

コーポレートガバナンス・モデルの進化

——ドイツのコーポレートガバナンス・モデルは米国モデルへ収斂するか——

白 石 渉

はじめに —本稿の目的と構成—

各国のコーポレートガバナンス・モデル(以下、文中ではガバナンス・モデルと略す)は、金融システムおよび雇用システムと補完性を持ち、経済や政治の発展プロセスの違いが投影され、文化や社会的慣行の影響を受けて、それぞれ異なった発展を遂げてきた。

経済のグローバリゼーションが進展する中で、ドイツは、社会民主主義・福祉国家の伝統に培われた特有の制度と国民意識が根強く残存しているので、企業も国民も米国のガバナンス・モデルに移行することに逡巡^{しゅんじゆん}しているのが実情である。このような状況を反映して、ドイツのガバナンス・モデルの将来像に関する国内外の学界の議論も二分されている。

本稿は、「ドイツのガバナンス・モデルは米国モデルへ収斂するか」^(*) という問いに対する回答を示すことを目的としている。当然ながら、このテーマに必要とされる範囲内において、米国および日本のガバナンス・モデルを考察し、ドイツのガバナンス・モデルとの比較分析を行っている。

この目的に沿って、本稿の構成は、Part 1にお

いて、ガバナンス・モデルの変革と展望を明らかにする。Iで、対照的な2つの異なるガバナンス・モデルを概観して、ガバナンス・モデルの概念を理解し、IIで、米国、ドイツ、日本におけるガバナンス・モデルについて動態的分析を行い、IIIで、ガバナンス・モデルは「収斂する」と考える学説と「存続する」と考える学説を紹介して、ガバナンス・モデルの将来像について検討する。次に、Part 2において、ガバナンス・モデルを理論的な側面から考察する。IVおよびVで、経済学の視点から、制度の補完性と情報の非対称性について、VIで、経営学の視点から、契約理論に基づく所有とコントロール権の分離について、VIIで、法制度の視点から、会社法やガバナンス規約にみられる米国スタンダードへの移行について、それぞれ考察する。

おわりに、上述した Part 1 と Part 2 をオーバーラップさせることにより、「ドイツのガバナンス・モデルは米国モデルに収斂するか」という問いに対する回答を導き出す。

Part 1. コーポレートガバナンス・モデルの変革と展望

I. コーポレートガバナンス・モデルの概観

1. コーポレートガバナンス・モデルとは何か

ガバナンス (governance) は「統治」と訳されているが、ガバナンスの持つ多面的な要素を表すには不十分である。ガバナンスの語源は明らかではないが、リンカーンのゲティスバーグでの有名な演説、“a government of the people, by the people,

(*) 本稿の用語で、ガバナンスとは、現実に存在している、特定のガバナンスを指し、ガバナンス・モデルとは、個々のガバナンスの特徴を普遍化し、抽象化したシステムを指し、法制度上のガバナンスともいえる。例えば、「トヨタ自動車のガバナンスを、日本のガバナンス・モデルと照合し、ゼネラルモーターズ (GM) のガバナンスと比較検討する」のように区別して用いている。

and for the people”のなかの“government”を“corporation”に置き換えてみると、会社の所有、会社の経営、会社の目的、というガバナンス・モデルの基本的な概念が織り込まれている。しかしガバナンス・モデルには、これらのほかに経営者の行動を監視する機能が含まれる必要がある。

ガバナンス・モデルとは何かについて、米国、ヨーロッパ大陸、日本などではそれぞれ異なった概念として捉えている。

ここでは2つの異なるガバナンス理論について概説する。ガバナンス理論は、伝統的に、株主利益の最大化を目的とする米国のガバナンス・モデルに関する理論と、企業のステークホルダー（利害関係者）間の権限の分配と調整を目的とするドイツおよび日本のガバナンス・モデルに関する理論、の二つの対立的な視点が存在してきた⁽¹⁾。

それは別の面からみれば、**図表1**に示したように、株主と取締役会から成る狭義のガバナンス・モデルとそのコア・ガバナンスに影響を与える債権者や従業員などのステークホルダーを含めた広義のガバナンス・モデルに分かれる。監査役（会）をどちらに含めるかについては、米国、ドイツ、日本でそれぞれ異なっているので後述する。

金融システムとガバナンス・モデルの関係をみると、株主と社債権者は資本市場からの参加者であり、債権者である銀行は金融市場からの参加者である。資本市場の発達している金融システムを持つ米国では、ガバナンス・モデルとは、株主の利益を最大化するように、資本市場が経営者の行

動を監視し、規律づける仕組み（システム）であると考えている。このモデルは株主志向（shareholder-oriented）ガバナンスと呼ばれ、企業の所有者は株主であると考えられ、したがって企業の目的は株主利益を最大化することである。このことから、米国のガバナンス理論は、株主と取締役とのプリンスパル・エージェント関係を論じ、会社の所有とコントロール権の分離の問題に焦点を当てることになる。

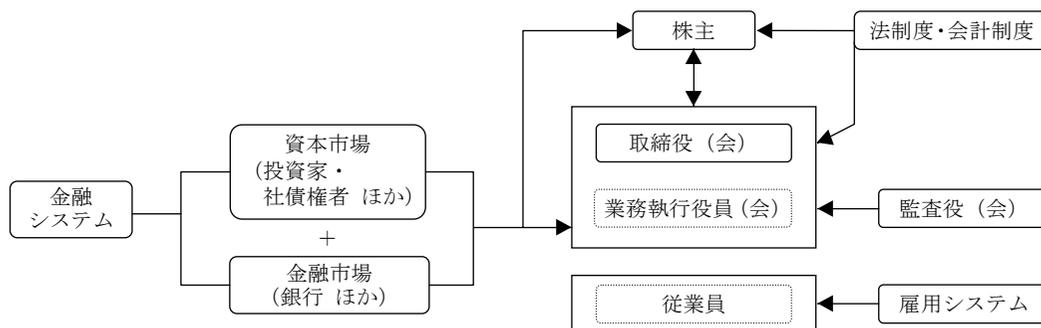
他方、銀行が中心となっている金融システムを持つドイツや日本では、経営者と従業員やメインバンクが会社と長期継続的な関係を保ちながら、それぞれの権限を分担して経営者の行動を規律づけるステークホルダー志向ガバナンスが構築された。例えば、1999年のOECDのガバナンス定義には、次の3つの要素が含まれている⁽²⁾。

- (1) 経営者，株主，その他のステークホルダーの相互関係
- (2) 会社の目的
- (3) その目的を遂行し，その状況を監視するための装置

ガバナンス・モデルを分類する他の基準として、株主志向ガバナンスは経営者の規律づけが企業の外部（市場）によって行われるので外部コントロール・モデルと呼ばれ、ステークホルダー志向ガバナンスは経営者の規律づけが企業の内部機関によって行われるので内部コントロール・モデルと呼ばれる。

上述した米国とドイツのガバナンス・モデルの

図表1 ガバナンス・モデルと他の制度との補完関係



図表 2 米国とドイツのガバナンス・モデル比較

項目 モデル	企業目的	利害関係者	資本所有	経営者の 規律づけ	企業金融 (資金調達)	情報の 伝達ルート
米国	株主利益	株主	分散された多数の小口 株主と機関投資家	市場・外部	資本市場	公開情報
ドイツ	会社利益	株主, 経営者, 銀行, 従業員ほか	大株主 (他の企業, 金融機関, 創業者など)	内部機関	銀行借入	私的情報

出所：Schmidt and Spindler, *The Journal of Interdisciplinary Economics*, 2006, Vol.17, p.363 を一部参照した。

特徴を比較すれば図表 2 のように整理できる。

ガバナンス理論は、企業の利益最大化の根拠を新古典派経済学に求めてきたが、新古典派経済学は現実の経済社会に妥当しない点が指摘されるようになったので、情報の経済学や制度の経済学と呼ばれる新しい経済学概念により、株主志向のみならずステークホルダー志向のガバナンス・モデルを説明しようとしている。

2. 株主志向・外部コントロール・モデル

株主志向ガバナンスは以下の特徴を持っている。

- (1) 1990 年代以降、株主志向ガバナンスが強まってきた背景には、企業は規模拡大のために大きな投資額が必要になり、同時に、経営資源を成長が期待できる事業分野へ選択と集中を行う経営戦略がとられ、その手段として M&A が活発に行われるようになった。多額の資金調達を銀行借入のみに依存するリスクを避けるためにも、資本市場での資金調達の必要に迫られた。資本市場には、小口株式を保有する多数の分散化された株主と小口投資家より資本の運用を委託された年金基金や投資信託などに代表される機関投資家が存在していることが、株主志向ガバナンスを形成させる大きな要因となった。
- (2) 株主が企業の所有者であり、株主は経営者に経営を委任しているという関係が成立している。この委任契約において、株主はプリンシパル(依頼人)であり、経営者はエージェント(代理人)になる。この委任関係からプリンシパル・エージェント問題が発生する。

会社の所有者である小口株主と機関投資家は、いずれもキャピタルゲイン(配当金や株価の値

上がり益)の獲得を目的としている。経営者は、僅かな資本しか所有しないが、経営の専門知識と技能を持って、株主から委任された経営を遂行している。このように現代の会社は株主と経営者との委任契約により、会社の所有と経営(コントロール権)が分離している。

- (3) 株主とその他のステークホルダーには次のような違いがある⁽³⁾。
 - ① 株主は出資額の範囲内で有限责任を負っているに過ぎず、株式の売買を通じて自由にステークホルダーとなることも、そこから退出することもできるので、株主は会社にとって運命共同体的な存在ではない。
 - ② 株主は経営者に経営を委任し、取締役会は株主の利益を代弁する。米国の会社と日本の委員会設置会社は、取締役会のなかに各種の委員会を設けて、経営者を監視する。
 - ③ 株主以外のステークホルダー(債権者、従業員、原材料の供給者、顧客)の権利は法律や契約によって保護されている。しかし株主は残余財産請求権を持っているに過ぎず、株主の利益は法律によって保護されていない。株主志向ガバナンスは株主の利益を第一義とすることで他のステークホルダーとの公平性を保つことができる。このような理由から、株主利益を守るガバナンス・モデルが正当化される根拠となっている。
- (4) 所有とコントロール権の分離により、情報の非対称性が大きくなり、その結果としてモラルハザードが発生する危険性が高い。会社の事業内容や財務状況についての情報の量と質の点で、経営者と株主は均等(対称)ではない状態にあ

るので、経営者は自己利益のためや、あるいは利益が期待できる投資に対してもリスク回避的な行動をとる可能性がある。このようなモラルハザードの発生によって生じる損失をエージェンシー・プロブレム（あるいはエージェンシー・コスト）という。

- (5) 企業は、株主、経営者、従業員の3つの基本的なプレイヤーによって構成されている。米国では、経営者は本来的に高い報酬、社会的名声、地位の保障などの自己利益のために行動するという前提に立っているため、経営者の規律づけがガバナンスの目的となっている。

株主（市場）は、自らの代表である取締役を選任して経営者の行動を監視するとともに、株価引下げや株式公開買付け（TOB）を手段として、経営者が株主の利益のために行動するように規律づけている。このメカニズムは外部コントロール・システムと呼ばれている。

- (6) 米国では、労働市場における需要と供給によって賃金が決定される法制度・労働慣行が確立しており、会社と従業員との間で自由に雇用契約を締結あるいは解除することを可能にさせる外部労働市場が存在していることがガバナンス・モデルの前提条件になっている。

- (7) 株主志向のガバナンスの長所と短所は以下のように要約できる。

- ① 株主は、キャピタルゲインの獲得を目的に株式を保有しているため、株価に影響を与える経済環境の変化に敏感に行動する。株主志向ガバナンスはこのような株主の行動により環境変化に迅速に対応できる。
- ② 株主重視の経営はROE（株主資本利率）の向上を目標に掲げ、資本の効率性を追求する点で他のガバナンス・モデルよりも優れている。
- ③ 競争が激しい分野やベンチャービジネスなど技術革新が激しい分野において、ハイリスク／ハイリターンを選択する株主から、リスクマネーを取り込む点で適している。

上記のような長所に対して次のような短所が指摘される。

- ④ 市場が経営者の行動を規律づけるというが、市場の評価は正しいとは限らないし、市場は合理的でもない。株式市場はおよそ当てにならない審判である、と Monks and Minow (1995) は言っている⁽⁴⁾。

- ⑤ 製造業からサービス産業へ、モノから情報・知識へと産業構造や社会的価値観が変化することもない、市場は財務諸表（B/S）上に表われない無形資本の価値を正しく評価できない。

3. ステークホルダー志向・内部コントロール・モデル

ヨーロッパ大陸諸国や日本では、ガバナンス・モデルを広い意味で捉えて、企業の利害関係者に権限を配分し調整する仕組みと考えている。

小佐野（2001）は、Tirole の講演内容を引用して、ガバナンスとはステークホルダー全体の経済厚生を増進をはかるために経営者を規律づける制度的な仕組みであると述べている。

ステークホルダー論の根拠として、ここでは2つの見解をあげる。1つは、株主は資本を出資し、従業員は人的資本を提供し、経営者は専門知識と経験を用いて経営を行うことにより会社が成り立っているという考え方に立てば、利益はすべてのステークホルダー（利害関係者）に分配されるべきである。したがって会社の目的は株主利益だけではなく会社全体の利益を増大させることであり、そのことは最終的には株主利益につながることになる。2つ目は、ドイツでは、米国にはない、会社は「契約の束」という概念があり、株主、取締役、従業員、債権者など会社のステークホルダーとの間で非明示的な契約が成立しているものと考えられている。

4. 経営者の行動を規律づけるメカニズム

株主志向・外部コントロールとステークホルダー志向・内部コントロールのいずれのガバナンス・モデルも経営者の行動を規律づける機能を持っている点で共通している。その規律づけのメカニズムは、2つのモデルで重複する部分はある

が、以下のように整理される。

(1) 企業の外部（市場）からの規律づけ

市場において株式が分散所有されている場合には、①市場における TOB（株式の公開買付け）による規律づけ、および②機関投資家のアクティビストとしての行動による規律づけ、の2つの方法がある。

① ガバナンス・モデルが脚光を浴びようになったのは、1980年代の買収の時代である。TOBには、株式の公開買付けが友好的に行われる場合と敵対的に行われる場合の2つのタイプがある。敵対的 TOB は、経営者に対して株価を最大化するように行動させるので企業価値が増大するという肯定的な見方と、他方で、株式を安く買って高く売り抜ける、いわゆるウォールストリート・ルールと呼ばれる行動をとるという否定的な見方がある。ウォールストリート・ルールが通用する背景には、株主はキャピタルゲインの追求のみを目的に短期的な視野で株式を保有しているため、株式の公開買付けに応じてしまうからである。敵対的 TOB の対象となる可能性があるために適切な経営規律が期待できる反面、敵対的 TOB から企業を防衛するためのポイズンピル、ゴールデンパラシュートなどの買収防衛策のコストが株主の利益を犠牲にすることもある。いずれにしても、株主以外のステークホルダーは企業と長期的な関係を持っていることを考えると、株主利益だけを追求する TOB は、経済的な公平性を欠くことになる。

