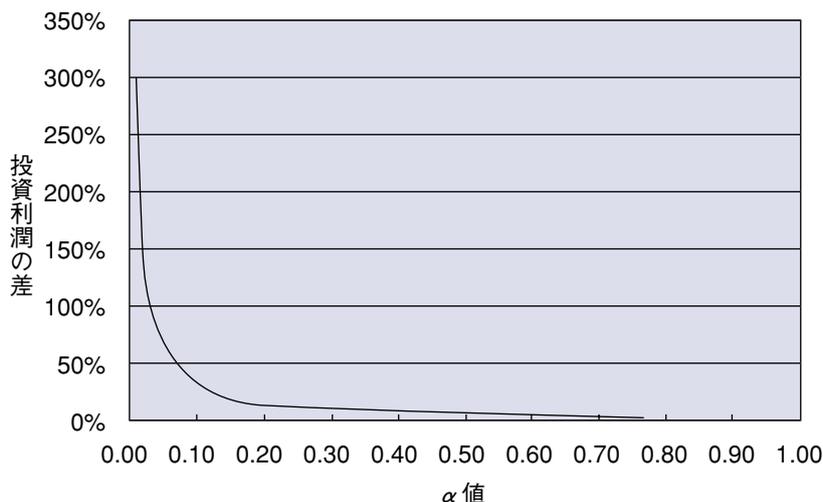


図2 出資比率と非効率



$\langle V_j \rangle$ であっても、 P_x が大きい
 $\langle \Delta P = P_x F_j > 0 \rangle$ か
 $V_j / x < (1 - \alpha) / \alpha \Delta P$... (2)
 が成り立っていれば、非効率
 な投資である x を選択する
 ことになる。(2)式からいえる
 ことは、経営者のパークの差
 (ΔP) が大きいか、出資比
 率 (α) が小さい場合に非効
 率な投資がなされる可能性が
 高くなる、ということである。
 例として、 ΔP の値を投資収
 益の三〇% ($\Delta P = 0.3V_x$) と
 仮定して α の値を変えシミュ
 レーションしてみると、 α の
 値が小さくなるほど加速度的
 に非効率な投資計画が採用さ
 れることが示される(図2)。
 例えば α が五〇%の時に利潤
 が三%以上高い投資計画であ
 れば、効率の良い投資が採用
 されるが、これに対し、エネ
 ルシスのケースのように〇・
 〇六%とすると、利潤が五〇
 倍高い投資計画があっても採
 用されないケースも出てくる。
 一九九〇年代のエネルシス
 社のケースでは、非効率な投
 資は過剰な海外進出として現
 れたと見ることができる。ア
 ルゼンチン、コロンビア、ブ

ラジルなど近隣諸国の電力民営化に参加し、
 資産規模は年二〇%近く増加している。資
 金調達にADRの発行や長期負債など外部
 資本でなされたが、株主資本利益率(RO
 E)などの経営指標は大きく悪化している
 (参考文献①)。

●所有権の移転と買収ルールの変 更

チスパ事件は、議決権を集中的に保有す
 るチリ人投資家グループから、スペイン企
 業への移転であった。以下では、このよう
 な所有権の移転も、議決権と出資比率の乖
 離が大きい場合に、非効率な決定がなさ
 れる可能性が高くなることを示す。

所有権の移転は、通常二つの方法に分け
 られる。一つは株式市場で高値をつけた売
 り手に売却するケースで、所有集中企業の
 場合、支配株主が新たな支配株主へ直接売
 却し、株式の移転と共にパークも移転する。
 これは「市場ルール」と称され、米国など
 で一般的である。一方、支配株主が大量に
 株を売却する場合には、その売却価格を他
 の全ての株主に対しても買付価格として一
 定期間提示し、TOB(株式公開買付)を
 実施することを義務付ける「機会均等ルー
 ル」がある。これは少数株主保護を目的と
 し、日本や欧州の制度にみられるものであ
 る。

エネルシス社の買収のケースは、オーナー
 経営者が少数株主に知らせぬまま彼らが



特集／発展途上国の企業行動—契約論の視点から

所有する株式の売却価格などを決めており、典型的な「市場ルール」といえる。この場合、所有権は

$$aSi + Pn > aSi + Pi \quad \dots (3)$$

(ただし、添え字*i*は当初の所有者、*n*は買い手)

の条件が成立すれば移転されると考えられる。すなわち、より大きな株主利益がパーク獲得が見込めれば、新たなオーナー所有者がプレミアムを払った上でその企業を買収するのである。

所有権の移転にともなう非効率率は、①企業価値が下がるのに ($V_n < V_n$)、所有権が移転するケースと、②企業価値が上がるのに ($V_n > V_n$)、所有権が移転しないケースの二つが考えられる。①の場合は、

$$PnPi > (1-a)al(Vn-Vn) \quad \dots (4)$$

②の場合は、

$$PiPn > (1-a)al(Vn-Vn) \quad \dots (5)$$

と表される。上のシミュレーションのケースで示されたとおり、この場合も*i*の値が小さくなるにつれて非効率的な移転が生じる領域が広がるのがわかる。

一方、「機会均等ルール」で公開買付など全株主に一定の価格でビッドを出す場合には、新たな所有者の下での企業価値*V_n*をもとに公開買付価格が設定される。そのため、当初のオーナー経営者へ支払われる買取価格は*V_n*となり、

$$aVn > aSi + Pi \quad \dots (6)$$

が成立すれば、売却がなされることになる。

(4)式と(6)式を比較すると、機会均等ルールの場合のほうが(a)*P_n*だけ買収が起きる領域が狭くなっている。

このことからいえることは、「機会均等ルール」の方が、所有権の移転がなされにくくなり、同時に*i*の値が小さければ、「市場ルール」と「機会均等ルール」の差はより大きくなる、ということである。

●まとめ

発展途上国の企業の特徴は、所有の集中度が高く、所有者と経営者が一致している場合が多いことである。限られた資金力で支配権を維持する方法としては、ピラミッド構造が主に用いられるが、チリの民営化企業のケースのように、議決権制限で資金調達を行うことにより、極端に少ない資本での経営支配も可能である。

所有集中企業のエージェンシー問題は、オーナー経営者と少数派株主の間の情報の非対称性に伴うものである。本稿では、エージェンシーのケースのようにオーナー経営者の出資比率が低い場合には、投資選択やM&Aでの非効率が発生しやすいことをモデルとシミュレーションによって明らかにした。

現在チリで進められている企業統治改革は、①独立取締役とこれを過半数とする取締役委員会を導入する、②大型企業買収の場合に公開買付を義務づける、というものである。これらは、少数株主によるオーナー

経営者のモニタリングを強化し、情報の非対称性を減らし、同時に非効率的な買収も一定程度減らすとみられる。しかし、出資所有比率と支配権の乖離については手をつけておらず、企業経営の効率化という観点からは課題が残るといえよう。

(きたの こういち／アジア経済研究所 地域研究センター)

《参考文献》

- ①北野浩一「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ルゼーション』アジア経済研究所、二〇〇二年。
- ②Bechtuk, Lucian, Reiner Kraakman and George Thants, "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights," in R. Morck ed, *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago: University of Chicago Press, 2000.
- ③Jensen, Michael and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 1976.