

090-1-704



明治大学大学院 商学研究科

2006 年度

博士学位請求論文

ドイツのコーポレート・ガバナンスと企業の社会的責任

－ステークホルダーのパワー構造の変容と

ドイツの資本市場－

Corporate Governance and

Corporate Social Responsibility in Germany:

Transformation of Stakeholders' Power Structure and

the German Capital Market

学位請求者 商学専攻 清水 一之

Kazuyuki Shimizu

# 目次

序論 本論文の目的・背景・問題領域 .....	1
1. 本論文の問題意識・研究目的	
2. 本論文の対象領域	
2-1. 実証分析の対象	
2-2. 理論的視座	
3. 本論文の基本的理論の検討	
3-1. 会社支配論	
3-2. 新制度派経済学	
3-2-1. 取引コスト理論	
3-2-2. エージェンシー理論	
3-2-3. 所有権理論	
3-3. コーポレート・ガバナンス論	
3-4. 「企業の社会的責任」論	
4. 本論文の研究視角：「効率モデル」・「権力モデル」・「混合モデル」	
5. 本論文の構成	

## 本論

### 第一部：グローバル化の進展とドイツのコーポレート・ガバナンスの揺らぎ

第1章 ドイツのコーポレート・ガバナンスと機関投資家 .....	26
I-1. はじめに	
I-2. 「銀行権力(Macht der Banken)」変容と外的要因としての機関投資家	
I-3. 機関投資家と「投資会社(Kapitalanlagegesellschaften)」	
I-3-1. ドイツの株式・投信保有者数	
I-3-2. 株主と投信保有者の議決権に関する機能	
I-3-3. リースター年金制度	
I-3-4. 株式・株式投信保有者数	
I-4. おわりに	

## 第2章 ドイツのコーポレート・ガバナンスと共同決定制度 ..... 40

- II-1. はじめに
- II-2. 「企業体制論」の骨格としての共同決定制度 (Mitbestimmungsgesetz)
- II-3. ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスと企業体制論
- II-4. 監査役会の機能：内的要因
- II-5. 1976年共同決定法の監視効率性 (Überwachungseffizienz)
  - II-5-1. 共同決定法と監査役会の機能
  - II-5-2. 労働側監査役会役員への要件
- II-6. VW「5000×5000労働協約」
- II-7. 共同決定制度の再考
- II-8. おわりに

### 「第二部：ドイツの資本市場とコーポレート・ガバナンス」

## 第3章 ドイツの資本市場の構造と「銀行権力」 ..... 59

- III-1. はじめに
- III-2. DAX30社の株式所有構造
  - III-2-1. DAX30社と独占委員会(Monopolkommission)の詳細データの結合
  - III-2-2. 株式法(結合企業)と競争制限禁止法(企業結合)の規定
  - III-2-3. DAX30社の所有構造
    - III-2-3-i. 付加価値生産額上位100社間での資本結合関係 (DaimlerChrysler社)
    - III-2-3-ii. 同族的な所有形態 (Siemens社)
    - III-2-3-iii. 買収によって資本構成が著しく変化した企業 (Metro社)
    - III-2-3-iv. 公的機関の民営化による形態 (Volkswagen社)
  - III-2-4. DAX30社の株式所有構造(38社統合評価)
- III-3. ドイツにおける金融機関の資本参加状況
- III-4. 100大企業の人的結合とDAX30社の監査役会議長就任状況
- III-5. おわりに

## 第4章 ドイツの資本市場の変容と「浮動株調整による指数構成法」 …………… 79

- IV-1. はじめに
- IV-2. 株式持ち合いと金融機関による産業支配構造の変化
  - IV-2-1. 株式持ち合いに関する規制
  - IV-2-2. 浮動株調整による指数構成法での展開
- IV-3. ドイツ資本市場における機関投資家の役割
  - IV-3-1. 機関投資家の定義
  - IV-3-2. ドイツの金融資産構成
- IV-4. おわりに

## 第三部； ドイツの資本市場と「企業の社会的責任(CSR)」

## 第5章 ステークホルダーのパワー構造の変容とドイツの資本市場 …………… 94

- V-1. はじめに
- V-2. 1990年代におけるドイツのコーポレート・ガバナンスをめぐる構造改革
  - V-2-1. ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス制度改革
  - V-2-2. ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則の改正
  - V-2-3. 資本市場における制度改革
- V-3. ドイツにおける機関投資家の台頭
  - V-3-1. ドイツの家計金融資産（2001年度国別比較）
  - V-3-2. ドイツの株式所有構造（1995年・2001年度国別比較）
- V-4. 機関投資家の台頭とパワー構造の変容
  - V-4-1. 機関投資家の台頭と投資戦略
  - V-4-2. ステークホルダーのパワー構造の変容
- V-5. おわりに

第6章 ドイツの「企業の社会的責任 (CSR)」と社会的責任投資 (SRI) …… 116

VI-1. はじめに

VI-2. 「企業の社会的責任」についての概念整理

VI-2-1. コーポレート・ガバナンスと「企業の社会的責任」

VI-2-2. ドイツの利害多元論

VI-2-3. 「企業の社会的責任」とステークホルダー

VI-2-4. ドイツにおける「企業の社会的責任」と「経営者の社会的責任」

VI-3. 「企業の社会的責任(CSR)」と機関投資家による「社会的責任投資(SRI)」

VI-4. 誠実義務による寄託議決権

VI-5. 欧州の年金市場

VI-6. 機関投資家の受託者責任と「洗練された投資家」

VI-7. ドイツにおける SRI 市場—萌芽期の SRI 市場—

VI-8. おわりに

結論 研究成果のまとめと今後の課題 …… 134

1. 研究成果のまとめ

2. 今後の課題

2-1. 利害多元論の限界

2-2. 機関投資家の企業経営に与える影響

巻末参考文献一覧 …… 142

## 図表一覧

### 序論 研究の目的・背景・問題領域

- 図1. 本論における理論展開
- 図2. 本論の全体構成図
- 表1. 「効率モデル（ストックホルダー・モデル）」・「権力モデル（ステークホルダー・モデル）」そして「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」

### 第1章 ドイツのコーポレート・ガバナンスと資本市場（外的要因）

- 図I-1. ネットワーク形成の変化（1996年と2000年比較）
- 図I-2. ドイツの株式・投信保有者数
- 図I-3. 株主と投信保有者の議決権に関する機能分類
- 図I-4. 株式・株式投信の保有者数

### 第2章 ドイツのコーポレート・ガバナンスとトップ・マネジメント組織（内的監視）

- 図II-1. 利害の関係図 利害多元論と利害一元論
- 表II-1. 共同決定法の適用を受ける監査役会の法的構成
- 図II-2. 共同決定制度の組織への影響
- 図II-3. 1976年 共同決定法における監査役会
- 図II-4. 共同決定法を評価するためのフレームワーク
- 表II-2. 監査能力の限界

### 第3章 ドイツの資本市場の構造と「銀行権力」

- 表III-1. DAX30社平均 採用銘柄
- 表III-2. DAX30社平均 採用銘柄変更
- 表III-3. DAX30社平均 採用銘柄
- 図III-1. ダイムラー・クライスラー 株主構造推移
- 図III-2. ジーメンス 株主構造推移
- 図III-3. メトロ 株主構造推移
- 図III-4. フォルクスワーゲン 株主構造推移

- 図Ⅲ－ 5. 株式保有主体の推移合計 (38 社)
- 図Ⅲ－ 6. 金融機関 資本参加企業数
- 図Ⅲ－ 7. 100 大企業間における人的結合 (出自)
- 表Ⅲ－ 4. 100 大企業を構成するグループによる執行・監査役会への委任代表者派遣
- 表Ⅲ－ 5. DAX30 社の監査役会議長一覧 (氏名・出身母体)

#### 第 4 章 ドイツの資本市場の変容とコーポレート・ガバナンス

- 図Ⅳ－ 1. DAX 指数の動向
- 表Ⅳ－ 1. 時価総額と浮動株 (持合い部分)
- 図Ⅳ－ 2. 機関投資家の金融資産 (対 DGP 比)
- 図Ⅳ－ 3. ドイツの金融資産構成

#### 第 5 章 ドイツのコーポレート・ガバナンス改革とコーポレート・ガバナンス原則の展開

- 図Ⅴ－ 1. ドイツの多元的企業概念

#### 第 6 章 ドイツの企業の社会的責任と資本市場

- 表Ⅵ－ 1. ドイツにおけるステークホルダーの把握 (年代別・米国参照)
- 表Ⅵ－ 2. 欧州における SRI 投信設定数および資産総額の推移
- 表Ⅵ－ 3. プルーデント・マン・ルールと運用規制

## 序論 本論文の目的・背景・問題領域

1. 本論文の問題意識・研究目的
2. 本論文の対象領域
  - 2-1. 実証分析の対象
  - 2-2. 理論的視座
3. 本論文の基本的理論の検討
  - 3-1. 会社支配論
  - 3-2. 新制度派経済学
    - 3-2-1. 取引コスト理論
    - 3-2-2. エージェンシー理論
    - 3-2-3. 所有権理論
  - 3-3. コーポレート・ガバナンス論
  - 3-4. 「企業の社会的責任」論
4. 本論文の研究視角：「効率モデル」・「権力モデル」・「混合モデル」
5. 本論文の構成



## 1. 本論文の問題意識・研究目的

1990年代半ばからドイツ連邦共和国(Bundesrepublik Deutschland)において大きな構造変化が起こっていた。この構造変化は、国際的な政治・経済状況から影響を受け、ICTを中心とした技術革新によって自由化と規制緩和を促進させると同時に、国境を越えたグローバルな金融取引そして企業活動を実現させ、新自由主義の影響力を高めることになった。この様な世界的規模での「市場原理主義」・「市場万能主義」が氾濫し、各国の企業経営の構造的転換が進展している。こうした経済や個別企業の経営のあり方のパラダイムの転換は、社会との摩擦を生み出し、さまざまな社会的諸問題を生み出している。

このグローバル化の波は、社会的市場経済体制下のドイツにおいても同様に大きな変化をもたらしている<sup>1</sup>。それは、旧東独の併合後、その経済格差是正のための大きな経済負担、冷戦構造崩壊後のグローバリゼーションの進展、EU（欧州連合）統合の深化と拡大であり、これらの変化が、ドイツの伝統的な社会経済体制を動揺させており、特に資本市場においては、1999年に導入された統一通貨「ユーロ(€)」の誕生によって大きな影響を受けることになった。

グローバルな金融取引そして企業活動は世界的規模の競争を激化させている。企業活動の競争激化は同時に資本市場間の資金提供力の競争をも引き起こしている。企業の資金調達手段は多様化し、企業は通貨、国籍にとらわれることなく高い調達効率と条件を選好している。また資本市場における資金提供者である機関投資家の投資選択肢も企業金融の多様化と同様に拡大することとなった。

この様な資本市場からの圧力は、一方ではコーポレート・ガバナンス(Corporate Governance)の目的である競争力を強化するものの、同時実現が望まれる法令順守を阻害するといった問題を生むことになった。一例として2000年7月に、英国の携帯電話会社ボーダフォン社(Vodafone PLC)による独マネスマン社(Mannesmann AG)の敵対的買収である。初の外国企業からの敵対的買収は、約20兆円超の株式交換方式で行われ、当時大きな注目を集めることとなった。しかしながら、その後、この巨額な買収を巡って金融界や労組の首脳を巻き込んだ一大背任事件の発覚、そして、マネスマン社の分割、すべての製造関連事業の売却といった社会問題を引き起こすことになった。

1990年代半ばまでドイツにおける公開での敵対的買収は、ドイツの銀行および連邦政府によって回避され続けていた。これは、後述する株式の相互所有関係、そして上限付議決権(Höchststimmrecht)といった法規制により守られていたためである。しかしながら、欧州におけるEU統合の深化と拡大によって敵対的買収に関する政治レベルでの折衝が、ドイツ固有のコーポレート・ガバナンスを大きく変容させているのは上述の現象からも明らかであろう。

グローバル化というEUの深化と拡大は、「ヨーロッパ会社(Societas Europaea 以下SEに省略)」という新たな会社形態にも現れている。SEは、4種類の設立形態を持ち、国内法上の会社制度とは別にEUにおける統一的な会社を設立し、全社的なコスト削減を可能にしている。加えてSEの管

理組織は一元性システム（アングロサクソン型のボードシステム）と二層制システムのどちらか一方を選択することが可能になり、柔軟な組織・設立形態を持っている。そして、30年を超える設立過程において常に議論されてきたSEにおける「従業員の経営参加」は、ドイツにおける「共同決定制度(Mitbestimmung)」に代表されるようにヨーロッパ資本主義において特徴的な「社会的(sozial)」側面を具体化するものである。このSEにおける「従業員の経営参加」の点が、徹底した市場原理にもとづくアングロ・サクソン・モデルと決定的に異なった特徴であり、当初の理念よりかなり後退したもののSEの根幹に社会的側面は依然として堅持されているのである<sup>2</sup>。

コーポレート・ガバナンスは、企業を取り巻く様々な利害関係者が、企業経営や経営者を監視・統制することを意味している。しかしながら、グローバル化を要因とした政治レベルにおけるSEの制定、そしてマネスマン事件を例とした資本市場からの圧力は、ドイツにおいて伝統的に行われていたライン・アルペン・モデル(Rheinische Alpen Modell)の変容を表し、アングロ・アメリカ・モデル(Anglo-americanische Modell)への揺らぎ、そしてその軋轢を表している。そこで、本論文では、資本主義経済体制の進むべき道が、一つ最善の道に収斂するのではなく、経路依存性や制度的補完性を考慮し多種多様な最善の道が模索されるという「混合モデル(ハイブリッド・モデル)」を提示していく。

本論文の目的は、「効率モデル」(第一部)と「権力モデル」(第二部)そして「混合モデル(ハイブリッド・モデル)」(第三部)に基づいて1990年代以降のドイツのコーポレート・ガバナンスの動向を明らかにすることである。そのために以下の6点について考察する。

第一に、近年、ドイツにおいて大きな関心と呼んでいる「コーポレート・ガバナンス」の議論そして資本市場のパワー構造の研究プロセスを確認することである。そこで、所有と支配を前提としたドイツの伝統的な株式保有構造である「銀行権力(Macht der Banken)」が、制度的な抑制措置によって変容する中で、機関投資家の台頭を、投資信託の保有者数・機能・規模を参考に実証的に明らかにする。

第二に、ドイツの伝統的な株式保有構造である「銀行権力」が変容する中で、ドイツの「共同決定制度(Mitbestimmung)」有効性を再確認する。そのために、ドイツのトップ・マネジメント機構、特に監査役会(Aufsichtsrat)構成員の利害関係の変化を、効率モデルに依拠したベルダー(Werder, A.)の所説を権力(関係性重視)モデルから説明可能な「VW5000×5000労働協約」によって批判する。

第三に「銀行権力」の変容を実証的に捉える。そのために、ドイツ証券取引所(Deutsche Börse)の主要指数DAX30(ダックス30社株価平均指数—以下DAX30社に省略)に採用されている30社の株式所有構造を「独占委員会(Monopolekommission)」の資料を利用し、時系列的に分析する。また、株式持合いを基礎とした企業間結合への規制すり抜け策、および「銀行権力」の絶対的な権力、そして利害反映について考察している。

第四に、「銀行権力」の制度的抑制措置である、株式持合いに関する規制を検討し、その実効性を検証する。そして、この規制を踏まえた上で、資本市場における浮動株調整による指数構成法を基

礎とした機関投資家の投資行動を検証する。

第五に、ドイツにおける制度改革と資本市場における「機関投資家」のプレゼンスを諸外国との対比から明らかにした上で、株式所有構造の変化により各ステークホルダー間のパワー構造の変化をドイツの多角的企業概念によって説明する。

最後に、1 から 5 までの考察を踏まえ、ドイツにおける「コーポレート・ガバナンス」と「企業の社会的責任」の概念を、資本市場における機関投資家の行動に当てはめ「社会的責任投資(Social Responsibility Investment -SRI-)」の概念・手法・規模について考察する。

## 2. 本研究の対象領域

### 2-1. 実証分析の対象

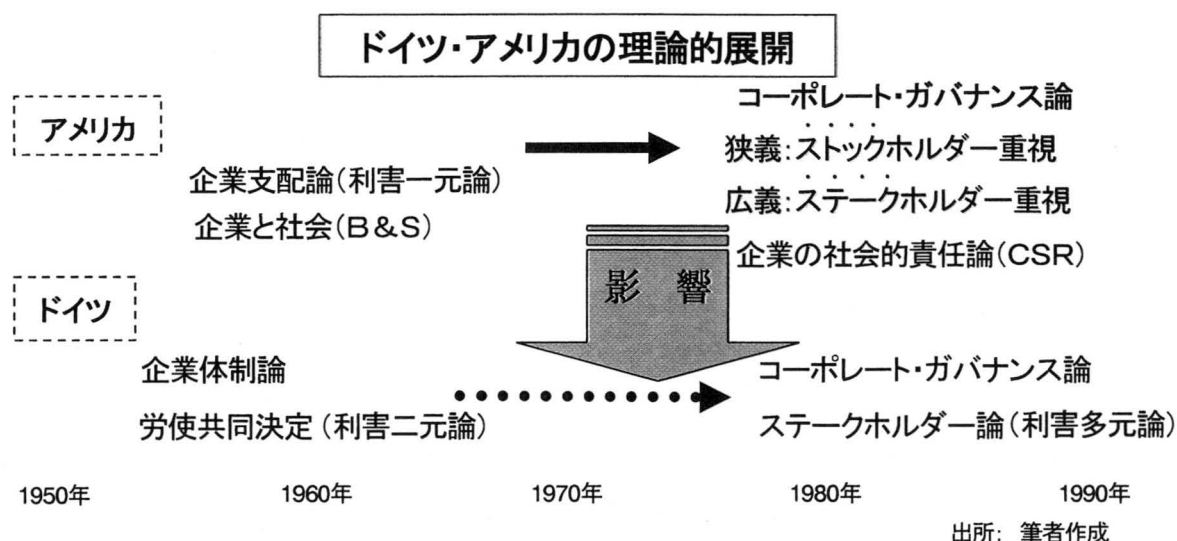
本論文は、第一部そして第二部の検討において、上場大企業に焦点を当て考察することにする。2004 年度のドイツの企業総数は、296 万社（法人 90 万社、個人 206 万社）である。この法人の中で株式会社数が全体の 0.8%（約 7.2 千社）であり、法人全体の 51%（約 45.9 万社）が有限会社(GmbH)形態である<sup>3</sup>。バウムス(Baums, Th.)は、東西統一後の 1990 年旧西ドイツには 210 万の企業があり、その 150 万以上は個人企業である。そして約 25 万は組合形態で、それより僅かに多い数 26.5 万社が会社形態である。この 26.5 万社の内、有限会社は 26 万 3,000 社であり、株式会社（株式合資会社を含む）は 1,800 社以下である。この 1,800 社の内、約 80 社だけが株式の 50%以上が広範に分散した株式所有がなされ、75%以上が 38 社であると指摘している<sup>4</sup>。そこで、本論文においても、ドイツ固有の株式所有構造をドイツ証券取引所(Deutsche Börse)の主要指数 DAX30（ダックス 30 社株価平均指数）に採用されている 30 社の株式所有構造を「独占委員会」の資料を利用し、時系列的に分析している。DAX30 は、1987 年から指数計算を行っており、指数開始時の採用企業は、合併、買収そして新規採用によって 2002 年までに変化している。この銘柄入替（削除・新規採用）を考慮すると、8 社を加えた 38 社を分析の対照とすることになった。

### 2-2. 理論的視座

本論文の表題であるドイツのコーポレート・ガバナンスと「企業の社会的責任」の両理論は、並列的に発展している。コーポレート・ガバナンスは、企業を取り巻く様々な利害関係者が、企業経営や経営者を制度的に監視・統制することを意味している。シュタインマン(Steinmann, H.)は、ドイツにおける「経営者の社会的責任」を、利害対立の解決を単に経営者の責任の問題ないしは人間の価値の問題としてではなく制度としてのコーポレート・ガバナンスに求めている。以下の図 1 は 1950 年代からの米・独のコーポレート・ガバナンス論と「企業の社会的責任」に関する遍歴を「本

論文における理論的展開」として簡略に図示している。

図1 本論文における理論展開



図中の下段「ドイツ経営経済学(Betriebswirtschaftslehre)」は、第二次世界大戦後に価値概念を排除し、価値自由(Wertfreiheit)を目指した理論構築がなされていた。この理論構築の背景には、当時ドイツにおける4カ国(米・英・仏・ソ)統治体制が反映されている。1960年代のグーテンベルク(Gutenberg, E.)・パラダイムは、「合理性原則」を中心に構成されている<sup>5</sup>。また、同時期にポパー(Popper, K. R.)を始めとする批判合理主義者(Kritischer Rationalismus)は、その成立過程において①理論学派、②規範論学派、③技術論学派を発展させている。経営経済学で展開される規範の展開は、その倫理的価値判断の客観性を必要とするが、経験科学的には論証が不可能である。

1970年代に入ると価値観の導入が行われ、「企業」を「利害多元的な社会構成体」とする考え方であるニックリッシュ(Nicklisch, H.)・パラダイムが再び注目されるようになった。政治的背景を理由に1976年「共同決定法(Mitbestimmungsgesetz)」が制定された<sup>6</sup>。ここでは、従来相反する概念であった「合理性原則」と「批判合理主義」が「共同決定法」を媒介として一段の歩み寄りが実現していると思われる、1980年そして90年代には、更に進んだ局面を形成することになる。

### 3. 本論文の基本的理論の検討

#### 3-1. 会社支配論

コーポレート・ガバナンスと「企業の社会的責任」論の関係性を見出すために、4つの根幹的な理論を紹介することにする。この4つの理論が、Ⅲ-1. 会社支配論、Ⅲ-2. 新制度派経済学、Ⅲ-3. コーポレート・ガバナンス論そしてⅢ-4. 「企業の社会的責任」論である。コーポレート・

ガバナンス論は、会社支配論が実証的に明らかにした成果を踏まえた上で展開されている。会社支配論において中心的な問題は、会社の支配者を解明することであり、この支配者が通常「経営者」と考えられる一方で、他方では「株主」、「銀行」そして「会社それ自体」等に意見が分かれている。

次にⅢ-2. 新制度派経済学は、伝統的な経済学において前提とされていた「完全合理性」から「限定合理性」に、そして「完全情報」から「情報の非対称性」という概念修正が行われている。この修正によって従来まで説明が困難であった「組織」と「市場」の関係性を説明することが可能となっている。この新制度派経済学は、Ⅲ-2-1. 取引コスト理論、Ⅲ-2-2. エージェンシー理論そしてⅢ-2-3. 所有権理論という3つの理論から構築されており、3つの理論の相互関係から資源の最適配分を可能にするシステム(制度)を解明している。この意味から、新制度派経済学は、コーポレート・ガバナンス論の制度的側面を3つのモデルに当てはめ解明している。

Ⅲ-3. コーポレート・ガバナンス論は、実証的な分析を用いた会社支配論、そしてシステム論的観点からの新制度派経済学を基礎として発展した理論であり、狭義には「経営者」と「株主」の関係性を考慮し、広義には「経営者」と「ステークホルダー」の関係性を考察している。このコーポレート・ガバナンス論の広義概念とⅢ-4. 「企業の社会的責任」論で検討されるステークホルダーの概念が、本論文で検討する主目的となる。

会社支配論は、バーリ&ミーンズ(Berle, A. and Means, G.)によって実証的に明らかにされてきた「所有と経営の分離(separation of ownership from management)<sup>7</sup>」を根拠として、巨大な権力を保持した企業の経営が「専門経営者」によって行われることに対する批判にあった。この意味から、会社支配論の主体は「専門経営者」そして「所有者(株主)」である。その後、証券市場の発達によって高度分散化した株式が機関所有され、会社の法的な所有者である機関「株主」の利益が十分に保護されないために、経営者の規律付け・統治(ガバナンス)をいかに行うか、というコーポレート・ガバナンスの議論へと展開していく。この分散化した所有構造が、「機関投資家」によって取りまとめられ、会社支配論で明らかにされた家族・個人所有からの分散化傾向が、「機関投資家」という主体によって代替されたとも考えられる。

新たな所有者としての「機関投資家」は一般投資家の受託者である。この資本市場におけるエージェンシー関係(Agency Relationship)、つまり、機関投資家と資金提供者(株主)との関係は、経営者と所有者間に焦点が当てられる議論と同様の議論がなされている。つまり、主体と客体間の「受託者責任(fiduciary duty)」についての議論である。

バーリ・ドット論争において主張された『法人擬制説(経営者が株主の代理人)』が主張するように会社が理解されるのであるならば、バーリの受託者関係は正当化されるが、『法人実在説(経営者が会社の意思決定を株主の意見に沿わないで行う)』なら受託者関係に変化が生じる。」との見解は、コーポレート・ガバナンスの議論の中核的問題であり、この点からも本論文第6章において「受託者責任」を分析の視点に展開することになる<sup>8</sup>。

勝部は、法人擬制説の前提条件が「所有と支配」の関係を同等として捉えていることを指摘して

いる<sup>9</sup>。しかしながら、オノレ(Honoré, A.)は、以下のように「所有(Ownership)」に関する 11 の権利・義務概念を明らかにしている。すなわち、

1. 占有権：自分の意のままにする、
2. 使用权：その用途別に機能させる、
3. 管理権：その使用に関して責任をもつ、
4. 収益権：賃貸により利益を得る、
5. 資本価値に対する権利：投下資本を売却により得ることが出来る、
6. 剥奪：そのものを防衛する権利、
7. 販売・贈与・遺贈する伝達権限、
8. 所有の権利に期限が存在しない、
9. 他人に迷惑をかける利用の禁止、
10. 私の財産と他人の財産を区別するという特徴、
11. 残余支配権、以上 11 の権利・義務がこれである。

このうち、「株主」の確固たる権利は 8 番と 11 番だけであり、(一部 3, 4, 5 番の所有権も保持)限定的なことが明らかとなる<sup>10</sup>。

会社支配論に依拠した研究はバーリ&ミーンズの研究をはじめとして数多く行われている。バーリ&ミーンズの研究方法は体系的であり、アメリカ制度学派によって、人間と外部環境の所産である制度変化を事実即して分析している。この意味から「会社支配論」には、大企業の株式所有構造の現実がどのようになっているかを見ることで支配者は誰かを実証的に分析したものが多い。バーリ&ミーンズの研究における調査対象は、一国の経済に圧倒的な影響力をもつ公開大企業を調査し、指標に資産額最大 200 社を用いている。この調査手法は「持株比率別分析」であり、株式の「集中と分散」を検討し、その検討の際に支配カテゴリーを 5 つに分解している。

1. 完全所有支配：持分比率 100%から 80%、
2. 過半数所有支配：持分比率 80%から 50%、
3. 法的手段による支配：持分比率が過半数は超えないが、無議決権株、議決特権株、議決権信託の組織化、ピラミッド型持株会社による支配、
4. 少数所有支配：持分比率 50%から 20%、
5. 経営者支配：株式が広範に分散している。以上のうち、1 から 4 まだが「所有支配」であり、5 が経営者支配となる。

上述の方法と対照的な著名な調査が TNEC(Temporary National Economic Committee)の「所有主体分析」であり、バーリ&ミーンズ調査では把握されていなかった所有主体の構造的変化を分析し、個人所有から機関所有への変化を解明している。

以上の「持株比率別分析」と「所有主体分析」の分析手法は、研究対象に金融会社を含んでいないため産業会社と金融会社の関係を検討した「金融資本支配」論という「反経営者支配」論が展開

されるのである。

またハーマン(Herman, E.)は「制約された経営者支配」説を提唱している。この議論はバーリ&ミーゼの「経営者支配」のエッセンスを取り込みながら、内的・外的制約によって利潤動機に制約された経営者像を仮定している。この「制約された経営者支配」説では、経営における第一目標が利潤を生み出す成長であると考えている点で、バーリが「会社良心」を主張したのに対して批判的である。つまり、会社が自発的または積極的に社会的責任は果たさないと考え、その対応策に政府機能の拡充、つまり私営企業の国営化を望んではいたが、現実的には経営倫理の制度化がより現実的であると考えている。

以上の米国を中心として展開されてきた経営者支配論を確認しながら、日本の「株式持合い構造」に研究の焦点を当てたのが、西山、三戸そして北原の研究である。

西山調査は、「勢力(Power)」の概念に基づく「総合勢力指標」を開発し、持株比率別分析と所有主体別分析の限界を克服している。この「総合勢力指標」の特徴は、①借入金に依存している日本の特徴を考慮し、②「勢力持合い」の相殺である<sup>11</sup>。

また三戸調査は、所有分析をして支配状況を解明するための唯一決定的な分析手法とは位置づけず、所有分析、債権者分析、経営者分析の各々のデータを重層的に積み上げていくことで最終的に大企業の支配構造を分析している。この重層的な分析構造に①典型的事例分析、②資金流通分析、③個人大株主分析を加えている<sup>12</sup>。

会社支配論は、所有と支配が同義に用いられ、株式会社制度の所有者が支配者であることを前提としている。この前提条件を批判したのが、西山調査と三戸調査であり、株式所有が個人から機関へと変化する中で、日本特有の株式持合い構造に焦点を当てている。2つの分析に共通していることは、株式持合い構造が、所有＝支配の関係から発展した議論を行っていることにある。

西山調査と三戸調査の検討からも、株式所有が個人から機関へと変化する中で、日本特有の株式持合い構造に焦点を当て、株式持合い構造が、所有＝支配の関係から発展した議論を行っている。この所有と支配を同義に見る考え方は、バーリ&ミーゼが提唱した「所有と経営の分離」、そして専門経営者の会社支配の前提条件となっている。本論文においても同様に、ドイツにおける専門経営者による会社支配を前提にした議論を行っている。しかしながら、企業における最高管理職能「経営者」が、中核的位置を占めるなら、誰が「経営者」を選出しているのか。その選出する主体が「支配者」であり、この「支配者」の「意思」を「会社それ自体」として明らかにし、所有と支配を分離したのが北原の見解である<sup>13</sup>。

北原は、「企業の支配者」として、従来のA.「株主」；株主支配論、金融資本支配論、B.「経営者」；経営者支配論の議論を踏まえた上で、独自の「会社それ自体」論を支配の源泉として提唱している。

さて北原の問題意識と研究課題は、現代資本主義における巨大独占企業株式の分散化による経営者支配（マネジメント・コントロール）の再検討である<sup>14</sup>。そこで、「株主」と「経営者」という主体の間に、『企業それ自体』を追加し、この三者相互の関係を検討する。これが、「所有と支配力」

の「一元的（単層）」関係から、「多重的重層」関係へ変容することである。つまり、巨大企業において「会社」はもはや単なる擬制ではなく、一個の自立した生命をもつ実在として捉えるのである。

北原は、所有と支配および決定を区別するために、5つの概念規定、すなわち、①「所有」：可能（一定条件を与える）と現実（現時点）における所有、②「占有」：対象の保持・支配の事実的關係、③「支配」：服従関係（従属関係）、④「コントロール」：対象の運動の方向（ベクトル）付け、（「制約」⇒運動範囲の限界づけと区別）とし、⑤「決定」：④の構造的過程を経た行動である為、「所有と支配」を「所有と決定」と区別している<sup>15</sup>。

北原の議論において注目すべき点は、資本制企業における所有と決定をA.「資本制個人企業」とB.「株式会社一般」に分けて検討していることである。A.「資本制個人企業」の特徴は、①所有の移転がなく、②資本を機能させる企業家＝機能資本家に譲渡し、一定期間後に元本と利息を支払う。③企業家は、資本の占有者で、生産活動における支配（決定）者である。そして④経営者は、機能資本家に変化し、労働の搾取を行うのである。ここから、「支配の真の主体は、資本であって企業家＝資本家はこの資本の人格化されたものである。」という考えが導出されるのである。

次にB.「株式会社一般」は、「資本の人格化としての資本家」、つまり専門経営者（無機能資本家）である。しかし、分散化した株主も利益配当請求権、参加権においてまとまった場合に会社を支配する意思になるため、会社資産を増殖させ、株主に還元しなければ更迭されるのである。株式会社への諸資本の結合は、あくまでもそれぞれの私的な利益を共同して追求するためのものであって公的利益とは本来無関係である。これが、株式会社の所有が、私的性格を保持しているゆえんであり、また、私的所有が根拠となり諸企業間における競争が行われているのである。

## 3-2. 新制度派経済学

### 3-2-1. 取引コスト理論

取引コスト理論は、①なぜ市場とは別に組織が存在するのか、そして②企業の境界は何処にあるのか、という2つの点から新古典派経済学を批判している。この2つの観点から「取引コスト理論」は展開され、①「市場取引」または②「組織内取引」の2つの取引における最適な資源配分を達成するための方法をモニタリング・コストの観点から説明している。その際に、ウィリアムソン (Williamson, E.)によって取引コスト理論における人間像が提唱され、①限定合理性(⇔完全合理性)、つまり「経済人(Economic man)」でなく「経営人(Administrative man)」に置かれ、そして②「機会主義」的な人間行動を仮定している。

サイモン(Simon, A.)は、意思決定を論じる前提として人間行動の過程を「経済人」ではなく、「経営人」に置いている<sup>16</sup>。この「経営人」モデル、すなわち人間行動は、合理的な行動を極大にさせる知力を持たないため、ある程度で満足する人間像を提唱し、この「ある程度」＝限定的な合理性



が、以上の伝統的な経済学理論の限界を克服し、従来まで対応しきれなかった問題を処理することになる。

つまり、従来、人間は完全合理的に行動するという現実不可能な仮定から、人間は限定された情報処理能力のもとに意図的にしか合理的に行動できないという命題を突きつけたのである。

以上の「限定合理性」の議論を取り込んだ議論が、「取引コスト理論」、「エージェンシー理論」そして「所有権理論」である。

新制度派経済学は、財政政策・金融政策によって労働の完全雇用を保証すれば、「自由な市場価格の調整機能」によって最適な資源配分を実現できるという仮定に置かれている。しかしながら、完全自由競争市場における他のいかなる厚生状態をも悪化させることなしにはある厚生水準を上昇させることが不可能な状態、つまり、「パレート最適(pareto optimum)」は、①取引される財が同質であること、②多数の需要者と供給者が存在すること、③情報が完全であること、④参入そして退出が自由であることの4つの前提条件が必要となるが、現実の経済状況における以上の仮定の充足は困難である。

取引コスト理論は、コース(Coase, H.)によって提唱され、ウィリアムソンにより深められた。この理論では、取引契約の不完備性がもたらす財の非効率な利用と配分問題が分析され、その解決策として様々な制度が提案されている。

取引コスト理論における前提条件は、①すべての経済主体は限定合理性のもとに、②機会主義的に行動するというものである。この機会主義の未然の防止に、監視費用（取引コスト）が発生し、このコストを節約するために、統治構造あるいはガバナンス構造としての組織的制度が必要となる。

### 3-2-2. エージェンシー理論

エージェンシー理論は、新古典派経済学における人間モデル、すなわち①完全合理的、②完全情報を前提とする「経済人モデル」を批判するとともに、詳しい人間像に立脚する「経営人モデル」を提唱している。エージェンシー理論は、2つの仮説に基づいた人間行動に従って展開されている。

1. 利害の不一致の過程、つまりすべての経済主体は効用を極大化するように試みるが、その利害は経済主体間では均一ではない。
2. 情報の非対称性：すべての経済主体は限定的な情報収集、情報処理、そして情報伝達能力をもって、限定合理的に行動するとしている。

また、エージェンシー理論における一般的な枠組みは、

①権限を委譲する人を「プリンシパル（依頼人）」そして②権限が委譲され代行する人を「エージェント（代理人）」と規定するとともに、この関係性を「エージェンシー関係」と呼んでいる。この前提条件から「企業」は、経営者を中心とするエージェンシー関係から構成される「契約の束(nexus of contracts)」と組織形態の上で考えられ、この際、重要なエージェンシー関係は株主と経営者であ

る<sup>17</sup>。

このような「エージェント」と「プリンシパル」との関係性から生じる問題点として、限定合理的な人間行動の仮定からエージェントはプリンシパルの不備につけ込み、悪徳的に利益を得ようとする。このような行動は「機会主義」的行動と呼ばれている。この「機会主義」的行動は、プリンシパルに費用を課すために、プリンシパルはエージェントを監視する必要性が出てくる。この監視コストは「エージェンシー・コスト(Agency Cost)」と呼ばれている<sup>18</sup>。この「機会主義」による非効率な資源の利用は、①「アドバース・セレクション (逆選択 - Adverse Selection-)」そして②「モラル・ハザード (道徳的危機 Moral Hazard-)」という現象を引き起こす。①「アドバース・セレクション」とは、悪いものと良いものが同時に市場に出回ることによって、それらの区別がなされないまま同一の価格がつくと、良いものが市場に出回らなくなってしまい、市場には悪質なものばかり残ってしまい、このことが繰り返されて、ついには市場に出るものがなくなってしまうことを意味している。

②「モラル・ハザード」とは、情報の非対称性のために、事後的に行動が変化してしまうことであり、つまりプリンシパルとの契約後にエージェントが隠れた行動を行うことによって生じる非効率な現象を意味している。例えば、経営者と株主の関係において、経営者は初めての契約の際には株主の利害に従うことを約束するが、契約後に株主が経営者の行動をすべて監視できないので経営者はそれにつけ込んでサボりだす可能性がある。このような非効率な現象がモラル・ハザードである。「モラル・ハザード」とは、「事後的な」情報の非対称性に着目しているのに対し、「アドバース・セレクション」は、「事前的な」情報の非対称性に由来している。モラル・ハザードが「行動」の情報の非対称性に由来するのに対し、逆選択は「品質」の情報の非対称性に由来している。

しかしながら、エージェンシー理論においては、基本的な問題としてなぜ利害が異なる人々が組織を形成するのかという組織の所在は所与とされている。加えて、エージェンシー理論では、財の所有権関係がもたらす非効率性は問題にされていない<sup>19</sup>。そこで、財の「所有権」に注目した新制度派経済学の理論が、「所有権理論」である。

### 3-2-3. 所有権理論

「所有権理論(The Theory of Property Rights)」は、「財の特質」と「外部性」を扱い、社会システムにおける経済活動を「権利の束」におく。この際、経済システムを構成する諸制度のあり方の決定において、「取引費用」を考察し、人間の行動を「限定合理性」においている。この議論は、「新古典派ワルラス理論」の限界点の克服を目指して展開されることとなった。

一般的に「所有権」には、①資産を排他的に使用する権利 (使用権)、②資産から所得を得て、他の個人とその条件に関して契約を結ぶ権利、③資産を譲渡または販売する権利がある。この所有権、所有権構造、そして所有権システムが経済活動にどのように作用するかについては、取

引コストがない場合、資源は最適に配分されるが、実際には取引コストが掛かるので、所有権が誰にどのように配分されるかで、資源や資産は効率的に使用されたり、非効率に利用されたりすると説明している<sup>20</sup>。

「所有権理論」においては、財の所有権に関する不明確性や不完備性がもたらす資源の非効率な利用と配分が分析され、結果としてその解決策をめぐる制度が説明される。この非効率は、「すべての経済主体は効用極大化するが、その情報の収集、処理、そして伝達能力は限定されているという（限定合理性＝経営人モデル）」から説明されている。この意味から、「経営人」は、財がもつ多様な特性をすべて認識できず、その特質の所有権を明確に帰属させることができない。つまり、その財のもつプラス・マイナス効果が判断できないために誰にも帰属せず、プラス・マイナスの外部性として第三者に帰属される（例：公害等）。

このような外部性を内部化し、資源を効率的に利用するために、明確に所有権が誰かに帰属した所有権構造を変化させる「制度」が必要になる。以上の所有権構造の不完備性がもたらす非効率を分析し、その解決策としての「制度」変化を説明するのが「所有権理論」である。

デムゼッツ(Demsetz, H.)は、所有権理論では人々が取引しているのは実はモノそれ自体ではなく所有権であり、例えば、冷蔵庫を購入した場合、その冷却機能の所有権だけを購入しているのであって、金属物質としての特性を購入しているわけではないのである。またこの議論は、財や資源を利用することによって生まれるプラス・マイナス効果が当事者たちに帰属されず、別の人々に帰属される外部性と所有権の関係に着目し、財や資源の所有権を明確することが外部性の内部化であることを強調している。

この外部性の内部化にはコストが掛かるために、所有権を明確にする基準は、そのコストとベネフィットの大小関係で、所有権を明示して、外部性を内部化するか否かを判断することになる。

また所有権理論は、取引コスト理論やエージェンシー理論とは異なる観点や概念を用いて問題を分析しているため、お互いの議論の関係性が無いように考えられるが、効率的な財の利用と配分という観点からすると、以上3つの議論は相互依存関係にある。すなわち、これらの理論を柱とする新制度派経済学の議論は、「機会主義」あるいは「モラル・ハザード（倫理欠如）」的な人間行動を如何に事前に予防する組織を制度的に構築するかについて議論しているかが理解される。つまり、コーポレート・ガバナンスとは、不正で非効率な企業行動を抑止する一種の統治制度と考えられるのである<sup>21</sup>。

しかしながら、上述の3つの理論は、契約主義論者による主張である。つまり、ブラドリー(Bradley, M.)の見解によれば、「株式会社が利己的な諸個人の協定された(negotiated)『契約の束』と見なされるべきか、それとも自然人として権利や責任をもった『法的実在(legal entity)』として見なされるべきか」から極端な議論に終始していることがわかる<sup>22</sup>。

契約主義的な見解に対して、今西は、共同体主義を挙げており、アダム・スミス(Adam Smith)の市場における「見えざる手」、つまり「市場万能主義」を否定し、その打開策に「共同体(community)」

を念頭に置くのである。

「契約主義論者」と「共同体主義論者」の基本的な相違点は、両者の基本概念、つまり『契約の束』と『法的事実』に求められる。契約主義論者は、会社の様々な行動に対する政府の干渉が、自由な取引の妨げになるために、基本的な路線として「自由放任」を主張するのに対して、共同体主義論者は、自然人同様に社会に悪影響を与える行為は、法律によって規制されねばならないことを主張している。同様に、契約主義に関する批判点として、その理論的な根拠が、すべて「契約書」に集約されていることが挙げられる。すなわち、現実の企業行動は、非常に複雑な経営環境下に置かれているために、「契約書」に書かれていること以外の事象に遭遇する場合（外部性）がほとんどであるからである。

### 3-3. コーポレート・ガバナンス論

1980年代からアメリカを中心として議論され始めたコーポレート・ガバナンスの議論は、伝統的に「所有と経営の分離」を背景とした経営者支配を前提として議論がなされていたが、ピープルズ・キャピタリズムを背景とした投資信託残高の拡大によって株主への権力復権が焦点とされている。

通常、「コーポレート・ガバナンス」は、学会・経済界で「企業統治」ないし「会社統治」と呼ばれることも多いが、そのまま「コーポレート・ガバナンス」とカタカナ表記で使用される場合も多い。このカタカナ表記は、日本語の「企業統治」あるいは「会社統治」との表記に対して「ガバナンス」の持つ多様性を含んだ形で表現するためである。本論文でも「ガバナンス」のもつ多様性を表現するため、あえて「企業統治」とせずカタカナ表記を使用することとしたい。

「コーポレート(Corporate)」は、一般的に「会社」、「法人組織」、「企業」、「法人」、「共同」、「団体」という訳が用いられている。企業形態上の「会社」とは、「社団」であり、営利事業を企業として遂行するために組織されたその事業主の団体（人的結合体）のことである。勝部は、会社支配論から指摘される「会社(Corporation)」を数の上ではごくひと握りに過ぎない「公開大企業」を意味していると定義付けしている<sup>23</sup>。「公開大企業」の「公開」とは、支配出資者と持分出資者との区別が、出資者を無限責任から有限責任へと発展させ、資本市場において高度な資本調達機能を持つ「株式会社」を意味している。また「公開株式会社」は、人間生活に必要な財・サービスを、広範な社会的分業の下で個別企業の営利活動として市場競争を媒介として展開しているのである<sup>24</sup>。

「ガバナンス(Governance)」は通常、「統治」、「共治」、「管理」、「支配」と訳される。勝部の見解は、ガバナンスを上述の日本語概念からガバナンスの主体・客体・内容・目的に区分けし、検討を加え「チェック&コントロール」という概念を導出している。本論文においてもガバナンスの概念を「チェック&コントロール」という概念に依拠しつつ議論を展開する。つまり「コーポレート・ガバナンス」とは、人々の生活に大きな影響を与える公開大企業の権力のチェック&コントロールと考えることができる。

菊沢は、コーポレート・ガバナンスの議論を目的・方法・主権論に区別し、「コーポレート・ガバナンスとは、何らかの目的を達成するために（企業統治の目的問題）、何らかの方法（企業統治の方法問題）を駆使して、ステークホルダーの誰か（企業統治の主権問題）が企業を監視し、規律を与えること」と定義付けしている<sup>25</sup>。

平田はコーポレート・ガバナンスの目的を「コーポレート・ガバナンスは法令順守(Compliance)と狭義の企業統治(Governance)からなり、法令順守は企業不祥事の発生を抑止することによって、不健全経営の健全化をはかり、これに対して、企業統治は、企業競争力の強化を促進することによって、非効率経営の効率経営化を推し進めようとする。」としている<sup>26</sup>。

今西の指摘するガバナンスの定義は、「株主を第一位とする会社統治から、さまざまなステークホルダーを視野にいたれた企業共治（コーポレート・ガバナンスは同訳）」、この場合の『共治』は「多様な主体の参加・協力『共』によるルールの形成『治』のあり方」を展開している。この場合、コーポレート・ガバナンスの目的は「公開株式会社（私的な政府）が、強大な経済的・政治的・社会的権力を保持するようになったため、株式会社の行動が単に私的な経済活動であるのではなく、多数の人々の生活に重大な影響を与え、社会の中で公的な政府と同様にその権力や行動をどのように統治していくか」を検討することになる<sup>27</sup>。

以上、勝部・平田・今西のコーポレート・ガバナンスの定義を紹介した。勿論、コーポレート・ガバナンスに関する定義は、その他の研究者によってさまざまな見解が表明されている。本節では、以上3者間における共通のコーポレート・ガバナンスの対象は、公開大企業を中心に検討され、そして人々の生活に大きな影響を与える大企業の権力を保持する「経営者」への「ガバナンス」を目的としていることが明らかとなった。しかしながら、「ガバナンス」については3者間に多様性を見出すことが出来る。勝部は経営者への「チェック&コントロール（支配）」から「チェック&バランス」の概念を提唱し、平田は企業統治の問題を「遵法問題」と「狭義の統治問題」から発生するとし<sup>28</sup>、今西はステークホルダー理論を主張している。

#### 3-4. 「企業の社会的責任」論

「企業の社会的責任」の議論は、1970年代のアメリカにおいてステークホルダー論を背景として「企業と社会(Business & Society)」の議論として発展してきている。通常「ステークホルダー(Stakeholder, Interessenträger, Bezugsgruppen)」は、学会・経済界では「利害関係者」と呼ばれることも多いが、そのまま「ステークホルダー」とカタカナ表記で使用される場合も多い。これは、混同される「利害関係者集団(Interest Group)」の概念と「ステークホルダー」とは、明らかな相違があるためである。また本論文第5章における「パワー構造(Power Mechanism)」の配分の観点からも、あえて「利害関係者」とせず、その言葉のもつ意味を考慮しカタカナ表記を使用することとしたい。

コーポレート・ガバナンスの主体を狭義では「株主」と考え、広義で「ステークホルダー」とする企業観は、「私有財産説」そして「公器説」に依拠するかで相違してくる。既にバーリ&ミーンズによる企業の支配者が、所有者（資本家）から経営者に代わるという指摘は、「財産の変革」によって根拠付けられている。この変革は、株式会社制度の発展を伴い進行し、財産を利益配分についての権利証書（消極財産）と生産に関わる「積極財産」は労働者によって機能させることになる。この現象は、資本主義社会における財産所有の決定的な変化と考えられるのである<sup>29</sup>。

会社資本（所有）は、株式市場の発達によって高度分散化し、その後、分散化した株式の「機関化」によって大きな資本調達を可能にする一方、作業の分業化そして大量生産能力を保持した企業は、人々の生活に不可欠な商品を提供する主体（制度）となり、社会においても同様に重要な存在となっているのである。このような発展形態の中で、制度化した企業の存在は、一定の社会における権力を持つようになる。社会が責任を果たしていると思わないような権力の行使は、長期的には権力を失わせるという「責任の鉄則」がある。つまり、企業が社会に対して影響力が拡大するに従い「企業の社会的責任」の議論も、その権力を保持するために必要になっているのである。

「企業の社会的責任」論は、「株主」を含む「ステークホルダー」に焦点をあてている。この場合、広義のコーポレート・ガバナンスにおける「経営者」と「ステークホルダー」との概念上の配列は、「垂直的」である一方で、「企業の社会的責任」論における配列は、「並列的」である。この点が広義のコーポレート・ガバナンス論と「企業の社会的責任」論を展開する上で大きな違いとなっている。また、後述するドイツの「経営者の社会的責任」においては、展開される時代背景を鑑み「経営者」の心構え的な内容にとどまり、「社会的責任」の意味する具体的な参加・統制の内容が欠けていることが批判されている。この「経営者の社会的責任」に関する議論は、1980年代の「企業倫理」生成期に上述のステークホルダー間の配列問題を批判している。そして1990年代以降に展開される「企業の社会的責任」論では、利害一元的な経営者への「垂直的」権力集中に対する批判を受け入れる形で、「並列的」な配置から議論が行われている。

企業の社会に対する「権利」に相対的に生じる「責任」に関して、1.「社会的義務(social obligation)」、2.「社会的責任(SR; social responsibilities)」、3.「即応性(responsiveness)」の3つが挙げられる。

1. 「社会的義務」は規範的なもので法的義務と経済的考慮に固執している。
2. 「社会的責任」は規範的なもので法的義務と経済的考慮以上のことを求めている。
3. 「即応性」は「事前対応」を意味し、問題を予想し社会に対して責任ある行動について調査し事業活動の課程において実践することを意味している<sup>30</sup>。

以上の1. 義務、2. 責任、3. 即応性を基礎として、1970年代に経験的方法を活用した「企業と社会(Business and society)」という新たな学問分野が米国を中心として登場することになる。

企業とステークホルダーの関係性が、「垂直的」な関係性から「並列的」な関係性へ移動し、そして企業の権利と責任の関係も、上述の3つに区別することができる。このような社会と企業の関係性が変容する中で、問題となるのは、定量的な価値判断が困難なことが挙げられる<sup>31</sup>。

ノイゲバウアー(Neugebauer, U.)は、ドイツにおける企業倫理を、大きく①経済行為者の人間倫理(Personalethik-個人倫理)そして②経済組織の手続き倫理(Prozessualethik-処理方法の倫理)の2つに区分している<sup>32</sup>。この際、ドイツにおける企業倫理は「人間倫理」ないし「個人倫理」ではなく、「手続き倫理」ないし「制度倫理」、従ってまた企業の行動と責任の枠組み条件ないしルールを問題にする点に、特徴的なアプローチを認めることができる<sup>33</sup>。この指摘からドイツにおける企業倫理は、「個人倫理」ではなく「制度倫理」への関心が強いことが理解される。

同様にシュタインマン(Steinmann, H.)によっても「経営者の社会的責任」として2つの「行動基準(Verhaltenskodex)」、①個人倫理的行動規範(individuelethische Verhaltensnorm)」と②「社会倫理行動規範(sozialethische Verhaltensnorm)」が提唱され、どのようにステークホルダーの利害調整を「平和的(friedlich)」に行うかという問題について、個人倫理的方向より社会倫理的方向に解を求めている<sup>34</sup>。

#### 4. 本論文の研究視角：「効率モデル」・「権力モデル」・「混合モデル」

ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの将来は、どのように変化するのか。この議論について、まず前提となるドイツにおける資本主義体制が、国際化していく中で「唯一最善の道(One best Way)」を目指すのか、それとも多様な資本主義の形を模索するのが問われている。ドイツにおける「共同決定制度」は、労働側と資本側の利害をトップ・マネジメント組織である「監査役会(Aufsichtsrat)」に数の上で対等に配置し、多様な利害を会社経営に反映させる制度である。勿論、後述するように資本市場からの圧力が、伝統的な「銀行権力」を変容させているわけだが、シュトレック(Streck, W.)は、ドイツにおける資本主義が、「唯一最善の道」に収斂するのではなく新たな「第三の道(third way)」に進むと主張している<sup>35</sup>。また、ホールとソスキス(Hall, P. / Soskice, D.)は、多種多様な最善の道が存在するという「資本主義の多様性論(Varieties-of-Capitalism)」を主張している<sup>36</sup>。以上の意味から、資本主義経済体制の進むべき道が、「唯一最善の道」に収斂するのではなく、経路依存性や制度的補完性を考慮し多種多様な最善の道を、経営環境に柔軟に対応し適合する方法が模索されている。

この議論を踏まえて、ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの方向性は、どのようなものであろうか。ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスを考慮する場合、非上場企業の戦略・執行は、従来の資本側・労働側そして経営者間の関係性を維持する一方、上場企業(Die kapitalmarktorientierten Unternehmen)は、資本市場からの外部圧力を受けている。この様なドイツにおける重層的産業構造を考慮した上で、ドイツ型コーポレート・ガバナンスを考慮することになるが、本論文においては、ドイツ証券取引所の主要指数DAX30に採用されている上場公開30社を中心に議論を進めることにする。

本論文では、今西の提唱する2つのモデル、すなわち「効率モデル(Stockholder Model)」と「権

カモデル(Stakeholder Model)」を応用し、加えて両者を組合わせた「混合モデル(Hybrid Model)」を提案する<sup>37</sup>。また、本論文第一部では、「効率モデル」の資本市場を介したドイツへの導入、第二部では、ドイツにおける伝統的な「銀行権力」を始めとする「権力モデル」の変容、そして第三部は、資本市場における「混合モデル」としての投資手法「社会的責任投資(Socially Responsible Investment)」について解説している。

表 1 「効率モデル (ストックホルダー・モデル)」・「権力モデル (ステークホルダー・モデル)」そして「混合モデル (ハイブリッド・モデル)」

効率モデル(ストックホルダー・モデル)		権力モデル(ステークホルダー・モデル)
自由市場経済	資本主義体制	調整型市場経済
契約の束、環境に対して事後的に反応する	企業	権力の連合体、環境に対して先を見越して行動する
代理人	経営者	支配的な連合体メンバー
利益の極大化、コスト最小化	企業の目的	複数の矛盾した目標をもつ。自律性と自由裁量権を増大させる。
市場における競争	企業構造や行動の決定要因	さまざまな権力源
契約関係	経営者と株主の関係	提携関係
監視装置	取締役会	内部連合体の道具

<b>混合モデル(ハイブリッド・モデル)</b>
--------------------------

出所: 今西宏次著、『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス-アメリカにおける議論の展開を中心として』文真堂、2006年6月、166頁を参考に筆者加筆修正

今西の提案する「効率モデル」と「権力モデル」は、とりわけ以下の3つの視点を切り口としている。以下ではこのモデルの概念を整理し、その特徴を確認する。

第一の視点は、このモデルの概念を把握する視点が、ブラッドリー(Bradley, M.)の見解に依拠しつつ、「株式会社が利己的な諸個人の協定された『契約の束(nexus of contracts)』と見なされるべきか、それとも自然人として権利や責任をもった『法的実在(legal entity)』として見なされるべきか」という企業観の違いを指摘している点である<sup>38</sup>。

「効率モデル」は、新制度派経済学(new institutional economics)を基礎としている。後述することになるが、菊沢は新制度派経済学理論を取引コスト理論(transaction cost economics)、エージェンシー理論(agency theory)、所有者理論(theory of property rights)から構成され、3つの理論が相互関係し理論構築していると考察している<sup>39</sup>。そこで、「効率モデル」は、特に企業の存在を「契約の束(Nexus)」と仮定したエージェンシー(受託者)とプリンシパル(受益者)との関係性に注目し、両者の契約の中で生じる「モラル・ハザード(倫理欠如-Moral Hazard-)」をいかに解消するかを考察の対象としている。この理論の前提条件は、完全に合理的な市場における効用極大化である。



そして企業構造・行動の決定要因に、独占・寡占状態のない完全競争状態を仮定している。また取締役会等の会社機構（制度）は、「機会主義的」な人間行動そして「モラル・ハザード（倫理欠如）」を予防するための「仕組み（制度）」と考えられる。

第二の視点は、「ストックホルダー・モデル」と「ステークホルダー・モデル」の相違点である。この相違点は、1930年代に議論されたバーリ(Berle, A.)とドッド(Dodd, E.)論争に端を発する、「当該会社に資本を投下した者」と「投資はしていないが、利害関係を持っている者」との利害関係者の概念に依拠して、2つのカテゴリーに分けている点である<sup>40</sup>。