TOB は経営者のみならずガバナンス・モデルを構成する従業員にとっても大きな影響を及ぼす。後述するが、ドイツや日本の従業員は、企業特殊的人的資本に投資を行っているため、若年期と中高年期で労働生産性と賃金の乖離が生じている。TOB が行われて経営者が交代すると、長期雇用の暗黙の契約が破棄されてしまう可能性が高いので、従業員は TOB に反対する。小佐野（2001）は、企業買収者が TOB により暗黙の契約を破棄することによって大規模な賃金カットを行って利益

を出すと、TOB の効果に関する実証研究を紹介している⁽⁵⁾。

TOB は企業の所有と経営の問題に新たな概念をもたらした。TOB は、買収企業が被買収企業の株式を現金あるいは買収企業の株式と交換に買付ける方法がとられるので、株式が単なる残余財産に対する請求権から企業に対するコントロール権へと変化したからである。

② 機関投資家とは、保険会社、年金基金、投資信託、投資ファンド、ヘッジファンドなどの総称である。1980年代以降、資産運用市場において機関投資家が大きなシェアを占めるようになった要因の一つは、高度な金融技術を用いた金融商品が開発されたが、金融の専門知識やスキルを持たない小規模な投資家は機関投資家に資産運用を委託せざるをえなくなったからである。機関投資家は小口資本をプールして大量の運用を行い、その投資損益を投資家の出資割合に応じて還元する投資スキームを構築した。機関投資家には、企業の未公開情報を入手して、キャピタルゲインの獲得を目的とするウォールストリート・ルールと呼ばれる行動をとるグループと、保有株式を背景に企業のモニタリング（監視）と企業との接触を通じて経営者の交代や株主価値の向上を要求するアクティビストと呼ばれる、2つのタイプがいる。

アクティビストは、一般の投資家より資本の運用を委託されているため、一般株主の利益代弁者の役割を演じることにより、大株主や内部者よりも影響力を持つようになる。しかし、アクティビストとしての活動は、出資者への利益還元を存立条件とする投資スキームの制約を受けるため、経営に対する規律づけは本来の目的とはなり得ず、またその活動の成果をモニタリング・コストを負担しない小口投資家と共有しなければならないという「フリー・ライダー問題」をもたらすので、ほとんどの機関投資家はウォールストリート・ルールと呼ばれる行動をとるようになる。

したがって機関投資家による規律づけはTOBほど効果がないと考えられている。

(2) 企業内の機関および制度による規律づけ

① 取締役会

米国と日本の取締役会は業務執行と監視という2つの役割を担っている。米国の会社と日本の委員会設置会社は、取締役会のなかに、全員ないし過半数の独立（社外）取締役から構成される監査委員会を設置して経営者に対する監視機能を強化した。日本の監査役会社の取締役会は、事実上、業務執行機能に大きく傾斜しており、監査機能は監査役（会）にほとんど任せている。ドイツの取締役会は純然たる業務執行機関である。

② 監査役会および監査委員会

米国の会社では、監査役（会）は存在せず、取締役会のなかに設けられた監査委員会が経営者の職務遂行を監視しており、会社内部の会計部門と会計監査人（監査法人）を通じて会計審査を行っている。

ドイツの会社では、株式は他の企業や銀行などの大株主によって集中所有されているので、大株主はガバナンス・モデルの重要な構成メンバーとして内部化され、経営者に対する市場（外部）からの規律づけは行われにくい。そこで大株主、経営者、従業員などの利害関係者の間で権限を分散することにより企業行動のチェック・アンド・バランスをはかっている。その代表的な例が監査役会であり、株主の代表と従業員の代表から構成され、経営者として業務を執行する取締役を選任し、その行動を監視する。

日本では、平成15年（2003年）の会社法施行により、監査役設置会社か委員会設置会社のいずれかを選択することになった。監査役会設置会社では監査役会が、委員会設置会社では監査委員会が、それぞれ3人以上の監査役あるいは3人以上の監査委員で組織され、そのうち過半数は社外監査役あるいは社外取締役でなければならない。監査役の権限の範囲は監査役会設置会社と委員会設置会社では

若干異なる。監査役（会）の監査の範囲は、通説では、会計に関するものに限定され、取締役の職務の遂行に関しては、不正行為または法令あるいは定款に違反する行為があったときに、業務監査権限が与えられるとしている⁽⁶⁾。一方、監査委員（会）は、会社法により取締役および執行役の職務の執行を監査する権限が明示されている。

③ 報酬制度とストックオプション

経営者が株主利益の最大化のために行動するように報酬制度を活用してインセンティブを与えている。報酬制度には、会社業績に連動させるものと株価に連動させるストックオプション制度の2つのタイプがある。米国では、取締役の報酬は社外取締役で構成される報酬委員会で決定され、株主総会での承認を必要としない。

ストックオプションとは、一定量の自社株式を、将来の一定の期間内に、あらかじめ定められた価格（権利行使価格）で、購入する権利（オプション）である。企業がこの権利を取締役に、あるいは取締役と従業員に付与することにより、企業業績を高めるインセンティブとなる。米国における巨額のストックオプションを主とした報酬制度は、優れた経営者を獲得し、経営者のインセンティブを高めるうえで、経済的合理性を持つが、反面、社会的規範のひとつである平等性という法的観点からは大きく乖離している。このように、ストックオプションは経営者の行動を規律づける効果があるが、反面、インサイダー取引などオプション保有者のモラルハザードを引き起こす危険性もある。株価の上昇にともない、権利行使価格がオプション付与時の価格を上回れば、その差額がオプション保有者の利益となる。その意味で、株価の上昇によって利益を得る株主と利害を共有するといわれるが、権利行使に伴い株式の希薄化を招く可能性もあるので、資本コストと価格変動リスクを負担している株主にとってはオプション保有者と利害は同じではない。

ドイツの取締役の報酬は、米国と同じく、監査役会の下部組織として設置されている報酬委員会により、取締役の業績に応じて金額が決定される場合が多い。しかしドイツの報酬制度には、取締役が株主利益のために行動するように、株価連動型のストックオプションを供与するという、米国の成果報酬の概念はない。1998年の企業のコントロールと透明性に関する法律（KonTraG）により株式会社が修正されるまでは、ストックオプションは存在していなかった。現在でも、ストックオプションの使用について法律上と実際面での制限がはっきりしていない。株主総会はストックオプション制度の設置と経営者および従業員への配分について決定すると規定されているが、株主総会がストックオプション制度を決めても、最終的には監査委員会がそれを認めなければ効力を発しない。

日本の会社法では、取締役の報酬は、監査役設置会社では株主総会の決議により、委員会設置会社では社外取締役が過半数を占める報酬委員会にて決定される。

成果報酬制度を従業員のレベルにまで浸透させる場合、従業員が自己申告した目標に対する達成度合いに応じて報酬が支払われるので、次年度の目標（ノルマ）を低く設定してもらうために、当年度の目標を過少申告することになり、企業全体として人的資源が有効に使用されない。このようなインセンティブの限界を示す非効率性は「ラチェット効果」と呼ばれている⁽⁷⁾。

④ 社外取締役

胥鵬は Mace の社外取締役の効果についての分析を紹介した⁽⁸⁾。それによると実質的にトップ経営者に選任される社外取締役は、よほどの危機的状況ではない限り、取締役会で役員の実任を追及したり、最高経営責任者を解任したりしない。また、米国、ドイツ、日本のいずれの会社でも社外取締役の“座り合い”現象が見られる。

同じく、宍戸（1998）はインセンティブ理

論から社外取締役を考察している⁽⁹⁾。社外取締役は社内（業務執行）取締役にくらべて経営者の職務遂行を客観的に監視することはできるが、社外取締役に経営者をモニタリングするインセンティブがないので、取締役会や監査役による経営者のモニタリングの有効性自体を否定している。大企業における経営者支配の実態は、日本でも米国でも共通であり、実際には、株主が経営者を選ぶのではなく、経営者自身が経営者を選んでいる。仮に、文字通り、株主が経営者を選ぶようなことが行われたら、経営権の安定性が損なわれ、経営者のインセンティブが損なわれてしまう。

(3) 倒産法

米国では、経営危機に陥った企業に対し、破産法 11 条により、債務者が協調して私的再建をはかる方法があるが、破産法 7 条により、債権者によって法的清算の方法がとられるケースのほうが多い。

日本では、破綻企業を法的に清算するよりも、銀行を中心とした債権者グループにより再建するケースのほうが一般的である。法的な企業清算の場合は破綻企業の経営者は更迭される。再建の法的手続きとしては、会社更生、会社整理、和議の 3 つの手続きがあり、会社更生の場合、破綻企業の経営者は更迭されるが、会社整理と和議の場合、経営者は企業に残って再建業務に従事する。

(4) 債権者⁽¹⁰⁾

企業の貸借対照表上の総資本は株主資本（自己資本）と負債の合計であり、主たる負債は銀行借入と社債である。銀行借入と社債はガバナンスにどのような影響を与えるのであろうか。

社債の場合は、キャピタルゲインの獲得のみを目的とする多数の社債権者は法的清算の方法を選択しやすいので、救済できる債務不履行の企業も清算されてしまい、経済全体からみると非効率的である。しかしガバナンスの面では、法的清算は経営者に対する規律づけの効果がある。他方、銀行借入の場合は、銀行と企業との長期継続的な関係のもとでのモニタリングから

十分な情報が蓄積されているので、債務不履行になった企業の価値が清算価値よりも高いと判断されれば、私的再建により救済しようとするので、経済全体からみると効率的である。しかしガバナンスの面では、債務不履行になった企業も救済されることになれば経営者に対する規律づけが弱くなる。

(5) 株主代表訴訟

取締役会が経営者である取締役の行為に対して監督・監視の役割をはたすことができない場合、株主は会社に代わって会社のためにその取締役の責任を追及することができる。これを株主代表訴訟という。

米国では、株主より取締役の経営上の行為に対する損害賠償の要求が出されても、判例は「経営判断の原則」をたてに取締役の責任を問うことはしない。Monks and Minowによれば⁽¹¹⁾、一部の株主は、経営者の職務怠慢と経営の不手際により営業損失をもたらしたとして経営者を相手取って訴訟を起こしたが、裁判所は株主敗訴の判決を出した。会社の方針および経営に関する問題は経営者による経営判断の裁量内とする判例が定着している。

日本の会社法では、取締役は会社のために忠実に職務を行う義務を負っている。取締役が、職務を怠って、会社に損害を生じさせた場合には、その取締役は会社に対してその損害を賠償しなければならない。1993年に訴訟手数料の引下げにともない訴訟が濫用されたため、2001年に見直しが行われた。この例は、株主利益の主張は、経営者を規律づける反面、経営者のインセンティブを低下させるという二律背反を生じさせることを示している。

II. コーポレートガバナンス構造の動態的分析

1. 1層ボード構造と2層ボード構造

取締役会が業務執行と監視の機能を併せ持っているガバナンス・モデルを1層ボード構造(single-tier board structure)と呼び、イギリスや米国で典型的にみられる。これに対して、業務執行機関と監視機関が法的にも組織上も明確に分離している

ガバナンス・モデルを2層ボード構造(two-tier board structure)と呼び、ドイツに典型的にみられる。日本では、監査役設置会社と委員会設置会社が並存している。前者では、監査役(会)は取締役の職務遂行を監視・監督する権限を持っている法定機関であるので2層ボード構造と考えられる。後者では、取締役会の中に設置された監査委員会が取締役の職務遂行を監視・監督し、監査役は廃止されているので1層ボード構造と考えられる。

1層と2層のボード構造を区分するガバナンスの構造および法制度上の違いは、株主志向・外部コントロールとステークホルダー志向・内部コントロールのガバナンス・モデルにそれぞれ対応している。

しかし本稿のVIで詳しく分析するが、1層と2層のボードシステムの違いは、現実には、監査機関と業務執行機関のそれぞれの機能が進化して1層と2層の境目は曖昧になってきている。

米国の取締役会は、法制度上は、監査と業務執行の2つの機能を持っているが、株主権利と経営の効率化の要求の高まりを受けて、監視機能を監査委員会に、業務執行機能を業務執行役員会に、それぞれ委譲した。一方、ドイツのガバナンスにおける監査と業務執行の機能分離は、ステークホルダー間の権限配分のバランスをとることが目的であり、株主権利を監視するためではなかった。したがって米国および日本の監査委員会とドイツおよび日本の監査役会は監視機能に特化してきた点で、2つのガバナンスは近づいてきたようにみえるが、それぞれの監視目的は異なるので2つのガバナンス・モデルが収斂したとはいえない。

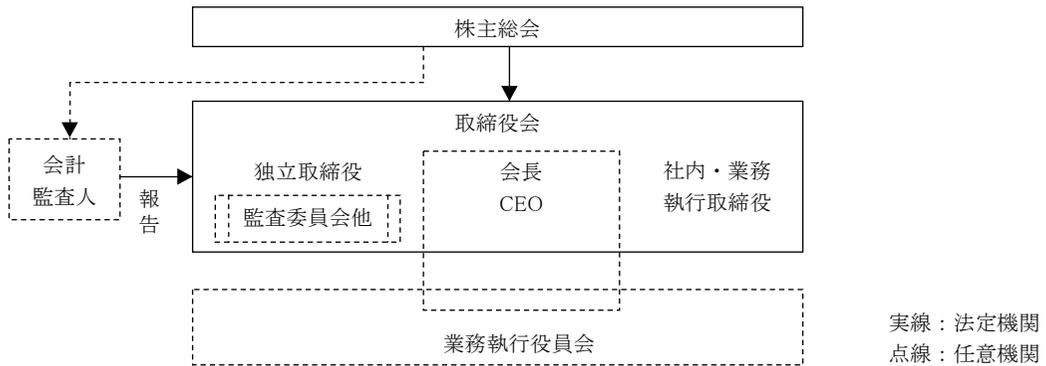
2. 米国のコーポレートガバナンス・モデル

(1) 会社の機関とガバナンスの構造

図表3に見る通り、会社の法的機関は株主総会と取締役会であり、監査役会を持たない。

株主総会は会社の意思決定の最高機関である。株主は、株主総会において、経営上の基本事項(取締役の任免、定款の変更など)に関する議決権、株主提案権、株主代表訴訟、残余財産分配請求権などの権利を行使できる。

