

## 日本とドイツにおける企業グループの比較分析(2)

——コーポレート・ガバナンス(2)

小山明宏

### 目次

- 0. 「コーポレート・ガバナンス」に関する誤解について
  - 0.1 企業体制論の目的としてのコーポレート・ガバナンス
  - 0.2 コーポレート・ガバナンスとトップマネジメント組織（機構）設計論
- 1. 「企業グループ」の存在は「悪」か？
  - 1.1 ローレンスによるケイレツ批判の真髄
  - 1.2 海外（アメリカ）からのケイレツ批判の意義
- 2. ドイツにおけるコンツェルンに対する観念
  - 2.1 ドイツのコンツェルンの基礎概念と最近のトピック
    - 2.1.1 コンツェルンの基本概念
    - 2.1.2 コンツェルン規制の概要
  - (以上途中まで第36巻第3号)
  - 2.2 コンツェルンにおける問題解決のための仕組みの検討(1)
    - コンツェルン監督役会
    - 2.2.1 個別企業とコンツェルンとでの監視に関する差異
    - 2.2.2 コンツェルンでの特別な監視任務
      - 2.2.2.1 コンツェルン経営の対象と範囲およびコンツェルン経営の監視
      - 2.2.2.2 監督役会への報告
      - 2.2.2.3 従属コンツェルン企業での監視任務
    - 2.2.3 小括
  - 2.3 コンツェルンにおける問題解決のための仕組みの検討(2)
    - 事実上のコンツェルンの経済学的長所
    - 2.3.1 コンツェルン・マネジメントと子会社マネジメント間のエージェンシー・コンフリクトの削減
    - 2.3.2 子会社への親会社経営者の参加によるシグナリング効果
    - (以上 本号)
    - 2.3.3 増資の際の過少投資の回避
    - 2.3.4 市場の「完全化」に関する議論
    - 2.3.5 資本市場によるコントロールの強化
    - 2.3.6 契約コンツェルンによる調整規則の特殊なエージェンシー問題
      - 2.3.6.1 固定調整規則の特殊なエージェンシー問題

|         |   |
|---------|---|
| 2.3.6.2 | 変動調整規則の特殊なエージェンシー問題                     |
| 2.4     | コーポレート・ガバナンスを機能させる道具としての現代ドイツのコンツェルンの実態 |
| 2.5     | コンツェルンの繫累関係(Konzernverflechtung)        |
|         | 以下続く                                    |

## 2.1.2 コンツェルン規制の概要

(続き)

ドイツにおけるこれら2種類のコンツェルンについては、当然のことながら、ドイツ国内国外の双方で様々な議論が巻き起こって現代に至っている。そこで、本論では特に新制度派経済学の発想による経済分析を念頭に置きながらこの議論を進めて行くことは大前提として、そのような議論に必要なテーマについても、順に考察に加えて行くことが不可欠である。そのようなテーマのまず一つ目として、企業グループのガバナンスの問題について、考察を行うこととする。

今日、世界中至る所で主要な企業は例外なく子会社や関連会社を含むグループとして活動している。それは、以前、たとえば19世紀頃などとは全く異なり、比較的小さな事業でさえも、多かれ少なかれ株式を所有されている一連の子会社によって営まれている。そして、20世紀になってから初めて、親会社とか持株会社などに従属する子会社を伴っているグループの発展が重要視あるいは問題視されるようになってきたのである。

今日、グループという形式でのガバナンスは普通に見られるようになり、そこにはいくつかの高度に複雑な構造が考案されたりするうちにガバナンスの問題も等閑視されえなくなってきたのである。

世界的に見ても、様々なレベルで株式所有されている数多くの子会社から成る、非常に複雑なグループは、数多い。ロンドン証券取引所に上場されている企業のトップ50社は、平均して230の事業子会社をもっており、最も数多くの子会社を持つグループは、1000社

から成っている。更に、これらの子会社は数段階のレベル（階層のことで、子会社の子会社という連鎖）で株式所有されている。前述のロンドン証券取引所に上場されている企業のトップ50社では、最大で11階層というグループさえある。

このように複雑なグループを作って活動することの合理的な根拠は、様々なものがある。合併や買収を繰り返してグループが拡大して行くにつれて、グループの複雑さは増し、それとともにグループ内企業自体が無力感を伴っていく（自己の存在を積極的にアピールしなくなる）傾向さえあるだろう。そして、グループの組織構造が、グループ内企業のガバナンス構造を率直には反映しない下でグループの管理が進められるならば、そこでのグループ構造自体の存在意義が問われることもあり得る。