第三は「契約主義(Social contract)」、及び「共同体主義(Communitarianism)」に関する視点である。この視点の特徴は契約主義の失敗、すなわち市場における市場万能を意図したアダム・スミスの「見えざる手」を否定し、その打開策を「共同体(community)」に求めている点であり、これが両概念を区別する特徴となっている。契約主義論者が、自由な取引の妨げになるとして、企業のような行動に対してできるだけ政府の干渉を排除しようとして、「自由放任」を主張するのに対して、共同体主義論者は、自然人同様に社会に悪影響を与える行為を法律によって規制されねばならないと主張し、取引コストや市場の失敗を克服するための手段として法律の介入を積極的に主張している。もともと米国における金融システムは、「競争的な資本主義モデル」であり、日本とドイツで行われている「共同体的資本主義モデル」とは資本主義の発展形態が歴史的に違っている<sup>41</sup>。以上の点から、企業の行動と責任の枠組み条件なしルールを問題とするドイツ・モデルの企業観には、共同体主義者の見解がより合致すると考えられる<sup>42</sup>。

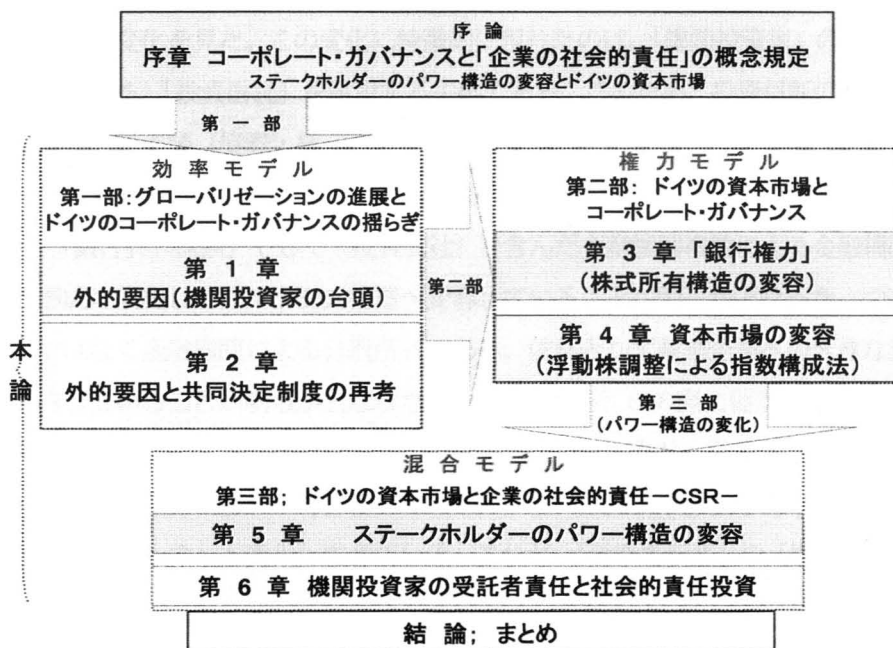
以上の「効率モデル」と「権力モデル」は、両者の関係性について述べているが、本論文ではピトールス(Vitols, S.)の主張する中道策としての「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」を提案している<sup>43</sup>。この考え方は、一方ではアングロサクソン型の株主重視経営、つまり「効率モデル」の側面を持っており、そして他方においては、ドイツの共同決定を基礎とした安定的な労使関係（「権力モデル」）を実現するという「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」である。そして、現実に多くのドイツにおける上場公開企業は、アングロサクソン型そしてドイツ型資本主義を経営環境に対応して柔軟に適用している<sup>44</sup>。この「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」は、「効率モデル（ストックホルダー・モデル）」、そして「権力モデル（ステークホルダー・モデル）」の受託者責任における関係性から説明される。この関係性は、経営者（主体）と利害関係者（客体）間の状況を表現しており、関係性が安定する場合は、効率性を重視し、そして関係性が不安定な場合（「環境の不確実性 (environmental uncertainty)」）には、権力に基づいて関係性を平準化するという「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」なのである。

## 5. 本論文の構成

本論文は序論、本論、結論から成り、本論は三部に編成されている。本論の三部は、第一部をグ

ローバル化の影響が、ドイツにどのような変化をおこしているのか、「効率モデル」の導入という観点から外的・内的という二分法(“insider-outsider” dichotomy)での構造変化を考察する<sup>45</sup>。第二部は、第一部で考察した内容を踏まえ、伝統的なドイツ固有のシステムである網目状の株式所有構造をもつ「銀行権力」が、どのような影響を受けているのか、「権力モデル」の変容という観点から考察する。そして第三部第5章においては、「効率モデル」の導入が、「権力モデル」を変容させ、ステークホルダー論の援用により各ステークホルダー間のパワー構造を変化させていると捉える。このことは、第三部における「企業の社会的責任(CSR)」への足がかりになっている。第三部では、第一部「効率モデル」の導入、そして第二部「権力モデル」の変化を踏まえ、両モデルを融合した「混合モデル(ハイブリッド・モデル)」を提案し、このモデルの資本市場への援用としての「社会的責任投資(SRI)」という投資手法を考察している。

図2 本論文の全体構成図



第一部：グローバリゼーションの進展とドイツのコーポレート・ガバナンスの揺らぎでは、グローバル化の影響が、ドイツにどのような変化をおこしているのか、「効率モデル」の導入という観点から、その構造変化を考察する。

序論：本論文の目的・背景・問題領域では、研究視角としての「効率モデル」・「権力モデル」・「混合モデル」という3部構成の意義、そして後述される第1章から第6章までの本論文全体を貫く研究の統一的な問題意識、研究目的、対象領域(実証分析の対象と理論的視座)、そして本論文の構成を解説している。加えて、コーポレート・ガバナンスと「企業の社会的責任」論の関係性を見出すために、4つの根幹的な理論を順に紹介している。この4つの理論が、「会社支配論」、「新制度派経

経済学]、「コーポレート・ガバナンス論」そして「企業の社会的責任」論である。また、新制度派経済学は、「取引コスト理論」、「エージェンシー理論」そして「所有権理論」という 3 つの理論から構築されており、3 つの理論の相互関係から資源の最適配分を可能にするシステム（制度）を解明している。

第 1 章：ドイツのコーポレート・ガバナンスと機関投資家では、まず始めに、ドイツにおいて伝統的な「銀行権力」について検討する。ドイツにおける金融制度は、銀行業と証券業が兼営可能な「ユニバーサル・バンク・システム」に特徴を見出すことができる。この融資と出資業務の兼営は、ドイツの固有の制度である一方、投資家保護の観点から証券業務に関する低い透明性、インサイダー問題、そして利益相反の原因として問題視され「銀行権力」の制度的抑制が必要になっていた。そのために 1990 年以降に推し進められた「金融立地としてのドイツ(Finanzplatz Deutschland)」というスローガンの下、「銀行権力」の抑制は、資本市場における大幅な構造改革と共に最重要課題とされた。

そこで、「寄託率 80%」の仮定そして Max Planck Institute の研究により「銀行権力」の基礎となる株式保有構造の変化を見た。この変化に特徴的に現れたのは、「機関投資家」の台頭であった。この「機関投資家」は、「投資信託」を運用する主体である。このため、投資信託の残高推移、金融商品としての投資信託種類（債券・株式投信）そして企業経営に影響を与える議決権行使の機能について検討している。この結果として、外的要因から従来の株式保有構造は、「銀行」単体と大企業との関係から、「銀行」、「保険」そして「投資会社」を含んだ金融機関複数による金融機関同士のネットワークの形成に依拠したガバナンス構造へ変容していることが明らかとなった。つまり「銀行」の直接保有ではなく金融機関による分散所有であり、依然として産業企業への大きな議決権行使の可能性を保持していることが明らかとなった。しかしながら、この際に留意する点は、「銀行」単体ではなく金融機関による大きな議決権行使の可能性についてであり、分散的に所有されている議決権は従来の長期的な関係に基づいて行使されるものから、1990 年代以降、四半期ベースの収益確保を意図した短期的なものへと変化してきている。これが、「効率モデル」の「権力モデル」への影響である。

第 2 章：ドイツのコーポレート・ガバナンスと共同決定制度では、「共同決定」というシステムに対する「効率モデル」的なベルダーの見解に対する批判を通じて、共同決定制度の有効性を改めて提言する。

本章におけるベルダーの主張は「効率モデル」を伝統的なドイツの「権力モデル」にどのように導入するかであり、まず「共同決定制度」を非効率な制度として考察を始めている。この提言はドイツのコーポレート・ガバナンス、すなわち「労使共同決定に有効な組織は、経済の民主化原則(anforderungsgerecheten Besetzung—監査役会における労使対等性—)を基礎としたために、監視効率性に異常をきたしている。労使共同決定は、それ故に監視という機能(Überwachungsorgan)を取り除き、コンツェルン・レベルにおける情報共有、助言そして責任の主体者としての評議会

(Konsultationsrat)を監査役会とは別に創設するべきである。」という内容のものである。しかしながら、「VW5000×5000 労働協約」を対象とする風間の考察を検討した結果、ベルダーの主張は、資本側優位に展開される議論であり、「公正の原則」から社会からの正当性は付与されえないことが理解された。それは、経路依存的な「VW5000×5000 労働協約」が、労使相応のギリギリの折衝を通じて生み出された結果であり、「こうした経営側の雇用創出努力は、IG メタルや経営評議会の大きな合理化規制力、すなわちグローバリゼーションの進展の下でも依然として保持されている労働側の戦略的意思決定に対する影響力の下で展開されているのであり、こうした労働側からの圧力なしに展開されえなかったように思われる。」との風間の指摘からも、共同決定制度による労使相応の対話の重要性が理解されたからである。

以上の検討により、ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスは、機関投資家の台頭によってさらに業績重視の経営へと転換されつつあるが、労働者を始めとしたステークホルダー（地域社会・市民運動など）の多様な要求とそれに対する経営側の即応を通じて実現されることが明らかとなった。また、機関投資家の株価重視の戦略は、ステークホルダーからの要請に対して応対することによって、機関投資家自身を規律付けし、そして彼らの規準も単一の株価重視の価値基準からステークホルダーの利害を含めた多様な価値基準へと変化するべきである。

第2部：ドイツの資本市場とコーポレート・ガバナンスでは、第一部で考察した内容を踏まえ、伝統的なドイツ固有のシステムである「銀行権力」が、どのような影響を受けているのか、つまり「権力モデル」の変容を各ステークホルダー間のパワー構造の変容として捉えている。

第3章：ドイツの資本市場の構造と「銀行権力」では、独占委員会の分析を行っている鈴木論文を参考にドイツを代表する企業で構成されるDAX30社（ダックス30社株価平均指数—以下DAX30社に省略）の株式所有構造とその企業間における資本・人的結合を分析する。具体的にこの作業を進めるために、以下の4点について検討した。第一に大規模公開会社を対象とするDAX30の採用企業30社を確定することである。第二に競争制限禁止法（企業結合）と株式法（結合企業）の規定による①競争制限法上の共同企業と②株式法上の共同参加企業、そして金融機関からの出資会社である①資本投資会社(Kapitalanlagegesellschaften)を区別する。第三点目として、株式所有主体をI.付加価値100大企業、II.海外、III.公的機関、IV.個人・家族所有、V.浮動株（分散所有）、VI.その他の6つに分類し、全38社の株式所有主体に当てはめ時系列的に分析を試みる。その際に、DAX30社に見られる特徴的な株式所有構造をもつ①DaimlerChrysler社、②Siemens社、③Metro社、④Volkswagen社の4社を検討する。そして、この検討の総括として、対象企業38社の株式所有構造を統合し、その所有主体の年度別傾向を図示し「銀行権力」の変化を実証的に分析した。

また、以上の分析を基礎にして「銀行権力」に基づく人的結合についても検討した。この人的結合を調べるために、「金融機関の資本参加企業数」、「100大企業間における人的結合」、「100大企業を構成するグループによる執行・監査役会への委任代表者派遣」そして「DAX30社の監査役会議長一覧」を使用した。

第4章：ドイツの資本市場の変容と「浮動株調整による指数構成法」では、第1に、株式持合いに関する制度改革を概観する。この制度改革は、会社間そして金融機関による株式持合いを縮小させている。この縮小傾向は「浮動株調整による指数構成法」によって実証的に明らかにされている。この「浮動株調整による指数構成法」を検討する理由は、台頭する機関投資家によってベンチマーク（基準）されているためである。第2に、「固定株」と「浮動株」の比較検討である。「固定株」は、会社間の株式持合い、そして金融機関並びに機関投資家の株式保有である。「浮動株」は、売買可能な株式である。この比較検討によってドイツ証券取引所が日々公表しているデータに基づき株式所有構造を明らかにすることが可能となった。第3に、浮動株を所有する機関投資家によるコーポレート・ガバナンスへの影響を図IV-2.「機関投資家の金融資産（対GDP比）」そして図IV-3.「ドイツの金融資産構成」で明らかにする。

第三部：ドイツの資本市場と「企業の社会的責任(CSR)」では、上述の2部に渡って議論してきた、「効率モデル」と「権力モデル」を状況適的にコーポレート・ガバナンスに適用する、ピトールス(Vitols, S.)の主張する「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」を提案する。この考え方は、一方ではアングロサクソン型の株主重視経営、つまり「効率モデル」の側面を持っており、そして他方においては、ドイツの共同決定を基礎とした安定的な労使関係、「権力モデル」を実現するという「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」である。この関係性は、経営者（主体）と利害関係者（客体）間の状況を表現しており、関係性が安定する場合は、効率性を重視し、そして関係性が不安定な場合には、権力に基づいて関係性を平準化するという「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」を選択する。加えて、資本市場における「混合モデル」的な投資手法が「社会的責任投資(SRI)」と仮定している。

第5章：ステークホルダーのパワー構造の変容とドイツの資本市場では、第1に1990年代以降行われたドイツにおけるコーポレート・ガバナンス改革並びに第1次から第4次に渡った資本市場改革を検討する。そして第2にドイツの株式所有構造に焦点を当て、資本市場における機関投資家の位置付けを家計金融資産そして株式所有構造の国別比較を通して実証的に確認する。この際、ドイツの現状をより際立たせるために日本、そして諸外国との比較検討を試みている。第3にコーポレート・ガバナンス原則（制度）をステークホルダーの調整システムと捉え、「企業の社会的責任」との関連についてドイツ独自の利害二元論に基づき検討を加える。その際、株式所有構造を明らかにするために、バイヤー（Beyer, J.）の所説に依拠し、その構造変化を捉える。最後に、以上の株式所有構造の変化により各ステークホルダー間のパワー構造も変化したと捉えている。その際、このパワー構造の変容をドイツの多元的企業概念によって説明する。

第6章：ドイツの「企業の社会的責任(CSR)」と社会的責任投資(SRI)では、機関投資家の株主利益の実現と「労働者の経営参加（共同決定制度）」との調和の可能性を中心に考察を加える。この2つの議論は、従来対立的に捉えられてきたが、多様なステークホルダーの諸利害と「洗練された資本市場」における株主利害とは「社会的責任投資（Socially Responsible Investment : SRI）」を通

じて調和させる可能性が存在すると考えられる。この考え方は、一方ではアングロサクソン型の株主重視経営、「効率モデル」の側面を持っており、そして他方においては、ドイツの共同決定を基礎とした安定的な労使関係、「権力モデル」を実現するという資本市場における「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」である。この関係性は、投資家（主体）と利害関係者（客体）間の状況を表現しており、関係性が安定する場合は、効率性を重視し、そして関係性が不安定な場合には、権力に基づいて関係性を平準化するという「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」的な投資手法であり、これが「社会的責任投資」と捉えるのである。

そのために第一に「効率モデル」の制度特性である「受託者責任」と「権力モデル」の制度特性である「誠実義務」との違いを検討する。この違いが、シュタインマン(Steinmann, H.)の主張する、①「個人倫理的行動規範(individuelethische Verhaltensnorm)」と②「社会倫理行動規範(sozialethische Verhaltensnorm)」に相当すると捉えている。

第二に2つの行動規範が、現実にドイツ・アメリカ・日本における年金運用規制にどのような違いとして現れているのかをOECDが作成した「プルーデント・マン・ルールと運用規制」の表から明らかにする。

---

#### 【脚注】

- <sup>1</sup> 風間信隆「第4章ドイツの企業と経営」（高橋俊夫監修・井藤正信・佐々木聡編『比較経営論—アジア・ヨーロッパ・アメリカの企業と経営』、税務経理協会、2002年）、65ページ。
- <sup>2</sup> 海道ノブチカ『ドイツの企業体制—ドイツのコーポレート・ガバナンス』、森山書店、2005年9月、185ページ。
- <sup>3</sup> Statistisches Bundesamt, „Steuerpflichtige und deren Lieferungen und Leistungen 2004 nach Rechtsformen und Größenklassen“, <http://www.destatis.de/download/d/fist/fistdow04.xls> (参照2006-12-8)。
- <sup>4</sup> テオドール・パウムス著・丸山秀平訳「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス—制度と最近の展開—」、『商事法務』、No.1363、1994年8月、70ページ。
- <sup>5</sup> 北村健之助『現代ドイツ経営経済学』、白桃書房、1982年4月、17ページ。
- <sup>6</sup> 平澤克彦『企業共同決定制の成立史』、千倉書房、2006年10月、5ページ。
- <sup>7</sup> Berle, A. and Means, G., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, 1932. (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』、文雅堂銀行研究社、1986年)
- <sup>8</sup> 森田章『会社法の規制緩和とコーポレート・ガバナンス—市場原理による経営監視とディスクロージャーの充実—』、中央経済社、2000年8月、前掲書26ページ。
- Dodd, E.M., *op.cit.*, pp.1146. [http://www.caseplace.org/references/references\\_show.htm?doc\\_id=319440](http://www.caseplace.org/references/references_show.htm?doc_id=319440) (参照2007-1-28)
- <sup>9</sup> 勝部伸夫著、『コーポレート・ガバナンス論序説—会社支配論からコーポレート・ガバナンス論へ』、文真堂、300ページ。
- <sup>10</sup> 今西宏次『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける議論の展開を中心として—』、文真堂、2006年6月、13~14ページ。
- <sup>11</sup> 勝部、前掲書(注9)、15ページ。
- <sup>12</sup> 勝部、同上書、18ページ。
- <sup>13</sup> 北原勇『現代資本主義分析3：現代資本主義における所有と決定』、岩波書店、1984年3月。
- <sup>14</sup> 北原、同上書、7ページ。
- <sup>15</sup> 村田和彦『企業支配の経営学』、中央経済社、2006年1月、200~207ページ。
- <sup>16</sup> Simon, H.A., *Administrative Behavior*(2<sup>nd</sup> ed.), The Macmillan, 1961.

- <sup>17</sup> Fama, E.F. and Jensen, M.C., "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol.26, (1983), pp.301-325.
- <sup>18</sup> Eggertsson, T., *Economic behavior and institutions*, New York, Cambridge University Press, 1990. (竹下公視訳, 『制度の経済学 (上)』, 晃洋書房, 1996年4月, 42ページ)。
- <sup>19</sup> 菊沢研宗『日米独組織の経済分析—新制度派比較組織論—』, 文眞堂, 1998年4月, 58ページ。
- <sup>20</sup> Coase, R.H., "The Problem of Social Cost", *Journal of Law and Economics*, 3(no.1), 1960, pp1-44.
- <sup>21</sup> 菊沢, 同上書, 4ページ。
- <sup>22</sup> 今西, 前掲書 (注10), 139ページ。
- <sup>23</sup> 勝部, 前掲書 (注9), 285ページ。
- <sup>24</sup> 百田義治稿「企業社会的責任(CSR)と経営学の基本問題—労働・人権の問題を中心として—」, 企業経済研究会7月例会資料, 2006年7月
- <sup>25</sup> 菊澤, 前掲書 (注19), 2ページ。
- <sup>26</sup> 平田光弘著「コーポレート・ガバナンスの周辺概念」 舩富延久編, 『コーポレート・ガバナンスとCSR』, 中央経済社, 2006年4月, 18~19ページ。
- <sup>27</sup> 今西, 前掲書 (注10), 11ページ。
- <sup>28</sup> 平田光弘著「日本における企業統治改革の基盤作りと提言」 菊池敏夫・平田光弘編, 『企業統治の国際比較』, 文眞堂, 2004年4月, 168ページ。
- <sup>29</sup> 勝部, 前掲書 (注9), 275ページ。
- <sup>30</sup> 出見世信之著「企業の社会的責任(CSR)と新原則」 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編, 『OECDコーポレート・ガバナンス—改定OECD原則の分析と評価』, 明石書店, 2006年2月, 26ページ。
- <sup>31</sup> 藻利重隆著「企業理論と管理論」 藻利重隆編『経営学辞典』, 東洋経済新報社, 1967年11月, 41ページ。
- <sup>32</sup> Neugebauer, U., *Unternehmensethik in der Betriebswirtschaftslehre : vergleichende Analyse ethischer Ansätze in der deutschsprachigen Betriebswirtschaftslehre*, Ludwigsburg Verlag Wissenschaft & Praxis, 1994, p195.
- <sup>33</sup> 風間信隆著「ドイツにおける企業倫理」 中村瑞穂編『企業倫理と企業統治—国際比較—』, 文眞堂, 2003年11月, 51ページ。
- <sup>34</sup> 岡本人志「ドイツにおける企業倫理研究の動向について」 (大阪市立大学経営学会/大阪市立大学経営学会編『経営研究』, 2001年1月), 51(4) (通号 276), 43~59ページ。
- <sup>35</sup> Streeck, W., "The Transformation of Corporate Organization in Europe : An Overview", *Paper presented at the First Conference of the Saint-Gobain Foundation for Economic Research, Paris, November 9 and 10, 2000.* <http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/pu/workpap/wp01-8/wp01-8.html> (参照 2007-1-25)
- <sup>36</sup> Hall, P., and Soskice, D., *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press, 2001.
- <sup>37</sup> Vitols, S., "The Reconstruction of German Corporate Governance: Reassessing the Role of Capital Market Pressures", *Background paper for the debate "Höpner vs. Vitols vs. Zugehör: Do Financial Markets Matter? Capital Market Orientation of Large German Companies"*, *First Annual Meeting of the Research Network on Corporate Governance, Berlin Germany 23-24 June 2000*, 1999. <http://www.wz-berlin.de/mp/ism/people/misc/vitols/pubs.en.htm> (参照 2007-1-29)
- <sup>38</sup> 今西, 前掲書 (注10), 136ページ。
- <sup>39</sup> 菊沢研宗『比較コーポレート・ガバナンス論—組織の経済学アプローチ—』, 有斐堂, 3ページ。
- <sup>40</sup> Dodd, E.M., "For Whom Corporate Manager are Trustees A Note", *Harvard Law Review*, Vol.45, (1932), pp.1154-1157.
- <sup>41</sup> Beyer, J., *Managerherrschaft in Deutschland? : "Corporate Governance" unter Verflechtungsbedingungen*, Westdeutscher Verlag, Opladen/Wiesbaden, 1998. S15 ff.
- <sup>42</sup> 風間, 前掲書 (注1), 51ページ。
- <sup>43</sup> Vitols, S., "Negotiated Shareholder Value: The German Version of an Anglo-American Practice", *Discussion Paper SP II 2003 – 25*, Wissenschaftszentrum Berlin, 2003. <http://www.wz-berlin.de/mp/ism/people/misc/vitols/pubs.en.htm> (参照 2007-1-29)

---

<sup>44</sup> Zugehör, R., *Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus – Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung* -, Leske + Budrich Opladen, Trier, 2002, S. 186.

<sup>45</sup> Vitols, 2003. *op.cit.*, p 7.



## 第一部：グローバリゼーションの進展とドイツのコーポレート・ガバナンスの揺らぎ

### 第1章 ドイツのコーポレート・ガバナンスと機関投資家

I-1. はじめに

I-2. 「銀行権力(Macht der Banken)」と外的要因としての機関投資家

I-3. 機関投資家と「投資会社(Kapitalanlagegesellschaften)」

I-3-1. ドイツの株式・投信保有者数

I-3-2. 株主と投信保有者の議決権に関する機能

I-3-3. リースター年金制度

I-3-4. 株式・株式投信保有者数

I-4. おわりに

## I-1. はじめに

ドイツの「コーポレート・ガバナンス(Corporate Governance)」を考察する際、ユニバーサル・バンク・システムを基礎とした「銀行権力(Macht der Banken)」そして「共同決定法(Mitbestimmungsgesetz)」は、重要なコーポレート・ガバナンスの基礎となる。第一部「グローバリゼーションの進展とドイツのコーポレート・ガバナンスの揺らぎ」においては「銀行権力」を「外的要因」そして「共同決定制度」を「内的要因」として、この相互関係(二分法)を検討することにする。

ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスは、企業不祥事の多発、監査役機能強化を意図した制度改革によって変容してきている。本章では、特に、国際金融市場における「機関化」の流れの中で、特に「銀行権力」の変容、そして「機関投資家」の台頭について検討している。それは、従来の銀行預金による企業の間接金融から投資信託を媒介とした直接金融への変化であり、投資信託の残高推移、金融商品としての投資信託種類(債券・株式投信)そして企業経営に影響を与える議決権行使の機能を考察することにより明らかにされる。

ドイツの金融機関は通常ユニバーサル・バンク・システムを採用しており、「1962年-信用制度法(Gesetz über das Kreditwesen)<sup>1</sup>」によると12の業務範囲に区別されている。この12の業務の中で通常の「銀行」業務である預金業務(Einlagengeschäft)、与信業務(Kreditgeschäft)の他に、証券業務(Effectengeschäft)、預託業務(Depotgeschäft)、投資業務(Investmentgeschäft)を行う点が特徴になる<sup>2</sup>。重要な点は、従来、米国がグラススティーガル法そして日本が証券取引法第65条によって禁止してきた銀行・証券業務が兼営できることにある。しかしながら、資本市場改革法によってドイツにおけるチャイニーズ・ウォール=「独証券取引法(Gesetz über den Wertpapierhandel-WpHG)<sup>3</sup>」が制定され、融資と出資業務の区分けが明瞭にされたのである。この融資・出資兼業において問題になる点は、同一金融機関内におけるインサイダー取引などの利益相反防止が困難であるという点であり、この点にモラル・ハザード(Moral Hazard)が発生することである。

1997年(1998年改正)に施行された「証券取引法」においては第3条「インサイダー取引の取締り(Insiderüberwachung)」が強化され、また第5条「上場企業における議決権持分の変更に関する公表及び届出義務(Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils an börsennotierten Gesellschaften)」の第21条1項は「届出義務のある者の届出義務；上場企業における議決権を有するものが、自らの所有する株式割合が売却もしくは譲渡又はその他の方法で、当該企業の発行済み議決権の5%、10%、25%、50%又は75%に達し、又はこれを超えもしくは下回った場合には、7日以内に関係企業及び連邦証券取引監督庁に報告しなければならない」と定められた<sup>4</sup>。

通常、株式所有による「議決権」は、無記名株式が一般的なドイツにおいては銀行に寄託されて

いる。この「寄託議決権(Auftragsstimmrecht)」から生じる銀行の「受託者責任」は、寄託銀行(Depotbank)に寄託(供託)され、銀行独自で所有しない株式の議決権を「銀行それ自体」の権限において行使することになる。勿論、「寄託議決権」行使は、投資家による6ヶ月毎に更新される委任手続きを経て寄託されている。

資金提供者である投資家が、その媒体を「銀行」から「機関投資家」に変化させることによって、同時に「融資」を基礎とした預金者への金利支払い義務から、投資家保護を優先する「出資」に必要な企業情報の透明性確保という変容がある。従来、経営者の責任は、90年代まで、実際にはいかなる役割も果たしてこなかった。それは、ドイツ産業において人的にも資本的にも結合しているドイツの株式会社構造が理由となっている。パウムス(Baums, Th.)は、ドイツの誠実義務に関して、特に英国の受託者責任より狭い責任範囲と未発達概念規定を上げている。つまり、ドイツ企業における責任が、株式保有に基づく機関投資家によって「経営者」に要求され始めたのである。この「機関投資家」の受託者責任に関する議論については、第6章の「誠実義務による寄託議決権」で後述することにする。

本章においては、ドイツのコーポレート・ガバナンスの変容を「効率性モデル」の観点から、特に伝統的な株式所有を基礎とする「銀行権力」から、新たな株式所有主体としての「機関投資家(外的要因)」の株式所有状況を検討する。

## I-2. 「銀行権力(Macht der Banken)」と外的要因としての機関投資家

ドイツのコーポレート・ガバナンスの特徴である「銀行権力」が、企業活動のグローバル化、そして国内的な制度状況の不整合から構造改革を要請されている。この様な「銀行権力」の環境の変化が、実際にどのような影響を与えているのかについて、以下の2つの研究は、「銀行権力」の変化を捉えるうえで貴重な手がかりを与えてくれる。

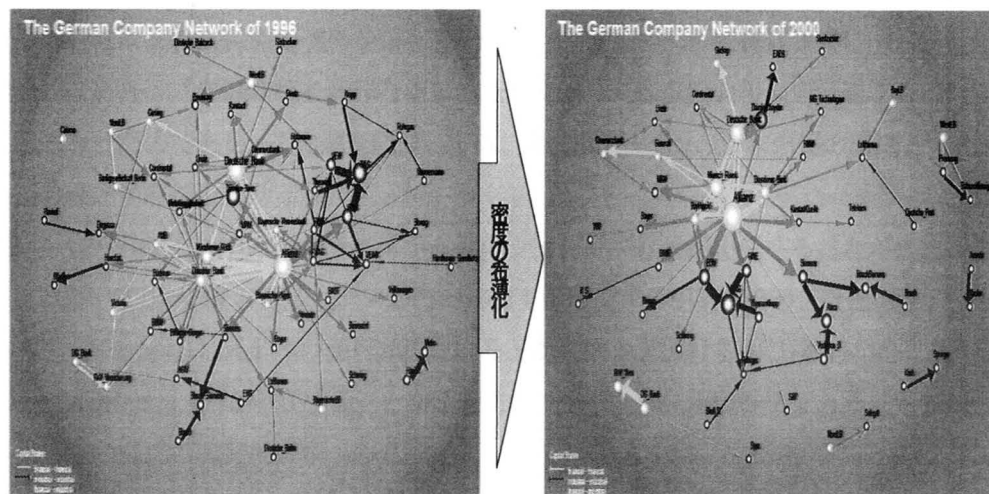
すなわち①1988年のA.Gottschalkの研究<sup>5</sup>：寄託議決権行使率が三大銀行<sup>6</sup>において45%、金融機関全体で83%であったことと、②1995年のBaums/Fraune<sup>7</sup>の研究：寄託議決権行使率が三大銀行35%、金融機関全体で89%あったことである。

この2つの研究から「銀行権力」の根源として「寄託議決権」行使が、「銀行」単体による出資に伴う直接的行使から複数の金融機関(投資会社を含む)による金融機関同士のネットワーク化に伴う分散的(間接的)な行使へと変化していることが理解される。同様にティレル(Tyrell, M.)は、ドイツにおける商業大銀行が企業への経営関与を低下させていることを指摘している<sup>8</sup>。

次に「銀行権力」の変化を捉える為に、ドイツの所有主体別の株式所有構造について検討する。同検討の詳細については、本論文の第4章「ドイツの資本市場の構造と「銀行権力」」にて後述することになるが、本節における議論を補助するものとして、1982年～2002年「株式所有主体の推移合計」の数値を援用し検討する。この株式所有主体の推移を検討するに当たって、ドイツを代表

する大規模公開会社を対象としたダックス 30 ドイツ主要株式指数 (DAX30) の採用企業を使用する。DAX30 の採用企業は、指数の計算規定<sup>9</sup>によると四半期毎に銘柄の更新が行われる。対象期間 20 年間における対象企業の合併・買収 (M&A) を考慮して、調査対象企業総数は 38 社となった。この DAX30 指数を構成する会社の株式所有構造データとしては独占委員会 (Monopolkommission) の詳細データを使用している。その際、株式の所有主体は以下の 6 つとなる。①付加価値額 100 大企業、②海外、③公的機関、④個人・家族所有、⑤浮動株 (分散所有)、⑥その他である。以上の 3 つの基礎的なデータ (対象期間、対象銘柄そして所有主体) を考慮した上で、38 社それぞれの株式所有構造を算出する。そして最終的に 38 社分の所有構造を統合し、傾向的变化を検討する。

図 I - 1 ネットワーク形成の変化 (1996 年と 2000 年比較)



出所: Höpner, M. and Krempel, L., "The Politics of the German Company Network", MPIfG Working Paper 03/9, Max Planck Institute for the Study of Societies, September 2003.

「株式所有主体の推移合計」は、所有主体別の株式所有構造を時系列的に示し、また「寄託率 80%」の仮定<sup>10</sup>により導き出したデータを独占委員会の統合データ<sup>11</sup>を加え「銀行権力」を考察している。つまりドイツにおけるコーポレート・ガバナンス改革の影響が「銀行権力」に、どのような影響を及ぼしているかについて時系列的に表示している。

この DAX30 を構成する総計 38 社の株式所有構造の分析に基づいて「銀行権力」について考察を加えた。この統合データから「銀行権力」をより鮮明に抽出する為に、銀行に寄託される浮動株の寄託議決権行使率を 80%と仮定した。その理由は、①1988 年の A.Gottschalk の研究<sup>12</sup>において寄託議決権行使率が金融機関全体で 82.7%であったこと、②1995 年の Baums/Fraune<sup>13</sup>の研究によっても寄託議決権行使率が金融機関全体で 84%であった為である。加えて、バウムの株式所有が 75%以上分散している企業数が、ドイツにおいては 38 社程度との指摘も考慮し、寄託率の計算方法は、独占委員会の投資主体区分 (浮動株+海外投資家<sup>14</sup>) × 80%で行っている。そして「寄託率 80%」として導き出されたデータを統合データに加え「銀行権力」を他の 5 つの所有主体と比較し

ている。

「銀行権力」を表す「寄託率 80%」が、1982 年の 41%から 1988 年には 51%、そして 1998 年に 50.6%と 2 度のピークを迎え、1998 年 KonTraG 施行後においては 2000 年 37.5%から 2002 年 40%へと 1998 年時点から 10%強減少していることが確認できる。また 1998 年から 2000 年において、「寄託率 80%」に対して、「その他」が 1998 年 3.4%から 2000 年 12.4%へと上昇していることが注目される。この「その他」が、協同組合、労働組合そして 100 大企業以外の株式所有主体（投資会社）である。

この大きな変化の要因として 1998 年「企業領域におけるコントロールおよび透明性に関する法律」（Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich:KonTraG）<sup>15</sup>の制定が考えられる。この法律により商法における外部監査人の独立性の強化、株式法における株主総会の権限強化と監査役の監督権限強化、証券取引法そして経営監査士法の改正が行われた。つまり、産業企業に対する銀行による株式保有が 5%を超える場合には、従来のように株式保有に関する情報開示なしに自動的に寄託株式の議決権を代理行使し、企業に対して監査役会役員を派遣することは規制されることになったのである。この調査については、第 3 章「ドイツの資本市場の構造と「銀行権力」」においても後述することになる。

2005 年 12 月にダイムラー・クライスラー社のシュレンプ社長が退任することが決まった。新聞報道によれば、2004 年度のメルセデス部門の業績不振に対する引責であり、後任には、監査役会議長：コッパー（Kopper, H.）元ドイツ銀行頭取による三菱自動車支援打ち切り決定に賛成であったツェツツェ CEO（Zetsche, D.）が就任することが予想されており、現在筆頭株主であるドイツ銀行の持ち株比率も一部の株式の機関投資家への売却により現在の 10.4%から 6.9%に下がることになった<sup>16</sup>。ドイツ独占委員会が発表する付加価値 100 大企業 1 位の大企業のこうした一連の出来事が象徴することは、KonTraG 制定後の「銀行権力」の変化として捉えられよう。しかしながら、一方においては銀行からの直接保有の割合は、減少しているものの、他方においては、ドイツの株式所有構造が、「銀行」ならびに「保険」を含んだ金融機関複数による金融機関同士のネットワーク化した株式保有構造に<sup>17</sup>変化しているとも考えられるのである。このネットワークによって銀行と企業間の関係性が、徐々に変化しているものの、経路依存的な慣習によって、未だ銀行による大きな議決権行使の可能性を保持しているのである。

経営合理化による株主価値の向上といった「効率モデル」による影響は、「銀行権力」に象徴される経路依存的な「権力モデル」に変革を迫っている。しかしながら、本論においては、経済モデルが、一つ最善の道に収斂するのではなく、経路依存性や制度的補完性を考慮し多種多様な最善の道が模索されるという「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」を提示している。

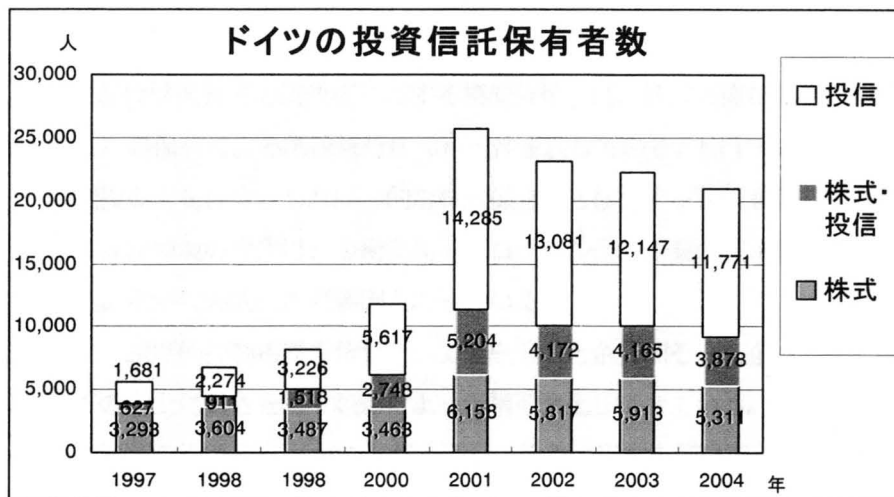
### I-3. 機関投資家と「投資会社(Kapitalanlagegesellschaften)」

#### I-3-1. ドイツの株式・投信保有者数

1998年KonTraG施行後、「寄託率80%」の主体の減少とは反対に「その他」の主体の比重が上昇している。この「その他」の主体に「投資会社」の株式保有分が含まれている。この「投資会社」とは、日本の投資信託委託会社とほぼ同義であり、銀行・保険を中心とした金融機関により設立され、近年、ドイツにおける年金に関する税制の改正によってプレゼンスを高めている。

投資信託を運用する投資会社の市場におけるプレゼンスの高まりは図I-2「株式保有主体の推移合計」から明らかである。ドイツのコーポレート・ガバナンスが外的要因によって影響を受ける過程で、近年において立法的そして行政的に多くの施策がなされている。部分的ではあるが、特に1998年「企業領域におけるコントロールおよび透明性に関する法律」(Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich –KonTraG-) <sup>18</sup>、コーポレート・ガバナンス政府諮問委員会(2000年バウムス委員会)そしてドイツ・コーポレート・ガバナンス原則のための政府諮問委員会(2001年クロンメ委員会)、2002年「透明性および公開性のための会社法および貸借対照表の更なる改革のための法律案(透明性および公開性のための法案)」(Transparenz-und Publizitätsgesetz: Gesetz zur weiteren Reform des Aktienrecht und Bilanzierung ,zu Transparenz-und Publizität : TransPuG)そして企業統合と異議申し立てに関する改定原則(Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts-UMAG-)がある。

図I-2 ドイツの株式・投信保有者数



出所: Leven, F., "Kapitalmarkt-Report, Zahlen, Fakten Entwicklungen, Zahl der Aktienanleger in Deutschland nicht zufriedenstellend; Abb.1: Zahl der Aktionäre und Fondbesitzer in Deutschland 1997-2004", Die Aktiengesellschaft; AG Report, Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt a.M., 4/2005, S.68. 筆者加筆修正。

図I-2「ドイツにおける株式・投信保有者数」は投資会社が運用する投資信託保有者数の時系

列データである。2004年前期におけるドイツの株式そして投信保有者数は1,040万人で、全国民約6,500万人の16%<sup>19)</sup>に上る。特徴的なことは、保有者数が1997年560万人から2001年1,340万人(ITバブル)と増加し、2004年1,000万人と若干の減少はあるものの、統計開始時点1997年との比較では2倍に上昇していることである。従来、ドイツ人は「株式」という投機的な色彩のある金融商品を購入しなかったが、図I-2からもドイツの投資信託は、一つの金融商品として認知されつつある。

2005年3月時点でのドイツにおける大手資産運用会社(Investmentgesellschaft)<sup>20)</sup>はシェア順でDWS(ドイツ銀行傘下)24%、DEKA(Sparkasse傘下)17.6%、UNION(Volksbank傘下)17.2%、Allianz Dresdner Global Investors15%<sup>21)</sup>である。また投資信託の購入先は、銀行・貯蓄銀行66%、資産管理会社23%そして保険会社13%<sup>22)</sup>となっている。公募ファンド、私募ファンドそして保険会社の3つの所有主体持分を機関投資家のコーポレート・ガバナンス勢力と想定すると、その合計株式所有比率は、1991年約10%が2001年28.7%へと約3倍に増加している<sup>23)</sup>。つまり、株式保有形態が、直接保有を基礎とした「銀行権力」から「投資会社」を経由した機関投資家による間接的所有へと変化していることが明らかになる。さらに2004年度公募ファンドだけでドイツ金融資産全体に占める割合が26.1%<sup>24)</sup>に上昇したとの調査結果から伺えることは、機関投資家によって管理される資産規模は、私募ファンドを含めると個人金融資産の4割弱を構成していると考えられるのである。また、投資信託の購入先は、約90%弱が銀行・貯蓄銀行、資産管理会社からである。投資信託を購入し、その購入場所に信託口座が開かれ、投資信託を管理・運営する機関投資家によって保有株式の議決権行使、配当請求が行われるのである。

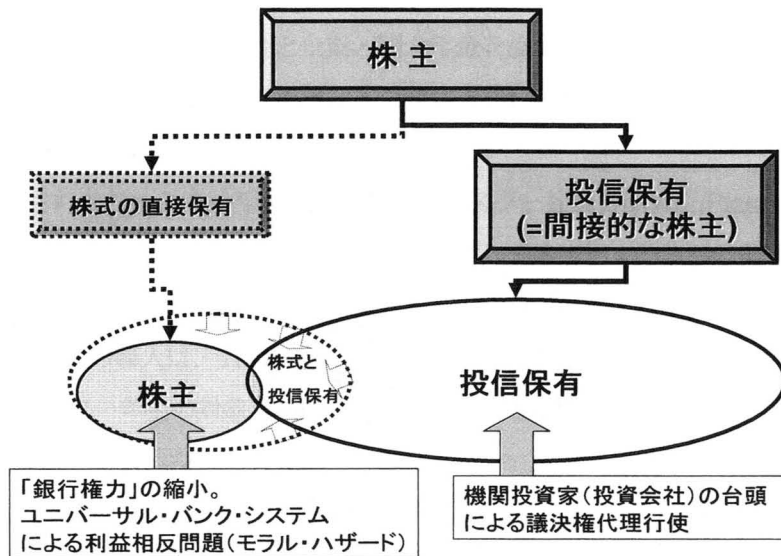
### I-3-2. 株主と投信保有者の議決権に関する機能

図I-3.「株主と投信保有者の議決権に関する機能分類」は、株式の直接保有と投資信託(債券型投資信託を含む)の保有による議決権行使の可能性を表している。図I-3は、従来の直接的な株式保有から機関投資家を仲介とした間接的な株式保有へと移行する状況を表している。このような銀行を取り巻く経営環境の変化は、金融業務のグローバル化、企業の資本調達手段の多様化そして証券取引法の厳格化が代表的な影響要因となっている。

「銀行権力」は、制度的抑制措置を背景として金融機関と企業間そして企業と企業間の調整役から独自の資産効率の向上に重きを置く戦略によって構造変化してきている。このような「銀行権力」の基礎をなす金融機関の株式所有は、90年代を通じて徐々に資本市場に売却され始めている。これを受け、ドイツにおいては、この株式の次なる受け皿に、政策的な投資優遇策も一助になり、個人投資家に投資信託が保有され始めている。この投資信託は、個人投資家保護の観点からリスク分散を図った長期的財産形成を計るための金融商品であり、この運用は、資本市場においてIT技術を駆使した専門的な投資技能を備え、加えて個人レベルと比較すると運用資産規模が大きな「機関投資

家」によって行われていることを表している。

図 I - 3 株主と投信保有者の議決権に関する機能分類



出所：Leven, F., "Kapitalmarkt-Report, Zahlen, Fakten Entwicklungen, Zahl der Aktienanleger in Deutschland nicht zufriedenstellend  
Abb.2 : Systematik der Aktionärsstrukturstatistik", Die Aktiengesellschaft, AG Report, Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt a.M.  
4/2005, S.68. 筆者加筆修正。

### I-3-3. リースター年金制度

ドイツにおける株式の次なる受け皿として政策的な投資優遇策によって個人投資家が、投資信託を購入し始めている。この投資優遇制度は、ドイツの年金制度と関連を持っている。ドイツの年金制度は、世界で始めて1880年代にビスマルク(Bismarck, O.)によって整備されたことでも有名である。

現在のドイツの公的年金は職業ごとに縦割りの年金制度体系である。公的年金の体系は、ブルーカラーを対象にした労働者年金保険、ホワイトカラーを対象とした職員年金保険、鉱業従事者を対象とした鉱山労働者年金保険、そして自営業者への職業別の自営業者年金という4本柱である。

ドイツの年金は、公的年金、企業年金、個人年金という三手段に大別されるが、退職後所得に占める公的年金の割合は80%と非常に高い。

公的年金の保険料率は、2005年まで労使折半の基で19.5%、2001年の改革により、2020年まで20%以下、2030年まで22%以下を維持することとされている。

支給開始年齢は、2011年から2029年にかけて、現在の65歳から67歳へ引上げることを決定した。2004年度の平均年金額の月額、労働者年金€730(約11万円/€=150円換算)、職員年金€860(約13万円)となっている<sup>25</sup>。

1990年の東西ドイツの統合、グローバル化、そして少子高齢化の人口構成といった環境変化の中



で、ドイツの年金制度の見直しが急務となっている。現役世代の負担を増加させる公的年金の給付水準が抑制される中、公的年金と私的年金の混合化が注目されている。2001年の年金制度改革では、公的年金のスリム化を促進すると同時に、公的年金の給付水準が低下する分を自助努力によって補うために、政府の優遇措置のある任意加入の「リースター年金(Riester-Rente)」（企業・個人年金）が導入された。このように、公的年金と企業・個人年金を混合させる方法が世界的な潮流になりつつあり、ドイツにおいても公私年金（賦課方式と積立方式）の財政方式の違いを組み合わせたバランスの良いシステム構築を目指している。

2001年に導入されたリースター年金は、当時のリースター社会労働大臣(Riester, W.)の名前に由来している。この制度は、「加入者が拠出する保険料に対して政府による直接の補助金または所得控除を通じての間接的な補助金のいずれか有利な方を利用することができる拠出建ての私的年金制度である」<sup>26</sup>。この制度の導入は、公的年金の給付率引下げによるマイナス分を補完する役割を担っている。このリースター年金の対象商品が、生保会社の年金保険、ファンドリンク年金保険、銀行の預金、投資信託会社の投信なのである。

第6章7節「ドイツにおけるSRI市場—萌芽期のSRI市場—」において触れることになるが、このような投資信託の企業・個人年金としての保有は、中長期的な観点から投資家保護が求められるため、改正年金法（Gesetz über die Zertifizierung von Altersvorsorgeverträgen (Altersvorsorgeverträge-Zertifizierungsgesetz - AltZertG)第7条5項においては、年金基金運用会社に対して、基金の運用にあたって倫理面、環境面、社会面への配慮について報告を義務付けている<sup>27</sup>。

リースター年金は、2001年の年金改革で導入され、2004年度の改革では加入手続きの簡素化が行われている。リースター年金の加入者数は、ドイツ保険協会(DGV)の調査<sup>28</sup>によると、2002年当初は257万件と好調なスタートを切ったものの、2003年52万件、2004年29万件と低迷が続いている。しかしながら、2005年111万件を境に回復に転じ、2006年上期は88.2万件で前年同期比3.6倍（64万件増）と大きく回復している。加えて、2005年からリユールップ年金(Rrup Rente)がリースター年金の対象以外であった自営業者を考慮し、税制優遇の措置を講じている。

#### I-3-4. 株式・株式投信保有者数

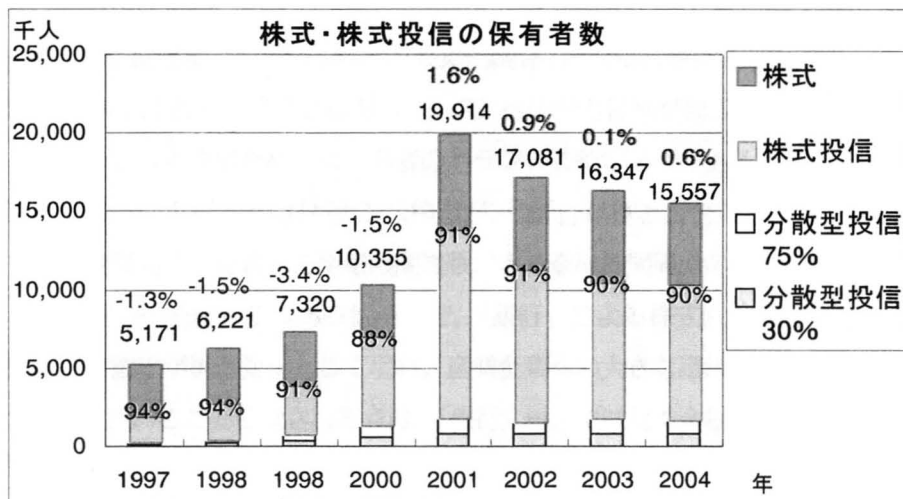
ドイツにおける年金制度改革は、公的年金の給付水準が低下する分を自助努力によって補うために、リースター年金そしてリユールップ年金という企業・個人年金を導入するという税制優遇措置によって制度改革され始めている。

次に年金改革によって徐々に個人が、投資信託を保有し、それがドイツ固有のコーポレート・ガバナンスにどのような影響をもたらすのであろうか。図I-2「ドイツの株式・投信保有者数」から債券投資（社債は除く）を除外し、コーポレート・ガバナンスに影響のある株式投信のみを抽出したものが、図I-4「株式・株式投信保有者数」である。

図 I-4 の分散型投信 30%そして 75%は、混合投信(gemischte Fonds)の株式の割合を示している<sup>29</sup>。勿論、以上の 30・75%の割合は、レーベン(Leven, F.)に依拠した数値であるが、それを除いた各年度時における株式と株式投信を合計した割合は平均して 90%以上である。

図 I-4 と図 I-2.の全体的な投資信託保有者数から株式に投資した保有者数を比較すると、保有者数の推移は、1998 年の前年比 3.4%減を底にして、リースター年金制度導入時の 2001 年度 1.6%増を境としてプラスの数値で推移していることがわかる。尚、この年度別の比較は、前年の成長率を除き前年度実質比を表示している。

図 I-4 株式・株式投信の保有者数



出所: Leven, F., "Kapitalmarkt-Report, Zahlen, Fakten Entwicklungen, Zahl der Aktienanleger in Deutschland nicht zufriedenstellend; Abb.1:Zahl der Aktionäre und Fondbesitzer in Deutschland 1997-2004 und Abb.4:Zahl der Fondsbesitzer in Deutschland 1997-2004", Die Aktiengesellschaft; AG Report, Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt a.M. 4/2005, S.68 f. 筆者加筆修正。

図 I-4 の 2004 年度後期におけるドイツ株式投資信託保有者数は、約 834 万人（ドイツ国民の 13%）である。以上の投資信託保有者は、図 I-3:「株主と投信保有者の議決権に関する機能分類」で図示した、間接的な株式保有に基づく株主である。そのため、株式の議決権は、投信運用者である機関投資家に委託されることになる（寄託議決権行使）。投信保有の株主は、株式の間接的保有により配当金とキャピタル・ゲイン（ロス）を受け取るが、議決権は機関投資家（投信運用者）に寄託される。加えて 2001 年からの株価下落により、投資家のリスク許容度が減少し、よりリスク分散を志向する投資信託への資金流入が起り、金融派生商品（デリバティブ）を組み合わせた専門化した投資手法が必要となり、機関投資家による専門的な知識を必要とした資産運用が求められている。

投資信託商品は顧客のリスクの許容度によってポートフォリオの構成要素そして銘柄が変化する。資産委託者は資産受託者、つまりファンド・マネジャーへ四半期毎の短期的な許容期間を強要する。このためファンド・マネジャーは、受託資産の利回上昇を目的に、ポートフォリオ設計を短期間に

変更する。しかしながら、過去の実証分析は、「S&P500 指数の 1990 年から 1998 年の時系列データから、マネーマネジャーの投資手法による収益率が、銘柄入替えなしの純粋 S&P500 指数の収益率を上回った時期はない。」<sup>30</sup>ことを示している。このことから、短期的な株式運用から長期継続保有に基づくリレーションシップ・インベストメント<sup>31</sup>、すなわち「離脱(Exit)」から「発言(Voice)」<sup>32</sup>への展開が必要になっているように思われる。

また株価指数先物取引を考案したトービン(J.Tobin)も短期売買の規制を支持していたし、ブレナン(M.J.Brennan)による企業の持続的な成長と投資家保護の観点を備えた「配当ストリップス」市場の育成<sup>33</sup>といった資本市場の整備が要望されるが、巷間、短期的投資によるキャピタルロスよりもゲインが喧伝され、長期的な投資による安定性への魅力が忘れられているように見受けられる。

上述したようにドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの変化は、資本市場からの競争力強化に対する要請により、従来までの「銀行権力」(長期的関係:議決権行使によるガバナンス)から「機関投資家」(短期的関係:証券市場によるガバナンス)への勢力移動が起こりつつあるが、健全なコーポレート・ガバナンスの発展ためには、両者のバランスこそが必要であろう。

議決権行使によるコーポレート・ガバナンス構造が、「銀行」単体と大企業との関係から、「銀行」、「保険」そして「投資会社」を含んだ金融機関複数による金融機関同士のネットワークの形成に依拠したガバナンス構造へ変容しつつある状況下で、「銀行」による株式直接保有ではなく金融機関による株式保有の分散化が構造変化として現れ、産業企業への大きな議決権行使の可能性を保持しているのである。また、ここで留意される点は、「銀行」単体ではなく金融機関による大きな議決権行使の可能性についてであり、分散的に所有されている議決権は従来の長期的な関係に基づいて行使されるものから、1990 年代以降、四半期ベースの収益確保を意図した短期的なものへと変化してきている。加えて、金融機関には、保険会社そして銀行の子会社に設立された投資会社が含まれている。この意味から機関投資家を含む金融機関からの産業企業への大きな影響力は保持されている。しかしながら、投資会社の受託者責任は、投資家の資産を管理・運営することであるから、従来の融資と出資を兼営し、パートナー的存在であった「銀行権力」と、機関投資家からの議決権行使(出資)によるコーポレート・ガバナンスでは、その資金の出資者の求める要望が変化している。つまり、機関投資家からはキャピタルゲインそして銀行からは利息という要望である。

## II-5. おわりに

本章において、外的要因である株式所有構造(株主構造)の変化と投資会社の資本市場におけるプレゼンスの高まり、つまり機関投資家の影響を表す投資信託の残高推移について、DAI(Deutsche Aktien Institute)そして Max Planck Institute の最新データに依拠しながら考察を加え、ドイツの年金改革が、さらに資本市場からの競争力強化への圧力を強め、実際の経営行動・戦略に影響を与えているかダイムラー・クライスラー社のシュレンプ社長の事例から検討した。

その結果、外的要因から従来の株式保有構造は、「銀行」単体と大企業との関係から、「銀行」、「保険」そして「投資会社」を含んだ金融機関複数による金融機関同士のネットワークの形成に依拠したガバナンス構造へ変容しつつある。つまり「銀行」による株式直接保有ではなく金融機関による株式保有の分散化が構造変化として現れ、相対として産業企業への大きな議決権行使の可能性を保持していることである。

ここで留意する点は、2点あり、第一に金融機関による大きな議決権行使の可能性についてである。分散的に所有されている議決権は従来の長期的な関係に基づいて行使されるものから、1990年代以降、四半期ベースの収益確保を意図した短期的なものへと変化している。この収益回収の短期化についてエージェンシー理論の観点から分析すると、従来の「銀行権力」は、「ユニバーサル・バンク・システム」を背景とした銀行独自の利害関係によって融資・出資が行われ比較的「情報の非対称性」が低かったのに対して、参入・退出の自由な市場における資金提供者からの直接金融は、「情報の非対称性」が大きいためリスク許容度が小さく間接金融より資金回収が短期間に要請されるのである。

第二に「銀行」単体ではなく金融機関による大きな議決権行使の可能性についてであり、分散的に所有されている議決権は従来の長期的な関係に基づいて行使されるものから、1990年代以降、四半期ベースの収益確保を意図した短期的なものへと変化してきている。

また本章においては、機関投資家の資本市場におけるプレゼンスの拡大要因として、ドイツの年金改革について検討した。ドイツではEU統合を含めた経済のグローバル化による競争の激化、経済の低迷（失業率増大等）、貯蓄率低下などに加え、本格的な少子高齢化に直面することにより、従来の延長線での年金改革では持続可能な制度運営が困難であると認識するに至り、2001年の「リースター年金」、その後2005年の「リユールップ年金」が、導入されている。この制度導入によって、一方では公的年金の給付率引下げによるマイナス分を補完する役割を担い、他方においては、このリースター年金の対象商品が、生保会社の年金保険、ファンドリンク年金保険、投資信託会社の「投信」であるために、機関投資家の影響力が強まっているのである。

---

【脚注】

<sup>1</sup> 相沢幸悦・村山延郎著「資本市場の改革と金融機関の規制整備」（財団法人日本証券経済研究所編『外国証券関連法令集ドイツ、証券取引法・取引所法・投資会社法他』、財団法人日本証券経済研究所、2004年1月）、220～232ページ。

<sup>2</sup> Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz - KWG), "In der Neufassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998", <http://www.bafin.de/gesetze/kwg.htm#p1> (参照 2007-1-3)

<sup>3</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG), "In der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998", <http://www.bafin.de/gesetze/wphg.htm> (参照 2007-1-3)

<sup>4</sup> 正井章彦・菊田秀雄著「ドイツにおける金融サービスに対する監督の統合—ドイツ連邦金融監督庁の発足と権限の拡大—」『国際商事法務』, Vol.31, No.8, 2003年, 1086ページ。「ドイツ連邦金融監督庁は、①

ドイツ国内の金融セクター全体の競争力を確保し、②銀行、金融サービス機関そして保険会社の支払能力の確保、③顧客及び投資家の保護の3点を目的に創設された。このドイツ連邦金融監督庁の権限拡大は、従来の監督機能が信用制度監督局、保険制度監督局そして証券監督局と分断されていたことで、金融商品の多様性を包括的に監視することが困難であったことに対処するものであった。」

<sup>5</sup> Gottschalk, A., „Der Stimmrechtseinfluß der Banken in den Aktionärsversammlungen von Großunternehmen“, *WSI-Mitteilungen*, 41(1988), S.298 ff.

