

メキシコ大企業の所有構造

同族支配のメカニズムをめぐって

ほし の たえ こ
星 野 妙 子

はじめに
分析対象企業
株式の所有構造
同族持ち株の議決権の統一と同族外への散逸防止
むすびにかえて

はじめに

本稿の目的はメキシコの民族系大企業の所有構造を検討し、同族による経営支配のメカニズムを探ることにある。

発展途上国企業の重要な特徴に、所有者一族による経営支配と、その世代を超えた継承をあげることができる。パーリーノ・ミーンズ(1958)に代表される所有と経営の分離論は、株式会社の規模の拡大によって株式の所有が分散し、その結果、所有と経営が分離し、分離が最も高度に達した段階で経営者支配企業が出現すると説く。しかしこの議論のもととなった米国企業の経験とは異なり、発展途上国において地場企業の多くは、企業ランキングの上位を占める大企業であっても、また株式上場企業であっても、所有者一族(多くの場合、創業者一族)が主要な経営ポストを占め経営を支配する^(注1)同族企業である場合が一般的である^(注2)。

メキシコにおいても同様の状況が存在すると

いわれている。しかし、メキシコの民族系企業における同族への所有の集中と経営支配を実証的に分析した研究は、ほとんど存在しない^(注3)。民族系企業についてはすでに一定の研究蓄積が存在し、特に近年においては経済グローバル化のもとでの民族系企業の躍進を分析する研究が数多く現われている^(注4)。しかしこれらの研究において民族系企業が同族企業であることは、研究の前提とはなっても、そのこと自体が分析されることはほとんどなかった。研究の進展を阻む最大の要因は、企業の所有構造を確定できる資料の入手が非常に困難なことであった^(注5)。そのような資料事情が大きく改善されたのはごく最近のことである。それは、国家銀行証券委員会(Comisión Nacional Bancaria y de Valores)の通達で、メキシコ証券取引所に上場する企業は有価証券報告書の提出を義務付けられ、その報告書が2002年から取引所のホームページに公開されるようになったためである^(注6)。報告書の一章「経営」(administración)のなかに「主な株主」(accionistas principales)の項目があり、それをみることで上場企業の支配株主の株式所有状況を容易に知ることができるようになったのである。本稿においては、その有価証券報告書を用いて、メキシコの民族系大企業の同族による経営支配が、いかなる所有構造の裏付けを

持つのかを明らかにする作業を行いたい。

本稿の構成は次のとおりである。第 1 節では分析対象とする民族系大企業を特定し、それら企業の特徴を、企業規模、活動業種、創業年、上場年について示す。第 2 節では株式の所有構造を分析し、株式所有が極度に集中していること、議決権支配のさまざまなしくみが存在することを明らかにする。さらに、主要経営ポストへの同族の就任状況を検討し、支配株主による経営支配が実現していることを明らかにする。第 3 節では、同族による経営支配を長期に渡り安定的に維持するための、同族持ち株の議決権の一本化と同族外への散逸防止のしくみを明らかにする。最後に、以上の検討において明らかになった点を総括し、今後の課題を述べることでむすびにかえたい。

分析対象企業

本稿においては、星野（2002b, 11-13）による売上高でみた上位100社ランキング（2000年）表中の、民族系企業のうちメキシコ証券取引所上場企業を分析対象とする。分析対象を上場企業に限定するのは、以上に述べたような資料事情にもよるが、加えて、株式会社の所有と経営の分離の重要な契機が、株式の証券市場への上場であるためである〔占部 1968, 156〕。100社から外資系ならびに政府系企業49社^(注7)を除くと残りは51社となる。このうち非上場企業は13社で、上場企業は残る38社となる。ただし4社を、もと公企業で民営化後経営破綻状態にある（2社）^(注8)、有価証券報告書を開示していない（2社）^(注9)、等の理由で検討からはずした。残る34社が検討対象企業となる。表1に企

業名と証券取引所で使用されている略号、原表100社ランキング中の順位、売上高（ペソ表示とドル表示）、主要活動業種、創業年、メキシコ証券取引所上場年を示した^(注10)。

表1から、まず第1に、大企業の間でも売上高の上位集中が著しいというメキシコの産業構造の特徴が読み取れる。34社はランキング上位100位までに入る大企業であるが、34社中の1位と34位では売上高でおよそ35倍の差がある。筆者は別の論考で、メキシコの経済誌『エクスパンション』（*Expansión*）が毎年発表する500社ランキングを用いて売上高の上位への集中状況を調べたことがあるが、それによれば、1998年において上位50社までにランキング企業の売上高合計の79%が、51～100位までに13%が集中していた〔星野 2001, 5〕。この点を考慮すれば、大企業の分析としては上位50社までに入る企業（表1では順位23まで）を検討対象とすれば充分かもしれないが、事例数を多くするために本稿では100位までを含めた。ちなみに以下の検討からも明らかのように、50位を境に所有構造に大きな違いがみられるということはない。

34社のいずれもが企業グループの持ち株会社で、主な活動業種は、製造業（セメント、食品、飲料、ガラス、金属、製紙、自動車部品）10社、商業8社、サービス業（通信、放送、娯楽、ホテル・レストラン、海運）6社、鉱業・建設2社、複数の異業種（表では多業種）8社、となり、成熟産業への偏りがみられる。後に述べるように、ほとんどの企業が同族支配の下にあるが、このような業種の偏りと同族支配の関係については、少なくとも、これらの業種が資金需要規模の小さい業種で、そのために同族支配が維持されたとはいえない。その理由は第1に、

表1 検討対象とする主要同族企業¹⁾

順位	企業ランキング中の順位 ²⁾	企業名(略号)	売上高(2000年)		業種	創業年 ⁴⁾	上場年
			(100万ペソ)	(100万ドル)			
1	2	Carso Global Telecom (TELECOM)	121,730	12,680	通信	1947	1996
2	5	Grupo Carso (GCARSO)	89,041	9,275	多業種	1980	1990
3	10	Cemex (CEMEX)	54,072	5,633	セメント	1906	1976
4	11	Fomento Económico Mexicano (FEMSA)	45,454	4,735	多業種	1890	1978
5	12	Alfa (ALFA)	45,111	4,699	多業種	1890	1974
6	15	Grupo México (GMEXICO)	34,665	3,611	非鉄金属鉱業	1899	1978
7	17	Controladora Comercial Mexicana (COMERCI)	31,611	3,293	スーパーマーケット	1944	1991
8	18	Grupo Bimbo (BIMBO)	31,477	3,279	食品	1945	1980
9	19	Savia (SAVIA)	30,811	3,209	多業種	n.a. ⁵⁾	n.a. ⁵⁾
10	21	Grupo Modelo (GMODELO)	29,329	3,055	ビール醸造	1925	1994
11	23	Vitro (VITRO)	28,000	2,917	ガラス	1909	1976
12	24	Grupo Gigante (GIGANTE)	27,207	2,834	スーパーマーケット	1962	1991
13	26	Organización Soriana (SORIANA)	25,361	2,642	スーパーマーケット	1968	1987
14	29	Desc (DESC)	23,439	2,442	多業種	1973	1975
15	30	Grupo IMSA (IMSA)	21,212	2,210	多業種	1936	1996
16	31	Grupo Televisa (TELEVISA)	20,803	2,167	テレビ放送	1950	1991
17	33	Gruma (GRUMA)	18,199	1,896	食品	1949	1992
18	34	Corporación Durango (CODUSA)	16,212	1,689	製紙	1975	1991
19	36	El Puerto de Liverpool (LIVEPOL)	15,694	1,635	デパート	1922	1965
20	37	Grupo Casa Saba (SAB)	15,578	1,623	流通	1892	1993
21	40	Grupo Elektra (ELEKTRA)	14,725	1,534	流通	1950	1991
22	45	Grupo Corvi (GCORVI)	11,924	1,242	流通	1940	1996
23	47	Empresas Ica Sociedad Controladora (ICA)	11,489	1,197	建設	1947	1992
24	57	Industrias Bachoco (BACHOCO)	9,189	957	食品	1952	1993
25	58	Grupo Continental (CONTAL)	9,026	940	清涼飲料水	1964	1979
26	62	Cydsa (CYDSA)	7,896	822	多業種	1945	1973
27	66	Grupo Industrial Saltillo (GISSA)	7,271	757	自動車部品	1928	1976
28	77	Far-Ben (BEVIDES)	5,532	576	流通	1917	1993
29	79	TV Azteca (TVAZTCA)	5,425	565	テレビ放送	n.a. ⁵⁾	1997
30	81	Sanluis Corporación (SANLUIS)	5,132	535	多業種	1890	1984
31	89	Corporación Interamericana de Entretenimiento (CIE)	3,998	416	娯楽	1990	1995
32	91	Grupo Hérdez (HERDEZ)	3,907	407	食品	1914	1991
33	96	Grupo Posadas (POSADAS)	3,499	364	ホテル・レストラン	1967	1992
34	97	Grupo TMM (TMM)	3,446	359	海運・倉庫	1955	1980