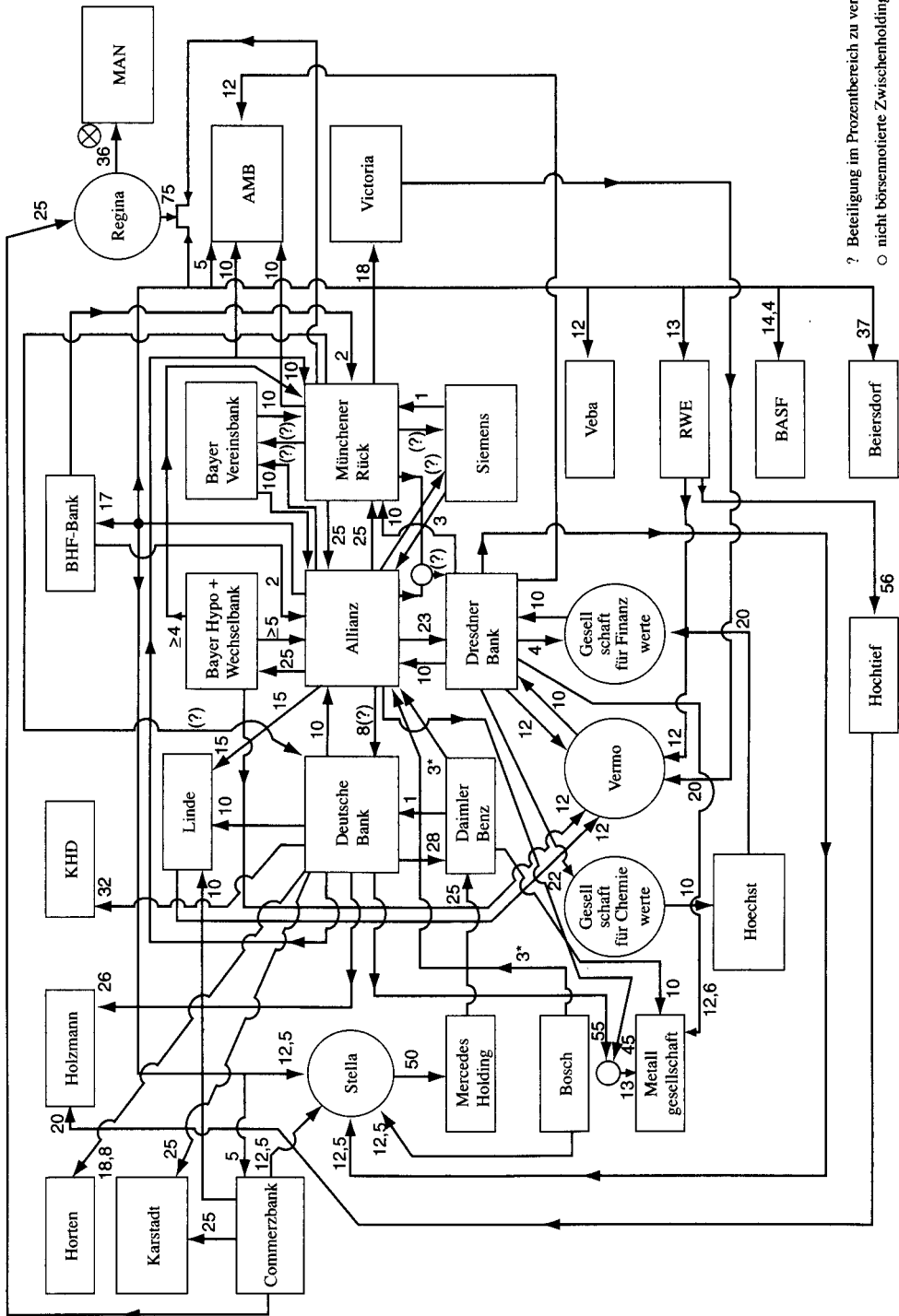
このような企業グループの構造の複雑さをめぐって生じる、ガバナンスに関する問題として、まずは2つを考えてみよう。

①今日の企業グループは、この種の議論の初期に考えられていたような、単純なピラミッド型構造をなしているのではなく、株式の相互所有を伴うネットワーク型構造を形成していること。

②往々にして、少数の株主が、階層構造の下部へ向けて、完全ではない（部分的な）株式所有を連鎖させて行くことによって、相当度のコントロール・パワーを行使することが可能であり、それによって自らの資金的なパワーを高めることになる。

図1は、この①②のような関係に関する、ドイツでの実態を表すものである<sup>1</sup>。

図 1



? Beteiligung im Prozentbereich zu vermuten  
 ○ nicht börsennotierte Zwischenholding  
 ● möglicherweise 1993 verkauft  
 ⊗ Stimmanteil

Quelle: E. Wenger 1993

まず①に関しては、この図を見ても理解できるように、ドイツの場合はまさにあらゆる産業からあらゆる有力企業がこの図のネットワークに加わっており、そこにはドイツ銀行を中心とする大金融機関が中心的な役割を果たしているように見受けられる。特に、株式を株主自身が所有（保管）しないことが法的に容認され、企業の情報のディスクロージャーが厳しく要求されていないような国においては、真の所有関係を外部に知られないようにするための方策として、相互所有や迂回所有が利用されることがある。ただし、それは一方で、たとえばベンチャーに際して、そこでの様々な関連集団の間のリスクをシェアするために行われることもある。

次の②のタイプの現象については、ことさら金融機関による影響力行使の手段として、しばしばとり上げられるトピックである。図1から理解できるように、そこには数多くの所有の連鎖が存在している。株式会社が多数関与しており、持ち株比率として明らかになっている数字以上のコントロール・パワーを、たとえばドイツ銀行は行使している。それにはドイツ独自の人事的繁累(Personelle Verflechtung)が重要な役割を果たしていることは、よく知られるところである。

では、このような企業グループのガバナンスをめぐる生じる問題は、一体どのようなものであろうか。まず、その重要な原因が、グループ内での指令系統の多重性からしばしば発生するというところに目を向けるべきである。すなわちグループ全体の管理のための指令構造とグループ内企業のコーポレート・ガバナンス構造という2つが存在していることである。この2つの間に、仮に密接な対応関係があったとしても、実務的な問題は起こりうる。そこに十分な収斂・調整が不足しているならば、それは重大な困難な問題となってしまう。たとえば取締役は、自らが属するその会社の取締役会のメンバーとして、会