<sup>6</sup> Gottschalk, A., a. a. O., S. 298. 「二種類の研究発表はドイツ銀行、ドレスナー銀行そしてコメルツ銀行を3大銀行と呼んでいる。2005年9月19日現在において金融機関の再編が進み、現在では4大商業銀行としてドイツ銀行、ヒポ・フェアラインズ銀行（2005年7月に伊コニク・クレジット銀行と合併）、ドレスナー銀行（アリアンツ保険子会社）そしてコメルツ銀行となっている。」

<sup>7</sup> Baums, Th. und Fraune, Ch., „Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung“, *Die Aktiengesellschaft*, 3(1995), S.86-100.

<sup>8</sup> Hackenthal, A., Schmidt, R.H. und Tyrell, M., „Banken und Corporate Governance in Deutschland – Auf dem Weg zu einem kapitalmarktbasiereten System?“, *Deutsch-Japanisches Symposium Strategie – Management – Corporate Governance*, Tokyo, 30.Sep - 1.Oct. 2005. 「ティレル教授は、90年代でのドイツにおける金融システムの変容について研究している。その中で、特に大銀行は、経営戦略（融資業務から投資銀行業務へ）と従来の役割（産業への関与から解消へ）を資本市場型コーポレート・ガバナンスへと変容させているとしている。」

<sup>9</sup> Gruppe Deutsche Börse AG, „Guide to the Equity Indices of Deutsche Börse, Version 6.1, December 2006”.

[http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/KIR+Web+Publikationen/CPOL-5D/VBPY/\\$FILE/equity\\_indices\\_guide\\_e.pdf?OpenElement](http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/KIR+Web+Publikationen/CPOL-5D/VBPY/$FILE/equity_indices_guide_e.pdf?OpenElement) (参照 2006-12-26)

<sup>10</sup> 寄託率の計算方法は、独占委員会の投資主体区分（浮動株+海外投資家）×80%で行っている。

<sup>11</sup> 清水一之「DAX30社に見られる株式所有構造の変容とドイツの銀行権力—独占委員会報告書に依拠して—」『商学研究論集』, 第23号, 明治大学大学院商学研究科, 2005年, 297~318ページ。

<sup>12</sup> Gottschalk, A., a. a. O. S.298 ff.

<sup>13</sup> Baums, Th. und Fraune, Ch., a. a. O., S. 86-100.

<sup>14</sup> テオドル・バウムス著・丸山秀平訳「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス—制度と最近の展開—」, 『商事法務』, No.1363, 1994年8月, 71ページ。「外国人投資家は1960年代以来、株式市場へのプレゼンスを上昇させているのにもかかわらず、外国の個人そして機関投資家が彼らの株式の議決権を行使せずにそのまま何もしない（Passiv）状況におく傾向にある」

<sup>15</sup> 正井章彦『ドイツのコーポレート・ガバナンス』, 成文堂, 2003年, 121ページ。

<sup>16</sup> 「日本経済新聞」2005年7月29日朝・夕刊

<sup>17</sup> Adams, M., „Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG““, *Die Aktiengesellschaft*, (Apr. 1994), S.148-158.

<sup>18</sup> 正井, 前掲書 (注15), 121ページ。

<sup>19</sup> Leven, F. J., „Kapitalmarkt-Report, Zahlen, Fakten Entwicklungen, Zahl der Aktienanleger in Deutschland nicht zufriedenstellend“, *Die Aktiengesellschaft AG Report*, (Apr. 2005), S.67-70.

<sup>20</sup> Eckert, C. und Korn, M., „dbi Pressegespräch“, Frankfurt am Main, 7. April 2005,

<http://www.dbi.de/pdf/Pressekonferenz.pdf> (参照 2006-12-26)

<sup>21</sup> Schardt, G., „Investment 2005 Daten, Fakten, Entwicklungen“, BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V., Frankfurt am Main, 2005, S. 92 ff.

[http://www.bvi.de/export/sites/internet/de/infocenter/publikationen/jahrbuecher/archiv/jb2005/jb\\_2005.pdf](http://www.bvi.de/export/sites/internet/de/infocenter/publikationen/jahrbuecher/archiv/jb2005/jb_2005.pdf) (参照 2005-12-26)

<sup>22</sup> BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V., „Grundlagenstudie Investmentfonds 2004 des BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. Frankfurt“, Juli 2004, S. 32 ff.

[http://www.commendo.de/rw\\_e7v/commendo2/usr\\_documents/BVI\\_Fonds.pdf](http://www.commendo.de/rw_e7v/commendo2/usr_documents/BVI_Fonds.pdf) (参照 2005-12-26)

<sup>23</sup> Schardt, G., a. a. O., S. 45 ff.

<sup>24</sup> Schardt, G., a. a. O., S. 45 f.

<sup>25</sup> 財団法人年金シニアプラン総合研究機構「調査研究シリーズ」『年金と経済』通号95 Vol.24 No.3, 52~67ページ。アメリカの保険料率=12.4%、基本受給額は単身=\$946、夫婦=\$1,578。日本の保険料

---

率＝国民年金 13,580 円と厚生年金 14.288%、基本受給額は基礎年金：40 年納付で、月額 6.6 万円、厚生年金加入で夫のみ就労の平均的世帯年金額：月額 23.3 万円。

<sup>26</sup> 小松原章・中嶋邦夫，「Report III：私的年金が強化されるドイツ年金制度」『ニッセイ基礎研 report』，ニッセイ基礎研究所編，通号 117，2006 年 12 月，20～25 ページ。

<http://www.nli-research.co.jp/doc/li0612b.pdf> (参照 2007-2-8)

<sup>27</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; Gesetz über die Zertifizierung von Altersvorsorgeverträgen (Altersvorsorgeverträge-Zertifizierungsgesetz – AltZertG) vom 26. Juni 2001, zuletzt geändert durch Art. 7 des Gesetzes vom 5. Juli 2004. <http://www.bafin.de/gesetze/altzertg.htm> (参照 2006-12-18)

<sup>28</sup> Heilmann, W., “Geschäftsentwicklung der Lebensversicherung im ersten Halbjahr 2006”, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V., S. 15.

[http://www.gdv.de/Downloads/Pressemeldungen\\_2006/Praes\\_Heilmann\\_1Hj\\_LV\\_2006.pdf](http://www.gdv.de/Downloads/Pressemeldungen_2006/Praes_Heilmann_1Hj_LV_2006.pdf) (参照 2007-2-8)

<sup>29</sup> Leven, F. J., A., a. a. O. S. 70 f.

<sup>30</sup> 渡辺恒彦著「機関投資家の投資行動とアメリカ経済の持続可能性－短期主義的な株主重視政策の矛盾－」丑山優・熊谷勝重・小林康弘編，『金融ヘゲモニーとコーポレート・ガバナンス』，税務経理協会，2005 年 4 月，179 ページ。

<sup>31</sup> 三和裕美子『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンスアメリカにおける史的展開－』，日本評論社，1999 年，108 ページ。

<sup>32</sup> Hirschman, A.O., *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Massachusetts, Harvard University Press, 1970. (矢野修一訳『離脱・発言・忠誠－企業・組織・国家における衰退への反応－』，ミネルヴァ書房，2005 年 6 月)

<sup>33</sup> 渡辺，前掲書（注 25），188～189 ページ。「5. 企業の持続的成長の条件－投機機会の拡大による株価ファンダメンタルズへの繫留－では，ファンダメンタルズからの株価の乖離の度合いを小さくする第一の方法は投機の法的規制である。」

## 第2章 ドイツのコーポレート・ガバナンスと共同決定制度

- II-1. はじめに
- II-2. 「企業体制論」の骨格としての共同決定制度 (Mitbestimmungsgesetz)
- II-3. ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスと企業体制論
- II-4. 監査役会の機能：内的要因
- II-5. 1976年共同決定法の監視効率性 (Überwachungseffizienz)
  - II-5-1. 共同決定法と監査役会の機能
  - II-5-2. 労働側監査役会役員への要件
- II-6. VW「5000×5000労働協約」
- II-7. 共同決定制度の再考
- II-8. おわりに

## II-1. はじめに

2005年9月ドイツにおいて国政選挙が行われた。選挙の争点は、「雇用」であった。2005年現在、ドイツにおける失業率は11.6%を上回る勢いで進行中であり、今回の選挙においてもこの問題が重要視された。ドイツの企業は、国際競争力の確保、グローバル化といった外的要因からの影響を受け、さまざまな問題に直面している。

1990年代に入ってEUの拡大そして各自動車製造メーカによる新規車種投入による生産力増強によって、ドイツという「高賃金・高コスト国」の産業の空洞化が問題になった。2005年3月現在のドイツの失業問題は、失業者数517万人、失業率12.5%（旧西独部10.3%。旧東独部20.6%）と深刻化している。このような深刻な雇用環境を如何に解消するかを巡って「VW5000×5000」計画も立案されている<sup>1</sup>。

本章では、ドイツのコーポレート・ガバナンスで特徴的な「銀行権力(Macht der Banken)」と並んで重要な「共同決定(Mitbestimmung)」について検討する。この「共同決定」制度は、ドイツ特有の企業制度であり、企業のトップ・マネジメント機構である監査役会(Aufsichtsrat)の議席数が、経営者と労働者の利害を反映させるため労使対等に構成されている。この共同決定制度は、ドイツの「企業体制論(Unternehmensverfassung)」の重要な構成要素であり、ドイツのコーポレート・ガバナンス(Deutsche Corporate Governance)の議論には付随的要件として議論されている。これは一方において1980年代にアメリカにおいて機関投資家からの利害一元的な監視強化を基礎として発達したコーポレート・ガバナンス論と、他方においては資本側と同様に労働側も監視主体とする利害二元的なドイツ固有の企業体制論とでは監視主体が決定的に異なっていることを意味している。

企業行動がグローバル化し、その影響が大きくなるにつれて、ドイツ固有のシステムである共同決定制度も影響を受け始めている。そこで、ベルダー(Welder, A.)<sup>2</sup>の「監視効率性と企業レベルの共同決定法“Überwachungseffizienz und Unternehmensmitbestimmung”」に依拠してグローバル化の影響を考察する<sup>3</sup>。ドイツのコーポレート・ガバナンスは、第1章で考察した外的要因の主体が「銀行」から「機関投資家」に変化したことによる影響を受けている。この「外的要因（機関化）」は、「内的要因（共同決定制度）」にどのような影響を及ぼしているのか。ここでは、その影響の例を「VW5000×5000」計画を参考として検討した。しかしながら、「VW5000×5000」計画は、「共同決定法(Mitbestimmungsgesetz)」によって制度化された労働側と資本側からの代表によって構成される監査役会、そして特に事業所レベルにおける事業所委員会を中心にギリギリの折衝によって実現している。これは、労働側からの活発な行動によって達成された雇用創出機会であり、決して資本側からの合理化要求のみによってからは生み出されなかったのである。

そこで、本章においては特に「共同決定」というシステムに対するベルダーの見解（効率モデル）に対する批判を通じて、共同決定制度の有効性を改めて提言する。



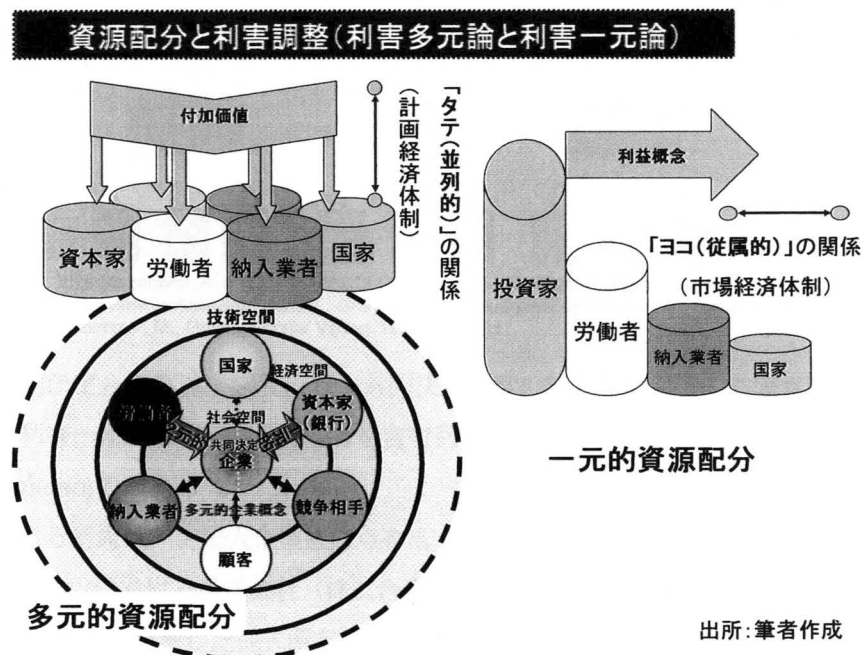
## II-2. 「企業体制論」の骨格としての共同決定法 (Mitbestimmungsgesetz)

ドイツでは「共同決定」制度を踏まえた「企業体制論」概念を基本的理解としてコーポレート・ガバナンスが議論されている。コーポレート・ガバナンスの目的は、企業の競争力強化と法令順守を促す、企業のトップ・マネジメントへの監視にある。1980年代にアメリカで提唱されたこの議論は、アメリカにおける企業モデルを念頭に構築されている。そのため、企業モデルの異なるドイツでのコーポレート・ガバナンスは、前提となる概念も異なっている。そこで、ここではヨーロッパ大陸とアメリカにおける企業から産出される付加的な一単位（限界生産物）についての理解を考察する。つまり、ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスそしてドイツ固有の企業ガバナンスを論じる「企業体制論」では、前者が「利益概念」を援用するのに対して、後者が「付加価値概念 (Wertschöpfung)」を基礎としていることである<sup>4</sup>。

図II-1の「利害の関係図」において、まず利益概念（図右側）とは、「出資者」と「企業成果」との関係を強調する利害一元的な観点から考察される。そして付加価値概念（図左側）とは、ドイツにおいては「出資者」及び「従業員（利害関係者）」との利害二元的（多元的）な関係を表している。ドイツにおいては利害調整を図る制度が、「共同決定法(Mitbestimmungsgesetz)」を媒介として構築されている。それゆえに労働と資本の関係性が、労使対等的（並列的）関係を作り出している。

この考え方は、「タテ」方向そして「ヨコ」方向の資源の原始的な配分方法と関係がある。通常、経済学においては「タテ」方向の資源配分を計画経済体制、そして「ヨコ」方向の資源配分を市場経済体制とし、従属的な関係性と捉えている<sup>5</sup>。

図II-1 利害の関係図 利害多元論と利害一元論

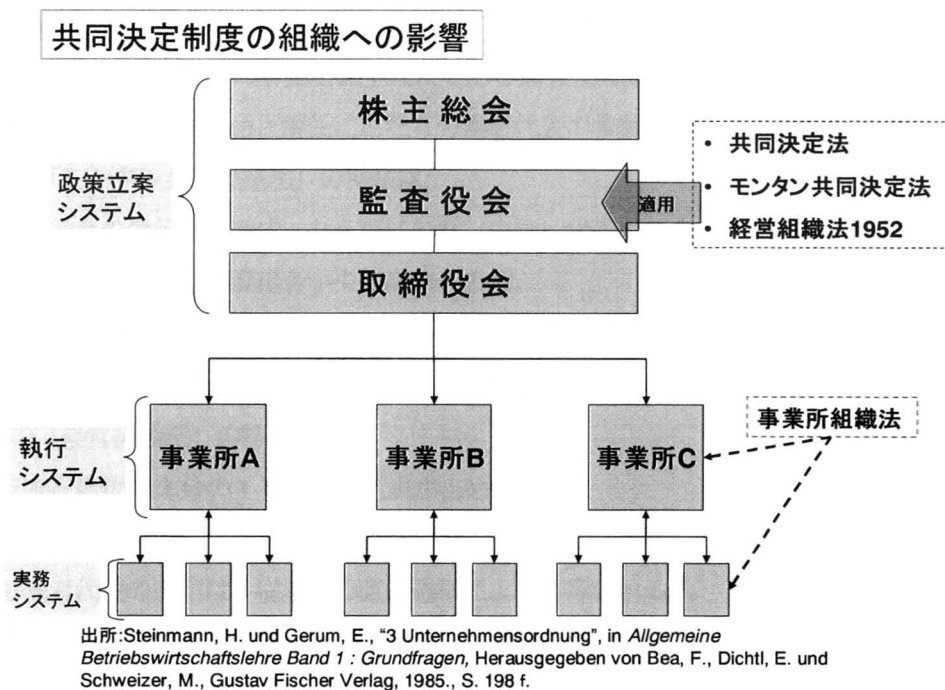


そこでドイツの「共同決定」に関する法規制をゲルム(Gerum, E.)は、以下の5つに分類している

6。

1. 従業員 2,000 人以上の大規模な資本会社(Kapitalgesellschaft)に適用される、1976 年に制定された「共同決定法(Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer)」。
2. 従業員 1,000 人以上のモンタン産業(Montanindustrie)に属する資本会社に適用される 1951 年の「モンタン共同決定法(Montan – Mitbestimmungsgesetz)」
3. 従業員 500 人以上の小規模な資本会社に適用される 1952 年の「経営組織法(Betriebsverfassungsgesetz)」<sup>7</sup>。
4. 5 人以上の常勤労働者を有するすべての事業に適用される。1972 年制定された「経営組織法(Betriebsverfassungsgesetz)」<sup>8</sup>。
5. 10 名以上の指導的職員(leitende Angestellte)を有するすべての経営に適用される、1989 年制定の「指導的職員の代表者委員会法(das Sprecherausschußgesetz)」である<sup>9</sup>。

図Ⅱ－ 2 共同決定制度の組織への影響



以上の「共同決定」制度は、図Ⅱ－ 2. 共同決定制度の組織への影響でも表されているように、出資者による利害一元的な体制から労働者を含む利害二元的な体制に企業の意思決定プロセスを修正する(modifizieren)のである<sup>10</sup>。

本論文における対象は、上場大企業に焦点を当て考察している。バウムス(Baums, Th.)の指摘に依拠すれば、ドイツにおける株式会社(株式合資会社を含む) 1,800 社以下の内、約 80 社だけが株式の 50%以上が広範に分散した株式所有がなされ、75%以上になると、その数は 38 社であると指

摘している<sup>11</sup>。そこで、本論文においても、ドイツ固有の株式所有構造をドイツ証券取引所(Deutsche Börse)の主要指数 DAX30 に採用されている 30 社の株式所有構造を「独占委員会 (Monopolekommission)」の資料を利用し、時系列的に分析している。DAX30 は、1987 年から指数計算を行っており、指数開始時の採用企業は、合併、買収そして新規採用によって 2002 年までに変化している。この銘柄入替 (削除・新規採用) を考慮すると、8 社を加えた 38 社を考慮している。

ゲルム、バウムスそして「独占委員会」の資料、勿論、株式法で規定されている「監査役会 (Aufsichtsrat)」への労働者代表の参加を総合的に勘案し、本論文の対象となる「共同決定」制度は、上述の 5 つの分類の中の 1~3 に該当する、つまり、①1976 年制定の「共同決定法」、②1951 年の「モンタン共同決定法」そして③1952 年の「経営組織法」である。

では、①~③の特徴を述べると①1976 年制定の「共同決定法」の特徴は、

- A) 監査役会は労使同数構成であり、「管理職員代表(leitende Angestellte)」の 1 議席が労働者代表に配置される。
- B) 労働者代表の最大 3 分の 1 まで経営外の労働者代表で構成可能。
- C) 予備選挙、あるいは事業所でのグループ別選挙により選出された選考委員会による労働者代表全員の選出が可能。
- D) 賛否同数が続く場合、事実上株主代表である監査役会議長による 2 票目の投票権の授与。
- E) 労務担当取締役の任命と解任にあたり労働者代表の多数決による拒否権なし。

②1951 年の「モンタン共同決定法」の特徴は、

- A) 監査役会の労使同数構成、ならびに公益 (中立) 代表の任命。
- B) 経営評議会および労働組合中央組織の代表権。
- C) 監査役会労働者代表での過半数の経営外代表。
- D) 労務担当取締役の任命と解任にあたって労働者代表の半数による拒否権。

③1952 年の「経営組織法」の特徴は、

- A) 監査役総数の 3 分の 1 を労働者代表が占める。
- B) 労働者代表のうち 2 名までは、当該企業の従業員から選出しなければならない。
- C) 労働者代表の選出は、従業員の直接選挙によって行われる<sup>12</sup>。

「共同決定」制度の内容が 1951 年の監査役会における労使対等性と中立代表および取締役会における労務担当取締役、1952 年には、労働者利害が 3 分の 1 と後退、そして 1976 年の大改正において数の上での労使対等と変化している。本論文において注目するのは、従業員 2000 以上の大企業に適用される 1976 年「共同決定法」である。この 1976 年「共同決定法」は、表Ⅱ-1 の通り法的に規定されている。

表Ⅱ－ 1 共同決定法の適用を受ける監査役会の法的構成

企業規模(従業員数)	(人数)		
	2,000以上 10,000未満	10,000以上 20,000以下	20,000以上
監査役会の規模			
代表者	12	16	20
出資者代表監査役	6	8	10
労働者代表監査役	6	8	10
(内)一般労働者	=1	=1	=1
職員	=1	=1	=1
最高職員	=1	=1	=1
労働組合	2	2	3

出所: Gerum, E., Steinmann, H., Fees, W., "Der mitbestimmte Aufsichtsrat : eine empirische Untersuchung", Stuttgart, C.E. Poeschel, 1988, S. 46.

筆者加筆修正

平澤は、1947年までのドイツ特有な労使関係である「企業共同決定制」の成立過程について政治的駆け引きを中心に検討している。この制度の成立は従来捉えられていた「鉄のカーテン」を牽制した成立史に、「企業共同決定制は、敗戦とともに結成が進められた統一組合の統合策であり、かかる労使共同決定制を体制内に取り込むことで戦後体制が成立した」<sup>13</sup>ことを付け加えている。これには、戦時期にイギリスに逃れていた反ファシズム派（ドイツ労働総同盟右派-DGB-）をいかに体制側に取り込むかが焦点になっていた。つまり、「労使対等性」の確保は、政治的な駆け引きであったことを鋭く観察している。

万仲も、資本主義企業による「共同決定」制度が、労使の基本的関係、すなわち労働者代表監査役が基本的には野党的立場にあり、あるいはたかだか部分的与党の立場に甘んじざるをえない立場を指摘している<sup>14</sup>。

第二次世界大戦後、ドイツの労使関係は、ヒットラーの台頭を許したヴァイマル時代の経験を基礎としながらも大きな変容を迫られていた。労働組合の勢力図は、共産党とは乖離していたキリスト教労組の左派と社会民主党右派の歩み寄りが、反ファシズム派によって達成されたことにある。

企業共同決定制、つまりトップ・マネジメント層への労働者代表の参加の前提に、産業別・職業別に組織された労働組合とならんで、企業、ないし従業員5人以上の事業所に従業員代表によって選出される「経営評議会(Betriebsrat)」が設置されることにある。この経営評議会に当時、課された問題は、労働者の生存の為に最低限の衣・食・住の確保であり、終戦直後の活動は予想されたラディカルなものでなく、連合軍、特にアメリカから押し付けられた「資本主義」と言うよりは、むしろ当時の悲惨な時代を生き抜くための方策として機能していたことが理解される。

### II-3. ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスと企業体制論

ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスは、ドイツの「企業体制論(Unternehmensverfassung)」という枠組みの中で議論されている。つまり、ドイツの企業体制論は、コーポレート・ガバナンスより広範な概念であると考えられる。企業体制の概念は「ガバナンス」と「体制(独:Verfassung) 又は(英:constitution)」との言葉の意味の相違を考える必要がある<sup>15</sup>。本来「体制」の意味は、全体の中の諸部分の状態や相互の関係を表している。この相互関係から組織の基本秩序を意味するようになったのである。この組織とは、特に組織権力の配分と組織の態様を表している。経営学的な面から捉えると、「体制」とは企業の指導運営、最高意思決定機関の形成と管轄、基本的な企業制度、企業における従業員の地位、ならびに企業の対外関係のあり方、またその規定の全体と考えられる。

コーポレート・ガバナンスの概念とドイツの企業体制との概念の決定的な違いは、企業体制の概念が、株主と労働者を「並列的」に配置した共同決定(Mitbestimmung)を基礎にしている点である。

ヨーロッパ大陸とアメリカの会社概念の違いは、アメリカが公的・営利・非営利の3部門について検討されているのに対して、ヨーロッパ大陸においては、営利・非営利という分類ではなく、経済的団体と非経済的団体とに区別している点に見出すことができる。この場合の「経済的」とは、

「対外的な収益活動によって得た利益を構成員に分配する」ことと定義される<sup>16</sup>。また企業体制の概念は、利害集団によって新たに作り出された成果である「付加価値概念(Wertschöpfung)」と密接に結びついている。利益概念が出資者と企業成果の一元的な関係を示す指標であるのに対し、この「付加価値概念」は企業と社会との関係を表す代表的な指標である<sup>17</sup>。この意味から企業体制は、コーポレート・ガバナンスの概念より広範囲な議論と考えられ、企業活動の多様化・影響力の拡大によってステークホルダーの拡大という「企業の社会的責任」の議論への展開にも応用可能性があると思われる。

ドイツにおける「企業体制論」とコーポレート・ガバナンスは部分的に重なり合うものの、両概念は部分的に重なり合うものの、企業の属する国や地域の経済、法、社会、政治等の状況を反映している点で2つの概念は異なっている<sup>18</sup>。

シュタインマンは、企業体制論の基本問題を第一に「体制構成的諸利益の間の内的な成分的権力配分(die interne formale Machtverteilung zwischen den verfassungskonstituierenden Interessen)」と第二に「体制的に重要な諸利益の擁護のためにその権力配分を保管する、外的に定められた規制(die sie ergänzenden, extern ansetzenden Regelungen zum Schutz von verfassungsrelevanten Interessen)」として捉えている<sup>19</sup>。

また利益を創出する「経済秩序(Wirtschaftsordnung)」を①所有秩序：生産手段の私的所有と集団的所有、財産権理論と処分権理論等々、②計画化秩序：計算によって統制される集権的計画化と価格による分権的計画化に区分している。この①と②の区別からの経済秩序の基本類型を3つに分類し、①資本主義市場経済、②社会主義的市場経済そして③社会主義的計画経済ないし中央管理経済

を対象とし検討を加えている。

企業体制論において重要なことは、「体制構成的利益の正当性や利害調整の制度的措置はその属する経済秩序の原理に規定されなければならない」ことである<sup>20</sup>。

コーポレート・ガバナンスの概念とドイツの企業体制との決定的な違いは、資本側と労働側を監査役会に「並列的」(労使対等)に配置した共同決定(Mitbestimmung)制度である。

以上の検討によりドイツのコーポレート・ガバナンスの議論とドイツの企業体制論の議論は、部分的に重なり合うものの、「企業体制論」は、「共同決定」問題との関連で取り上げられており、コーポレート・ガバナンスの概念より広範囲な議論と考えられる。

シュタインマン学派による企業体制論のアプローチは、倫理的・制度的アプローチとなる。この関係性からコーポレート・ガバナンスの議論が、制度的なアプローチを前提としていることを踏まえると、ドイツにおける企業倫理学との関係性は、どのように理解されるべきであろうか。

企業活動の多様化・影響力の拡大によってステークホルダーの拡大という「企業の社会的責任」の議論への展開は、序章における図 I-1「理論展開」からもドイツにおける企業倫理問題との関係性が考えられる。ドイツにおける企業倫理問題は、まず環境保全(Umweltschutz)という現実問題と深い関係が指摘されている<sup>21</sup>。企業は、その活動において自然環境のような多様な利害関係者との調整をいかに行うかが重要視されてきた。しかしながら、企業の本来的活動、すなわち、利潤原理(Gewinnprinzip)は、企業倫理とは相反する概念であるために、シュタインマンそしてウルリッヒ(Ulrich,P.)らによって「調整(Ausgleich)」または「克服(Überwindung)」という均衡化策である「対話(Dialog)」の概念が提示されたのである。

## II-4. 監査役会の機能(内的要因)

ドイツにおける上場会社のコーポレート・ガバナンスの特徴は2点であり、それは①トップ・マネジメント構造が「監査役会」と「執行役会」とを機能分離しており、英米型の監視と執行が「取締役会」に統一的に機能付与されているのとは異なっていること、そして②2,000人以上の従業員を持つ会社において監査役会の構成員数が資本側そして労働側代表とで対等になる1976年「共同決定法」の適用を受けることである。

以上の2点の特徴を前提として、ベルダーの「監視効率性と企業レベルの共同決定法」に依拠し、共同決定の原理と監査役会の監視機能の限界について検討を加えた後で、企業不祥事はなぜ未然に防止できないのか、監査役会の「監視機能の効率性」に焦点を当てて検討する。

ベルダーの主張の趣旨は「共同決定に有効な組織は、経済の民主化原則(anforderungsgerechtem Besetzung—監査役会における労使対等性—)を基礎としたために、監視効率性に異常をきたしている。共同決定は、それ故に監視という機能(Überwachungsorgan)を取り除き、コンツェルン・レベルにおける企業経営の情報共有機関、助言機関そして意思決定機関としての評議会

(Konsultationsrat)を監査役会とは別に創設するべきである。」としている<sup>22</sup>。

ハットン(Hutton)は、「対話と相談を通じてステークホルダーの心を捉えることは、細分化された社会においてマネジメントに関する共通の方法を前向きに見つける一つの手法」と捉えている。またステークホルダーの統合理論には、すべての立場からの価値観が内包され、個人は組織のメンバーであると同時に、市民でありまた潜在的な事業パートナーでもある。しかし内包されているということは、そこで発生するものが一方向であることを意味するのではない。つまり、そこにはいかなる領域や社会階層であっても、個人に対する相互の義務と権利の両方が、存在するのであり、一方通行ではないと指摘している。また、これらの関係性から育まれた制度は、社会における信頼・委託関係を強化する。つまり、社会からの高い投資効率を促進し、魅力的な人的資本や高度な創造性に結び付くのである。また企業サイドからみれば、ステークホルダーは相互に権利と責任を持つのである。

しかしながら、以上の議論、つまり多元論の限界は、「ステークホルダーという冠の下にあらゆる関連する関心事を一まとめにし、ステークホルダーがもつ固有の関心事の分析をあいまいにしている」<sup>23</sup>。その結果、本来なすべき適切な政策的対応を埋没させてしまうとの批判もある。

この批判に対して「効率モデル」と「権力モデル」の資源配分に関するアプローチによって若干の説明を加えてみたい。まず、「効率モデル」とは、資源配分を株主価値の最大化を求める株主の要求に従い、経営者は経営効率の最適化を目指す考え方である。一方、「権力モデル」においては、資源配分における各ステークホルダー間の権力（影響力）の行使を問題としている。

この批判は「権力モデル」の限界を指摘するものである。しかしながら同様に「効率モデル（市場）」においても、エージェンシー関係におけるガバナンス・コストの発生が指摘できる。ステークホルダーが、「多元的」であるため、分析を曖昧にしているとの議論は、「一元的」な関係性でも同様に「逆選択」や「モラル・ハザード」が発生しており、適切な政策的対応が示されているわけではない。

そこで、実際には「効率モデル」と「権力モデル」の中間的な立場である、すなわち、一つ最善の道に収斂するのではなく、経路依存性や制度的補完性を考慮し多種多様な最善の道が模索されるという「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」が、資源の最適配分状態になると考えられ、企業の置かれている経営環境に状況適合するのである。

次に、利害一元論と利害多元論におけるステークホルダーの関係性は、「従属」または「並列」である。「効率モデル」と「権力モデル」の概念は、前者が株主と経営者の関係性に重点を置いているのに対して、後者は各種ステークホルダーの内在的・外在的状态を説明している。ベルダーの「監視効率性」への懸念は、権力の分散化が図られている労使対等的な監査役会において多数の関係性が出来上がり、その関係性の保守に手間が掛かるといものである。この議論は、ステークホルダー論の限界を示唆するものであり、「政策的対応を埋没させる」との見解と同一視される。しかしながら、「効率モデル」における大前提は、自由な競争と公正な取引である。その際、健全な民主主義、

つまり権力の分散化が、「公正」な取引の前提となりルールの上での自由競争が実現されるのではないだろうか。同様に「公正の理論」の観点から、つまり「社会のなかで個人が実際にどのような位置を占めているのに関係なく、関与するすべての人が同意することができる原則が展開されなければならない」、そしてマルクスによる「労働する人間が生産に対して客体として対処していること、自己の労働とその果実から主体として「疎外」されていること、自己から疎外されている」との主張からも「共同決定」制度は、グローバル化といった経営環境の変化とともに制度進化するものの形を変えながら継続すると思われる。

## II-5. 1976年「共同決定法」の監視効率性 (Überwachungseffizienz)

法的に労使対等な原則を持つ1976年共同決定法は、1951年モンタン共同決定法より、その労使対等性を後退させている<sup>24</sup>。「図II-3. 1976年共同決定法における監査役会」は、監査役員数20名での「労使対等性」を表している。図II-3の監査役員の人数構成における対等性は、議長が資本側より選出され監査役の議決に対して可否同数の場合には、議長が2票目を投ずる権利、そして労働側監査役に管理職より1名参加している点で事実上「対等性」は損なわれている。1976年共同決定法は、以上の「対等性」の観点から1951年モンタン共同決定法より「資本側優位」の構造が指摘される<sup>25</sup>。

また共同決定法は「Made in Germany」を基礎付ける、職業訓練制度であるデュアルシステム Dualen System とも関係したシステムである。ドイツのもの作りを制度的に担保する職業訓練制度は、事業所協議会が具体的な訓練実施カリキュラムを作成し、その実施内容に関する共同決定権を有している<sup>26</sup>。2000年度のデュアル訓練生は268万人でギムナジウム後期段階の65万人の4倍である<sup>27</sup>。デュアル訓練生数からもドイツにおける共同決定制度は、事業所協議会を通じた事業所(現場)レベルにおける作業工程といった詳細について協議していることを考慮すると、その影響力は大きいと考えられる。

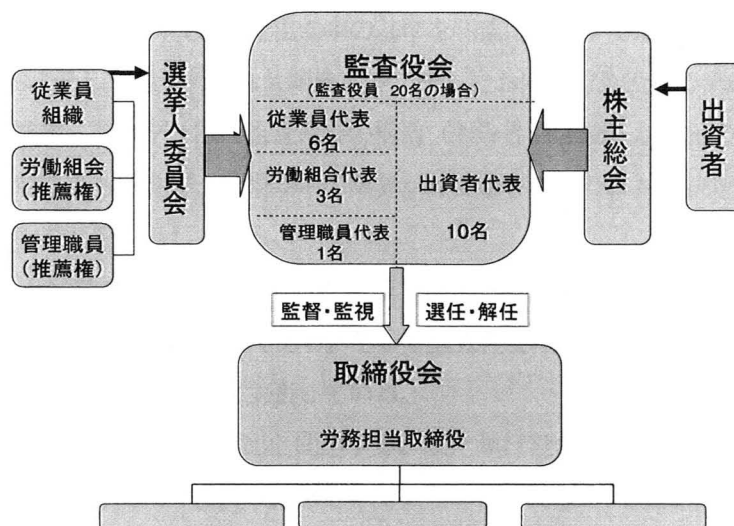
以上の監査役会構成員数での労使対等性を問う構造上の問題と同様に、ドイツのコーポレート・ガバナンスの問題点として

- ① 監査役会役員の他社役員兼任
- ② 監査役会会議回数の少なさ
- ③ 敵対的企業買収への制限
- ④ 共同決定法
- ⑤ 情報の非対称性
- ⑥ 銀行間の相互依存
- ⑦ 銀行と取引先との相互依存

以上の7つが挙げられよう<sup>28</sup>。



図II-3 1976年 共同決定法における監査役会



出所: 吉田 修「ドイツ企業体制論」 森山書店, 1994年, 20ページ。

ここでは、ベルダーの論文に依拠し、「共同決定法」の監視効率について検討を加える。企業の持続的発展を目指すならば、監査役会は執行役会を主導する機関というよりは、むしろ執行役会を抑制し均衡を取る機関（チェック&バランス）として捉え、例えばボクシングのスパーリングパートナー的存在になる必要があるとしている。この意味からも、監査役会の「監視(Überwachung)」機能は、「労使の対立」が存在するならば阻害されている。これは近年のドイツにおけるコーポレート・ガバナンス改革においてベルダーが主張しているように、「経済の民主化」原則は、権限の分散を意図したものであるため、監査役会に求められる「監視」が、機能不全に陥っていると考えられるのである。このために、ドイツの企業の国際競争力が阻害されていると考えるのである。

本論文の第1章「機関投資家と銀行権力」そして第3章「ドイツの資本市場の構造と「銀行権力」」で詳細に検討しているが、近年、機関投資家の台頭、そして金融機関の「ネットワーク化」が顕在化している。それは「寄託議決権」行使が「銀行」単体による出資に伴う直接的行使から複数の金融機関（投資会社を含む）による金融機関同士のネットワーク化に伴う分散的（間接的）な行使へと変化していることである<sup>29</sup>。このように企業の競争力強化の動きは、加速している一方で、ドイツ固有の制度を補完する法令順守・規制強化の動きが追隨している。例えば、「ネットワーク化した金融支配」による議決権行使の変容によって影響を受けないために、新たな監査役員の選任に関して人的そして仕事上の関係を除外し、独立性を高めることを意図した2003年の「ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則(Deutsche Corporate Governance Kodex -DCGK-)」改正、そして2005年9月には、株主代表訴訟の導入、つまり取締役員の責任の追及を容易にする「企業の健全性と総会決議の取消に関する法規制の現代化のための法律 Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)」といった規制強化の流れがある。

以上の競争力強化と法令順守の観点から、特に監査役会の監視効率は、いかに担保されるのであろうか。そのためにベルダーは、共同決定の根本に焦点を当て、監視効率を明確に把握するために基準を提示している。この共同決定の監視効率の基準を明確に測定するために、監査役会メンバーに質問・調査を行い、そして労資対等な共同決定システムにおける監査役会の構成(Besetzung)を考察している。その結果、ベルダーは、監査役会の構造(対等性 Parität)が今日の複雑化する問題の解決には十分に有効性をもちえず、監視効率の限界が浮き彫りになり、共同決定規則の「近代化」が必要不可欠であることを主張している。

ベルダーによると純粋な法的原則を用いた監査役会の機能とは、①選出(Besetzung)、②助言(Beratung)、③コントロール(Kontrolle)である。そして監査役会は、以上の3つの機能を用いて企業経営に対して影響を与えているものと主張している。

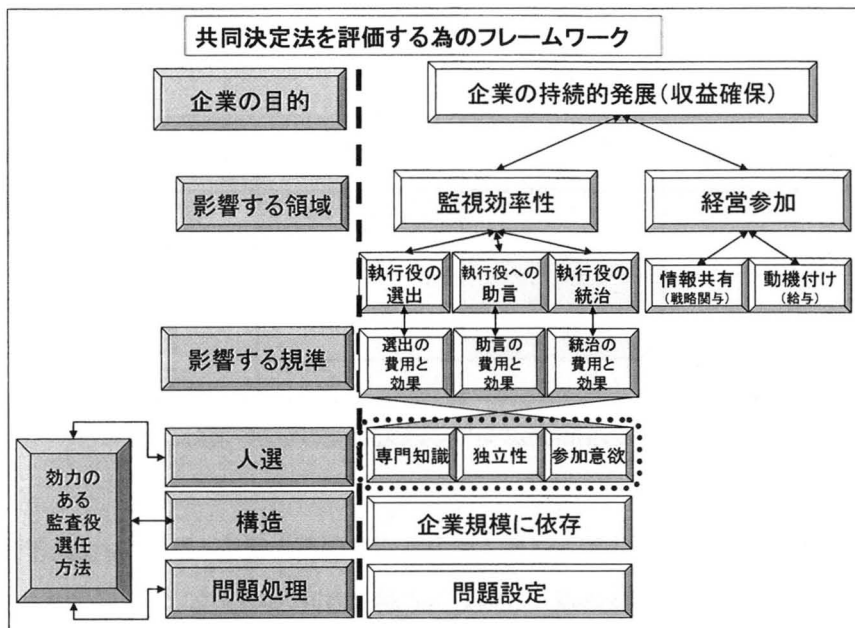
- ① 選出機能とは、執行役員の選出と関連する。また執行役の任命は企業の成功のために最も重要な要因である。執行役員の選出そして彼らの標準的な専門知識の確保は監査役会に与えられた課題である。
- ② 助言機能とは、企業にとっての重要な決定に際して事前に監査役会の承認を受ける必要を意味している。その際、監査役員は企業の経営戦略に対して事前に予想されるリスクを調査し、生産的かつ批判的に検討し、その計画を成功に導く為のパートナー的存在となる。
- ③ コントロール機能とは、監査役会の伝統的な機能である選任と解任によって執行役員をコントロールすることである。選任した執行役員(Vorstand)への解任を背景とした「権能」によって他の影響力を行使する。

## II-5-1. 共同決定法と監査役会の機能

「図II-4: 共同決定を評価する為のフレームワーク」によると、ベルダーは、持続的な企業価値の向上(Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswerts)を達成する為の要素を、「監視効率性(Überwachungseffizienz)」と「経営参加(Partizipationseffizienz)」とに求めている。

「経営参加」は、共同決定法の労使対等性を意味している。この経営参加は①参加者の「情報共有(Informationseffizienz)」と②参加者の「動機付け(Motivationseffizienz)」要素に分解される。①「情報共有」とは労使の情報交換による経営参加に関するもので、労使の対立を減らすことに貢献しており、被用者による経営参加は他の利害関係者(Fremdbestimmung)からの経営関与を減らし、そして重要なのは仕事への関心(spezifischen Arbeitnehmerinteressen-充足度合一)を高め、これによって最終的に被用者が②「動機付け」されると言う意味から、両者は相互関係にあると仮定されている。

図Ⅱ－４ 共同決定法を評価する為のフレームワーク



出所: Werder, A., "Überwachungseffizienz und Unternehmensmitbestimmung"; Add.1: Bezugsrahmen zur Beurteilung der Mitbestimmung, Die Aktiengesellschaft 4/2004, Dr. Otto Schmidt, Köln, S.169.

一方「監視効率性」は、①執行役の選出、②執行役への助言そして③執行役の統治の3要件に機能分類されることになる。

## Ⅱ－5－2. 労働側監査役会役員への要件

図Ⅱ－4の下段3段について「効力のある監査役の選任方法」は、①人選要件(Personalanforderung)、②構造的要件(Strukturanforderung)、③問題処理(Prozessanforderung)の基準に区別されている。この3要件の中でもっとも重要な要件をベルダーは、①監査役員の選任(人選)としている。この要件は、「専門知識」、「独立性」そして「参加意欲」という機能に分類され、効率的なコーポレート・ガバナンスの中心的な要素になる。

○「専門知識」とは、監視能力、つまり監査役員独自の知識・経験によって問題を認識し、解決策を提示する能力のこと。

○「独立性」とは、監査役個人の利害関係とは別に、問題を客観的に処理することである。

○「参加意欲」とは、「専門知識」と「独立性」を持って監査役会の情報交換、議論そして意思決定に参加することである。

以上の3つの要件は、共同決定法の条件下で監査役会役員が充足していなければならない。しかしながら、以下の表Ⅱ－2「監視能力の限界」において明らかなように、労働側の3要件は、専門知識(Qualification)、協調性(Kompromiss)、依頼(Klientel)、承認(Legitimation)、責任(verantwortung)

の4つの面から限界が指摘されている。

表Ⅱ－2 監査能力の限界

問題 \ 要求	専門知識	独立性	参加意欲
専門知識	X		
協調性		X	
依頼		X	
承認		X	
責任			X

出所: Werder, A., "Überwachungseffizienz und Unternehmensmitbestimmung ; Add.2: Einschränkungen der Überwachungseffizienz", Die Aktiengesellschaft 4/2004, Dr. Otto Schmidt, Köln, S.170.

- ① 専門知識への限界；企業内部の被用者代理人として選出される経営評議会の監査役員代表（労働者側）は、労働側の利害を極端に反映し、監視効率性の障害となる。勿論、監査役会への労働側からの利害の反映は、企業経営への労働側の参加として業績向上に有効であるが、労働側の「監視」に関する知識不足は、監査役会をより形骸化させる一つの要因にもなっている。
- ② 独立性の限界；監査役会の役員は、その選出される利害関係者の利害を代弁することになるために、企業経営への意思決定を行う際に「独立性」の確保が困難になる。そのために妥協(Kompromiss)における問題は、労使関係の決着をつけるために、会社の方向性を決める監査役会で議論されるべき内容が手薄になってしまう。また依頼人(Kliental)における問題は、選出者が選出基盤の利害を優先させる傾向による客観的な判断が阻害されるということである。正当性(Legitimation)における問題は、監査役会委員が、グローバル化する企業活動と非整合に選出される点を挙げている。つまり、労働側の監査役の選出は、ほとんどが国内の被用者から選出されるために、国外の労働者側の利害をすべて反映することが困難になるという点である。
- ③ 参加意欲の限界；被用者意識の増大により、企業戦略・運営上の監視効率性が不全になる。以上の監査役会の機能分析を通じてベルダーは、株主（所有者）の意見は、労働者側との対話を理由として、適切な判断が行えない構造が出来上がっていると指摘している。そこでベルダーは、「労使共同決定に有効な組織は、経済の民主化原則－監査役会における労使対等性－を基礎としたために、監視効率性に異常をきたしている。」つまり、図Ⅱ－4の監視効率性と経営参加とを分離し、「コンツェルン・レベルにおける企業経営の情報共有機関、助言機関そして意思決定機関としての評議会を監査役会とは別に創設するべきである。」と主張しているのである。

## II-6. VW「5000×5000」協約

1990年代に入ってドイツという立地による高コスト体質が問題にされ、ドイツの自動車各社は、欧州・北米市場の自動車販売の好調を背景にドイツ国内に生産拠点を展開していた。しかしながら、「高コスト・高賃金」であるドイツは、低コスト新興国である新たなEU加盟国、チェコ、スロバキア、ポーランド等の中・東欧諸国を「脅威」と意識せざるえない状況にあった。こうした「脅威」に対してVolkswagen（以下VWに省略）とIndustriegewerkschaft Metall（ドイツ金属産業労働組合、以下IG Metallに省略）との間に2001年8月末「5000×5000労働協約(Vertrag)」と呼ばれる協約が締結された。90年代末にはVW社とIG Metallとの間で「中期的に少なくともグループ全体の半分の職場を国内に残すことで合意していた」が、産業立地で国際競争力のある新しい生産拠点を作るかどうかでは問題が残っていた。この問題に答えるために紆余曲折を経ながら労使双方のギリギリの妥協を通じて合意を見たのがこの労働協約であった。この労働協約は、本来の「5000×5000労働協約」と「職業資格形成労働協約(Qualifizierungstarifvertrag)」の2つの協約から形成されており、この新たな協約が、ドイツのものづくりを支える職業教育制度と連携されることは、興味深い点である。

この協約を背景として、VWは子会社「AUTO500 有限会社」(Auto 500 GmbH)を設立し、ヴォルフスブルク本社工場で3,500人の失業者を、その後、ハノーバー工場で1,500人の失業者を雇用し、この子会社は、VWの「企業別労働協約(Haustarifvertrag)」に拘束されず、新たに設立した労働協約によって規制されることになった。

この新会社の運営に当たっての留意点を風間は、企業側のフレキシビリティとコスト削減の同時実現を達成してはいるが、実際の運営においては労働側の強い規制の下にあり、共同決定制度が厳格に遂行され、そして、こうした経営側の雇用創出努力は、IGメタルや経営評議会の大きな合理化規制力、すなわちグローバリゼーションの進展の下でも依然として保持されている労働側の戦略的意思決定に対する影響力の下で展開されているのであり、こうした労働側からの圧力なしに展開されえなかったように思われると指摘している。つまり、ベルダーの労働利害を排除するとも考えられる指摘では、生産性を向上させ、国内雇用を守るという「5000×5000労働協約」は、創出されなかったように考えられるのである<sup>30</sup>。

## II-7. 共同決定制度の再考

ベルダーの主張は、企業不祥事が相次ぐ中で、コーポレート・ガバナンスの監視効率性を向上させる「効率性モデル」の観点からは注目される。しかしながら、権力の分散（経済の民主化）と企業経営の監視（ガバナンス）とは根本的な機能が違うのであろうか。ベルダーの主張からは、「監視の効率性(Überwachungseffizienz)」の観点からドイツの「共同決定法」が、監査役会の形骸化を助長す

るように論じられているが、風間の主張によれば、ドイツ独自の職業訓練制度とリンクさせた「ものづくり」と正規雇用を重点にしたVW5000×5000労働協約のような経営努力が行われているのは、共同決定制度に基づいた結果であることが理解されるのである。

ドイツの共同決定法は、株主と経営者との間の監視機能を考える利害一元的（狭義のコーポレート・ガバナンス論）ではなく、株主、経営者そして労働者を含む利害二元的な考え方である。このドイツ固有の利害二元的な企業モデルにコーポレート・ガバナンス論における法令順守と競争強化という「効率性モデル」は合致するのであろうか。海道も同様に、ドイツの企業構造には、シェアホルダー志向的な利害一元的なコーポレート・ガバナンス論よりもステークホルダー志向的な利害二元的（多元的）なコーポレート・ガバナンス（企業体制論）概念が、より適切であると考えられると指摘している<sup>31</sup>。また、平澤の見解によれば、ドイツ固有の企業制度である「共同決定制」は、すでに労働者利害を最上段に持ち上げ、情報共有という建前によって、はしごを外されてしまった様相を過去の事実から指摘しているのである<sup>32</sup>。

企業活動が、経営環境に依存し外的影響が強まる中で、経営者は企業の透明性を高めるために専門部署を開設し、「コーポレート・ガバナンス原則」を遵守している。しかしながら、機関投資家から要求される企業に対する議案が、企業業績（株価との連動）のみに終始されているのであれば、ステークホルダーが要請する多種多様な議案と相違点が出てくるであろう。この意味から、発言力が増す機関投資家への要請は、単一の価値基準から多様なものへと変化する必要があるだろう。

加えて「5000×5000労働協約」を検討した際、本章では労使相応のギリギリの折衝を通じて生み出された結果であることを指摘した。加えて、風間は「こうした経営側の雇用創出努力は、IGメタルや経営評議会の大きな合理化規制力、すなわちグローバリゼーションの進展の下でも依然として保持されている労働側の戦略的意思決定に対する影響力の下で展開されているのであり、こうした労働側からの圧力なしに展開されえなかったように思われる。」と共同決定制度による労使相応の対話の重要性を指摘している。つまり、企業への社会から正当性を付与は、ステークホルダー、特に使用者側と労働者側との相互対話によって実現されるのである。

ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの展開は、機関投資家の台頭によってさらに効率（株価）重視の経営へと転換されつつある、しかしながら企業価値を計る規準は、ステークホルダー（各種利害関係者；労働組合・地域社会・市民運動など）からの多様な要求とそれに対する経営側の即応を通じて実現される。機関投資家に対するステークホルダーからの要請が、機関投資家自身を規律付けし、そして彼らの規準も単一の価値基準から多様なものへと変化しなければならないと考えられる。

## II-8. おわりに

以上、ドイツのコーポレート・ガバナンスのあり方に大きな影響を及ぼす外的・内的影響要因について考察を加えた。その際、特に「銀行権力」から「機関投資家」に株主構造が変化する状態を外的要因と仮定し、そしてドイツにおける共同決定制度を根底的な概念としてトップ・マネジメント構造が規定される、特に監査役会の構造を内的要因と捉え、その外的・内的要因の相互作用についてベルダー、風間、平澤そして海道の見解を用いて検討した。

その結果、外的影響要因は、「銀行」単体と大企業との関係から、「銀行」、「保険」そして「投資会社」を含んだ金融機関複数による金融機関同士のネットワークの形成に依拠したガバナンス構造への変化、つまり、「銀行」による株式直接保有ではなく金融機関による株式保有の分散化が構造変化として現れ、産業企業への大きな議決権行使の可能性を保持していることを確認した。また、この際、留意する点は、「銀行」単体ではなく金融機関による大きな議決権行使の可能性についてであり、分散的に所有されている議決権は従来の長期的な関係に基づいて行使されるものから、1990年代以降、四半期ベースの収益確保を意図した短期的なものへと変化してきている。これは、従来の「銀行権力」から機関投資家に株式所有の主体が移行していることを表している。そして従来の「銀行権力」と機関投資家からの産業企業への影響力は、資産の受託者責任への要望の変化という点からも、長期から短期の収益重視の要望へと変化している。

内的要因における変化は、収益を重視する機関投資家の影響（外的要因）を考慮しつつ、共同決定法を基礎とした労使対等的トップ・マネジメント構造（内的要因）を観察した。

まず、第一に外的要因からの圧力により共同決定法を基礎とした「二層型」のトップ・マネジメント構造（内的要因）が、なぜ企業不祥事を未然に防止できないのか、その理由についてベルダーの論文、すなわち「監視効率性と企業レベルの共同決定法“Überwachungseffizienz und Unternehmensmitbestimmung”」に依拠して検討した。

その結果、「共同決定に有効な組織は、経済の民主化原則(anforderungsgerechtem Besetzung—監査役会における労使対等性—)を基礎としたために、監視効率性に異常をきたしている。共同決定は、それ故に監視という機能(Überwachungsorgan)を取り除き、コンツェルン・レベルにおける企業経営の情報共有機関、助言機関そして意思決定機関としての評議会を監査役会とは別に創設すべきである。」というベルダーの見解は、「5000×5000 労働協約」を検討した結果、資本側優位に展開される議論であり、到底、社会から正当性は付与されえないことが理解された。それは、この協約が、労使相応のギリギリの折衝を通じて生み出された結果であり、加えて、風間による「こうした経営側の雇用創出努力は、IG メタルや経営評議会の大きな合理化規制力、すなわちグローバリゼーションの進展の下でも依然として保持されている労働側の戦略的意思決定に対する影響力の下で展開されているのであり、こうした労働側からの圧力なしに展開されえなかったように思われる。」という共同決定制度による労使相応の対話・交渉の重要性からも理解された。

ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの展開は、機関投資家の台頭によってさらに業績（株価）重視の経営へと転換されつつあるが、企業価値を計る規準は、ステークホルダー（各種利害関係者；労働組合・地域社会・市民運動など）からの多様な要求とそれに対する経営側の即応を通じて実現されなければ、本当の意味での「企業の持続的発展」は達成されないように思われる。また、機関投資家に対するステークホルダーからの要請が、機関投資家自身を規律付けし、そして彼らの規準も単一の価値基準から多様なものへと変化しなければならないだろう。

