

チリ／ファミリーによる企業支配のメカニズムと企業統治改革

北野浩一

かつてチリの経済は寡占的で、十一の大ファミリーが主だった大企業を支配しているといわれた。それから半世紀近く経過し、一九八〇年代の国際金融危機では多くの大企業が国家管理下に入り、その後民営化される過程で企業所有には大きな変動があった。現在ではラテンアメリカの中で最も自由化と国際化が進み、競争的な市場環境も比較的整備されている国である。それでも、未だに代表的な大企業の多くが、特定のファミリーによって所有と経営が支配されている、という構造に変わりが無いのは興味深い。

そもそも、ファミリー企業の成長には、宿命的な制約がある。それは、企業が巨大化するに従い、その所有と経営を独占的に支配するためには、特定のファミリーが有する金融資産や経営資源だけでは不足してくるからである。自由化で国際的な競争が激しくなる中で、この制約は企業の成長の足かせとなり得る。

チリにおけるファミリー企業が、そのような資源制約に直面しながらも、所有と経営の支配を維持し、かつ競争力を維持でき

ているのは、いかなる要因があるのか。本稿はこのメカニズムを探ることを目的とする。さらに、近年このような所有が集中した企業のガバナンス改革が議論されているが、その切り札と考えられている独立取締役の導入の効果についても、検討してみた。

●ファミリー企業グループの所有構造

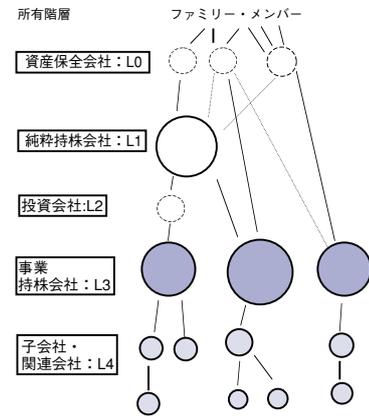
企業が所有を通してグループを形成する方法は、主に二通りある。一つは、アジア諸国にみられるような、企業同士による株式の持合である。もう一つは、親会社と子会社の関係がはっきりしていて、所有関係は親会社が子会社を所有するのみの「ピラミッド構造」と呼ばれるものである。

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。複雑な株式持合が無いのは、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ことが、金融危機後に株式会社法第八八条で制定されたためである。

企業グループのピラミッド構造については、キャッシュ・フローと議決権の乖離が問題とされ、そのため、ピラミッドの層の数が重視された。すなわち、層の数が増えれば増えるほど、少ない資本で企業の所有が可能になる、という論理である。しかし、ファミリーによるグループ支配を考える上では、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。

図1は、チリのファミリー企業の所有構造をモデル化したものである。最上部の投資会社（I.O）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。家族が個人で直接持株会社を所有せずに、複数の投資会社を通じて所有する理由は二点指摘できる。まず、個人と法人での所得税率の違いである。法人は均一に一六・二％であるのに対し、個人は累進税率で最高四三％に達するため、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。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目的もある。

図1 ファミリー企業グループ
所有構造



(出所) Fuentes, Luis Arturo, *Grandes grupos económicos en Chile y los modelos de propiedad en los otros países*, Santiago: DOLMEN, 1997, p.89 をもとに筆者作成。

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。五大ファミリー・グループでは、ルクシックのキニエスコ社とCMPC社

この下にあるのが、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、五大ファミリー企業グループのうち、四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。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、その期間も一〇年から五〇年と長期である。

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。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、多角化がすすむにつれ、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。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、多角化のすすんだファミリー企業グループ

がL1に相当する。アンジェーニ・グループのCOPEC社は燃料販売を中核事業とする持株会社であるが、二〇〇三年にエンブレサ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。

●投資会社の活用による所有の維持

企業の所有支配において重要な役割を果たすが、持株会社の株式を所有するL0やL2といった投資会社である。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公司、外資との提携はルクシックとドイツのハイネケン社によるインベルシオネス・イ・レンタス社や、マッテとイギリスのNMロスチャイルド&サンズ社によるコリーナ産業投資会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い。また、外国企業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L3の持株会社は、資金調達の必要上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。また、もし外国企業がL3の持株会社に直接資本参