社に忠実・受託義務を負っているが、一方、同じ義務を、自らが従業員であるグループに対しても負っていると考えることができる。グループ企業の利害と、全体としてのグループ全体の利害との間にコンフリクトが発生するかもしれない。たとえば、新しい生産能力のための投資、労働者の増加、製品開発機会の探求に関して、グループ企業の利益になるものは、グループ内の他の企業でそのような活動を行うにあたってのグループとしての政策とは矛盾することもありうる。戦略を策定するにあたってのパワーや責任に関しても、コンフリクトが発生しうる。グループとしての意思決定は、そのグループ内企業の一つを、あたかもただの「金のなる木」として扱い、グループ内の他の企業のプロジェクトのための投資の源としての意味しか考えないこともある。とはいっても、グループ内企業の取締役は、二重の指令系統を認識しなくてはならない。彼らは自らの企業のガバナンスについて責任がある（彼らが完全にグループ外から来ているのでなければ）だけでなく、グループ組織の連鎖のメンバーでもあるわけであるから、彼らの業績評価や将来のキャリアの見込み等を考えれば、グループ全体に対して非常に依存することとなる。

グループ内企業が100%所有されているときには、こういう問題が起こりうるが、実は組織上のラインとコーポレート・ガバナンスの連鎖の双方に対する究極的なパワーが持株会社の取締役会にあることから、こういう問題は一般に首尾良く解決されるのである。ただし、これが企業グループにおけるガバナンス問題の究極的あるいは本質的な問題点なのであるが、そこに持株が少数である株主(Minoritätsaktionäre, minority shareholder)が存在して、グループ全体の利害がグループ内企業のそれと一致しなかったときに、基本的な重要問題が発生する——たとえばそれらの企業が「金のなる木」として扱われたと

き、持株が少数である株主（少数株主）の立場は希釈されることになる。一方、グループ内企業の一つが支払不能状態になりそうなとき、他のグループ内諸企業にとって、重大なものになりうる。特に、事態と矛盾する取引や、倒産による法的な損害は、これがあてはまる。

このようなコンフリクトに対する一般的な克服手段のイメージは、次のようなものとなる。まず、この問題は企業グループ内での「部分最適化」の問題と考えることができる。すなわち、あるグループ内企業が、自らの目的の達成のためには有益であるが、グループ全体の目的にとっては不利益な活動を行っているような状況では、グループの管理・コントロール・システムが、注意深くグループ内企業に対する多重的な成果判断尺度やグループ間取引の移転価格を決め、その状況を規制するための関連情報にアクセスする、ということであった。グループ全体の目標と一致した目標を持ち、支部の目標と中央の目標の調和をめざすような、取締役会を、グループ内企業が持つことも望まれる。そのためには、グループ内企業の取締役会の構成を工夫することが考えられる。グループ内企業からのメンバーだけからなる役員会は、グループ内の他の企業からのメンバーを含む役員会よりも部分最適な行動をとりえよう。

グループによってはグループ内企業の役員会に兼任役員制をとっているものもある。また、本社から管理者を任命したり、グループ内企業の役員会に役員を任命している会社もある。そのような場合にはグループ内企業間のシナジー効果の認識、非執行役員メンバーの学習プロセスなどによる追加的な便益も生じうる。

グループ外からの独立な取締役も、グループ内企業にはしばしば見られ、特にローカルな情報、プレステージやローカルなアクセスを得るために、グループ内企業が海外に置

かれる場合などは、それが見受けられる。国によっては、特に発展途上国などでは、そのような現地法人を置くことが法制化されているケースもある。そしてそこに持株が少数である株主がいる場合に、彼らの利益が代表されるべく独立な取締役や特に指名された取締役がいる場合がある。

以上のようなコンセプトをベースの一つとして、次にドイツにおけるコンツェルン・マネジメント(Konzernmanagement)、コンツェルン・モニタリング(Konzernüberwachung)に関連した考察へと進むことにする。

## 2.2 コンツェルンにおける問題解決のための仕組みの検討(1)

### ——コンツェルン監督役員

競争圧力の増大、製品サイクルの短縮化、そしてなによりもマーケットのグローバル化は、集中傾向と協力傾向の大波を引き起こしている。他の企業との協力あるいは結合の目的は、一般に重要なマーケットにおける、多くの利益を得られる競争ポジションを確保することにある。この観点から見れば、コンツェルンは、企業を最も緊密に結合するものである。そしてそこでは、コンツェルンそのもののおかげで、監督役員会の監督機能に追加的な次元を与えられることになる。カルテルや戦略的提携など、他の企業協力はたいへい、個々の企業の機能や個々の領域のみに関係している。これに対しコンツェルンは、包括的な経済的単位を形成している。

コンツェルンの場合には、コンツェルンのトップの個別企業での仕事の管理という任務に加えて、コンツェルン全体の管理という特別な任務がつけ加わる。それに対応してコンツェルンを率いる企業の監督役員会の監視任務は拡大される。一方、コンツェルン経営には、その会社での監督役員会の活動に関連した従属的なコンツェルン企業の管理に対する影響力の行使という意味がある<sup>2</sup>。