---

【脚注】

- <sup>1</sup> 風間信隆「共生型」モノづくりと生産システム革新—VW社の「5000×5000」プロジェクトと正規雇用の創出努力—, 企業経済研究会5月例会報告資料, 2005年5月21日。
- <sup>2</sup> ベルダー(Welder, A.)は、ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則についての政府諮問委員会の会員である。<http://www.corporate-governance-code.de/ger/mitglieder/index.html> (参照 2005-9-27)
- <sup>3</sup> Werder, A., "Überwachungseffizienz und Unternehmensmitbestimmung", *Die Aktiengesellschaft*, (Apr 2004), S.166-172.
- <sup>4</sup> 海道ノブチカ『ドイツの企業体制—ドイツのコーポレート・ガバナンス』, 森山書店, 2005年9月, 35ページ。
- <sup>5</sup> 今井賢一, 伊丹敬之, 小池和男著, 『内部組織の経済学』, 東洋経済新報社, 1982年4月。
- <sup>6</sup> Gerum, E., Steinmann, H., Fees, W., "Der mitbestimmte Aufsichtsrat: eine empirische Untersuchung", Stuttgart, C.E. Poeschel, 1988, S. 46.
- <sup>7</sup> 風間信隆『ドイツ的生産モデルとフレキシビリティ—ドイツ自動車産業の生産合理化—』, 中央経済社, 1997年10月, 271ページ。「経営組織法は、経営体制法または経営体規則法と呼ばれることもある。万仲脩一著, 『企業体制論—シュタインマン学派の学説—』, 白桃書房, 2001年3月6日, 156ページ。また、平澤克彦著, 『企業共同決定制の成立史』, 千倉書房, 2006年10月, 197~217ページ。」
- <sup>8</sup> Steinmann, H. und Gerum, E., "3 Unternehmensordnung", in *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre Band 1: Grundfragen*, Herausgegeben von Bea, F., Dichtl, E. und Schweizer, M., Gustav Fischer Verlag, 1985., S. 197.
- <sup>9</sup> 万仲, 前掲書(注7), 117ページ。
- <sup>10</sup> Steinmann, H. und Schreyögg, G., "Management, Grundlagen der Unternehmensführung, Konzepte - Funktionen - Fallstudien", 4., überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden, GABLER Verlag, 1997., S. 101.
- <sup>11</sup> テオドール・バウムス著・丸山秀平訳「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス—制度と最近の展開—」, 『商事法務』, No.1363, 1994年8月, 70ページ。
- <sup>12</sup> 平澤克彦著, 『企業共同決定制の成立史』, 千倉書房, 2006年10月, 212~214ページ。
- <sup>13</sup> 平澤, 同上書, 8ページ。
- <sup>14</sup> 万仲, 前掲書(注7), 156ページ。
- <sup>15</sup> 田沢五郎『ドイツ政治経済法制辞典』, 郁文堂, 1990年9月, 326ページ。
- <sup>16</sup> 秋山おね・大崎貞和・神作裕之・野村修也「(座談会) いまなぜCSRなのか」, 『法律時報』, 76巻12号, 2006年, 58ページ。
- <sup>17</sup> 海道ノブチカ『ドイツの企業体制—ドイツのコーポレート・ガバナンス—』, 森山書店, 2005年9月, 35ページ。
- <sup>18</sup> 万仲, 前掲書(注7), 4ページ。
- <sup>19</sup> 万仲, 同上書, 3ページ。
- <sup>20</sup> 万仲, 同上書, 18ページ。



- 
- <sup>21</sup> 海道・吉田・大橋, 前掲書 (注 10), 69 ページ。
- <sup>22</sup> Werder, Axel., a. a. O., S.166 ff.
- <sup>23</sup> 今西宏次『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける議論の展開を中心として—』, 文眞堂, 2006年6月, 183 ページ。
- <sup>24</sup> 海道, 前掲書 (注 4), 97 ページ。
- <sup>25</sup> 海道, 同上書, 98 ページ。
- <sup>26</sup> 高橋俊夫・大西健夫編『ドイツの企業 - 経営組織と企業戦略 - 』, 早稲田大学出版部, 1997年9月, 68 ページ。
- <sup>27</sup> 寺田盛紀『新盤ドイツの職業教育・キャリア教育 - デュアルシステムの伝統と変容 - 』, 大学教育出版, 2003年11月, 23 ページ。
- <sup>28</sup> 吉森賢『経営システムⅡ - 経営者機能 - 』, 財団法人放送大学教育振興会, 2005年3月, 175~176 ページ。
- <sup>29</sup> Adams, M., "Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“", *Die Aktiengesellschaft*, Dr. Otto Schmidt, Köln, (Apr. 1994), S.148-158.
- <sup>30</sup> 風間, 前掲書 (注 1), 6~15 ページ。
- <sup>31</sup> 海道, 前掲書 (注 4), 36 ページ。
- <sup>32</sup> 平澤, 前掲書 (注 12), 154 ページ。

## 「第二部：ドイツの資本市場とコーポレート・ガバナンス」

### 第3章 ドイツの資本市場の構造と「銀行権力」

#### Ⅲ-1. はじめに

#### Ⅲ-2. DAX30 社の株式所有構造

##### Ⅲ-2-1. DAX30 と独占委員会(Monopolkommission)の詳細データの結合

##### Ⅲ-2-2. 株式法（結合企業）と競争制限禁止法（企業結合）の規定

##### Ⅲ-2-3. DAX30 の所有構造

###### Ⅲ-2-3-i. 付加価値生産額上位 100 社間での資本結合関係(DaimlerChrysler 社)

###### Ⅲ-2-3-ii. 同族的な所有形態(Siemens 社)

###### Ⅲ-2-3-iii. 買収によって資本構成が著しく変化した企業(Metro 社)

###### Ⅲ-2-3-iv. 公的機関の民営化による形態(Volkswagen 社)

##### Ⅲ-2-4. DAX30 社の株式所有構造（38 社統合評価）

#### Ⅲ-3. ドイツにおける金融機関の資本参加状況

#### Ⅲ-4. 100 大企業の人的結合と DAX30 社の監査役会議長就任状況

#### Ⅲ-5. おわりに

### III-1. はじめに

ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスが、大きな関心を呼んだのは 80 年代後半から企業に対してどのように不祥事防止そして競争力強化を同時実現できるかについて議論され始めたことを契機としている。今日の巨大企業体制を前提条件とすれば、これらの問題の解決の為には、各企業の最高意思決定機関であるトップ・マネジメント、すなわち「監査役会(Aufsichtsrat)」へのガバナンスをどのように行うかが課題となる。ドイツにおける企業体制は、①「執行役員会(Vorstand)」と「監査役会」を分けた 2 層的な企業体制を規定する「共同決定法(Mitbestimmungsgesetz)」と、②金融機関、特に銀行に寄託され、銀行独自の利害によって議決権が行使される「銀行権力(Macht der Banken)」を特徴としており、この①内的要因と②外的要因の個別そして相互関係(二分法)を考慮した改革が政策課題となった。

鈴木は②外的要因に関して、ドイツの企業統治問題に対する議論を展開する場合、ドイツの企業の資本・労働集積が上位各企業に恒常的であること<sup>1</sup>、そして財務的特徴として銀行からの借入れ比率が高く(負債比率高)、低い株主資本比率にある上に、銀行に委託される株式の寄託議決権による役員派遣(人的結合)を留意する点として指摘している<sup>2</sup>。

そこで本章においては、ドイツのコーポレート・ガバナンスを検討するにあたり、独占委員会(Monopolkommission)の分析を行っている鈴木の論文を参考にドイツを代表する企業で構成される DAX30 社(ダックス 30 社株価平均指数—以下 DAX30 社に省略)の株式所有構造とその企業間における資本・人的結合を分析する。この DAX30 を検討する要因は、ドイツ証券取引所においてもっとも流動性のある株式指数であり、ドイツの資本市場における実態を包括的に把握することが可能と考えたためである。

具体的にこの作業を進めるために、以下の 4 点について留意した。

第一に大規模公開会社を対象とするドイツ主要株式指数(DAX30)の採用企業 30 社を確定することである<sup>3</sup>。本論文における対象企業はドイツにおける大規模上場会社を対称にしている。バウムス(Baums, Th.)は、1990 年旧西ドイツには 210 万の企業があり、その 150 万は個人企業である。コーポレート・ガバナンスの問題は、主に、大規模な公開会社を対象としている。ドイツにおいて法人会社数は 26 万 5,000 社あり、未上場の私企業である有限会社は 26 万 3,000 社あり、上場された株式会社は 1,800 社以下である。この 1,800 社の内、約 80 社だけが株式の 50%以上が広範に分散した株式所有がなされ、さらに 75%以上の株式の分散状況を持つ会社数は 38 社であると指摘している。この点からも、バウムスは、ドイツのすべての企業を対象とするのであれば、ドイツのコーポレート・ガバナンス制度を「銀行指向型」とすることには誤りがあるとしている。本論文においても、ドイツのすべての企業(母集団)からの無作為のサンプリングを行ってはいないが、本論文の DAX30 社は、独占委員会付加価値 100 大企業の調査からも労働・資本分配率の面から、その影響力は大きいと考えられ、上場企業の内では、ある程度の一般性を見ることができると考える。

以上の点を踏まえ DAX30 構成企業の 1982 年から 2002 年の 20 年間の株式所有構造を、独占委員会の「グループ分けした 100 大企業の持分所有者(Die Anteilseigner der 100 Größten nach Gruppen)」によってデータ分析する<sup>4</sup>。その結果、DAX30 構成企業の入替え等を考慮した 38 社の株式所有構造を明らかにすることになった。

第二に競争制限禁止法（企業結合）と株式法（結合企業）の規定による①競争制限法上の共同企業と②株式法上の共同参加企業、そして金融機関からの出資会社である①' 資本投資会社 (Kapitalanlagegesellschaften)を区別して考えたい。つまりこの区別によって①・①' 金融機関と②事業会社からの相互保有が区別できるからである。

第三点目として、独占委員会の資料を用いて株式所有主体を 6 つに分類した、すなわち、I.付加価値 100 大企業、II.海外、III.公的機関、IV.個人・家族所有、V.浮動株（分散所有）、VI.その他である。この株式所有主体を全 38 社に当てはめ時系列的に分析を試みたが、紙面の都合上、DAX30 社に見られる特徴的な株式所有構造をもつ 4 社についてのみ本章では検討している。しかしながら、その他の 34 社の特徴についても脚注に記述している。この特徴的な 4 社が、①付加価値生産額上位 100 社間での資本結合関係として DaimlerChrysler 社、②同族的な所有形態として Siemens 社、③合併・買収によって資本構成が著しく変化した企業として Metro 社、④公的機関の民営化が行われた所有形態として Volkswagen 社である。そして、この検討の総括として、対象企業 38 社の株式所有構造を統合し、その所有主体の年度別傾向を図示した。この際、上述の 6 つの株式所有主体に、II.海外とV.浮動株を合算した部分に 80%を乗じ「浮動率 80%」の主体を加えている。この新たな「浮動株 80%」の主体が、「銀行権力」を表し、換言すれば、この主体の年度別傾向が「銀行権力」の変化を示しているのである。

最後に「銀行権力」に基づく人的結合についての考察である。銀行はドイツのコーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を担っている。しかしながら、ドイツの金融機関は金融業務のグローバル化、企業の資本調達手段の多様化そして「銀行権力」へ制度的抑制を背景として金融機関と企業間そして企業と企業間の調整役から独自の資産効率の向上に重きを置く経営に移行しつつある<sup>5</sup>。このような金融機関の経営環境の変化が、銀行の調整役としてのプレゼンスを減退させていると考えられている。勿論、上述した「浮動率 80%」の検討においても明らかになったが、ドイツの主要な金融機関は、資産効率を上昇させる手段として保有株式を売却している。金融機関による株式売却は、従来までの金融機関による監視モデルを証券市場からの監視モデルへと変容させている。しかしながら、新たな株式所有主体である機関投資家が台頭するに伴い、前田によれば、「長期的な立法政策としては市場によるモニタリング機能を強化し、銀行の影響力の抑制が進む中で、市場のモニタリング機能の育成が道半ばであり、この過程でドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの弊害が 80 年代後半から露呈し始めた」<sup>6</sup>との指摘もある。そこで、本章においては、金融機関の資本参加企業数、100 大企業間における人的結合、100 大企業を構成するグループによる執行・監査役会への委任代表者派遣そして DAX30 社の監査役会議長一覧を検討することによって、どの程度、「銀

行権力」の変化が、株式保有を基礎（所有＝支配）とした人的結合に影響を与えているのか検討している。

### Ⅲ－2. DAX30 社の株式所有構造

#### Ⅲ－2－1. DAX30 と独占委員会(Monopolkommission)の詳細データの結合

「銀行権力」の変化がドイツの企業の所有構造に影響を与え、ドイツのコーポレート・ガバナンスが変容していることを証明する為に、まず DAX30 に採用されている 30 社の株主構造を検討する。DAX30 の構成銘柄 30 社を分析する理由は、この 30 社がドイツの証券取引所で時価総額と取引高の 8 割強を占め、バウムスの「75%以上の株式の分散状況を持つ会社数」の指摘からもドイツのコーポレート・ガバナンスの変容を捉えるのに適した企業群であるからである。そこで DAX 指数に採用されている 30 社の株主構成の推移を独占委員会の付加価値 100 大企業のデータを用い、1982 年から 2002 年の 20 年間にわたりプロットしてみる。

DAX30 の構成銘柄と独占委員会の詳細データを結合する際に考慮する必要がある点は、①構成銘柄そして②規準期間である。すなわち、DAX30 の資料と独占委員会の資料とでは入手できる資料が違いためである。

表Ⅲ－1. DAX@ 30 種平均 採用銘柄

1 Allianz AG	保険	11 Deutsche Babcock AG	機械	21 MAN AG	機械
2 BASF AG	化学	12 Deutsche Bank AG	銀行	22 Mannesmann AG	機械
3 Bayer AG	医薬品	13 Deutsche Lufthansa AG	空運	23 Nixdorf Computer AG	電気機器
4 Bayer. Hypo- und Wechsel-Bank AG	銀行	14 Dresdner Bank AG	銀行	24 RWE AG	電気・ガス
5 Bayerische Vereinsbank AG	銀行	15 Feldmühle Nobel AG	化学	25 Schering AG	医薬品
6 Bawische Motoren Werke AG	輸送用機器	16 Henkel KGaA	化学	26 Siemens AG	電気機器
7 Commerz Bank AG	銀行	17 Hoechst AG	化学	27 Thyssen AG	製鉄
8 Continental Gumi Werk AG	タイヤ	18 Karstadt AG	小売	28 Veba AG	電気・ガス
9 Daimler-Benz AG	輸送用機器	19 Kaufhof AG	小売	29 Viag AG	電気・ガス
10 Degussa AG	機械	20 Linde AG	機械	30 Volkswagen AG	輸送用機器

\* KGaA=Kommanditgesellschaft auf Aktie 株式会社合資会社, 1987年12月30日当時: Initial Composition

Note:Deutsche Börse Group, „Historical Index Compositions of the Equity Indices of Deutsche Börse, Version 1.1, December : [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb\\_navigation/information\\_services/30\\_Indices\\_Index\\_Licensing/60\\_Guidelines\\_Short\\_Information/Content\\_Files/10\\_aktienindizes/Historical\\_Index\\_Compositions.pdf](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/information_services/30_Indices_Index_Licensing/60_Guidelines_Short_Information/Content_Files/10_aktienindizes/Historical_Index_Compositions.pdf)

出所:ドイツ証券取引所, 最終アクセス日2006年9月。

①構成銘柄;表Ⅲ－1 は 1987 年 12 月 30 日当時の DAX30 の採用銘柄である。独占委員会の資料に依拠すれば 1982 年から 2002 年までの 20 年間の株式所有構造は入手可能であるが、DAX30 構成銘柄について 1982 年から 1987 年までの資料は入手できなかった。そのため、現状入手できる 1987 年当時の資料で把握できる銘柄と同じと仮定している。勿論、独占委員会の資料によれば 1982

年から1987年までの5年間における銘柄入替も考慮するべきである。

表Ⅲ-2は1987年から2002年までのDAX30社採用銘柄の入れ替えをまとめている<sup>7</sup>。表Ⅲ-2から、1987年での採用企業は、合併、買収そして新規採用によって2002年までに変化している。この銘柄入替（削除・新規採用）を考慮すると、8社を加えた38社を考慮することになった。

表Ⅲ-2 DAX® 30種平均 採用銘柄変更

変更日時	発表日時	削除銘柄	採用銘柄
1990年9月3日	1990年5月22日	Feldmühle Nobel Nixdorf Vz.*	Metallgesellschaft Preussag
1995年9月18日	1995年7月18日	Deutsche Babcock	SAP Vz.
1996年7月22日	1996年6月1日	Kaufhof*	Metro
1996年9月23日	1996年7月16日	Continental	Münchener Rückversicherung
1996年11月18日	1996年7月16日	Metallgesellschaft	Deutsche Telecom
1998年6月19日	1998年5月26日	Bayerische Vereinsbank* Bay. Hypo- und Wechsel-Bank*	Bayer. Hypo- und Vereinsbank adidas-Salomon
1998年12月22日	1998年11月15日	Daimler-Benz* Thyssen*	DaimlerChrysler ThyssenKrupp
1999年1月1日	ドイツ・マルクからユーロ通貨へ変更。		
1999年3月22日	1999年2月3日	Degussa*	Degussa-Hüls
1999年9月20日	1999年7月20日	Hoechst	Fresenius Medical Care
2000年2月14日	2000年2月10日	Mannesmann	EPCOS
2000年6月19日	2000年5月10日	Veba* Viag*	E.ON Infineon
2000年12月18日	2000年11月14日	Degussa-Hüls*	Degussa
以下の変更はMonopolekommissionの資料改定が無いため、独自にデータ入手まで。			
2001年3月19日	2001年2月14日	Karstadt Quelle	Deutsche Post
2001年7月23日	2001年6月26日	Dresdner Bank	MLP Vz.
2002年9月23日	2002年8月13日	Degussa	Altana
2002年12月23日	2002年11月12日	EPCOS	Deutsche Börse
2003年9月22日	2003年8月19日	MLP Vz.	Continental

\* = 合併・買収

出所:ドイツ証券取引所, 最終アクセス日2006年9月

②規準期間;本検証における開始年は、1982年からの20年間である。上述の採用銘柄においても同じであるが、資料が入手不可能であったため株価の基準値も1987年12月30日時点で計算している。本分析では独占委員会の詳細データの規準期間を1982年から2002年におくために、1982年からDAX30が計算され始めた1988年の6年間に関しては<sup>8</sup>、1988年における同一銘柄が採用されているとみなしている。

表Ⅲ-3は2005年3月4日時点でのDAX30の採用銘柄である。

表Ⅲ-3 DAX® 30種平均 採用銘柄

I: 1988年当時より採用されている企業				
	社名	業種	浮動株比率	加重率
1	ALLIANZ AG VNA	保険	90.10%	7.12%
2	BASF AG	化学	100.00%	6.58%
3	BAY.MOTOREN WERKE AG ST	運送用機器	53.40%	2.31%
4	BAYER AG	医薬品	94.30%	4.09%
5	COMMERZBANK AG	銀行	81.40%	1.79%
6	CONTINENTAL AG	タイヤ	100.00%	1.83%
7	DEUTSCHE BANK AG NA	銀行	100.00%	7.82%
8	HENKEL KGAA VZO	化学	100.00%	0.86%
9	LINDE AG	機械	67.70%	0.91%
10	LUFTHANSA AG VNA	空運	91.40%	0.96%
11	MAN AG ST	機械	71.78%	0.75%
12	RWE AG ST	電力・ガス	83.42%	4.12%
13	SCHERING AG	医薬品	89.42%	2.04%
14	SIEMENS AG NA	電気機器	93.50%	11.11%
15	VOLKSWAGEN AG ST	自動車	68.80%	1.73%
合計				54.03%
II: 1988年当時より採用されている企業の合併・買収による企業				
	社名	業種	浮動株比率	加重率
16	BAY.HYPO-VEREINS BANK	銀行	81.60%	2.40%
17	DAIMLERCHRYSLER AG NA	運送用機器	82.40%	6.12%
18	E.ON AG	電力・ガス	100.00%	9.97%
19	METRO AG ST	小売	44.42%	1.29%
20	THYSSENKRUPP AG	鉄鋼	80.00%	1.55%
21	ALTANA AG	医薬品	49.90%	0.70%
合計				22.03%
III: 新規に採用された企業				
	社名	業種	浮動株比率	加重率
22	ADIDAS-SALOMON AG	その他製品	100.00%	1.09%
23	DEUTSCHE BOERSE NA	その他金融	100.00%	1.37%
24	DEUTSCHE POST AG NA	物流	44.00%	1.90%
25	DT.TELEKOM AG NA	情報・通信	62.00%	8.67%
26	FRESEN.MED.CARE AG	医薬品	49.20%	0.48%
27	INFINEON TECH.AG NA	電気機器	81.77%	0.99%
28	MUENCH.RUECKVERS.VNA	保険	80.63%	3.65%
29	SAP AG ST	情報・通信	62.76%	5.13%
30	TUI AG	サービス	90.03%	0.68%
合計				23.95%

\*1 2005年3月4日時点

\*2 VNA = 譲渡権制限 記名式株券(vinkulierte Namensaktie)

VZO = 優先株 (Vorzugsaktie)

NA = 記名式株券(Namensaktie)

ST = 普通株 (Stammaktie)

出所: ドイツ証券取引所, 最終アクセス日2006年9月, 筆者加執修正

表Ⅲ-3においては、1988年当時と最新の2005年時点での採用銘柄の変化を特徴付ける為に3つに分類している。

I: 1988年当時より採用されている企業群、

II: 1988年当時より採用されている企業の合併・買収による企業そして

III: 新規に採用された企業である。

この分類から明らかなのは、DAX30社平均に採用されている企業の15社(50%)が1988年当時から現在まで存在していることであり、また残りの15社(50%)に関しては何らかの企業行動により採用銘柄が変化しているという点である。通常ドイツの株式は、無記名式株式(Aktien)である。ここでは、譲渡権制限・記名式株式(vinkulierte Namensaktien)、優先株(Vorzugsaktie)、普通株

(Stammaktie)が記載されている。通常、無記名式株式の議決権は、銀行で保管される(寄託議決権)。

また表Ⅲ-3には浮動株比率<sup>9</sup>とDAX30種の指数加重率を記載した。加重率上位10社(Siemens社, E.ON社, Deutsche Telecom社, Deutsche Bank銀行, Allianz保険, BASF社, DaimlerChrysler社, SAP社, RWE社, Bayer社)を合計すると約7割を占めることになる。これは、上位10社の株価の変動が、その他20社の株価の変動に対して大きく指数計算に影響を与えることを表している。また、DAX30への加重率は2002年からフリーフロート方式による時価総額の順位で決定している。このことは、株式時価総額の観点からDAX30の上位20社に採用されている銘柄の株式時価総額が、下位10社に対して大きく、その時価総額の計算には「浮動株」部分のみが反映されている。

### Ⅲ-2-2. 株式法(結合企業)と競争制限禁止法(企業結合)の規定

ドイツにおける企業間の結合について鈴木は、株式法(Aktiengesetz)にみる結合企業(Verbundene Unternehmen)と競争制限禁止法(Das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen, 以下GWBに省略)による企業結合(Unternehmenszusammenschluß)とを以下のように規定している<sup>10</sup>。

●株式法は、「結合企業」、「企業の組織形態」と「株主や会社債権者等の保護」を規定している。

結合企業概念は合併・資本結合などの現実的な資本の運動、すなわち企業間結合によって生じた企業の組織形態を法的に表示している。GWBの企業結合はこうした組織形態を前提とした具体的な行為を表している。

●競争制限禁止法(GWB)は、「企業結合」、「具体的な行為」と「企業間相互の競争の保持・確保」を規定している。それに対して株式法は本来「株主や会社債権者等の保護」を規定し、GWBは独占禁止法として市場における企業間相互の競争の保持・確立を立法目的としている。

#### A) ドイツ株式法にみる結合企業

株式法第15条以下で「結合企業(Verbundene Unternehmen)」の概念規定がなされている。

- ① 過半数の株式を保有する企業(in Mehrheitsbesitz stehende Unternehmen)及び過半数の株式を保有されている企業(mit Mehrheit beteiligte Unternehmen) (16条)
- ② 従属的企業(abhängige Unternehmen)及び支配的企業(beherrschende Unternehmen) (17条)
- ③ コンツェルン企業(Konzern) (18条)
- ④ 相互参加企業(wechselseitig beteiligte Unternehmen) (19条)<sup>11</sup>
- ⑤ 支配契約や利益供与契約等の企業契約(Unternehmensvertrag)

以上5形態が「結合企業」として概念的に規定される。

#### B) 「競争制限禁止法」にみる企業結合の概念

- ① 資産の取得;「合併、組織変更またはその他の手段によって、他企業の資産の全部又かなりの部



分を取得すること」(第23条2項1号)

- ② 他企業の持分の取得(Anteilserwerb)；他企業の議決権のある持分＝株式を取得し、資本参加する場合をいう。これは3つの規準にわかれている、a.当該資本の25%超を取得する場合、b.当該資本の50%超を取得する場合、c.当該資本の75%超を取得する場合である。また株式取得の形態として複数の企業が同時に、又は相前後して他の企業の持分を取得する場合、このことは他の企業の活動している市場について相互に参加する企業の結合(共同企業 Gemeinschaftunternehmen)とみなされる(23条2項二文)。
- ③ 他企業との契約
- ④ 他の企業の監査役、取締役又は業務を執行する機関への過半数の役員派遣
- ⑤ 23条2項5号「他の企業に対し直接、間接に支配的影響力を行使し得る企業の拘束」
- ⑥ 既存の企業結合がより強化される場合と規定されている。

このことから、競争制限禁止法(企業結合)と株式法(結合企業)の規定による①競争制限法上の共同企業と②株式法上の共同参加企業、そして金融機関からの出資会社である①'投資会社(Kapitalanlagegesellschaften)を区別して考えたい。つまりこの区別によって①共同企業そして①'投資会社と②共同参加企業、つまり産業企業からの相互保有が区別できるからである。

### III-2-3. DAX30の所有構造

DAX30採用企業の所有構造を概観するための重要な要素として、所有主体がある。独占委員会における所有主体の分類は以下の6つである<sup>12</sup>。以下にその特徴をまとめてみた。

- ① **付加価値100大企業**；付加価値生産額上位100社における資本結合関係を表している。代表的な事象は、他の企業とコンツェルン又は結合企業間関係を形成し、その企業グループが金融機関を調整役として網目状の相互保有の実態を表している。
- ② **海外**；外国籍の投資家によって所有されている持分を表している。例えば、海外企業のドイツ企業への合併・買収等がこの投資主体の持分を変化させる。
- ③ **公的機関**；政府や地方公共団体が所有している持分が表示されている。
- ④ **個人・家族所有**；ドイツにおいては顕著である、同族的な所有形態である。例えば、DAX30における加重比率一位のSiemens社は、同族的な所有形態である。
- ⑤ **浮動株(分散所有)**；少数株式単位を保有する株主が所有している株式の合計が、発行済株式総数に占める割合。この浮動株の状況を見ることで、どの程度当該株式が市場において公正に取引されているかが判明する<sup>13</sup>。一方で、ドイツにおける金融機関に寄託される議決権の状況も判断される。(分散化と寄託議決権のトレードオフ関係)
- ⑥ **その他**；①～⑤までの区分に当てはまらない事象を注記している。例えば、合併または買収

といった特殊要因によって、当該企業の持分状況が変化した場合に同区分に組み入れられる。また、特徴的なことは独占委員会の所有区分であった労働組合（DGB 所有）がこの区分に入ってきていることである。

それでは独占委員会の詳細データを DAX30 の採用企業の株式所有構造の検証に当てはめ、6 つの所有主体類型で区分した場合どのような特徴が現れるのであろうか。本章の所有構造の検証では 38 社を対象<sup>14</sup>にしているが、以下に DAX30 の算出加重率上位 10 社中で特徴的な株主構造を列挙する。それは、

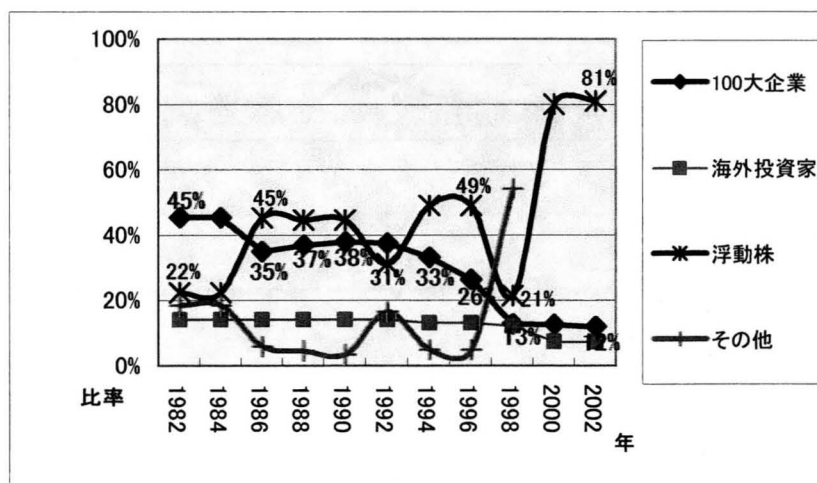
- (1) 付加価値生産額上位 100 社間での資本結合関係(DaimlerChrysler 社)
- (2) 同族的な所有形態(Siemens 社)
- (3) 合併・買収によって資本構成が著しく変化した企業(Metro 社)
- (4) 公的機関の民営化が行われた所有形態(Volkswagen 社)を紹介する<sup>15</sup>。

さらに、ドイツにおける金融機関（アリアンツ保険、ミュンヘン再保険、ドイツ銀行、ドレスナー銀行、HVB 銀行、コメルツ銀行）はドイツにおいて特異な地位にあることから、別途後述することにする。

### Ⅲ-2-3-i. 付加価値生産額上位 100 社間での資本結合関係(DaimlerChrysler 社)

DAX30 の加重率順位 7 位の DaimlerChrysler 社は、他の企業とコンツェルン又は結合企業間関係を形成し、その企業グループが金融機関を調整役とした網目状の相互保有形態を持つ特徴的な会社である。同社は独占委員会の調査において付加価値生産高の順位において、特異な事象<sup>16</sup>が無い限り、1 位となるドイツを代表する企業である。

図Ⅲ-1. ダイムラー・クライスラー 株主構造推移



出所：独占委員会からのデータより作成。

株主構造は図Ⅲ-1 に示されるように 1998 年の米 Chrysler 社の買収<sup>17</sup>によって大きく変化してい

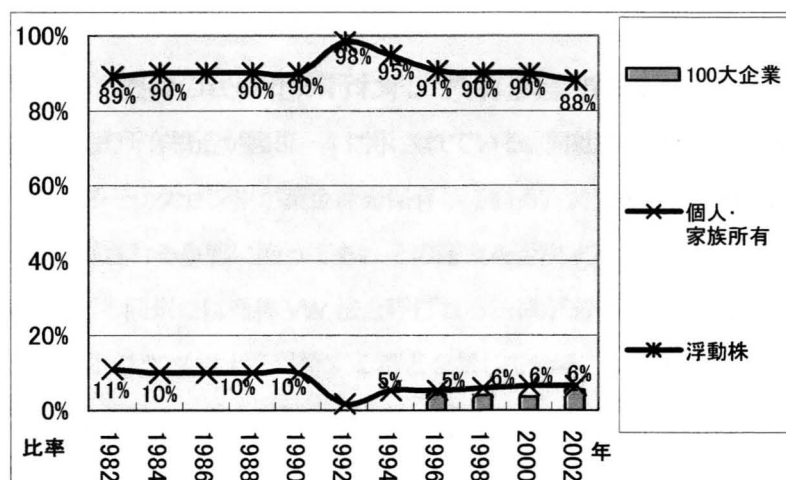
る。2005年12月にダイムラー・クライスラー社のシュレンプ CEO が退任することになり、2004年度のメルセデス部門の業績不振に対する引責であり、後任には、監査役会議長：コッパー(Kopper, H.)元ドイツ銀行頭取による三菱自動車支援打ち切り決定に賛成であったツェッツェ CEO(Zetsche, D.)が就任した。筆頭株主であったドイツ銀行の持ち株比率も一部の株式の機関投資家への売却により現在の10.4%から6.9%に下がり、2006年度末の筆頭株主はクウェート王国で持分比率は7.1%、浮動株比率は、92.9%であり、その内72.4%が機関投資家による所有である。監査役会の構成は、合併によって大きく変化し20人中5名が米クライスラー側からの役員になっている。また労働側の役員には米UAW国際労連副委員長ゴードン(Gooden, N.)が入っている。

### III-2-3-ii. 同族的な所有形態 (Siemens 社)

Siemens 社は、独占委員会の付加価値企業順位5位以内の規模、DAX30の銘柄加重比率は11.11%でトップの企業である。イギリスの産業革命に半世紀遅れて発生したドイツの国内産業は、ジーメンス社も含め急速な発展を必要としていた。このために資本市場を有効活用する必要が生じ、後に「銀行権力」の中心的な立場となるドイツ銀行(Deutsche Bank)が、同社財務部門の別会社として1870年に設立されている。

図III-2.からジーメンス社の浮動株比率は、約90%と高水準に推移しているが、ジーメンス一族(個人・家族所有)の持分約10%が、優先株の発行により議決権の大部分を担っている<sup>18</sup>。浮動株は9割近くの高い水準を保っているが、その大半が金融機関による所有で、1987年の同社株主総会において金融機関が約6割の議決権を代理行使している。加えて、この代理行使分の9割はドイツの主要な銀行によるものである。ジーメンス社の場合の株式所有構造は、同族支配色が強いが、銀行による寄託議決権行使による影響力も大きい。

図III-2. ジーメンス 株主構造推移



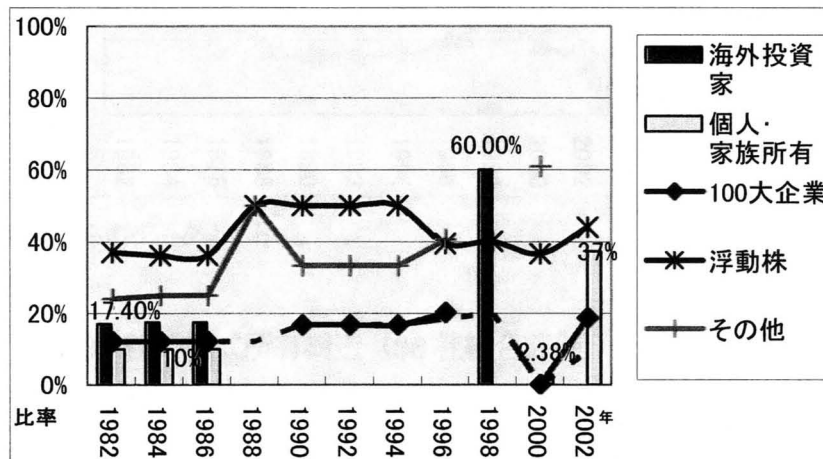
出所；独占委員会からのデータより作成。

### Ⅲ-2-3-iii. 合併・買収によって資本構成が著しく変化した企業 (Metro 社)

1996年にAsko Deutsche Kaufhaus AGとKaufhof Holding AGそしてDeutsche SB-Kauf AGが合併しMETRO AGとなり、これで年間売上高約650億DM(約4兆5,500億円)、従業員数185,000人の欧州最大の流通企業が生まれた。同社の株式保有状況は複雑である。それは1996年におこなわれた3社合併の為である。独占委員会の付加価値企業順位からはKaufhof社、Asko社そしてDeutsche SB社の順になる。Kaufhof社はMetro資産管理会社を通じてFranz Haniel&Cie.GmbH社(一族支配会社)によって約30%保有されていた。現在Metro社の株主構造はOtto Beisheim, Franz HanielそしてSchmidt-Ruthenbeck一族の3者によって各約19%、合計56%を所有されている、同族支配的な株式所有構造となっている。

この株式所有関係での特徴は共同企業(Gemeinschaftsunternehmen)形成による企業間結合である。同社の企業間結合における共同企業はFranz Haniel&Cie.GmbH社<sup>19</sup>である。

図Ⅲ-3. メトロ 株主構造推移



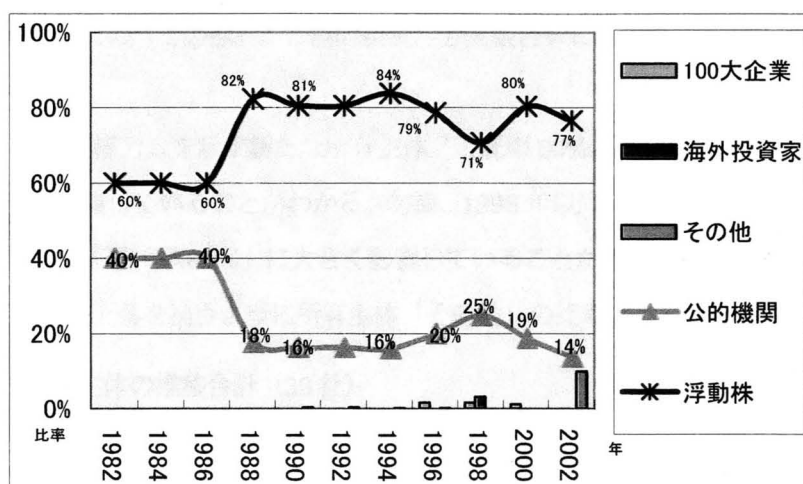
出所；独占委員会からのデータより作成。

### Ⅲ-2-3-iv. 公的機関の民営化が行われた所有形態 (Volkswagen 社)

Volkswagen社の株式所有構造が図Ⅲ-4に示されている。同社の所有構造は、高い浮動株比率を示しているが、ニーダーザクセン州が黄金株を保有している。黄金株とは、株式買い占めなどの敵対的買収によって合併される事態に陥っても、その議案を否決することのできる特別な株券のことである。VW本社のある同州には通称VW法と呼ばれる法律があり、同法第2条は、単一の投資家がVW社の議決権全体の20%以上を保持することを禁じている。つまり議決権ベースで約20%を保有する同州が筆頭株主になる<sup>20</sup>。また、VW社の監査役会に連邦と州は、株式所有の数に関係なく、株式を所有する限り、それぞれ2名の監査役員を選任することが出来る(同法4条)。そして工場の建設、生産拠点の移転等は、監査役会の3分の2による多数決が義務付けられている<sup>21</sup>。しかしながら、近年のEU憲法による人・モノ・カネの自由な移動を妨げるとの理由から、EU加盟

国のベルギーのみで違憲とされている。また独占委員会のデータは、2002年度13.70%である公的機関所有分の議決権比率は18.14%とし、その他（自保有分）が9.8%所有比率の議決権比率は13.06%としている。公的機関持分と自社株を合計すると31.2%の議決権比率を保有することになり、3分の1（33.4%）に匹敵する持分を保有することになる。2006年9月末時点での株式保有構造は、海外(32.4%)・国内(9.7%)機関投資家42.1%、個人投資家・その他27.7%、創業者兼ポルシェ社(Porsche AG)15.3%、ニーダーザクセン州14.9%である。

図Ⅲ-4.フォルクスワーゲン 株主構造推移



出所：独占委員会からのデータより作成。

### Ⅲ-2-4. DAX30 社の株式所有構造（38社統合評価）

1982年から2002年までの20年間の株式所有構造を、DAX30の構成銘柄入替を考慮した結果、企業数は38社になった。そしてDAX30の銘柄の株式所有構造を独占委員会の資料をベースに統合した結果が下の図Ⅲ-5である。

図Ⅲ-5で特徴的なのは、1998年以降の所有関係の変化である。監査役会機能強化を目指した制度改革を要因として「浮動株」と「100大企業」による株式所有比率が減少している一方、その減少を補う形で、「その他」の株式所有比率が上昇している。

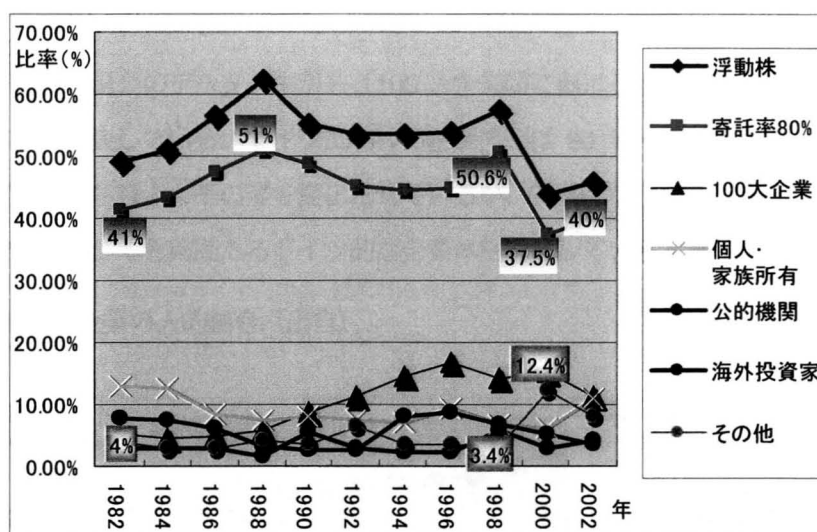
DAX30を構成する総計38社の株式所有構造の分析に基づいて「銀行権力」をより鮮明に抽出する為に、銀行に寄託される浮動株の寄託議決権行使率を80%と仮定した。その根拠は、①1988年のA.Gottschalkの研究<sup>22</sup>において寄託議決権行使率が金融機関全体で82.7%であったこと、②1995年のBaums/Fraune<sup>23</sup>の研究によっても寄託議決権行使率が金融機関全体で84%であった為である。また、①海外投資家によるドイツの企業への国内投資家比べて情報の不均衡が考えられること、②浮動株の投資家は少数単位株主の為に、株主総会での発言へのインセンティブが少ないこと、③その他の投資家は、企業の特異な企業行動により議決権行使に十分な情報がないこと等が寄託議決

権行使のインセンティブを引下げる要因として考えられる<sup>24</sup>。以上の要因により、寄託率の計算方法は、独占委員会の投資主体区分（浮動株+海外投資家）×80%で行い、そして「寄託率 80%」の仮定により導き出されたデータを統合データに加え「銀行権力」を他の5つの所有主体と比較している。

「銀行権力」を表す「寄託率 80%」が、1982年の41%から1988年には51%、そして1998年に50.6%と2度のピークを迎え、1998年KonTraG施行後においては2000年37.5%から2002年40%へと1998年時点から10%強減少していることが確認できる。また1998年から2000年において、「寄託率 80%」に対して、「その他」が1998年3.4%から2000年12.4%へと上昇していることが注目される。この「その他」が、協同組合、労働組合そして100大企業以外の株式所有主体（投資会社）である。

以上の結果、「銀行権力」を示す新たな所有主体「寄託率 80%」の推移は、約50%近辺、つまり約半数の議決権を掌握していることがわかる。勿論、1998年以降に様々な「銀行権力」に対する抑制措置が、所有主体「寄託率 80%」に大きく影響していることが確認される。上述したように、この「寄託率 80%」の下落を補うように所有主体「その他」の比率上昇も確認される。

図Ⅲ-5. 株式保有主体の推移合計（38社）



出所；独占委員会からのデータより筆者作成。

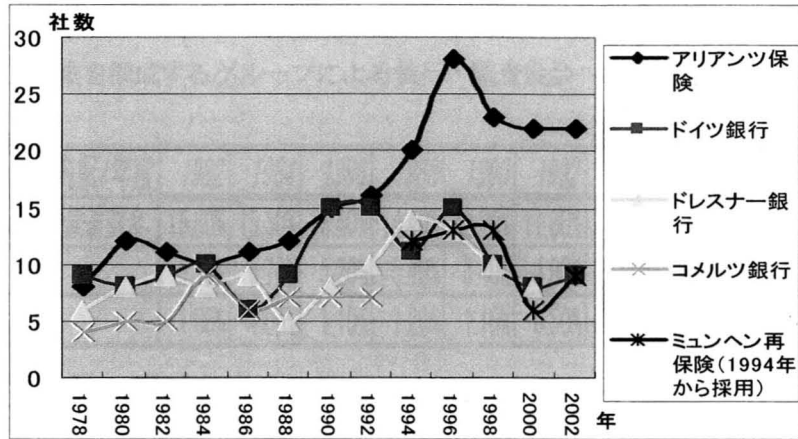
### Ⅲ-3. ドイツにおける金融機関の資本参加状況

ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス改革では「銀行権力」の抑制が焦点になっている。以下の図Ⅲ-6「金融機関 資本参加企業数」を年度ごとにまとめたものである。

図Ⅲ-6 から明らかなことは1996年を契機にして金融機関からの資本参加企業数は減少している。しかしながら図Ⅲ-5で証明した金融機関への寄託議決権の状況からも考えられるが、金融機関からの影響力「銀行権力」は事実上変化していないようにも伺われる。次節においては、この参

加企業数推移の変化、そして「銀行権力」を背景とした人的結合についてより詳しく検討していくことにする。

図Ⅲ-6. 金融機関 資本参加企業数

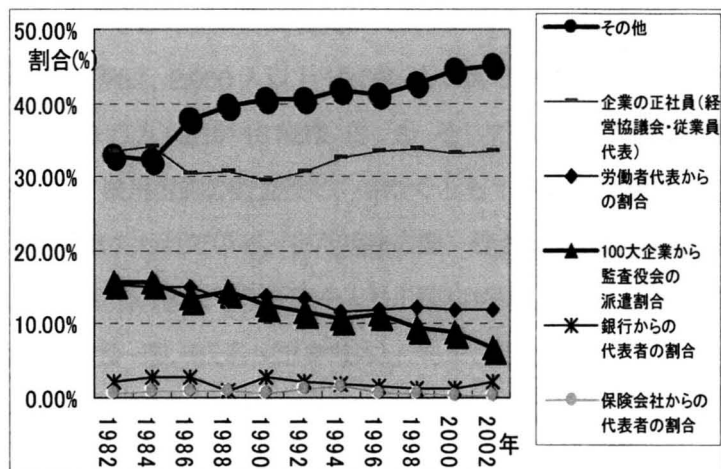


出所；独占委員会からのデータより作成。

### Ⅲ-4. 100大企業の人的結合とDAX30の監査役会議長就任状況<sup>25</sup>

図Ⅲ-7は独占委員会のデータの中から「100大企業間における人的結合 (出自)」、つまり主体出身母体 (出自) を表している。ドイツにおける企業体制は80年代後半からの「銀行権力」に対する抑制策によって名目上、その姿を変化させているが、実質的な株式所有関係そしてこれから紹介する人的結合に関しても確固たるドイツ的な企業体制を残していると考えられる。

図Ⅲ-7. 100大企業の人的結合 (出自)



出所；独占委員会からのデータより作成。

図Ⅲ-7は執行・監査役会の構成主体の採用傾向を年次別にプロットしている。顕著な変化がう

かがえるのは「100大企業から監査役会への派遣割合」が20年間で10%以上減少していることである。この主体の減少要因として80年代から推し進められた企業間結合規制が考えられ、「その他」（10%上昇）がその減少分を補っているとも推測できる。

以下の表Ⅲ-4は「100大企業から執行・監査役会への派遣割合」を100大企業に数えられる「銀行からの派遣状況」と「保険からの派遣状況」と内訳を表している。

表Ⅲ-4 100大企業を構成するグループによる執行・監査役会への委任代表者派遣

内訳/年度	1982	1984	1986	1988	1990	1992	1994	1996	1998	2000	2002
100大企業から監査役会の派遣割合	15.60%	15.50%	13.40%	14.40%	12.70%	11.80%	10.80%	11.50%	9.40%	9.00%	6.90%
その内、銀行から	5.10%	5.70%	5.20%	5.40%	5.40%	4.90%	4.90%	4.90%	3.40%	3.10%	1.00%
その内、保険会社から	1.00%	1.00%	1.10%	1.20%	1.10%	0.50%	0.80%	1.30%	1.10%	0.80%	0.90%

出所；独占委員会のデータから作成。

表Ⅲ-4は、1982年に銀行からの派遣が5.1%であったものが、2002年には1.0%まで下落していることが明らかとなっている。つまり、事業会社を含めた100大企業からの執行・監査役会への派遣傾向が大きく減少しているのである。しかしながら、ここで考慮しなければならない要因として、企業間結合への規制すり抜け策である共同企業と資本投資会社からの監査役役員選出が、上昇の一途をたどる図Ⅲ-7の「その他」のカテゴリーに含まれていることである。

そして安定的な主体として銀行（約2%）、保険会社（約1%）そして労働組合（約10%程度）からの選出が見られる。また若干の上昇傾向にある主体が「企業の正社員（経営協議会・従業員代表）」（約32%）つまり内部出身者である。

この人的結合は1976年の「共同決定法(Mitbestimmungsgesetz)」に規定される監査役会構成が反映されている<sup>26</sup>。「執行役会」と「監査役会」を分けた2層型コーポレート・ガバナンス構造を規定した共同決定法は、同一企業における執行・監査役会の兼任を禁止し、監査役会が執行役員を選任する人事権を持つこと、そして従業員数2,000人以上の資本会社(Kapitalgesellschaft)に適用される。また、監査役会の議席数は、2,000人以上10,000人未満で、12議席（労働側：資本側の関係6：6）、10,000人以上20,000万人未満が16議席（8：8）そして20,000人以上が20議席（10：10）で構成される<sup>27</sup>。ただし、被用者側の監査役に、少なくとも1人の管理職員が含まれなければならないため、完全な対等性は失われている。また採決の際、賛否同数の場合は監査役会議長（資本側代表から選抜）が、先の投票の他にもう一票を入れる権利を持つ。このことを勘案し、表Ⅲ-5は「DAX30社の監査役会議長一覧（氏名・出身母体）」をまとめている。

表Ⅲ-5は支配関係がより明らかに表示されるように金融機関、金融支配、同族支配、100大企業支配（自社昇進者含む）そして公的機関支配に区分し、2005年段階でのDAX30への採用企業の監査役会議長を表示してある。



表Ⅲ-5 DAX30社の監査役会議長一覧(氏名・出身母体)

DAX30社の監査役会議長一覧(氏名・出身母体)

	社名	業種	監査役会議長 氏名	出身会社
★	<b>金融機関</b>			
1	ALLIANZ AG	保険	Dr. Henning Schulte-Noelle	アリアンツ保険
2	MUENCH.RUECKVERS AG	保険	Herbert Bach	ミュンヘン再保険
3	DEUTSCHE BANK AG	銀行	Dr. Rolf-E. Breuer	ドイツ銀行
4	COMMERZBANK AG	銀行	Dr. Martin Kohlhassan	コメルツ銀行
5	BAY.HYPO-VEREINS BANK AG	銀行	Dr. Albrecht Schmidt	ヒポ・フェアラインス銀行
★	<b>金融支配</b>			
6	DEUTSCHE BOERSE AG	その他金融	Dr. Rolf-E. Breuer	ドイツ銀行
7	CONTINENTAL AG	タイヤ	Hurbertus von Grünberg	アリアンツ保険
8	DT.TELEKOM AG	情報・通信	Hurbertus von Grünberg	アリアンツ保険
9	DAIMLERCHRYSLER AG	運送用機器	Hilmar Kopper	ドイツ銀行
10	TUI AG	サービス	Dr. Jurgen Krumnow	ドイツ銀行
11	RWE AG	電力・ガス	Dr. Thomas R. Fischer	ウエストLB銀行
★	<b>同族支配</b>			
12	SIEMENS AG	電気機器	Heinrich v. Pierer	シーメンス
13	BAY.MOTOREN WERKE AG	運送用機器	Dr. Joachim Milberg	BMW
14	HENKEL KGAA	化学	Dipl.-Ing Albrecht Woeste	共同会社(R. Woeste有限会社)
15	METRO AG	小売	Prof. Dr. Theo Siegert	共同会社(Franz Haniel&Cie有限会社)
16	ALTANA AG	医薬品	Justus Mische	ヘキスト
17	SAP AG	情報・通信	Dr. Hasso Plattner	SAP
★	<b>100大企業支配(自社昇進者含む)</b>			
18	BASF AG	化学	Dr. Jürgen Strube	BASF
19	BAYER AG	医薬品	Dr. Manfred Schneider	バイエル
20	LINDE AG	機械	Dr. Manfred Schneider	バイエル
21	LUFTHANSA AG	空運	Dipl.-Ing. Jürgen Weber	Lufthansa
22	MAN AG	機械	Dr. Volker Jung	シーメンス
23	INFINEON TECH.AG	電気機器	Max Dietrich Kley	BASF
24	THYSSENKRUPP AG	鉄鋼	Dr. Gerhard Cromme	自社(クルップ社)
25	ADIDAS-SALOMON AG	その他製品	Henri Filho	自社(サロモン社)
26	SCHERING AG	医薬品	Dr. Hubertus Erlen	自社
27	FRESEN.MED.CARE AG	医薬品	Dr. Gerd Krick	自社
★	<b>公的機関支配</b>			
28	VOLKSWAGEN AG	自動車	Ferdinand K. Piëch	自社(ボルシェ社創業者 甥)
29	E.ON AG	電力・ガス	Ulrich Hartmann	自社(VEBA社)
30	DEUTSCHE POST AG	物流	Josef Hattig	自社(郵政公社)

出所:各企業の2004/2005年次報告書より作成

金融機関からの監査役会議長に直接的に派遣されている企業は6社であり、金融機関の5社を含めれば11社になる。特徴的なのは、金融機関の監査役会議長には自社昇進者が採用され、ドイツ証券取引所(Deutsche Börse)の議長にドイツ銀行監査役会議長ブロイヤー(Breuer, R.)が兼任していることは「銀行権力」を象徴的に表していると思われる。

以上の表Ⅲ-4、表Ⅲ-5そして図Ⅲ-7から考えられることは、ドイツの金融機関を調整役としたコーポレート・ガバナンスは、グローバリゼーションの進展により直接的(株式保有)にも間接的(相互会社そして資産管理会社)にも変化の兆しは見受けられるが、その姿は表面上、強固な結合関係を維持しつつ強い経路依存性を保っていると考えられる。つまり、ドイツにおいて伝統的に行われていたライン・アルペン・モデル(Rheinische Alpen Modell)は、徐々に変容し、アングロ・アメリカ・モデル(Anglo-americanische Modell)への揺らいでいるものの、資本主義経済体制の進むべき道が、一つ最善の道に収斂するのではなく、経路依存性や制度的補完性を考慮し多種多様な最善の道が模索されるという「混合モデル(ハイブリッド・モデル)」が提示されるのである。

### Ⅲ-5. おわりに

以上ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスは、株式所有構造を基礎とした「銀行権力」の変容によって、共同決定法を基礎とした監査役会における人的結合にどのような影響を与えているかについて実証的に検討した。そこで、本章においてはⅠ. 所有構造における変化そしてⅡ. 人的結合の状況について検討した。

Ⅰ. 所有構造における変化は、無記名株式の寄託により銀行独自の利害に基づいて寄託議決権が行使される「銀行権力」の変化が明らかとなった。従来、ドイツの企業体制は、銀行からの高い融資比率（負債比率高）、そして低い株主資本比率に加えて、銀行に寄託される株式の寄託議決権行使に伴う役員派遣（人的結合）が特徴であった。しかしながら、本章Ⅲ-2-4. 「寄託率 80%」の仮定により検討した結果、「銀行権力」抑制措置そして銀行を取り巻く環境変化により、「銀行権力」は縮小していることが確認された。加えて、所有主体「その他」、つまり機関投資家という新たな所有主体の台頭を確認することになった。

次に留意する点は、①競争制限禁止法（企業結合）の規定による共同企業、②株式法（結合企業）の規定による共同参加企業、そして①' 金融機関からの出資会社である資本投資会社 (Kapitalanlagegesellschaften) の3つの所有形態である。この事業会社と金融機関からの相互保有は、「銀行権力」の抑制措置により上述の株式持合い形態である①と②そして①' の形態を経由して実質的な人的結合を担保するために潜在的な結合関係を形成していない限りにおいて、表Ⅲ-5「DAX30社の監査役会議長一覧」を正当化する根拠付けにならないのである。加えて、表Ⅲ-4「100大企業間における人的結合」で上昇の一途をたどる「その他」のカテゴリーに、企業間結合への規制すり抜け策である共同企業と資本投資会社からの監査役役員選出が、含まれることも想定される。

この意味から、確かにドイツのコーポレート・ガバナンスは、「銀行」から銀行子会社である機関投資家を含んだ金融機関同士のネットワークによって、その影響力を保持していると考えられるが、ここで留意すべき点は、第1章で考察した機関投資家と従来の銀行による収益要請の違いである。また、表Ⅲ-4 100大企業を構成するグループによる執行・監査役会への委任代表者派遣の表においても明らかであるが、その構成員の出自は、「銀行権力」、「銀行」及び「保険会社」からの派遣を反映した構成ではないことが明らかになる。この監査役会内における資本側構成員10名は、従来とは違った利害を反映することになる。勿論、監査役会議長(Aufsichtsratsvorsitzende)の権力は、その他の役員と比較して、監査役会召集権、決議割れの際の第2票権等によって格段の待遇が付与されていることは確かであるが、従来までの絶対的な権力、そして利害反映は確保されないであろう。

#### 【脚注】

<sup>1</sup> 鈴木清之輔「ドイツ（旧西ドイツ）巨大企業にみる所有構造の展開－1986年次を中心として－」『三田商学研究』、第34巻第1号、慶応義塾大学商学会、1991年4月、52ページ。

<sup>2</sup> 菊澤研宗、『比較コーポレート・ガバナンス論』、有斐閣、2004年、55ページ。

<sup>3</sup> テオドール・パウムス著・丸山秀平訳「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス制度と最近の展開」、『商事法務』, No.1363, 1994年8月, 70ページ。

<sup>4</sup> 1. Hauptgutachten der Monopolkommission VII, „Die Wettbewerbsordnung erweitern 1986/1987“, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 1988, S.131-137.