(出所) 星野(2002b, 11-13), 各社の2001年度の有価証券報告書, Amezcua(1984)他をもとに筆者作成。

(注) ¹⁾ 34社の条件については本文参照。

²⁾ 企業ランキングの出所は, 星野(2002b, 11-13)参照。

³⁾ 2000年12月の月平均銀行窓口為替レート, 売値と買値の中間値で換算。

⁴⁾ ここでのねらいは, 当該事業がいつから現支配株主同族の経営支配の下にあるかを示すことである。そのため「創業年」は, 当該企業の母企業が現支配株主同族により設立された年, 当該企業を現支配株主が買収した年を含み, 当該企業の登記上の設立年とは必ずしも一致しない。

⁵⁾ n.a. は入手不能。9位 SAVIA については資料により諸説あり確定できなかった。

多くの企業において1990年代の成長は活発な企業買収によるものであり、そのために資金需要の規模は決して小さくはなかったと考えられること、第2に、セメント、鉱業など投資規模が大きい装置産業も含まれていること、などである。業種に偏りがみられる理由については、例えば当該業種の技術的要件や市場構造などの産業特性、政府の政策が関わっていると考えられるが、この点の分析は本稿では行わない^(注11)。

創業年については若干の説明が必要であろう。表に示した創業年は、当該企業の登記上の設立年とは必ずしも一致しない。ほとんどの企業は前身となる母企業から事業を受け継いでおり、そのような場合には、わかる範囲で母企業の設立年を創業年として示した^(注12)。創業年の分布は1950年代以前が24社、60年代4社、70年代2社、80年代1社、90年代以降2社となる。全体の約7割が50年以上の長い歴史を持つことがわかる。

上場年は当該企業のメキシコ証券取引所上場年である。上場からどれくらいの期間が経過しているかは、所有と経営の分離状況を規定する重要な要因である。それは上場後の経過年数が長いほど、新株発行や旧来の株主による持ち株売却の機会が増し、株式所有が分散する可能性が高いためである。メキシコ証券取引所は過去40年間に株式上場ブームを2回経験している。

1回目は1970年代後半から82年までの時期で、証券市場をめぐる制度整備の進展と石油ブームを背景としている。2回目は1990年代以降の時期で、メキシコの証券市場改革の進展ならびに世界的規模の新興市場投資ブームを背景としている。表の上場年も、1975年から81年が9件、90年代以降19件と、おおよそこの2つのブームに

対応して分布している。1990年代以降の上場から日の浅い企業が多いことは、後述する株式所有の集中状況を規定する重要な要因であると推測されるが、この点については後に述べたい。

株式の所有構造

1. 株式所有の集中

まず株式所有の集中状況を検討したい。

表2に有価証券報告書に記載された検討対象企業の支配株主と、その持ち株比率を示した。表では、全発行済み株式に占める持ち株比率が80%以上の場合を濃い網がけで、同じく50%から80%までを薄い網がけで示してある^(注13)。

支配株主が発行済み株式の80%以上を所有する事例は、表に示す36社中6社(順位で7, 13, 18, 20, 24, 27)にのぼった。50%から80%までの事例は、有価証券報告書の数字では13社(1, 6, 8, 9, 12, 15, 17, 19, 21, 22, 25, 26, 29)あり、その他に、別の資料や取締役会構成から推測して50%以上の持ち株と思われる事例が3社(2^(注14), 28^(注15), 32^(注16))あるため、合計16社にのぼる。つまり34社中22社において同族に50%を越す株式が集中している。一方、20%から50%までの比率の企業は8社(4, 5, 10, 11, 14, 16, 33, 34)、20%までの企業は4社(3, 23, 30, 31)であった。

株式所有の集中率と上場年の関係については表3に示すとおりである。集中率50%以上の21社のうち14社が1990年代以降に上場した企業であり、上場から日が浅いことが株式分散の進んでいない重要な要因となっていると推測される。しかし同時に注目されるのは、すでに上場からかなりの年数が経過したにもかかわらず、3分

表2 有価証券報告書に記載された支配株主とその持ち株比率

順位	企業名 (略号)	支配株主	持ち株比率	
			全発行済み株式 に占める比率	全議決権株式 に占める比率
1	TELECOM	Carlos Slim とその家族	61.82%	61.82%
2	GCARSO	報告なし	報告なし	報告なし
3	CEMEX	複数の取締役・執行役員とその家族(拡大家族は含まず)	6.49%	不明
4	FEMSA	議決権信託	29.7%	54.6%
5	ALFA	8人の創業者一族とその家族の支配下にある持ち株会社, 信託	48%	48%
6	GMEXICO	Larrea 一族支配下の持ち株会社	過半数	過半数
7	COMERCI	González Nova 一族の信託	大部分	大部分
8	BIMBO	Servitje, Mata, Jorba, Sendra 各家族支配下の持ち株会社	過半数	過半数
9	SAVIA	Alfonso Romo Garza	54%	54%
10	GMODELO	BANAMEX が管理する信託	(少なくとも)49%	56.1%
11	VITRO	Sada González 一族	30.11%	30.11%
12	GIGANTE	Losada 一族	68.7%	68.7%
13	SORIANA	Martin Bringas 一族と Martin Soberon 一族	84%	84%
14	DESC	Senderos 一族	46.04%	51.83%
15	IMSA	Canales Clariond 一族と Clariond Reyes 一族	73.39%	83.95%
16	TELEVISA	Emilio Azcárraga Jeans 支配下の持ち株会社	26.9%	51.1%
17	GRUMA	Roberto González Barrera	52.6%	52.6%
18	CODUSA	Rincon 一族	92.8%	92.8%
19	LIVEPOL	取締役会メンバーとその関係者	58.39%	65.69%
20	SAB	Isaac Saba Raffoul	85%	85%
21	ELEKTRA	Salinas 一族	67.58%	74.13%
22	GCORVI	Villaseñor 一族	76.35%	90.16%
23	ICA	Bernardo Quintana Isaac とその家族	14.2%	14.2%
24	BACHOCO	Robinson Bours 一族支配下の信託	83.4%	88.9%
25	CONTAL	Grossman 一族とその支配下の信託	59.4%	59.4%
26	CYDSA	González Sada 一族とその支配下の信託	54.6%	54.6%
27	GISSA	López 一族とその支配下の信託	81.8%	81.8%
28	BEVIDES	Benavides 一族	8.6%	11.5%
29	TVAZTCA	Ricardo Salinas Pliego とその家族	過半数	56%
30	SANLUIS	Antonio Madero Bracho	15.9%	25.5~29.2%の間
31	CIE	Luis Alejandro Soberon Kuri	13.08%	13.08%
32	HERDEZ	Hernández Pons 一族	2.49%	2.49%
33	POSADAS	Azcárraga 一族	少なくとも39%	50%以上
34	TMM	Serrano Segovia 一族	46.6%	60.9%

(出所) 2002年に提出された各社の有価証券報告書または Form F 20.