### 2.2.1 個別企業とコンツェルンとでの監視に関する差異

コンツェルンは、経営学的な理解とともに、法的に独立な諸企業が統一的な指揮下に統合されたものと、法学的には理解されている。この「統一的な指揮」は、コンツェルンの親会社の経営管理機関によって行われる。そしてその経営管理という委託は当該企業に固有な業務の管理を経由して、コンツェルン全体の運営へと広がり、親会社の業務目標ははっきりと子会社とは反対の、矛盾したものを含むこともあろう。コンツェルン経営の任務は、コンツェルンの親会社の事業の発展に対してコンツェルンの状態が与える影響によって発生する。そのコンツェルン経営への監視には、コンツェルンの親会社の監督役会が役目を果たすことになる。

ここで、統一的な指揮なるものの強さや範囲というものについては、論争がある。ただ、ドイツにおいて支配的な意見としては、経営政策に関する基本的な問題や個々の経営職能などに限定することで、法的には十分とされる<sup>3</sup>。

経営学的には、コンツェルン経営の範囲は、次のような任務からなるとされる：

- ◎コンツェルンを永続的に成功裡に導く
- ◎コンツェルンの生存能力を持続的に守る
- ◎コンツェルン結合のシナジーの経営学的な可能性を最適に利用する
- ◎コンツェルン価値を上げる

その際にはもちろん、コンツェルン法によるコンツェルン企業の法的独立性のため規定されている制約に注意せねばならない。かつそこでは一方で、秩序ある、綿密な経営管理に対応するように、包括的な経営管理任務が法的に重要なものとなる。コンツェルンは原則として単一の企業のように運営される。このような経済的単位は「コンツェルン企業」と呼ばれることとなる（それが契約による合意による「契約コンツェルン（株式法第1部、

§ 18)」、あるいは事実上のな関係、特に子会社に対する親会社の資本参加によるもの「事実上のコンツェルン（株式法第2部、§ 18)」。法的には独立でない個別企業とは反対に、それは法的に独立な企業、そしてその独立な事業遂行機関、監視機関が関連してくる。コンツェルン企業の法的な独立性から、コンツェルン経営にはコンツェルン企業の適切な固有の利益ならびに債権者そしておこりうる従属的コンツェルン企業の少数株主の保護されるべき利益に注意せねばならない。

コンツェルン企業の監督役会は、そこでの利害に責任がある。彼らは、自ら自身の利害が、場合によってはコンツェルンの利害とは矛盾して発生することにも注意を向けなくてはならない。これはコンツェルンの親会社の監督役会と子会社の監督役会の両方に当てはまる。個々のコンツェルン企業は、様々な法的形態、親会社やコンツェルン内の他の企業へのへの従属も様々、そして規模、産業、国籍そして文化も様々でありうる。このような多様性のおかげで、コンツェルンの管理とその監視の多様性や強度には影響がある。法的な特殊性だけでなく、特に産業や関連しているマーケットが、個々の企業の重要な利益や決定的な成功基準を左右する。

コンツェルン内の諸企業は、相互に、財務的繁累や経済的結合によって、また、コンツェルン運営の影響手段によって影響を及ぼし合う。そしてこの影響は、コンツェルン内部での部品調達成果の交換などによって、強まるのである。

幅広い意思決定の権限委譲を伴う分権的なコンツェルン運営は、コンツェルン企業の法的な独立性だけでなく、とりわけ環境のダイナミズムや国際的な競争によって決まる経営上の要求に対応している。それには、今日必要とされるフレキシビリティを与える、市場に接近した意思決定が対応し、平らな階層構造がその実現をしてくれる。それに対応して、

コンツェルンを運営する持株会社によるコンツェルン経営がますます利用され、それはコンツェルン運営に固有で、委譲できない任務に限定されかつ集中される。コンツェルンを運営する持株会社は、ますますコンツェルン企業の垂直的コントロールよりも、コンツェルンの戦略的な結合へと力を注いでいる。これは逆に、コンツェルン運営の監視にも影響を与える。

## 2.2.2 コンツェルンでの特別な監視任務

### 2.2.2.1 コンツェルン経営の対象と範囲およびコンツェルン経営の監視

コンツェルン経営の強度や範囲は、次のような要因に依存する：

- ◎コンツェルンのタイプ（契約コンツェルン、事実上のコンツェルン）
- ◎コンツェルン企業の法的形態と資本参加の程度
- ◎コンツェルンのタイプ（垂直的、水平的あるいは多角化コンツェルン）
- ◎コンツェルンの組織（持株会社、本部コンツェルンあるいは経営構造が分権的か集権的か）
- ◎実行されている管理のスタイル
- ◎統合の程度および個々のコンツェルン企業の重要性、部分コンツェルン
- ◎コンツェルンや個々のコンツェルン企業の経済的状況

コンツェルン運営という任務は、コンツェルンの親会社の経営管理における企業家としての行動の裁量の余地を広げている。監督役会による監視は、このような拡大を認識せねばならない、それは、監督役会は会社の経営管理全体を監視せねばならないからである。コンツェルンの親会社の監督役会は、コンツェルンの親会社に関係することすべてに、そしてコンツェルンの親会社の経営管理に関してマネジメント上考慮せねばならないことやマネジメントの手段の出勤を要するものすべ

てに興味を示すものでなくてはならない。それはたいてい、コンツェルン全体に関連した意思決定や手段だが、場合によってはただし、あるひとつのコンツェルン企業にしか関わらなくてもコンツェルンの結合のおかげでコンツェルンの親会社やコンツェルン全体にフィードバックがありうるものまで入る。

コンツェルン経営に関しては、監督役会は同様に、合法性、秩序性、経済性および目的性に気をつけねばならない。この関係からはコンツェルンでは特に次の諸点が関わってくる：