図表 3 米国のガバナンス・モデル



取締役会は、会社の内部から昇進した業務を執行する社内取締役と会社と利害関係を持たず業務を執行しない独立（社外）取締役から構成されている。取締役会のなかに、全員ないし過半数の独立取締役から構成される監査委員会、取締役候補指名委員会、役員報酬委員会などの各種委員会が設置され、監査委員会は経営者の業務執行をモニタリングする。報酬委員会はCEO（Chief Executive Officer・最高経営責任者）をはじめ業務執行取締役の報酬を決定する。また取締役会は、その下部組織である業務執行役員会に日常業務を執行する権限を委譲している。

業務執行役員会は、取締役会によって選任された業務執行役員によって構成され、そのトップであるCEOは取締役会長を兼任するのが一般的である⁽¹²⁾。CEOを頂点とする社内・業務執行取締役および業務執行役員が経営者に該当する。

(2) 委員会構造の起源

米国のガバナンス・モデルの特徴である委員会構造の起源は比較的新しいのではないだろうか。1992年にイギリスのキャドベリー委員会はガバナンスに関する報告書において監査委員会と報酬委員会の設置を勧告した。この行動準則の3.3において、「執行取締役の報酬は、報酬委員会の勧告に従うべきであり、その委員会は全員あるいはそのほとんどは非執行取締役で構成

されなければならない」とし、同則4.3において、「取締役会は、少なくとも3人の非執行取締役から成る監査委員会を設置しなければならない」と助言した。

キャドベリー委員会は指名委員会の設立を推奨したが、それを行動基準に加えなかったため、1998年にハンペル委員会は、その報告書のV.2.7において、「指名委員会が取締役会全体に対して推薦を行うという形式をとることが、よい慣行として認められるべきである」との見解を公表した⁽¹³⁾。

ところが、ニューヨーク証券取引所の上場基準は、1978年からすべての上場会社は社外取締役のみから成る監査委員会を設置することを要求したといわれる⁽¹⁴⁾。

またサーベンス・オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）は、すべての上場企業は監査、報酬、ガバナンス指名、の各委員会を設置することを要求している。

委員会構造のガバナンス・モデルの起源をめぐる両説の約15年間の開きをどのように解釈したらよいのであろうか。本稿は、ニューヨーク証券取引所の上場基準は、今日みるような取締役会の監視機能を委譲した委員会構造とは異なり、現行の日本の監査役（会）における社外監査役制度を意図したものと考えられる。

(3) 米国のガバナンス・モデルの特徴と長所・短所
米国のガバナンス・モデルでは、株主は会社

の主権者として位置づけられている。1990年代に入り、年金基金や投資信託などの機関投資家が株主としての影響力を持つようになり、株主重視・市場志向のガバナンスが特徴となった。その結果、企業経営の高い透明性と経営情報の開示が要求されることになった。外部労働市場が発達している米国の会社では、CEOをトップとする業務執行役員は、従業員の利害を考慮せずに思い切った経営を行うことができるが、反面、株価上昇を重視した短期的経営を行ないやすい。また経営者に大きな権限が集中するので、役員報酬が従業員に比べて驚異的な金額になっており、報酬額のうちストックオプションの割合が高いことも株価重視の経営に傾斜させることになる。

3. ゼネラルモーターズのガバナンス

上述した米国のガバナンス・モデルを、現実のゼネラルモーターズ(GM)の定款に記されたガバナンスと照合し、ゼネラルモーターズが米国のガバナンス・モデルの典型であることを確認してみよう⁽¹⁵⁾。

2006年3月時点の、上級業務執行役員(Senior Executive Officers)には、会長兼CEO1人、副会長3名、上級副社長1名、法務担当役員1名となっている。その下のランクの業務執行役員には、世界の各地域別に統括する副社長7名、管理部門担当の副社長4名、会計、財務、管理の担当役員3名、という分担になっている。業務執行役員は合計19名で、取締役を兼任している者は会長兼CEO1名である。

業務執行役員の経歴を見ると、19名のうち生え抜き(内部昇格者)は7名、60歳以上の外部から就任した者は5名、40~50歳代に途中入社した者が4名、経歴が記載されていない者が3名、という構成になっている。一般に言われているような、外部からスカウトされた者が占めているのではなく、生え抜き組と若い頃に中途入社して役員に昇格した者、つまり内部昇格者が過半数を占めている。

このように、経営に携わっている業務執行役員

は内部昇格者が事実上支配力を持っているものと推測される。つまり、取締役(会)と業務執行役員(会)は、それぞれの権限や機能ばかりでなく人材の面でも異なっており、所有とコントロールが分離されていることがわかる。その結果、会長兼CEOが両機関を繋ぐブリッジ(接点)の役割を担っているが、情報の非対称性を解消させるには十分でない。

(1) ガバナンスの目的

取締役会の使命は所有者の利益(owners' interest)を代表する。取締役会は、会社が株主利益を最大化するような経営の意思決定を行い、その目的に沿って経営が行われているかどうか定期的にモニタリングを行う責任がある。上記の責務に加えて、ステークホルダー(顧客、従業員、地域社会)の価値を増大させる責務を負っている。

このように、取締役会は株主の代表であることが明記されているので、取締役会の主たる目的は経営者に株主価値の増大をはかる経営を行わせることにあり、ステークホルダーへの配慮は副次的である。

(2) 取締役会

取締役の選抜方法は、株主、取締役、あるいは執行役員のいずれかの推薦により取締役候補者となる。ガバナンス委員会が取締役候補者をさまざまな原則・基準に基づいて審査し、最終的に取締役全員の承認によって取締役候補者を決定する。次に、取締役会は取締役候補者を株主総会に推薦し、株主総会が取締役を選任する。取締役の任期は1年間である。

取締役は、会社の内部昇格者に限らず外部の人材会社からスカウトされてくる。外部労働市場から取締役が選任される場合、会社の機関との間に情報の非対称性が発生するので、取締役会と経営者は新任の取締役のために包括的なオリエンテーションと教育研修を実施し、外部の講習会に参加することも勧めている。

取締役会は取締役数を決めるが、定款では、取締役の総数は8名から20名の間、と記されている。業務執行取締役と非業務執行取締役により構成されているが、実質的に非業務執行取締

役が過半数を占めるべきであるとされている。2006年3月時点の取締役数は12名で、そのうち会長兼CEOのリチャード・ワゴナーのみが業務執行を兼任しており、他の11名はいずれも業務執行に携わらない外部からの独立取締役である。独立取締役には、世界的な大企業の現在あるいは過去の会長・CEOがほとんどを占め、他に大学学長、会計監査法人の元会長兼CEOがいる。

取締役会は取締役のなかから1名を会長に選ぶ。取締役会長は社内から選ぶ必要はない。取締役会の会長について、①CEOを兼任するか、または分離するか、②CEOと分離した場合、取締役会長は非業務執行取締役または従業員のなかから選ばれるか、について決まりきった規則はなく、その時々ベストと思われる方法が選択される。

取締役会の過半数は独立取締役とするとなっているが、現実には、CEO以外はすべて独立取締役である。取締役の独立性については、サーベンス・オクスリー法に基づく証券取引委員会の独立性基準およびニューヨーク証券取引所のガバナンス・ルールを満たすことを定款に定めている⁽¹⁶⁾。

会長兼CEOは退職後に取締役として留まらないことが望ましいとされ、外部の独立取締役は他社の独立取締役を兼任することは4社までに制限されている。

(3) 各種委員会

取締役会の中に、監査、ガバナンス、役員報酬、投資資金、公共政策の5つの委員会が設置されており、これらの委員会は独立取締役のみで構成されている。

取締役会の内部は、業務執行（経営）と監視の2つの機能を持つそれぞれの取締役に厳格に区分された組織になっており、外部からきた独立取締役が経営者をチェックする機能を担っている。これは契約理論に基づく委任と受託の関係が強く表れている。経営者は監視されていないと暴走してしまい、株主の利益が損なわれるものであるという前提に立っているともいえる。

監視というムチの反対給付としてアメとしての成果報酬制度が発達している。

ガバナンス委員会の非業務執行取締役＝独立取締役がCEOの業績査定を行い、報酬額を決定する。ガバナンス委員会の取締役のうち、非業務執行取締役のみが報酬を受け取ることができる。

報酬委員会は、取締役、業務執行役員の報酬を決める。報酬額は業績に連動し、その70%は株式で、退任するまで保有しなければならない。

監査委員会の委員は、利益相反を防ぐため、取締役としての報酬以外に監査報酬を受け取ることは許されていない。監査委員会は外部の監査法人である独立会計人（accountants）を選任し、取締役会の推薦を経て、株主総会において承認あるいは否決される。

非業務執行取締役である外部の独立取締役は少なくとも年3回の委員会を開催しなければならない。その席上、CEOの業績、報酬額および取締役会の議題、取締役への情報伝達の流れ、ガバナンスに関する事項等の計画を検討する。

取締役会と業務執行との関係については、取締役会のメンバーは経営のすべてに関与できるし、取締役でない経営幹部も取締役会に出席できる。これらの規定は、情報の非対称性を低くする仕組みであるが、監査が有効に機能する上で十分とはいえない。

(4) 業務執行役員

取締役会は、業務執行役員を選任する。業務執行役員は、CEO、社長、一人または複数の会長、同上級副社長、同副社長、最高財務責任者（CFO）、秘書、トレジャラー（資金・証券管理担当役員）、コントローラー（会計・経理担当役員）、カウンセラー（法務担当役員）、一般監査人、税務担当役員から構成されている。

CEOは取締役会が定めた権限を行使し責任を負う。CEOや社長は取締役会のメンバーであるかどうかについての規定はなく、副会長は取締役会のメンバーであってもよいが、メンバーであることは要求されていない。

4. ドイツのコーポレートガバナンス・モデル

(1) 会社の機関とガバナンス構造

図表4により、ドイツのガバナンス・モデルを示したが、その起源は1920年代まで遡ることができる。株式会社法は、株主総会、監査役会、取締役会の3つの法的機関を定めているが、それぞれの機関の権限と役割からガバナンス・モデルの特徴が表れている⁽¹⁷⁾。

株主総会の実質的な権限は小さく、監査役会と取締役会が中心的な機関となっている。株主総会は監査役会メンバーの選任、定款の変更、会社の解散などの権限を有するが、会社の最高機関として位置づけられていない。

監査役会は法的に会社の最高機関として位置づけられ、取締役の任免、取締役会の業務執行に対する監督・監視、年次決算書の確定など大きな権限を持っている。その監査役会は、共同決定法により、ほとんど同等の権限を持った2つのグループから構成されている。ひとつは、株主総会で選任され、株主（資本家）の利益を代表するメンバーであり、もうひとつは、労働者の利益を代表するメンバーである。

取締役会は経営者として業務を執行する。監査役会と取締役会は人的にも機能的にも分離されており、両機関の役員を兼任することはできない。株式会社法によれば、取締役会はすべて

のステークホルダーのために義務をはたすことが課せられているので、株主だけの利益のために行動するというは法律上もビジネス慣行にもなかった。

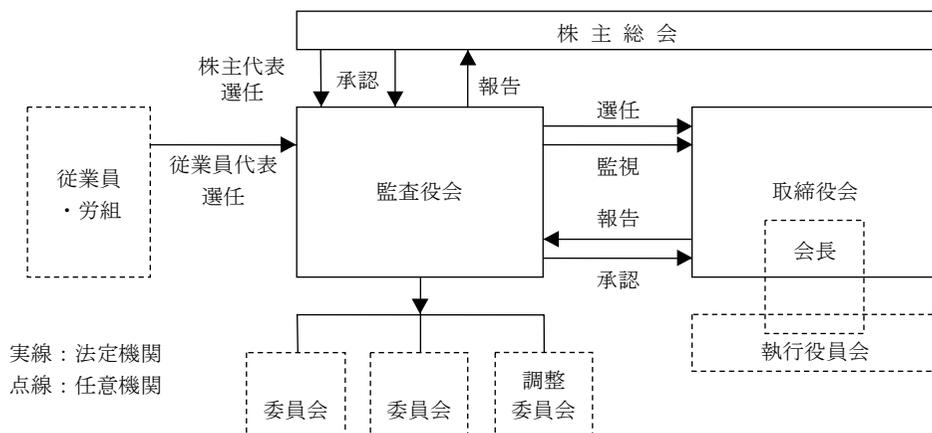
(2) ドイツのガバナンス・モデルを生み出した要因
上に述べたガバナンスの特徴は、①資本所有、②企業部門、③資本市場、④金融システム、⑤雇用システムにおける構造的な特異性に起因している。

いずれもステークホルダー志向・内部コントロールのガバナンス・モデルを構築させる要因となっており、逆に、このガバナンス・モデルがそのような特異性を温存させる結果ともなっている。ここでは①～③について述べ、④と⑤についてはそれぞれ本稿のIVとVで述べる。

資本の所有構造

(2)-1. 大株主による資本集中と株式の持ち合い
企業の株式の所有状況については、大銀行と保険会社が大量に保有していることはよく知られているが、ドイツの産業界では、他の会社との株式持ち合いが広く行われているので、実際には、法人企業が最大の大株主である。そのほかに創業家などの富裕な個人の大株主がいる。このように特定の大口株主へ株式が集中している割合がきわめて高い。一般の個人投資家は1990

図表4 ドイツのガバナンス・モデル



取締役会会長は執行役員会会長を兼任

年代半ばまで株式市場に参加していなかったし、その株式の所有も株価の上昇や配当金の増加を期待する以外に企業との関係はなかった。このような株式の所有構造は過去のものではなく現在も続いており、企業に対する市場からの規律付けはきわめて弱い。

Elsas and Krahn (2004) は、Franks と Mayer および Boehmer の資本の所有構造に関する実証分析を紹介している⁽¹⁸⁾。それによれば、1985-97年の期間で、全上場会社のうち約85%の会社は25%以上の株式を保有する大口株主 (block-shareholder) がおり、同じく約57%の会社は50%以上の株式を保有する大口株主がいる。大口株主には株式持合いをしている他の企業のほかに金融機関と富裕な個人がいる。このような株主構造から、監査役会の株主代表のメンバーには親会社の役員、銀行の役員、取引先企業の役員が多い。

株式の持ち合い関係にある企業の間で、取締役あるいは監査役会メンバーを相互に交換し合うレシプロ (相互互惠) 形態が多い。広く分散された小口株主および小口株主の資産運用を委託された機関投資家の存在が米国のガバナンス・モデルの根底となっているのと対照的に、ドイツではほとんどの会社は非上場で、大株主による株式持ち合いが一般的にみられる。

こうした資本の所有構造のもとでは、大株主は市場にいるのではなく内部者に転化して経営者と一体化することになる。そこで経営者は株主のために短期的な利益追求を目的とすることなく、長期的な展望にたった経営が可能になるので、安定性を重視する株主、従業員、金融機関の利害とも一致することになり、コンセンサス経営が行われる根拠となる。しかし、市場からの規律づけのメカニズムがないので、大株主や経営者の利益相反や経営の不透明性などの弱点を持っており、ひいては株式市場の発達を遅らせている。