(注) 濃い網掛けは、全発行済み株式に占める比率が80%以上の場合。

薄い網掛けは、同じく50%から80%までの場合。

の1の企業が50%以上の集中率を維持しているという点である。それを可能としているのが、支配株主により採用されている株式分散を阻むさまざまなしかけと考えられるが、この点につ

表3 株式所有の集中率と上場年

	証券取引所上場年				計
	1960年代以前	1970年代	1980年代	1990年代以降	
集中率					
20%未満	0	1	1	2	4
20～50%未満	0	4	1	3	8
50～80%未満	1	3	1	10	15
80%以上	0	1	1	4	6
計	1	9	4	19	33

(出所) 表1と表2をもとに筆者作成。

いは次節で述べる。

以上においては支配株主による過半数株式の所有に注目してきたが、経営支配のためには必ずしも過半数株式の所有は必要とされない。議決権制限株式が発行されている場合、議決権株の過半、その所有が分散している場合にはそれ以下の持ち株比率でも経営支配は可能である。表2の右欄に全議決権株式に占める支配株主の持ち株比率を示した。発行済み株式の集中率が20%から50%までの企業に注目すれば、8社中6社(4, 10, 14, 16, 33, 34)で、議決権株式の集中率は50%を超えた。さらに次に述べるように、議決権所有比率が50%以下であっても、議決権支配を可能とするさまざまなメカニズムが存在する。

2. 議決権支配のメカニズム

表4に検討対象企業34社が発行する株式の種類とその特徴、構成比率、株式パッケージの有無を示した。株式の特徴については、所有制限、具体的には外国人の所有が可能であるか否か、ならびに、議決権が制限されているか否かの2つの点を示している。

(1) 議決権制限株式の発行

議決権支配を少ない持ち株で実現する方法が

議決権制限株式の発行である^(注17)。36社中14社(4, 7, 10, 14, 15, 16, 19, 21, 22, 24, 29, 30, 33, 34)が議決権制限株式を発行している。議決権支配のしくみを具体的な事例で示せば、次のとおりとなる。

順位4のFEMSA^(注18)の場合、議決権株式のB株(構成比は51.7%)と議決権制限株式のD B株(同24.2%), D L株(同24.2%)の3種類の株式を発行している。D B株, D L株は2008年にB株(議決権株式), L株(議決権制限株式)にそれぞれ転換される転換株式である。D B株, D L株の株主が議決権を持つのは、企業形態の変更、会社の清算や解散、D B株, D L株の償還など、特別の議決のみとされている。定款によりB株が最低11人(2001年は13人)の取締役選任権を持つのにに対し、D B株, D L株のそれは合わせて5人となっている。FEMSAの支配株主は創業者一族とそれに近い人々が設定した議決権信託(fideicomiso de voto, 後述)で、それがB株の54.6%を所有している。議決権制限株式を代表する取締役、または残りの議決権株式を代表する取締役が取締役会で発言権を持つとしても、支配株主の意にそわない経営方針は株主総会で否決される構造となってい

表4 株式の構成と特徴

順位	企業名(略号)	株式の種類			パッケージの有無
		名称 ¹⁾	特徴 ²⁾	構成(%)	
1	TELECOM	A 1		100.0	なし
2	GCARSO	A 1		100.0	なし
3	CEMEX	A	所有制限あり	66.7	1 CPO = 2 A + 1 B, 1 ADS = 5 CPO
		B	所有制限なし	33.3	
4	FEMSA	B	議決権株	51.7	1 UB = 5 B 1 UBD = 1 B + 2 D B + 2 D L
		D-B	議決権制限株	24.2	
		D-L	議決権制限株	24.2	
5	ALFA	A	所有制限あり	100.0	なし
6	GMEXICO	B	議決権株, 所有制限あり	100.0	なし
7	COMERCI	B	議決権株	92.2	1 UB = 4 B 1 UBC = 3 B + 1 C
		C	議決権制限株	7.8	
8	BIMBO	A	議決権制限なし, 所有制限なし	100.0	なし
9	SAVIA	A	所有制限あり	100.0	なし
10	GMODELO	A	議決権株, 所有制限あり	44.9	なし
		B	議決権株, 所有制限なし	35.1	
		C	議決権制限株	20.0	
11	VITRO	A	所有制限あり	100.0	1 CPO = 1 A, 1 ADR = 3 CPO
12	GIGANTE	*	所有制限なし	100.0	1 ADR = 10普通株
13	SORIANA	B	議決権株	100.0	なし
14	DESC	A	議決権株, 所有制限あり	42.9	1 ADS = 20C
		B	議決権株, 所有制限あり	37.0	
		C	議決権制限株, 所有制限なし	20.1	
15	IMSA	B	議決権株	83.0	1 UVB = 5 B 1 UVBC = 3 B + 2 C 1 ADS = 1 UVBC
		C	議決権制限株	17.0	
16	TELE-VISA	A	議決権株	50.5	1 CPO = 1 A + 1 L + 1 D 1 GDS = 20CPO
		L	議決権制限株	24.7	
		D	議決権制限株	27.3	
17	GRUMA	B	議決権株, 所有制限なし	100.0	1 ADS = 4 B
18	CIDUSA	A		100.0	1 CPO = 1 A, 1 ADR = 1 CPO
19	LIVEPOL	1	議決権株	85.2	
		C	議決権制限株	14.7	
20	SAB	*		100.0	
21	ELEKTRA	A	議決権株, 所有制限なし	34.5	1 CPO = 2 B + 1 L, 1 GDS = 10CPO
		B	議決権株, 所有制限なし	55.0	
		L	議決権制限株, 所有制限なし	10.5	
22	GCORVI	B	議決権株	80.2	1 BL = 1 B + 2 L
		L	議決権制限株	19.8	
23	ICA	*		100.0	1 CPO = 1株, 1 ADS = 6 CPO
24	BACHOCO	B	議決権株, 所有制限なし	75.2	1 UB = 2 B 1 BL = 1 B + 1 L
		L	議決権制限株, 所有制限なし	24.8	
25	CONTAL	*	所有制限なし	100.0	なし
26	CYDSA	A	所有制限あり	100.0	なし
27	GISSA	B		100.0	なし
28	BEVIDES	A		33.1	1 ADR = 2 B
		B		66.9	
29	TVAZ-TCA	A	議決権株, 所有制限あり	44.1	1 CPO = 1 A + 1 D A + 1 D L
		D A	議決権制限株	28.0	
		D L	議決権制限株	28.0	
30	SANLUIS	A	議決権株, 所有制限あり	47.2	1 CPO = 1 B + 1 C + 1 D
		B	議決権株, 所有制限なし	17.6	
		C	無議決権株, 所有制限なし	17.6	
		D	議決権制限株, 所有制限なし	17.6	
31	CIE	B	議決権株	100.0	なし
32	HERDEZ	B	所有制限なし	100.0	1 ADR = 25B
33	POSADAS	A	議決権株	78.0	1 ADS = 10L
		L	議決権制限株	22.0	
34	TMM	A	議決権株, 所有制限あり	75.0	1 CPO = 1 A 1 ADR = 1 CPO
		L	議決権制限株, 所有制限なし	25.0	