2. Hauptgutachten der Monopolkommission IIX, „Wettbewerbspolitik vor neuen Herausforderungen 1988/1989“, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 1988, S.129-135.

3. Hauptgutachten der Monopolkommission IX, „Wettbewerbspolitik oder Industriepolitik 1990/1991“, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 1992, S.197-201.

4. Hauptgutachten der Monopolkommission X, „Mehr Wettbewerb auf allen Märkten 1992/1993“, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 1994, S. 213-217.

5. Hauptgutachten der Monopolkommission XI, „Wettbewerbspolitik in Zeiten des Umbruchs 1994/1995“, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 1996, S. 211-214.

6. Hauptgutachten der Monopolkommission XII, „Marktöffnung umfassend verwirklichen 1996/1997“, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 1998, S. 268-273.

7. Hauptgutachten der Monopolkommission XIII, „Wettbewerbspolitik in Netzstrukturen 1998/1999“, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 2000, S. 196-200.

8. Hauptgutachten der Monopolkommission XIV, „Netzettbewerb durch Regulierung 2000/2001“, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 2002, S. 219-225.

9. Hauptgutachten der Monopolkommission XV, „Wettbewerbspolitik im Schatten „Nationaler Champions“ 2002/2003“, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 2004, S. 257-265.

<sup>5</sup> 清水一之「ドイツの資本市場の構造改革とコーポレート・ガバナンスの変容」『商学研究論集』, 第22号, 明治大学大学院商学研究科, 2004年, 335ページ。

<sup>6</sup> 前田重行著「コーポレート・ガバナンスにおける金融機関の監視機能について—ドイツにおける銀行のモニタリング機能とその問題点について—」『商事法務研究会』, 1998年, 648ページ。

<sup>7</sup> Gruppe Deutsche Börse AG, „Historical Index Compositions of the Equity Indices of Deutsche Börse, Version 2.2, December 2006“.

[http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb\\_navigation/information\\_services/30\\_Indices\\_Index\\_Licensing/60\\_Guidelines\\_Short\\_Information/Content\\_Files/10\\_aktienindizes/Historical\\_Index\\_Compositions.pdf](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/information_services/30_Indices_Index_Licensing/60_Guidelines_Short_Information/Content_Files/10_aktienindizes/Historical_Index_Compositions.pdf) (参照 2006-12-26)。

<sup>8</sup> DAX30はDow Jones社の指数が公表された約100年後にフランクフルト証券新聞社の編集者Frank Mellaによって考案された。当時、フランクフルト証券取引所には730銘柄の株式が上場されていた。30社によって構成されるブルーチップ銘柄指数は1987年12月30日時点で計算され、1988年1月1日から導入された。指数は1,000ポイントを基準にしている。1988年夏から価格付けが毎日公表されるようになった。株式新聞の指数との連携によりDAX指数は1959年までさかのぼりその実数を計算することが出来る。

<sup>9</sup> 清水, 前掲書(注5), 341ページ。

<sup>10</sup> 鈴木清之輔「西ドイツにおける企業結合について」『三田商学研究』, 第25巻第1号, 慶応義塾大学商学会, 1982年4月, 慶応義塾大学商学会, 115~122ページ。

<sup>11</sup> 「1. 資本金会社という法律形態である内国に本拠をもつ企業が、他の企業の25%超の株式保有によって結合していることを相互参加企業という。その企業に他の企業の25%超の株式保有が、認められる場合、第16条2項1文及び4項が適用される。2. 相互参加の企業によって他の企業の株式75%超の保有が認められる場合、または、その企業が他の企業に対して直接または間接に支配的影響力を行使することが出来る場合は、その企業は支配的企業であり、他は従属企業と認められる。3. 相互参加のそれぞれの企業に他の企業の25%超の株式保有がある場合、または、それぞれが他の企業に対して直接または間接に支配的影響力を行使することができる場合、双方の企業は支配的、または、従属的でもある。4. 第2項または第3項によって支配的または従属的企業である企業には、第328条は適用されない。」Deutsche Aktiengesetz, <http://www.aktiengesetz.de/> (参照 2005-9-27)

<sup>12</sup> Hauptgutachten der Monopolkommission XIV, a. a. O., S. 219 ff. 独占委員会の「グループ分けした100大企業の持分所有者(Die Anteilseigner der „100 Größten“ nach Gruppen)」には、「ドイツ労働総同盟と個別の労働組合(DGB und Einzelgewerkschaften)」が構成主体として区分されているが、2002年度版を境に除外されている。本論文の計算では、DAX30指数構成銘柄において同構成主体の持分が無いため、除外している。

<sup>13</sup> 清水, 前掲書(注5), 6ページ。「資本市場復興策の一環としての1994年証券取引法制定によって、議決権持分の移動状況の開示で国内証券取引所上場会社の議決権持分を取得・保有するものが、その保有高が全議決権の5%、10%、25%、50%、75%のいずれかに達するか、超えるか、もしくは下回ること

になる場合には、その旨および議決権の保有高などを発行会社および連邦証券取引監督庁に延滞無く通知しなければならない。通知を受けた発行会社は、延滞無く全国的な規模で公示することを義務付けられている。」

<sup>14</sup> 所有構造を明らかにする為に、38社の所有構造をプロットしている。以下に本文にて紹介していない34社の所有構造をまとめた。

●**BASF社**; 同社の株式持分状況は1982年から1992年の十年間は浮動株比率100%であったが、1994年から100大企業によって約10%株式保有されている。

●**Bayer社**; 独占委員会の付加価値企業10位以内の規模。DAX30における加重率は4.09%で第10位。株式持分状況は、2001年のアベンティス化学社買収そしてニューヨーク証券取引場上市により浮動株比率が約90%から10%へ変化し、所有主体「その他」が現れている。

●**Bayerische Motoren Werke(BMW)社**; 同社の株式持分状況は同族所有の典型となっている。 Quandt一族の持分は約50%と同社の半数を保持し、100大企業は約5~8%を所有している。

●**Continental社**; 1990年ABSの開発・製造をしていた「テーベス」を吸収合併し「コンチネンタル・グミ・ヴェルケAG」から「コンチネンタルAG」に社名変更。株主構成は1990年に「テーベス」を買収して以後、浮動株比率は100%から50%以下に下落。また、100大企業持分は20%程度と高い状況を維持していたが、1998年KonTraG法制定以降に100大企業持分は下落し、浮動株比率が90%程度に上昇している。

●**Henkel社**; 同社の株主構成は、ヘンケル一族による同族支配である。1982年当時、100%個人保有から現在は、浮動株比率40%程度と徐々に高まってきている、しかし、依然として個人所有比率50%であり優先株の発行により議決権行使割合は100%になっている。この家族所有の傾向はKGaA(株式合資会社)という人的結合を重視した形態を現在まで保持していることにも現れている。

●**Linde社**; 浮動株比率70%に対して100大企業によって30%保有されている。

●**Lufthansa社**; 1980年代に国営から民営化された。1982年に公的持分状況が80%であり、現在では20%に落としてきている。

●**Deutsche Telecom社**; 1994年にドイツ郵便・通信事業の民営化により独占委員会の付加価値順位1位に格付け後も順位2位以内の規模。DAX30の加重率8.67%で第3位。2004年度末での株主構成はドイツ政府23%、KfW基金15%そして浮動株比率は62%となっている。

●**MAN社**; 1984年Gutehoffnungshütte Aktienverein社からMAN社に社名変更。同社への株式持分会社にRegina資産管理会社があり持分割合は10%から20%になっている。Regina資産管理会社はアリアンツ保険、アリアンツ生命保険、コメルツ銀行、ミュンヘン再保険の4社によって同率(25%)相互保有されている会社である。Regina資産管理会社は2005年1月にMANへの出資比率25%を売却している。

●**RWE社**; 1990年にRheinische-Westfälisches Electrizitätswerk社からRWE社に社名変更。電力供給の公益企業としての性格から株主構成に地域法人(公的機関)が普通株と共に過半数所有している。

●**Schering社**; 1982年から2000年まで浮動株比率約90%であった。大株主はAllianz保険で約10%程度を保有している。2000年にNew York上市に際し株主構成が変化している。ドイツ国籍の株主は2003年度で41%、アメリカ国籍の株主が13%となっている。

●**Volkswagen社**; 同社は独占委員会の付加価値企業の上位5位以内に入る。浮動株比率が約80%そして公的機関(ニーダーザクセン州)が約20%の株を保有している。2002年度の調査においては従業員持株会の議決権比率が13.06%と急激に上昇している。

●**E.ON社**; 2000年にVeba社のViag社買収でE.ONに社名変更。株主構成は電力供給という公益業務の為、公的機関のバイエルン州政府が約5%保有している。Veba社の株主構成は1982年から1994年に渡っての民営化の株式流動化措置が終焉すると、Allianz保険が約10%を保有した。2000年Viag社買収時点の株主構成は大きく変化した。100大企業の中でAllianz(Dresdner Bank)保険が約3%強保有している。監査役会構成は議長に内部昇進者Ulrich Hartmann氏が就任している。メンバーにはDeutsche Bank、Allianz保険からの選抜者そして政府官僚も名を連ねている。

●**ThyssenKrupp社**; 独占委員会の付加価値企業10位以内の規模。1999年にKrupp社と合併し、2000年度の株主構成はKrupp社の創設者Alfried Krupp von Bohlenを筆頭としたKrupp一族の支配色が強い構造を受け継いでいる。現在Alfried Krupp von Bohlen氏とHalbach財団は20%の持分を所有している。また、Allianz保険、ミュンヘン再保険そしてコメルツ銀行によって約10%、浮動株比率は約70%程度でその80%は機関投資家によって保有されている。

●**Altana社**; 独占委員会の付加価値企業には2002年から順位入り。2002年度の株主構成は個人・家族所有50.01%(Susanne Klatten氏<sup>14</sup>)、浮動株比率24.99%そしてその他として機関投資家持分が25%

となっている。

●**Adidass 社**；1998年にアディダス社は独占委員会の付加価値企業81位に順位付けされ、当時の株主構造は個人・家族所有10%そして浮動株は90%となっている。1997年にサロモン・テーラーメイド社を買収し、アディダス・サロモンAG社に社名変更している。監査役会議長は同社出身。

●**Deutsche Post 社**；1994年にドイツ郵便・通信事業の民営化により独占委員会の付加価値順位1位に格付け後も順位5位以内の規模。1994年から株式の流動化が順調に進み2005年時点では公的機関はドイツ政府が7%をKfW基金の49%から引き継いでいる。浮動株比率は42%と徐々に高まっている。

●**Fresenius 社**；2002年に付加価値順位98位に順位付けされる。株主構造は100大企業が8.19%、個人・家族所有が67.35%となっている。この67.35%(Nachlass Else Kröner 資産管理会社保有)の一部は優先株で議決権ベースでは85.52%となっている。Allianz生命保険会社が9.74%保有している。

●**Infineon 社**；2000年にSiemens社の半導体部門として新規株式公開した。2004年度末の株主構造はSiemens社が18.23%、米Capital投資会社6.99%となっている。

●**SAP 社**；1996年に付加価値企業80位で順位付けられ、2002年度で30位。株主構造は個人・一族所有が約30%、浮動株比率70%の内35.5%が米国の機関投資家によって所有されている。

●**TUI 社**；2002年6月Preussag社からTUI社に社名変更。付加価値企業30位前後で株主構造はWestLB銀行によって25%超保有されていたが、株式売却益税控除によって保有比率は5%未満になった。Riu一族によって10%弱保有され、浮動株比率は上昇し現在は60%程度。

<sup>15</sup> 6つの所有主体類型で年代別にその推移を表示している。紹介している4社に関する所有主体が6つに分かれていない場合は、その比率がゼロであることを表している。ここでは、表示を明らかにする為に主体を非表示にしている。

<sup>16</sup> Hauptgutachten der Monopolkommission XII, a. a. O., S. 268. 1994年に郵政民営化によりDeutsche Bundespost Telecomが上場された。当時の付加価値企業1位は民営化直後の同社になっている。

<sup>17</sup> ユルゲン・グレスリン著・鬼澤忍訳、『ユルゲン・シュレンプ：ダイムラー・クライスラーに君臨する「豪傑」会長』、早川書房、2001.11。

<sup>18</sup> Hauptgutachten der Monopolkommission XII, a. a. O., Fußnoten 2, S. 272 f.

<sup>19</sup> 鈴木、前掲書(注1)、20ページ。共同企業設立による企業間結合とは、2つまたはそれ以上の企業が相互に直接的には資本関係を有しない場合でも、こうした企業が第3の企業に出資しあうことによりお互いに間接的に結合関係ないし協調関係を可能とする方式である。

<sup>20</sup> 「特集—会社法の暴走—」『週刊エコノミスト』、2004年11月16日、21ページ。2002年にはEU(欧州連合)司法裁判所が、黄金株は国家戦略に重大な意義が認められる場合(防衛等)以外は違法との判断が下された。しかしながら、同州の出身で労働党党首、現首相であるシュレーダー首相は欧州の自動車トップメーカーであるVWの雇用を守るために必要な法律と主張している。

<sup>21</sup> 正井正作『ドイツのコーポレート・ガバナンス』、正文堂、2003年6月、333ページ。

<sup>22</sup> Gottschalk, A., „Der Stimmrechtseinfluß der Banken in den Aktionärsversammlungen von Großunternehmen“, *WSI-Mitteilungen*, 1988a.a.O., S.298.

<sup>23</sup> Baums, Th. und Ch. Fraune, „Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung“, *Die Aktiengesellschaft*, (Mar 1995), S.86-100.

<sup>24</sup> テオドル・丸山、前掲書(注3)、71ページ。外国人投資家は1960年代以来、株式市場へのプレゼンスを上昇させているのにもかかわらず、外国の個人そして機関投資家が彼らの株式の議決権を行使せずにそのまま何もしない(Passiv)状況におく傾向にある。

<sup>25</sup> 池田良一「ドイツの「コーポレート・ガバナンス倫理指針」の全文和訳と内容解説—ドイツ「コーポレート・ガバナンス改革」の最新動向」、『監査役』、No.461、2002年7月25日。「コーポレート・ガバナンス倫理指針」において監査役の職務を遂行する時間的余裕を確保するという観点から、監査役の兼務については上場会社の取締役がグループ外の他の上場会社の監査役を兼務する場合に最高5社までとしている。1998年の「改正会社法」においては非上場会社を含めた10社以上の監査役の兼務は認められていない。ただし、監査役会会長職は2社分とし、グループ内企業は10社兼務に5社分の特別枠が定められている。」

<sup>26</sup> 風間信隆「第4章ドイツの企業と経営」(高橋俊夫監修・井藤正信・佐々木聡編『比較経営論—アジア・ヨーロッパ・アメリカの企業と経営』、税務経理協会、2002年)、77ページ。

<sup>27</sup> Gerum, E., Steinmann, H., Fees, W., „Der mitbestimmte Aufsichtsrat: eine empirische Untersuchung“, Stuttgart, C.E. Poeschel, 1988, S. 46.

## 第4章 ドイツの資本市場の変容と「浮動株調整による指数構成法」

### IV-1. はじめに

### IV-2. 株式持ち合いと金融機関による産業支配構造の変化

#### IV-2-1. 株式持ち合いに関する規制

#### IV-2-2. 浮動株調整による指数構成法での展開

### IV-3. ドイツ資本市場における機関投資家の役割

#### IV-3-1. 機関投資家の定義

#### IV-3-2. ドイツにおける株式所有構造

### IV-4. おわりに

## IV-1. はじめに

1980年代の半ばからドイツ連邦共和国において大きな構造変化が起こっていた。この構造変化は、国際的な政治・経済状況から影響を受け、ICTを中心とした技術革新によって自由化と規制緩和を促進させると同時に、国境を越えたグローバルな金融取引そして企業活動を実現させ、新自由主義の影響力を高めることになった。

この大きな流れは、社会的市場経済体制下のドイツにおいても同様に、様々な変化をもたらしている<sup>1</sup>。それは、旧東独の併合後、その経済格差是正のための大きな経済負担、冷戦構造崩壊後のグローバル化の進展、EU（欧州連合）統合の深化と拡大であり、これらの変化が、ドイツの伝統的な社会経済体制を動揺させており、特に資本市場においては、1999年に導入された統一通貨「ユーロ(€)」の誕生によって大きな影響を受けることになった。

グローバルな金融取引そして企業活動は世界的規模の競争を激化させている。企業活動の競争激化は同時に資本市場間の資金提供力の競争をも引き起こしている。企業の資金調達手段は多様化し、企業は通貨、国籍にとらわれることなく高い調達効率と条件を選好するようになってきている。また資本市場における資金提供者である機関投資家の投資選択肢も企業金融の多様化と同様に拡大することとなった。

ドイツのコーポレート・ガバナンスは、ユニバーサルバンク・システムを基礎としたドイツの大銀行による株式の集中的所有が基礎となっている<sup>2</sup>。従来、ドイツの銀行を中心としたコーポレート・ガバナンス機能（「銀行権力(Macht der Banken)」）も大企業における不正会計処理疑惑、そして企業不祥事が多発し、監査役機能が形骸化しているとの批判のもと、機能強化を意図した制度改革が行われている。そこで本章においては、国際金融市場における「機関化」の流れの中で、機関投資家と従来ドイツのコーポレート・ガバナンスを担っていた銀行との間にどのような変化が起こっているのか検討していく。通常、機関投資家は、独自のポートフォリオの効用を最大化するためにリスク中立的な「パッシブ運用（インデックス運用）」に資金を投資している。このような機関投資家は、運用成績（キャピタル・ゲイン）を重視しているため企業経営に参加する動機は小さい。加えて、彼らの資金運用のグローバル化と運用金額の増大による「イグジット（売却）」は、運用成績の減少を伴うため困難になっている。そのため、投資戦略を従来の「イグジット」から「ボイス（発言）」に移行させているのである。

本章においては、第1に、株式持合いに構造に関する制度改革について概観する。そしてこの制度改革が、上場事業会社間での株式持合い、そして持合い構造の中心にある銀行又は保険会社によって保有される5%以上の株式保有縮小の実態について、ドイツ証券取引所の浮動株調整による指数構成法を利用して実証的に明らかにする。第2に、上場事業会社間での株式持合い、そしてその中心にある金融機関並びに機関投資家の株式保有構造を、「浮動株」と「固定株」の差を検討することによって実証的に明らかにする。加えて、この浮動株調整による指数構成法は、機関投資家がベ

ンチマーク（基準）にしている指数に採用されている。第3に、浮動株を所有する機関投資家によるドイツのコーポレート・ガバナンスに及ぼす変化を図IV-2.「機関投資家の金融資産（対GDP比）」そして図IV-3.「ドイツの金融資産構成」を参考に明らかにする。

## IV-2. 株式持ち合いと金融機関による産業支配構造の変化

### IV-2-1. 株式持ち合いに関する規制

ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスに対する議論の焦点は、内的要因である企業トップ・マネジメント、特に監査役会(Ausichtsrat)の無機能化、そして外的要因である「銀行権力」を基礎とした銀行独自の利害によって行使される「寄託議決権(Auftragsstimmrecht)」を所有する銀行に向けられている。ドイツの金融機関によるコーポレート・ガバナンスの特徴を捉える場合、重要になるのは以下の3つの点である。

1. ユニバーサルバンク・システムを通じた企業の増資、借入、その他の資金調達そして運用といった広範囲の金融サービスの提供<sup>3</sup>。
2. 銀行の不動産への投資、他の銀行および自身の株式の保有の合計が、銀行の資本金を超えない範囲で非金融企業に対して無制限の資本参加が可能であること<sup>4</sup>。
3. 「相互参加(wechselseitig beteiligte Unternehmen)」である<sup>5</sup>。

3.「相互参加」は、株式法 328 条一項によって規定され、「親会社が過半数の株式を保有する子会社は、親会社の株式を保有できない(一方通行)。また株式の相互保有は出来るが(資本の空洞化)、その場合には、他の会社の 25%を超える株式の議決権行使は 25%に制限される」<sup>6</sup>として「相互参加企業」という議決権行使に上限を付けたドイツ独自の規定が存在している。<sup>7</sup>

加えて「相互参加」は、経営者自身による議決権行使、敵対的企業買収に対する防衛策になる一方で、資産の重複(資本の空洞化)<sup>8</sup>、競争制限に関わるインサイダー情報といった問題を内在している。この「相互参加企業」に特徴的なことは、企業間取引関係を基礎とした株式保有ではなく、合意に基づく株式の取得の方法、譲渡制限、保有期間、経営陣の選任等々が細かく決められている点である<sup>9</sup>。

ドイツ株式法 19 条 1 項は、資本公司という法律形態である内国に本拠をもつ企業が、他の企業の 25%超の株式保有によって結合していることを相互参加企業と規定している。また 2 項は、相互参加の企業によって他の企業の株式 75%超の保有が認められる場合、または、その企業が他の企業に対して直接または間接に支配的影響力を行使することが出来る場合は、その企業は支配的企業であり、他は従属企業と認められる。3 項では、相互参加のそれぞれの企業に他の企業の 25%超の株式保有がある場合、または、それぞれが他の企業に対して直接または間接に支配的影響力を行使することができる場合、双方の企業は支配的、または、従属的でもある。この株式の相互保有は、「資本の空洞化」を引き起こす一方で、敵対的買収の防衛策として持ち合い両社間における相互の議決権行



使が行われるのである。この株式所有構造が、伝統的なドイツにおけるコーポレート・ガバナンスを形作っているともいえよう。

しかしながら、「相互参加企業」に関する法令は、グローバル化そして競争制限、そして特に「株主の復権」を意図した「企業領域におけるコントロールと透明性に関する法律(KonTraG)」によって相互参加会社の25%超の株式保有について報告を受けた場合、監査役の選任に関する25%以上の株式保有の議決権行使を制限している（株式法328条三項）<sup>10</sup>。

また、資本市場復興策の一環としての1997年(1998年改正)に施行された「証券取引法」では、第3条「インサイダー取引の取締り(Insiderüberwachung)<sup>11</sup>」が強化され、また第5条「上場企業における議決権持分の変更に関する公表及び届出義務(Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils an börsennotierten Gesellschaften)、そして第21条1項は「届出義務のある者の届出義務；上場企業における議決権を有するものが、自らの所有する株式割合が売却もしくは譲渡又はその他の方法で、当該企業の発行済み議決権の5%、10%、25%、50%又は75%に達し、又はこれを超えもしくは下回った場合には、7日以内に関係企業及び連邦証券取引監督庁<sup>12</sup>に報告しなければならない」と定められている<sup>13</sup>。これは「円環的結合(Ring- und Überkreuzverflechtungen)」の中心的役割を演じる「銀行」による株式保有が5%を超える場合に、従来のように開示なしに自動的に寄託株式の議決権を代理行使することが出来なくなったのである<sup>14</sup>。

2002年に公表された「ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則(Der Deutsche Corporate Governance Kodex)」6条2項においても同様に「取得、譲渡、またはその他の方法で5%、15%、25%、50%、75%に達した、それらを上回った、あるいはそれらを下回った株主があったという情報を当該会社が得た場合、取締役会は延滞なくこれを公表する。」と規定されている<sup>15</sup>。

以上のように、ドイツにおいて伝統的な結合関係は、資本市場の活性化に伴って「透明性」を高める結果となっているが、上述の法令は、「透明性」に関する言及のみに終始し、禁止要件にはなっていない。

#### IV-2-2. 浮動株調整による指数構成法での展開

ドイツ証券取引所の株式指標は、2002年から浮動株調整による指数構成法（フリーフロート方式-Streubesitzanteils<sup>16</sup>）を採用している。この方式は、既存発行株数と株価を乗じた時価総額の計算方法ではない。通常、時価総額の計算は、会社が発行した株式にそのときの株価をかけて算出する。その際、親会社が保有している株や銀行などと持ち合っている固定株は実質的に市場で売買できないので、一般の投資家にとっては「取引が不可能な株数」となる。そこで浮動株調整による指数構成法では、固定株を除いて株式市場で売買できる浮動株だけを対象にして時価総額を算出するのである。

ドイツのコーポレート・ガバナンスと資本市場の関係、特に株式の持合い構造を検討するために、浮動株調整による指数構成法を用いることにする。この浮動株調整による指数構成法は、2002年6月よりドイツ証券取引所に上場されている主要な株価指数に適用されている方法である。

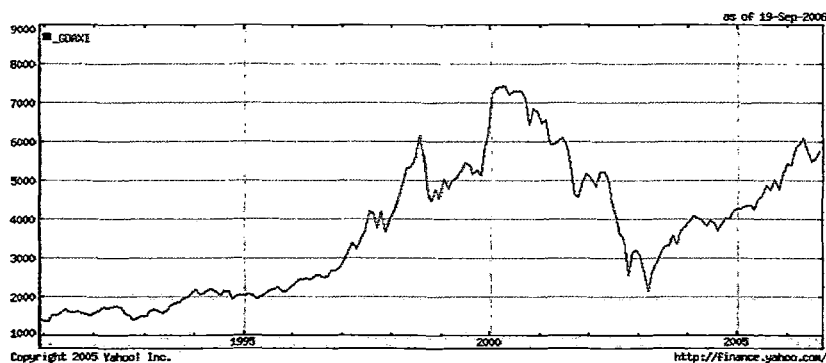
この相互保有によって売買されない株式（固定株）と株式市場で流通している株式（浮動株）の割合変化が、伝統的なドイツのコーポレート・ガバナンスの変化を実証的に検証するために必要になるからである。加えて、金融機関そして事業会社が株式を相互保有し、その持合い関係に解消の動きが起これ、その解消部分がどの投資主体に移行しているかを検証することによって資本市場の構造変化が捉えられるのである。

ドイツの株式市場は、一部市場の公定市場（Amtlicher Markt）、二部市場の規制市場（Geregelter Markt）、新興市場のノイアマルクト（Neuer Markt）、伝統的な中小企業銘柄を扱う SMAX そして非公定市場の自由市場（Freiverkehr）から構成されていたが、2003年初頭に自由市場以外の市場はプライムスタンダードとゼネラルスタンダードの二市場に大別された。

プライムスタンダードは公定市場と規制市場の上場条件、四半期決算の英・独語開示そして国際会計基準の適用が義務付けられている。ゼネラルスタンダードは公定市場と規制市場の上場条件のみが義務付けられている。そして自由市場は非公定規制市場指令を取引基準としている。

以下の図IV-1は DAX30 指数であり、DAX30 種指数の3年間の株価推移を表している。DAX30 指数は、取引所の一部市場(Prime Standard)に上場され、圧倒的な取引額を誇るドイツ株式 30 銘柄の各株価が加重平均され算出されている<sup>17</sup>。同様に DAX 指数の算出にも、浮動株基準は採用されている。DAX 指数は、国内上場企業の資本総額の約 60%、取引所出来高の約 70%を占めている<sup>18</sup>。この指数計算が、浮動株基準（フリーフロート方式）によって計算され始めた 2002 年 6 月から 9 月を底として、以下のようにドイツ経済の自律的な回復が始まり株式市場も上昇することとなっている。この株価上昇は、ドイツ経済が自立的な回復を見せる一方で、資本市場における構造改革が要因となっている。これは、特に銀行を中心とした金融機関による大量の事業会社持株が市場に放出され、その受け皿が機関投資家に変化したことである。

図IV-1 DAX 指数の動向



出所; Yahoo Finanzen, Kurse & Infos, Übersicht, <http://de.finance.yahoo.com/q?s=^GDAXI>

ドイツの証券市場に上場されている株式銘柄で構成される主要な指標として;

- ◇ **MDAX**: MDAXの指標銘柄はDAX30種銘柄に準じる売上高と規模を持っている50銘柄の中型株から構成され、組み入れられる企業は一部上場銘柄の上場基準を満たしている。外国籍の銘柄でも指標に組み入れられ、価格付けはマーケットメイク方式で行われる<sup>19</sup>。
- ◇ **TecDAX**: 2003年3月24日よりNEMAX50の縮小された指標として導入された。この指標は DAXの30銘柄以下のテクノロジー分野における一部上場の規模そして流動性の備わった銘柄で構成されている。この指数の構成銘柄はNEMAX50も同様であるがドイツの銘柄、そして海外の銘柄も同様に指標銘柄に組み入れられる。
- ◇ **SDAX**: 2003年3月にSMAXが上場廃止になったことでMDAX以下の一部上場50銘柄を対象としたSDAX指数が導入された。この指数の指標銘柄は、MDAXと同様にドイツ及び外国銘柄も組み入れられる。
- ◇ **NEMAX50**: この指標は、2004年に閉鎖したノイア・マルクト市場の銘柄を組み入れ、指数の連続性を考慮している。NEMAX50の構成銘柄は、DAX30種指数以下の一部上場銘柄で、大型テクノロジー関連50銘柄である。この指数はTecDAXの拡大版と位置付けられる。
- ◇ **CDAX**: この指数はドイツの一部そして二部上場銘柄から構成される。CDAXはこの銘柄が700銘柄と広範囲にわたるゆえにドイツの証券市場の動きを捉えるのに適している。

ドイツ証券取引所には株式現物市場からの派生商品である先物指標以外にHDAXとMDAXとTecDAXを合算したMidcap Market Indexが存在している<sup>20</sup>。

ドイツ証券取引所の指数は、時価総額をベースに加重平均されている。指数の加重平均は、フリーフロート方式（株式持合い部分に相当する部分は除外）が採用されている。自己資本の株式総数そして浮動株調整による指数構成法は四半期に一度見直され指数に反映される。新株引受権は、規定の修正方法によって新株の統合を平準化させている（規定1.6）<sup>21</sup>。

ドイツ証券取引所の規定によるフリーフロート制は、以下の1.~3.により定義されている。（規定1.7）

1. ある会社の資本金に割り当てられた累積の最低でも5%を形成している持ち分所有者の全ての持ち分を固定的株式所有としてみなす。持ち分所有者の持ち分としてみなされるのは、以下の要件を考慮している；
  - ✓ 持ち分所有者の家族によって所有されている持ち分。
  - ✓ 持ち分所有者によってプール<sup>22</sup>され合意の下にある持ち分。
  - ✓ 持ち分所有者の第三者割当てに管理されている、又は保管されている持ち分。
  - ✓ 証券取引法 22 条 3 項（子会社の範囲）<sup>23</sup>の持分所有者に管理されている会社の所有の持ち分。
2. 固定的株式所有として一役員派遣等の経営参加の度合いには関係しない一持ち分所有者の特別な希望により最低6ヶ月以上の法的または契約的な売買禁止期間のある持ち分所有者の全持

ち分も同様に固定的株式所有としてみなされる。これは売買停止期間のみ有効である。

3. 固定的株式所有ではない（役員派遣等の経営参加度合いに関係しない）持ち分とは；

- ★ 資産管理会社そして信託会社による持ち分。
- ★ ファンドそして年金ファンドによる持ち分。
- ★ 企業傘下会社による持ち分。
- ★ 投資会社または自己勘定による外国の投資会社による持ち分。
- ★ 短期的な投資戦略によって有効である持ち分である。

この解釈はベンチャーキャピタル会社またはそれに準じた資産管理には当てはまらない<sup>24</sup>。

ドイツの証券市場における主要指数の浮動株部分と固定部分を示したのが以下の表IV-1である。例えばDAX30種平均では2003年9月から2004年9月までの一年間で固定部分（持ち合い部分）は1.84%減少しており、つまり相互持合いは緩やかに解消してきているのである。単純計算ではあるが、DAXの時価総額は2001年現在1.2兆ユーロ（135円/€換算で162兆円）であり、株式相互持合いの1.84%の減少は303億ユーロ（約4.1兆円）分の流動性が増したことになる。

同期間における株式持合い状況の解消が顕著に見られたのは、時価総額の大きな保険部門であった。具体的にアリアンツ保険の約100万株（5.1%）、ミュンヘン再保険の約5,000万株（9.21%）であり、加えて、金融機関ではコメルツ銀行の約5,300万株（8.9%）が売却され、事業会社ではインフェニオンの約2,700万株（3.6%）、ルフトハンザ航空約7,600万株（16.7%）が売却されている。

表IV-1は、DAX30、MDAX、TechDAX、SDAX、NEMAXそしてCDAXのドイツ証券取引所に上場している主要株価指数の2003・2004年の「浮動株」と「固定株」比率を示している。特徴的なことは、「固定株」比率が、DAX30種指数以外の指数において比較的高いということである。これは、DAX30以外の指数は、低い流動性を持つ銘柄で構成されているためである。

2003・2004年度のDAX30種平均の「浮動株」比率と「固定株」比率を比較すると、「固定株」比率が23.84%から22.00%へ1.84%減少している。2003・2004年度という2期間の傾向調査であるため、プローズ(Prowse, S.)の1990年代を通じた非金融企業41社の固定部分平均値、41.5%を加え<sup>25</sup>、2004年までの減少率を計算すると1.44%になった。以上の理由からも伝統的な持合い構造は緩やかな解消に向かっていると思われる。

DAX30種銘柄に準じる売上高と規模を持っている50銘柄の中型株から構成されているMDAXにおいては、4.74%の減少。また、組入銘柄が700と広範囲にわたり、ドイツの証券市場の全体的な動きを捉えるのに適当なCDAXにおいては、1.02%減少している。つまり、時価総額の大きなDAX30では、比較的中規模の銘柄の組入れられているMDAXより減少幅が小さく、母数を広くしたCDAX場合と同様な減少幅である。そこで各主要株価指数の減少幅から考察されることは、主要30銘柄に関しては株式所有を維持する一方、それ以外の50銘柄では所有の解消の動きが観察され、勿論、所有解消傾向は700銘柄でも減少している。このことから、株式所有に関して「選択と集中」戦略が採用されていると推測されるのである。

表IV-1 時価総額と浮動株（持合い部分）<sup>26</sup>

比率	2003年	2004年	増減
DAX浮動	76.16%	78.00%	
DAX固定	23.84%	22.00%	<b>1.84%</b>
MDAX浮動	58.74%	63.47%	
MDAX固定	41.26%	36.53%	<b>4.74%</b>
TechDAX浮動	69.81%	70.18%	
TechDAX固定	30.19%	29.82%	<b>0.37%</b>
SDAX浮動	55.38%	56.91%	
SDAX固定	44.62%	43.09%	<b>1.53%</b>
NEMAX浮動	68.83%	69.53%	
NEMAX固定	31.17%	30.47%	<b>0.70%</b>
CDAX浮動	45.69%	46.70%	
CDAX固定	54.31%	53.30%	<b>1.02%</b>

出所;Gruppe Deutsche Börse AG,

Gewichtungen・Kennzahlenを参考に作成。

注: 厳密に浮動株比率を計算する為に銘柄入れ替え、  
 その他の特別事象は除外し1993年と1994年の整合性を  
 確保している。その調整により銘柄数はDAX=30銘柄、  
 MDAX=47銘柄、TecDAX=27銘柄、SDAX=41銘柄、  
 NEMAX=43銘柄、CDAX=661銘柄で計算している。

ドイツにおける伝統的な持合い構造は、年率 1.44%と徐々に解消される傾向にあり、株式が 75%以上分散している DAX30 採用企業間 (38 社) における株式持合い構造は、敵対的買収に備えるために独自の ROE 重視の「選択と集中」という戦略に移行してきている。この企業による「選択と集中」戦略は、KonTraG をはじめとした株式持合いに関する規制そして競争制限規制、そして各企業の経営のグローバル化に対応した戦略でもある。

### IV-3. ドイツ資本市場における機関投資家の役割

#### IV-3-1. 機関的投資家の定義

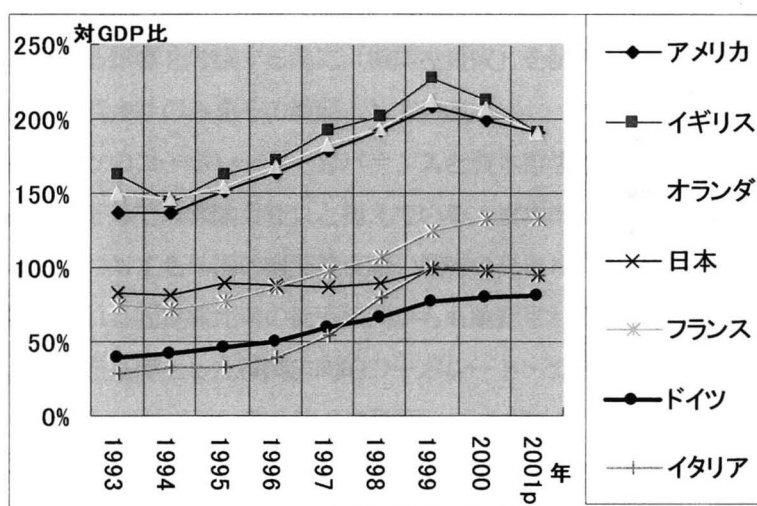
伝統的なドイツのコーポレート・ガバナンスは、国際的に資金運用する機関投資家にとって株式持合いといった観点から透明性が低いと判断されている。このような観点からすれば、浮動株調整による指数構成法は、「株主の復権」を目指した機関投資家による合理的な投資手法である。

近年の国際的な資本市場の変化は、株式が、機関投資家を中心とした「機関」によって大規模に所有されている。図IV-2 が示すように 1999 年までの間、機関投資家の金融資産は、1999 年以降、

世界的な株式相場の下落基調を背景に、金融資産も減少していたが、1993年度と2001年度を比較すると、各国の上昇幅は違っているが、総じて上昇傾向にある。

図IV-2のドイツの機関投資家の金融資産を検討するために2005年度の各国GDP(¥130/\$)を考慮すると、アメリカが約1,516兆円、イギリスが約278兆円、オランダが75兆円、日本が約601兆円、フランスが約260兆円、ドイツが約353兆円そしてイタリアが約217兆円になる。そしてこの数値から2001年度の各国の機関投資家の金融資産を見ると、アメリカが約2,880兆円、イギリスが約528兆円、オランダが143兆円、日本が約540兆円、フランスが約416兆円、ドイツが約212兆円そしてイタリアが約195兆円と算定される<sup>27</sup>。

図IV-2 機関投資家の金融資産(対GDP比)



出所：OECD, "FINANCIAL ASSETS OF INSTITUTIONAL INVESTORS", Institutional Investors STATISTICAL YEARBOOK 1992-2001., p. 26.

機関投資家は、法人格を持つ組織による投資家であり、顧客から拠出された資金を運用・管理する総称であり、具体的には銀行、生命保険会社、信託銀行、損害保険会社、アセット・マネジメント会社、投資信託委託会社、投資顧問会社、証券会社(自己売買部門)、事業会社、外国人投資家(法人組織に限定)といった法人機関を母体としている専門的な資金運用者である<sup>28</sup>。

機関投資家についての資本市場における定義は、多くの論者が自らの研究目的に沿ってこの機関投資家を多様な機関として分類し、列挙している。ここではシエレック(Schiereck, D.)に依拠した定義を紹介する<sup>29</sup>。「機関投資家は、個人的な投資家とは区別され、法人格を持つ組織的な投資家である。機関投資家は、投資行為を目的とする特別に教育された従業員により他人の資財の管理と投資を行う。機関投資家が構築し、管理するポートフォリオは、通常、資産規模が平均以上に大きい」と規定している。

ドイツにおける「機関投資家」は、個人保険<sup>30</sup>、年金基金に関連した年金ファンド、資金投資会社、非金融機関(以下事業会社)、財団そして公的所有主体に所属している。金融機関に所属する「機

関投資家」は、自立的な社会保険 (Sozialversicherung)、資産管理会社 (Vermögensverwaltungsgesellschaft)、組合 (Verbände) そして中央銀行 (Zentralbanken) とは区別されている。それは、ドイツの「銀行権力」というシステムが存在するためである。シュタイガーは、「ドイツ的企業統治システムにおいて金融機関の特別な役割 (例えば、企業間株式持合い構造における中心的役割、そして顧客の寄託議決権行使による監査役会への多数代表参加)」を指摘している<sup>31</sup>。

機関投資家の特別な形態としてベンチャーキャピタル会社がある。この会社はコーポレート・ガバナンスの議論において、「銀行権力」と同様に資本金の引受けによってリスクを供与するため企業経営へのインセンティブが高い、そのために特に非上場会社の企業金融に特別な役割を演じていると考えられる。

また、1997年のドイツ連邦銀行そしてOECDの報告書によると「機関投資家」が、コーポレート・ガバナンスに与える影響を考察する為に「機関投資家」を個人保険、年金基金と関連した年金ファンドそして資本投資会社のみをその範囲としている。

多くの論者は、ドイツのコーポレート・ガバナンスと資本市場の関係を考える場合、影響を及ぼす金融機関を「銀行」そして「保険会社」と捉えている。資本市場における議決権に関連した規制強化、資産効率の低さに対する外国の機関投資家の批判の高まりを受けて、また浮動株調整による指数構成法から算定される固定株比率の低下傾向からも確認されるように、「ドイツ株式会社」の構造は、従来の間接金融を基礎とした機関志向的コーポレート・ガバナンスから直接金融を利用した市場指向的コーポレート・ガバナンスへ徐々に移行してきている<sup>32</sup>。勿論、機関投資家による株式の集中的所有は、投資家から経営者への情報開示要求によって、情報の非対称性を緩和させる。ある企業の株式を集中的に所有している機関投資家は、株式が分散所有されている状況下におけるモニタリング・コスト以上の「共有利益」と「独占利益」<sup>33</sup>を授受することが可能な一方で、株式の集中的な所有による株式市場における流動性の低下と主要な株主としての経営への過剰関与によるインサイダー問題が生じるリスクも高まる。

年金基金などの長期的な資産運用を行っている機関投資家は、長期的な視野から運用成績の向上を目指している。機関投資家が、コーポレート・ガバナンスを株式投資によって行うには、議決権行使「発言 (Voice)」または株式売却「退出 (Exit)」という二者択一である。しかしながら、近年、機関投資家の投資戦略が、「退出 (Exit)」を容易に選択できない状況が顕在化してきている。その要因が、株式売却を通じた株価下落による運用益の減少である。この運用益の減少は、機関投資家への資産規模が増大するのに比例している。また、ドイツにおける特殊要因として考えられることは、浮動株比率 (流動性) が他の諸外国市場に比べて低いために、機関投資家自身の運用成績の下落も加速度的に大きくなる。

このような意味においても、企業の経営行動を監視する能力を持つ投資家による株式の集中所有は、ドイツにおいては優れて実用的なコーポレート・ガバナンス機能になる。上述した経路依存的

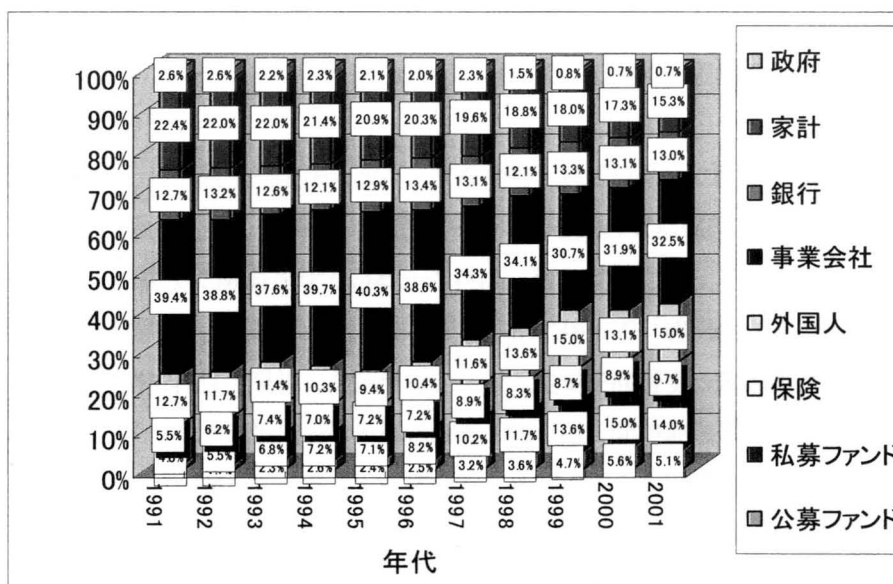
なドイツの株式保有構造には、機関投資家からの長期的そして安定的な所有と監視能力が必要と思われる。従来の株価重視を意図する株式売却「退出(Exit)」から、企業との「対話」を重視した「発言(Voice)」、具体的にはリレーショナル・インベスティング (RI) が機関投資家に求められる機能である。

#### IV-3-2. ドイツにおける株式所有構造

ドイツにおける株式所有構造が変化するなかで、資本市場における機関投資家の発言力は増している。それと同時に機関投資家は議決権行使によって「もの言う株主」として影響力を拡大させている。資本市場からの圧力は、ドイツ企業に「株主価値重視」の経営、そして情報開示の徹底を要求している。

図IV-3 から明らかなように、ドイツにおける機関投資家の株式所有比率は 1990 年代を通じて増加傾向にある。機関投資家を私募ファンド、公募ファンドそして保険会社と考え、1991 年 (11.8%) と 2001 年 (28.7%) を比較すると割合にして約 240% 増である。また私募ファンドに限れば、その規模は 1991 年 (4.8%) から 2001 年 (13.9%) と約 290% 増である<sup>34</sup>。この理由はこのファンドが 90 年代の社会保険制度改革により公的な運用対象になり、代理運用機関である保険会社による株式投資が急増したためである<sup>35</sup>。

図IV-3 ドイツの金融資産構成



出所;Deutsches Aktieninstitut e.V.(Hrsg.), "Shareholder structure since 1991", in *DAI-Factbook 2002*, ed. by Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt a.M., 2002, S. 08.1-3 ff. (筆者作成)

しかしながら、DAX30 種平均指数の浮動株調整による指数構成法でも明らかにしたように、事業会社相互間の株式持合い、その中心に位置する金融機関の株式保有比率は緩やかに低下しているも



の、依然として投資主体の中心であることに変わりはない。その反対に減少幅の大きい主体は家計の株式所有であり、これは、個人による資産運用から機関投資家への運用委託の傾向を表している。しかしながら、個人による株式所有が、一定と考えれば、金融市場自体の拡大による相対的な減少として捉えられる。つまり、従来、金融市場で資産運用しなかった個人が、財産形成を目的とした投資信託購入により参入したために、相対的に家計の割合が減少しているのであり、投資信託を運用する機関投資家を個人の受託者と仮定すれば、引き続き個人の金融市場に占めるプレゼンスは増大したと考えられる。加えて、政策的な個人投資家優遇制度（リースター年金制度）も個人の公募ファンド保有を促している。つまり、投資信託は、投資家保護の観点から現物株保有に比べて小額資金により株式の分散投資を行い、リスク平準化を行えるためである。

#### IV-4. おわりに

以上、本章においては 1990 年代におけるドイツ資本市場の動向を、規制緩和を柱とする一連の制度改正に絡めて考察するとともに、それに伴う資本市場の変容を機関投資家のプレゼンスの高まりと結びつけて検討し、これがドイツのコーポレート・ガバナンスにどのような影響を及ぼしているのかについて考察を加えた。

こうしたドイツにおける規制緩和の動きは、世界経済におけるグローバル化の進展と足並みを揃えて進行してきている。資本市場の規制緩和・自由化は、資本市場のグローバル化を促進させ、企業活動の世界的な競争を激化させている。こうした環境変化の下で、ドイツは資本市場における活性化策と会社法（コーポレート・ガバナンス改革）、商法そして競争制限法の改正を相互に関連させながら構造改革を行っている。

この会社法、商法そして競争制限法の改革、すなわち、株式持合いに関する制度改革は、上場事業会社間での株式持合い、そして持合い構造の中心にある銀行又は保険会社によって保有される 5%以上の株式保有を徐々に解消させている。これは、制度改革によってドイツにおいて伝統的な株式保有に基づく円環的結合関係が、資本市場の活性化に伴って「透明性」を高める一方、ドイツ固有の制度による経路依存性を重視した急激なシステム変更を回避する政策運営を行っていると思われる。確かに、ドイツ資本市場における構造改革の焦点は、間接金融体制から直接金融体制への移行の促進であり、これを通じて「ドイツ株式会社」体制は緩やかに解消の方向へ動き出していることは表IV-2の「時価総額と浮動株（持合い部分）」で明らかである。具体的な数値として 2003 年と 2004 年度 DAX30 種平均の浮動株比率と固定株比率の比較は、固定株比率が 23.84%から 21.31%へ 2.53%減少し、2004 年までの減少率は年率 1.44%である<sup>36</sup>。そして、この株式持合いの解消部分を担う投資主体は、銀行という従来の金融機関ではなく、年金基金や投資ファンドを中心とした機関投資家である。機関投資家は大規模な運用資金から最も高い収益率が期待できる運用先を選択している<sup>37</sup>。また、機関投資家は投資リスクを減少させるために分散投資を行う<sup>38</sup>。つまり、

リスク平準化を達成するために、多様な産業部門そして多数の株式銘柄から構成されるポートフォリオを構成または購入するインデックス運用を行うのである。保険会社を中心とした機関投資家の受託資産は、年金基金である。この資金は将来の年金受給のためにあり、短期的収益を投資目的とするものではない。市場圧力からの短期的な収益獲得を目標とした企業戦略が、独メタルゲゼルシャフト社に代表される不祥事を引き起こし、これがドイツのコーポレート・ガバナンス改革の主要な契機を成したとも言えるであろう。企業の不祥事はその株価下落リスクを拡大させ、結局のところ投資家の資産価値を減少させる<sup>39</sup>。したがって、短期的な資本市場からの収益獲得圧力の高まりがドイツ企業の持続的な競争優位性の確保をもたらすものであるのかどうかはさらに慎重な検討を必要としている。

本稿において確認したように、ドイツの資本市場の構造的変化は、これまでの「機関ないし制度指向的ガバナンス」として特徴付けられるドイツ固有のガバナンスを「市場志向的ガバナンス」<sup>40</sup>へと移行させつつあるように思われる。しかしながら、ドイツの社会的経済体制を土台にした経路依存により緩やかに進んでいると思われ、システムの活性化は、一つ最善の道に収斂するのではなく、経路依存性や制度的補完性を考慮し多種多様な最善の道を模索するという「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」が適切のように思われるのである。

#### 【脚注】

- <sup>1</sup> 風間信隆「第4章ドイツの企業と経営」（高橋俊夫監修・井藤正信・佐々木聡編『比較経営論—アジア・ヨーロッパ・アメリカの企業と経営』、税務経理協会、2002年）、65ページ。
- <sup>2</sup> 正井章彦『ドイツのコーポレート・ガバナンス』、成文堂、2003年、284ページ。
- <sup>3</sup> 吉森賢『日米欧の企業経営—企業統治と経営者—』、財団法人放送大学教育振興会、2001年、261ページ。
- <sup>4</sup> 正井、前掲書（注3）、25ページ。「金融機関が企業（金融機関で無いもの）に自己資本の15%を超えて参加することは出来ない。ただし、この制限には保険企業への資本参加には適用されないことや、一時的な保有は除外されるなどの多くの例外的な措置がある。」
- <sup>5</sup> 深尾光洋・森田泰子著「コーポレート・ガバナンスに関する論点整理および制度の国際比較」『金融研究』、日本銀行金融研究所、第13巻第3号、1994年9月、42ページ。
- <sup>6</sup> 深尾・森田、同上書、47ページ。
- <sup>7</sup> 神作裕之「ドイツにおける株式相互保有の法規制と実態」『資本市場』、資本市場研究会・資本市場研究会編、通号180、2000年8月、125ページ。
- <sup>8</sup> 神作、同上書、126ページ。「A会社がB会社の発行済み株式の総数の四分の一を超えて所有する場合、B会社が所有しているA会社の株式について、B会社は議決権を行使することが出来ない。」
- <sup>9</sup> 神作、同上書、123ページ。
- <sup>10</sup> 正井、前掲書（注3）、25ページ。
- <sup>11</sup> インサイダー取引の条文を列挙する。；§12 インサイダー証券(Insiderpapiere)、§13 インサイダー情報(Insiderinformation)、§14 インサイダー取引の禁止(Verbot von Insidergeschäften)、§15 インサイダー情報の公表および報告(Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen)、§15a 取引の公表と報告(Veröffentlichung und Mitteilung von Geschäften)、§15b ストップリストの導入(Führung von Insiderverzeichnissen)、§16 記録義務 Aufzeichnungspflichten、§16a 取締役当局者の取引の禁止

(Überwachung der Geschäfte bei der Bundesanstalt Beschäftigten), § 16b 関係する情報の保管 (Aufbewahrung von Verbindungsdaten)

<sup>12</sup> 正井章彦・菊田秀雄「ドイツにおける金融サービスに対する監督の統合—ドイツ連邦金融監督庁の発足と権限の拡大—」『国際商事法務』, Vol.31No.8, 2003年, 1086ページ。ドイツ連邦金融監督庁は、①ドイツ国内の金融セクター全体の競争力を確保し、②銀行、金融サービス機関そして保険会社の支払能力の確保、③顧客及び投資家の保護の3点を目的に創設された。このドイツ連邦金融監督庁の権限拡大は、従来の監督機能が信用制度監督局、保険制度監督局そして証券監督局と分断されていたことで、金融商品の多様性を包括的に監視することが困難であったことに対処するものであった。

<sup>13</sup> 財団法人日本証券経済研究所『外国証券関連法令集ドイツ, 証券取引法・取引所法・投資会社法他』, 財団法人日本証券経済研究所編, 2004年1月, 161ページ。

<sup>14</sup> 神作, 前掲書 (注8), 123ページ。「株式会社は定款によって、一株主の議決権を保有株数にかかわらず一定のウエイト (例えば5~10%) 以下に制限する等、漸減的なウエイトにすることができる。大会社を含め20社余りが、この制限を採用している (例えば Mannesmann, Deutsche Bank, BASF, Bayer は、一株主の議決権を5%以下と定めている)。」

<sup>15</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, "Deutscher Corporate Governance Kodex", in der Fassung vom 12.Juni.2006., [http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/D\\_CorGov\\_Endfassung\\_Juni\\_2006.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/D_CorGov_Endfassung_Juni_2006.pdf) (参照 2006-12-26)

<sup>16</sup> 日本経済新聞朝刊, 2004年7月14日, 14ページ。「東京証券取引所は、東証株価指数(TOPIX)を2005年10月末、2006年2月末、同6月末の三回に分けて、浮動株を基準にした指数へ段階的に衣替えすると正式に発表している。浮動株調整に関しては、日本経済新聞社の総合経済データベース(NEDS)に収録されている各銘柄の「大株主情報 (上位最大30位まで)」「保有株式情報」を活用。いわゆる親子上場や持ち合いなど、長期保有目的と認められる株主の保有株数を発行済み株数全体から控除した分を浮動株数と定義。浮動株数を発行済み株数で割った「浮動株比率」を時価総額に乗じることで、浮動株調整済み時価総額を求める。」

<sup>17</sup> テオドール・バウムス著・丸山秀平訳「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス—制度と最近の展開—」, 『商事法務』, No.1363, 1994年8月, 70ページ。

<sup>18</sup> 財団法人日本証券経済研究所, 前掲書 (注3), 116ページ。

<sup>19</sup> Gruppe Deutsche Börse AG, "Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse Version 6.1", Juli 2004, S.11 f. [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/qdb\\_navigation/information\\_services/30\\_Indices\\_Index\\_Licensing/60\\_Guidelines\\_Short\\_Information/Content\\_Files/10\\_aktienindizes/equity\\_indices\\_guide.pdf](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/qdb_navigation/information_services/30_Indices_Index_Licensing/60_Guidelines_Short_Information/Content_Files/10_aktienindizes/equity_indices_guide.pdf), (参照 2006-12-26)

<sup>20</sup> Gruppe Deutsche Börse AG, a. a. O., S.8 f.

<sup>21</sup> Gruppe Deutsche Börse AG, a. a. O., S.9 ff.

<sup>22</sup> 正井, 前掲書 (注3), 29ページ。「プールとは、カルテルなどの行う共同計算のことで、ドイツにおいては金融会社および事業会社相互の環状結合および交差的結合(Ring- und Überkreuzverflechtungen)を形成する際に、多数の中間持株会社(Zwischengesellschaft)によって保有されている株式である。」

<sup>23</sup> Wertpapierhandelsgesetz (WpHG 4.8) 子会社についての概念規定の広義解釈で議決権の有無だけでなく、その企業に対して影響を及ぼす会社にまで範囲を広げた。

<http://wertpapierhandelsgesetz.trenkler.de/german/09wphg22.shtml> (参照 2006-12-26)

<sup>24</sup> Gruppe Deutsche Börse AG, „Historical Index Compositions of the Equity Indices of Deutsche Börse, Version 2.2“, December 2006, S. 12 ff.

