

コーポレート・ガバナンスの経済分析(1)

『経営効率とガバナンス構造』研究の系譜

小山 明宏

1. はじめに

1.1 コーポレート・ガバナンス論の姿

ここに、「コーポレート・ガバナンスのあるべき姿」という報告書がある。日付は1993.7.6となっており、「資本市場の再構築に向けて」という副題の下に証券団体協議会が公開したものである。今をさかのぼること10年以上、現在ほどはコーポレート・ガバナンスというものが商業的に声高にさげばれてはいなかった時期で、その意味ではより純粋な議論、あるいは本音が吐露されている、という面があるかもしれない。その第1章は「コーポレート・ガバナンスの今日的意義」というものであり、それを、21世紀の「今日」の目でレビューすることは、昨今のように商業資本がまさしく金儲けのために取り上げ、果たして何が本質なのかが、ある意味でわかりにくくなっている状況では、意味のあることであろう。

最初に「コーポレート・ガバナンスとは」という節で、次のような議論が展開される。

まず、コーポレート・ガバナンスという言葉は、すでに日本語化しているように思われる、とされる。何故このように短期間に、この言葉は注目されるようになったのであろうか、という疑問に対し、そこでは、日本経済、日本企業の抱える構造的問題を考えるのにコーポレート・ガバナンスという観点が最も適しているからではなかろうか、という結論となる。

それによると、東西の冷戦構造の終焉から、これまで潜在化していた多くの問題が顕在化してきている。従来 of 社会主義対資本主義の対立の時代には、表面化してこなかった、「新しい問題」としての、「資本主義対資本主義の対立」もその一つである、すなわち、資本主義内部の構造的問題が露呈してきたといえる、というのである。わが国の資本主義も、欧米のそれと比較して多くの長所を持っている反面、問題点も多いそうで、これら日本経済、日本企業の構造的問題点をコーポレート・ガバナンスの観点から考え直してみようとするところに、重要な視点があるように思われる、というのが結論である。そして、次に、コーポレート・ガバナンスとは何か、何故このように注目されるようになってきたのかをみていくことになる。そして、「I コーポレート・ガバナンスとは」という節で、いよいよ本格的な議論となる。それは次の通りである。¹

「コーポレート・ガバナンスは、直訳すると「企業統治」である。「誰が企業の支配者なのか」の問題である。法的な企業の支配者は「株主」である。しかし、そう考えるだけでは問題の解

1 証券団体協議会、コーポレート・ガバナンスのあるべき姿 資本市場の再構築に向けて、1993.7.6、p.4以下。

決に何の役にもたない。そこで、本レポートでは、コーポレート・ガバナンスとは、「会社は誰のものか」という観点でとらえてみたいと思う。

企業には、多くのステークホルダーがいる。その主要なものは、株主、債権者、経営者、従業員である。米国では、この4者が重視されている順に並べると、「株主 経営者 債権者 従業員」となっているといわれている。わが国では、その序列が全く逆で「従業員 債権者（メインバンク） 経営者 株主」になっているように思われる。

今後の日本経済、日本企業のあり方を考える場合、これでよいのであろうか。これをコーポレート・ガバナンスというフィルターを通して考え直してみようというのがコーポレート・ガバナンスの今日的意義であると考えられる。それが、コーポレート・ガバナンスとは、「会社は誰のものか」という観点にほかならない。」

こうして、コーポレート・ガバナンスとは、「会社は誰のものか」という観点にほかならない、という、今日のみからすると明らかに古くさい観点到、一通り落ち着くことになる。また、コーポレート・ガバナンスを「企業統治」と訳すことに関しては、それが誤訳であることは今や知られていることだが、残念ながら既に定着した用語となっており、今更言い直しはできない。もっとも、新聞などで利用する用語としては「企業統治」のように短いほうがスペースの節約になるという説もあり、それは誠にもっともな話である。さらに、企業のステークホルダーの、重視されている順を、わが国では、アメリカと序列が全く逆で「従業員 債権者（メインバンク） 経営者 株主」になっているように思われる、などという、現代ではもはやあてはまらない議論を堂々と展開していることも、時代を感じさせるものがあると言えよう。これは、今は廃れてしまった、いわゆる「従業員人本主義」という不自然な造語が、まだ罷り通っていた時代の遺物と言うこともできる。

次に、「コーポレート・ガバナンスの意義」という節で、それはさらに展開される。その内容について、目次をに沿って概説すると次のようになる。

そこでは、「コーポレート・ガバナンスの意義」という節タイトルの下で、次のような議論が展開されている。²

「米国から輸入されたコーポレート・ガバナンスがわが国で注目されたきっかけは、一連の企業不祥事であるといわれている。しかし、実際にわが国でコーポレート・ガバナンスという言葉が市民権を得るようになったのは、わが国経済、わが国企業の構造的問題との関連においてである。」

すなわち、このレポートでもコーポレート・ガバナンスという概念が、100%アメリカから入ってきたことを、すでに認めている。そして、バブル経済が崩壊する前はコーポレート・ガバナンスということば自体が、特に注目されてはいなかったこと、そして注目される契機となったのが、バブルの膨張に浮かれてわが国企業が有頂天になっていて、あるべき姿を見失っていたことによる落とし穴にはまってしまった時であることを認識しているのである。