- ◎コンツェルン法への注意
- ◎合理的なコンツェルン形態（構造、構成および組織）
- ◎コンツェルン運営の特典・準則の遵守と合目的性
- ◎コンツェルンの、およびその重要な諸企業の持続的かつ経済的な成功
- ◎コンツェルン諸企業での合法性と秩序性の維持

コンツェルン経営での本来の経営意思決定への集中にあたり、コンツェルンの親会社の監督役会は、監視対象をコンツェルン経営の本質的な任務に限定できる、あるいはするべきであろう。コンツェルンの親会社の監督役会による監視は、コンツェルンの従属企業の経営管理とは関係ない。それはコンツェルンの親会社経営管理のみをめざすもので、この枠内でコンツェルンを率いる活動をめざしている。そこでの意思決定やコンツェルン運営の手段は、次のような諸要因に関連する：

- ◎コンツェルンの親会社そのもの
- ◎個々のコンツェルン企業
- ◎全部ではないが、いくつかのコンツェルン企業
- ◎全体としてのコンツェルン

コンツェルン経営の観点からの監視の特別な任務ということで、コンツェルン経営の特別な監視により強く集中し、詳細な疑問に取

り組み、自らの監視活動や助言活動の結果に関して監督役会の全体会に報告するような、監督役会内の特別委員会を設置する、ということも、合理的となる。もちろん、監督役会がコンツェルン運営にあたって果たさねばならない一般的な監視任務が委譲されるわけではない。「全体監督役会は、手続きの主であり続ける」とされる<sup>3</sup>。

コンツェルン運営の監視の規範（評価基準）は、コンツェルンの利益である。もちろん、コンツェルン親会社の監督役会にとって、コンツェルン親会社の利益が優先するのか迷うところである。コンツェルンの親会社とコンツェルンとの間で利害のコンフリクトが起こるのは希である。ここで考えるべきは、コンツェルンの親会社の短期的な利害とコンツェルン自体の短期長期の利害が矛盾する場合である。綿密に吟味すべきは、短期的な利害が長期的なそれに優先するべきかということである。それはたとえば、緊急の流動性危機（支払不能）に直面した、などが良い例であろう。なぜならば、そこではコンツェルンを交叉した、あるいは戦略的な熟慮などはあまりないからである。

むしろ、コンツェルンの親会社と従属企業やコンツェルンのサブグループの間で利害の違いがあり得る。コンツェルン法では常に、存在しうる利害のコンフリクトを考え、運営権の濫用からの保護をめざしている。そこで、コンツェルンの従属企業の監督役会は特に、その従属企業の経営管理が、合法性、秩序性、経済性そして合理性という諸側面で、自ら固有の利益を守るように注意しなくてはならない。しかしながら、コンツェルンを運営する企業の監督役会もまた、コンツェルンの親会社とコンツェルンの従属企業との間の、ことによると起こるかもしれない利害のコンフリクト、ならびにそれによる経済的な影響と起こりうる法的結末などに取り組まなくてはならない。

## 2.2.2.2 監督役会への報告

コンツェルン経営の監視には、親会社の執行役会は株式法 § 90 に相応して、監督役会に対して次の諸点に関する報告を行わなくてはならない：

- ◎最低でも年1度、新規の展開があるたびに、遅滞なく、コンツェルンの予定事業計画や将来のコンツェルン経営に関するその他の根本的な疑問に関する報告、事業経営に関わる基本的な疑問については、まず第1に戦略的な計画や意思決定に関するものだが、コンツェルンおよび所属企業の財務構造や財務リスクにかかわる財務政策もこれにあたる、
  - ◎決算およびコンツェルンの決算（監督役会の決算委員会、Bilanzsitzungへ）、コンツェルンの収益性、特に自己資本利益率とコンツェルンの収益状況などに関する協議について。
  - ◎定期的、少なくとも四半期毎に事業の経過、特に売上高やコンツェルンの状態について。そこでは、コンツェルンおよびコンツェルンの重要な諸企業の、利益・資金調達・資産の3つについての状態およびリスクの状況についても立ち入らなくてはならない。また、重要な事業の領域やコンツェルン企業についても同様に報告されねばならない、
  - ◎その他の重要な機会がある場合には、遅滞なく監督役会議長に報告を行い、監督役会議長は自ら、義務と照らし合わせ、他の監督役会メンバーに知らせる、
  - ◎コンツェルンの親会社・コンツェルン自体の収益性や流動性にとって重要であり得るすべての事業についての見解を述べるというチャンス、監督役会が、事業の実行前に機会を持てるように、時宜を得た報告をすること
- 最終的には、コンツェルンの親会社やコンツェルン自体の状態に大きな影響を与えう



る、コンツェルン企業との法的ならびに事業上の関係や事業の成り行きに関わる、様々な事柄についての報告を、監督役会は要求することができる。

株式法で定められている定期的な報告は、有限会社の経営では規定されていない（有限会社法 § 52）。とは言っても、監督役会は自らの監督義務に従い、経営に関して定期的に報告させることを自明のこととして期待されているのである。報告書の形式については、有限会社固有の事情による修正の必要性がない限り、株式法の § 90 第1部、第2部に従うこととなろう。

報告は、口頭でも文書によるものでも良い。一般的には文書による報告が合理的で、それが口頭で説明され、補完される、というものである。それは内容的に完全で、真実で一目でわかり、明快で現実的でなくてはならない。

報告の範囲および頻度は、コンツェルンやその重要企業の状況や展開いかに左右される。企業内外の波乱、構造的な変動や危機の兆候などは、集中的な報告や監視という活動のきっかけとなりうる。