(出所) 表3に同じ。

(注) ¹⁾ *は単一株 (acción única), 普通株 (acción común ordinaria) とあり特別に名称のないもの。

²⁾ 有価証券報告書に示された株式の議決権, 所有に関する制限を示した。特に明記がない場合は制限がないと考えられる。なお, 「所有制限あり」はメキシコ人, メキシコ法人のみ所有可能, ないしはメキシコ人, メキシコ法人が一定以上と所有比率を規定しているもの。「議決権制限株」は, 当該株の株主のための特別株主総会のみ参加・議決可能などの制限がつくもの, 「無議決権株」は議決権がないもの。

るため、事実上取締役会は創業者一族の支配のもとにあるといえる。

(2) 所有制限株式

民族系大企業において、仮に外部勢力が株式を取得し旧来の支配株主による経営支配が危うくなる事態が生じるとしたら、内外の投資主体の経済力格差を考えるとその外部勢力が外国人や外国企業である可能性は高い。外国人や外国企業による敵対的買収を阻む方法として有効なのが所有制限株式の発行である。すなわち、株式をメキシコ人、メキシコ法人のみに所有可能な所有制限株式と、所有制限のない、外国人や外国法人が所有可能な株式の2種類に分け、所有制限のない株式の比率を一定以下に抑える方法である^(注19)。34社中11社(3, 5, 6, 9, 10, 11, 14, 26, 29, 30, 34)でこの所有制限株式が発行されている。所有制限株式の発行による議決権支配を具体的な事例で示せば、次のとおりとなる。

順位10のGMODELOの場合、議決権株式のA株(株式構成比は44.9%)とB株(同35.1%)、議決権制限株式であるC株(同20%)の3種類の株式を発行している。このうち証券取引所に上場されているのはC株のみである。議決権株式で所有制限があるA株(議決権比率で56.1%)は全てバナメックス銀行(Banamex)が受託する信託が所有しており、信託委託者が取締役会長のポストを占める。一方、所有制限のないB株はすべて米国のビール会社アンホイザー・ブッシュ(Anheuser Busch Co.)が所有する。B株の比率は定款で定められており、定款が改訂されない限りB株の構成比の引き上げはできない。定款の改定には臨時株主総会での議決が必要であり、その成立には議決権株式の75%

(第1回目の開催公示の場合。2回目の場合は70%)の出席、議決には議決権株式の70%が必要であると同社の定款は定めている。つまり現在の支配株主の同意がない限り、外資が議決権の過半を支配する事態は生じないことになる^(注20)。

(3) 株式のパッケージ化

支配株主による議決権支配のために、一般投資家の議決権への参加を制限する働きをしているのが、株式のパッケージ化である。すなわち、株式を上場する場合に議決権株式と議決権制限株式を組み合わせたパッケージを単位として上場し、一般投資家が議決権株式を取得する際の費用を上げる方法である。具体的な事例によって示せば次のとおりとなる。

順位15のIMSAの場合、議決権株式のB株(株式構成比83.0%)と議決権制限株式のC株(同17.0%)を発行し、これら株式をすべてパッケージ化している。2種類のパッケージが存在し、ひとつはB株5株から成るUVB(表の1UVB=5B, UVはUnidad Vinculadaの略で訳せば結合単位)、もうひとつはB株3株とC株2株から成るUVBC(1UVBC=3B+2C)である。このうちUVBCのパッケージのみが証券市場に上場されている。B株の69.3%に該当するUVBは同族が委託者の信託が所有し、議決権の過半数支配が安定的に維持されるようになっている。このように支配株主と一般株主とは出資額に対する議決権の配分比率が異なるのである。なお、同族は以上の信託に委託された株式の他に個別に発行済み株式の26.4%、議決権株式の15.84%に該当するUVBCも所有している。

株式のパッケージ化によって一般投資家の議決権への参加を制限している事例は、次に述べ

るCPOをパッケージ化している事例を含めて、以上の他に8社(4, 7, 16, 21, 22, 24, 29, 30)存在する。

(4) 中性投資証書 (Certificado de Participación Ordinaria: CPO)

メキシコ企業へ海外からの投資を呼び込むために1993年の改正外資法 (Ley de inversión extranjera) に盛り込まれたのが、中性投資メカニズムである。従来の1973年外資法は、投資可能分野を制限し、企業への外資参加比率も原則49%までとするなど、極めて規制色が濃いものであったが、改正外資法は、投資制限分野が縮小し、外資100%出資での進出を可能にするなど、海外から積極的に投資を誘致する性格のものに改められた。メキシコ企業への海外からの投資は、支配株主にとって資金調達上のメリットはあるが、経営支配権を脅かされるというデメリットも伴う。そのようなデメリットを解消するのが中性投資のメカニズムである。

中性投資は次のように運用される。メキシコ企業に投資する外国人投資家(個人・法人)は銀行に信託を設定する。受託銀行は投資家の資金を用いて企業の株式を購入し、それを管理し、投資家に対しては株式に対応する中性投資証書(以下CPO)を発行する。証書に「中性」と付されるのは、外国人投資に換算されないためである。すなわち、このメカニズムを用いれば所有制限分野や所有制限株式に、外国人であっても投資が可能となる。支配株主にとってのメリットは、中性証書には配当権のみで、議決権がつかないことである^(注21)。つまり経営支配権を脅かされずに海外からの投資を呼び込むことが可能となるのである。CPOを発行する企業は表の34社中9社(3, 11, 16, 18, 21, 23, 29,

30, 34)に上る。9社中5社が1990年代の上場である。先に述べたように1990年代に上場が集中したのは、世界的な新興市場投資ブームのもとで株価上昇局面にあり、上場の好機であったことにもよるが、加えて、このような制度の導入が、元来閉鎖的な民族系企業の上場をあと押ししたと考えられる。

CPOを巧みに用い創業者一族による経営支配を維持している事例が3位CEMEXである。同社は所有制限株式A株(株式構成比66.7%)と所有制限のないB株(同33.3%)の2種類の株式を発行している。株式の93.8%が、A株2株とB株1株から成るCPOとして取引され、さらに1ADSが5CPOからなるパッケージが生まれ、ADSがニューヨーク証券取引所に上場されている。CPOの非メキシコ人所有者、ADSの所有者は当該証券に組み入れられたA株の議決権を持たず、一方CPOに組み入れられたA株の議決権は、メキシコ人所有のA株にB株を加えた合計の過半の議決に従うとCPO信託契約で規定されている。CPOの58.2%に当たる部分がADSとして外国人所有のもとにある。ADSのA株該当部分は議決権株式の36.4%($66.7\% \times 0.938 \times 0.582$)に当たるため、メキシコ人所有のA株は最大で30.3%($66.7\% - 36.4\%$)となる。B株を合わせた議決権株式は63.6%($30.3\% + 33.3\%$)となり、その過半は31.8%となる^(注22)。有価証券報告書によれば同社の株式の6.49%を経営者とその直系家族が^(注23)、9.08%を子会社が、そして15.62%をデリバティブ取引等のために自社で所有している^(注24)。合計すれば31.19%となりほぼ過半に等しく、議決権を制することが可能である。極めて低い持ち株比率で同族による議決権支配が