「それは、1 日本経済が大きな変革期を迎えたこと、2 日本的経営の構造的問題がバブル

2 証券団体協議会、コーポレート・ガバナンスのあるべき姿 資本市場の再構築に向けて、1993.7.6、p.5以下。

の崩壊により顕在化したこと、3 資本市場のひずみが露呈したこと、の3点が重要な背景になっていると考えられる。」

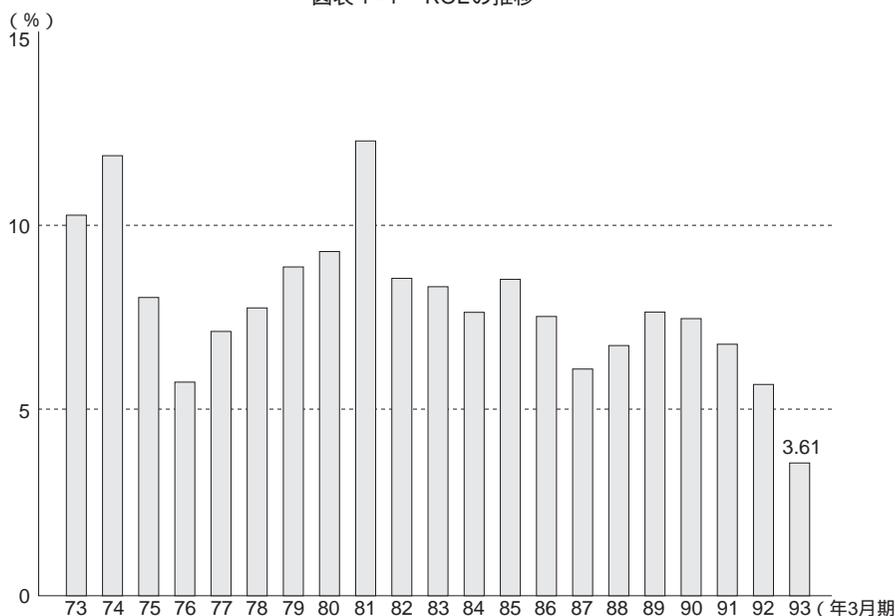
こうして、これらの問題点を背景に、わが国でコーポレート・ガバナンスが、なぜ今日注目されるようになったのかを検討していくこととなる。まず、「1. 変革期の日本経済」と題して、当時の実態分析が試みられる。

わが国経済は、バブル崩壊以降の企業収益の悪化、それに伴うリストラの拡がりにみられるように、これまでの高度成長経済が期待できず、成熟期に入りつつあるといわれる。それにつれて、従来の売上高至上主義にみられるような規模の拡大のみ追求する(機械的・ワンパターンな規模の拡大、著者注。以下同様)経営姿勢は変質を求められてきている。また、高齢化社会を控え、労働力不足等の問題も近い将来予想される。このようなわが国経済の転換点において、これまで潜在的(にしか認識されていなかった)構造的問題が顕在化しつつあると考えられる。

以下では日本的経営の構造的問題の顕在化と題して、2点を挙げ、議論している。その一つ目は「2. 日本的経営の構造的問題の顕在化」というもので、「(1) 企業収益および投資効率の低下」、「(2) 日本的経営目標の変革」というものである。まず、(1) 企業収益および投資効率の低下、では次のような議論が展開される。

わが国企業のこれまでの経営の特徴は、成長重視、シェア重視・横並び経営志向の経常利益

図表 1-1 ROEの推移

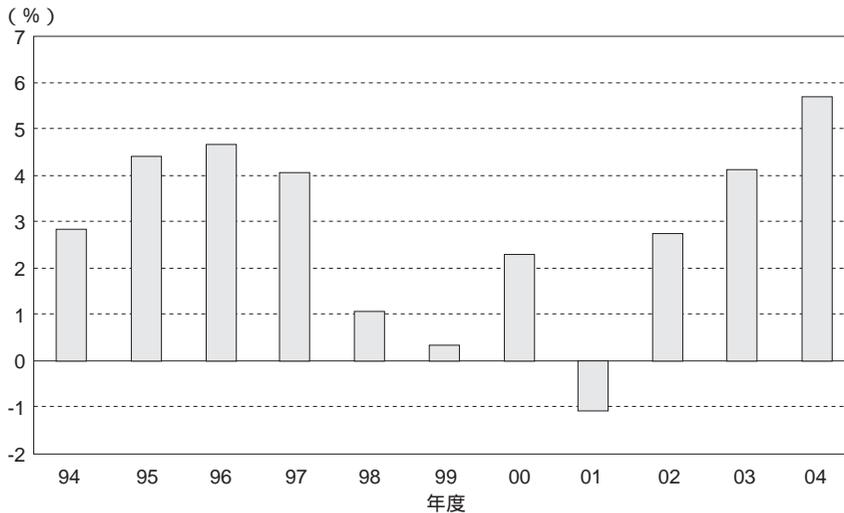


(注) ROE(株主資本利益率) = 当期利益 / 株主資本(期首・期末平均) × 100
 東証第一部・二部3月期決算会社(金融・保険業を除く)
 (出所) 東京証券取引所

主義であった。その結果、過大投資を招き、ROI（投下資本収益率）が大幅に低下し、さらにはROE（株主資本利益率）という株主資本との関連で主要な指標の低下を招来した。上場企業の93年3月期のROEは、3.61%と前期比2.06ポイント低下し、過去最低水準となった（図表1-1）。