もちろんコンツェルンの親会社の執行役会も報告義務はあるが、その同意の下にコンツェルン内の従属企業もコンツェルンの親会社の監督役会に直接に報告を行うことができる。この情報フローは、実際、コンツェルンでは差し支えない、それは、この情報がコンツェルンにおける統一的運営の実行に、純粹に必要だからである。そしてそこでは株式法 § 131 第4部は適用されない、なぜならコンツェルンの親会社は、株主としての資格ではなく、コンツェルンを運営するものとしての資格で、その情報を利用するからである。さらに監督役会は、継続的な報告によって、すべての重要な、現状を再検討するようなデータや展開に関する現実的な情報を得るよう心がけるべきであろう。重要なデータや成果のク

ライテリアに関しては、予算実績差異分析や将来の展開に対する予測などは不可欠である。企業の経済的な発展を際立たせて説明するような、成果を表す指数については、とりわけこれが重要である。そしてその際には、特に様々な産業に属する企業からなるコンツェルンでは、異なった産業で成果を表す指数についてはいろいろなものがあるということに注意しなくてはならない。詳細な情報の「量」が問題になるのではなく、重要性、一目でわかること、時宜に即している、などに関した、情報の「質」がポイントである。

コントロールという意味での、マネジメントに関する報告のすべてが監視のために作られるものではない、なぜならそれは、監視のために一般的に必要、あるいは合理的であるようなものよりずっと短い間隔で発せられねばならないもので、かつ、あまりにも詳細なものを含んでいるからである。ただし、監督役会は、それに相応する情報が執行役会のために存在していることは知っておかなくてはならない、なぜならそれでこそ企業やコンツェルンを専門的に運営することができるからである。

コンツェルン経営にあたっては、コンツェルン企業全体を把握する、効率的な計画システム、情報システム、決算システムが利用可能でなくてはならない。また、最適なデザインを行うことにより、それはコンツェルン企業それぞれのマネジメントに対する要求は正当なものとなり、同時に、目的を定めた濃縮の下で、コンツェルン運営のための経営用具として利用可能なものとなる。そのような全体的および統一的に調整されたシステムで、個々のコンツェルン企業の計画や情報の存在は、礎石として、コンツェルン計画やコンツェルン報告のより大きな枠組みに、ある程度まで馴染むことになる。そこでは階層的な計画システムや報告システムが発生し、そのシステムはコンツェルンのトップへ向けて情報

の濃縮および——コンツェルン運営の本来の仕事に相応して——戦略的および資金調達の上で重要な情報で特徴づけられる。

新しいコンツェルンや海外にわたるコンツェルンでは、報告書の作成にあたり、コンツェルン報告書作成の形式や内容、時点などについて不明だったり、それを時宜に適して満たすことができないことから、実務的な問題が発生する。とはいっても、コンツェルン経営者や監督役会は、コンツェルンとその状況にとって重要な情報——そこでは叙述の実体がポイントで、形式ではない——を時宜に適して取得することに固執しなくてはならない。

### 2.2.2.3 コンツェルンの従属企業での監視任務

コンツェルン結合、特にコンツェルンの運営によるコンツェルンの従属企業への影響から、そして子会社固有の利益の維持のために、コンツェルンに特有な監視の任務が生じる。従属株式会社では、従属に関する報告書(Abhängigkeitsbericht, 株式法第2部 § 314)に関する検査が論点となる。さらに、業務年度内の執行役会の影響の内容が報告される。従属企業の管理者によるコンツェルン運営の特典・準則の遵守も同様に、監督役会による監視にしたがう。その限界は、従属企業の固有の利益のゆえに生じる。

子会社の経営管理の監視におけるコンツェルン特有の問題は、たいていの場合にコンツェルン経営のメンバーが同時に子会社の監督役会のメンバーであるときに見受けられる。これは、コンツェルンの親会社の経営管理やコンツェルン運営の秩序だった、合理的な行使の結果である。それは親会社に帰属する参加権の行使を意味している。

逆に従属企業の執行役会メンバーや経営者が親会社の監督役会に名を連ねてはならない。さらに、2つの資本会社の執行役会と監督役会にまたがって籍を置くことは許されな

い(株式法第1部 § 100の1, 2, 3)。執行役会メンバーや経営者は、相手会社の執行役会メンバーや経営者が、自分たちの会社の監督役会に所属しているような相手会社の監督役会メンバーになってはならない。監督役会機能の一人当たりの数は、10に限られ、その際コンツェルンの子会社の監督役は5まで差し引かれる。

監督役会に賦与された機能は、独立に、自己責任で、そして他に依存せず行使される。もしある人が役割を賦与され、彼が2つの相異なる義務の間に挟まれたとするならば、彼は監督役としての行動にあたりその義務を優先させねばならない。もしそれが可能でなければ、棄権するか、職を辞することさえせねばならない。立法者は監督役会の活動を兼任職として作ったのであるから、彼らは利害のコンフリクトは受け入れているのである。許されないのは永続的な利害のコンフリクトである。

結合企業に関連した監視との見地から、親会社から送り込まれた監督役会メンバーが陥る困惑は見逃せない。もちろん、経済的に合理的に運営されているコンツェルンにおいて親会社と子会社間の利害のコンフリクトが例外であること、およびコンツェルン内部での成果の振り分けに際して、そこでのやりとりが検査可能で報告されることが、もちろん強調されねばならない。