表5 有価証券報告書に記載された支配株主およびその親族の経営への関与

順位	企業名(略号)	取締役会長 (presidente)	同 副会長 (vicepresidente)	取締役 (consejero)	最高経営責任者 (director general)
				同族数 / 全体数	
1	TELECOM	○	○	2 / 6	×
2	GCARSO	○	○	3 / 12	×
3	CEMEX	○	ポストなし	8 / 11	○
4	FEMSA	○	ポストなし	6 / 18	○
5	ALFA	○	ポストなし	少なくとも5 / 14	○
6	GMEXICO	○	○	3 / 17	○
7	COMERCI	○	○	7 / 10	○
8	BIMBO	○	ポストなし	7 / 16	○
9	SAVIA	○	ポストなし	3 / 10 (推定)	○
10	GMODELO	○	ポストなし	5 / 19	×
11	VITRO	○	ポストなし	7 / 16	○
12	GIGANTE	○	○	5 / 11	○
13	SORIANA	○	ポストなし	8 / 10	○
14	DESC	○	×	3 / 11	○
15	IMSA	○	○	7 / 12	○
16	TELEVISA	○	×	1 / 20	○
17	GRUMA	○	ポストなし	3 / 13	○
18	CIDUSA	○	○	6 / 10	○
19	LIVEPOL	○	○	不明	×
20	SAB	○	○	5 / 10	○
21	ELEKTRA	○	×	4 / 10	×
22	GCORVI	○	ポストなし	5 / 9	
23	ICA	○	ポストなし	1 / 15	
24	BACHOCO	○	ポストなし	12 / 14	×
25	CONTAL	○	○	2 / 16	×
26	CYDSA	○	ポストなし	5 / 13	
27	GISSA	○	ポストなし	6 / 12	
28	BEVIDES	×	ポストなし	5 / 10	
29	TVAZTCA	○	×	2 / 11	×
30	SANLUIS	○	ポストなし	3 / 16	
31	CIE	○	×	1 / 7	
32	HERDEZ	○	ポストなし	3 / 15	
33	POSADAS	○	ポストなし	3 / 10	
34	TMM	○	○	3 / 13	

(出所) 2002年に提出された各社の有価証券報告書ならびにメキシコ証券取引所ホームページの各社のページ
(<http://www.bmv.com.mx>, 2002年10月3日閲覧)

実現しているといえる。

3. 経営支配

次に、以上述べたような議決権支配を経営支

配へと道付けると考えられる、支配株主の取締

役ポストと最高経営責任者ポストへの就任の状

況を明らかにしたい。

表5に、支配株主ないしはその親族が取締役会（consejo de administración）の会長（presidente）、副会長（vicepresidente）、最高経営責任者（director general）の職についているか、全取締役（consejero）中の何人を同族が占めているかを示した^(注25)。副会長職は設けていない企業が多く、基本的には取締役会長職と最高経営責任者職が同族か否かで経営支配の有無が判断できよう。

それによれば、表にある34社中25社において、2つのポストが同族によって占められていた^(注26)。取締役会長または最高経営責任者が同族以外の9社については、先に述べたように議決権株式の過半を同族が所有し、取締役会長と最高経営責任者のいずれかを同族が占めていることから、同族による経営支配のもとにあると考えていい。全取締役に占める同族の比率については、2001年に証券市場法が改正され、上場企業の全取締役のうち25%を外部取締役とすることが義務付けられた。そのために同族の比率が低い企業も存在するが、議決権株式の過半を同族が所有する状況では、同族の意になかった外部取締役の人選が行われていると考えられる。

以上を総括すれば、すべての企業で、支配株主の同族が取締役会長、取締役、最高経営責任者という経営の中核ポストを占めていることから、支配株主である同族による堅固な経営支配が実現していると考えてよからう。

同族持ち株の議決権の統一と 同族外への散逸防止

LaPorta, Lopez-de-Silanes and Shleifer(1999, 476)は、27カ国・地域の540企業のデータを分

析し、家族支配企業が経営者支配企業以上に一般的な存在であることを明らかにした。その際に彼らは、同族持ち株は「集団的に」(collectively)所有され、その議決権が行使されると仮定して分析を行っている。しかし同族であるから集団的所有、集団的議決権行使が自動的に保証されるとは限らない。相続を重ねて同族内持ち株の所有が分散し、議決方針の統一が困難となったり、持ち株を同族外の買い手に売却する同族が現われたりすることも十分考えられる。特に株式売却先が限定される非上場企業の場合と異なり、証券市場で容易に株式売却が可能な上場企業の場合はその蓋然性は高い。そこで「集団」性を維持するための何らかのしかけが必要となる。すなわち、相続によって数を増した同族株主の議決方針の統一を可能にし、上場を契機に株式が同族外に散逸することを防ぐしかけである。ちなみに検討企業34社中24社(ないしはその母企業)が現支配株主同族によって創業されており、そのうちの21社がすでに世代交代を経験したか、現在それが進行中であると考えられる^(注27)。

同族株主の議決権の一本化と同族外への株式散逸を阻むしかけとして機能していると考えられるのが、持ち株会社と信託である。

1. 持ち株会社

非公開の持ち株会社を設立し、そこに同族持ち株の所有権を移し、持ち株会社の方針のもとに議決権を一本化、同時に同族外への株式の散逸を防ぐ方法である。所有株を持ち株会社に移転した同族は、かわりに持ち株会社の株主となる。

持ち株会社を設立してそこに同族持ち株を集中している事例としては、5社(5, 6, 8^(注28)),

16, 32^{注29)}) がある。

例えば6位 GMEXICO の場合、筆頭株主は株式の36.26%を所有するエンプレサリオス・インドゥストリアレス・デ・メヒコ (Empresarios Industriales de México) という名称の持ち株会社である。同社の株主はラレア (Larrea) 一族で、一族は GMEXICO の取締役会長、同副会長、最高経営責任者、取締役17中3のポストを占める。有価証券報告書にはラレア一族が直接、間接に株式の過半を所有すると記載されており、同社の第2位の株主は信託 (16.93%を所有) で、3位以下が2%台の株式所有比率であることから、この信託もラレア一族のものと考えられる。

16位 TELEVISA の場合、議決権株式の A 株 (株式構成比50.5%) と議決権制限株式 L 株 (同24.7%) と D 株 (同27.3%) を発行している。同社の支配株主はテレビセントロ (Televisión) という名称の持ち株会社で、A 株の51.19%を所有している。テレビセントロの53.94%を所有するのは創業者から数えて3代目に当たるエミリオ・アスカラガ (Emilio Azcárraga) で、彼は TELEVISA の取締役会長と最高経営責任者のポストを兼任している^(注30)。

2. 信託 (fideicomiso)^{注31)}

信託とは、「財産権を有する者 (委託者) が自己または他人 (受益者) の利益のために当該財産権を管理者 (受託者) に管理させる制度である。そして、その最も大きな特徴は、委託者から受託者に対して、対象財産権をその名義を含めて完全に移転させてしまうこと、及び移転された目的財産を、受益者のために管理・処分するという制約を受託者に課すこと、という2点である」[新井 2002, 2] メキシコでは

信託制度が同族持ち株の集中管理の手段として用いられている。この場合、委託者は同族株主、委託される当該財産権は株式とそれに付随する議決権、受託者は多くの場合銀行である。有価証券報告書の叙述から読みとれる信託の目的は2つあり、ひとつは議決権の一本化、もうひとつは同族株主が株式を売却する際の買入優先順位の設定である。その条件をめぐっては信託設定時に委託者の間で契約が取り交わされる。信託の機能を具体的な事例によって示そう。