なお、比較のために、最近のROEの推移についても掲げておく。これを見ると、

図表1-2 最近のROEの推移



（注）ROE（株主資本利益率）＝当期利益／株主資本（期首・期末平均）×100

東証第一部・二部上場企業（金融・保険業を除く）

（出所）三菱総研『企業経営の分析』

更に明らかなように、株主資本利益率の低下の度合いは、前掲文献で低レベルとして言及された1993年の比ではない。2001年度など、マイナスに転じてしまってさえいるのである。ただし、その後の景気回復の道筋は見られるようで、2004年度には再び5.69%という水準まで戻ってきている。日本でのコーポレート・ガバナンスに関する議論というのは、今になって振り返ると、実は、高度成長を謳歌していた日本企業が、企業経営にゆとりが出てきて初めて目を向けた、「アメリカでの議論」だったと言えるもので、表1-1のころの状態が、まさにこれにあっていたということである。バブル経済の崩壊以降、日本企業にとって、コーポレート・ガバナンスどころではないという時期が長く続いていたといえる。それが昨今のように、コーポレート・ガバナンスという用語が再び取り沙汰されるようになったのは、残念ながらやはり「外圧」あるいは「海外からの趨勢」によるものである、と考えられる。

そして次に「(2) 日本的経営目標の変革」では次の主張が展開される。

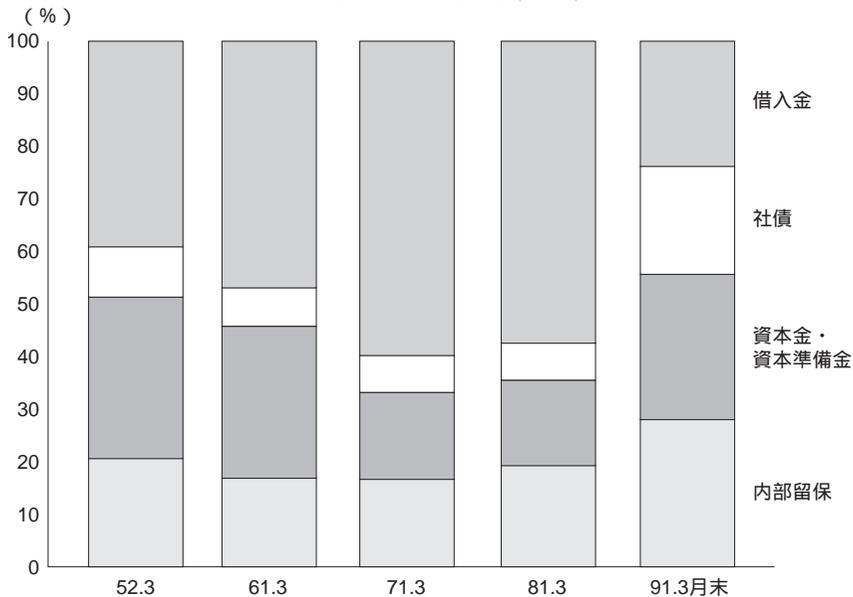
「従来、わが国企業は、収益性の基準として経常利益を重視する経常利益主義といった経営目標をかかげてきた。経常利益主義は、投資に伴う金利負担との関係が重要とされる。そうした関係がなければ、単に規模の拡大により、投資収益率の低い事業にも投資される危険性があり、ひいてはROIの低下を招く。

80年代後半の企業経営行動をみると、生産力拡大投資だけでなく、多角化投資、R & D投資、海外進出、M & Aなど、短期的には収益を見込みにくい投資が盛んに行われた。

過去において、長期投資に具体的な規律を与えたのは、借入金による投資に伴う金利負担である。内部資金を上回る投資を行い、投資の増加がそのまま借入金の増加につながる状況のもとでは、いくら長期投資志向であっても、収支状況の不確定な浪費的な投資は実行される可能性は小さかった。

長期投資を可能とし、戦後のわが国経済発展の原動力となってきたのが持ち合い構造である。その背景となる株式保有構造をみると、法人が約7割(91年度, 70.7%)を所有しており、その内訳の主なものは、金融機関44.7%, 事業法人等24.5%となっている。従来は、持ち合いの中心にいる金融機関にとっては、企業の成長を積極的に支援することが、企業の成長に伴う融資の拡大に結びつくという融資増大のメカニズムを通じてうまく回っていた。直接的な配当よりも、債権者としての資金回収を図ることに金融機関は注意を払って企業を監視していた。しかし、80年代後半以降の証券市場を通しての、直接金融のウェイトの高まりにより、このような企業監視のメカニズムは崩壊していった。

図表 1-3 投下資本の構成比(営業)



(出所) 日本銀行「主要企業経営分析」より野村総合研究所作成

80年代の上場企業は、もはや借入金に依存しなくても経営ができる体制に入っていた。80年代の企業の設備投資とキャッシュフローとの比率をみると、企業は設備投資をほぼキャッシュフローで賄っている。それにも関わらず、80年代には約90兆円にものぼるエクイティ・ファイナンスが行われ、その結果事実上の無借金経営となっている。

従来の金融機関と企業との関係は、融資・預金などの金融取引と一体のものであり、企業が長期投資を行う場合の資金調達は大部分借入金で賄われていた。しかし、図表1-2にみられるように、日本企業の資本構成は80年代に急激な変化を示し、現在では、日本企業の投下資本における借入金比率はおよそ2割まで落ち込んだ。

金融機関による監視と金利による規律が希薄化しつつある現在、投資に適切な収益率を求め新たなメカニズムがなければ、長期的には株主の利益にならず株式市場が低迷し、国民経済的にも資本の浪費につながり、資源配分をゆがめてしまうことになる。こうした資本構成の急激な変化は、従来の日本企業の経営目標に修正を迫っている。」

ここまでの議論では、いわゆるメインバンクの「モニタリング機能」のことを言っていると思われるが、この著者は、エクイティ・ファイナンスが広がったことが銀行による間接金融の後退を招き、その結果、銀行によるモニタリング機能が低下したと考えているようである。しかし、そうではなくて、むしろ銀行自体が自らの意思で、ノンバンクなどの設立を経由して、我を忘れて監視役の立場をわきまえずに、バブル経済の中に自らを飛び込ませた結果、「金融機関による監視と金利による規律」が吹き飛んでしまったことは、21世紀の現時点においては、誰もが理解しているところであろう。すなわち、バブル崩壊前の「企業グループ」の総帥であり、グループ企業のお目付役だった「はずの」グループ・メインバンクが、ついには自らもバブルの中に飛び込んでしまったことが、銀行によるモニタリング機能の低下（あるいは消滅）の、直接の原因であることは、今や衆知の事実だからである。