あと、推薦されるのは、監督役会の中で使われる専門知識や経験の普及のために、コンツェルンの代表者だけでなく、コンツェルンからは独立でかつコンツェルンに忠実な、専門知識を持つ株主の代表を、監督役会に招くことである。彼らには、他の利害からは自由な、企業やコンツェルンの利害に関する綿密な吟味が期待される。決算監査人が従属性報告を検査せねばならないことにすることで(株式法第1部, § 314)、とりわけ充分な客観性が保証されよう。

### 2.2.3 小括

コンツェルンによって結合された企業では、監督役会の監視任務は、場合によって非常に広いものとなる。特に、コンツェルンを率いる企業では、新たな次元が追加される。それは、企業の事業遂行の監視以外に、コンツェルンの経営にも及ぶからである。このような追加される監視業務の範囲や強度は、コンツェルンの種類や範囲に依存する。こうして、監督役会メンバーには、特に専門的な要求や大きな負担が生じることになる。コンツェルンを率いる企業の監督役会は、このような事情で、その構成や自らの監視活動の重点を検討しなくてはならないのである。

### 2.3 コンツェルンにおける問題解決のための仕組みの検討(2)

#### —— 事実上のコンツェルンの経済学的長所

ドイツの1965年株式法においては、異なった2種類の企業グループ（コンツェルン）が規制の対象となっている。事実上のコンツェルンの少数株主は子会社の収益に対する正当な権利を有している一方で、契約コンツェルンの少数株主は親会社によって定率あるいは変動比率で支払いを受けるという形で償われるだけである。過去、論者によっては事実上のコンツェルンでの少数株主保護の不備な点を挙げ、契約コンツェルンでの少数株主保護の法的手続きをすべてのコンツェルンに適用することを提案するむきもあったが、新制度派経済学の観点を盛り込むと、そのような提案は事実上のコンツェルンの経済学的便益を無視するものであり、特に事実上のコンツェルンの組織構造は、経営者の意思決定を合理的なものにして、資本市場の効率性をも高める、という主張をする論者もある。ここでは、その代表的な議論を検討する<sup>5</sup>。

### 2.3.1 コンツェルン・マネジメントと子会社マネジメント間のエージェンシー・コンフリクトの削減

事実上のコンツェルンの子会社を取引所に上場させることで、コンツェルン・マネジメントによってコンツェルンのコントロール構造に統合されうる情報と結びついている。次のような前提の下で、この子会社の株価は、コンツェルンのマネジメントが、コンツェルンのサブグループの経営者たちの業績の判断基準として使われうる：

- ①当該事実上のコンツェルンが分権的に運営されていること、
- ②子会社の経営者が投資プロジェクトの実現に独自に責任を持つこと、
- ③コンツェルン内部で利益の移転という手段が執られないこと。

「株価」という情報手段の主要な長所は、個々の部門や子会社の成果に対する貢献を、より良く、お互いに区切るということが、株価の助けで、コンツェルンのマネジメントにとって可能になる、という点に見られる。たとえば、2つの異なったコンツェルン子会社が、2つの投資プロジェクトを行ったとして、マーケットとしては一方にはポジティブな、もう一方にはネガティブな評価をしたとしよう。ただし、ともにコンツェルン全体の市場価値の上昇に貢献するものとしよう。この時、取引所に上場されていない子会社の場合には、市場価値に関する情報の不足で、コンツェルンの市場価値の上昇がこの2つの子会社に分かれて帰されるべきかを区別できない。これに対して事実上のコンツェルンの両子会社の株式が取引所に上場されている場合には、一方の子会社の失敗した投資決定は明らかになる。

こうして市場価値情報は、コンツェルンのマネジメントと子会社のマネジメントとの間のエージェンシー・コンフリクトの減少に貢献できる。エージェント（子会社のマネジメ

ント)の活動レベルがプリンシパル(コンツェルンのマネジメント)によって観察されないことから、インセンティブ問題が発生する。インセンティブ契約の締結に関しては、エージェント理論的に考えれば、エージェントが行う活動へ、そのインセンティブがより完全に対応する、より帰せられるならば、その影響はより良く与えられるであろう。こうして、エージェントのコントロールには、できるだけエージェントにはコントロールできない、影響の大きさを表すような、観察可能な代理指標が利用されなくてはならない。コンツェルンのマネジメントが事実上のコンツェルンに属し、取引所に上場されている子会社について、その株価から得る、市場価値情報は、そのような代理変数と解釈される。ShavellとHolmströmのいう「informativeness principle」によると、エージェントの業績のマージナルな追加情報のみを伝える変数はみな、プリンシパルとエージェントの間の契約の効率性を上げるのに利用される。サブグループの経営者の業績が内部コントロール・システムと指標によって測定されるならば、それは子会社の株価と同じ情報を内容として持っているのではない。それは、株価には子会社の将来の発展に関する投資家の期待もまた包含されているからである。

エージェント理論の基本モデルから生じる結論として言えば、効率的な報酬構造というのは、つねに成果に依存した部分(そのレベルは、成果の散らばりやエージェントのリスク回避の程度に依存する)を表すものである。報酬契約におけるインセンティブ関数とリスク配分関数との間のトレードオフがつねに顧慮されねばならず、また株価指向の報酬形態への無関心な強い支持が思いとどまらせられねばならないとはいえ、子会社の株価を指向した報酬契約は、コンツェルンのマネジメントとサブグループのマネジメントの間のエージェント・コンフリクトを和らげるこ