内部者によるコントロール・システムの特徴のひとつとして、取締役会会長は退任後に監査役会の会長になるケースは、2004年では上場大

企業30社のうち半数以上になるといわれている。このことは法制度上の監査役会と取締役会の分離によって生じる情報の非対称性を事実上縮小させる効果をもたらす反面、監査役会の使命である監視機能を低下させることにもなる。

(2)-2. 企業の株式の所有者

資本の所有構造の特徴を明瞭に示している2つのデータを紹介する。まず、**図表5**から、米国とドイツにおける企業の株式の所有者別構成を見ると、資料上の両国の区別が異なるので単純に比較することは誤解を招くが、個人株主と金融機関の保有状況を見てみよう。

図表5 ドイツと米国における企業の株式の所有者別構成
(1990年から1999年までの推移, 単位%)

項目	ドイツ	米国
非金融部門	62.1 → 47.8	50.8 → 41.9
うち、企業	41.6 → 29.3	—
うち、個人	16.9 → 17.5	50.8 → 41.9
金融部門	25.8 → 36.1	41.7 → 49.6
うち、銀行	10.3 → 13.5	5.4 → 3.4
うち、生保	11.2 → 9.0	5.0 → 6.0
うち、年金基金	—	24.2 → 24.0
うち、投資ファンド	4.3 → 13.6	7.1 → 16.3
外国資本	12.1 → 18.5	6.9 → 7.3

出所：Siebert, *The German Economy* p.234 より抜粋

米国では、個人の株式保有は全体の4割以上を占めているものの、その比率が低下しているが、これは個人投資家が資産運用を年金および投資ファンドに委託しているため、個人の間接的な株式所有とみなすことができ、事実、それらのファンドの保有比率は上昇している。つまり金融仲介機能が市場間接金融へシフトしている状況を表している。ドイツでは、個人の株式保有比率は2割未満である。企業間の持ち合い比率は低下しているが、銀行の比率が若干ながら上昇し、銀行が投資ファンドを支配している実情を考えると、銀行の優位性が続いている。

投資家は、通常、購入した株式を保管機関(銀行)に預託する。法律により、銀行は小口の株

主から寄託された株式により議決権を行使することが許可されている。銀行は投資家の指示に基づいて寄託された株式の議決権を行使するが、多くの場合、投資家は議決権の行使について指示をしないで銀行に委任する。その結果、事実上、銀行が株主としての権利を持つことになる。Monks and Minow (1995) によれば、1990年代後半の時点で、銀行が保有しているのは全株式の5~7.5%だが、寄託株式を含めると50~55%の議決権を行使しているという⁽¹⁹⁾。

しかし1990年以降、EUからの圧力を受けて行われた会社法や銀行法の改正により銀行の影響力は低下したといわれているが、図表6を見ると、金融機関が企業の株式保有を通じて、依然として企業のガバナンスに大きな影響力を及ぼしている状況を推測できる。ドイツの3大銀行である、

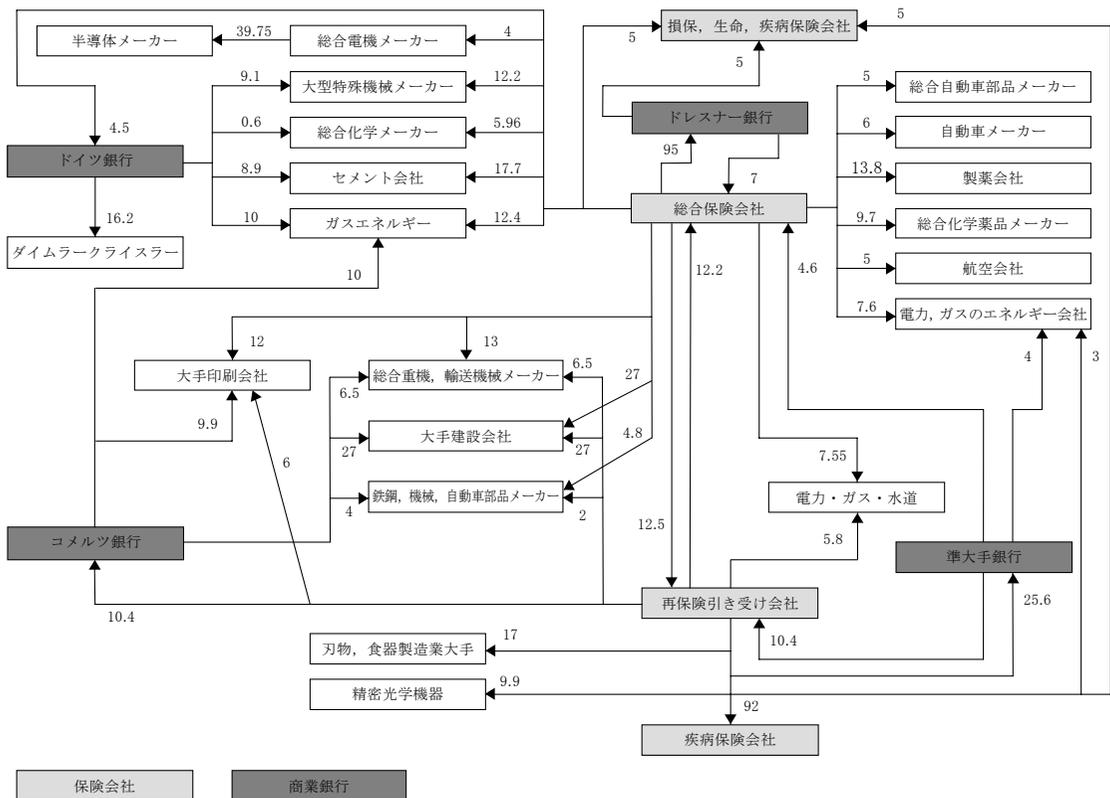
ドイツ銀行、ドレスナー銀行、コメルツ銀行はそれぞれ大企業の株式を保有している。2つの銀行が同一企業の株式を大量に保有していることは少なく、1つのハウスバンクが株式保有を通じて優越的な地位を占めていることが観察できる。保険会社は銀行と共同して企業の株式を保有し、同時に銀行の株式も保有している。ユニバーサルバンク制度のもとでは、いわゆる銀行と保険の垣根は低く、アリアンツ保険会社はドレスナー銀行の株式を95%保有して子会社にした。

企業部門

(2)-3. 上場企業と非上場企業

企業部門には、法律上の形態として、株式会社 (AG) と有限責任会社 (GmbH) の2つのタ

図表6 金融機関による企業の株式保有状況



出所：Siebert, *The German Economy*, 2005, p.237

図表 7 形態別および売上高別の企業数

売り上げ (マルク)	上場株式会社	非上場会社	パートナーシップ	個人企業	その他	合計
500 万未満	1,301	362,049	293,566	1,973,609	42,550	2,673,075
500～1 億	820	53,729	39,790	18,662	5,184	118,185
1 億～10 億	433	2,293	2,688	} 85	434	5,933
10 億超	169	198	157		42	566
合計	2,723	418,269	336,201	1,992,356	48,210	2,797,759

出所：ドイツ連邦銀行，*Monthly Report*, January 2000, p.38

イブの会社があり、その他にパートナーシップと個人企業がある。会社は 1965 年の株式会社法と 1982 年の有限責任会社法と呼ばれる別々の法律によって規制されている。株式会社と有限責任会社はいずれも出資額を限度とする有限責任を負う社員から成る会社であるが、両社の区分の基準は必ずしも規模の違いではない。株式会社は、2 層ボードシステムのもとで監査役会の設置による労使の共同決定など複雑な内部統制を法的に義務付けられているのに対して、有限責任会社は株式会社よりも緩やかな内部統制が認められている会社形態である。したがって株式会社は大企業の目的に、有限責任会社は中小企業の目的にそれぞれ適している。両社の法律上の地位の違いは曖昧であるが、実質的な違いは、株式発行の可否と上場あるいは非上場の区分という 2 点がある。したがって、株式会社は資本市場で株式発行が法的に認められているが、有限責任会社は一般投資家から資金調達することはできない。

株式会社法によれば、上場会社は株式会社でなければならないが、全株式会社のうち上場会社の占める割合は 1/5-1/6 にすぎない。残りの株式会社は大企業の子会社の形態をとる非上場会社である。非上場会社のほとんどは有限責任会社である。株式会社の数は有限責任会社にくらべて少ないうえに着実に減少している。その要因としては、株式会社は労使の共同決定と 2 層ボードシステムが課せられていることがあげられる⁽²⁰⁾。

図表 7⁽²¹⁾ に見る通り、全企業数 280 万社のうち上場会社は 2,700 社にすぎず、その比率は

0.1%ときわめて低い。しかも売上高規模別の企業数では、売上高 5 百万未満の小企業が全体の 95%を占めている。その一因として、監査役会を設置することを法的に強制されていない有限責任会社の形態をとることによって、共同決定を逃れようとする企業行動が考えられる。

こうした指標は他の先進国と際立った違いを示しており、それはとりもなおさず株式市場の未発達の原因でもあり結果でもある。それはドイツのガバナンス・モデルと密接につながっている。

(2)-4. 大企業の資金調達の変化

フォルクスワーゲン社のような大企業では、図表 8 に見る通り、資金調達は社債とコマーシャル・ペーパーが 65%以上を占め銀行借入は 15%に過ぎず、したがって資本市場志向ガバナンスとならざるをえない。

図表 8 フォルクスワーゲン社の金融負債残高

(単位 百万ユーロ)

項目\年度	2005/12/31	2004/12/31
社債	28,226 (45.5)	31,570 (51.5)
コマーシャル・ペーパー	12,005 (19.3)	10,126 (16.5)
銀行負債	9,312 (15.0)	8,402 (13.7)
合計	62,006	61,261

出所：Volkswagen AG, *Annual Report*, 2005, p.158

株式市場

(2)-5. 企業の資本調達

ドイツでは、資本主義の発展が遅れたために自生的な産業資本の蓄積に乏しかった。そこで国家が財政による、あるいは国民に奨励した貯

蓄を原資として産業育成を主導したので、自生的資本により形成される株式市場が未発達となった。その結果、株式・社債市場の規模は米国、イギリス、日本に比べて相対的に小さく、資本市場の重要性は低い。したがって、企業金融は主として内部留保（自己資本）と銀行借入により行われている。内部金融を支えた一因として、会計規則が保守的で、配当による社外流出を制限したことがあげられる。

Siebert（2005）は、株式市場の規模や企業の資本調達構成について、他の先進国との比較をまじえて興味深いデータを示している⁽²²⁾。

2001年時点の全製造企業（株式会社および有限責任会社）のバランスシートをみると、自己資本比率 17.6%と年金引当金 8.4%を含む諸引当金 19.9%を合算した広義の自己資本比率は 37.5%に達する。最大の資本調達は借入金の 61.9%である。したがって企業は内部金融と借入金による資本調達を行い、資本市場からの調達をほとんど行っていないことが明らかになる。このデータはドイツのガバナンス・モデルの基本的な性格に反映している。

(2)-6. 株式市場の規模

株式市場の規模を、2003年時点で、市場における資本化比率（上場企業の時価株式総額対GDP比率）により他の先進国と比較すると、ドイツ 40%に対して、イギリス 128%、米国 140%となっており、株式市場の役割がきわめて低いことがわかる。

2004年1月時点の株式上場企業数のデータをみると、国内企業は 973社に過ぎないが、外国企業は 9,737社が上場されている。国内の上場

企業は外国企業に比べて 10分の1と少ない。しかし非上場企業の株式も証券市場で売買されているので、非上場企業 9,677社の株式が証券取引所で売買された。さらに 2000年時点で、大企業 42社は上場企業全体の 5%に過ぎないが、資本化比率は 74%を占めている。

図表 9 は、上場企業数および時価総額を用いて株式市場の規模を先進国と比較したものである。データは 1999年までしかないが基本的な趨勢は変わっていないと思われる。

上場企業数を比較すると、1990年末で、ドイツの 413に対して、米国は 6,599、日本は 2,071であった。比率でみると、ドイツの 1に対して、米国は 16、日本は 5であった。ドイツが株式ブーム期にあった 96-99年の期間平均は 763に対して、同じく株価バブル期にあった米国は 8,357、深刻な経済不況期にあった日本は 2,401で、この期間の比率は、ドイツの 1に対して、米国は 11、日本は 3であった。

時価総額（単位、億ドル）を比較すると、1990年末で、ドイツの 3,550に対して、米国は 30,594、日本は 29,176であった。比率でみると、ドイツの 1に対して、米国は 8.6、日本は 8.2であった。91-95年の期間平均は、ドイツの 4,505に対して米国は 51,266、日本は 31,833で、比率でみると、ドイツ 1に対して米国は 11.4、日本は 7.0であった。96-99年の期間平均は、ドイツの 10,055に対して、米国は 124,698、日本は 30,870で、比率でみると、ドイツの 1に対して、米国は 12.4、日本は 3.0であった。90年代における 3カ国の経済の好不況の違いが株価時価総額に大きく表れている。

図表 9 株式市場の規模（証券取引所ベース）

金額単位 億ドル

国 項目	米国		日本		ドイツ	
	上場企業数	時価総額	上場企業数	時価総額	上場企業数	時価総額
1990	6,599	30,594	2,071	29,176	413	3,550
1991～1995年平均	7,210	51,266	2,169	31,833	522	4,505
1996～1999年平均	8,357	124,698	2,401	30,870	763	10,055

出所：日本銀行、『国際比較統計』、2000年より作成

ドイツの株式市場に関するこれらのデータから以下の特徴が明らかになる。企業のほとんどが非上場で、上場企業数は他の先進国と比べてきわだって少ない。株式の時価総額で測った株式市場の規模については、90年代平均をとると、ドイツの1に対して米国は12、日本は5の比率となる。株式の所有構造は、株式持ち合いをしている企業と銀行を中心とする金融機関とが塊となっており（block-shareholder と呼ばれる）、個人株主の比率は米国のそれと比べると非常に低い。

債券市場

図表 10 から、ドイツ、米国、日本における債券市場の規模の時価総額（単位、億ドル）を基準に比較すると、1990年末で、ドイツの6,454に対して、米国は16,102、日本は9,789であった。比率でみると、ドイツの1に対して、米国は2.5、日本は1.5であった。91-95年の期間平均は、ドイツの14,045に対して米国は23,383、日本は15,617で、比率でみると、ドイツ1に対して米国は1.7、日本は1.1であった。96-99年の期間平均は、ドイツの20,556に対して、米国は26,108、日本は21,366で、比率でみると、ドイツの1に対して、米国は1.3、日本は1.0であった。