最後は、(3) 企業の行動に対する法的、制度的コントロールの必要性、ということで、当時の商法改正に言及している。

「前述したバブル景気崩壊後、相次いで発覚することになった一連の企業不祥事が、経営に対するチェック機能が企業の内外において失われていたことと深く関係しているといわれている。こうして起った弊害に対して、企業経営者の行為を法制面からチェックできないかとの方向で出てきたのが今回の商法改正である。内容としては、1 監査役制度の強化、2 帳簿閲覧権の緩和、3 株主代表訴訟制度の改善、などである。」

次は、3. 資本市場のひずみの露呈、と題して、わが国の資本市場の欠陥を指摘している。その最初は、(1) 株式の魅力の低下、(2) 不十分なディスクロージャー、である。

「バブルの崩壊により、92年8月には日経平均株価は14,309円と高値から63.2%の下落を示した。時価発行増資の原則的禁止等、資本市場が十分に機能出来ない状態が続いている。

従来のような株価の右肩上がりの状態が期待出来ない現在、株式の魅力向上等による資本市場の再構築の必要性が高まっている。

一般の株主は、米国で「ウォールストリート・ルール」といわれているように、所有株式を売却することにより株価を通して当該企業の経営チェックを行うのが通常である。しかし、こ

のような機能が発揮されるためには、投資家の合理的な投資判断に資すべき情報開示が十分に なされていることが前提となる。

これまでも企業内容の情報開示制度は漸進的に改善されてきた。今後は、ディスクロージャーの前提、基本となる会計制度の改善、国際的調和も必要となってくる。

また、店頭企業の倒産をみると公認会計士の独立性・中立性確保が重要であることがわかる。さらに、ディスクロージャーの内容を充実して資金使途や収益動向などのチェックができる環境をつくっていくことが求められる。そのための手段として、企業と株主および投資家間の信頼関係構築のための活動であるIR活動を一層充実させていくことも肝要である。」

上場企業の情報開示(ディスクロージャー)に関する、その不十分さについての実態がいかに重大なものであったかについては、その後の、現在に至るまでの議論の展開が如実に表している。最後は、(3)株主軽視の企業経営の变革、及び、(4)機関投資家の意識の変化、である。

「一般的に株主は、株価が上昇過程にあるときは、投資に対するリターンがキャピタル・ゲインという形で確保されることから「ものいわぬ株主」であるが、株価下落過程になると「株式の魅力化」のための要望を出すなど、「ものいう株主」に変身していく。

DOE(株主資本配当率)をROEと配当性向に分けてみると、ROEは、企業収益率の悪化により、80年代には8%程度あったものが、前述したように92年度は3.61%(91年度5.67%)と大きく落ち込んでいる。一方、配当性向は57.59%(同39.32%)と上昇しており、DOEが最低水準となった原因は、ROEの低下であることがわかる。

また、配当性向が上昇したのは、わが国企業のビヘイビアとして、配当水準を額面配当主義のもとで一定に維持しようとすることに起因すると考えられる。

金融機関等の株式投資が純投資を重視する姿勢に移行しつつあるなど、機関投資家の意識も変化しつつある。たとえば、生保は従来「売らない株主」といわれていたが、ROEの低い株式の売却を検討するなど、意識改革が行われているといわれている。

「ものいわぬ株主」といわれていた一部機関投資家が、「ものいう株主」にかわりつつある。」

この議論は今なお注目すべきであり、かつ、現代においても広く是認されているものである。こうして、コーポレート・ガバナンスとは何か、なぜ今日注目されるようになったかを、当時の実情を省みながら考察してきている。わが国経済が大きく变革期を迎え、それに伴い従来の日本的経営の構造的問題が顕在化してきた、ということ、そして、このような問題を解決するためには、日本経済、日本企業の構造的問題点をコーポレート・ガバナンスの観点から考え直してることが重要である、とまで言い切り、わが国資本市場は、コーポレート・ガバナンスの観点から再構築が求められていると考えられる、と、結論付けている。

こうして見てくると、まさに現代のコーポレート・ガバナンス論において検討の対象になっているテーマが、実はすでにこの時代から、ある意味で予見され、それらへの取り組みが呼びかけられていたことを、今さらながらまざまざと知ることができる。この一文の執筆者が具体的に誰かは知る由もないが、まさしくこの問題意識を踏み台にして、この研究全体の構成を考えていくこととする。