[http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/qdb\\_navigation/information\\_services/30\\_Indices\\_Index\\_Licensing/60\\_Guidelines\\_Short\\_Information/Content\\_Files/10\\_aktienindizes/Historical\\_Index\\_Compositions.pdf](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/qdb_navigation/information_services/30_Indices_Index_Licensing/60_Guidelines_Short_Information/Content_Files/10_aktienindizes/Historical_Index_Compositions.pdf) (参照 2006-12-26)

<sup>25</sup> 岩田一政・深尾光洋『—シリーズ現代経済研究 11—経済制度の国際的調整』, 日本経済新聞社, 1995年12月, 192ページ。Prowse, S., "Corporate Governance in International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan, Germany", BIS Economic Papers, No.41, 1994.

<sup>26</sup> Gruppe Deutsche Börse AG, "DAX Die Gewichtungsgdateien und die Kennzahlen fuer Indexes",

[http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notescontent/gdb\\_navigation/info\\_center/20\\_Statistics/30\\_Weighting\\_Related\\_Values/INTEGRATE/statistic?notesDoc=Kennzahlen+DAX](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notescontent/gdb_navigation/info_center/20_Statistics/30_Weighting_Related_Values/INTEGRATE/statistic?notesDoc=Kennzahlen+DAX), (参照 2006-12-26)

<sup>27</sup> 日本経済新聞朝刊, 2000年10月30日, 9ページ。「ドイツ政府は2000年9月、年金改革法案を発表し企業年金の拡充を打ち出した。この改革で独企業年金の掛け金は2002年の94億ユーロから2008年には161億ユーロに増える。このうち株式市場への流入額は31億ユーロから154億ユーロに拡大する見通し。この試算は現状の運用規制を前提にしており、今回の欧州委の案を当てはめると2008年の株式投資額は300億ユーロ強、2兆7,000億円強に膨らむ。」

<sup>28</sup> 深尾光洋・森田泰子著「日本銀行金融研究所, II. 報告論文, コーポレート・ガバナンスに関する論点整理および制度の国際比較」, 『金融研究』, 第13巻第3号, 1994年9月, 41ページ。銀行の株式保有に関する規制; 金融業を営む会社は、担保株式以外の株式保有を、発行済株式総数の5% (保険業を営む会社は10%) を超えて保有することができない。(独占禁止法第10条)

<sup>29</sup> Schiereck, D., "Institutionelle Investoren: Überlegungen zur Begriffsbestimmung bzw. -abgrenzung", *Die Sparkasse: Zeitschrift für das Sparkassen- und Kommunale Bankwesen*, Berlin, Verlag für bargeldlosen Zahlungsverkehr, Jg. 109, 1992, S. 393-394.

<sup>30</sup> 金森久雄・荒憲次郎・森口親司編『経済辞典』, 有斐閣, 238ページ。「機関投資家; 有価証券への投資から生ずる収益を主要な収益源の一つとしている法人形態の投資家をいう。この為、生命保険会社はその資金の大部分が積立期間の長い責任準備金からなっており、法的枠内の中で資金供給を行う大規模な機関投資家となる。」

<sup>31</sup> Steiger, M., *Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance*, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 2000, S. 28 ff.

<sup>32</sup> 正井, 前掲書 (注3), 36ページ。

<sup>33</sup> 蜂谷豊彦・中野誠「一連載経営学のイノベーションー企業価値とコーポレート・ガバナンス」(一橋大学イノベーション研究センター編『一橋ビジネスレビュー』, 東洋経済新報社, 2003年Sum), 102~115ページ。「共有利益」とは、経営への直接的関与やモニタリングによって、企業価値が増加し、それによって株価が上昇することによる、すべての株主が享受することができる利益。「独占利益」とは、社外取締役や執行役への就任によって獲得できる金銭的報酬、優先的な業務上の取引から生じる利益、役得などから構成される。」

<sup>34</sup> Deutsches Aktieninstitut e.V.(Hrsg.), "Shareholder structure since 1991", in *DAI-Factbook 2002*, ed. by Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt a.M., 2002, S. 08.1-3 ff.

[http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai\\_statistiken.htm](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_statistiken.htm) (参照 2006-12-26)

<sup>35</sup> 財団法人日本証券経済研究所, 前掲書 (注12), 146ページ。「ファンドの受託会社は大銀行子会社の投資会社であり、その資産総額の75%を受託している。」

<sup>36</sup> 岩田・深尾, 前掲書 (注6), 192ページ。

<sup>37</sup> 正井, 前掲書 (注3), 279ページ。「英米の公的基金そして年金基金の投資額は、現在、約12兆2,000億ドル (110円換算 1,342兆円) で、米国では、毎年、約4,840億ドル (約53兆円) が公的基金に新規投資される。」

<sup>38</sup> Zugehör, R., a. a. O., S. 93 f.

<sup>39</sup> Zugehör, R., a. a. O., S. 94.

<sup>40</sup> 植竹晃久・仲田正機編『現代企業の所有と支配』, ミネルバ書房, 1999年, 14ページ。

### 第三部； ドイツの資本市場と「企業の社会的責任(CSR)」

#### 第5章 ステークホルダーのパワー構造の変容とドイツの資本市場

##### V-1. はじめに

##### V-2. 1990年代におけるドイツのコーポレート・ガバナンスをめぐる構造改革

###### V-2-1. ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス制度改革

###### V-2-2. ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則の改正

###### V-2-3. 資本市場における制度改革

##### V-3. ドイツにおける機関投資家の台頭

###### V-3-1. ドイツの家計金融資産（2001年度国別比較）

###### V-3-2. ドイツの株式所有構造（1995年・2001年度国別比較）

##### V-4. 機関投資家の台頭とパワー構造の変容

###### V-4-1. 機関投資家の台頭と投資戦略

###### V-4-2. ステークホルダーのパワー構造の変容

##### V-5. おわりに

## V-1. はじめに

1990年代以降、企業活動のグローバル化、そして高い資本効率を求めた投資資金の流れが一要因となり株式所有構造の「機関化」現象が、顕在化しつつある。このことは、ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス (Corporate Governance) のあり方に大きな影響を及ぼしている<sup>1</sup>。この株主所有構造の機関化現象が一要因となり、企業経営は、従来の長期的視点に立った経営から四半期ベースの短期的な収益重視経営へと方向転換してきている。コーポレート・ガバナンスの対象が、伝統的なアプローチである経営者と株主の関係性を議論する段階から、特にドイツにおいて経営者と株主、そして労働者を含むステークホルダーとの関係性に拡大する中で、プレゼンスを高めている機関投資家による「株価重視」の投資行動は、経営者に対してますます機関投資家を意識した企業経営を強制しつつある。機関投資家は、四半期毎に発表される企業業績を基礎とした株価を判断基準に行動している。そのために企業は、より多くの利益を、株主以外のステークホルダー、特にその多くを従業員の超過密労働ないしリストラによって達成している。このような株主以外のステークホルダーへの付加価値配分の不均衡が、是正されるためには「企業の社会的責任 (Corporate Social Responsibility: CSR)」が遂行され、多様なステークホルダーへの「公正・公平」な付加価値の配分が求められるのである。

従来、ステークホルダーの中で台頭する機関投資家は、「株価」を重視してきた。しかしながら、社会の成熟化そして機関投資家の資産総額増大に伴う「離脱」から「発言」への戦略の変更によって、新たな投資戦略に基づく投資家が、資本市場での調整役になっている。この投資家は、コーポレート・ガバナンスの目的である企業の競争力確保と不祥事防止を促進し、「企業の社会的責任」の概念を取り入れた「社会的責任投資 (Socially Responsible Investment: SRI)」を利用している。

「機関投資家」の機能は、「機関 (法人組織)」による投資家が、「個人」の投資家から運用資金を受託し、その過程で個人的な利害関係を含まない客観的判断 (「忠実義務」) において「プルードント・マン・ルール (善管注意義務)」に依拠した投資行動を行うことである。

機関投資家は、「受託者責任」により配当及び株式運用益を受託者に還元することを主な業務としている。そこで取引の複雑化する資本市場において機関投資家の役割が、重要視されることになる。機関投資家の資本市場における役割は、①企業の資金調達そして②家計の財産形成という2つの役割を持っている。本章では、資本市場における機関投資家による企業の資金調達の役割について考察する。

資本市場における企業の資金調達ニーズを機関投資家が担うことは、従来まで銀行がリスク分担

していた機能を機関投資家が担うことになる。機関投資家による企業経営へのコーポレート・ガバナンスは、企業のステークホルダーへの配慮という新たな役割が必要となる。このような考え方に立脚すれば、機関投資家は株価を形成する市場原理の限界を認識し、単一の価値基準から多様な価値基準を含んだ投資行動へ移行すべきである。

資本市場における株価形成機能は限定合理的である。これは、株価を形成する要因が、多くの不確実性（リスク）を考慮する必要があるからである。谷本・伊藤は、この限界を克服するために、現状では株価形成要因ではない、ブランドといった無形固定資産である「非財務的情報」を考慮に入れるべきとしている。これは既存の財務的指標と同様に、知的財産そしてブランドといった無形資産（非財務的指標）も加味した新しい投資価値基準である。具体的には、顧客、従業員、株主というステークホルダーが企業の無形固定資産であるブランドを創造する要因と考え、企業のフリーキャッシュフローを無形資産に配分し、有形化する手法である。この方法は、無形資産の有形化によって機関投資家のリスク低減手法として利用され、CB(Corporate Brand)法と呼ばれている<sup>2</sup>。

ドイツにおいても Warentest 社<sup>3</sup>による製品格付けといった手法により、企業価値を再検討する試みが行われている。同様に「持続可能な投資団体(nachhaltiges Investment)」<sup>4</sup>は、EU 内における大手金融機関と連携し新たな基準による企業価値の測定を試みている<sup>5</sup>。

企業は社会から要請された課題に適切に回答し、そして社会の信頼を獲得しなければ、企業の持続的な発展は阻害される。つまり、投資収益を生み出す企業業績は、ステークホルダーによる企業への正当性の付与が重要な要件となる。この意味から投資収益を追求する機関投資家は、SRI によって「社会から信頼される企業」を応援する必要がある。そこで日本における CB バリュエター等の試み、そしてドイツにおける Institut für Markt-Umwelt-Gesellschaft e.V.等から様々な基準が考案されていることは、新たな企業価値の基準を提示していくための重要な足掛かりになるであろう<sup>6</sup>。

ドイツにおける SRI は、資本市場が間接金融であること、そして、歴史的に証券市場の発達が遅れたこともあり、投資家から CSR に投資するという SRI は広く普及していない。しかしながら、ドイツは世界的に見ても優れた環境先進国であり、そして労使の経営参加が実現されている「共同決定(Mitbestimmung)」制度のもとで独自の発展形態をもつ投資（融資）手法が存在している。

現状、「企業の社会的責任」を遂行しているかどうかの評価は、評価基準が不整備なために数値化することが困難である。そのため、投資家が企業価値を計る規準は財務指標のみになる。この財務指標の公表はタイムリーな透明性確保のために、ますます短期的になっている。特に機関投資家による短期的な企業業績に対する開示要求は、分散化したステークホルダーへの適時・適切な情報開示を可能にさせる一方、企業経営・戦略の短期化、従業員への過酷な労働条件、リストラ等の社会

的な摩擦を生み出している。このように大規模な資金を委託された機関投資家の運用する巨額の投資資金が、金融の自由化、経済のグローバル化、情報通信技術（ICT）の発展を契機として、ドイツの企業経営に大きな影響を与えている。

本章においては第一に 1990 年代以降行われたドイツにおけるコーポレート・ガバナンス改革並びに第一次から第四次までの資本市場活性化策を検討する。そして第二にドイツの株式所有構造に焦点を当て、資本市場における機関投資家の位置付けを家計金融資産そして株式所有構造の国別比較を通して実証的に確認する。この際、ドイツの現状をより際立たせるために日本、そして諸外国との比較検討を試みている。第 3 にコーポレート・ガバナンス原則（制度）をステークホルダーの調整システムと捉え、「企業の社会的責任」との関連についてドイツ独自の利害二元論に基づき検討を加える。その際、株式所有構造とステークホルダーの関係性を見出すためにベイヤー（Beyer, J.）の所説に依拠し、その構造変化を捉える。最後に、以上の株式所有構造の変化により各ステークホルダー間のパワー構造が、どのように変化するかドイツの多元的企業概念によって説明を加える。

## V-2. 1990 年代におけるドイツのコーポレート・ガバナンスをめぐる構造改革

### V-2-1. ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス制度改革

1990年、戦後長い間分断されてきた東・西両ドイツが併合して統一ドイツが誕生した。その結果、ここに人口8,200万人、国内総生産(GDP)2兆1,000億ドル(1999年：米国の9兆3,000億ドル、日本の4兆5,000億ドルに次ぐ世界3番目の経済規模)というEUの中でも秀でた経済規模を持つドイツ連邦共和国(Bundesrepublik Deutschland)が誕生することとなった。しかしながら、旧東独の併合後、その経済格差是正のための大きな経済負担、冷戦構造崩壊後のグローバリゼーションの進展、EU統合の深化と拡大といった諸要因が、ドイツ経済に影響を与えている。こうしたドイツ経済を取り巻く環境変化が、資本市場に止まらず、労働市場、そして年金制度改革等の構造改革をも迫っている<sup>7</sup>。

ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスについての制度改革も同様に 1990 年代の時代背景と密接な関係をもっている。このようなドイツ経済の構造改革の流れのなかで、ドイツのコーポレート・ガバナンス問題を顕在化させた直接的契機は、1993 年末に起こった非鉄金属の上場会社メタルゲゼルシャフト社の不祥事であった。これは同社の米国子会社による石油先物取引の失敗で 13 億ドル（当時約 110 円換算で 1,430 億円）の損失が発覚したことである。このことは、大株主であったドイツ銀行の役員が派遣されていた同社監査役会による、経営の監視機能に疑問を生じさせた。その後も大企業による不祥事は頻発し、ドイツの伝統的な監査・コントロールのあり方の限界が指



摘され始めた。ドイツの株式会社のトップ・マネジメント構造は、通常の業務執行を担う取締役会 (Vorstand) と経営の監査・コントロールを担う監査役会 (Aufsichtsrat) とが機能を完全に分離する二層構造を持っている。しかしながら、企業の不祥事が相次ぐことにより、経営の監査を担う監査役会の形骸化が指摘され始めた。また監査役会を選任するのは株主総会であり、主要株主である金融機関、とくに大銀行による監査役の選出も問題視されるようになった。

ドイツにおける企業金融の方式はユニバーサル・バンク・システムである。この企業金融方式は間接金融を中心にしており、証券市場からの直接金融は付随的な機能とされていた。しかしながら、預金や長短期の与信業務はもとより、その他に株式の発行と引受けといった直接金融面での企業の資本調達全般を管理する金融機関は、メインバンク (Hausbank) として取引関係にある企業の経営に多大の影響を与えていた。このようなドイツのコーポレート・ガバナンス構造の中心に位置する「銀行権力 (Macht der Banken)」を改革し、株主総会の無機能化を是正するには、株主構造の変更を迫る改革が必要とされた<sup>8</sup>。

この改革を促進する為に 1998 年に「企業領域におけるコントロールおよび透明性に関する法律」 (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich –KonTraG-) が成立した<sup>9</sup>。この制定により商法における外部監査人の独立性の強化、株式法における株主総会の権限強化と監査役の監督権限強化、証券取引法そして経営監査士法の改正が行われた<sup>10</sup>。

また同年、国際会計基準 (IAS) または米国の会計基準 (US-GAAP) に従って作成されたコンツェルン決算書を正式の決算書と認めた「資本調達容易化法」 (Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz-KapAEG) が成立した。

その後、2000 年 1 月にはフランクフルトグループが、「Code of Best Practice」を発表し、そしてベルリングループ<sup>11</sup>が「German Code of Corporate Governance-GCCG-」を公表した。このフランクフルト企業統治原則委員会の基準は、法的な観点から作成されているのに対して、ベルリン企業統治改革グループの GCCG は、第 2 章で取り上げた A.ベルダーを座長に効率的な資源配分に重点を置いた概念を取り入れ作成されている。

2000 年 5 月、「コーポレート・ガバナンス企業経営—企業に対するコントロール、株式法の現代化」 (Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts) に関する政府バウムス委員会 (eine Expertenkommission “Corporate Governance”)<sup>12</sup>が組織され、同年 7 月「透明性および公開性のための会社法および貸借対照表の更なる改革のための法律案 (透明性および公開性のための法案)」 (Transparenz-und Publizitätsgesetz: Gesetz zur weiteren Reform des Aktienrecht und

Bilanzierung ,zu Transparenz-und Publizität : TransPuG)として最終報告書を提出し<sup>13</sup>、同年9月には、ドイツ・コーポレート・ガバナンス・原則策定委員会が設置された。2002年2月26日に同委員会委員長にティセン・クルップ社監査役会議長のクロメ(Cromme,G)が就任し<sup>14</sup>、「ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則」が公表された<sup>15</sup>。

## V-2-2. ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則の改正

以上の点を踏まえて、2005年6月2日に改正された「ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則」の監査役会規定について検討を加えたい。

ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則は、2つの目的を有している。

- イ) ドイツの企業のトップ・マネジメント構造の特殊性を認め、この独自な特質を明確かつ簡素な文章で提示すること。
- ロ) グローバルな資本市場参加者に、特徴的なドイツ型トップ・マネジメント構造を理解させる為に必要な原則を提示することである<sup>16</sup>。

またドイツ・コーポレート・ガバナンス原則は、72の勧告規定(Empfehlungen)と19の推奨項目から成り立っている。勧告規定(=開示義務)については「~すべきである」(Sollen)そして推奨項目(=自主規制)には「~することが望ましい」(Solite)または「~できる」(Können)という助動詞による倫理指針となっている。

ベルダーによる「コーポレート・ガバナンス原則の勧告規定と推奨項目の変更(Umsetzung der Empfehlungen und Anregungen des Deutsche Corporate Governance Kodex)」<sup>17</sup>における調査において、DCGKは、企業規模が大きいほど遵守されているとの結果を得ている。つまり、企業行動がグローバルな企業(上場大企業)、特に資本調達面でニューヨーク証券取引所に上場している企業は、サーベンス・オクスリー法を遵守し、機関投資家の開示要請に答えるため、専門部署を設置していることを理由としている。

また、同研究所は、同様の調査を前回2003年5月に改訂されたDCGKについても行っている。その結果、勧告規定そして遵守項目ともに大企業以外の中小企業においても広範囲の回答を得ており、中小企業を含んだ広い範囲からの回答によりDCGK遵守の裾野が広がったことを示すものとして注目される。

では、今回改正されたDCGKにおいて、注目される点は以下の通りである

- 5.4.3. 「監査役員の個別選挙」；監査役員の選挙は個別に行われるべきである。監査役員の法的

な選出に関する申請は、選挙の行われる次期の株主総会までに決定するべきである。また、監査役会議長の候補者選定は株主に公表されるべきである。

- 5.4.4 「監査役会議長の選任要項」；監査役会議長または監査役会の各種委員会における委員長の交代は、選挙前の執行役会長または執行役の就任が通例（横滑り人事）になってはいけない。

以上の条項は、監査役員の選任に関して人的そして業務上の関係を除外し、独立性を高めた点で評価される。

同様にドイツのコーポレート・ガバナンス改革に影響を与える法改正は、2005年9月の「企業の健全性と総会決議の取消に関する法規制の現代化のための法律 Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)」である。この改正によって、株主代表訴訟の導入、つまり取締役員の責任の追及が容易になっている。株主による訴えの提起に関しては、会社資本の5パーセントの所有が要件ではなくなり、その基準が資本の1パーセントもしくは10万ユーロの持分に縮小された<sup>18</sup>。この改正によって、少数株主による取締役への責任追及が容易になっている。

### V-2-3. 資本市場における制度改革

ドイツは競争力ある魅力的な経済活動の場および金融の立地を促進することを政策目標とし、資本市場法（資本市場活性化法- Finanzmarktförderungsgesetz -）と会社法（コーポレート・ガバナンス改革）の改正を相互に関連を持たせて行っている<sup>19</sup>。「金融立地としてのドイツ(Finanzplatz Deutschland)」というスローガンを掲げて、資本市場における大幅な構造改革が行われた。このような欧州域内におけるグローバル化の影響を受け、一連の資本市場活性化策によって個人の老齢保障を意識した金融資産形成（リースター年金）が、実現されてきている<sup>20</sup>。従来、間接金融を基本としたドイツ証券市場は情報の開示が他の諸国の証券市場に比べて不十分で、閉鎖的であるとしばしば批判されてきた。その為、社会的市場経済体制を基本としたドイツの資本市場は、投資家保護の観点から従来の資本市場制度を改革する必要に迫られたのである<sup>21</sup>。

ドイツにおける資本市場活性化策には以下のものがある。すなわち「第一次資本市場活性化法」の制定(1990年)、EU「投資サービス指令」の国内法化のために「第二次資本市場活性化法」の制定(1994年)、そして1996年の「投資と雇用のための行動プログラム」の資本市場に関わる措置として「第三次資本市場活性化法」(1998年)の制定がこれである。その後、2002年に「金融立地たるドイツの更なる発展の為の法律案(第四次資本市場活性化法)」が発表され、現在に至っている<sup>22</sup>。

1. 「第一次資本市場活性化法」:1990年にEUの市場統合を意識したドイツ資本市場改革として制定された。内容は株式・外債などに売買代金の0.25%、金融債・公社債に0.1%課されていた有価証券取引税の廃止(91年1月実施)、資本投下税、手形税の廃止(92年1月実施)、EU「投資信託指令(UCITS)指令」の国内法化、投資信託の対象の拡大等である。1993年にはフランクフルト証券取引所を中心に他8ヶ所の証券取引所の上部組織にドイツ取引所株式会社が設立された<sup>23</sup>。1994年には「小規模な株式会社と株式法の規制緩和のための法律」が制定された。これは従業員数500名未満の会社の場合に「共同決定法」の適用が免除されるというもので、株式会社設立を促進させた。
2. 「第二次資本市場活性化法」:同法案は1994年7月にEU「投資サービス指令」の国内法化のために制定されている。同時期に「証券取引法」(Wertpapierhandelsgesetz/WpHG)が制定され、第3章にインサイダー取引、議決権持分の移動状況の開示そして証券業者である証券サービス業者の行為規制に関して規定している。そして、従来、連邦銀行監督庁の下にあった証券取引の監督体制は、連邦証券取引監督庁として独立させ、証券業務に関する監督機関として責任と権限を一元化した。また、証券取引の監視体制の充実と並んで、証券取引を円滑に行う為の規制緩和が、証券取引関連法に規定されている。その影響は投資会社法、取引所法、販売目論見書法そして寄託法に波及している<sup>24</sup>。
3. 「第三次資本市場活性化法」:連邦政府による1996年の「投資と雇用のための行動プログラム」の資本市場に関わる措置として1998年に制定された。これにより取引所法、証券取引法、投資会社法、企業参加会社法、株式法、信用制度法等20以上の法律の改正が行われた。とくにここでは、資本参加会社法における免税であるが、「従来、出資期間が6年を超えた場合のキャピタルゲインのみ免税であったのが、出資期間が1年に短縮され、その際に生じるキャピタルゲインも免税」となった。
4. 「第四次資本市場活性化法」:2002年1月18日に「金融立地たるドイツの更なる発展の為の法律案」が政府草案として発表され、同法が制定された。<sup>25</sup>改正項目は証券取引法、取引所法・取引所上場登録規制、販売目論見書法・販売目論見書規制、投資会社法である。また、2002年に「金融監督の統合に関する法律」(Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht: FinDAG)が制定された。この法律により第一次資本市場活性化法で設立された金融分野に関する監督機関である①信用制度監督庁②保険監督庁そして③証券取引監督庁の上部組織に業種・業態の垣根を越えて金融市場全体をカバーする金融サービス監督庁が設立された。

### V-3. ドイツにおける機関投資家の台頭

#### V-3-1. ドイツの家計金融資産（2001年度国別比較）

1990年代以降のドイツの企業金融は、経済のグローバル化と金融の自由化を背景に株式所有構造を変容させてきている。ここでは株式所有構造の検討においてドイツの状況を際立たせるために代表的な日・独・米「家計金融資産の比較」と独・日・米「株式所有構造」から、各国資本市場における特徴を検討する。この検討を行う意味は、資金の「需要」と「供給」を捉えるためである。

資本市場における社債と株式の持つ機能は、債券が「公共債」、「金融債」そして「社債」に分類され、主な機能に債務証書として償還日までの利息、そして満期日には額面金額の償還がある。株式は、株主の地位を総表する有価証券であり、特徴的な権利として①残余財産請求権、②利益配当請求権、③議決権がある<sup>26</sup>。ここでは「家計」の貯蓄部分が、資本市場の資金「供給」部分と考えられ、企業の資金調達も、資本市場の資金「需要」部分になる。また企業の資金調達が「銀行」を仲介した調達行動（間接金融）か、または「機関投資家」を仲介しているか（直接金融）の違いを検討し、仲介機能が「銀行」から「機関投資家」に移行している動向を最近のデータに依拠して明らかにする。勿論、家計からの直接金融もIT化によって目覚ましい増加を遂げているが、本章においては「銀行」から「機関投資家」への資金の仲介機能に重点を置くことにする。

「日・独・米の家計金融資産構成（2001年）」を手掛かりとして、日・独・米の3カ国の企業の資金調達方法を検討しよう<sup>27</sup>。資金の供給者たる「家計」の貯蓄部分（金融資産）は、①現金・預金、②債券、③保険・年金準備金、④投資信託、⑤株式・出資金、⑥その他の6つの金融資産要素から構成されている。金融資産の個々の要素は、その背景にリスク許容度を表していると考えられる。つまり、リスクとは元本保証に関するリスクを表している。この資産構成要素に依拠すれば資産保有リスクは、①から⑥の順に高くなっている。また金利の高低に比例しリスクは変動する。一般にリスクの減少要因は、投資主体に関する情報の透明性であると考えられている。エージェンシー理論で考えられる、エージェントたる経営者とプリンシパルたる株主の情報の非対称性が、金利の高低に依存しているのである。

以上の前提から各国の金融資産の性質を検討すると、リスクの低い①現金・預金の金融資産全体に占める割合は、日本54%・ドイツ34%・米国11%であり、逆にリスクが高い⑤株式・出資金のそれは、日本7%・ドイツ14%・米国34%となっている。反対に情報の透明性がリスクの減少要因と考えれば、プリンシパルたる家計からエージェントたる企業への資金供給に関する情報の透明性は、日本 ≤ ドイツ ≤ 米国と考えられる。同様の概念をドイツの高い「現金・預金」の比率に依

用すると、情報の透明性が低いために「銀行」による仲介を経て、つまりリスクを低減させるために金利も同様に低くなるのである。勿論、ドイツの間接金融体制は、第二次世界大戦後の復興に貢献した手段であり、伝統的な資金調達手法である。

また 2001 年現在、各国の金融資産総額は、日本：1,463 兆円・ドイツ：495 兆円・米国：3,575 兆円となり、機関投資家が媒体する代表的な金融資産は、③保険・年金、④投資信託であると仮定すると、機関投資家の資産規模を、日本：416 兆円(29%)、ドイツ：198 兆円(40%)、米国：1,466 兆円(41%)と計算することができる。

個人投資家から機関投資家への資産委託を表すために、家計部門の②株式・出資金によってリスク許容度を検討するが、日・米・独における個人企業の株式保有に関する統計算出規定の差があるため、上述の機関投資家の資産規模の計算には加算していない。しかしながら、「株式・出資金」に焦点をあて、統計的な計算方法を同一化した場合、その規模は日本：123 兆円(8.4%)、ドイツ：70 兆円(14%)、米国：750 兆円(21%)となる。

深尾 (1995 年) は、「アメリカ、日本、ドイツにおける株式所有分布 (推定された投資目的別)」から個人株式所有を 1990 年からの 10 年間で比較検討すると日本:20%→8.4%、ドイツ:4%→14%、アメリカ:30-35%→21%となっており、日本とアメリカにおける個人所有は減少し、ドイツにおいては激増していることが明らかになる<sup>28</sup>。これは、ドイツにおいて同族企業からの支配関係が、変容していることを表している。つまり、上場企業の時価総額 (対 GDP 比) を見るとドイツ 70 兆円 (28%)、日本 481 兆円 (100%) そして米 400 兆円 (250%) となり、ドイツの株式市場規模が小さいことがわかる。また、2004 年度のドイツの企業総数を検討すると、296 万 (法人 90 万、個人 206 万) である。法人の中で株式会社数が全体の 0.8%であり、全体の 51%が有限会社(GmbH)の形態であることが特徴であり、加えて株式所有主体の観点から「銀行権力」と同じく所有主体として存在している人的結合形態である合名・合資会社の比率は、42%を占めている<sup>29</sup>。このドイツにおける合名・合資会社形態の高い比率は、法人の中で株式会社形態より「人的結合」を基礎とした同族的企業が、依然として大多数を占めているということである。

### V-3-2. ドイツの株式所有構造 (1995 年・2001 年度国別比較)

次にドイツの株式所有構造をより鮮明にするために、「ドイツ・日本・米国<sup>30</sup>の株式所有構造 (1995 年と 2000 年比較)」を利用して、ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの仲介機能が「銀行」から「機関投資家」へと、どの程度、変化しているかを検討する。

以上の検討において独・日・米の株式所有構造は、①家計、②企業、③政府、④銀行、⑤保険・年金、⑥投資信託、⑦外国人という要素から成り立っている。次に、上述の6つの要素から⑤保険・年金そして⑥投資信託の合計が、機関投資家を表す主体と規定し、1995年から2001年までの推移を見ると以下のような結果を得た。

○「機関投資家」の保有割合：ドイツ12%→29%、日本21%→18%、米国42%→47%。

これに対して、

○「銀行」の保有割合：ドイツ13%→13%、日本24%→19%、米国3%→2%である。

「機関投資家」と「銀行」の保有割合の変化は、ドイツと日本において顕著であった。まず、ドイツにおける「機関投資家」の上昇幅が大きいことである。理由としては、1990年代以降に試行された資本市場の活性化策がある。代表的な措置として、企業経営の透明性と開示のための法律(Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich-KonTraG-)、資本調達容易化法(Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz-KapAEG-)、キャピタル・ゲイン課税の軽減そしてリースター年金等の制度改革が挙げられる<sup>31</sup>。

これに対して「銀行」の要素変化は、日本において減少している。この理由を宮島(2003年)は、90年代以降の株式持合いは、持合いを持続させる企業群と持合いを解消する企業群に分けられると実証的に説明し、「銀行」の株式保有のポートフォリオが著しく劣化したことを指摘している<sup>32</sup>。このことから「銀行」による仲介機能が低下し、また日本における「機関投資家」の株式保有比率も減少していることを加味すると、外国人投資家のポートフォリオは相対的に比較優位であると考えられる。つまり、日本の「銀行」および「機関投資家」の資産内容は、1990年以降、「バルブ崩壊後の株価の急落」を受けて著しく劣化し、外国の「銀行」と「機関投資家」の資産内容が、優位になったということである。事実、2005年度の外国人投資家による日本株の保有比率は、「株価」を反映した「金額ベース」で23.7%（前年比Δ2.2%）そして「相場」を反映した「単元ベース」で21.9%（前年比Δ1.9%）に上昇している<sup>33</sup>。金額ベースと単元ベースでの差からも明らかなように、外国人の日本株購入意欲は、株価上昇を伴っても衰えていないことが伺える。

機関投資家は投資家から資金を受託し、自らの投資判断において証券投資を行う主体である。従来までの銀行借入れを中心とした企業の資金調達機能が機関投資家に移行するのであれば、企業と出資者間の情報の非対称性に関するリスク配分も銀行から機関投資家に委譲されるべきである。しかしながら、単一の評価基準しか持たない機関投資家の判断基準は、不確実性が増大する中、高いリスク配分を強制される。機関投資家はその高リスクを回避しようと行動し、株式の分散投資を行う。この株式の分散投資には、例えばTOPIX, MSCI, DAX等の株式指数をベンチマークにした株

式分散保有形態が取られる。しかしながら、機関投資家の受託資産の増大に伴い、受託資産配分の分散効果が、各証券市場の時価総額に匹敵するほどに膨大になり、分散投資におけるリスク回避効果が低減してきている。そこで機関投資家は、更なるリスク回避行動として個別企業への情報の開示と収益上昇のためのコスト削減を企業に強いることになる。コスト削減を迫られる企業経営者は、人件費等の固定費削減を行う。一連の機関投資家によるリスク回避行動は、株価が企業のファンダメンタルズと整合的であることを前提として、企業業績（株価）上昇という効果をもたらす一方、労働者の超過密労働の強制やリストラ等の社会的摩擦を生み出している。

#### V-4. 機関投資家の台頭とパワー構造の変容

##### V-4-1. 機関投資家の台頭と投資戦略

これまでの検討から、日本とドイツの資本市場において、特に企業の資金調達の供給と需要という側面から「銀行」と「機関投資家」の仲介の程度を考察した。その結果、日本において「銀行」と「機関投資家」の仲介機能が弱体化し、外国人投資家がプレゼンスを上昇させたこと、そしてドイツにおいては資本市場活性化策によって「機関投資家」のプレゼンスが上昇したことを確認できた。また、以上の検討において特徴的なことは、グローバル化の進展により両国の資本市場における外国人投資家のプレゼンスが上昇したことである。

日本における機関投資家の台頭の理由は、株式の相互持合い関係の解消によって株式が売却され、その売却された株式を主に外国の機関投資家が購入したことが最大の要因である。

最近の研究においては、企業の収益は、景気拡大による需要増そして債務・雇用・設備（3つの過剰）の削減効果によって増加してきている。しかしながら、企業の収益改善からのキャッシュフロー増加分より、傾向的に設備投資、雇用増（給与・賞与増）そして他のステークホルダーへの支出が小さいことが指摘されている<sup>34</sup>。これは企業内部にキャッシュフローが滞留していることを表し、したがって、企業の内部留保の増加を意味している。企業のステークホルダーへの分配に対するインセンティブが小さいことについて、個別企業の財務データから企業行動を調査した結果、「バブル崩壊での過剰債務への警戒感」が指摘されている。この警戒感は、一方では企業の投資・配当等を抑制し内部留保を蓄積するといったリスク回避的な行動と受け取られるが、他方においては将来への長期的、あるいは持続可能な企業活動に投資しているとも考えられる。

しかしながら、株価の上昇または株式の配当増を望む外国の機関投資家が台頭するに従い、株価が内部留保に比較して割安に放置されている（PBRが1以下の）企業（「割安銘柄」）に投資するValue



投資戦略がある。

株価が割安に放置されていた企業は、景気の回復によって内部留保を増加させ、安価な株価を放置したために「敵対的買収」の危機にさらされている現実もある。このような企業は、バブル時代に土地を担保に多くの借入れを行っていたために、過剰な金利払いを前提とした有利子負債よりも、エクイティ・ファイナンスで資金調達を行っていたのである。しかしながら、一方では自社株買いの解禁によって財務的な健全性を高め、ストック・オプションのような社員のインセンティブ確保、また他のステークホルダーへの配分を行う企業も存在している。

「企業の社会的責任」に関する議論は、機関投資家の「発言」戦略においては重視されてこなかった。外部圧力としての機関投資家による内部留保に関する分配提案は、配当の確保である。しかしながら、ステークホルダーの一主体である株主に内部留保の大部分が還元される傾向は、株主が企業の「所有者」である点から正当化されているが、「所有者」である株主は、情報の非対称性から限定合理的な判断を下している。そのために、特に従業員を中心としたステークホルダーへの負担増から生み出される実情を軽視する傾向がある。

ドイツにおいても理由は異なるが、機関投資家が台頭している。その理由として資本市場活性化策とEUの進化と拡大というグローバル化の影響の2点が考えられる。第一に2001年の資本市場活性化策の一環であった課税面での優遇策を説明することにする<sup>35</sup>。この期限付き税制優遇措置は、従来の「銀行権力」および「株式所有ネットワーク」に大きな影響があったとされている。具体的な内容は、株式の投機的売買に関しては総合課税（19.9～48.5%＋連帯付加税(税額の5.5%)）を適用し、それ以外の長期的な保有に関する売却益への原則非課税を適用したことである。このキャピタル・ゲイン課税の軽減措置は、ドイツの閉鎖的な資本市場の活性化を図る政策的な意図があった。つまり、一方では資本市場を活性化させ、他方においては短期的な売買をできる限り抑制し、長期的な視点に立脚した投資行動を推進させるということである。しかしながら、この政策に必要な育成された投資家は、閉鎖的であったドイツの資本市場では少数であった。このため、政策的な株式の大量放出によって市場の混乱を呼ぶ危険性があったため、投資信託および年金基金の運用を行う高度に専門教育を受けた機関投資家が、必要になったのである。この意味からドイツにおける機関投資家の役割は、資本市場改革の受け皿的な機能を担っているのである。加えて、1990年代後半からの投資信託購入の優遇措置により、一般投資家の購入残高も拡大している。そこで、投資家保護の観点からの規制強化が、コーポレート・ガバナンス原則として導入され、投資行為の長期的な運用、そして資本市場活性化に貢献している。

従来、銀行がコーポレート・ガバナンスの仲介機能を担っていたドイツと日本の金融構造は「経路依存的」であり、戦後の廃墟からの活性化・発展する上で大きな役割を果たしてきた。戦後の物

資不足からの経済発展は、この経路依存的な企業の資金調達システムにある。厳密に言えば、日・独両国の戦後の占領軍による統治政策の違いから、ドイツにおいては地域分散的な企業金融システムが構築され<sup>36</sup>、日本においては GHQ の諸改革により政府主導による間接金融体制への移行が行われたのである<sup>37</sup>。その後の 1970 年代半ばまでの高度経済成長を経て、90 年代以降の経済環境の変化による低成長下、資本市場における制度は、再び「銀行」から「機関投資家」への仲介機能の移転が行われつつある。また最近の動向を見ると 1996 年から 2001 年までの日本・ドイツ・米国における企業の資金調達の手段は、銀行仲介によるものが日本：45%そしてドイツ：60%と高いのに対して、米国は 23%に留まっている。もともと米国における金融システムは、「競争的な資本主義モデル」であり、日本とドイツで行われている「共同体的資本主義モデル」とは資本主義の発展形態が歴史的に違っている<sup>38</sup>。きわめて簡潔に言えば、「競争的な資本主義モデル」での金融仲介機能が「機関投資家」であり、「共同体的資本主義モデル」が「銀行」から提供される機能であると理解することができる。さて、米国における「機関投資家」の役割は、年金市場におけるシステムが日本とドイツ（賦課方式）と米国（給付方式）とでは異なっているために、運用元本の規模が異なっている。1993 年には、莫大な運用元本を運用する米国の機関投資家の株式保有割合は、米国の株式発行総額の 46.9%を占めている<sup>39</sup>。このような莫大な運用資産は、労働者から受託した年金資金である。1970 年代初頭には年金基金が「アメリカ株式会社」の主たる所有者であるとのドラッカー（Drucker, P.）の「見えざる革命」（the unseen revolution）の指摘はつとに知られている。

#### V-4-2. ステークホルダーのパワー構造の変容

本章の主たる目的は機関投資家の株主利益の実現と「企業の社会的責任(CSR)」との調和の可能性を考察することであり、両者は、従来対立的に捉えられてきたが、多様なステークホルダーの諸利害と「洗練された資本市場」における株主利害とは「社会的責任投資(SRI)」の応用によって調和させる可能性が存在するとも考えられる。そこで、次にドイツと日本における株式所有構造の変化がもたらした、ステークホルダーとのパワー（権能）構造の変化を考察する。その際、株式所有構造の類型化を試みたベイヤー(Beyer, J.)の所説に依拠し、ドイツの「利害多元的モデル」への援用を試みる<sup>40</sup>。これは CSR を基礎とした SRI の投資手法が、ドイツおよび日本において従来から存在する「自己拘束的なシステム」である「共同体的資本主義モデル」と整合性を有することを確認する作業になるからである。

ドイツにおける資本結合は複雑なネットワークを形成しており<sup>41</sup>、その結合関係はベイヤーの所

説によると4つの類型(Typologie)を提示している<sup>42</sup>。

- ① 相互持合いによる結合(**Reziproke Clique**)：ドイツにおける所有構造の中でめずらしい例である。この結合はアリアンツ保険とミュンヘン再保険での株式の相互持合いが代表的である。
- ② 星状の結合(**Stern**)：コンツェルン形態に顕著に見られる結合形態。
- ③ ピラミッド状の結合(**Pyramide**)：支配資本の節約<sup>43</sup>を可能にする形態で、4つの結合関係の中で圧倒的に選好されている。(資本結合関係 49.5%、人的結合関係 58.4%)
- ④ 円環状の結合(**Kreis**)：ドイツの銀行、保険会社、大企業の結合に顕著に見られ、外的からの防衛手段として形成されている<sup>44</sup>。

この4つの企業間結合の形態は、実際には複雑に絡み合っており、ベイヤーの所説から③ピラミッド状の結合形態が、結合形態の約半分を占め、独占委員会100大企業の株式所有構造を考慮すると<sup>45</sup>、構造的に上部に金融機関からなる④円環状の結合が構成され、その下に③ピラミッド状の結合(コンツェルン)そしてコンツェルンがあり、さらにコンツェルンの結合関係の約20%が②星状の結合を形成していると考えられる<sup>46</sup>。

また日本における株式所有構造は、一般的に企業相互の株式持合い構造とメインバンクが考えられる。ベイヤーは、①相互持合い関係の中で丸山の「水平的および垂直的系列」を挙げ、中核的企業からなる相互持合い関係を説明している<sup>47</sup>。また1994年のプローズ(Prowse, S.)の「株式保有の集中状況」の研究から上位5株主の保有シェアがドイツ42%、日本33%に対して米国25%とドイツと日本が上位に集中し、米国は所有構造が細分化し、日本においては長期的な取引関係を前提としたメインバンクを中心とした企業相互の持合い構造が存在することを明らかにしている<sup>48</sup>。また、日本における株式所有構造に関して宮島(2003年)は、90年代後半において株式持合いについて精緻な検討を行い、90年代以降の株式持合いは、持合いを持続させる企業群と持合いを解消する企業群に分けられるとの分析結果を実証的に説明している<sup>49</sup>。

上述の研究にI-2で検討した近年の日本における「銀行」と「機関投資家」の仲介機能の弱体化、それによって外国人投資家がプレゼンスを上昇させたこと、そしてドイツにおいては資本市場活性化策によって「機関投資家」のプレゼンスが上昇したという変化を加味することによって、「機関投資家」と企業を取り巻くステークホルダーとの新たなパワー関係が明らかになる。視点を変えると「銀行」によって行われてきた調整機能が、「機関投資家」に委譲されるにしたがい、債権者と残余財産請求権者との権利関係の相違が、その他のステークホルダーの権利を拡張させることになったのである。

次にドイツと日本において同様に検証された、両国の資本市場が、グローバル化の進展によって

外国人投資家のプレゼンスを上昇させたことについて検討する。従来ドイツ国内に存在していた強固な株式結合形態は、欧州連合(EU)の深化と拡大により変容している。ドイツにおける株式所有構造は従来「銀行権力」を中心とした強固な結合関係にあった。しかしながら、ドイツの企業活動がグローバル化し、企業活動の範囲が国境を越えて拡大することによって、株式所有構造も変容することになったのである。この変容は、EU 域内における企業の合併・買収 (M&A) の増加からも明らかである。例えば、「銀行権力」の変化として2つの例を挙げる。

1. 2005 年、イタリアの銀行大手ユニクレディトがドイツ第 2 位の銀行ヒポフェラインスバンク (HVB) を総額 200 億ユーロ (約 2 兆 6 千億円) で買収したこと<sup>50</sup>。
2. 2002 年の株式売却益非課税措置を受けて独アリアンツ保険がドレスナー銀行を買収し、その過程で独アリアンツ保険は、ミュンヘン再保険との間で持ち合っている相互株式保有比率 24.9% を約 20% に引下げたことである。また、アリアンツ保険とミュンヘン再保険との持ち合い構造の変化は、ドイツにおいては特徴的な相互持ち合い関係であり、プローゼの上位 5 株主の保有シェアの研究からも明らかのように、株式の分散化傾向を端的に表している。

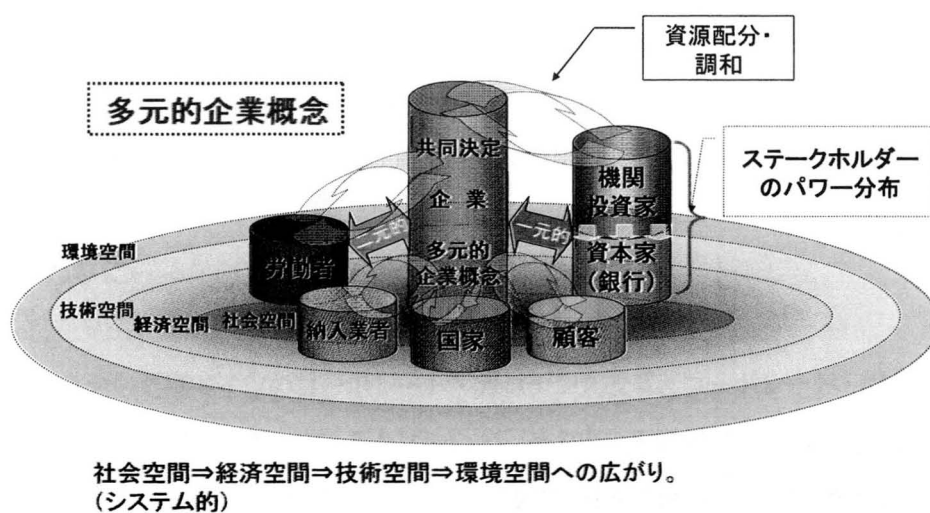
勿論、「銀行権力」を中心とした株式所有構造は政策的な意図もあり変化しているものの、核心をなす部分は依然として強固な結合関係を維持していると考えられる。しかしながら、ドイツの金融機関は、金融業務のグローバル化、企業の資本調達手段の多様化そして「銀行権力」に対する制度的抑制を背景として金融機関と企業間そして企業と企業間の調整役から独自の資産効率の向上への経営の転換を行いつつある。このような独占的・巨大産業企業と巨大金融諸企業との関係性の変化は、企業の経営環境の効率化を図る一方、企業内の慣性に基づいた環境変化への対応が緩慢に進行している部分であると言える。

ドイツにおける「銀行権力」の変容は、債権者と残余財産請求権者との権利関係の相違から生じるとも考えられる。従来、日々の決済業務をも監視できていた「銀行」と、四半期毎の決算報告に基づく情報によって資金供給を行う「機関投資家」とでは、後者のほうが情報の透明性確保が困難になる。もちろん、株式を公開している大規模公開会社においては、近年、会計情報の管理は情報通信技術を活用した「即時管理」が行われているために、従来と比較すれば、情報の非対称性は、格段に改善している。

図V-1 は、ドイツにおける企業とステークホルダーの関係を表している。ドイツでは長い間、アングロ・サクソン流の出資者の利益追求 (利害一元的 - 資本志向的 : *Interessenmonistisch-kapitalorientiert*) を第一義とする企業体制ではなく、企業を取り巻くステークホルダーの多様な利害関係の調整を実現する利害多元的 (利害多元的 : *Interessenpluralistisch*) な

企業体制の構築が追求されてきた<sup>51</sup>。このことの具体的発現形態が、企業の最高意思決定機関に出資者代表だけではなく、従業員・労働組合代表をも制度的に参加させる利害二元的な「共同決定法(Mitbestimmungsgesetz)」にあることもつとに知られている。この制度は、一連の法律から構成されているが、なかでも従業員数2,000人以上の資本会社に適用される、1976年「共同決定法」<sup>52</sup>がもっとも良く知られている。これによれば、「執行役員(Vorstand)」と「監査役会(Aufsichtsrat)」からなる「二層型」トップ・マネジメントにおいて、執行役員と監査役会役員との兼任は禁止され、監査役会が執行役員を選任する人事権を持つこと、監査役会の議席数は、2,000人以上10,000人未満で、12議席(労働側:資本側の関係6:6)、10,000人以上20,000万人未満が16議席(8:8)そして20,000人以上が20議席(10:10)で構成されている<sup>53</sup>。しかしながら、労働側代表として管理職代表(Leitende Angestellte)1名が入ること、そして必ず資本側代表から選出される監査役会議長に労使同数の議決採択の場合、2票目の権利が付与されることを考慮すると、対等性の確保は形式的に止まり、依然として資本側が優位となっている。

図V-1 ドイツの多元的企業概念



出所: 1. Ulrich, H.: Unternehmenspolitik. S.67, Bern-Stuttgart 1978.  
 2. Eberhard Seidel, Heiner Menn; Ökologisch orientierte Betriebswirtschaft, S.29 Kohlhammer, 1988.  
 "Antropogene und natürliche Umwelt der Unternehmung", 一部筆者加筆修正

近年のコーポレート・ガバナンス改革では、社外の監査役員の選任に関して人的繋がりや取引上の関係を排除し、独立性を高めるコーポレート・ガバナンス原則の改定が行われている。しかしながら、「銀行権力」が変容するのと同様に、共同決定法はEUの進化と拡大に影響を受け、徐々にその制度的特質を変化させている。特徴的な変化は2004年に最初の「欧州会社(Societas Europaea, SE)」

が誕生したことによって顕在化している。30年を超えるSEの設立過程において常に議論されてきた「従業員の経営参加」は、ドイツの水準と比較するとかなり後退している。EU域内において合併によってSEが設立される場合、すでに共同決定を行っている参加会社の従業員数が全従業員の25%を下回る場合には、共同決定を回避することもできる。また同様の条件で、持株会社または子会社の形式でSEが設立される場合、従業員数が50%以下であれば共同決定は強制できなくなっている<sup>54</sup>。

図V-1は、ドイツの企業を取り巻く環境が大きく変化する中で、ドイツにおける多元的企業概念におけるステークホルダー間の関係性を図示している。ドイツを取り巻く環境変化で特徴的な現象は、「銀行権力」の相対的低下、そして欧州域内における「共同決定法」の適用除外を可能にさせる新たな「欧州会社法(SE)」の成立である。このように各ステークホルダーとのパワーバランスの変化が、企業意思決定に影響を与え、その状況に依存して状況適的な柔軟な意思決定を誘引している<sup>55</sup>。

このステークホルダー間のパワー構造の変化は、「効率モデル」と「権力モデル」を要因としている。つまり、企業の意思決定は、一方ではアングロサクソン型の株主重視の判断、つまり「効率モデル」の側面を持っており、そして他方においては、ドイツの共同決定を基礎とした安定的な労使関係（「権力モデル」）を実現するという、両者の関係性を組合せた「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」的な意思決定を行っているのである。また、現実には多くのドイツにおける上場公開企業は、アングロサクソン型そしてドイツ型資本主義を経営環境に対応して柔軟に適用しているのである。

## V-5. おわりに

以上、本章においてはドイツのコーポレート・ガバナンス改革とコーポレート・ガバナンス原則が、どのように資本市場に影響しているかについて、その変化を鮮明にするために日本・米国との株式所有構造の比較を参考に考察を加えた。また、機関投資家の台頭は、比較対照の国において顕在化してきている。そこで、機関投資家の株主利害と「企業の社会的責任」との調和は、従来対立的に捉えられてきたが、機関投資家の投資戦略の変更を基礎とした多元的企業概念、SRIの導入によって両立可能であると考えられる。

理由として以下の4点が挙げられる。

1. ドイツにおいては1998年に「企業領域におけるコントロールおよび透明性に関する法律(KonTraG)」そして同年に国際会計基準(IAS)または米国の会計基準(US-GAAP)に従って作成さ

れたコンツェルン決算書を正式の決算書と認めている「資本調達容易化法(KapAEG)」、2000年7月「透明性および公開性のための会社法および貸借対照表の更なる改革のための法律案(透明性および公開性のための法案) (TransPuG)」そして2002年2月「ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則」が公表されている。

2. 会社法関連の改正が行われるのと同時に第一次から第四次にわたる資本市場活性化策が打ち出された。特に1994年の「証券取引法(WpHG)」の制定は、ユニバーサル・バンク・システムにおける融資と出資の分離を実現させ、投資家保護のための透明性を確保している。
3. 1990年代以降の各国における株式所有構造の比較において、日本においては、「バブル崩壊」後の株価の長期的崩落、株式の相互持合いを解消する企業と継続する企業との、銀行と企業双方による選別が進められた結果、「銀行」および「機関投資家」の資本市場におけるプレゼンスは減退するとともに、その持合い株式放出の受け皿になった外国人投資家が発言権を強めた。ドイツの場合には、「資本市場活性化策」によって従来の調整役機能を果たす主体が「銀行」から「機関投資家」に移行するところとなった。また両国の資本市場において同時に起こった現象は、外国人投資家のプレゼンスの上昇であった。
4. 株式所有構造が変容したことによって、日本とドイツにおけるステークホルダー間のパワーバランスが変容し、社会からの正当性の獲得には、株主重視の一元的な概念規定をドイツ固有の二元的、そして多元的概念に適合するよう見直し、多様なステークホルダーへの「公正・公平」な付加価値の配分が行われ、企業が長期・持続的に発展することが求められる。
5. その際、「企業体制論」から把握されるコーポレート・ガバナンスは「多元的企業概念」に立脚していることを確認し、またCSR論にも同様に、企業による「利益極大化」行動より、「付加価値創造」を強調し、「生活の豊かさ」を実現するためのステークホルダー間での公正な分配が重視されてきていることが確認された。

---

【脚注】

<sup>1</sup> 清水一之「DAX30社に見られる株式所有構造の変容とドイツの銀行権力:独占委員会報告書に依拠して」『商学研究論集』, 第23号, 明治大学大学院商学研究科, 2005年, 297ページ。

<sup>2</sup> 伊藤 邦雄・加賀谷 哲之著「一特集企業の本質—企業価値と無形資産経営」, (一橋大学イノベーション研究センター 編『一橋ビジネスレビュー』, 東洋経済新報社, 49(3), 2001年(Win)), 44~62ページ。

<sup>3</sup> Stiftung Warentest, Investmentfonds Ökofonds.

[http://www.stiftung-warentest.de/online/geldanlage\\_banken/special/1160794/1160794/1160874.html](http://www.stiftung-warentest.de/online/geldanlage_banken/special/1160794/1160794/1160874.html) (参照 2006-12-27)。

<sup>4</sup> Nachhaltiges investment, <http://www.nachhaltiges-investment.org/> (参照 2006-12-27)。

<sup>5</sup> Reisch, L. A., "Ethical-ecological Investment: Towards Global Sustainable Development. –edited for the Project Group Ethical-ecological Rating Frankfurt-Hohenheim", IKO – Verlag für Interkulturelle Kommunikation, Frankfurt am Main / London, 2001, pp 49-53.

<sup>6</sup> その他のドイツにおける格付機関は、oekom research AG, scoris GmbH, Südwind 等が挙げられる。

<sup>7</sup> 風間信隆「第4章ドイツの企業と経営」(高橋俊夫監修・井藤正信・佐々木聡編『比較経営論—アジア・ヨーロッパ・アメリカの企業と経営』, 税務経理協会, 2002年), 65ページ。

<sup>8</sup> Pfeiffer, H., "Die Macht der Banken: die personellen Verflechtungen der Commerzbank, der Deutsche Bank und der Dresdner Bank mit Unternehmen", Campus, Frankfurt am Main/New York, 1993.

<sup>9</sup> 正井章彦『ドイツのコーポレート・ガバナンス』, 成文堂, 2003年, 121ページ。

<sup>10</sup> 中央青山監査法人編『コーポレート・ガバナンスと経営監査』, 東洋経済新報社, 2002年6月, 103ページ。

<sup>11</sup> Weder, A., *German Code of Corporate Governance(GCCG) Konzeption, Inhalt und Anwendung von Standards der Unternehmensführung*, Stuttgart, Schaefer-Poeschel Verlag, 2000, S. 121ff.

<sup>12</sup> Baums, T., *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*, Köln, Verlag Dr.Otto Schmidt, 2001.

<sup>13</sup> 神作裕之「海外金融法の動向—ドイツ—第四次資本市場活性化法について」『金融法研究』, 第18号, 2002年, 122ページ。

<sup>14</sup> Ulrich, S., "Im Brickpunkt: Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da", *Betriebs-Berater(BB)*, 57.Jg Heft 12, (Mar/2003).