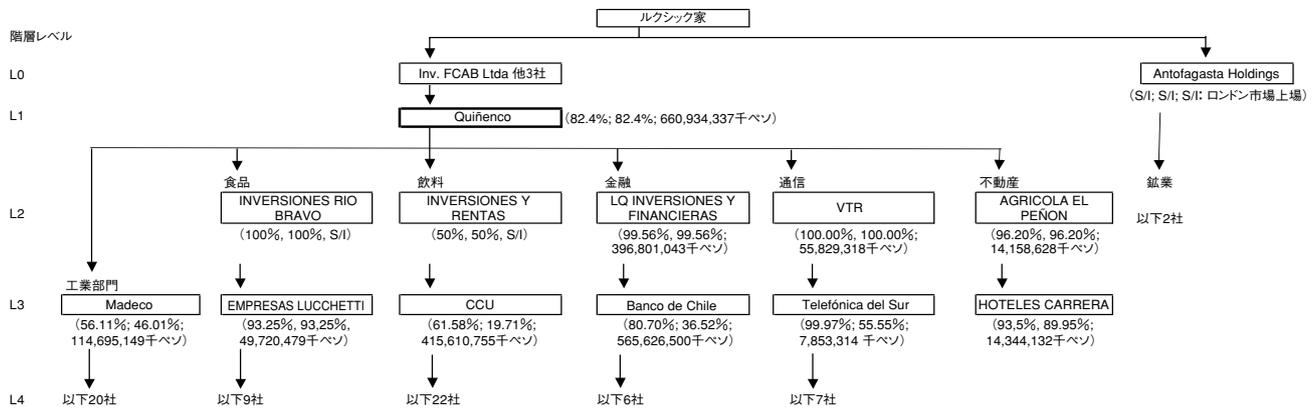
加した場合には、外国企業が少数株主の支持を得てオーナー・ファミリーを排除し、単独支配権を獲得しようとするインセンティブがはたらく可能性もある。しかし、L2の投資会社を通じて、大きな議決権を掌握することで、中核となる大規模な持株会社が、強い経営支配力を保持することが可能となる。一方で、外国企業はもし積極的な経営介入よりも、安定した提携関係を維持して自社製品の販路を確保したい場合には、投資会社を通じて提携は魅力的な選択といえよう。

●経営権の集中による経営支配の維持

ファミリー企業の成長を制約するもう一つの要因が、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

図2 ルクシク・グループの所有関係と企業資産高



(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。

(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。

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。ここでは、五大グループ

現在チリにおける五大ファミリー・グループは、アンジェリーニ、ルクシク、マッテ、クラロ、サイドである。これらはいずれも一九七〇年までは中小のビジネスグループと分類されていたが一九八〇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

●ルクシク・グループの事例

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、大企業グループの経営を可能にしている。図1で説明すると、中核持株会社であるL1あるいはL3の社長のポストを最低2名の家族メンバーで押さえることによつて、L4の二〇〇五〇社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ケースが多い。

キニエンコ社は傘下に、食品ではルケッティ社、飲料ではCCU、金融ではチリ銀行、通信ではテルスール社という事業持株

ルクシクは、最も整然としたグループ構造を有するといわれるが(図2参照)、これは、一九九六年に大幅な事業改編を行った結果である。ファミリーは、L0にあたる家族資産保全会社である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有する。これらを通じて、L1の持株会社であるキニエンコ社の株式を合わせて八二・四%所有している。キニエンコ社は事業再編前には非公開株式会社であったが、これを純粋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。

グループの起業は一九五〇年代にグループ創始者のアンドロニコ・ルクシク・アバロアが北部アントファガスタでフォード車の販売を始めた時に溯ることができ、その後、北部の漁業や鉱業企業に徐々に資本参加し、一九八〇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。鉱山開発では、日本企業とも長期的な提携関係を維持し、日本とも経済関係の深い企業である。日本とも経済関係の深い企業である。