そして、この報告書の最後に、全体の要約という形で、次のような「提言」が掲載されている。

株主のための経営の推進

- ・ ROE，DOEの向上を第一義とする経営の推進
- ・ 事業ポートフォリオの再構築等，前向きのリストラクチャリングの推進
- ・ 統合的な投資管理・財務管理機能の強化
- ・ 中期経営計画におけるROEの数値目標化とその達成
「沈黙の経営」から「語る経営」へ
- ・ IRの推進，ディスクロージャーの徹底
- ・ アナリストの活動をサポートする環境整備
- ・ 開催日時分散化等による株主総会の改善
プロフェSSIONAL・ダイレクター（専門社外取締役）制度導入の検討
- ・ 経営者自身による社外監査役制度の有効活用
- ・ 合理的経営判断に基づく経営推進のためのプロフェSSIONAL・ダイレクター制度の導入
株主のための税制改革の推進
- ・ 法人税率引下げ，みなし配当課税撤廃，配当二重課税排除，有価証券の長期保有に対する優遇税制等，税制改革の推進
企業経営の透明性向上
- ・ 連結対象やセグメント情報の範囲拡大，時価評価の採用，オフバランス取引の情報開示等，
会計・ディスクロージャー制度の改善
- ・ 公認会計士の地位，独立性確保に資する仕組みの検討
自己株式の取得・保有規制の緩和
- ・ 適切な弊害防止措置を講じることを前提とした規制緩和の推進
- ・ 従業員持株制度の充実による「所有」と「経営」の接近
- ・ ストック・オプション制度導入による株価注視，IR等の重要性の認識向上
経営の判定役としての株価の重要性
- ・ 企業のディスクロージャー，IR活動，アナリスト情報を基本とした投資
- ・ 機関投資家による長期パフォーマンス重視の選別投資，純投資主体の投資
企業経営に反映される格付の定着
- ・ 格付機関の中立性・独立性確保へ向けての自己努力
- ・ 発行体の格付機関の積極的活用
- ・ 機関投資家による投資判断基準，信用リスク管理手段としての利用
- ・ 格付機関の国際的格付機関との整合性追求
- ・ 流通市場における複数格付の定着化
米国型アナリストの導入
- ・ アナリスト自身による調査・分析能力向上のための自己研鑽
- ・ レポートへのアナリストの署名記入
- ・ 「買い」，「持続」，「売り」等の投資価値評価の明示
- ・ 社内圧力抑止のための規則等の整備
- ・ アナリストの外部評価方法の確立
機関投資家によるリレーションシップ・インベスティングの普及

- ・機関投資家による大株主としての行動と経営チェック機能の発揮
- ・個人株主など経営に対する少数派株主の代弁者としての役割
- ・中立性、独立性を有した運用パフォーマンスの評価機関の設立

このように、10年前のコーポレート・ガバナンス論は、まさしく現代、21世紀の議論を先取りしていたのである。このそれぞれについて、現時点でひとつずつ検証することが必要であるし、重要だが、それはこの後の議論に譲り、本稿では、このようなコーポレート・ガバナンス論をも念頭に置きながら、その本質を明らかにするべく、有効なアプローチを探りつつ、議論を進めて行く。³

1.2 コーポレート・ガバナンス論の本質

1.2.1 序論

コーポレート・ガバナンス論の本質などという、まことにいかめしい言い草ではあるが、これからとりあげることを若干整理することで、議論を始めることとする。それは、筆者の考えでは、次のような問題を含んでいる：

コーポレート・ガバナンスにおいて問題となるものは何か

コーポレート・ガバナンス(論)の目的・最終目標は何か

コーポレート・ガバナンスの「経済分析」とは何か

コーポレート・ガバナンスに必要なモデル分析はどのようなものか

これらは、問題へ切り込むためのほんの糸口、しかもその入り口となるものであり、当然この他にも取り上げられるべきトピックは山ほどあるだろうが、筆者がこの論稿で切り込もうと目論んでいる内容に対しては、まずは第一歩となるものと考えている。ただし、まずこの議論にとりつくために、これらすべてにいきなり飛び込むのではなく、前節でのわが国の初期コーポレート・ガバナンス論への対比として、ドイツでのコーポレート・ガバナンス論について、重要な論稿を手がかりに検討し、次に、いくつかのキーワードを手がかりにして、各国のコーポレート・ガバナンス・システムに関する概観を行うこととする。

1.2.2 ドイツでのコーポレート・ガバナンス論の進展

ドイツのコーポレート・ガバナンス制度については、その二層型システムをはじめとして、今日では知られていることも多いが、重要なこととして、特に資本市場関連の多くのことで、アングロサクソン諸国との明白な差異に起因する、特別に注目すべき点があるということである。その中でも最も重要と思われるのは、ドイツのコーポレート・ガバナンス原則(Deutscher Corporate Governance Kodex)において、コーポレート・ガバナンスの目標というものを、はっきりと次のように定義しているということである：⁴

3 ここに挙げられた諸条件は、現代においてもまさしく、「良いコーポレート・ガバナンス・システム」に要されるものばかりである。この問題に関しては別稿で検討する予定である。小山：「良い」コーポレート・ガバナンス・システムに要求される条件 1993vs.2006, 2006(予定)参照。

4 ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則(www.corporate-governance-code.de)。これは元来、クロム委員会によるものであるが、その後、他のグループと統一され、現在は、たとえば、クロム委員会に対峙していたベルリングループ、ベルリン工科大学のフォン・ヴェルダール教授も統一委員会のメンバーとなっている。

コーポレート・ガバナンスの目的は、会社において責任あるかつ価値指向のマネジメント・コントロールを達成することである。コーポレート・ガバナンス原則は、現在及び将来の株主、債権者、従業員、取引業者、国内外の市場における一般大衆の信頼を増進し、強化するものである。

アングロサクソン系のコーポレート・ガバナンスへの見解においては、「一般大衆」への配慮余地はない。このことは、コーポレート・ガバナンスへの計量的接近の代表であると思われる、Shleifer & Vishny (1997) や、La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer & Vishny (2000) での議論・考え方からも明らかである。すなわち、前者では、「資金提供者が、みずからのファンドが、価値が減少するようなプロジェクトによって、収奪されたり、浪費されたりすることがないことを保証させるにあたり直面するリスク」というものしか言及していないし、後者でも、コーポレート・ガバナンスというものを、「外部の投資家が、インサイダーによって自らが収奪されないよう防御するための一連のメカニズム」と定義している。