4位 FEMSA の場合、銀行に2つの信託が設定され、一方には創業者一族のガルサ・ラグエラ (Garza Lagüera) 家を中心とする個人18人と1法人が、もう一方には一族と協力関係にあるミシェル (Michell) 家を中心とする個人9人と1法人が持ち株を委託している。委託株式は合わせて全議決権株式の54.6%に当たる。議決権行使の方針の統一を担うのが、2つの信託とは別に設定された議決権信託である。そこに、信託に委託された株式の議決権のみが委託されている。議決権信託には委託者全員をメンバーとする技術委員会 (comité técnico) が設置され、議決の管理、執行を行う。委員会の議決は委託株式の過半を代表する委託者の議決に従う。委託者は委託株式に対する配当権と共有議決権を有するとみなされる。信託のもうひとつの機能である同族外への株式の散逸防止については、委託資産の所有権移転に関する取り決めがあり^(注32)、直系親族、直系以外の委託者、第3者の順による優先買入権の付与、第3者への売却に際しての技術委員会の拒否権や売却先の指定権などが定められている^(注33)。

28位 GISSA の場合は、創業者一族ロペス・デル・ボスケ (López del Bosque) の2代目に

当たる6つの家族が支配信託 (fideicomiso de control) を結成し、そこに議決権の57.1%に当たる一族の持ち株を委託している。信託の目的は会社支配の維持と、株式売却に際しての買入優先権の実効化であると有価証券報告書に明記されている。前者については、6つの家族の代表から成る技術委員会が組織され、そこで会社の取締役の過半と株主総会の議決の方針を決定するとされている。一方、後者については、株式買入権の優先順位として、第1に同じ家族内の委託者、第2に持ち株数順の優先順位でその他の委託者と決められている。信託とは別に創業者一族は24.8%を所有しており、議決権支配に必要な株式、すなわち議決権株式の過半が信託に委託されていることになる。

支配株主によって信託が設定されている事例は、この他に6社(2, 5, 7, 24, 25, 26)存在する。

議決権支配のために信託制度を用いることはメキシコに限ったことではなく、議決権信託の存在は本稿で参考文献にあげるパーリーノ・ミンズ(1958), La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999, 478, 489), 新井(2002, 193)でも指摘されている。ただし同族企業に特徴的な制度として言及されているわけではない。信託が同族による経営支配の手段として用いられている点は、メキシコの特徴といえるかもしれない^(注34)。

最後に持ち株会社と信託の違いについて述べておきたい。まず移転された株式の配当の受取人については、信託の場合は委託者であるのに対し、持ち株会社の場合は本来の株主ではなく持ち株会社となり、そのうちどれくらいが本来の株主に支払われるかは持ち株会社の配当政策

によって決まると考えられる。一方、株式の売却権については、信託では、上記の事例から判断する限りでは、さまざまな制約が課されているとはいえ本来の株主に売却権が認められているのに対し、持ち株会社では本来の株主は直接的な所有権から切り離されており、法的には株式売却権をもたない。配当権、株式売却権から判断する限りでは、信託より持ち株会社の方が同族株主に対しより強い規制力を持つと考えられる。

むすびにかえて

同族による経営支配はメキシコ民族系企業の特徴として従来から指摘されていた。しかし経営支配の裏付けとなる所有構造については、資料的な制約からこれまで研究の空白域となっていた。本稿においては、有価証券報告書という新たに利用可能となった資料を用いて、その空白域を埋める作業を行った。

本稿において明らかになったメキシコ民族系大企業の所有構造の特徴は、次のとおりである。

第1に、支配株主へ極めて高い比率で株式所有、なかんずく議決権株式所有が集中していることである。前述のラポルタ(La Porta)らは、持ち株比率20%を基準に経営支配の有無を判断したが、本稿の事例は20%をはるかにしのぎ、検討対象34社中28社で支配株主に議決権株式の過半が集中していた。支配株主に対抗しえる勢力が他の株主の間にみあたらない現状においては、これより少ない持ち株比率でも経営支配は十分に可能であると考えられる。集中率が高い要因のひとつとして本稿で指摘したのは、上場からの年数の浅さであった。34社中19社が、1990

年代以降に上場している。ただし上場の歴史の古い企業においても依然として高い集中率が維持されていることを考えると、上場年数のみでそれを説明することは難しい。ちなみに、世界的にみれば集中所有型企業が所有分散型企業よりも一般的であると主張する先のラポルタらは、株主に対する法的保護と所有の集中度を関連づける。彼らの説を援用すれば、メキシコで所有集中度が高いのは、株主に対する法的保護が不十分であるためということになる。一方、メキシコ企業の株式上場の動機を分析した Babatz (1997, 103-105) も、興味深い示唆を与えてくれる。彼によれば、メキシコ企業の上場の動機として重要なのは、株式発行による資金調達よりも、証券市場の厳しい審査を通過したというアナウンス効果、それによる社債発行、銀行融資における資金調達コストの削減であると述べている。彼の説に従えば、メキシコ企業にとって市場で大量に株式を発行する誘因は小さいため、その分、所有の分散は進まないことになる。株式所有の集中度が高い要因については、これらの説も含めて、今後の検討課題としたい。

所有構造の特徴の第2は、議決権支配を容易にするさまざまなしくみが存在し、それらが巧みに用いられていることである。そのようなしくみとして本稿では、議決権制限株式、所有制限株式、株式のパッケージ化、中性投資証書(CPO)、持ち株会社、信託をあげた。前の4つは議決権支配の費用の節約や支配株主以外の株主の議決権への参加を制限する機能を果たし、後の2つは同族所有株の議決権の一本化、同族外への株式散逸を防止する機能を果たしている。特筆されるべきは、CPOが1990年代に導入された制度である点である。1990年代に上場が集

中する要因のひとつと考えられるとともに、同族による経営支配に対する政府の容認を意味する。信託については不明な点が多く、より詳細な制度の解明が今後の課題として残されている。

ところで、本稿からうかがえるような支配株主の経営支配に対する強い執着と、上記に示したような経営支配を容易にするさまざまなしくみの存在を前提とすれば、今後所有と経営の分離が進む可能性は、短中期的には小さいといえるだろう。ただし所有と経営の分離は進まないとしても、支配株主の持ち株比率が下がる可能性はあろう。その先駆的事例が3位 CEMEX であると考えられる。同社の場合、好調な経営実績に支えられて海外の証券市場でCPOが活発に取引されたという固有の事情が存在した^(注35)。仮に投資家が投資の判断材料として議決権の有無よりも収益性を重視するとするならば、支配株主が、高収益の期待に応えることで市場から投資資金を集める一方で、議決権株式の集中所有により経営支配を維持する可能性も十分考えられる。高い収益をあげるためには優れた経営手腕が必要とされよう。このように所有構造は経営のあり方にも大きく規定されると考えられるため、今後の変化を展望するためには、経営の中身へと分析を進める必要がある。

(注1) 本稿においては経営支配を、「会社の経営者を任免し、または会社の最高政策を決定する権力」[占部 1968, 170]と定義する。

(注2) La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999) は、27カ国・地域の株式公開企業各20社、合計540社の所有構造を分析し、パーリーノミーンズが指摘したような分散所有型企業は米国、イギリス、日本など特定の国・地域に限定され、世界的にみれば政府や家族を支配株主とする集中所有型企業が、より一