とができる、ということについては、多くの賛成がある。

ただし、コンツェルンが分権的な組織構造ではなかったり、コンツェルン企業の間で多様な資産の移転があったりすると、子会社のマネジメントの成果の判断基準としての、子会社の株価の適性には、当然制約があろう。すなわち、コンツェルン・マネジメントの経営行動に依存するところが大なのである。事実上のコンツェルンの組織構造は、この場合には子会社の取引所への上場に関係した市場価値情報を子会社のコントロールに使う可能性を提供してくれる。

### 2.3.2 子会社への親会社経営者の参加によるシグナリング効果

企業の将来の利益に関するシグナルの影響が、マネジメントがとる、観察可能な方策・手段に由来する、という考察に、シグナリング理論は基づいている。そこで分析される疑問は、情報提供者にとって最も有利な方法で市場参加者の期待に影響を及ぼすような、シグナルのふさわしい選択がなされるかということである。こうして、シグナリング論では信用可能性という面が特にとり上げられる。経営者にとって、正しくシグナリングを行うインセンティブがあれば、その情報は信用に値するとみなされるであろう。意識的な誤情報の流布などが自らにとって不利益であるならば、このインセンティブが与えられるであろう。

あるコンツェルンのサブグループにのポジティブな将来の見込みに関するシグナルを、資本提供者に流そうという意識は、経営者の、事実上のコンツェルンの子会社への資本参加に見受けられる。子会社で行われるプロジェクトの特徴に関する情報を、マネジメントの参加が仲介するのである。特に、財政的な建て直しの際には、そのような政策が成功しよう。そこで、組織上の非効率で迷惑をかけて

いた企業領域で、経営者は、それを再組織すれば有利な将来性を持っていることを知っているものが、もっぱらそのために設立される、事実上のコンツェルンの子会社へと切り離されることも考えられる。そのような財政的な建て直しのために資金を提供しようという投資家（自己資本、他人資本を問わない）を見つけるために、マネジメントは、あまり情報が行き渡っていない投資家たちに、建て直しが上手く行くように信頼をさせるような情報を仲介しなくてはならない。これを行うには、サブグループとトップマネジメントによる、少なからぬ自己資本投入によって起こりうる。それは「部分的バイアウト」の枠組みである。このような方法で仲介された情報は、信用に値する、なぜなら、それによってマネジメントの側での財政的建て直しに対する実際の成果の評価に対する疑念の余地のない推察ができるからである。すなわち、成功のチャンスについての誤った情報は、経営者の投入資産の損失をもたらすかもしれない。

一方、契約コンツェルンにおいては、投入資本を失うというリスクは子会社内で実現した投資プログラムには依存せず、親会社の利益の配当のレベル（変動補償支払の場合）、あるいは、補償義務に応じる親会社の能力（固定補償支払の場合）に、それぞれ依存するのである。もしそれによってマネジメントに、子会社で実現された投資プログラムのよさを潜在的な投資家たちに納得させる可能性が生じるならば、再びそこには過少投資発生の可能性が高まる。

(以下次号)

- 3 Scheffler(1994), p.795.
- 4 Lutter & Krieger(1993) p.201.
- 5 以下では、Schenk(1997)における議論を手がかりに検討する。

#### 《参考文献》

- Adams, Michael: Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der "Deutschland AG", Die Aktiengesellschaft 4/1994 S.148-158.
- Balsler, Heinrich, et al.(Hrsg.): Die Aktiengesellschaft, Umfassende Erläuterungen, Beispiele und Musterformulare für die Rechtspraxis, 3.Auflage, Haufe Verlagsgroupe, 1997
- Beck-Texte, Aktiengesetz·GmbH-Gesetz 31. Auf. Deutscher Taschenbuch-Verlag 1999
- Emmerich, Volker und Jürgen Sonnenschein, Konzernrecht, 6. Auf., Verlag C·H·Beck 1997
- Henn, Günter: Handbuch des Aktienrechts, 5. Auflage, C.F.Müller Juristischer Verlag, Heidelberg 1994
- Hüffer, Uwe: Aktiengesetz, 2.Auflage, Verlag C.H. Beck München 1995
- Kübler, Friedrich .Gesellschaftsrecht, 2. Auf., C.F.Müller Verlag 1986
- Lutter, Marcus & Krieger, Gerd: Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 3.Auflage, Rudolf Haufe Verlag 1993
- Mülbert, Peter: Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, Die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht, 2.Auflage, Verlag C.H. Beck, 1996

#### [注]

- 1 Adams(1994),p.150.の表による。なお、この図自体も、Wengerの論文からの引用とのことである。
- 2 以下ではScheffler(1994)による叙述を検討する。

- Scheffler, Eberhard: Die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats im Konzern, Der Betrieb, Heft 16 vom 22. April 1994 47 Jahrgang. S. 793-799.
- Schenk, Gerald: Ökonomische Analyse des Minderheitenschutzes im Konzern, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 49 1997 7/8 S. 652-673.
- Semler, Johannes: Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft, 2. Auflage, Carl Heymanns Verlag KG 1996
- Seydel, Eberhard: Konzernbildungskontrolle bei der Aktiengesellschaft, Nomos Verlagsgesellschaft, 1995
- Tricker, Robert I.: International Corporate Governance — Text, Readings and Cases, Prentice Hall 1994
- 吉森 賢, EC企業の研究, 日本経済新聞社 1993
- 吉森 賢: 日本の経営・欧米の経営——比較経営への招待, (財)放送大学教育振興会 1996