1.2.3 各国のガバナンス・システムの鳥瞰

コーポレート・ガバナンス・システムの国際比較は、過去少なからず、試みられて来ている。しかし、これは、ある程度的一致した見解であろうと思われるのであるが、どの論文も、残念ながら漫然とその比較を並べているだけで終わってしまっている。各国の事例を調査することは、当然、貴重なことであるが、調べて掲載して終わり、では、まだ道半ばであり、それらをしてできるだけ経済学的に解釈し、体系化することが必要となる。

すなわち、各国でコーポレート・ガバナンス・システムのいわば上部概念となる、その企業活動で追求される「上部目標」、経営管理の組織・コントロール組織の違い、コーポレート・ガバナンスのためのコントロール・メカニズムなどを陽表的に意識しなくてはならない。この観点から、現時点での要約を試みることにする。⁵

《アメリカ合衆国》

アメリカのコーポレート・ガバナンスの特異点として挙げられるのは、次の諸点である。それは、「マクロ指向システム」であり、国際比較の観点からは、次の点が挙げられる；

企業内のトップマネジメント組織、すなわち経営とコントロールの組織上の単一性（一層型システム）。

経営管理における最高メンバーとしての、CEOの立場の強さ。

株式の強度の分散所有形態。

流動的で広く発展している資本市場。

（敵対的）企業買収の大きく重要な役割。

《ドイツ》

ドイツのコーポレート・ガバナンスの特異点として挙げられるのは、次の諸点である。それは、文献や海外の研究では、インサイダー指向の銀行支配システムとされてきており、国際比

5 現時点では、Witt (2003) が、最も優れた成果であると思われる。ただし日本の実情に関してはバブル経済崩壊以前の状況が記されており、正しい記述ではない。

較の観点からは、次の点が挙げられる；

経営管理と、それに対するコントロールが、組織上切り離されていること（二層型システム）

従業員がコーポレート・ガバナンスへ組織的に組み入れられていること（事業所共同決定とトップでの共同決定）

銀行の支配的な役割。それは、緊密な与信関係、直接・間接の株式所有と、他の会社の監督役会との兼任などから生じる。

資本市場の相対的な未発達。

《イギリス》

イギリスのコーポレート・ガバナンス・システムは、一致して市場指向的システムとされる。イギリスのコーポレート・ガバナンスの特異点として挙げられるのは、次の諸点である；

企業内のトップマネジメント組織、すなわち経営とコントロールの組織上の単一性（一層型システム）

法的規制の程度が弱いこと。

機関投資家の非常に重要な役割（年金基金、保険）

流動的で広く発展している資本市場。

（敵対的）企業買収の大きく重要な役割。

ここでの について言えば、Charkham（1994）では、連合王国のコーポレート・ガバナンスは、会社法のゆえではなく、会社法にも関わらず存在する、とさえ述べている。（Charkham（1994）, p.332）

《フランス》

フランスのコーポレート・ガバナンス・システムは、公共部門と結び付いたインサイダー指向的システムとされる。フランスのコーポレート・ガバナンスの特異点として挙げられるのは、次の諸点である；

企業内で、経営管理と、それに対するコントロールを、組織上切り離すかどうかについて選択の自由があること。ただし、大部分が一層型システムとなっている。

国家および機関投資家が優勢（有力）であること。

資本市場があまり発達していないこと。

公共部門と民間企業の強力な人的相互関係・結びつき（持たれ合い）

以上の基準を頭におくと、日本については次のような分類となる。

《日本》

日本のコーポレート・ガバナンスの特異点として挙げられるのは、次の諸点である。それは、特に海外の研究では、インサイダー指向、銀行指向、そして会社指向のシステムとされてきており、国際比較の観点からは、次の点が挙げられる；

明確には行われていない、経営管理とそのコントロールの分離（一層型モデルと二層型モデルのコンビネーション、ただしコントロール効果はあまりない）

グループ内の結びつきを強調する企業グループ（系列）が存在していたこと。ただし、バ

ブル経済の崩壊以来、旧来の企業グループは崩壊し、それに変わる新たな規律づけ装置が模索されている。

銀行の果たす役割が大きかったこと。ただし、と同様に、バブル経済の崩壊以来、旧来の「メインバンク」制度は崩壊し、そこで銀行が果たしていた「監視者」の役割、規律づけ役たる機能は、明示的には負われてはいない。

資本市場の流動性が低いこと、そこでは「持ち合い」の存在によって市場には出ない株式があり、オーナーシップの分布に変化が少なかった。ただし、株式の持ち合いは、現在は徐々に減りつつあることは知られている。

国家の利益が優先されることから、国家の明確な影響力が存在すること。

このような比較分類の基準を挙げ、さらにそれらをより具体的に、しかも経済学的に比較することを旨とするならば、次に、以下のような影響要因について、個別的に考察することが必要となる。

- 企業の行動目標
- 企業の経営管理
- 議決権行使によるコントロール
- 資本市場によるコントロール
- 労働市場・経営者市場によるコントロール
- 公衆によるコントロール
- 「責任」によるコントロール
- 監督組織によるコントロール
- インセンティブ契約的報酬によるコントロール

次に、本研究での考察の対象となるドイツと日本について、前述の から について、より詳しく考察を加えてみよう。⁶

《ドイツ》

企業の行動目標

Albach (1994) は、ドイツ企業の目標について調査し、それを述べている。1991年に行った調査であるが、そこでは、企業の最も重要なステークホルダーは顧客であり、次が従業員である。以下、株主、一般大衆、取引業者という順になる。そして、絶えざる成長とすべてのステークホルダーへの適度の利益配分ということが、特徴的である。ただし、近年、ドイツ企業のこのような行動目標に変化の兆しがあることも指摘されつつある。