取締役はすべてファミリーとは血縁関係の無い、専門経営者からなっている。このこ

グループの創業者であるアンドロニコ・ルクシクは、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。グループの中核となるL1のキニエンコの社長を務めるのは、アンドロニコの息子で一九五六年生まれのギジェルモである。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。二歳年上の兄アンドロニコはキニエンコ社の副社長で、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。一九六四年生まれのジャン・パウル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。それ以外の事業会社の社長・

会社(L3)を有するが、いずれも投資会社(L2)を通じて所有している。このうち、インベルシオネス・イ・レントラス社は、飲料のCCU社の株式の過半である六一・五八%を所有する投資会社であるが、オランダのハイネケン社との共同出資の形態をとっている。ハイネケン社は自社製品の製造販売権を与えらるとともに、経営に関してはルクシク側に任せている。そのため、実質的に三〇・八%という低い比率で、資産額七億米ドルのCCU社を所有支配することが可能となっている。

とから、ファミリーの経営者はL1やL3の取締役や社長というポストについてグループの経営を行っていることがわかる。

●チリ企業のカバナス上の問題

一九九〇年代の末から、チリのいくつかの大企業において、支配株主が少数派株主に対して同意を得ないまま多国籍企業に株式を売却し、巨額の利益獲得と現経営陣の地位の保全を図ろうとした事件が明るみにでている。このような事例は、所有集中型企業にみられる典型的な問題といえる。分散所有型の企業と異なり、チリのケースのように所有が集中する場合には、経営者と大株主間は情報の非対称性が少なく、一方で、大株主が少数派株主を搾取することにより私的利益を獲得するインセンティブが高まることが指摘される。特に途上国の場合、資金的に有利な先進国企業からの買収に際し、情報公開が不十分であることから支配株主のみに有利な条件でのM&Aが起きる可能性は高いといえる。

チリの企業の多くは典型的な所有集中型であり、このような問題への対処は株式市場の育成のために急務といえる。現在、証券保険監督局(SVS)を中心にコーポレート・ガバナンス改革に関する議論がなされているが、ここでは、少数株主の利益の保護が重要なテーマとなっている。

少数株主として近年発言力を増しているのが年金基金である。年金基金はチリ企業

の株式の約四分の一を所有し、機関投資家として企業の経営モニタリングの役割を強めている。その主たる手段は総会において議決権を行使する他に、独立取締役を選出し、これに企業経営の監督を常時委任することである。年金基金が選出する取締役は、規定により支配株主との関連が無いため、これまでのようにほぼ腹心で固めた取締役会とは異なり、支配株主が私的利益獲得のための取引や、少数株主の利益に反する議決については、企業内部の情報と資源を使って告発することが可能である。

一方で、年金基金自体が他の少数株主の利益を侵害する可能性も指摘される。しかし、関連企業に対して厳しい株式所有制限を課すなどの措置がとられ、少なくともこれまででは規制が有効に機能しているようである。

●独立取締役によるチェック機能の限界

このような独立取締役による少数株主保護と、企業経営の効率化は別の問題である。独立取締役は、そのほとんどが有力大学の経済・経営工学部卒業生で、かつ主として米国の著名な大学院で経済・経営を専攻したのもも多い。そのため企業経営に関する基礎的な知識を有していると判断できる。しかし、業界、あるいは選任した年金基金と何らかの関係を有している者が過半数であり、選出母体から独立して判断できるかど

うか疑わしいといえる。また、企業の民営化時の制度設計に関与した政府関係者や、現政権での有力者も多く登用されている。彼らが、企業経営の効率性の監督者として適任かどうか、という点に関しては疑問が残る。

ただし、株式市場の育成という点に関しては、少数株主の保護において有力な代表者が取締役会に入るとは、意味のあることである。実際に、いくつかの事件では、独立取締役が政府を動かす、最終的には少数株主の意見が通された事例もある。チリの株式市場は、少数株主が少なく、市場の流動性の低さが大きな課題となっているが、このような方向の改革が、今後の市場の発達において果たす役割は小さくない。

(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」星野妙子編『ファミリービジネスの経営と革新』アジア経済研究所、二〇〇四年。
- ②Lagos, Ricardo, *La concentración del poder económico*, Santiago: Editorial del Pacífico, 1961.