ドイツの債券市場が株式市場に比べて米国および日本と大きな差がない理由は、銀行は債券を発行して資金を調達しているからである。銀行が発行した債券残高は全体の3分の2、GDPの110%に相当するほどの規模であり、銀行が債券市場を支配している。さらに1994-99年の期間平均における中長期債発行額の構成比を比較してみると、ドイツにおいては公共部門は24%で、金融機関が71%を占めている。ちなみに、金融機関の比率は、米国は35%、日本は33%である。

債券市場では、4年超の長期債券が全体の80%を占め、短期債券市場の中心はモーゲージ証券と地方政府債である。モーゲージ証券は住宅ローン債権を、地方政府債は貸付債権をそれぞれ裏付け（担保）として発行されている証券である。

図表 10 時価総額で比較した債券市場の規模

（証券取引所ベース）（金額単位 億ドル）

年・期間 \ 国	米国	日本	ドイツ
1990年	16,102	9,789	6,454
1991～1995年平均	23,383	15,617	14,045
1996～1999年平均	26,108	21,366	20,556

出所：図表 9 と同じ

5. シーメンス（Siemens）のガバナンス

ドイツの社会民主主義・福祉国家の伝統は企業における雇用・福利厚生政策に反映されている。シーメンスの定款からこの状況をみてみよう⁽²³⁾。

(1) 沿革と組織

シーメンス社は、1847年に、Werner von Siemens と彼の友人によって、プロシヤに設立された。1897年に株式会社への改組を経て、1966年にグループ会社が統合して Siemens AG を設立し、69年に6事業部門から成るカンパニー会社制度を導入したが、90年に全面的な組織再編を行った。2001年にニューヨーク証券取引所に上場した。現在、155年の歴史を持ち、従業員は40万人いる。

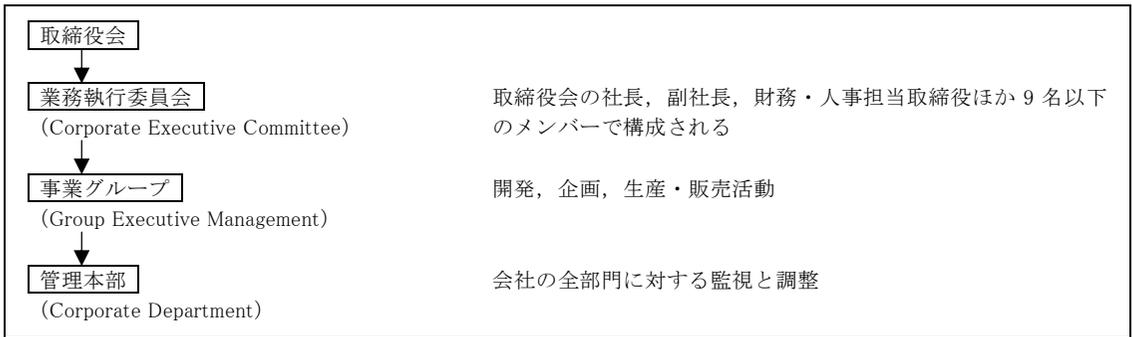
同社は、早い段階から、従業員にボーナスとして自社株を与え会社の利益を共有する企業理念が掲げられた。1872年に年金制度が作られ、それは後に退職年金制度へとつながった。1873年に1日9時間労働制度が導入された。1893年に従業員の研修プログラムの実施、1927年に会社所有の休憩・レジャー施設の建設、1950年代に社宅の建設と社内学校・研修センターが設立され、1971年に整備された。1969年に従業員が割安価格で自社株を購入できる制度を作り、1987年に会社が文化活動を支援した。このような広範囲な福利厚生政策から、会社は、単に雇用の機会を与えるだけではなく、教育、福利厚生のもでも従業員に配慮して、利益を従業員と共有する思想があった。

(2) 監査役会に関する定款

① 監査役会の構成

監査役会のメンバーは20名で、そのうち10

図表 11 取締役会の権限委譲



このほかに、業務執行委員会の下に、特別事項やグループ間の調整の問題処理のためにコーポレート・センターが必要に応じて、随時設置される。

名は株主総会で選任され、他の 10 名は共同決定法に従い労働者代表が選任される。

この条項から、共同決定法は労働者代表の選出手続きを定めたものであり、株主代表の選任に直接的には係わっていないことがわかる。

監査役会はメンバーの互選により会長と副会長を選ぶ。決議は多数決で行われるが、投票で決定できない（同数の）ときは会長が決定投票権を持っている。

② 監査役会の目的と権限

以下の条項は、同社がステークホルダー志向ガバナンスを目指していることを示している。つまりステークホルダー間の権限配分とコンセンサスを重視するので、監査役会が業務執行に関与している会社があるとの実証研究もあるが、実態的には、監視と助言の域に留まっていると解釈するのが妥当と考えられる。

監査役会のメンバーは会社の利益を増進させる責務を負っている。

取締役会は監査役会に、定期的に、迅速に、包括的に、書面にて、会社に関するすべての問題（経営戦略，企画，事業状況，リスク管理など）を報告する。取締役と監査役会は定期的な会合をもち目標の達成状況について討議する。年次計画，株主資本の 2% を超える企業の買収，処分，再編，および金融取引の 3

項目については監査役会の承認を受けなければならない。

監査役会は独立監査人（外部の監査法人を意味する）の監査を受けた連結財務諸表ならびに取締役会の利益処分案を承認する。

③ 権限委譲

監査役会は、会長委員会（会長室）を設置して、取締役の選任・解任，雇用条件，報酬に責務をはたす。そのほかに会長，株主代表メンバー 2 名，従業員代表メンバー 2 名，合計 5 名から構成される監査委員会を設置する。

元取締役会長が監査役会のメンバーとなり、取締役会から監査役会への報告・情報伝達による連携の必要性を強調していることなどは、情報の非対称性の縮小をはかろうとする意図の表われである。

(3) 取締役会に関する定款

以下の条項は、監査役会の目的と同様に、株主志向ガバナンスではないことを明記している。

① 取締役会の構成

取締役数は 20 名を超えてはならない。監査役会は取締役会の会長を指名する。

② 取締役会の目的

取締役会は会社の利益と企業価値の持続的増大をはかる責務を負う。

③ 権限委譲

図表 11 に示した通り、監査役会および取締役会は、米国のガバナンス・モデルと同様に、

下部組織へ監視と業務執行の権限を委譲している。

6. 日本のコーポレートガバナンス・モデル

(1) 日本のガバナンス・モデルの形成と特徴

日本のガバナンス・モデルは、1950年代前半から60年代にかけての高度経済成長期にその典型的な形となったとする説が有力である。銀行システムと雇用システムの状況から、その経緯をたどってみる。

企業は戦後の経済成長期に多額の設備資金を必要とした。その資金調達には、株式市場からではなく、銀行借入に大きく依存した。当時の株式市場をみると、財閥解体により財閥一族が所有していた株式は政府に買い取られた後に従業員や関係者に売却されたので、人為的に多数の個人株主が生まれた。人為的に創造された投資家であったので、市場の流動性は低かった。企業は、株式が分散されていたので、株式買収による企業乗っ取りの危険にさらされた。経営者は取引先企業や金融機関と相互に株式を持ち合うことにより株主安定化をはかった。株式持合いによる株主安定化は、企業の倒産リスクを軽減し、株式市場からの影響を少なくしたので、経営者は長期的視野に立って、積極的な投資を行うことを可能にした。しかし、反面、経営者に対する規律づけは、株主からではなく、資金の最大の貸し手であり、大株主となったメインバンクによって担われた。

上に述べたメインバンクの成立とほぼ時を同じくして、終身雇用制度、年功序列賃金、企業別組合に特徴づけられる日本の雇用システムが形成された。企業と従業員（労働組合）は、高度経済成長のもとで、長期的協調体制を築き運命共同体的な関係にあった。また経営者のほとんどは従業員の出身者で占められた。このような背景から、内部昇進者によって構成される取締役会は株主代表という意識を持たず、取締役会や従業員による経営者に対する規律づけは行われなかった。

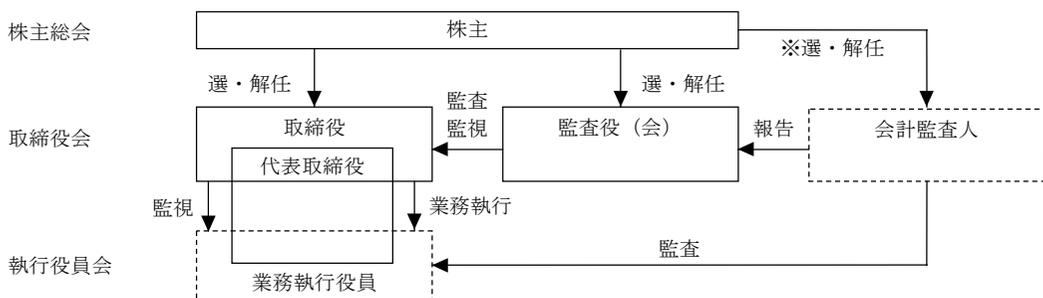
(2) 米国法制度を移入する日本の会社法体系

2002年改正商法により、図表12と13に示したように、株式の公開会社は、原則として、監査役設置会社または委員会設置会社のいずれかを選択しなければならなくなった。

監査役会社の機関として、株主総会、取締役会、代表取締役、監査役（会）が置かれる。取締役会は、①経営の基本方針の決定および業務執行、ならびに、②取締役の職務執行の監視・監督、という2つの役割を担っている。監査役会を設ける場合は、監査役は3名以上で、少なくとも半数以上は社外監査役でなければならない。監査役の権限は、取締役の不正行為、法令あるいは定款違反に対して職務執行を監査するものと解釈されている。

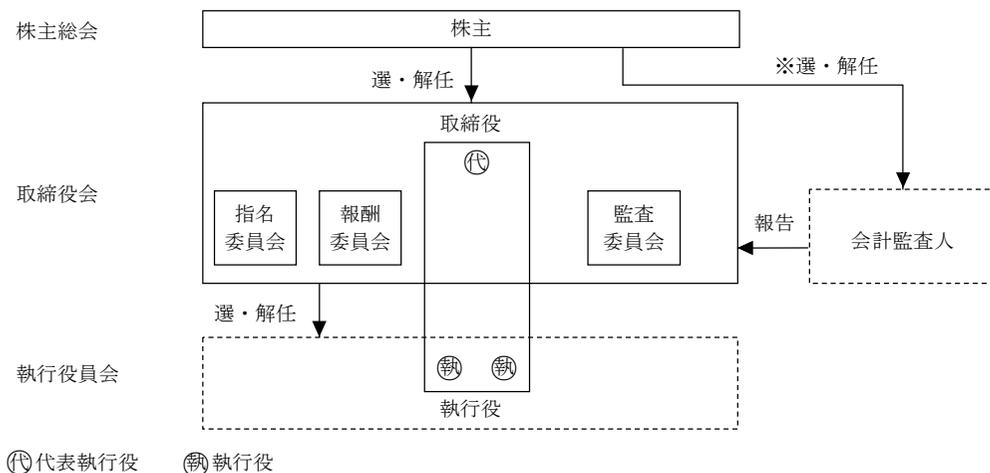
2002年5月の改正商法（2003年4月施行）により、委員会設置会社が創設された。ここでは、

図表 12 監査役設置会社



※監査役（会）が会計監査人の候補者を特定し、株主総会が選任する。

図表 13 委員会設置会社



Ⓛ代表執行役 Ⓜ執行役員
※監査委員会が会計監査人の議案を決定し、株主総会が選任する。

委員会設置会社の法定機関のそれぞれの権限と関係について整理し、委員会設置会社の意義について述べる⁽²⁴⁾。

委員会設置会社の機関としては、株主総会、取締役会、3つの委員会、および1人以上の執行役員が置かれる⁽²⁵⁾。

① 各種委員会

取締役会のなかに指名、報酬、監査の3つの委員会が設けられ、監査役(会)は廃止される。監査委員会は、会計監査のほか、取締役および執行役の職務の執行を監督する権限を持っている。そのほか、株主総会の権限が縮小されているため、会計監査人を選任しなければならない。大会社は監査役の他に会計監査人の監査を受ける必要がある。会計監査人は公認会計士または監査法人のなかから株主総会によって選任される。

3つの委員会は3人以上の取締役から構成され、その過半数は社外取締役でなければならない。しかし委員会の委員は他の委員会の委員を兼任することができるので、社外取締役2名が各委員会の委員を兼任すれば、会社全体で社外取締役は2名いれば足りることになる⁽²⁶⁾。

② 取締役と執行役

代表執行役は、取締役会の決議をもって選任され、または解任されるが、会社を代表し、取締役を兼ねることができる。

執行役の選任については、代表執行役が執行役候補者を提案し取締役会が決定する。

取締役は業務を執行することはできない(会社法415条)とされているが、法令に別段の定めがある場合は、執行役は取締役を兼任できる(会社法402条6項)ので、現実には多くの会社で取締役は執行役を兼任している。また執行役である取締役も指名委員会と報酬委員会のメンバーに入ることができる。この点は、米国のガバナンス・モデルに比べて、業務執行と監査・監督の分離が不徹底である。

③ 委員会設置会社の効果

委員会設置会社は取締役会の機能分化を最大の狙いとしているが、具体的には、第一に、監督と業務執行を分離したことであり、第二に、それによって迅速な業務執行を可能にし、第三に、社外取締役を登用して取締役に対する監査の透明性を高め、第四に、取締役が執行役を兼任することを禁止して利益相反を回避し、第五に、前項と矛盾するが代表執行役

(CEO) および執行役が取締役を兼任することを認めて、経営の意思決定機関と業務執行機関との間の情報の非対称性を小さくする工夫をした。

7. トヨタ自動車のコーポレートガバナンス

(1) ガバナンス構造

トヨタ自動車のガバナンスを、上述した日本のガバナンス・モデルと照合し、ゼネラルモータースのガバナンスと比較検討する。その結果、トヨタのガバナンスはステークホルダー志向・内部コントロール・ガバナンスであることがわかる⁽²⁷⁾。

トヨタは、2003年6月の株主総会後に図表14に示した新しいガバナンスに移行した。従来は、監査役会社に典型的に見られるように、取締役会のなかに監督機能と業務執行機能を担う2つのタイプの構成員がいた。具体的には、取締役会には58人の多数の取締役がいて、そのうち監督機能を果す取締役は会長、副会長、社長の5人で、業務執行の機能を果す部門長は副社長8人、専務5人、常務14人、取締役26人の総計53人となっていた。2003年6月以降の新体制では、経営の意思決定と監督を行う取締役会（会長、副会長、社長、副社長）と業務を執行する常務役員とに分離し、両者の間に取締役である執行責任者（専務）を置いた。取締役会のスリム化によりスピーディな経営意思の決定を可能にするように、また執行責任者（専務）が現場