企業の経営管理

ドイツ企業における経営管理組織では、「同僚主義 (Kollegialprinzip)」が優先される。すなわち経営管理組織のメンバーは、企業の経営政策に対して共同で責任を負うこととなっている。ただ、支配的な執行役会議長がいて、その人物の一元的な指揮の下、「指導モデル (Direkto-

6 以下の叙述は Witt (2003) に多くを負っているが、ドイツにおいても最近の制度改変が多く、今回の議論ではできるだけ最新の制度による考察を行った。

rialmodell)」による経営管理が行われることもある。

議決権行使によるコントロール

銀行、保険その他の企業が、ドイツでいう機関投資家である。いわゆる投資ファンドの果たす役割は、ドイツでは小さく、持株比率が5%を超えることは、多くはない。株主総会で支配的な役割を果たすのは、今もやはり銀行である。これは、銀行自らの所有株式と、寄託株の議決権行使によるものであることは、変わりはない。Böhmerらの報告によると、ドイツの大企業では、銀行が持つ累積議決権は多くが50%を超え、絶対多数(75%)となることも多い。⁷

資本市場によるコントロール

ドイツの資本市場は、他の先進国と比較して、立ち後れているというのが一般的な見解である。それが個人・機関ともに投資家の興味を引きにくい理由として、次のようなことが挙げられている。

寄託株制度と、株式会社における監督役会での強い発言力のゆえに、銀行はドイツの経済システムの中で、あまりに支配的であると言える。このため、他の株主の影響力を邪魔し、また自らの債権保護を常に第一に意識する、という傾向がある。その結果、ドイツの株式市場では一般に国際的に見るとドイツ企業の株式投資収益率の低さ、配当の少なさ、危険回避的な行動、ということになる。

ドイツ企業は、複雑に絡み合った資本参加により、株式市場の経済効果を無力にしている、とされる。こうしたことで株式市場の情報効率性は損なわれている。

引当金により保証される、企業の老後保障との関連からの、ドイツの公的な年金保険システムのおかげで、他国の証券市場で年金システムが持つ役割が、ドイツの資本市場では機能していないとされる。

ドイツの会計関係の法規は、投資家保護ではなく、債権者保護を第一の目的としている。経営者は決算、評価などにあたって、(恣意的な)準備金の設定、利益額の算定の操作、そして利益状況を完全開示しないなどの、様々な可能性を持っているとされる。

また、敵対的買収も、ドイツでは難しいとされる。過去、いくつもそのような試みがなされては来ているが、ことごとく、既存の、あるいは買収防衛のために導入された最大議決権制限ルール(Höchststimmrechten)によって失敗し、あるいは友好的買収へと転換されている。このルール(Höchststimmrechten)は、株式会社において、定款により、議決権付株式に行使しうる上限を設定しうる(ドイツ株式法第134条1項)というもので、たとえば5%まで、などの形で行使しうる議決権に制約を加えることができる。

一方、他人資本に関しては、ドイツにおいては銀行による間接金融が支配的で、これは資本市場によるコントロールではない。ただ、そのようなルートからの、銀行による規律付けは、重要な意味を持っているのは事実である。

労働市場・経営者市場によるコントロール

ドイツでは、経営者が企業から企業へと移っていく、という事態は少ない。その第一の理由

7 Böhmer, E. & Löffler, Y.(1999)。

は、経営者報酬に関する情報が、なかなか流れにくい、ということが挙げられている。このため、「現在より有利なチャンスを探求する」ことは難しくなっているとされる。もう一つの理由、そして、一つ目の理由の原因ともなっていることは、ドイツではトップマネジメント組織のメンバーの選抜にあたって、外部から迎えることが多くないことが挙げられる。この意味で、ドイツでは外部経営者市場は発達していないと言える。むしろ「内部経営者市場」が有力であり、その理由が前述の「同僚主義 (Kollegialprinzip)」の存在である、とされる。こうしてドイツ企業では企業の経営政策に関しては共同責任を負うこととなり、その結果、相互にモニターしあう、ということになっている。将来執行役に就任することを希望する者は、自らの上役の行動さえもコントロールすることになる。すなわち、ドイツの株式会社においては、経営者に関する内部労働市場が、経営管理者の規律付けの役割を果たしているということができる。

公衆によるコントロール

ここで「公衆」と称するものは、Publizitätであり、社会の（特に経済社会の）目による規律付けのことを意味する。すなわち、いわゆる企業会計原則や商法などの規定の遵守、そしてその遵守状況に対する経済社会のモニタリングがいかに機能しているか、ということが、ここでの論点となる。この点、ドイツでの関連諸法はその第一の目的が「債権者保護」ということになっており、他の先進諸国とは若干、状況を異にする。そして最近の証券取引法などの改正にあたって、事業報告書による企業経営の透明性の向上が実効をあげているとは言えないとされる。しかし、これはグローバルな事業活動をめざす企業なら、ドイツだけに限らない話であるが、アメリカの会計原則に従った会計処理と会計報告を行わないと、生き残っていくことが不可能であることは明らかである。こうして、IAS (International Accounting Standard) やアメリカのGAAPに従った決算報告書を自発的にドイツ大企業も提出しつつある。ただし、上場企業にこそ、半期報告書の公表が義務づけられてはいるが、他の多数の企業は年次報告書のみでも許される。

この状況に最近変化が現れているのは、ドイツでも大企業は自発的に半期・四半期報告書を提出するようになってきているということで、「IR (Investor Relations)」の観念が広まりつつある、ということである。資本市場のグローバル化の流れの中で、現投資家、潜在的な投資家への十分な情報提供が要されることとなり、IR部門を開設する企業が増えていること、そして企業内でのIR部門の人員の増員などの傾向が報告されている。