一般的であることを明らかにしている。

(注3) メキシコ企業における所有集中度を数字で示した数少ない研究としては、Babat (1997)、星野(1988)をあげることができる。前者はメキシコ証券取引所上場121社とニューヨーク証券取引所上場25社について、メキシコ証券取引所の内部資料と、ニューヨーク上場企業が米国証券取引委員会に提出する報告書 Form 20 F を用いて、所有集中度を明らかにしている。ただし、メキシコ上場121社については民族系企業ばかりでなく多国籍企業のメキシコ子会社も分析対象に含むこと、個々の企業の状況が明らかでないこと等、この研究から民族系企業の所有構造を知るには限界がある。後者はメキシコ証券取引所が所蔵する上場企業ファイルにある株主総会出席者リストから民族系大企業の支配株主を析出している。ただし資料的な制約からサンプル数が限られている、数字としては古い(1985年)等の問題がある。

(注4) 詳細については、星野(2002b, 36)を参照のこと。

(注5) 企業の所有者を知り得る資料としては、企業が所在する自治体の不動産・商業登記所の登記資料がある。ただし登記資料は、所在の確認と閲覧手続きに多大な時間を要する、近年の資料になればなるほど記載内容の簡略化で所有者情報が省略される場合が多い、等の問題を持つ。上場企業については、インターネット上での有価証券報告書の公開が開始されるまでは、メキシコ証券取引所の資料センターが保管する上場企業ファイルの株主総会出席者リストから所有者を確定することが可能であった。ただし、ファイル管理が杜撰なことから、リストの所在の確認、閲覧、コピーにやはり多大の手間と時間、費用がかかる等の問題があった。

(注6) 通達は、国家銀行証券委員会の通達文書1133(circular 11 33)として、2000年11月23日に官報(*Diario Oficial*)に公布された。報告書の名称は「国家銀行証券委員会の通達文書1133に基づいて提出される年報」(Informe anual que se presenta de acuerdo con la circular 11 33 de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores)である。報告書の内容は、企業が証券発行の際に作成する目論見書と同様のものとする規

定され、企業の概況、会社の沿革と事業内容、財務諸表、経営、株式取引状況などからなる。報告書の性格としては、日本の上場企業が金融庁に提出する有価証券報告書に近い。そのため本稿では、株主や一般投資家ならびに広報用に企業が作成する年報(Informe anual)と区別するために、この報告書を有価証券報告書と呼ぶことにする。メキシコ証券取引所のホームページに報告書が公開されるようになったのは、2002年半ば以降である。なお、メキシコ証券取引所のホームページ・アドレスは、<http://www.bmv.com.mx>。

(注7) 外資系または政府系企業であるかは、外資または政府の資本参加が51%以上か、またはそれ以下であっても経営を支配しているか、具体的には取締役会長を含む複数の取締役を選任し、取締役会の決定を支配できるかで判断した。

(注8) 100社ランキング20位 Cintra と42位 Altos Hornos de México である。1989年と91年に民営化されたもと公企業であるが、民間企業として再構築を果たせないまま経営破綻したとみなし考察から外した。

(注9) 100社ランキング85位 Embotelladoras Argos と88位 Grupo Sidek である。前者については有価証券報告書にわかり簡略な報告書を掲示しているが情報量が少ないため外した。なお先の通達は、報告書提出を怠った場合は罰則として上場停止を科す場合もありえるとしているが、両社とも上場停止にはなっていない。

(注10) 表では資本関係で結ばれた企業群(企業グループ)をひとつの単位としている。表の企業のなかには、同じ一族の所有・経営支配のもとにある企業もある。例えば1位 TELECOM と2位 GCARSO の支配株主は、ともにカルロス・スリム(Carlos Slim)とその家族であり、21位 ELEKTRA と29位 TVAZTCA はともにサリナス(Salinas)一族である。さらに、4位 FEMSA、5位 ALFA、11位 VITRO、26位 CYDSA の支配株主は血縁関係にある。同族を単位に企業群をさらにまとめ上げることも可能であるが、企業ランキング上位の民族系上場企業の所有構造を明らかにするという本稿の主旨から、それは行わなかった。

(注11) この点に関連して、星野(1998)はビール醸造業、製パン業、製鉄業、鋳業、自動車部品工業の

事例について、民族系の同族企業が支配的な理由を産業特性、政府の産業政策から説明している。

(注12) 表の順位で、1, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 10, 11, 12, 13, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 30, 32, 33, 34の事例がこれに当たる。

(注13) この分類法は、パーリーノ・ミーンス(1958)で用いられたものである。彼らは80%以上を「ほとんど完全な所有権による支配」、50%から80%までを「過半数持ち株支配」とよんだ。ちなみに、彼らの分析結果では、1929年の米国の非金融企業上位200社において、企業数で44%、資産割合で58%が最大株主の持ち株比率が20%に達しない経営者支配企業であった。

(注14) 2位のGCARSOについては、関連会社のニューヨーク証券取引所上場企業テレフォノス・デ・メヒコ(Teléfonos de México)のForm 20 Fに、支配株主の情報としてGCARSOについて、カルロス・スリム(Carlos Slim)とその家族が信託を介して支配しているとの記載がある。

(注15) 委託者名が明記されていない信託が52.33%を所有している。取締役会構成(10人中5人がベナビデス(Benavides)一族)から推測してベナビデス一族の信託と考えられる。

(注16) 表2の数字は支配株主のエルナンデス・ポンス(Hernández Pons)一族が直接所有する株式の比率である。同社の筆頭株主は52.14%を所有する持ち株会社エチョス・コン・アモール(Hechos con Amor)社であるが、経営中枢を一族が占めている状況から考えて一族が支配する持ち株会社と考えられる。

(注17) 会社法の第113条は、会社は会社法第182条に定める特定の議題(具体的には、事業期限の延長、期限以前の解散、会社目的の変更、会社国籍の変更、会社形態の変更、合併)に関する議決権のみを有する議決権制限株を発行できるとしている。議決権制限株は最低5%の優先配当権を持つと定められている。

(注18) FEMSAの沿革については、星野(1998, 23-63)参照のこと。

(注19) 外資規制色の濃い1973年外資法は、外国資本の投資可能分野を制限し、企業への資本参加も原則として49%までと定めていた。それに対応して、メキ

シコ証券取引所の上場企業の株式は一般的には、メキシコ人のみ所有可能なA株と所有制限のないB株に分かれていた。1993年に外資法が改正され、特定分野を除いては、外資参加比率に関する規制はなくなった。しかし多くの民族系企業で所有制限株式が引き続き発行されている。

(注20) Ortiz Rivera(1997, 237, 244)によれば、同社を経営支配するのは、1970年に子供のいない創業者から持ち株を委譲された複数の専門経営者とその家族であった。メキシコ進出をねらっていたアンホイザー・ブッシュは1993年に完全買収を支配株主に持ちかけたが断られ、70%、55%と徐々に要求水準を下げ、最終的には現在の35.1%、経営支配権を支配株主に残すことで交渉が成立した。支配株主は株式の分散による経営支配権の喪失を阻むために信託を結成し、株式の売買は支配株主の内部で行うことを取り決めた。

(注21) CPOは外資法で規定されているが、CPOの所有はメキシコ人でも可能である。一方、所有制限のない株式の場合、議決権制限株でなければ外国人であっても議決権は付与される。メキシコ人CPO所有者の議決権の扱い、所有制限のない議決権株から構成されるCPOにおける外国人所有者の議決権の扱いについては、確定できる資料が少なく現時点では不明な点が多い。3位CEMEXの事例では、CPO信託契約によって、CPOならびにCPOを裏付けとして発行されるADSの外国人所有者は、所有制限株A株該当部分の議決権を持たないと取り決められている。逆にいえば、メキシコ人CPO所有者ならびに所有制限のない議決権株から構成されるCPOを所有する外国人は議決権を持つと理解できる。