<sup>15</sup> 前田重行「ドイツ株式会社法における経営監督制度の改革」『現代企業法の理論』, 信山社, 1998年, 607ページ。

海道ノブチカ「グローバリゼーションとドイツ型資本主義—社会的側面を中心として—」『関西学院大学商学研究会』, 第51巻第4号, 2004年3月, 108ページ。

松田権「第3部ドイツの企業統治モデルをめぐる制度改革」『グローバル化の進展とドイツ的企業統治モデルの変容—監査役会制度の分析を中心として—』, 2003年, 128ページ。

<sup>16</sup> 松田健「ドイツにおける「企業統治規範」の策定と法規制—企業経営の透明性と開示の為の法律(Transparenz- und Publizitätsgesetz)との関係から—」『商学研究論集』, 第18号, 2003年2月。

<sup>17</sup> Werder, A. und Talaulicar, T., "Umsetzung der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex – Eine empirische Erhebung der DAX-, MDAX- und SDAX-Gesellschaften", Berlin Center of Corporate Governance, Berlin, (März 2005). 「コーポレート・ガバナンス原則(Deutsche Corporate Governance Kodex – DCGK-)の遵守状況についての考察は、ドイツの大会社715社のアンケート調査によって行われ、その結果、215社から答えを回収している。この調査から、DCGKの遵守状況は、規模が大きいかほど高いとの結果が得られている。この理由として、企業行動がグローバルな企業、特に資本調達面(ニューヨーク証券取引所に上場している企業—サーベンス・オクスリー法の遵守)で機関投資家の開示要請の大きな企業は、企業内にDCGKのための専門部署を創設し、開示要請に答えていることを挙げている。」

<sup>18</sup> マルクスロート・早川勝訳「ドイツの経営判断原則と取締役の責任の追及—ドイツ株式法の近時の改正—」『ワールド・ワイド・ビジネス・レビュー』, 第7巻第2号, 2006年3月, 114ページ。

[http://www.rcwob.doshisha.ac.jp/review/7\\_2/7\\_2\\_105.pdf#search=%22UMAG%22](http://www.rcwob.doshisha.ac.jp/review/7_2/7_2_105.pdf#search=%22UMAG%22) (参照2006-12-18)

<sup>19</sup> 神作裕之「ドイツにおける株式相互保有の法規制と実態」『資本市場』, 資本市場研究会・資本市場研究会編, 通号180, 2000年8月, 122ページ。

<sup>20</sup> 相沢幸悦「ドイツの経済政策理念と証券市場改革」『証券経済研究』, 日本証券経済研究所/日本証券経済研究所編, 第38号, 2002年7月, 139~154ページ。

<sup>21</sup> 財団法人日本証券経済研究所『外国証券関連法令集ドイツ, 証券取引法・取引所法・投資会社法他』, 財団法人日本証券経済研究所編, 2004年1月, 195ページ。

<sup>22</sup> 財団法人日本証券経済研究所, 同上書, 160ページ。

<sup>23</sup> 佐藤昇・木村由紀雄・高橋元・相沢幸悦『入門現代の証券市場』, 東洋経済新報社, 2003年, 223ページ。

<sup>24</sup> 山田剛志「海外金融法の動向—ドイツ—証券市場と証券取引法(Wertpapierhandelsgesetz:WpHG)」『金融法研究』, 第20号, 2004年, 127ページ。

<sup>25</sup> 神作, 前掲書(注20), 122ページ。

<sup>26</sup> 日本銀行金融研究所『新版わが国の金融制度』, ときわ総合サービス株式会社, 1995年, 468~481ページ。

<sup>27</sup> 日本銀行調査統計局, 『資金循環統計の国際比較』, 2003年12月, 7ページ。



<http://www.boj.or.jp/type/release/zuiji/kako03/data/ron0312a.pdf> (参照 2006-12-28)。

<sup>28</sup> 岩田一政・深尾光洋『一シリーズ現代経済研究 11－経済制度の国際的調整』, 日本経済新聞社, 1995年12月, 178 ページ。

<sup>29</sup> Statistisches Bundesamt, „Steuerpflichtige und deren Lieferungen und Leistungen 2004 nach Rechtsformen und Größenklassen“, <http://www.destatis.de/download/d/fist/fistdow04.xls> (参照 2006-12-8)。

<sup>30</sup> 日本銀行調査統計局, 前掲書 (注 28), 17 ページ。米国には株式所有主体「企業」が、家計とネットアウトされている。そのために米国では家計の割合が高くなっている。

<sup>31</sup> 松田健「第3章ドイツの企業と資本構造の変化」(高橋俊夫編『コーポレート・ガバナンスの国際比較－米、英、独、仏、日の企業と経営－』, 中央経済社, 2006年3月), 95 ページ。

<sup>32</sup> 宮島英昭・原村健二・江南喜成「戦後日本企業の株式所有構造－安定株主の形成と解消－」『フィナンシャルレビュー』, 68号, 2003年12月, 203～204頁

<sup>33</sup> 全国証券取引所, 「平成16年度株式分布状況調査の調査結果について」, 2005年6月, 5 ページ。

[http://www.tse.or.jp/data/examination/distribute/h16/distribute\\_h16a.pdf](http://www.tse.or.jp/data/examination/distribute/h16/distribute_h16a.pdf) (参照 2006-12-28)

<sup>34</sup> 新屋吉昭・能瀬慶二・岸野崇・菊田逸平・茨木秀行「資金面からみた最近の企業行動の特徴」『経済財政分析ディスカッション・ペーパー』2005年, 18 ページ。2005年度の日本・ドイツ・アメリカの株式からの配当性向は、黒字企業に限ってみると日本2割程度、アメリカ3割程度、EU企業4割程度である。配当性向を概観することは、株式保有からの配当性向が高ければ、投機的に取引する誘引が薄れると考えられるからである。<http://www5.cao.go.jp/keizai3/discussion-paper/dp055.pdf> (参照 2006-12-27)

<sup>35</sup> 清水一之「ドイツの資本市場の構造改革とコーポレート・ガバナンスの変容」『商学研究論集』, 第22号, 明治大学大学院商学研究科, 2005年2月, 333 ページ。

<sup>36</sup> 山口博教「西ドイツの連邦制資本市場－4 国占領とフランクフルト金融市場の復活－(下)」『北星学園大学経済学部北星論集』, 第44号第1号(通巻第46号), 2004年9月, 30 ページ。

<sup>37</sup> 青木昌彦・ロナルド・ドーア『国際・学際研究システムとしての日本企業』, NTT出版株式会社, 2003年10月, 437 ページ。

<sup>38</sup> Beyer, J., *Managerherrschaft in Deutschland? :“Corporate Governance” unter Verflechtungsbedingungen*, Westdeutscher Verlag, Opladen/Wiesbaden, 1998. S15 ff.

<sup>39</sup> 土屋守章・岡本久吉『コーポレート・ガバナンス論－基礎理論と実際－』, 有斐閣, 2003年11月, 31 ページ。

<sup>40</sup> ジョン・スコット・仲田正機・長谷川治清『企業と管理の国際比較－英米型と日本型－』, 中央経済社, 1993年10月。

<sup>41</sup> Adams, M., “Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“, *Die Aktiengesellschaft*, (April 1994), S.148-158.

<sup>42</sup> Beyer, J., a. a. O., S. 90-101.

<sup>43</sup> 鈴木清之輔「西ドイツにおける企業結合について」『三田商学研究』, 第25巻第1号, 1982年4月, 115～122 ページ。

<sup>44</sup> 海道ノブチカ『ドイツの企業体制－ドイツのコーポレート・ガバナンス－』, 森山書店, 2005年9月, 91 ページ。

<sup>45</sup> 万中修一・海道ノブチカ『利害関係の経営学－生活と企業－』, 税務経理協会, 1999年4月, 40～44 ページ。出資者は、個人の大株主や一般株主だけではなく法人企業、金融機関、機関投資家、公共機関、外国企業など多様である。日本の場合は、大企業間の株式持合いのような支配目的に株式を保有している場合もあれば、アメリカは機関所有であり、投資信託、年金基金、生命保険会社、あるいは銀行の信託部といった機関投資家が顧客の資産運用のために株式を所有している場合もある。ドイツはコンツェルンのような持株会社を中心とした支配証券の所有が特徴である。したがって出資者利害はさまざまな保有主体間で利害が錯綜しており、また所有構造が複雑になっている。

<sup>46</sup> 清水, 前掲書 (注 1), 315～316 ページ。

<sup>47</sup> Beyer, J., a. a. O., S. 91 f. バイヤーは丸山 恵也先生の6大企業集団に関する所説を引用している。

<sup>48</sup> Prowse, S., “Corporate Governance in International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan, Germany”, *BIS Economic Papers*, No.41, 1994.

<sup>49</sup> 宮島・原村・江南, 前掲書 (注 33), 203～204 ページ。

---

<sup>50</sup> 日本経済新聞，朝刊国際面，2005年6月14日

<sup>51</sup> 大熊信行『生命再生産の理論－人間中心の思想－上』，東洋経済新報社，1974年。大熊信行教授の生命再生産の理論：経済とは働くために食べ、食べて産み、生まれたものが食べるために働く、という循環の関係である。食べることに目的なのではなく、働くことに目的なのでもない。それらの循環を通して、生きてゆくこと、生命を持続することが目的である。生命の存続と維持こそが、経済というものの永久の課題である。

<sup>52</sup> 風間信隆「第4章ドイツの企業と経営」（高橋俊夫監修・井藤正信・佐々木聡編『比較経営論－アジア・ヨーロッパ・アメリカの企業と経営』，税務経理協会，2002年），77ページ。

<sup>53</sup> Gerum, E., Steinmann, H., Fees, W., "Der mitbestimmte Aufsichtsrat : eine empirische Untersuchung", Stuttgart, C.E. Poeschel, 1988, S. 46.

<sup>54</sup> 海道，前掲書（注44），185ページ。

<sup>55</sup> 青木昌彦『比較制度分析に向けて』，NTT出版社，2003年，316ページ。

## 第6章 ドイツの「企業の社会的責任(CSR)」と社会的責任投資 (SRI)

VI-1. はじめに

VI-2. 「企業の社会的責任」についての概念整理

VI-2-1. コーポレート・ガバナンスと「企業の社会的責任」

VI-2-2. ドイツの利害多元論

VI-2-3. 「企業の社会的責任」とステークホルダー

VI-2-4. ドイツにおける「企業の社会的責任」と「経営者の社会的責任」

VI-3. 「企業の社会的責任(CSR)」と機関投資家による「社会的責任投資(SRI)」

VI-4. 誠実義務による寄託議決権

VI-5. 欧州の年金市場

VI-6. 機関投資家の受託者責任と「洗練された投資家」

VI-7. ドイツにおける SRI 市場—萌芽期の SRI 市場—

VI-8. おわりに

## VI-1. はじめに

本章は、グローバル化する企業活動に伴って変容していく、ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス (Corporate Governance) の動向を資本市場における機関投資家の動向に焦点を当て、機関投資家の株主利益の実現と「企業の社会的責任 (Corporate Social Responsibility : CSR)」との調和の可能性を中心に考察を加える。この2つの議論は、従来対立的に捉えられてきたが、多様なステークホルダー (Stakeholders, Anspruchsberechtigter) の諸利害と「洗練された資本市場」における株主利害とは「社会的責任投資 (Socially Responsible Investment : SRI)」を通じて調和させる可能性が存在すると考えられる。

その際に重要になるのが、機関投資家の「受託者責任 (Fiduciary duty)」である。多くの年金基金は「受託者責任」により、個人投資家に対して、経済的利益の最大化以外の目的で年金基金を利用することを禁じられている。つまり、SRI の運用利回りが、その他の金融商品と相対的に優位であれば投資するし、そうでなければ他の選択肢に投資することが求められるのである。この「受託者責任」に関する制限に対して、SRI の著名な研究者たちは、広範囲な SRI 指数によるパッシブ運用は、当該期間に同様に分散投資された株式ポートフォリオと同程度のリターンが追求できるとしている<sup>1</sup>。

「受託者責任」は、後述する4つの概念によって形成されているが、「忠実義務」と「善管注意義務」が中心的な意味を持っている。「忠実義務」とは、投資信託や年金の資産の受託者は、運用の指図やその他の業務を遂行するにあたって、受益者の利益を優先する義務のことである。また「注意義務」とは、年金や投資信託の受託者は、信頼を受けて他人の財産を管理する際、その職務遂行にあたり専門家としての能力を生かし、思慮深い投資行動を取らなければならない、という義務を意味している。また、受託者責任とは、アメリカの ERISA 法 (従業員退職所得保障法) 第 404 条の行為規範「プルーデント・マン・ルール (Prudent Man Rule)」と同義とされている。

この「受託者責任」の概念は、通常、第1章で考察した「エージェンシー理論」における株主たる「プリンシパル (受益者)」と経営者たる「エージェント (受託者)」の関係性に適用されている。この際、両者の情報の非対称性を根拠として「機会主義的」な人間行動によって「モラル・ハザード (moral hazard: 倫理欠如)」そして「アドバース・セレクション (adverse selection: 逆選択)」といった問題が発生する。そこで「制度」たるコーポレート・ガバナンスの目的は、このような問題を如何に事前予防するかにある。この意味から、コーポレート・ガバナンスは、不正で非効率な取引関係を抑止する一種の「制度」として考えられる。

機関投資家による企業への牽制能力は、「効率モデル」としての株式「売却 (Exit)」から「権力モデル」に依拠した「発言・対話 (Voice)」へと変化している。この変化が、利害一元的なコーポレート・ガバナンスの議論から、利害多元的な「企業の社会的責任」への議論発展として考えられる。その際に、受益者に対する受託者の「義務」・「責任」の範囲と「即応性」の程度という人間の行動変化が、理論的展開の根拠となっている。この意味から、機関投資家の SRI 投資戦略は、投資戦略

の発展形態として捉えることが出来る。

本章においては、「効率モデル」の特性であるエージェンシー関係における「受託者責任」と「権力モデル」の「誠実義務」との差を機関投資家の行動原理に援用する。つまり、ドイツにおける年金の受託者責任が、「制度倫理」であるのに対して、機関投資家の台頭を理由とした「個人倫理」に依拠する「ブルーデント・マン・ルール」へと変化する過程を検討する。そして、機関投資家の行動が、「効率モデル」と「権力モデル」の行動パターンといかに調整されるのかについて、機関投資家による新たな投資戦略である「社会的責任投資」を用いて検討する。また、欧州におけるSRI資産残高を示すことによって、欧州におけるSRIの発展状況についても検討を加える。

## VI-2. 「企業の社会的責任」についての概念整理

### VI-2-1. コーポレート・ガバナンスと「企業の社会的責任」

近年のコーポレート・ガバナンスの議論は、狭義概念である「経営者」と「株主」の関係から広義の概念として「経営者」と株主以外の「ステークホルダー」を考慮に取り込み始めている。この意味からコーポレート・ガバナンスは、「企業と社会(Business & Society-B&S-)を規定的概念とする「企業の社会的責任」論との問題領域の相互関係を持ち始めていると考えられる。

このコーポレート・ガバナンスから「企業の社会的責任」論への展開を、出見世は、「会社支配」、「企業統治」、「企業の社会的責任」という3つの円の係わり合いにより捉えようと試みている。この関係性をまとめると、

①「会社支配論」から「企業統治論」への接近方法が、「支配」の概念として取締役の「任免権」を重視し、この「任免権」という「支配」の根拠が「所有と経営の分離」によって経営者に置かれることを強調すること。

②「企業統治」から「企業の社会的責任論」⇔「経営社会関係論(B&S)」へ接近する方法は、株主と経営者をつなぐ会社機関及びその間の説明責任を強調している。その際「企業の社会的責任」は経営者支配を前提として経営者とステークホルダーの関係に注視しているのに対して、「経営社会関係論」は、各種ステークホルダーの問題の中で株主の問題に言及する際、企業統治問題を強調していると主張している<sup>2</sup>。

伝統的な経済学の流れを汲んだフリードマン(Friedman, M.)によると、「経営者は、株主に対して経済的利益を最大にする責任があり、他の責任を果たすべきではない。経営者は、法律や社会規範を守った上で、株主のために効率よく事業を行うべきである。その際、寄付行為などは株主の利益に反し経営を全うしている事にはならない。」また、「経営者が、株主のために最大の利益を上げずに、社会的責任を引き受けることは、自由社会の基盤を揺るがすことになる。」と主張している<sup>3</sup>。勿論、フリードマンの主張は、「法律や社会規範を守った上で」との前提の上で議論されているが、

現実の市場環境は、情報の非対称性に基づくモラル・ハザード、そして不確実性等が存在している。

では、企業の社会性や倫理性をどのように理論に組み入れているのか、この社会の健全な発展という視点から考え出された概念が、「ステークホルダー(Stakeholder)」である。この概念は、1984年のフリーマン(Freeman, E.)の著書『戦略的経営：ステークホルダー・アプローチ(Strategic Management: A stakeholder approach)』によって「会社はさまざまなステークホルダーのもの」とするステークホルダーの概念が発端となっている<sup>4</sup>。

その後1988年のエバン&フリーマン(Evan, M. & Freeman, E.)の「近代株式会社の利害関係者理論：カント主義資本主義」によって「企業の利害関係者」論は、株主理論が単に所有者に対する責任を主張したのに対して、より広範囲にわたる利害関係者に対する社会の責任を仮定する理論へと取り替えることを主張している<sup>5</sup>。

カント主義的資本主義には、カント道徳哲学における「義務論」の概念が内包されている。一定のルールに照らしてその行為が正しいか否かを判断するのが「義務論」である。このモラル原理となるルールを「義務」と呼んでいる。この「義務論」は、「功利主義(機会主義)」と並ぶ規範倫理学の代表的考え方であり、エバン&フリーマンの論文において言及されている。

水村は、ステークホルダー理論が、行き過ぎた「経営者資本主義」及び「株主資本主義」を抑制するために打ち出され、当時の経営学が「功利＝利潤」の追求にあった点を懸念したとことから生み出されたものと捉えている<sup>6</sup>。

ステークホルダー理論は、企業が持続的に成長するには、株主以外の利害関係者からの正当性付与が必要不可欠と主張している。企業の社会的責任には、すべてのステークホルダーの繁栄という意味が内在しており、企業は法律の遵守のみならず、積極的に倫理的に行動することが求められるのである。勿論、あらゆるステークホルダーの利害調整は、企業にとって短期的な収益機会の損失につながるかもしれない、また、法的な株主利益の損失を招く場合も考えられる、しかしながら、企業は株主以外のステークホルダーの意見を無視することは、自らの持続的成長を阻害することになるのである<sup>7</sup>。この意味から、コーポレート・ガバナンスの機能は、さまざまなステークホルダーの利害調整を図るシステム構築が目指されるのである。

また、企業倫理の観点から考察を加えれば、風間の主張するドイツにおける企業の社会的責任、企業の社会的即応性そして企業倫理の議論において、「人間倫理」ないし「個人倫理」ではなく、「手続き倫理」ないし「制度倫理」、従ってまた企業の行動と責任の枠組み条件ないしルールを問題にする点に、ドイツにおける現代企業倫理研究に特徴的なアプローチを認めることができるのである<sup>8</sup>。

## VI-2-2. ドイツの利害多元論

ドイツにおける「企業の社会的責任(CSR)」は、1980年代半ば以降に米国におけるCSR研究の影響を受けながら、何よりもドイツ企業の反社会的行動に対して、企業活動そのものに対する「正

当性」が社会から問われたことを理由として再び大きな議論と関心を集めるところとなった。ドイツにおいては、すでに 1920 年代より企業の社会的存在なる考え方 (=現在の「CSR」の萌芽的概念) が提唱されてきた。これは、戦後になって、労資共同決定として結実する「利害二元論」へと展開するとともに、さらに 1970 年代後半から 80 年代にかけて環境保護運動が大きく高まりを見せる中で、企業経営のエコロジー志向(Der Ökologieansatz)<sup>9</sup>が強まり、「利害多元論」へと発展するところとなった。また 1990 年代半ば以降のコーポレート・ガバナンス改革によって、社会による企業活動への監視は強化され、企業の法令違反ないし不正行為に対する責任追及は強化されることとなり、さらにはグローバリゼーションの進展と国内における規制緩和が、企業環境の構造的変化をもたらしている。こうした一連の構造変化はステークホルダー間におけるパワー関係を変化させており、企業が多様なステークホルダーの諸利害・諸期待に応える必要性が高まっている。

ドイツにおける「企業の社会的責任(CSR)論」において特徴的なことは、すでにワイマール期にニックリシュ(Nichlisch, H.)によって規範的な経営共同体論として展開し、法学においては 1920 年代の「企業自体維持論(Unternehmen an sich)」、さらには 1950 年代の「企業体制論(Unternehmensverfassung)」からの強い影響を受けて展開されていることである。こうしたドイツ固有の伝統的思想は、多様なステークホルダーからなる共同体としての企業の位置づけに反映されており、企業活動による「付加価値概念(Wert schöpfung)」からの成果の配分と「人々の生活の豊かさ」との関連から企業活動を考察する独自の思想を生み出している<sup>10</sup>。

伊丹は、労使共同決定法によってドイツにおいては従業員が最大のステークホルダーになり、労働者利害の会社経営への反映を指摘し、それを「階級対立構造の法的固定化」としている<sup>11</sup>。

万仲(1999)によれば、「法の精神」を「権利と義務の関係」において捉えている<sup>12</sup>。この制度としての法律を企業経営に当てはめると、資本主義経済の原理である「利潤極大化の自由」＝「権利」と「管理責任」＝「義務」になる。「利潤極大化の自由」には、企業間における競争が必要であり、競争経済の環境下で企業が無限持続的に発展・存続するためには、発展のための絶え間ない努力が必要になる。競争経済においては、企業の現状維持また停滞は致命的となる。企業の発展には他企業との競争による利潤追求が必要となるゆえに、企業の目的は「利潤極大化」そして「営利経済原則」に求められるべきである。しかしながら、現実の企業活動は、真の意味での「生活の豊かさ」をもたらすものではなくなっている。利潤極大化は基本的には出資者の利益を最大化させることから、他のステークホルダーとの付加価値分配の面から不均衡が生じることになる。従って、企業は自己の存続のためにもステークホルダーの利害の調整という社会的な配慮が必要不可欠となる。経済は人々の生活を豊かにする活動であり、企業活動はその一環であるが、現実社会においてはこの関係は逆転し、豊かな経済活動のために人々の生活が阻害されていると考えるのである。

補足になるが、日本における「企業の社会的責任論(CSR 論)」は、ドイツにおける状況と類似しており 1970 年代の公害問題や企業不祥事の多発により、社会からの厳しい企業批判から、米国における CSR 論を摂取・吸収することで展開されている。さらに 1990 年代後半以降は、エネルギー

価格の高騰や地球温暖化防止のため、二酸化炭素 (CO<sub>2</sub>) など温室効果ガスの排出削減を目指す「京都議定書」によって、地球環境問題への関心の高まり、CSR の議論が再び注目を集めてきている<sup>13</sup>。

### VI-2-3. 「企業の社会的責任」とステークホルダー

さまざまな論者によって「ステークホルダー」の概念を定義付ける研究がなされているが、企業を取巻くステークホルダーの範囲についての共通の概念規定はそれぞれの主張によって異なっている。

ステークホルダー論は、既に 1930 年代にバーリとドッド論争の中で議論されている。つまり、①当該会社に対して資本を投下した人々、そして②当該会社に資本は投資してはいないが、利害関係を持った人々という提言である。この観点の根底には、企業観を「私有財産説」または「公器説」とするか、またはブラッドリーの提唱した株式会社が、利己的な諸個人の協定された「契約の束」と見るべきか、それとも自然人として権利や責任をもった「法的実在」として見なされるべきかという観点である。

1960 年代にスタンフォード研究所(Stanford Research Institute -SRI-)によってステークホルダーは、「その支持がなければ、当該組織が存在しなくなってしまう諸グループ」と、企業の「外部性」に着目した定義付けを行っている。

キャロル(Carroll, B.)は、「企業が社会の視点から関係性を有し、企業組織が相互作用を持つあるいは相互依存するグループや個人」とステークホルダーを定義付けしている。

水尾は、「顧客、従業員、株主、投資家、供給企業、競争企業、政府関係、NPO、地域社会、地球環境を取り巻く内外のステークホルダー」と定義している。またステークホルダーの区分を2つに区分し検討を加えている。①企業の内部と外部に区分するもの。この場合、内部は従業員そして外部は株主、投資家、金融機関、労働組合、取引先、競争企業、政府関係、NPO などである。②契約関係(エージェンシー関係)で3つのグループに区別するもので、第1に株主、投資家、従業員のような“正式契約”関係において企業と明確な関係性を有する、最も大きなステークホルダー群である。第2に契約概念を広義に捉え、“間接的契約関係”を有するステークホルダー。第3に何ら契約関係が存在しないが、“暗黙の合意関係”(外部環境主体)がそこに存在する集団である<sup>14</sup>。

ハットン(Hutton, W.)は、「対話」と「相談」を通じてステークホルダーの心を捉えることは、細分化された社会においてマネジメントに関する共通の方法を前向きに見つける一つの手法としている。またステークホルダーの統合理論には、すべての立場からの価値観が内包され、つまり、個人は組織のメンバーであると同時に、市民でありまた潜在的な事業パートナーでもある。しかし内包されているということは、そこで発生するものが一方であることを意味するのではない。つまり、そこにはいかなる領域や社会階層であっても、個人に対する相互の義務と権利の両方が、存在するのであり、その意味で一方通行ではないのである。これらの関係性から育まれた制度は、社会にお



ける信頼・委託関係を強化する。つまり、社会からの高い投資効率を促進し、魅力的な人的資本や高度な創造性に結び付くのである。また企業サイドからみれば、ステークホルダーは相互に権利と責任を持つのである<sup>15</sup>。

表VI-1「ドイツにおけるステークホルダーの把握（年代別・米国参照）」は、ステークホルダー論が米国とドイツにおいていかに発展してきたのかを年代別にまとめている。

表VI-1 ドイツにおけるステークホルダーの把握（年代別・米国参照）

論者/法律	年代	定義
ワイマール憲法	1919年	165条;労働者は企業家と共同して賃金、労働条件、生産についての議論に参加する資格を持つ。
ニックリッシュ(独)	1920年	成果分配についての規範的な経営共同体論。
経営協議会法	1920年	20人以上の従業員を持つ企業は経営目的を遂行するため経営者側と協議する労働者代表で作る経営協議会を設置する。
モンター(石炭鉄鋼)共同決定法	1951年	同法は従業員1000人を超える石炭鉄鋼企業を対象。
ローマン(独)	1961年	「企業それ自体」論。
スタンフォード・メモ	1963年	労働条件、生産についての議論に参加する資格を持つ」と規定。
レーマン&ストゥームネ	1964年	組織において、ステークホルダーは自らの目標を達成するために会社に依存している個人やグループ、及び会社がその存続のために依存している個人やグループ。
共同決定法(Mitbestimmungsgesetz)	1976年	詳細については、「II-2.「企業体制論」の骨格としての共同決定法(Mitbestimmungsgesetz 1976)」。
フリーマン&リード	1983年	広義;組織目標の達成に影響を与えることができる主体、または与えられる主体。狭義;組織がその存続するために必要な主体。
キャロル	1989年	会社資産への一つまたは多数の利害関係。会社資産の所有に関して利害を持つ主体。
フリーマン	1994年	価値創造共有の人間プロセスへの参加。
ネスイ	1995年	会社と相互作用し、それ故に事業を可能とする存在。
フリーマン	2001年	企業の存続と発展にとって重要な集団。

出所; R.K.Mitchell, B.R.Agle&D.J.Wood,

"Toward a theory of stakeholder identification and salience:

Defining the principle of who and what really counts",

Academy of Management Review, Vol.22, No.4, 1997, p858.

及び今西宏次,「株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス

アメリカにおける議論の展開を中心として」, 文眞堂, 2006年6月30日

及び海道ノブチカ著,『ドイツの企業体制ードイツのコーポレート・ガバナンスー』,

森山書店, 2005年9月, 35頁を参考に筆者作成

#### VI-2-4. ドイツにおける「企業の社会的責任」と「経営者の社会的責任」

「企業の社会的責任」と「経営者の社会的責任」の概念には、序章で検討した「企業支配論」から「コーポレート・ガバナンス論」への展開、そして「コーポレート・ガバナンス論」における狭義から広義への概念拡張が影響を与えている。「企業支配論」での前提条件は、バーリ&ミーンズ

(Berle, A. and Means, G.)によって実証的に明らかにされてきた「所有と経営の分離(separation of ownership from management)」を根拠として、巨大な権力を保持した企業の経営が「専門経営者」によって行われることに対する批判にあった。この意味から、会社支配論の主体は「専門経営者」そして「所有者(株主)」である。その後、証券市場の発達によって高度分散化した株式が機関所有され、会社の法的な所有者である機関「株主」の利益が十分に保護されないために、経営者の規律付け・統治(ガバナンス)をいかに行うか、コーポレート・ガバナンスの議論へと展開していく。このコーポレート・ガバナンス論が、「企業と社会論(Business and Society : B&S)」を根源とする1984年のフリーマン(Freeman, E.)の「会社はさまざまなステークホルダーのもの」とするステークホルダーの概念提示、そして1988年のエバン&フリーマン(Evan, M. & Freeman, E.)の株主理論のステークホルダー論への変換を経て、コーポレート・ガバナンス論とB&Sが相互に影響を与え合うのである。

ドイツにおいては、企業とステークホルダーとの利害衝突の解決は、「企業政策(Unternehmenspolitik)」の中で議論され、「専門経営者」による政策執行と過程の中で調整・解決図られるべきと考えられてきた。この問題が、「経営者の社会的責任(gesellschaftliche Verantwortung der Unternehmensführung)」である。伝統的な経済学からすれば、この議論は、「利潤極大化原理(erwerbsswirtschaftliches Prinzip)」を貫徹する経営者による背任行為になる。しかしながら、現実の「市場経済的-資本主義的体制(marktwirtschaftlich-kapitalistisches System)」において、彼らの前提条件である公正・競争条件は、すでに企業規模の拡大に伴う「経済的権力(ökonomische Macht)」によって阻害されている。また、企業の利潤極大化原則は、企業の持続的発展のための単なる手段ではなく、持続可能性の探求こそが企業の目的となるのである。この意味から、ドイツにおける「経営者の社会的責任」の議論は、経営者に経済的権力以外に社会的権力を付与することは、かえって強力な企業権力を更に増幅させることになるという批判なのである。

ドイツにおける利害多元的なコーポレート・ガバナンスは、その根底に企業を利害多元的な社会構成対として捉えるドイツ独自の考え方がある。この考え方は、法学において1920年代の「企業自体維持論」として展開されている<sup>16</sup>。

この意味からコーポレート・ガバナンス論の広義での「企業の社会的責任」論と従来より利害多元的概念の内在する「経営者の社会的責任」では、「株主の復権」という意味での株式所有構造の機関化という観点を付け加えた議論が、「企業の社会的責任」の議論となるのである。

風間は、ドイツにおける企業の社会的責任、企業の社会的即応性そして企業倫理の議論において、「人間倫理」ないし「個人倫理」ではなく、「手続き倫理」ないし「制度倫理」、従ってまた企業の行動と責任の枠組み条件ないしルールを問題にする点に、ドイツにおける現代企業倫理研究に特徴的なアプローチを認めることができると指摘している<sup>17</sup>。

シュタインマン(Steinmann, H.)は、「経営者の社会的責任」として2つの「行動基準(Verhaltenskodex)」、①個人倫理的行動規範(individualethische Verhaltensnorm)」と②「社会倫理行

動規範(sozialethische Verhaltensnorm)」を提唱し、どのようにステークホルダーの利害調整を「平和的(friedlich)」に行うかを個人倫理的方向より社会倫理的な方向に求めている<sup>18</sup>。

この指摘は、ドイツにおける企業倫理が、「個人倫理」を基礎としたものではなく「制度倫理」からの接近が試みられており、「経験的であるもの＝(受託者)責任(Duty)」と「そうでないもの(アプリアリ)＝(誠実)義務(Pflicht)」は、「経験」を創造するドイツ特有の環境によって変化するために、異なる環境によって派生する「経験」を適用することは、制度発展には弊害となる危険性をはらんでいるものと理解された。同様に、ドイツにおける「企業の社会的責任」への関心は、米国の「個人倫理」を中心とした議論よりも「制度倫理」からのアプローチが援用されている。

ストーンは「責任」の概念について、①法律に従って行動すること、そして②経験的知識に基づいた仮定によって、規則に従うより自主性を重んじた判断を下すことに区分している。この概念規定の基礎には、経験主義的な「個人倫理」が存在している。また、出見世は、所有者と経営者の関係(所有権理論)を①経営者は所有者の執事(steward)であるとする見方は、経営者は所有者に対して忠誠心を持ち、受託責任(stewardship)や説明責任を有することになる。(誠実義務)②経営者を委託者そして所有者を受託者と見る見方は、経営者を専門職と捉え、経営者は専門職倫理の下で意思決定を行うということ(受託者責任)の2つの関係性として理解している。つまり、「誠実義務」は、忠誠心というより抽象的な倫理観が要求されるのに対して、「受託者責任」には経験主義的な、より具体的な倫理観が必要とされるのである。この観点から「企業の社会的責任」の議論における「企業」＝「経営者」への専門性そして専門職倫理への要求が必修要件であることが考えられる。しかしながら、ドイツにおける「制度倫理」からのアプローチでは、「企業」＝「経営者」そして「従業員」の関係、加えて忠誠心に裏打ちされた「義務」そして「制度倫理」を基礎としている。この異なる条件で利害調整機能をすべて「経営者」が行うことは、企業権力の更なる拡大を助長する要因となる。コーポレート・ガバナンス論そして「企業の社会的責任」への議論の展開は、巨大化する「企業権力」への批判であるにも拘らず、導入する制度環境が違うのであれば、意図した方向とは逆の方向に推移する可能性があるのである。また「利害」に関する認識の違いも認められる。「利害」に関する議論として、海道は、利害集団によって新たに作り出された成果である「付加価値概念(Wertschöpfung)」を提起している。つまり、利益概念が出資者と企業成果の一元的な関係を示す指標であるのに対し、この「付加価値概念」は企業と社会との関係を表す代表的な指標である。この概念を「企業の社会的責任」の「経営者」による調整機能に援用すれば、従来のシステムで機能していた、本来意図している社会からの正当性の付与を獲得するために循環していた「利益」を、再度「経営者」に返還させ、「経営者」の権力拡大の要因となる可能性も指摘されなければならない。

### VI-3. 「企業の社会的責任(CSR)」と機関投資家による「社会的責任投資(SRI)」

「企業の社会的責任」と機関投資家による「社会的責任投資」は、株式所有構造における機関投

資家の台頭によって注目されてきている。従来の企業の資金調達に関するリスク負担が「銀行」によって担われてきた状況から、資金調達が機関投資家の投資行動によって代替される中で、証券市場における価格形成機能が「限定合理的」であることを前提として、社会・環境・倫理問題に対する企業リスクを定量化する新たな投資価値基準が必要となる。コーポレート・ガバナンスの目的は、企業の不祥事防止と競争力強化である。企業の資金調達は、競争力強化の手段であり、社会・環境・倫理問題に評価基準を取り入れ、企業評価を行う手法が「社会的責任投資」である<sup>19</sup>。

出見世は、SRIを「経営社会関係論(B&S)」の観点から「多様な株主の投資行動の一つである」と指摘している<sup>20</sup>。つまり、序章での「図1：本論文における理論展開」で明らかにした、企業と社会の基礎にあるステークホルダーの概念に基づいた見解である。株主の属性に注目した見解である。

通常、機関投資家の行動原理は、株式の売買を通じたキャピタル・ゲインの追求である。しかしながら、多様な株主、つまり機関投資家の投資目的は、機関投資家の利害によって多様である。そのため、投資家の属性に依拠して分類すると、通常の「メインストリーム投資家」と、従来の財務分析による投資基準に加え、社会・倫理・環境といった点を考慮し、社会的責任を果たしているかどうかを投資基準にしている「SRI投資家」に分けることができる。また、イギリスのソーシャル・インベスト・フォーラム(UK SIF)は、リターンを重視する「ライト・グリーン派」、社会的責任を重視する「ダーク・グリーン派」そして中間に位置する投資家を「ミディアム・グリーン派」と、その属性を3区分している。

上述の機関投資家の属性区分は、多様な利害をモデル化するための手法である。この多様な利害を完全に把握することは限界があるが、本論文ではSRIは、伝統的な投資家と比較して少数ではあるが「社会的責任を重視する投資家」によって行われている投資手法と規定している。本章VI-5. 機関投資家の受託者責任と「洗練された投資家」において詳細について触れることになるが、機関投資家の受託者責任により、「年金制度の受託者は加入者の利益（投資収益最大化）を図らなければならず、投資の経済的価値が同等、つまり投資収益を犠牲にしない場合において社会的責任投資を選択することができる<sup>21</sup>。」と結論付けられている。この意味から、SRI投資が、伝統的な投資手法と比較して同等の収益が確保されなければ、真の意味での「社会的責任投資」として効能を持たないのである<sup>22</sup>。

ドイツにおける「社会的責務（責任）」に関する条項は、エルンスト・アッペ（Ernst Abbe）によって創設されたカールツァイス財団（1889年創設）の定款（Statute der Carl-Zeiss-Stiftung）の中にすでに発見することができ、この財団がドイツで初めて「社会的責任投資」を行ったと考えられている。その後、米国でのSRI投資と類似した金融商品の導入が、1974年に「GLS 協同組織金融機関（Gemeinschaftsbank）」によって行われている<sup>23</sup>。この金融商品は、環境志向的な投資商品で通常の預金金利より1~1.5%程度低い金利が付けられ、銀行に支払われた分が、社会的そして環境的な活動に役立てられた。

#### VI-4. 誠実義務による寄託議決権

「企業の社会的責任」を考えるにあたり「受託者責任」の概念をドイツのコーポレート・ガバナンスの特徴である「銀行権力(Macht der Banken)」という構造に応用し、中心的な「寄託議決権」の機能について考察する。

ドイツの銀行は、通常ユニバーサル・バンク・システムを採用しており、「1962年一信用制度法(Gesetz über das Kreditwesen)<sup>24</sup>」によると12の業務範囲に区別されている。特徴的な業務としては預金業務(Einlagengeschäft)、与信業務(Kreditgeschäft)、証券業務(Effectengeschäft)、預託業務(Depotgeschäft)、投資業務(Investmentgeschäft)、等とされている<sup>25</sup>。ドイツの銀行業務の特徴は、米国がグラススティーガル法そして日本が証券取引法第65条によって禁止してきた、「銀行と証券業務の兼営」が認められていることである。この融資・出資兼業において問題になる点は、同一金融機関内におけるインサイダー取引などの利益相反防止が困難であるという点である。しかしながら、資本市場改革法によってドイツにおけるチャイニーズ・ウォール＝「独証券取引法(Gesetz über den Wertpapierhandel-WpHG)<sup>26</sup>」が築かれ、融資と出資業務の区分けが明瞭にされたのである。

同一金融機関内における利益相反は、業務遂行者、つまり経営者が「利益」をどのように理解するかで問題となる。株式法93条1項「取締役の注意義務(Sorgfaltspflicht)と受託者責任(Verantwortlichkeit)」は、「取締役員が経営に関する意思決定を行う場合、会社の繁栄のために(Zum Wohle) 行為することが認められる場合において義務に違反しない」としている<sup>27</sup>。この場合の「繁栄(Wohle)」は、企業家の経営判断における裁量度合に依存しており、ドイツの「誠実義務(Treuepflicht)」違反の根拠にはなりえないのである。この点から、80年代半ばまで、「経営者」個人への責任は、実際には法的根拠そして基準の適用が困難であったために十分に機能してこなかったのである。しかしながら、近年の「寄託議決権」行使が「銀行」単体による出資に伴う直接的行使から複数の金融機関(投資会社を含む)による金融機関同士のネットワーク化に伴う分散的(間接的)な行使へと変化したことによって、ドイツにおける機関責任が、「経営者」個人に厳格に適用され始めたのである。

ノイゲバウアー(Neugebauer, U.)はドイツにおける企業倫理を①経済行為者の人間倫理(Personalethik-個人倫理-)そして②経済組織の手続き倫理(Prozessualethik-処理方法の倫理-)の2つに区分している<sup>28</sup>。「経営者」の意思決定に関する「裁量」に関して議論するのであれば、ドイツにおける企業倫理は、「個人倫理」ではなく「処理方法の倫理(制度倫理)」への関心が強いのは、そのような方法がドイツ独自の経営行動をより把握することが可能なためである。

また、何を基準に企業の「繁栄」を決定するのかという議論においても、シュタインマンは、「経営者の社会的責任」として2つの「行動基準」、①「個人倫理的行動規範」と②「社会倫理行動規範」を導出し、どのようにステークホルダーの利害調整を「平和的」に行うかという問題について、個人倫理的方向より社会倫理的方向に解を求めているのである<sup>29</sup>。

## VI-5. 欧州の年金市場

「機関投資家」の運用資産は、ドイツの資本市場において主に投資信託からの受託資産、そして年金基金からの受託資産である。年金基金（私募ファンド）の資産規模は、個人向けの投資信託（公募ファンド）と比較して巨額である。近年、注目されるのは、年金資産の運用に関して大きな構造的変化がおきていることである。

そこで各国機関投資家の受託者資産の構成を考慮するために、「各国金融資産・GDP比での企業年金規模」を参考にすると、企業年金の資産規模の対GDP比が米国(55%)、日本(13%)そしてドイツ(6%)となっている<sup>30</sup>。企業年金の対GDP比が、米・日・独の順序で大きいことは、年金制度そして年金市場の構造が違うためである<sup>31</sup>。例えば、米国には厚生年金への加入義務は生じないのに対して、ドイツにおいては企業年金が、厚生年金との比較において格段に資産規模が大きい。

企業年金のポートフォリオ規制を見ると、米は「プルーデント・マン・ルール」、ドイツは株式20%、不動産5%、外国投資20%、自社投資規制10%、そして日本においては株式30%、不動産20%、外国投資30%、自社投資規制10%と規制されている。このようなポートフォリオ規制の違いから明らかなことは、米国は「忠実義務」と「善管注意義務」により、具体的な投資対象への投資比率の規制を行うといったことはなく、日本とドイツに比べ投資戦略の選択範囲が広範囲である<sup>32</sup>。年金運用に関する規制の相違は、その国の政策そして文化に経路依存しているが、G7において共通に見られる課題として、各国における年金財源不足が挙げられよう。そこで、ドイツと日本における年金市場に焦点を移す。両国における年金制度改革は、年金制度の相違、人口構成等の諸要因によって異なっているが、「少子・高齢社会」に伴う、年金財源の歳入減と歳出増への対応が背景となっている。この改革の具体案が、日本：「年金構造改革」そしてドイツ：「リースター年金制度」である。このような年金市場の改革は、経済の持続的な発展を前提に進められている。ドイツ年金制度改革における年金資金運用規則における「倫理面、環境面、社会面への配慮」の追加項目もこの一端であると考えられる。

一般的に日本とドイツにおける年金市場においては、急速な少子・高齢化に伴い、年金資金のバランスの不均衡化（歳入減・歳出増）が顕現化している状況にある。この場合、歳入が一定ならば、歳出増を抑える年金制度改革が志向され、これが日本、ドイツそして英国における「確定給付型」から「確定拠出型」への移行が求められている背景となっている。つまり、年金受給者へのリスク負担増と受給減の方向性が打ち出されているのである。この年金制度の変容は、個人金融資産に構造変化をもたらしている。具体的には、日本においては厚生省が2000年から企業年金について、確定拠出型年金(日本版401k)を認め、2003年以降の証券市場の活況を背景に、「確定拠出型」年金に対応する投資信託の残高は、徐々に増加してきていることである。

ドイツにおける年金市場の改革は2001年8月の年金法(AltZertG)改正<sup>33</sup>がある。年金法改正によって金融市場活性化の観点から「確定給付型」から「確定拠出型」の運用方法を導入している。

## VI-6. 機関投資家の受託者責任と「洗練された投資家」

「受託者責任」に関する議論は、年金運用の規模が大きな米国の機関投資家に要求される概念として、日本そしてドイツにおいて外国人投資家のプレゼンスが拡大する中で注目されている。この「受託者」の概念は、「エージェンシー理論」における株主たるプリンシパルとエージェントたる経営者間のエージェンシー関係を意味している。

受託者責任は、①「注意責任<sup>34</sup>(duty of care -Prudent man rule-)」、②「忠実責任(duty of loyalty)」、③「自己執行責任(duty not to delegate)」、④「分別管理責任(segregation rule)」の4つの責任に分類される。以上4つの「受託者責任」において重要なのは、①「注意義務=プデント・マン・ルール」であり、機関投資家に「思慮分別のある人がすると予想される判断をするべきであり、そういう注意を払って行動するべきである」と義務付けている点である<sup>35</sup>。

本章において取り扱う機関投資家の受託者責任に関する議論においても同様のことが考えられる。つまり、米国の機関投資家が年金資金の運用に対して追う責任は、「プデント・マン・ルール(Prudent man rule)」に依拠するものであるが、ドイツにおけるそれは「制度倫理」からの議論がなされている。ドイツが「個人倫理」に依拠する「プデント・マン・ルール」ではなく、「制度倫理」的な運用規制が採択されていることが表VI-2において示している。

表VI-2 プデント・マン・ルールと運用規制

プデント・マン・ルール			
	ドイツ	日本	アメリカ
公的年金	x	○	○
企業年金	x	x	○

国内資産に関する量的な運用規制			
	ドイツ	日本	アメリカ
公的年金	20-25% 株式、 15-25% 不動産	67%国内債券、 11%国内株式、 8%外国債券、 9%外国株式、 5%短期債券	None
企業年金	Max 30% 市場性 のある証券、 10% 証券、 25% 土地・建物、 50% 負債証券	最大 30% 証券、 20% 不動産、 10%住宅債権以 外の債権、 10% 社債、 30% 年金ファン ド	州レベル規制で異 なる、例: デラウエア 州 250% 出資そして 余剰分は証券、 25% 不動産、 50% 住宅債権

OECD, „INSURANCE AND PRIVATE PENSIONS COMPENDIUM FOR EMERGING ECONOMIES”,  
Book 1 Part 1:4)a, PORTFOLIO REGULATION OF LIFE INSURANCE COMPANIES AND  
PENSION FUNDS, E. Philip Davis, 2001.  
<http://www.oecd.org/dataoecd/40/51/1813595.pdf>

「洗練された投資家」との表現は、英国産業貿易省の白書によって初めて使用されている。「洗練

された投資家」とは、「経営者が短期・長期的な視野そして従業員、環境への配慮、取引先そして顧客等の多様な視野に立ったステークホルダーの利害を考えることによってのみ、会社を成功へと導くことが可能である」という意味である。

## VI-7. ドイツにおける SRI 市場—萌芽期の SRI 市場—

2005 年度ドイツにおける SRI 市場の規模は、同年度で 1,500 億円<sup>36</sup>(1 €=130 円)となり、約 60 兆円の投資信託残高全体(Publikums-fonds)の 0.3%<sup>37</sup>程度になる。比較的に関日本における SRI 市場の規模は、投資信託残高全体の 0.1%未満であり、SRI 型投資信託の純資産は 1,300 億円強である<sup>38</sup>。

ドイツにおける SRI 市場の発展に伴って、環境指向の観点からのコーポレート・ガバナンスが行われており、その影響は企業の環境政策に現れている。具体的な環境政策として、2000 年に施行された「再生可能エネルギー法 (Erneuerbare-Energien-Gesetz,-EEG-)」が挙げられる。この法律は 20 年間、電力会社に対して火力発電よりも割高な固定価格で、再生電力の買取りを義務化するものである。また 2004 年には「改正再生可能エネルギー法 (Die novellierte Fassung des EEG)」が制定され、再生エネルギーの適用対象にバイオマス発電所も認定され、その影響力を強めている<sup>39</sup>。この政策を根拠として 2001 年度に 8 社の保険会社と起業家が、大口の機関投資家向けの私募ファンド(=年金基金 Spezial-fonds)を設立し、風力発電用資金として 1,560 億円のファンドを設定している。また同時期の私募ファンドの運用額は 2,200 億円に上っている。

第一章の投資信託の拡大する残高において触れているが、ドイツにおける年金基金の運用については、2001 年 8 月の年金法改正<sup>40</sup>より金融市場活性化の観点から「確定給付型」から「確定拠出型」の運用方法を導入している (リースター年金)。改正年金法 (Gesetz über die Zertifizierung von Altersvorsorgeverträgen (Altersvorsorgeverträge-Zertifizierungsgesetz - AltZertG)第 7 条 5 項においては、長期的な投資効率を求める年金基金の性格を考慮し、年金基金運用会社に対して、基金の運用にあたって倫理面、環境面、社会面への配慮について報告を義務付けている<sup>41</sup>。

表VI-3 欧州における SRI 投信設定数および資産総額の推移

	1999	2001	2003	2004	2005
資産総額	1兆5,500億円	2兆272億円	1兆7,000億円	2兆6,647億円	3兆3,777億円
投信数	159本	280本	313本	354本	375本

出所: Avanzi SRI Research, "Green, social and ethical funds in Europe 2003-2005", Mornigstar, Milan, Oct 2005,

しかしながら、欧州において公表されている SRI ファンドの数値を確認することは、非常に困難である。それは確認できるファンドはドイツに登録されているもののみが対象となるからである。しかし、その SRI ファンドの多くはルクセンブルクで登録されており、その統計対象から除外されている。ルクセンブルク大公国は、タックスハイブンの金融センターであり、非居住者は所得税、キャピタル・ゲイン



課税、相続税、源泉税が免除されている。また欧米及び日本から 220 以上の銀行がリモート業務を行い、1 人あたりの GDP は世界一の計算である。

以上の理由から、SRI ファンドの運用資産を統計的に見つけることは困難であるが、可能な限り欧州における市場規模を整理すると、2004 年度米国における SRI ファンド（株式型）は約 200 本の設定があり、残高は約 300 兆円である。また欧州における SRI ファンド設定数は 354 本、残高は約 2.7 兆円である。SRI ファンドの規模は米国の時価総額 2,648 兆（GDP2.0 倍）の 12%程度、そして欧州の時価総額合計（英・独・ユーロストリーム）530 兆円の約 1%程度を SRI は占めている（以上については、表Ⅶ-1 を参照せよ）。

欧州における SRI 資産残高は、1999 年から現在に至るまでに 2 倍程度に成長している。この意味では、現在、欧州における SRI はその萌芽期と考えることができる。また欧州における証券市場は米国と比較してその市場規模が相対的に小さいことを前提として、欧州における SRI 資産規模を市場規模と比較すれば、そのプレゼンスは徐々に拡大していると考えられる。また、CSR が社会的に認知され、企業が SRI ファンドに採用されてくると、CSR の企業への導入は、競争優位の源泉になるとも考えられる<sup>42</sup>。

## VI-8. おわりに

以上、本章においては、機関投資家の株主利益の実現と「企業の社会的責任(CSR)」との調和の可能性を中心に考察を加えた。この 2 つの議論は、従来対立的に捉えられてきたが、多様なステークホルダーの諸利害と「洗練された資本市場」における株主利害とは「社会的責任投資(SRI)」を通じて調和させる可能性が存在すると考えられる。その際に重要になるのが「受託者責任」と「誠実義務」である。以上の考察の結果、以下の 4 点を中心に議論を深めていった。

その結果として；

- ① ドイツにおける「企業の社会的責任(CSR)論」において特徴的なことは、1920 年代の「実体維持論」における「経営共同体」思考、さらには 1950 年代の「企業体制論」からの強い影響を受けていることである。また、経済は人々の生活を豊かにする活動であり、企業活動はその一環であるが、現実社会においてはこの関係は逆転し、豊かな経済活動のために人々の生活が阻害されている。日本における「企業の社会的責任論(CSR 論)」は、1970 年代の公害問題や企業不祥事の多発により、社会からの厳しい企業批判が高まり、米国における CSR 論を摂取・吸収することで展開されている。
- ② 2001 年に改正されたドイツ年金法は、経済の持続的な発展を前提に進められている。ドイツ年金制度改革における年金資金運用規則では、「倫理面、環境面、社会面への配慮」が行われている。

- ③ 80年代半ばまでは、「経営者」個人の責任は、ドイツ固有の「銀行権力」の存在によって法律そして基準の適用が困難であったために十分に追求されてこなかったのである。ノイゲバウアーの見解に依拠すれば、ドイツにおける企業倫理は、「個人倫理」ではなく「処理方法の倫理（制度倫理）」であった。なぜなら、このほうがドイツ独自の経営行動をより把握することが可能であったためである。しかしながら、近年の構造改革によってドイツ企業における責任が、「経営者」個人に厳格に求められ始めている。その際、シュタインマンは、どのようにステークホルダーの利害調整を「平和的」に行うかという問題について、個人倫理的方向より社会倫理的方向に解を求めている。
- ④ 「企業の社会的責任」と機関投資家による「社会的責任投資(SRI)」は、株式所有構造における機関投資家の台頭によって注目されている。SRIは社会・環境・倫理問題に対する企業リスクを定量化する新たな投資価値基準を発展させている。
- ⑤ 欧州におけるSRI資産残高は、タックスヘイブンであるルクセンブルクに上場している残高は公表されておらず検証できないが、可能な限りの数値から1999年から現在に至るまでに、残高は2倍程度に成長しており、欧州におけるSRIはその萌芽期と考えることができる。

以上の議論において、③の見解について、風間の主張も、ドイツにおける企業の社会的責任、企業の社会的即応性そして企業倫理の議論において、「人間倫理」ないし「個人倫理」ではなく、「手続き倫理」ないし「制度倫理」、従ってまた企業の行動と責任の枠組み条件ないしルールを問題にする点に、ドイツにおける現代企業倫理研究に特徴的なアプローチを認めることができると指摘している。しかしながら、資本主義経済体制の進むべき道が、一つ最善の道に収斂するのではなく、経路依存性や制度的補完性を考慮し多種多様な最善の道が模索されるという「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」が提示されるとの本論の趣旨からは、ドイツにおける企業倫理の議論において、「人間倫理」ないし「個人倫理」と「手続き倫理」ないし「制度倫理」との調和こそが重要になってくるのである。

---

【脚注】

- <sup>1</sup> スティーブン・ショーンフェルド・浅野幸弘・住友信託銀行パッシブ・クオンツ運用部訳『アクティブ・インデックス投資-インデックス運用の最先端-』, 東洋経済新報社, 2006年04月, 192ページ。
- <sup>2</sup> 出見世信之「「会社支配」・「企業統治」・「企業の社会的責任」-株主・経営者・利害関係者からの考察-」, 『明大商学論叢』, 第87巻, 2005年3月, 151ページ。
- <sup>3</sup> Freedman, M., *Capitalism and freedom*, Chicago, University of Chicago Press, 1962.
- <sup>4</sup> Freeman, R.E. and McVea, J., "A Stakeholder Approach to Strategic Management" in *The Blockwell Handbook of Strategic Management*, ed. by M.A. Hitt, Freeman, R.E. and Harrison, J.S.(Eds.), Massachusetts, Blockwell, 2001, p.194.
- <sup>5</sup> Evan, W.E. and Freeman, R.E., "Stakeholder Theory of the Modern Corporation : A Kantian Capitalism" in *Ethical Theory and Business 3<sup>rd</sup> edition*, ed. by Beauchamp, T.L. and Bowie, N.E., New Jersey, Prentice-Hall, 1988, p.72.