である業務執行部門のさまざまな情報を取締役に伝達する役割を果すことで、取締役会と業務執行部門との間の情報の非対称性の解消をはかろうとしている。

トヨタのガバナンスは日本の監査役会社形態のもとで米国の取締役会の長所を取り入れた折衷型といえる。しかし社外取締役を置かず、取締役会のなかに委員会を設置していない点などから透明性が確保されているとはいえない。改革のねらいは経営の効率性の向上にあり、株主志向は間接的である。

(2) 会社の機関とその役割

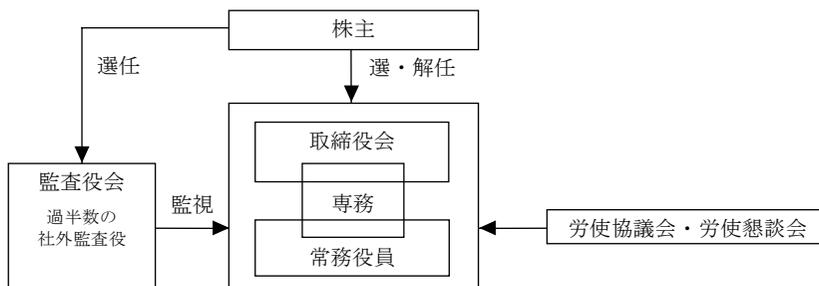
会社法の監査役設置会社で、取締役会は経営上の意思を決定し、常務役員が業務を執行する。監査役は業務執行を監視、調査、報告の法的義務を負っている。ゼネラルモータースのガバナンスと比較すると、監査役が米国の取締役会における監査委員会の監視機能を担っている。

各種の委員会・協議会を設置しているが、委員会設置会社における経営者を監視するための3つの委員会とは性格が異なる。ステークホルダー重視の経営理念から、企業の社会的責任（CSR）を遂行するために、社会貢献と環境の委員会を設置している。また、労使協調による生産性の向上をめざした労使協議会・労使懇談会を設置しているが、後述するドイツの労働協議会とはその性格が大きく異なる。

(3) ガバナンスの目的

株主をはじめ顧客、取引先、地域社会、従業員

図表14 トヨタのガバナンス構造



出所：トヨタ自動車，URL <http://www.toyota.co.jp>，「アニュアルレポート」，2005より抜粋

員等の各ステークホルダーと良好な関係を築き、長期安定的な成長をめざす。ゼネラルモーターズの株主志向のガバナンスとの違いが明瞭に表れている。

(4) 取締役会—資本と経営の関係—

取締役会の機能は経営意思を決定することである。トヨタのほとんどすべての取締役は従業員からの内部昇格者であり、業務執行役員を兼任しているので、株主利益のみを代表する役割を担っていない。

監査役会や各種委員会は、株主だけを対象としないで、広くさまざまなステークホルダーの利害が反映されるように経営をモニタリングしている。

2005年6月現在、取締役26名の保有株式数は僅か16百万株に過ぎず、しかも、そのうち創業家の取締役2名の保有株式数は約98%を占めている。このことは、取締役は内部昇格者であることを示している。大株主は、金融機関、機関投資家（信託銀行）、取引先・関連会社から成る内部型である。保有自社株数は発行済み株式数の約10%を占めている。

(5) 監査役会

7名の監査役のうち社外監査役を過半数の4名として透明性を高める。しかし社外であれば透明性とチェック機能が高まるというものではない。情報の質や伝達ルートが確保されていることが透明性を高める要件である。2004年度より、米国会計基準に基づき連結財務諸表を開示している。

(6) 内部統制

米国のサーベンス・オクスリー法404条は、企業に対して、内部統制の仕組みを構築するとともに、それが有効に機能していることを検証する体制を要求している。同法は2007年3月期から当社に適用されるので、それに対応する独立した専門組織を設置した。

また、財務報告に対する内部統制の仕組みとしては、部門ごとの内部監査のほかに監査役による監査と会計監査人による監査の3つの監査機能を備えた。

(7) ニューヨーク証券取引所の上場基準とトヨタのガバナンス

トヨタは、ニューヨーク証券取引所の上場基準の一部を除き、その適用を免除され、日本の法令および証券取引所規則に基づくガバナンス慣行に従うことが認められている。ただし、**図表15**にまとめたように、トヨタのガバナンス慣行とニューヨーク証券取引所の上場基準に基づく米国企業のガバナンス・モデルの重要な相違点を開示することが要求されている。

III. コーポレートガバナンスの変革への動き

—2つのガバナンス・モデルは収斂するか—

1. エンロン事件にみる米国のガバナンス・モデルの形骸化と修復

米国の大手エネルギー会社エンロンは2001年12月に経営が破綻した。その最大の原因として、以下のように、米国のガバナンス・モデルが機能していなかった点を指摘できる。

(1) 株価至上主義の経営

株主（投資家）、経営者、金融機関に限らず、広く米国の企業社会は、株価がすべての価値を表していると考えた株価至上主義を信奉してしまつたことである。経営者は企業の右肩上がりの業績や成長を実現する、あるいは演出することにより株価の上昇を目指した。株価の上昇は、一方においてM&A（企業の合併・買収）の手段に用いられて企業の成長を可能にする外部的なインセンティブとなるとともに、他方においてストックオプションの価値を実現化して経営者の高額報酬を可能にする内部的なインセンティブとなった。

米国企業のCEOの巨額報酬の大半はストックオプションが占めているので、株価上昇によって利益が実現することになる。そこで経営者や取締役は株価を上げるために短期的な業績を重視する経営を行うことになる。さらに株価を上昇させるために違法な取引や会計操作を行うなどのモラルハザードを引き起こした。

(2) 情報の非対称性

株式の時価総額を極大化する企業経営の行き

図表 15 トヨタのガバナンスと米国のガバナンス・モデル

項目	ニューヨーク証券取引所の上場基準に基づく米国企業のガバナンス・モデル	日本の商法・商法特例法に定められたガバナンス・モデル	トヨタのガバナンス
取締役	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会のなかに独立取締役を置かなくてはならない 非業務執行取締役のみで構成される会議を定期的開催する 	<ul style="list-style-type: none"> 監査役会社は独立取締役を置かなくてもよい 独立取締役のみで構成される社内機関あるいは委員会の設置を義務付けていない 	<ul style="list-style-type: none"> 独立取締役を置いていない 非業務執行取締役を置いていない
委員会	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会のなかに、指名、報酬、ガバナンス等の委員会を設置する 	<ul style="list-style-type: none"> 監査役会社は左記の委員会を設置しない 取締役会は取締役候補者を指名し、株主総会が選任する 取締役および監査役の報酬総額を株主総会において決議しなければならない 	<ul style="list-style-type: none"> 指名については、商法の規定に従っている 取締役の報酬額の決定は取締役会に権限が委任されている 監査役の報酬は監査役間の協議により決定される
監査役・会計監査人および監査役会（日本） 監査委員・会計監査人および監査委員会（米国）	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会のなかに、監査委員会を設置する 会社は、会計・財務に関する知識と経験を有する財務専門家が少なくとも1名以上が監査委員会の委員になっていることを公表する 外部の会計監査人は監査内容を取締役会と内部監査委員会に報告する 会計監査人は独立性の要件を満たさなければならない 同一会社の監査を5年以上継続して行うことは違法である 監査対象会社の財務部長、経理部長またはそれと同等の役職にいた者が監査業務に携わること違法である 	<ul style="list-style-type: none"> 株主総会の決議により監査役を選任する 監査役のうち1名は社外監査役でなければならない 監査役のなかに財務専門家を選任しなければならないという規定はない 会計監査人の独立性要件は、監査役のうち半数以上は、過去にその会社または子会社の取締役、執行役、支配人または使用人となることがない 	<ul style="list-style-type: none"> 監査役は株主総会の決議により選任される 7名のうち、4名の社外監査役を置いている 監査役に会計の専門知識や経験を要求していない 会計監査人の独立性要件は、選任される直前の5年間会社または子会社の取締役、執行役、支配人または使用人となることがない

出所：図表 14 に同じ。そのなかの「コーポレートガバナンス」、pp.19-20 を基に整理・加筆した。

過ぎがもたらした失敗である。

グローバル化の進展とともに、企業は M&A などにより事業を多角化し、高度な金融技術を利用した取引を行うようになる。企業の事業および財務の内容を知るための情報コストは高くなり、一般投資家は破綻するまで情報を知りえないか、あるいは機関投資家へ運用を委託せざるを得ない。エンロンは意図的に情報の開示と事業の透明性を低めていたことと、機関投資家や監査法人が受託者責任を果たさなかったために、外部コントロールのメカニズムが機能しなくなった。

(3) 不正な会計処理と会計監査

監査法人は、監査業務の他にコンサルティング、税務、法務、情報技術関連サービスなどを提供しているので、監査以外の報酬を得るために監査が甘くなる傾向がある。証券取引委員会のレビット前委員長は 2000 年秋に「監査部門と経営コンサルティング部門の分離」を提案したが、監査法人の反対により規制内容を緩和したという。また監査法人アンダーセンは、エンロンが 1997 年に投資組合形態の「特別目的会社」を設立し、その負債をエンロン本体の連結決算対象からはずす簿外取引を行っていた会計操作

に關与したと指摘された。さらに監査法人はエンロンの粉飾決算や簿外取引を見逃し、会計監査に關連する大量の書類を破棄した。

(4) ストックオプション制度と経営者のモラルハザード

元会長はじめ経営幹部はストックオプションの行使により取得した自社株を、破綻の情報が公開される前に売却するインサイダー取引を行って巨額の利益を得ていた。他方、従業員は確定拠出型年金・401Kを自社株に運用するように勧められていたため多額の損失を被った。

エンロンの経営者は自己の利益のみ追求し、取締役は株主の代表であることを忘れてチェック機能を果たさなかった。取締役の利益相反によりガバナンスは機能不全に陥った。

エンロン破綻は米国の株主志向・外部コントロールのガバナンス・モデルの脆弱性を露呈する結果となった。政府と議会は異例の速さで2002年7月にサーベンス・オクスリー法を制定し、ガバナンス・モデルとディスクロージャー（情報開示）に關する既存の制度を全面的に見直し、新たな規則と罰則の強化により市場経済システムの修復をはかった。しかし同法404条に規定された内部統制システムとその監視体制の構築は企業に重い負担を課すことになった。

2. ドイツのガバナンス・モデルは米国モデルに早期に円滑に収斂しない

ドイツのステークホルダー志向のガバナンス・モデルは、ステークホルダーの利害調整に時間がかかり、対外的なショックに対して柔軟に、迅速に対応できず、またガバナンス・モデルを構成しているコアの要素が機能しなくなると、構成要素が互いに補完する關係にあるため、システム全体が機能しなくなる、などの弱点が1980年代以降表面化してきた。

EU 統合と経済のグローバリゼーションは、ドイツのガバナンス・モデルをステークホルダー志向・内部コントロールから株主志向・外部コントロールへと移行させる契機となったが、ガバナンス・モデルの現状は、下に例示したように、新し

いシステムへの移行に向けて一進一退を繰り返しており、過渡的な状況にある。ドイツのガバナンス・モデルの変革については本稿の随所で触れているので、ここでは簡単に述べる。

Schmidt (2004) によれば、1998年のコントロールと透明性に関する法は外部コントロール・モデルへのシフトを目指したが、むしろ伝統的なガバナンスへの回帰を促すものとなった⁽²⁸⁾。1999年から2000年にかけてのVodafoneによるMannesmannの敵対的買収は最終的に成功したが、市場による企業への規律づけの契機とはならなかった。2002年に株式の集中を緩和させるために株式売却益を非課税としたが、大口株主の株式売却は僅かに変化しただけで過ぎない。ドイツ銀行は、監査役会の会長の地位を放棄、他の企業の役員の兼任をやめることや、株式保有と株式の持合を減らすなど、企業へのガバナンス介入を低くした背景には、グローバル化にともなう競争の激化に対処するため投資銀行業務に傾斜する政策から出ている。銀行が占めていた監査役会会長のポジションは減少したが、会社の前役員に取って代わられたので、市場による経営者の規律付けの方向へは進まなかった。2002年に、ドイツ銀行は、取締役会（経営者）は4つのステークホルダーに対して責任を持っており、株主はそのなかの1つに過ぎない、と宣言した。

2002年2月に、外国投資家の要求に応じてガバナンス規約が導入された。これは法的な強制力を持たない自主的なものであるが、規約に従わない場合は、経営者と監査役会はその理由を市場に説明する責任があるので、資本市場志向のガバナンスへの間接的な圧力となる。

ドイツのガバナンスの将来の方向については議論が分かれている。Schmidt and Spindler (2006) は、ステークホルダー志向・内部コントロールのガバナンスから株主志向・外部コントロールのガバナンスへと最終的には移行するであろうとしながらも、その条件としては、以下の3つの重要な変化が同時に起きることが必要であると論じている⁽²⁹⁾。

- (a) 銀行のガバナンスが変革されること
- (b) 「共同決定」体制の廃止

(c) ガバナンス規約の根本的な変革

これらの条件が満たされたとしても、移行は円滑にいかないし、二つのガバナンス・モデルの中間的な形態はあり得ないとしたうえで、移行後の米国のガバナンス・モデルが単純にドイツのガバナンス・モデルより好ましいということにはならないとしている。

なぜなら、2つのシステムが存在するとき、経済的効率性に優れたシステムに移行するとは限らず、劣ったシステムを採用する可能性もあるという見解を述べた。青木（2001）も、同様に、存続するガバナンスは必ずしもパレートの効率性を持っていないと述べている。

さらに、Hackethal, Schmidt and Tyrell（2005）は、今後の展望として、制度の補完性の観点から、米国のガバナンス・モデルへとスムーズに転換しないであろうし、2つのガバナンス・モデルの中間形態のガバナンス・モデルが形成されることにはならないと述べている⁽³⁰⁾。

ガバナンス・モデルの将来像について、多数説は米国モデルへ収斂すると主張しているが、ある時点で、ガバナンスの状況を依然としてドイツモデルの状態と見るか、米国モデルへの前進とみるかは論者によって異なる。仮に、その時点で法制度は米国モデルに整備されてもガバナンスの担い手の意識はドイツモデルのままであることも起こりうるからである。

3. 日本のガバナンス・モデルは擬似米国モデルに近づく

日本は、経済が負の循環に陥った1990年代の教訓から、官僚主導により米国のガバナンス・モデルへの移行を進めている。しかし、米国モデルの法制度を整備したが、他のシステムとの補完性や旧来の慣行が残存しているため、新しいシステムが十分に機能しているとはいえない。その状況を法制度、株主総会、取締役会の実態から見てみよう。

(1) 官主導の市場志向ガバナンスへの法制度改革

① 株主重視・市場指向の経営

市場による経営の規律づけを強化するために、取締役会の監査機能を高め、社外取締役

の権限を拡大した。また効率性と企業価値の最大化をめざす経営の一環として、株式持合い構造の解消や低収益率資産の圧縮を促し、金庫株制度による自社株保有を自由化して株主利益の向上をはかった。