「責任」によるコントロール

Kontrolle durch Haftungが、「『責任』によるコントロール」にあたる。Haftungという用語は、Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) が有限会社と訳されることから明らかなように、負担責任を意味している。ドイツにおいては、執行役会 (Vorstand) と監督役会 (Aufsichtsrat) のメンバーに対して、株主が責任追及を行えることになっている。株式法第93条、116条、147条では、持株比率10%以上、あるいは100万ユーロ以上の株式を所有している株主は、訴えを起こすことができるとされる。ただし、これが実際に法廷へ持ち込まれることは多くない。1993年にメタルゲゼルシャフト社が実質倒産した際にも、責任を問われた2人の前執行役に対し、良く整備された訴えが起こされるとされるが、結局1997年に、和解という結論に達している。

監督組織によるコントロール

ドイツ企業の経営管理が株主代表と従業員代表からなる「監督役会 (Aufsichtsrat)」によりコントロールされることは、ドイツの株式会社の特徴である。そこでの特徴は2つあり、一つは執行役会 (Vorstand) と監督役会の二層型システム (Two-Tier-System, Zweistufigkeit von Unternehmensleitung und Aufsicht), そして二つ目は共同決定制度という法的な制度である。このような制度は、その発展史自体が改良のプロセス・歴史といえるが、ここではそのコントロール機関 (Kontrollorgan) としての株式会社の監督役会が重要である。それは、会社の規模に応じて3人から21人までのメンバーからなり、株主総会で、共同決定法の規定に従って最高5年の任期で選出される。そこでの複数の会社間での監督役の兼任が起こることになっている。監督役会はその職務遂行のため、最低でも年4回開催されなくてはならない。このような、年4回の監督役会は、春夏秋冬という4回がイメージされ、取り上げられるテーマもいわゆる紋切り型のもの (たとえば春季は決算と事業報告書の承認など、夏季は経営計画の討論、秋季は計画と実績の差異の検討と翌期の計画、冬季は企業の発展に関する議論、など) であるとされ、監督役会の存在が形骸化される、執行役会による監督役会の無力化、海外からの企業進出の足かせになる、などの問題点の発生へとつながることになる。

これに対し、ドイツでは、Albachなどから、次のような提案がされていることに注目すべきである。⁸

- 監督役会をもっと頻繁に開催すべきである
- 監督役会メンバーの人数は、多すぎではない
- 監督役会メンバーは、あまり多数の監督役会メンバーを兼任してはならない
- 監督役会メンバーも戦略的計画の策定に参加すべきである
- 監督役会への情報提供をもっと改善すべきであり、自らも情報収集をもっと行うべきである
- 有能で時間を融通できて、さらに経験と独立性を有する人物をこそ、監督役会メンバーに選任すべきである
- 監督役会メンバーは、執行役会メンバーの選任にとりわけ念を入れるべきである

インセンティブ契約的報酬によるコントロール

ドイツにおいては、固定給与と様々な手当のほかに、業績に応じた支給金があることがしばしばである。Canyon & Schwalbach (2000) の調査で、ドイツ企業の執行役会メンバーのうち90%がこうした業績に比例した支払を受け、それらは彼らの総収入の25%を占めるとされることが明らかになっている。ただし、さらに国際比較の観点から見ると、これは特に高いわけではなく、また、ドイツではむしろ、その金額に影響を及ぼすのは企業業績よりも企業規模であるとされる。

このような業績給の考え方に関連して当然取り上げられるものが経営管理者へのストック・オプションである。これを導入することが経営管理者のインセンティブとしてどれくらい機能

8 ドイツにおける経営学会の重鎮である Horst Albach は、数多くの著作でこのような提案を行っている。たとえば Albach (2000) を参照せよ。

するかが長年議論されてきている。ドイツに関していえば、その利用自体が批判的に見られている。それは、企業業績との明確な関連に依存せずに決定されることが少なくない、ドイツ企業では執行役員メンバーへの報酬に関する情報開示が非常に不十分で、年次報告書でも総額が明らかにされるだけ、ということに起因している。アメリカ並みの透明性が望まれる、という声も多い。

(続く)

参考文献

- Albach, Horst (1994) , Wertewandel deutscher Manager, in: Albach, Horst (Hrsg.) (1994) , *Wertewandel und Unternehmensziel im Wandel der Zeit*, Wiesbaden, S.1-25.
- Albach, Horst (2000) , Corporate Governance, *ZfB-Ergänzungsheft*, 2000.1
- Beck-Texte, Aktiengesetz・GmbH-Gesetz , 37.Auflage 5010 Deutscher Taschenbuch Verlag 2004
- Böhmer, Ekkehart & Löffler, Yvonne (1999) , Kursrelevante Ereignisse bei Unternehmensübernahmen: Eine empirische Analyse des deutschen Kapitalmarkts, in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 51, S.299-324.
- Charkham, Jonathan P. (1994) , *Keeping Good Company. A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford
- Conyon, Martin & Schwalbach, Joachim (2000) , European differences in executive pay and corporate governance, in: Albach, Horst (Hrsg.) (2000) , Corporate Governance, *ZfB Ergänzungsheft* 2000.1 pp.97-114.
- La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer & Vishny (2000) , Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58 pp.3-27.
- 三菱総研 『企業経営の分析』, 1994 ~ 2004
- Shleifer & Vishny (1997) , A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52 pp.737-783.
- 証券団体協議会 ,コーポレート・ガバナンスのあるべき姿 資本市場の再構築に向けて , 1993.7.6
- Witt, Peter (2003) , Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb, DUV