- <sup>6</sup> 水村典弘「ステークホルダー型企業モデルの構造と機能—ステークホルダー論者の論法とその思考傾向」, (経営学史学会編『企業モデルの多様化と経営理論—二十一世紀を展望して—』, 文眞堂, 2006年5月第13巻), 158ページ。
- <sup>7</sup> 今西宏次『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける議論の展開を中心として—』, 文眞堂, 2006年6月, 8~10ページ。
- <sup>8</sup> 風間信隆著「ドイツにおける企業倫理」中村瑞穂編『企業倫理と企業統治—国際比較—』, 文眞堂, 2003年11月, 51ページ。
- <sup>9</sup> Waldemar, H., *Allgemeine Betriebswirtschafts- und Managementlehre -Das Unternehmen im Spannungsfeld zwischen ökonomischen, sozialen und ökologischen Interessen-*, Landsberg/Lech, Verlag Moderne Industrie, Dezember 2002.
- <sup>10</sup> 海道ノブチカ『ドイツの企業体制—ドイツのコーポレート・ガバナンス—』, 森山書店, 2005年9月, 37ページ。
- <sup>11</sup> 伊丹敬之著, 『日本型コーポレート・ガバナンス: 従業員主権企業の論理と改革』, 日本経済新聞社, 2000年12月。
- <sup>12</sup> 万中修一・海道ノブチカ『利害関係の経営学—生活と企業—』, 税務経理協会, 1999年4月, 30ページ。
- <sup>13</sup> 環境省「平成16年度-環境にやさしい企業行動調査-」, 調査結果環境省, 2004年9月。電気・ガス等供給業が環境会計を導入している割合が53.8%と最も高く、製造業-43%-、不動産業-23.8%-、建設業-19.6%-が続く。それに対して金融・保険業-3.9%-やサービス業-5.8%-は環境会計の導入が進んでいないのが現状である。<http://www.env.go.jp/policy/j-hiroba/kigyoh16/01.pdf> (参照 2006-12-28)
- <sup>14</sup> 水尾純一『セルフ・ガバナンスの経営倫理』, 千倉書房, 2003年3月, 188ページ。
- <sup>15</sup> 水尾, 同上書, 190ページ。
- <sup>16</sup> 海道, 前掲書(注10), 37ページ。
- <sup>17</sup> 風間, 前掲書(注8), 51ページ。
- <sup>18</sup> 万仲脩一著, 『企業体制論—シュタインマン学派の学説—』, 白桃書房, 2001年3月6日, 27ページ。
- <sup>19</sup> 首藤恵「機関投資家のコーポレート・ガバナンスと企業の社会的責任」(若杉敬明監修『株主が目覚める日—コーポレート・ガバナンスが日本を変える—』, 商事法務, 2004年12月), 154ページ。
- <sup>20</sup> 出見世, 前掲書(注2), 138ページ。
- <sup>21</sup> 土浪修「社会的責任投資と企業年金の受託者責任—米国の法制、判例、行政解釈を中心に—」『ニッセイ基礎研究所報』, Voll.28, 2003年7月。<http://www.nli-research.co.jp/doc/syo0307a2.pdf> (参照 2006-12-28)。
- <sup>22</sup> ショーンフェルド・浅野, 前掲書(注1), 191ページ。
- <sup>23</sup> GLS Gemeinschaftsbank については以下の URL を参照。<http://www.gemeinschaftsbank.de/index.html> (参照 2006-12-28)
- <sup>24</sup> 財団法人日本証券経済研究所『外国証券関連法令集ドイツ, 証券取引法・取引所法・投資会社法他』, 財団法人日本証券経済研究所編, 2004年1月, 220~232ページ。
- <sup>25</sup> Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz - KWG), In der Neufassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998, <http://www.bafin.de/gesetze/kwg.htm#p1> (参照 2006-12-28)
- <sup>26</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG), In der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998, <http://www.bafin.de/gesetze/wphg.htm> (参照 2006-12-28)
- <sup>27</sup> Aktiengesetz, <http://www.aktiengesetz.de/> (参照 2007-2-8)
- <sup>28</sup> Neugebauer, U., *Unternehmensethik in der Betriebswirtschaftslehre : vergleichende Analyse ethischer Ansätze in der deutschsprachigen Betriebswirtschaftslehre*, Ludwigsburg Verlag Wissenschaft & Praxis, 1994, p195.
- <sup>29</sup> 岡本人志「ドイツにおける企業倫理研究の動向について」(大阪市立大学経営学会/大阪市立大学経営学会編『経営研究』, 2001年1月), 51(4) (通号 276), 43~59ページ。
- <sup>30</sup> 森信茂樹「補論「租税歳出」の観点から見た所得控除制度の問題点」『21世紀初頭の財政政策のあり方に関する研究会』報告書』, 2005年5月, 162ページ。米国では、個人が拠出する段階では、公的年金、企業年金ともに社会保険料控除という制度はなく、個人は所得から公的年金、企業年金の保険料、所得税を支払うことになっている。但し、企業年金のうち 401K プラン 給与の減額による天引き積立てプランに則った拠出については、雇用主拠出として課税繰延べが一定の限度まで認められ、運用・給付

段階でも非課である。[www.mof.go.jp/fouhou/soken/kenkyu/zk032/zk032j.pdf](http://www.mof.go.jp/fouhou/soken/kenkyu/zk032/zk032j.pdf) (参照 2006-12-18)

<sup>31</sup> 今福愛志『企業年金会計の国際比較』, 中央経済社, 1996年, 382~400ページ。

<sup>32</sup> 厚生年金基金連合会『海外の年金制度—日本との比較検証』, 東洋経済新報社, 1999年9月, 40ページ。

<sup>33</sup> 池田良一「ドイツの企業年金制度と2002年年金制度改革(上)」『国際商事法務』, 国際商事法研究所・国際商事法研究所編, 30(4)(通号478), 2002年, 446ページ。

<sup>34</sup> 以上の4つの責任が、通常「義務」と和訳されているが、本論文の性格上「義務」と「責任」に関しては概念上の違いを検証するためにあえて違う訳をつけている。

<sup>35</sup> 神田秀樹「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」『フィナンシャル・レビュー』, 財務省財務総合政策研究所, Mar 2001, 99ページ。

[http://www.mof.go.jp/f-review/r56/r\\_56\\_098\\_110.pdf#search=%22%E5%8F%97%E8%A8%97%E8%80%85%E8%B2%AC%E4%BB%BB%22](http://www.mof.go.jp/f-review/r56/r_56_098_110.pdf#search=%22%E5%8F%97%E8%A8%97%E8%80%85%E8%B2%AC%E4%BB%BB%22) (参照 2006-12-18)

<sup>36</sup> avanzi SRI research, "Green, social and ethical funds in Europe 2005", SiRi Company, page 9,

[http://www.avanzi-sri.org/pdf/complete\\_report\\_2005\\_final.pdf](http://www.avanzi-sri.org/pdf/complete_report_2005_final.pdf) (参照 2006-12-18)

<sup>37</sup> Dr. Hendrik Garz, "From Economics to Sustainomics SRI-Investment style with a future" WestLB Panmure Pan European Equity Strategy, page 37, 2002, May.

<sup>38</sup> 社会的責任投資フォーラムについては以下のURLを参照。<http://www.sifjapan.org/research2005.html> (参照 2006-12-18)

<sup>39</sup> 「ドイツ太陽光発電エコファンド1号」<http://www.greenfund.co.jp/index.html> (参照 2006-12-18)

<sup>40</sup> 池田良一「ドイツの企業年金制度と2002年年金制度改革(下)」『国際商事法務』, Vol.30 No.5, 2002年, 615ページ。

<sup>41</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; Gesetz über die Zertifizierung von Altersvorsorgeverträgen (Altersvorsorgeverträge-Zertifizierungsgesetz – AltZertG) vom 26. Juni 2001, zuletzt geändert durch Art. 7 des Gesetzes vom 5. Juli 2004. <http://www.bafin.de/gesetze/altzertg.htm> (参照 2006-12-18)

<sup>42</sup> 藤井俊彦『ヨーロッパのCSRと日本のCSR—何が違い、何を学ぶのか。—』, 日科技連出版社, 2005年9月, 185ページ。

## 結論 研究成果のまとめと今後の課題

1. 研究成果のまとめ
2. 今後の課題
  - 2-1. 利害多元論の限界
  - 2-2. 機関投資家の企業経営に与える影響

## 1. 研究成果のまとめ

本論文は、1990年代半ば以降のドイツのコーポレート・ガバナンスの変容と企業の社会的責任に関する議論の高まりについて、特に資本市場の構造変化に伴うステークホルダーのパワー構造の変容を中心に検討してきた。

この議論を踏まえて、ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの方向性は、一方では従来の資本家・労働者そして経営者間の関係性を維持しつつ、他方においては、アングロサクソン型の株主重視経営という資本市場からの外部圧力を取り込み始めている。現実には多くのドイツにおける上場企業は、アングロサクソン型そしてドイツ型資本主義を経営環境に応じて柔軟に適用している。

本論文では、第一部「効率モデル（ストックホルダー・モデル）」と第二部「権力モデル（ステークホルダー・モデル）」を検討し、両者を組合せた「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」を第三部において提案した。

この「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」の提示により、先行研究において、外的・内的という二分法（“insider-outsider” dichotomy）で構造変化を捉えていた観点から、現実の企業行動を、動的かつ状況適的に捉えることが可能となった。

本論文は序論、本論、結論から成り、本論は三部に編成されている。本論第一部はグローバル化の影響が、ドイツにどのような構造変化をおこしているのかについて、「効率モデル」の導入という観点から考察した。第二部は、第一部で考察した内容を踏まえ、伝統的なドイツ固有のシステムである網目状の株式所有構造をもつ「銀行権力」が、「効率モデル」の導入からどのような影響を受けているのかについて、「権力モデル」の変容という観点から検討した。そして第三部第5章においては、「効率モデル」の導入が、「権力モデル」を変容させ、ステークホルダー間のパワー構造を変化させているという分析に基づき「効率モデル」と「権力モデル」を融合させた「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」をこれからのドイツにおけるコーポレート・ガバナンスのあるべき姿として提案したのである。

本論文の重要な論点は、以下の三つである。第一点目は、グローバル化による「効率モデル」の導入が「権力モデル」、すなわち共同決定制度に与えた影響である。第二点目は、ドイツのコーポレート・ガバナンス論が「企業の社会的責任」論に依拠するものへと変化した要因をステークホルダーのパワー構造の変容に求めた捉えた点である。第三点目は、機関投資家の株主利益の追求と「労働者の経営参加（共同決定制度）」との調和を、「洗練された資本市場」における「社会的責任投資」

によって実現されるとしたことである。

第一点目のグローバル化による「効率モデル」の導入が「権力モデル」としての共同決定制度に与える影響は、第2章「ドイツのコーポレート・ガバナンスと共同決定制度」で中心的に論じられている。第2章においては「共同決定」というシステムに対する「効率モデル」を主張するベルダーの見解に対する批判を通じて、共同決定制度の有効性を改めて主張している。ベルダーの主張は「効率モデル」を伝統的なドイツの「権力モデル」にどのように導入するかについて、「労使共同決定に有効な組織は、経済の民主化原則(anforderungsgerecheten Besetzung—監査役会における労使対等性—)を基礎としたために、監視効率性に異常をきたしている。労使共同決定は、それ故に監視という機能(Überwachungsorgan)を取り除き、コンツェルン・レベルにおける情報共有、助言そして責任の主体者としての評議会(Konsultationsrat)を監査役会とは別に創設すべきである。」と主張している。しかしながら、風間により、ベルダーの主張は、資本側優位に展開される議論であり、「効率の原則」からは社会的正当性は付与されえないことが理解された。それは、経路依存的視点から捉えると「VW5000×5000 労働協約」が、労使相応のギリギリの折衝を通じて生み出された結果であり、「こうした経営側の雇用創出努力は、IG メタルや事業所評議会の大きな合理化規制力、すなわちグローバリゼーションの進展の下でも依然として保持されている労働側の戦略的意思決定に対する影響力の下で展開されているのであり、こうした労働側からの圧力なしに展開されえなかったように思われる。」という指摘からも、共同決定制度による労使相応の交渉・対話の可能性が依然として大きいものと理解されたからである。

共同決定法はEUの進化と拡大に影響を受けて、徐々にその制度的特質を変化させているものの、ベルダーの主張は、現実にドイツにおける共同決定制度において決して実現されるものではないであろう。

ドイツの共同決定制度における特徴的な変化は2004年に最初の「ヨーロッパ会社 (Societas Europaea; 以下SEに省略)」が誕生したことによって顕在化している。SEは、4種類の設立形態を持ち、国内法上の会社制度とは別にEUにおける統一的な会社を設立し、全社的なコスト削減を可能にしている。加えてSEの管理組織は一元性システム(アングロサクソン型のボードシステム)と二層制システムのどちらか一方を選択することが可能であり柔軟な組織・設立形態を持っている。

そして、30年を超えるSEの設立過程において常に議論されてきた「従業員の経営参加」は、ドイツの水準と比較するとかなり後退している。EU域内において合併によってSEが設立される場合、すでに共同決定を行っている参加会社の従業員数が全従業員の25%を下回る場合には、共同決定を回避することもできる。また同様の条件で、持株会社または子会社の形式でSEが設立される

場合、従業員数が50%以下であれば共同決定は強制できなくなっている。

しかしながら、「従業員の経営参加」は、ドイツにおける「共同決定(Mitbestimmung)」制度に代表されるようにヨーロッパ資本主義において特徴的な「社会的(sozial)」側面を具体化するものである。このSEにおける「従業員の経営参加」の点が、徹底した市場原理にもとづくアングロ・サクソン・モデルと決定的に異なった特徴であり、当初の理念よりかなり後退したもののSEの根幹に社会的側面は依然として堅持されているのである。

第二点目は、ドイツのコーポレート・ガバナンス論が「企業の社会的責任」論に依拠するものへと変化する要因をステークホルダーのパワー構造の変容に求めた点である。その際、コーポレート・ガバナンスは、明文化された利害関係者の調整システムと捉えられている。

従来ドイツにおいて「銀行権力(Macht der Banken)」を中心とした企業の資金調達方法は、機関投資家を中心としたものに変化し、その中でリスク分担も同様に機関投資家に委譲されている。従来の「調整型重視」の資金調達から取引毎の条件に依存する「自由取引重視」の資金調達への移行では、コーポレート・ガバナンスのあり方に大きな変化を及ぼすことになる。

第5章では、まずベイヤー(Beyer, J.)の4つの株式所有構造類型を参考に、この構造変化の類型化を行った。それが①相互持合いによる結合(Reziproke Clique)、②星状の結合(Stern)、③ピラミッド状の結合(Pyramide)そして④円環状の結合(Kreis)である。この4つの企業間結合の形態は、実際には複雑に絡み合っている。ベイヤーは、③ピラミッド状の結合形態が、全体の約半分を占めるとしている。独占委員会100大企業の株式所有構造によるデータを加味すると、構造上部に金融機関からなる④円環状の結合が構成され、その下に③ピラミッド状の結合(コンツェルン)そしてコンツェルンがあり、さらにコンツェルンの結合関係の約20%が②星状の結合を形成していると考えられる。

ドイツにおける金融制度は、銀行業と証券業が兼営可能な「ユニバーサル・バンク・システム」である。この融資と出資業務の兼営は、ドイツの固有の制度である一方、投資家保護の観点から証券業務に関する低い透明性、インサイダー問題、そして利益相反の原因として問題視され「銀行権力」の制度的抑制が必要になっていた。そのために1990年以降に推し進められた「金融立地としてのドイツ(Finanzplatz Deutschland)」というスローガンの下、「銀行権力」の抑制は、第一次から第四次に亘る資本市場活性化策と共に最重要課題とされた。

以上の「銀行権力」に対する制度的抑制策は、伝統的な株式所有構造を変化させ、ドイツにおける利害関係者間のパワーバランスを変容させている。このパワーバランスの変化は、「銀行」単体ではなく金融機関総体による大きな議決権行使の可能性に関する変化であり、分散的に所有されてい



る議決権は従来の長期的な関係に基づいて行使されるものから、1990年代以降、四半期ベースの収益確保を意図した短期的なものへと変化してきている。つまり、従来のシステムにおいて安定的であった状況から、外的影響要因によって状況が不安定化したために、社会システムからの正当性の獲得が、困難になったのである。このため、企業経営を円滑に行うための社会からの正当性の獲得には、株主重視の一元的な概念規定をドイツ固有の二元的、そして多元的概念に適合するよう見直し、多様なステークホルダーへの「公正・公平」な付加価値の配分が行われ、企業が長期・持続的に発展することが求められる。

第三点目が、機関投資家の株主利益の追求と「労働者の経営参加（共同決定制度）」との調和を「洗練された資本市場」における「社会的責任投資（Socially Responsible Investment : SRI）」に求めたことである。この2つの議論は、従来対立的に捉えられてきたが、多様なステークホルダーの利害と「洗練された資本市場」における株主利害とは「社会的責任投資」を通じて調和させる可能性が存在すると捉えている。

この考え方は、本論の状況適合的な3つのモデルを資本市場における機関投資家の投資手法に応用した考え方である。つまり、SRIは、一方ではアングロサクソン型の株主重視経営、「効率モデル」の側面を持っており、そして他方においては、ドイツの共同決定を基礎とした安定的な労使関係、「権力モデル」を実現するという資本市場における「混合モデル（ハイブリッド・モデル）」的な投資手法になる。

そのために第一に「効率モデル」の制度特性である「受託者責任」と「権力モデル」の制度特性である「誠実義務」との差を検討する。この違いが、シュタインマン(Steinmann, H.)の主張する、①個人倫理的行動規範(individuelethische Verhaltensnorm)と②「社会倫理行動規範(sozialethische Verhaltensnorm)」に相当すると捉えられている。

80年代半ばまでは、「経営者」個人の責任は、ドイツ固有の「銀行権力」の存在によって法律そして基準の適用が困難であったために十分に追求されてこなかったのである。ノイゲバウアーの見解に依拠すれば、ドイツにおける企業倫理は、「個人倫理」ではなく「処理方法の倫理（制度倫理）」であった。なぜなら、このほうがドイツ独自の経営行動をより把握することが可能であったためである。しかしながら、近年の構造改革によってドイツ企業における責任が、「経営者」個人に厳格に求められ始めている。その際、シュタインマンは、どのようにステークホルダーの利害調整を「平和的」に行うかという問題について、個人倫理的方向より社会倫理的方向に解を求めている。

そして2つの行動規範が、現実にドイツ・アメリカ・日本における年金運用規制にどのような違いとして現れているのかをOECDが作成した「プルードント・マン・ルールと運用規制」の表を基

に検討した結果、証券市場の発達も考慮に入れれば、ドイツにおいては、より「手続き倫理」ないし「制度倫理」への傾向が強く、公的・企業年金ともに厳重な運用規制の下で投資が行われている一方、アメリカは「人間倫理」ないし「個人倫理」に基づいた①「注意責任(duty of care -Prudent man rule-)」、②「忠実責任(duty of loyalty)」、③「自己執行責任(duty not to delegate)」、④「分別管理責任(segregation rule)」によって投資が行われていることがわかった。この点からも、本論文の主張する、一つ最善の道に収斂するのではなく、経路依存性や制度的補完性を考慮し多種多様な最善の道が模索されるという「混合モデル (ハイブリッド・モデル)」としての SRI が資本市場における投資手法として重要になるのである。

## 2. 今後の課題

今後の研究課題として以下の2点をあげて議論したい。すなわち、第一に「利害多元論の限界」について一層掘り下げた分析を行うこと、そして第二に「機関投資家の企業経営に与える影響」について現実の動向を調査することである。

### 2-1. 利害多元論の限界

始めに利害多元論の限界についてであるが、本論文においては「ステークホルダーという冠の下にあらゆる関連する関心事を一まとめにし、ステークホルダーがもつ固有の関心事の分析をあいまいにしている。その結果、本来なすべき適切な政策的対応を埋没させてしまう」との批判に対する明確な答えを検討することである。

第一の見解としては、本論文の第2章「共同決定法の効率性」で検討した、「共同決定」に対する批判、すなわちエージェンシー理論上のガバナンス・コスト、ここでは「監視非効率」という観点からの議論がある。ステークホルダーが、「多元的」であるため、分析を曖昧にしているとの議論は、「一元的」な関係性でも同様に「逆選択」や「モラル・ハザード」が発生しており、適切な政策的対応が示されているわけではない。

第二に、株主を含んだそれぞれのステークホルダーの「従属」または「並列」する関係についてである。基本的な「効率モデル」と「権力モデル」の概念は、前者が株主と経営者の関係性に重点を置いているのに対して、後者は各種ステークホルダーの内的・外的状態を説明している。「共同決定の非効率性」、つまり、ベルダーの「監視効率性」への懸念は、権力の分散化が図られている労使

対等的な監査役会において多数の関係性が出来上がり、その関係性の保守に手間が掛かるというものである。まさに、この議論は上述の「政策的対応を埋没させる」との見解と同一視される。基本的に「効率モデル」からの展開は、主体と客体間の関係性が重要になる。それに対して「権力モデル」は、義務・責任の範囲と即応性の程度を問題にしているのである。

他方、エツィオーニ(Etzioni, A.)は、社会のあらゆる「利害関係者」を「投資家」として把握し、多元論を一元論へと変換することを提唱している。ドイツの場合「利害関係者」の中で、特に注目すべき主体は「労働者」である。従来、「投資家(資本家)」と「労働者」の二項対立は、利害の一元化、つまり「人的資本・社会資本」化によって融和されるかごとく議論されているが、一元論における「公正の原則」は、「投資」、つまり賃労働の範囲内において参加権・発言権を認めるものである。これが、ドイツにおいては「協同決定(Mitbestimmung)」である。しかしながら、「共同決定制度」の基本概念は、民主主義にある、すなわち、エツィオーニの議論を批判したクラウドツ(Cludts, S.)の見解のエッセンスである。これがエツィオーニも主張するように会社のあらゆる利害関係者を投資家と見なすならば、「労働者」が、本当の意味で会社に固有の投資(firm specific investment)を行い、このことによって、賃労働を提供している「労働者」を他のあらゆるステークホルダーより上位に置く「地位のシフト」が必要になると主張している。利害多元論の「あいまい」という批判は、利害関係の一元化によって、「あいまい」ではなく「公正」そして「民主的」価値を実現することであると考えられる。加えて、現在、欧州においては「ソーシャル・ヨーロッパ」構想が盛んに議論されている。この議論は、「労働者」への「地位のシフト」の前提条件に「柔軟(フレキシブル)な労働組織」をあげている<sup>1</sup>。

## 2-2. 機関投資家の企業経営に与える影響

1990年代を通してドイツの公開大企業における経営実践は、伝統的なライン・アルペン・モデル(Rheinische Alpen Modell)からアングロ・アメリカ・モデル(Anglo-americanische Modell)に移行しつつあることが多くの人々によって指摘されている。新たな(外国人を含む)機関投資家がプレゼンスを高め、友好的・敵対的買収が展開され、そして伝統的な大企業と銀行の緊密な関係そして複雑な株式の相互持合い構造は徐々に解消され、そのため、企業は、透明性と「企業価値」の増大を要請されている。また、ドイツの大企業は、機関投資家からのリスラクチャリングを余儀なくされている。すなわち、これが資本市場から企業経営に対する圧力である<sup>2</sup>。

本論文においては、ドイツのコーポレート・ガバナンスの変容を捉えるために資本市場を中心に

ドイツ企業の株式所有構造について様々な資料を使用し、検討してきた。それは、「銀行権力」の変容、つまり伝統的な株式所有構造の変容を、ドイツのコーポレート・ガバナンスの特徴的な変容と同一視したためである。しかしながら「機関投資家の企業経営に与える影響」について現実の動向を調査することは、十分行っておらず、さらに事例研究・実証分析を進める必要がある。

---

【脚注】

<sup>1</sup> 風間信隆『ドイツ的生産モデルとフレキシビリティー—ドイツ自動車産業の生産合理化—』, 中央経済社, 1997年10月。

<sup>2</sup> Zugehör, R., *Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus – Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung* -, Leske + Budrich Opladen, Trier, 2002, S. 1.

## 巻末参考文献一覧（日本語文献）

- 青木昌彦/  
瀧澤弘和・谷口和弘訳  
相沢幸悦・村山延郎
- 相沢幸悦  
秋山おね・大崎貞和  
神作裕之・野村修也  
伊丹敬之
- 池田良一
- 池田良一
- 池田良一
- 岩田一政・深尾光洋編著  
伊藤邦雄・加賀谷哲之  
今西宏次
- 植竹晃久・仲田正機編著  
上村達男  
丑山優・熊谷勝重・  
小林康弘編著  
大熊信行  
奥林 康司・今井 斉・  
風間 信隆編著  
小沢鋭仁監修/  
江間泰穂・吉田賢一共著  
尾上修吾
- ガイスラー, C.,  
池田良一, トック, A. 編著  
海道ノブチカ  
海道ノブチカ
- 風間信隆  
風間信隆
- 風間信隆/高橋俊夫編著
- 風間信隆/高橋俊夫監修  
井藤正信・佐々木聡編著  
風間信隆/中村瑞穂編著
- 『比較制度分析に向けて』, NTT出版社, 2003年。
- 「資本市場の改革と金融機関の規制整備」(財団法人日本証券経済研究所編『外国証券関連法令集ドイツ, 証券取引法・取引所法・投資会社法他』, 財団法人日本証券経済研究所, 2004年1月), 195~232ページ。
- 『ドイツ銀行—欧州最強の金融帝国—』, 日本経済新聞社, 1994年12月。
- 「いまなぜCSRなのか」, 『法律時報』, 76巻12号, 2006年。
- 『日本型コーポレート・ガバナンス: 従業員主権企業の論理と改革』,  
日本経済新聞社, 2000年12月。
- 「ドイツの「コーポレートガバナンス倫理指針」の全文和訳と内容解説—ドイツ  
「コーポレートガバナンス改革」の最新動向」『監査役』, No.461, 2002年7月。
- 「ドイツの企業年金制度と2002年年金制度改革(上)」『国際商事法務』, Vol.30 No.4,  
2002年。
- 「ドイツの企業年金制度と2002年年金制度改革(下)」『国際商事法務』, Vol.30 No.5,  
2002年。
- 『経済制度の国際的調整』, 日本経済新聞社, 1997年。
- 「企業価値と無形固定資産」『一橋ビジネスレビュー』, 東洋経済新報社, 2001年Win。
- 『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける議論の展開を中心として—』,  
文眞堂, 2006年6月。
- 『現代企業の所有と支配』, ミネルバ書房, 1999年。
- 『会社法改革—公開株式会社法の構想—』, 岩波書店, 2002年11月。
- 『金融ヘゲモニーとコーポレート・ガバナンス』, 税務経理協会, 2005年4月。
- 『生命再生産の理論—人間中心の思想—上』, 東洋経済新報社, 1974年。
- 『現代労務管理の国際比較』, 叢書 現代経営学—11, ミネルヴァ書房, 2000年4月。
- 『環境ファイナンス—社会的責任投資と環境配慮促進法—』, 環境新聞社, 2005年6月。
- 『国際金融論』, ミネルヴァ書房, 1993年9月。
- 「ドイツ株主価値経営のジレンマ「ドイツ株式会社」の第3の道とは「共同決定方式」の岐路」  
『DIAMONDハーバード・ビジネス・レビュー』, ダイヤモンド社, 2006年7月。
- 『ドイツの企業体制—ドイツのコーポレート・ガバナンス』, 森山書店, 2005年9月。
- 「グローバリゼーションとドイツ型資本主義—社会的側面を中心として—」『商学論究』,  
関西学院大学商学研究会, 第51巻第4号, 2004年3月。
- 『ドイツ的生産モデルとフレキシビリティ』, 中央経済社, 1997年09月。
- 『「共生型」モノづくりとVW社「5000x5000」プロジェクト』, 『工業経営研究』Vol.19,  
2005年9月。
- 「第13章ケース・スタディ 自動車 フォルクス・ワーゲン」『コーポレート・ガバナンス  
—日本とドイツの企業システム—』, 中央経済社, 1995年12月, 221~237ページ。
- 「第4章ドイツの企業と経営」『比較経営論—アジア・ヨーロッパ・アメリカの企業と経営—』,  
税務経理協会, 2001年4月, 65~79ページ。
- 「第3章ドイツにおける企業倫理」『企業倫理と企業統治—国際比較—』, 文眞堂,  
2003年11月。

- 加藤栄一 『ワイマル体制の経済構造』, 東京大学出版会, 1973年10月。
- 金岡良太郎 『エコバンクー貨幣自由化時代への誘いー』, 北斗出版, 1996年9月。
- 神作 裕之 「ドイツにおける株式相互保有の法規制と実態」『資本市場』, 資本市場研究会・資本市場研究会編, 通号180, 2000年8月。
- 神作裕之 「海外金融法の動向ー第4次資本市場復興法について」『金融法研究』, 第18号, 2002年, 122
- 川口弘 『経済学全集17:金融論』, 薩摩書房, 1966年8月
- 環境省 「平成16年度-環境にやさしい企業行動調査-」, 調査結果環境省, 2004年9月。  
<http://www.env.go.jp/policy/j-hiroba/kigyo/h16/01.pdf>(参照2007-1-3)
- 神田秀樹 『コーポレート・ガバナンスにおける商法の役割』, 中央経済社, 2005年4月。
- 神田秀樹 「いわゆる受託者責任について:金融サービス法への構想」, 財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」2001年3月, 98~110ページ。[http://www.mof.go.jp/f-review/r56/r\\_56\\_098\\_110.pdf#search=%22%E5%8F%97%E8%A8%97%E8%80%85%E8%B2%AC%E4%BB%BB%22](http://www.mof.go.jp/f-review/r56/r_56_098_110.pdf#search=%22%E5%8F%97%E8%A8%97%E8%80%85%E8%B2%AC%E4%BB%BB%22)(参照2005-9-26)
- 神林貞治郎・前川恭一  
・林昭共著 『西ドイツの独占資本』, 大月書店, 1967年3月。
- 菊澤研宗 『比較コーポレート・ガバナンス論』, 有斐閣, 2004年。
- 菊澤研宗 『日米独組織の経済分析ー新制度派比較組織論ー』, 文眞堂, 1998年4月。
- 菊池敏夫, 平田光弘編著 『企業統治(コーポレート・ガバナンス)の国際比較』, 文眞堂, 2000年5月。
- 北原勇 『現代資本主義分析3:現代資本主義における所有と決定』, 岩波書店, 1984年3月。
- 久米 郁男 「政治的課題としてのコーディネーション;調整型市場経済における労使関係の変化」『RIETI Discussion Paper Series 04-J-031』, 独立行政法人経済産業研究所, 2004年3月。  
<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/summary/04040004.html>(参照2007-1-26)
- グレスリン, J. / 鬼澤忍訳 『ユルゲン・シュレンプ:ダイムラー・クライスラーに君臨する「豪傑」会長』, 早川書房, 2001年11月。
- 慶応義塾大学法学研究会 『西独株式法ー1965年株式法、同執行法正文並びに同政府案理由書、連邦議会法律委員会報告書ー』, 慶応義塾大学法学研究会刊, 1969年3月。
- 近藤光男 『コーポレート・ガバナンスと経営者責任』, 有斐閣, 2004年10月。
- 小松章 『企業形態論ー新経営学ライブラリーー』, 新世社, 1998年。
- 出見世信之 『企業統治問題の経営学的研究:説明責任関係からの考察』, 文眞堂, 1997年9月。
- 出見世信之 「「会社支配」・「企業統治」・「企業の社会的責任」ー株主・経営者・利害関係者からの考察ー」『明大商学論叢』, 第87巻, 2005年3月, 131~152ページ。
- 財団法人 日本証券経済研究所 『図説 ヨーロッパの証券市場』, 日本経済証券研究所, 2004年。
- 財団法人 日本証券経済研究所 『西ドイツの金融・証券制度ー「銀行構造委員会報告」を中心に』, 財団法人日本証券経済研究所, 1984年12月。
- 坂本恒夫・佐久間信夫編/ 企業集団研究会著 佐久間信夫 『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』, 文眞堂, 1998年1月。
- 『企業支配と企業統治:コーポレートコントロールとコーポレートガバナンス』, 白桃書房, 2003年3月。
- 貞松茂 『コーポレート・コントロールとコーポレート・ガバナンス』, ミネルヴァ書房, 2004年3月。
- 島野卓爾 『ドイツ経済を支えてきたもの』, 知泉書館, 2003年7月。
- 清水一之 「ドイツの資本市場の構造改革とコーポレート・ガバナンスの変容」『商学研究論集』, 第22号, 明治大学大学院商学研究科, 2004年11月, 333~351ページ。
- 清水一之 「DAX30社に見られる株式所有構造の変容とドイツの銀行権力:独占委員会報告書に依拠して」『商学研究論集』, 第23号, 明治大学大学院商学研究科, 2005年6月, 297~318ページ。
- 清水一之 「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスと外的・内的要因ー株主構造の変化と監査役会の構造変化ー」『商学研究論集』, 第24号, 明治大学大学院商学研究科, 2005年11月, 215~233ページ。
- 清水一之 「機関投資家のコーポレート・ガバナンスと企業の社会的責任ードイツと日本のSRI市場比較」『商学研究論集』, 第25号, 明治大学大学院商学研究科, 2006年6月, 89~110ページ。
- 清水一之 「ドイツにおける株式所有構造の変容とコーポレート・ガバナンスーDAX30を対象とする独占委員会報告書データに依拠してー」『日本型経営の動向と課題』(経営学論集76集), 日本経営学会編, 千倉書房, 2006年9月1日, 252~253ページ。

- スコット, J., 仲田正機, 長谷川治清共著  
鈴木清之輔 『企業と管理の国際比較：英米型と日本型』, 中央経済社, 1993年10月。
- 鈴木清之輔 「西ドイツにおける企業結合について」『三田商学研究』, 第25巻第1号, 慶応義塾大学商学会, 1982年4月。
- 鈴木清之輔 「ドイツ(旧西ドイツ)巨大企業にみる所有構造の展開—1986年次を中心として—」『三田商学研究』, 第34巻第1号, 慶応義塾大学商学会, 1991年4月, 50~61ページ。
- 鈴木清之輔 「ドイツにおける企業間結合の展開と現状」『三田商学研究』, 第35巻第1号, 慶応義塾大学商学会, 1992年4月, 78~83ページ。
- 鈴木清之輔 「ドイツにおける企業間結合の構造と展開」『三田商学研究』, 第36巻第2号, 慶応義塾大学商学会, 1993年6月, 1~22ページ。
- 関孝哉 『コーポレートガバナンスとアカウンタビリティ』, 商事法務, 2006年7月。
- 田沢五郎 『ドイツ政治経済法制辞典』, 郁文堂, 1990年9月。
- 高巖 『「誠実さ」を貫く経営』, 日本経済新聞社, 2006年3月。
- 高橋俊夫 『株式会社とは何か—社会的存在としての企業』, 中央経済社, 2006年3月。
- 高橋俊夫 『組織とマネジメントの成立—経営学の奔流—』, 中央経済社, 2006年3月。
- 高橋俊夫編著 『コーポレート・ガバナンス：日本とドイツの企業システム』, 中央経済社, 1995年12月。
- 高橋俊夫・大西健男編 『ドイツの企業—組織経営と企業戦略—』, 早稲田大学出版部, 1997年9月。
- 高橋俊夫編著 『コーポレート・ガバナンスの国際比較—米・英・独・仏・日の企業と経営—』, 中央経済社, 2006年3月。
- 高橋俊夫監修, 井藤正信・佐々木聡編著 『比較経営論—アジア・ヨーロッパ・アメリカの企業と経営』, 税務経理協会, 2002年。
- 高見直樹 「シュタインマンの「経営者の社会的責任」論批判と企業倫理論」『経営論集』, 52(4) (通号 280), 大阪市立大学経営学会/大阪市立大学経営学会編, 2002年1月, 171~195ページ。
- 大和総研経営戦略研究所編 『コーポレートガバナンス・マニュアル：21世紀日本企業の条件』, 中央経済社, 2005年1月。
- 谷本寛治 『SRI社会的責任投資入門-市場が企業に迫る新たな規律-』, 日本経済新聞社, 2004年6月。
- 谷本寛治 『CSR：企業と社会を考える』, NTT出版, 2006年6月。
- 谷本寛治 『CSR経営：企業の社会的責任とステイクホルダー』, 中央経済社, 2004年8月。
- 谷本寛治 『企業社会のリコンストラクション』, 千倉書房, 2002年11月。
- 中央青山監査法人 『コーポレート・ガバナンスと経営監査』, 東洋経済新報社, 2002年6月。
- 土屋守章・岡本久吉編著 『コーポレート・ガバナンス論：基礎理論と実際』, 有斐閣, 2003年11月。
- 津田秀雄 『コーポレートガバナンスと内部監査機能：内部監査の国際比較』, 中央経済社, 1999年11月。
- 出見世信之 『企業統治問題の経営学的研究：説明責任関係からの考察』, 文眞堂, 1997年9月。
- 出見世信之 「「会社支配」・「企業統治」・「企業の社会的責任」-株主・経営者・利害関係者からの考察-」, 『明大商学論叢』, 第87巻, 2005年3月。
- 出見世信之/  
日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編 『3.企業の社会的責任(CSR)と新原則』『OECDコーポレート・ガバナンス—改定OECD原則の分析と評価—』, 明石書店, 2006年2月。
- ドミニ, A./  
山本利明訳 『社会的責任投資—投資の仕方ですべてを変えて—』, 木鐸社, 2002年9月。
- 戸原四郎・加藤榮一・工藤章編 『ドイツ経済—統合後の10年—』, 有斐閣, 2003年11月。
- 中村瑞穂編著 『企業倫理と企業統治—国際比較—』, 文眞堂, 2003年11月。
- 中村瑞穂・丸山恵也・権泰吉編著 『現代の企業経営』, ミネルヴァ書房, 1992年3月。
- 日本銀行金融研究所 『新版 わが国の金融制度』, ときわ総合サービス株式会社, 1995年。
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム パフォーマンス研究会編 『コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス：変わりつつある日本企業のガバナンス』, 白桃書房, 2001年6月。

- 西剛広 『コンティンジェンシー・フレームワークを基礎とした取締役会の機能に関する研究：コーポレート・ガバナンスの視点から』, 明治大学大学院商学博士請求論文, 2005年。
- 濱村章 『コーポレート・ガバナンスと資本市場』, 経理協会, 2004年5月。
- バウムス, Th. / 丸山秀平訳 「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス—制度と最近の展開—」『商事法務』, No.1363, 1994年8月, 70~82ページ。
- 百田義治 「企業社会的責任(CSR)と経営学の基本問題—労働・人権の問題を中心として—」, 企業経済研究会7月例会資料, 2006年7月
- ヒルファディング,R. / 倉田稔・上条勇編訳 『現代資本主義論』, 新評論, 1983年6月。
- 平田光弘・舩富 延久編著 「第2章コーポレート・ガバナンスの周辺概念」『コーポレート・ガバナンスとCSR』, 中央経済社, 2006年4月。
- 深尾光洋・森田泰子 「コーポレート・ガバナンスに関する論点整理および制度の国際比較」『金融研究』, 第13巻第3号, 日本銀行金融研究所編, 1994年9月, 13~58ページ。
- 深山明 『EUの経済と経営』, 御茶ノ水書房, 2004年7月。
- 藤井俊彦 『ヨーロッパのCSRと日本のCSR—何が違い、何を学ぶのか。—』, 日科技連出版社, 2005年9月。
- 松田健 「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスをめぐる—考察-監査役会制度の改革を中心として-」『商学研究論集』第12号, 明治大学大学院商学研究科, 2000年2月。
- 松田健 「ドイツにおける企業間結合関係とコーポレート・ガバナンス-「支配」構造とりわけJ.Beyerの所説によせて」『商学研究論集』第13号, 明治大学大学院商学研究科, 2000年9月。
- 松田健 「ドイツ企業におけるコーポレート・ガバナンスと監査役会の責任-Code of Best PracticeおよびGCCGを中心に-」第15号, 明治大学大学院商学研究科, 2001年9月。
- 松田健 「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの実践的展開」『商学研究論集』第16号, 明治大学大学院商学研究科, 2002年2月。
- 松田健 「ドイツにおける『企業統治規範』の策定と法規制—企業経営の透明性と開示のための法律(Transparenz-und Publizitätsgesetz)との関係から—」『商学研究論集』第18号, 明治大学大学院商学研究科, 2003年2月。
- 松田健 「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス論の展開」第19号, 明治大学大学院商学研究科, 2003年9月。
- 松田健 「ドイツの企業と資本構造の変化」高橋俊夫編著, 『コーポレートガバナンスの国際比較—米, 英, 独, 仏, 日の企業と経営—』中央経済社, pp.87-115, 2006年3月。
- マルクス, R. / 早川勝訳 「ドイツの経営判断原則と取締役の責任の追及—ドイツ株式法の近時の改正—」『ワールド・ワイド・ビジネス・レビュー』, 第7巻第2号, 2006年3月。  
[http://www.rcwob.doshisha.ac.jp/review/7\\_2/7\\_2\\_105.pdf#search=%22UMAG%22](http://www.rcwob.doshisha.ac.jp/review/7_2/7_2_105.pdf#search=%22UMAG%22)  
(参照2007-1-3)
- 正井章作 『ドイツのコーポレート・ガバナンス』 成文堂, 2003年。
- 正井章作・菊田秀雄 「ドイツにおける金融サービスに対する監督の統合—ドイツ連邦金融監督庁の発足と権限の拡大—」『国際商事法務』, Vol.31 No.8, 2003年, 1086~1093ページ。
- 前田重行 「ドイツ株式会社法における経営監督制度の改革」『現代企業法の理論(菅原菊志先生古稀記念論文集)』, 信山社, 1998年。
- 前田重行 「商事法の展望:「コーポレート・ガバナンスにおける金融機関の監視機能について—ドイツにおける銀行のモニタリング機能とその問題点について—」『商事法務研究会』, 1998年。
- 万仲脩一 『企業体制論—シュタインマン学派の学説—』, 白桃書房, 2001年3月6日。
- 万中修一・海道ノブチカ編著 『利害関係の経営学—生活と企業—』, 税務経理協会, 1999年4月。
- 三和裕美子 『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンスアメリカにおける史的展開—』, 日本評論社, 1999年。
- 水村典弘 『現代企業とステークホルダー-ステークホルダー型企業モデルの新構想-』, 文眞堂, 2004年10月。
- 水村典弘 「ステイクホルダー型企業モデルの構造と機能—ステイクホルダー論者の論法とその思考傾向」『企業モデルの多様化と経営理論—二十一世紀を展望して—』(経営学史学会編(第13巻)), 文眞堂, 2006年5月, 152~161ページ。
- 宮川公男 『基本統計学』, 有斐閣, 1991年10月。
- 宮坂純一 『ステイクホルダー行動主義と企業社会』, 晃洋書房, 2005年2月。
- 宮上一男・フレーリックス, W. 監修 『現代ドイツ商法典』, 森山書店, 1992年5月。
- 水尾純一 『セルフ・ガバナンスの経営倫理』, 千倉書房, 2003年3月。



- 村田和彦 『労資共同決定の経営学』, 千倉経営学研究叢書, 1978年1月。
- 村田和彦 『企業支配の経営学』, 中央経済社, 2006年1月。
- 村田和彦 『経営学原理』, 中央経済社, 2006年2月。
- 村田和彦 「ドイツの企業体制の先駆性と問題性—企業統治と市場機構の視点から—」, 『企業会計』,
- 森田章 『会社法の規制緩和とコーポレート・ガバナンス—市場原理による経営監視とディスクロージャーの充実—』, 中央経済社, 2000年8月。
- 森川八洲男・ 『現代経営学方法論』, 白桃書房, 1991年8月。
- 風間信隆共訳
- 山口博教 『ドイツ証券市場史—取引所の地域特質と統合過程—』, 北海道大学出版会, 2006年2月。
- 山口博教 『西ドイツの巨大企業と銀行—ユニバーサル・バンク・システム—』, 文真堂, 1988年9月。
- 山田剛志 「海外金融法の動向:証券市場と証券取引法(Weltpapierhandelsgesetz:WpHG)」『金融法研究』, 第20号, 金融法学会・金融法学会編, 2004年。
- 山下洋史・村田潔編著 『スマート・シンクロナイゼーション』, 同文館出版, 2006年3月。
- 吉川吉衛/KPMGビジネスア 『企業価値向上のためのコーポレートガバナンス』, 東洋経済新報社, 2003年5月。
- シュアランス共著
- 吉森賢 『日米欧の企業経営—企業統治と経営者—』, 財団法人放送大学教育振興会, 2001年。
- 吉森賢 『EC企業の研究—その発想と行動—』, 日本経済新聞社, 1993年7月。
- 若杉明編著 『コーポレート・ガバナンスと企業会計』, ビジネス教育出版社, 1999年11月。
- 若杉敬明監修 『株主が目覚める日-コーポレート・ガバナンスが日本を変える-』, 商事法務, 2004年12月。

## 卷末参考文献一覧（外国語文献）

- Adams, M. "Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“, *Die Aktiengesellschaft*, (April 1994), S.148-158.
- Alexander, B. *"Institutionelle Investoren und Corporate Governance; Analyse der Einflussnahme unter besonderer Berücksichtigung börsennotierter Wachstumsunternehmen"*, Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag, 2002 Mai.
- avanzi SRI research *"Green, social and ethical funds in Europe 2005"*, SiRi Company, Milan, Oct.2005, pp.9. [http://www.avanzi-sri.org/pdf/complete\\_report\\_2005\\_final.pdf](http://www.avanzi-sri.org/pdf/complete_report_2005_final.pdf) (参照2007-1-3)
- Baums, Th. "Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts : Zum Bericht der Regierungskommission Corporate Governance", *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, Recht und Wirtschaft, Heidelberg, S. 22-67, 2002.
- Baums, Th. *Personal Liabilities of Company Directors in German Law*, in *Die Arbeitspapiere Nr. 35*, ed. by am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück, Nov.1996. <http://www.jura.uni-frankfurt.de/fawz1/baums/Bilder und Daten/Arbeitspapier>
- Baums, Th. und Fraune, C. "Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung", *Die Aktiengesellschaft*, 3(1995), S.86-100.
- Baums, Th. und Frick, B. "Co-determination in Germany : The Impact on the Market Value of the Firm", in *Die Arbeitspapiere Nr. 43*, ed. by am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück, Nov.1996.
- Beyer, J. *Managerherrschaft in Deutschland? : "Corporate Governance" unter Verflechtungsbedingungen*, Westdeutscher Verlag,Opladen/Wiesbaden, 1998. S15 ff.
- Berle, A., and Means, G. "The Modern Corporation and Private Property", Macmillan, 1932. (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』, 文雅堂銀行研究社, 1986年)
- BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. *"Investment 2005 Daten, Fakten, Entwicklungen"*, [http://www.bvi.de/export/sites/internet/de/infocenter/publikationen/jahrbuecher/archiv/jb2005/jb\\_2005.pdf](http://www.bvi.de/export/sites/internet/de/infocenter/publikationen/jahrbuecher/archiv/jb2005/jb_2005.pdf) (参照2007-1-3)
- Coase, R.H. "The Problem of Social Cost", *Journal of Law and Economics*, Vol.3, No.1(1960), pp.1-44.
- Deutsche Aktieninstitute DAI-Fact Book, "Zahl und Grundkapital der Aktiengesellschaften in Deutschland seit 1886", 01-1, Feb.2003.
- Deutsche Börse Group "Historical Index Compositions of the Equity Indices of Deutsche Borse, Version 1.1, December 2004".
- Dodd, E.M. "For Whom Corporate Manager are Trustees?", *Harvard Law Review*, Vol.45, (1932), pp.1145-1163. [http://www.caseplace.org/cnlib/pub/attachment\\_display.htm/For\\_Whom\\_are\\_Corporate\\_Managers\\_Trustees\\_-\\_Merrick.pdf?object\\_type\\_id=2&download\\_key=XLJLPd2WuN&attach](http://www.caseplace.org/cnlib/pub/attachment_display.htm/For_Whom_are_Corporate_Managers_Trustees_-_Merrick.pdf?object_type_id=2&download_key=XLJLPd2WuN&attach)
- Evan, E. and Freeman, E. "Stakeholder Theory of the Modern Corporation : A Kantian Capitalism" in *Ethical Theory and Business 3<sup>rd</sup> edition*, ed. by Beauchamp, T.L. and Bowie, N.E., New Jersey, Prentice-Hall, 1988, p.72.
- Fama, E.F. and Jensen, M.C. "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp.301-325, 1983
- Flotow, v P., Häbler, Rolf-D., und Schmidt, J. "Umwelt- und Nachhaltigkeitstransparenz für Finanzmärkte Stand und Perspektiven", Institut für Ökologie und Unternehmensführung an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL e
- Freedman, M. *Capitalism and freedom*, Chicago, University of Chicago Press, 1962.
- Freeman, R.E. and McVea, J. "A Stakeholder Approach to Strategic Management" in *The Blockwell Handbook of Strategic Management*, ed. by M.A. Hitt, Freeman, R.E. and Harrison, J.S.(Eds.), Massachusetts, Blockwell, 2001, p.194.

- Garz, H. "From Economics to Sustainomics SRI-Investment style with a future" WestLB Panmure Pan European Equity Strategy, pp. 37, 2002.
- Gottschalk, A. „Der Stimmrechtseinfluß der Banken in den Aktionärsversammlungen von Großunternehmen“, *WSI-Mitteilungen*, 41(1988), S.298 ff.
- Gruppe Deutsche Börse AG „*Historical Index Compositions of the Equity Indices of Deutsche Börse, Version 2.2, December 2006*“, [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb\\_navigation/information\\_services/30\\_Indices\\_Index\\_Licensing/60\\_Guidelines\\_Short\\_Information/Content](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/information_services/30_Indices_Index_Licensing/60_Guidelines_Short_Information/Content)
- Gruppe Deutsche Börse AG "Going Public", Ein Listing an der FWB Frankfurter Wertpapierbörse: Die erste Wahl für Unternehmen, [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb\\_navigation/listing/20\\_Going\\_Public](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/listing/20_Going_Public)(参照2007-1-3)
- Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz - KWG) In der Neufassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998, <http://www.bafin.de/gesetze/kwg.htm#p1>(参照2007-1-3)
- Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG) In der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998, <http://www.bafin.de/gesetze/wphg.htm>(参照2007-1-3)
- Hackenthal, A., Schmidt, R.H. und Tyrell, M. "Banken und Corporate Governance in Deutschland – Auf dem Weg zu einem kapitalmarktbasieren System?", Deutsch-Japanisches Symposium Strategie – Management – Corporate Governance, Tokyo, 30.Sep - 1.Oct. 2005.
- Hall, P., and Soskice, D. *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press, 2001.
- Hirschman, A.O. "Exit, Voice, and Loyalty Responses to Decline in Firms, Organizations, and States", Harvard University Press, 1970.(矢野修一訳『離脱・発言・忠誠—企業・組織・国家における衰退への反応—』, ミネルヴァ書房, 2005年6月)
- Hutton, W. *The world we're in*, London, Abacus, 2003:
- Leven, F. J. "Kapitalmarkt-Report, Zahlen,Fakten Entwicklungen, Zahr der Aktienanleger in Deutschland nicht zufriedenstellend", *Die Aktiengesellschaft AG Report*, (Apr. 2005), S.67-70.
- Monopolekommission *Hauptgutachten VII, „Die Wettbewerbsordnung erweitern 1986/1987“*, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 1988, S.131-137.
- Monopolekommission *Hauptgutachten IIX, „Wettbewerbspolitik vor neuen Herausforderungen 1988/1989“*, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 1990, S.129-135.
- Monopolekommission *Hauptgutachten IX, „Wettbewerbspolitik oder Industriepolitik 1990/1991“*, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 1992, S.197-201.
- Monopolekommission *Hauptgutachten X, „Mehr Wettbewerb auf allen Märkten 1992/1993“*, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 1994, S. 213-217.
- Monopolekommission *Hauptgutachten XI, „Wettbewerbspolitik in Zeiten des Umbruchs 1994/1995“*, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 1996, S. 211-214.
- Monopolekommission *Hauptgutachten XII, „Marktöffnung umfassend verwirklichen 1996/1997“*, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 1998, S. 268-273.
- Monopolekommission *Hauptgutachten XIII, „Wettbewerbspolitik in Netzstrukturen 1998/1999“*, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 2000, S. 196-200.
- Monopolekommission *Hauptgutachten XIV, „Netzettbewerb durch Regulierung 2000/2001“*, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 2002, S. 219-225.
- Monopolekommission *Hauptgutachten XV, „Wettbewerbspolitik im Schatten „Nationaler Champions“ 2002/2003“*, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 2004, S. 257-265.

- Pfeiffer, H. Die Macht der Banken : die personellen Verflechtungen der Commerzbank, der Deutsche Bank und der Dresdner Bank mit Unternehmen, Frankfurt am Main; New York : Campus, 1993.
- Prowse, S. "Corporate Governance in International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan, Germany", *BIS Economic Papers*, No.41, 1994.
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex Schillhofer, A. "Deutscher Corporate Governance Kodex", in der Fassung vom 21. Mai 2003, <http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex/index.html>. (参照2007-1-3)
- Schillhofer, A. *Corporate Governance and Expected Stock Returns*, Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag, 2003
- Schiereck, D. "Institutionelle Investoren: Überlegungen zur Begriffsbestimmung bzw. -abgrenzung", *Die Sparkasse: Zeitschrift für das Sparkassen- und Kommunale Bankwesen*, Berlin, Verlag für bargeldlosen Zahlungsverkehr, Jg. 109, 1992, S. 393-394.
- Schröder, M. "Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indexes, Discussion Paper No.05-50, July 2005.
- Seibert, U. "Im Brickpunkt : Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da", *Betriebs-Berater(BB)*, 57.Jg, Heft 12, 3/2003.
- Seidel, E. und Menn,H. Shimizu, K. "Ökologisch orientierte Betriebswirtschaft", Kohlhammer, 1988.  
"Corporate Governance and Corporate Social Responsibility by Institutional Investors" -Comparison of SRI markets in Germany and Japan, May 2006.  
<http://www.ctw-congress.de/ifsam/down>
- Statistisches Bundesamt „Steuerpflichtige und deren Lieferungen und Leistungen 2004 nach Rechtsformen und Größenklassen“, <http://www.destatis.de/download/d/fist/fistdow04.xls>(参照2006-12-8).
- Steinmann, H. und Schreyögg, G. "Zur Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt Eine empirische Analyse der Beteiligungsverhältnisse in deutschen Großunternehmen", *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, pp.544, 51. Jahrgang 1981-Nr.6/Juni.
- Steiger, M. "Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance", Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, S.27ff, 2000.
- Steinmann, H., Schreyögg, G., Nino, K. B. und Osterloh, M. "Unternehmensethik und die Transformation des Wettbewerbs : Shareholder - Value - Globalisierung - Hyperwettbewerb", Stuttgart, Schaffer-Poeschel, 1999
- Streeck, W. "The Transformation of Corporate Organization in Europe : An Overview", Paper presented at the First Conference of the Saint-Gobain Foundation for Economic Research, Paris, November 9 and 10, 2000.
- Sweezy, P. M. und Baran, P. A. *Monopoly capital ; an essay on the American economic and social order*, Middlesex, Penguin Books, 1966.(小原敬士訳『独占資本』, 岩波書店, 1967年)
- Beauchamp, T. and Bowie, N. *Ethical theory and business 5th ed*, Upper Saddle River, N.J., Prentice Hall, 1997.  
(加藤尚武訳『企業倫理学1—倫理的原理と企業の社会的責任』, 晃洋書房, 2005年7月。)
- Jensen, M. C. *A Theory of the firm*, Harvard University Press, 2000.
- Jürgen, M. *Das deutsche Corporate-Governance-System : Wandel von der Stakeholder-Orientierung zum Shareholder-Value-Denken*, Köln, Deutscher Instituts-Verlag, 2000.
- OECD "Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies", January 2002, [http://www.oecd.org/document/28/0,2340,en\\_2649\\_34851\\_2742748\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/28/0,2340,en_2649_34851_2742748_1_1_1_1,00.html) (参照2007-1-4)
- Prowse, S. "Corporate Governance in International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan, Germany", *BIS Economic Papers*, No.41, 1994.

- United Nations Environment Programme (UNEP) „The Principles for Responsible Investment“, <http://www.unpri.org/principles/japanese.php> (参照2007-1-4)
- UNEP "Show Me The Money: Linking Environmental, Social and Governance Issues to Company Value", [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/show\\_me\\_the\\_money.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/show_me_the_money.pdf) (参照2007-1-3)
- UNEP "A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment", [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf) (参照2007-1-3)
- UNEP "Generation lost: young financial analysts and environmental, social and governance issues", [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/ymt\\_summary\\_2005.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/ymt_summary_2005.pdf) (参照2007-1-3)
- UNEP "CEO Briefing: The Materiality of Social, Environmental, and Corporate Governance Issues to Equity Pricing", [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/ceo\\_briefing\\_materiality\\_equity\\_pricing\\_2004.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/ceo_briefing_materiality_equity_pricing_2004.pdf) (参照2007-1-3)
- UNEP "The Materiality of Social, Environmental, and Corporate Governance Issues to Equity Pricing", [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/amwg\\_materiality\\_equity\\_pricing\\_report\\_2004.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/amwg_materiality_equity_pricing_report_2004.pdf) (参照2007-1-3)
- UNEP "Investing in Stability: Conflict Risk, Environmental Challenges, and the Bottom Line - Summary Report", [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/investing\\_in\\_stability\\_final\\_report\\_2004.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/investing_in_stability_final_report_2004.pdf) (参照2007-1-3)
- Vitols, S. "The Reconstruction of German Corporate Governance: Reassessing the Role of Capital Market Pressures", Background paper for the debate "Hopner vs. Vitols vs. Zugehör: Do Financial Markets Matter? Capital Market Orientation of Large German Companies", First Annual Meeting of the Research Network on Corporate Governance, Berlin Germany 23-24 June 2000, 1999. <http://www.wz-berlin.de/mp/ism/people/misc/vitols/pubs.en.htm> (参照2007-2-14)
- Vitols, S. "Negotiated Shareholder Value: The German Version of an Anglo-American Practice", *Discussion Paper SP II 2003 – 25*, Wissenschaftszentrum Berlin, 2003.
- Weber, M. *"Wirtschaft und Gesellschaft" 4. Auflage*, Köln und Berlin, J.C.B.Mohr, 1956
- Weikert, D. *Corporate Governance und das Auftragsstimmrecht der Banken*, Universität Trier Köln, Eul, 2001.
- Wentges, P. *Corporate Governance und Stakeholder-Ansatz : Implikationen für die betriebliche Finanzwirtschaft*, Wiesbaden : Deutscher Universitäts-Verlag , 2002
- Werder, v. A. *German Code of Corporate Governance(GCCG) Konzeption, Inhalt und Anwendung von Standards der Unternehmensführung*, Stuttgart, Schaefer-Poeschel Verlag, 2000, S. 121ff.
- Werder, v. A. "Überwachungseffizienz und Unternehmensmitbestimmung", *Die Aktiengesellschaft*, 4/2004, S.166 - 172.
- Werder, v. A. und Talaulicar, T. "Umsetzung der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex – Eine empirische Erhebung der DAX-, MDAX- und SDAX-Gesellschaften", Berlin Center of Corporate Governance, Berlin, (März 2005).
- Wöhe, G. "Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre 19. Auflage", München, Verlag Franz Vahlen, 1996, S.115 ff.
- Zugehör, R. *Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus : Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung*, Trier, Opladen Leske + Budrich, 2003, S.92 ff.