株主代表訴訟制度の活性化をはかったが、株主権利の行過ぎがみられたので、株主代表訴訟の見直しを行った。この例は、市場の成熟が法制度の改革に追いついていない状態にあり、市場志向ガバナンスへの変革が軌道に乗っていないことを示している。

② 所有とコントロール権の分離

執行役員制度の導入や委員会設置会社の創設（2002年改正商法、2003年施行）により迅速な経営意思の決定を行う体制を作った。

③ 国際会計基準への対応

有価証券の時価評価、連結決算、キャッシュフロー計算書を義務付けて、財務状況の情報開示と透明性の向上をはかった。

④ スtockオプション制度の導入

役員および従業員へのストックオプション制度を導入し、企業における年功序列賃金から成果報酬の賃金体系への移行を促した。

(2) 株主総会の名目と実態

① 株主総会の権限の低下

株主は、経営を取締役会と代表取締役（代表執行役）に委任し、その経営者の監視を監査役（会）あるいは監査委員会に委任しているので、会社法上も実際上も、株主総会の決定権限は以下の事項に制限されている。

- ・定款変更、合併、営業譲渡、解散など会社の存在に関わる重要事項
- ・計算書類（財務諸表）の確定、利益配当や新株発行など、株主の利害が直接かかわる事項
- ・取締役や監査役の選任・解任および取締役の報酬に関わる事項

会社は、取引関係上、安定株主の確保、乗取り防止の理由から、金融機関や取引関係先と相互に株式を保有している。こうした法人株主の比率は70%に達するという。このよう

な状況では、一般株主が経営者を監督することは不可能である。

日本の雇用制度の特徴として、会社と従業員は終身雇用を前提とした長期継続的な関係にあり、従業員は会社の株式を保有することで会社との一体感を深めている。大企業における従業員持ち株会の保有比率は高く、大株主としてランクされている。

② 株主主権の形骸化

法律上、株主総会は取締役の選任・解任権を持っているが、実際上は、取締役は代表取締役を中心とする取締役会によって指名され、株主総会は形式的に承認している場合が多い。

会社法は株主総会を最高意思決定機関と規定したが、現実には、いわゆるウォールストリート・ルールに従うことを基本的な行動指針としている個人および機関投資家が取締役会の経営方針ほかの議案に精通して議決権を行使することはない。

会社側も株主総会を名目上の機関にしようと考えているので、上場会社のほぼ90%に当たる企業が株主総会を同じ日もしくは同じ週に開催している。このような技術的な問題を超えて、そもそも株主は出資額の範囲内で責任を負っているに過ぎず、状況次第で自由に会社との関係を離れることが許されているにもかかわらず株主を主権者とする法制度は矛盾していると説く見解もある。

(3) 取締役会の進化⁽³¹⁾

① 取締役会と代表取締役の法律上の関係

取締役会は3人以上の取締役から構成される合議制の機関である。株主利益を代表する取締役会は、会社の業務を執行し、代表取締役（経営者）の職務を監視する、という2つの権限を持っている。

ところが代表取締役は会社の行為についての代表権を持っている。そこで業務執行を決定し実行する権限は、取締役会にあるのか、代表取締役にあるのかについて司法および学界で論争が続いている。多数説は、業務執行の機能を意思決定と実行とに分け、取締役会

は業務執行の意思決定を行い、代表取締役は執行自体とそれにとまなう対外的な代表権を持つと考えている。したがって両機関はともに業務執行機関であるとしている。少数説は、取締役会が業務執行の決定権と実行権を持つが、合議体の性質から、実行権と代表権を代表取締役に委任して行わせるという見解である。

この解釈の違いは、会社の責任についての相違として表れてくる。前者によれば、執行にとまなう責任を負うのは代表取締役であり、後者によれば、会社の行為について本来的に権限を有する取締役会に責任が生じることになる。

② 取締役会の実態

宮島(2002)は、取締役会の実態について、次のような趣旨を述べている⁽³²⁾。

戦後、連合軍総司令部(GHQ)は、1948年1月に財閥同族支配力排除法を制定し、財閥系企業の役員も財閥家族とともに追放した。会社では、重役追放による空白を埋めるために、当時の部課長が大抜擢されて「サラリーマン重役」が誕生した。彼らが戦後の復興と高度経済成長を担い揺るぎない地位を確立した。サラリーマン重役のみから構成される取締役会は自らを監視し規律づけることはできなかった。

法律上、取締役は株主総会において選任されるが、それは儀式に過ぎず、実質的には代表取締役や先任の取締役によって決定されている⁽³³⁾。

取締役は、一般的に、取締役就任時に従業員としての退職金で自社株を購入している小口株主であり大株主ではない。したがって取締役会のメンバーとなっても株主の利益を代表するインセンティブを持っていない。

会社の機関内の序列関係のほかに、会社は取引関係・系列関係にある会社と株式の持ち合いをしているので、お互いに相手の会社の経営に干渉しない「サイレント・パートナー」としての株主の立場にある。両社のサラリーマン重役はたとえ職務を履行していなくても

株主である相手の会社から責任を追及される心配はなく取締役としての地位は安泰である。

会社の機関の中で取締役会の実質的な地位はそれほど高くない。会社の業務執行機関は代表権を持つ社長をトップに副社長、専務、常務、平役員の序列で構成されるヒエラルキー（階層組織）である。これらの業務執行役員は取締役を兼務しているため、このヒエラルキーが取締役にそのまま持ち込まれている。個々の取締役は、通常、それぞれ業務部門の担当役員を兼務し、代表取締役の指揮命令のもとで各業務部門で決定された事項を取締役に提出する。取締役会は、各業務部門の利益代表から成る合議体であるため、各業務部門で決定された事項を形式的に承認する場となっている。

こうして外部（市場）からのコントロールを受けずに内部の役員・従業員のみで会社が運営されていくことになる。

4. 2つのガバナンス・モデルは収斂するか

(1) ガバナンス・モデルの分類

本稿のⅡで、米国、ドイツ、日本のガバナンス・モデルを詳細に解説したが、Hansmann and Kraakman (2004) は、株主志向ガバナンスのほか、労働者志向モデルと国家主導モデルを紹介している⁽³⁴⁾。

① 労働者志向モデルは、ドイツのガバナンス・モデルに典型的にみられ、会社は労働者と長期継続的な雇用契約を結び、賃金は使用者連盟と労組との団体交渉によって決定される。ワイマール共和国時代まで遡る労働組合主義が承継されて、第二次大戦後は労働者が経営に参加できるようになった。労働者が経営に参加する「共同決定」は1951年の石炭・鉄鋼産業に始まり、76年に共同決定法が制定されてすべての産業に広まった。このガバナンス・モデルは、経営の意思決定や変化への対応を迅速に行えないことや、経済効率性に基づく資源配分がゆがめられる可能性があることが指摘されている。

② 国家主導モデルは、第二次大戦前後のフランスと日本において典型的にみられ、国家は事業の許認可、企業への信用供与、外貨割り当てなどにより私企業の経営に関与した。しかし1970年代のイギリスのサッチャー政権によるビッグバン政策、80年代のフランスのミッテラン政権による国営企業の民営化、90年代の日本の経済不況によって、このモデルは効力を失った。

(2) 制度の収斂と存続

経済・金融環境の変化に直面して、ある国の金融システムは他の国の金融システムに収斂してしまうのであろうか、それとも本質的な固有の部分を残しながら存続するのであろうか、さらに収斂あるいは存続を規定する条件は何か、という問いは経済主体にとってきわめて関心の高いテーマでもある。この問いに対して、青木(2001)は、他の制度との補完性を重視する立場から、次のようにDincの説を紹介している⁽³⁵⁾。

債券市場が発達していないR-経済ではリレーションシップ・バンキング (relationship banking) が行われており、A-経済ではアームズレングス・バンキング (arms-length banking) が行われていると仮定すると、2つの経済がビッグバンによる経済統合を経験した後に、以下の2つのケースのうちいずれかになるという。

① 収斂するケース：R-経済では、債券市場の発展によってリレーションシップ・バンキングは存立可能性を失い、統合後に消滅する。

② 存続するケース：R-経済では、統合後もリレーションシップ・バンキングが存続するが、借手は債券を発行し始め、RとAの経済間で金融システムの差異が残る。このような状態を経路依存性 (path-dependence) と呼んでいる。ガバナンスと金融システムとの補完関係から、Dincのいう銀行システムをガバナンスと置き換えて、ガバナンスの収斂あるいは存続の条件と考えることができる。

(3) ガバナンスの収斂の可能性

ガバナンスはどのように進化するかについての多数説は、Rajan & Zingales (2004) の主張す

るように、銀行中心・内部コントロール・モデルから市場志向・外部コントロール・モデルへと発展していくと考えている。ここではガバナンス・モデルは収斂すると考える見解と別々に存続すると考える見解を紹介する⁽³⁶⁾。

- ① Hansmann と Kraakman は、米国のガバナンス・モデルがグローバルスタンダードになると主張した。
- ② Braendel と Noll は、米国とヨーロッパのガバナンス・モデルがうまく調和した中間のガバナンスに収斂するであろうと予測した。
- ③ Bebchuk と Roe は、ヨーロッパのガバナンス・モデルが米国のガバナンス・モデルへ移行することは早期に円滑には実現しないと論じた。
- ④ Schmidt は Bebchuk と Roe の見解を進展させて、経路依存性の概念により、場合によっては、経済的に非効率なガバナンスへ収斂させる可能性もあるとの見解を示した。

(4) 3つの概念

ドイツのガバナンス・モデルの将来像を考える上で重要な意味を持つ、これらの見解に示された難解な概念について補足説明する。

① 収斂 (convergence) の定義

Schmidt によれば、変化することと収斂することは同一ではないという。ガバナンス・モデルに関する個々の事象を切り離して断片的に捉えると、システムとしてのガバナンス・モデルの根本的な変質かどうか見誤ることになる。Schmidt and Spindler (2006) は、ある国のガバナンス・モデルが他の国のガバナンスに収斂するとは、それぞれの国のガバナンスのコアの要素と要素間の関係が同じになることである。多少似ている、あるいはいくつかの要素が同じであるという状態は該当しないと論じた。

本稿は、異なるガバナンス・モデルが進化してコアの構成要素が同じになる、あるいはきわめて近似する状態を収斂と考えている。例えば、ドイツ・モデルが米国モデルに収斂するには、資本市場の発達と資本の所有構造、

外部労働市場の発達と市場メカニズムに基づく賃金・雇用契約などのコアの構成要素が同じになる、あるいはきわめて近似することが必要であり、これらを支える法制度の整備と、これらを是認する社会慣行・国民の意識の改革が要求される。

② 補完性と整合性の関係

同じく、Schmidt and Spindler (2006) は、金融システムやガバナンス・モデルのような複雑なシステムを構成している要素は互いに強い補完性 (complementarity) と整合性 (consistency) があるという。ガバナンス・モデルが根本的に変化することは困難であり、2つのシステムが混合したシステムは調和の取れた中間ではなく単純に不整合である。したがって中間型のガバナンスは不安定であるために経済的な非効率をもたらす。

③ 経路依存性とは

Bebchuk and Roe によれば⁽³⁷⁾、大まかに言えば、一度構築された制度は他の制度に収斂しないで存続するという意味である。制度が非効率であっても存続する理由として、代替コストとレントをあげている。第一に、旧システムを新システムに変化させる場合、システムの構成要素を変えなければならないが、それらの要素は他の要素と補完性を持っているので、新システムに切り替える代替コストが新システムの価値を上回るときには、既存のガバナンスは存続する。言い換えれば、旧システムから新システムへ代替するときのコスト (switching cost) が旧システムの非効率による損失を上回るのであれば、旧システムの弱点を補強することによって当面生き残ろうと行動する。第二に、旧システムにはレント (超過利潤) が発生しているため、旧システムの既得権者は利益を失うことを恐れて新システムへの変更に抵抗する。

ただし、経路依存性の概念は、既存の制度は他の制度と補完関係にあるがゆえに存続し得るという結論を導きやすいが、既存の制度が常に効率的であり続ける保証はないという

点で、この概念に基づく見解は限界がある。

(5) ガバナンスの将来像

香西（2002）および富山（2006）の見解は21世紀の社会とそこにおける企業行動について貴重な示唆を与えてくれる⁽³⁸⁾。

産業社会では、発達した資本市場が投資家（株主）の利益を保証するガバナンス・モデルを構築したが、実物資産に代わり無形資産（知識やソフト）が価値尺度となる21世紀の社会では、人的資産・知的財産を増進させるガバナンス・モデルが求められる。ところが、市場は株主のために短期的な利益を追求するのに対して、企業は人的資本を蓄積するためには長期的な視野に立たなければならず、両者の間に時間軸のギャップが存在することになる。そうすると今後とも市場が企業行動を規律づける役割を果たせるだろうかという疑念が生じる。21世紀には、上述した企業理念が一般化すれば、ドイツや日本のガバナンス・モデルが米国のガバナンス・モデルに収斂するとはいえない。

Part 2. コーポレートガバナンス・モデルの理論的考察

－経済学，経営学，法制度からのアプローチ－

IV. コーポレートガバナンスと金融システムの補完関係

1. 制度の補完性とは何か

(1) 補完性の定義

ガバナンス・モデルは、前掲の図表1に示したように、ステークホルダー間ばかりでなく金融システムや雇用システムなど他の制度との間でも相互に依存する関係で結ばれていて、全体としてガバナンスの目的を実現するために効率的に機能するように構成されている仕組み（システム）である。構成要素とは、具体的には、ガバナンス構造のなかの会社機関やステークホルダーなどを指す狭義の場合と、ガバナンスと相互依存関係にある金融システムや雇用システムなどを指す広義の場合がある。

Krahnhen and Schmidt (2004) および Schmidt and Spindler (2006) によれば、システムの構成要素が互いに利益を増大させる、あるいはコストを低下させるような関係にあることを制度の補完性といい、既存のシステムを変えることができないほどにシステムが効率的に機能している状態を整合的であると定義している⁽³⁹⁾。すべての構成要素が補完的で整合的であれば、既存の制度は存続する。

青木（2001）によれば、制度の補完性が存在しているとは「異なるドメイン間の制度の組合せが一貫した全体を構成している」ことであり、「パレート劣位の全体的制度配置が存続可能になるかもしれない」と述べている。さらに非効率的な旧制度が変化するためには、補完関係にある他の制度も同時に変化する（ビッグバン・アプローチ）か、もしくは1つの制度の変化が補完関係を通じて他の制度に連鎖反応を引き起こしていく（逐次的アプローチ）のいずれであろうかと問いかけているが、明確な答えを示しているようには思われない。制度が補完関係にあるとき、経済効率性の高いガバナンス・モデルにつねに収斂するとは限らないし、むしろ非効率的な旧制度が存続する可能性がある、とも述べている⁽⁴⁰⁾。