(注22) 外国人がCPOを所有する場合も考えられ、実際にはメキシコ人所有のA株の比率、さらにメキシコ人所有A株とB株合計の過半の比率はこの数字より小さいと考えられる。

(注23) 有価証券報告書とは別の、同社の定期株主総会(2001年4月26日開催)出席者リストによれば、同社の創設に関わる4つの家族、サンブラーノ(Zambrano)、バレーラ(Barrera)、ガルシア(Garcia)、ブリッティンガム(Brittingham)姓の個人株主が合わせてそれぞれ、6.74%、3.13%、2.17%、0.42%、

合計12.46%を所有している。経営者の拡大家族の持ち株まで含めれば、比率はさらに高まると推測される。

(注24) 国家銀行証券委員会は通達で、過半数子会社による親会社の株式の所有を禁じている。同社の2001年提出 Form 20 F には、自社株式所有が株主の利益を損なう場合は、政府当局がCPOの処分を要求し、または罰金の支払いを命じる場合がありえるが、現在までのところそのような事態は生じておらず、定款にも何ら抵触していないと説明されている。

(注25) メキシコの企業統治の基本的な構造は次のとおりである。会社の最高経営機関は、株主総会で選任された取締役から成る取締役会である。取締役会は会社の最高政策の策定と業務の監督を行う。取締役のなかから取締役会長が選出される。取締役会は最高経営責任者を選任し、日常的な会社業務の実施を委任する。株主総会は取締役とは別に監査役 (comisario) を選任する。監査役は取締役会から提出された財務・事業報告書を監査し、その結果を株主総会に報告する。メキシコの企業統治構造は米国のそれに近く、英文企業年報には consejo de administración は board of directors, presidente は chairman, consejero は director, director general は chief executive officer (CEO) と訳されるのが一般的である。以上は会社法 (Ley general de sociedades mercantiles) に定められた規定であるが、近年は多くの上場企業が、会社法に規定のない、取締役会を補佐する委員会 (メンバーは取締役) を設置している。執行委員会 (comité ejecutivo), 監査委員会 (comité de auditora), 評価・報酬委員会 (comité de evaluación y compensación), 財務企画委員会 (comité de finanzas y planeación) などがあり、このうち最も権限が強く、経営の中核ともいえるのが執行委員会である。この委員会には最高経営責任者もメンバーとして参加する。なお2001年の証券取引所法 (Ley del mercado de valores) の改正で、上場企業については、委員の過半が外部取締役から構成される監査委員会の設置が義務付けられるようになった。

(注26) 10位 GMODELO については、有価証券報告書では筆頭株主は信託となっており、取締役と最高経営責任者が支配株主であるかは判断できないが、Ortiz Rivera (1997) によれば支配株主 (信託委託者)

とその一族が取締役会長と複数の取締役のポストを占めている。

(注27) 現在の支配 (ないしは筆頭) 株主同族によって創業されたのは、表の順位で 2, 3, 4, 5, 7, 8, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 31, 33であり、そのうち 2, 3, 4, 5, 7, 8, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 33が世代交代をすでに経験したか、現在その過程にあると考えられる。

(注28) 8位 BIMBO の1985年時点での同族持ち株の持ち株会社への集中については、星野 (1998, 117-119) 参照。基本的には2001年時点でも同じ所有構造が維持されている。

(注29) 注16参照。

(注30) テレビセントロの第2位株主は25.44%を所有するシンカ・インブルサ・トラスト (SINCA Inbursa Trust) という名称の信託で、アスカラガがテレビセントロの27%以上を所有する間は、彼と同じに議決権を行使すると取り決めていた。つまりアスカラガはテレビセントロのおよそ78.8%の議決権を支配する。

(注31) fideicomiso を、英文の Form 20 F では trust と訳している。

(注32) 本文中にあげた新井の信託の定義を採れば、委託者による信託資産の売却を認めることは、「委託者から受託者に対して、対象財産権は名義も含めて完全に移転させてしまう」という信託の第1の特徴を満たさないことになる。一方、新井自身が、信託制度創設の背景には国ごとに異なる社会的ニーズが存在し、そのため国によって信託制度の性格が異なることも認めている [新井 2002, 16]。メキシコの信託制度については、他の国の制度との比較も含めて、より詳細に検討される必要がある。

(注33) より詳細には次のとおりである。議決権信託の10年間の期限内は、技術委員会の指示に従うという条件で、信託資産は配偶者か直系家族または、一定の条件のもとで、信託参加者が100%所有する会社に移譲できる。信託参加者が上記以外の者へ信託資産の売却を希望する場合は、他の信託参加者が優先買入権を有する。いずれの信託参加者も買入を希望しない場

合は、技術委員会が買入者を指名する権利を持つ。いずれの信託参加者、いずれの指名された買入者も買入を希望しない場合は、売却希望者は信託参加者に提示した同じ条件で第3者に信託資産を売却できる。信託資産の買入者が議決権信託に参加するには、技術委員会メンバーの信託投票を必要とする。信託資産の過半を所有する信託参加者が信託資産の売却を選択した場合は、他の信託参加者は買入者に対し自らの持ち分を売却することができる。

(注34) 中川(1986a, 469; 1986b, 211)は、ラテンアメリカ諸国の法は大陸法系に属し、英米の制度である信託制度が実際によく利用されているのは、メキシコのみであるようだ述べている。

(注35) セメックスの経営戦略については、星野(2002a)参照のこと。

文献リスト

日本語文献

- 新井誠 2002. 『信託法』有斐閣.
- 占部都美 1968. 『改訂 企業形態論』白桃書房.
- 中川和彦 1986a. 「ラテン・アメリカにおける信託法の展開」加藤一郎・水本浩編『民法, 信託法理論の展開: 四宮和夫先生古稀記念論文集』弘文堂.
- 1986b. 「メキシコ信託法の素描(その1)」『成城法学』22号: 211-231.
- バーリー, アドルフノガーディナー・ミーンズ 1958. (北島忠男訳)『近代株式会社と私有財産』文雅堂(原著はBerle, Adolf A. and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*. London: Macmillan. 1932).
- 星野妙子 1988. 「メキシコの民族系大企業グループ(1) (2) 1970年代から80年代初頭における急成長過程」『アジア経済』第29巻第9号, 第10号(9月, 10月): 34-55, 22-38.

1994. 「メキシコの公企業民営化と民間部門の再編」『アジア経済』第35巻第10号(10月): 2-30.

1998. 『メキシコの企業と工業化』研究双書 No. 491 アジア経済研究所.

2001. 「経済グローバル化とメキシコ民間部門の再編」『アジア経済』第42巻第5号(5月): 2-36.

2002a. 「メキシコ: セメックスの多国籍企業化とセメント産業の世界的再編」星野妙子編『発展途上国企業とグローバルゼーション』研究双書 No. 522 アジア経済研究所.

2002b. 「第1章 メキシコ」星野妙子・北野浩一編『企業研究情報マニュアル ラテンアメリカ4カ国, アジア5カ国・地域』アジア経済研究所.

外国語文献

- Amezcuca Cardiel, Hector L. 1984. *La gran burguesia comercial en México*. Tesis profesional, México: La Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Ciencias y Sociales.
- Babatz Torres, Guillermo 1997. "Ownership Structure, Capital Structure, and Investment in Emerging Market: The Case of Mexico." Ph. D. diss, Harvard University.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer 1999. "Corporate Ownership around the World." *Journal of Finance* Vol. LIV, No.2(April) 471-517.
- Ortiz Rivera, Alicia 1997. *Juan Sánchez Navarro, Biografía de un testigo del México del siglo XXI*. México: Grijalbo.

(アジア経済研究所地域研究第2部主任研究員)