この補完性の概念をガバナンス・モデルに適用してみると、ドイツや日本の企業ドメイン（領域・分野）におけるガバナンス・モデルと金融ドメインにおけるハウスバンク制度またはメインバンク制度が、互いに利益を増大させる、あるいはコストを低下させるような関係にあるとき補完的であるという。経済システムを構成しているガバナンス・モデルと金融システムや雇用システムが補完関係にあるとき、ガバナンス・モデルだけを全体のシステムのなかから取出して変更すると、経済システム全体の効率性を低下させてしまうほどに、ガバナンスと他のシステムが全体として効率的に機能している状態を整合的であるという。

(2) 米国とドイツにおける制度の補完性

そこで、ガバナンス・モデルと他の制度との

図表 16 ガバナンスと他の制度との補完的な関係

国名	ドイツ	米国
ガバナンス	①2層のボード制度 (業務執行機関と監視機関の分離) ②監査役会が取締役会をコントロールする ③監査役会において労使は共同決定をする ④労働協議会において労働者は経営に参加する	①1層のボード制度 (取締役会が業務執行と監視の機能兼務) ②TOBの脅威により市場が経営者をコントロールする ③CEO(最高経営責任者)が大きな権限を持つ ④労組は労働問題以外の経営に関与しない
金融システム	①銀行の仲介による間接金融が支配的である ②銀行が証券業務を兼営できるユニバーサル・バンキングシステムである ③営利を目的とせず、地域・中小企業・個人金融に特化した貯蓄銀行と信用協同組合が大きなシェアと役割を持っている ④銀行が企業の株式を保有し、あるいは議決権の寄託を受けている ⑤銀行と企業との密接な関係の上に成立する取引(リレーションシップ・バンキング)が行われている	①資本市場を通じた直接金融が中心であるが、ファンドによる市場型間接金融へのウエイトが上昇している ②銀行は直接に証券業務に携わることは認められない。金融持ち株会社の傘下の証券会社が証券業務を行う ③大銀行、地方銀行、S&L(貯蓄貸付組合)とも営利を主目的とする ④銀行は企業の経営支配を目的とした株式保有は認められない ⑤銀行と企業とはアームズレングス(arms-length)ほどほどの距離を保った)関係にある
雇用システム	①賃金は、使用者連盟と労組の団体交渉およびそれを支える法制度により、決定される ②内部労働市場で雇用関係は成立している ③レイオフは事実上困難である ④雇用は暗黙の契約に基づいている ⑤従業員は企業特殊的人的資本を蓄積する ⑥会社と従業員は長期継続的關係にある	①賃金は、労働市場における需要と供給の均衡により決定される ②外部労働市場が発達している ③レイオフは弾力的に行われる ④雇用は明示的な契約に基づく ⑤従業員は汎用的的人的資本を持つとする ⑥会社と従業員はアームズレングスの関係にある

出所：The Journal of Interdisciplinary Economics, 2006, Vol.17, p.363 を一部参照した。

補完関係を具体的にみてみよう。図表 16 に見る通り、米国のガバナンス・モデルもドイツや日本のガバナンス・モデルも他の制度と補完性を持っている。例えば、米国のガバナンス・モデルは、株式の所有分散と TOB の制度と補完関係にあり、これらの要素が整合的でないと、エージェントコスト、フリーライダー問題と雇用の不安定性というマイナス効果をもたらす。ドイツのガバナンス・モデルは内部コントロール、監査役会、共同決定法と補完関係にあり、これらの要素が整合的でないと、利益相反(モラルハザード)と雇用の硬直性というマイナス効果をもたらす。

2. ガバナンス・モデルと金融システムの補完関係

米国のように、資本市場がきわめて発達している金融システムのもとでは、企業は資本の調達と運用を資本市場に依存している。その結果、企業の目的は株主の利益を最大化することであると考えられ、そのために市場が企業(経営者)の行動を規律づけるガバナンスが構築されるようになった。他方、ドイツのように、資本市場が相対的に未発達で、銀行が中心的な役割をはたしている金融システムのもとでは、社会民主主義・福祉国家の思想を引き継いでいる雇用システムとともに、株主だけではなく従業員や金融機関などのステークホルダーに権限が分散されて、それぞれの利害を調整するガバナンスが構築されるようになった。

既に本稿の II-4 にて、ドイツのガバナンス構

造を分析し、それを生み出した要因として資本の所有構造および企業部門と資本市場を考察したが、この節では、金融システムの特異性を指摘することにより、ステークホルダー志向・内部コントロールのガバナンス・モデルが成立し、存続している根拠を明らかにする。

銀行部門⁽⁴¹⁾

2-1. ユニバーサルバンク

19世紀以降、ドイツの銀行部門は民間商業銀行、貯蓄銀行、信用協同組合から成る「3層構造(three-pillar structure)」と言われる制度が安定した状態で存続している。

銀行は、商業銀行業務のほかに、証券業務(証券売買、証券引受け、アドバイザー、資産運用、ほか)、モーゲージ(不動産抵当融資)業務、子会社を通じた保険業務、など幅広い業務に携わることが認められており、ユニバーサルバンクと呼ばれている。法律的には、民間商業銀行、貯蓄銀行、信用協同組合ともユニバーサルバンクとして認められている。ただし、実際には、貯蓄銀行および信用協同組合の中央機関が商業銀行業務と投資銀行業務を提供しているユニバーサルバンクであり、地方の個々の貯蓄銀行や信用協同組合は投資銀行業務を行っていない。

このように銀行は、証券業務を兼営し、投資会社の株主であり、1990-96年の期間で5大ユニバーサルバンクがIPO(新規公開株式)引受けの73%を占めている状況から、株式市場は銀行によって支配されていると言って過言でない⁽⁴²⁾。

保険業は専業が義務付けられているので、銀行本体が保険業務に携わることはできないが、銀行は保険会社の株式を保有して、子会社を通じた保険業務に進出している。

ユニバーサルバンク、とくに3大銀行は企業との間で株式持合いによる資本面および人的なつながりが極めて強いので、ガバナンスに大きな影響力を持っている。その背景として、ユニバーサルバンク制度では、銀行は自己所有の株式とともに、投資家より寄託された株式により議決権を行使できるので、銀行は大量の議決権を背景に企業の監

査役会へ役員を派遣している。

銀行は大企業に対して株式発行による資金供給よりも貸付を優先している。中小企業は銀行借入に依存しなければならない。銀行は中小企業の株式を保有していないので議決権を行使する、あるいは監査役会のメンバーとなることはできないが、銀行融資を通じてきわめて強い影響力を及ぼしている。このほかに、銀行は、企業との長期継続的な関係から、企業の私的情報を入手してガバナンスに関与している。

このように金融部門では銀行が支配的であり、1990年代後半まで年金ファンドは存在せず、投資信託は銀行の子会社によって運営されている。

しかしユニバーサルバンクの影響力は低下してきている。銀行は債権者としての地位と同時に、自己保有の株式および顧客が委託した株式の議決権を行使する準株主としての両方の力を持っていた。しかし銀行の寄託株式の議決権に対する規制は、1937年および1965年の株式会社法に続いて、1998年の企業のコントロールと透明性に関する法において強化され、銀行にさまざまな制約が課せられたので、銀行の寄託株式による議決権行使は制約を受け、企業への影響力は低下した⁽⁴³⁾。

2-2. 銀行部門の3層構造

(1) 金融機関の業態別シェア

図表17に示す通り、民間の商業銀行は金融機関数で12%、資産規模で28%のシェアに過ぎない。なかでも大銀行(4大銀行)の資産規模のシェアは18%と他の先進国の比率と比べてきわめて小さく、市場の集中度は低い。一方、地方の信用協同組合(中央組織を含む)は機関数で最大の62%を占めているが、資産規模では9%を占めるに過ぎない。地方の貯蓄銀行と州銀行は機関数で23%、資産規模で35%のシェアを持ち、比較的大きな地位を占めている。モーゲージ銀行と特別目的銀行は機関数で僅か3%であるが、資産規模では26%と大きなシェアを占めている。

信用協同組合と貯蓄銀行は、法律上および所有構造の点から、地域への金融サービスの提供

図表 17 銀行の業態別・資産規模別分類

(単位, 10 億ユーロ, %, 2005 年末)

	銀行数		資産	
		構成比		構成比
貯蓄銀行	463	22%	1,041	15%
州銀行	12	1%	1,365	20%
信用協同組合	1,293	62%	592	9%
信用協同組合・中央機関	2*	0%	224	3%
民間大銀行	4	0%	1,227	18%
地方民間銀行	247	12%	706	10%
モーゲージ銀行	50	2%	1,079	16%
特別目的銀行	18	1%	696	10%
合計	2,089		6,903	

出所: Schmidt, *The Finance and Accounting Working Paper*, 2006, p.8,

資料の原典は Deutsche Bundesbank による。

* ただし, Siebert, "The German Economy," p. 226, によれば, 2001 年に信用協同組合の中央機関である DGBank と DZBank は合併して DZBank となったという。

図表 18

業態	商業銀行	貯蓄・州銀行	信用協同組合
資本所有	民間	公的機関	パートナーシップ
顧客	大企業	中小企業・個人	組合員および中小企業・個人
営業区域	全国・海外	特定地域	特定地域

を主たる目的としており, 利益追求を理念としていない。また両機関の支店数が過剰で経営は非効率でありグローバルな競争に適していない。

上述した銀行部門の 3 層構造は, 図表 18 のように, 業態, 資本所有, 顧客, 営業区域別に金融機関の棲み分けができています。

(2) 商業銀行の沿革と変化

米国の大恐慌を引き金とした 1931~32 年の世界的な金融危機に際して, ドイツの銀行の統合が進み, Deutsche Bank, Commerzbank, Dresdner Bank の 3 大銀行が形成された。第 2 次大戦の勃発により解散させられたが, 1957~58 年に復活し, 大企業のハウスバンクとしての役割をはたしている。1998 年に地方銀行の合併により誕生した銀行 (HVB) を含め 4 大銀行と呼ばれている。4 大銀行は証券業務を兼営する典型的なユニバーサルバンクである。また大銀行はモー

ゲージ銀行などの特別銀行の株式を保有して支配している。

商業銀行のうちビッグ 4 は大企業向けユニバーサルバンク, 公的銀行 (貯蓄銀行と州銀行) は地域の中小企業向けローン, 信用協同組合は主として地域の組合員向け小口金融, というように金融機関は業態別・地域別に顧客と業務内容が割り当てられているので, 競争が制限されている。さらに資産規模で見た外銀のシェアは 7% と低く, 市場は閉鎖的である。

3 層構造がガバナンス・モデルに及ぼす影響は, 完全な競争原理が働いているのは商業銀行部門のみで, 貯蓄銀行と協同組合においては完全に競争が排除されているので, 市場による経営のコントロールを受けない。

保険部門には保険会社と年金ファンドがある。保険会社は株式会社形態をとっているが, 全体

の15%にあたる会社が上場されているにすぎず、その子会社は上場されていない。生命保険会社の業務は生命保険以外の分野に携わることが法律上禁止されている。

(3) 公的銀行の沿革と業務内容

公的銀行のカテゴリーには貯蓄銀行と州銀行が含まれる。州銀行は12銀行あり、州政府のための銀行、貯蓄銀行の中央機関、ユニバーサルバンク、としての役割をはたしている。

最初の公的な貯蓄銀行は1801年に設立された。1838年のプロシヤの貯蓄銀行法により234の貯蓄銀行はそれぞれの地方政府の直接的な監督下に置かれた。20世紀初めには約2,300の公的貯蓄銀行が存在した。大恐慌時の1931年に、貯蓄銀行が倒産した場合に、地方政府は貯蓄銀行の所有者として預金者および第三者に対して保証する義務を負う制度を導入した。実際には、保証による公的な救済よりも他の健全銀行による吸収の方法がとられた。貯蓄銀行は、貯蓄銀行法により営業区域は所在する州に規制されていて、2つの州をまたいだ営業区域は許されていない。州法により地域社会の利益のために金融サービスを提供する義務を負っているため、労働者や中小企業（一般的にミッテルシュタントと呼ばれている）のニーズに応えなければならない。さらに州法によれば、貯蓄銀行は健全性の原則を守りながらも、利益の最大化をはかることを主たる目的としていない。州法は、貯蓄銀行以外の企業の株式の保有、市場での資金取引、株式または為替関連商品を自己勘定で保有すること、あるいは証券引受け団に参加することは認められていない、など業務内容が規制されている。

貯蓄銀行の特徴はその公共性にある。州政府は個々の貯蓄銀行の株主ではないが、株式会社組織である貯蓄銀行の中央機関の株主になっている。中央機関の株主は貯蓄銀行と州政府である。したがって、州政府は、預金者ならびに第三者の債権者に対して2つの面から保証人となっている。1つは、公的使命を遂行できるように貯蓄銀行を維持・存続させる義務であり、

剰余金は留保ないし地域へ還元する。2つ目は、各州の法律により公共の利益を優先することが定められているので、倒産保証、あるいは救済義務を負っている。州政府は、倒産危機に際して税金による保証（公的資本を注入）を行うとともに、貯蓄銀行の監査役会のメンバーになっている。この他に、法は、貯蓄銀行がTOB（敵対的買収）の対象とされないように、逆に、貯蓄銀行は協同組合あるいは商業銀行を買収できないように規制している。したがって市場においてM&Aは成立しない。

(4) 信用協同組合とその中央機関の状況⁽⁴⁴⁾

1850年に職人と農家のための信用協同組合が設立され、組合員の相互扶助、組合員への利益分配、主として組合員向けのローン供与（1974年に非組合員へのローン供与が開始された）と地域へのリテール（小口金融）業務を行っている。信用協同組合は、預金者あるいは借入人の資本により設立された組合員の相互扶助組織であり、この性格から、業務内容は地域での個人金融業務に特化し、組合員権の譲渡は禁止され、利益は配当金の形で組合員に分配される。

2-3. ハウスバンク・システム

ハウスバンクとは、取引銀行の中で優越的な地位を占めている1つの特定の銀行をいい、企業に対して長期資金を供給するだけでなく、株式保有、委任状に基づく議決権行使、それらを背景にした監査役会メンバーへの派遣により、企業のガバナンスに深く関与している。ハウスバンクとなる具体的な条件は、企業の、負債（社債引受・保有）、決済シェア、長期および短期借入金、取引銀行数、取引歴、負債の集中度、の各項目において他の取引銀行とくらべ圧倒的な地位にあることが必要である。このような銀行の機能はハウスバンク金融と呼ばれている⁽⁴⁵⁾。

ハウスバンク・システムの効果と弱点を企業と銀行の両サイドから分析する。

(1) 企業におけるメリットとデメリット

① ハウスバンクとの長期継続的な取引関係により、情報の非対称性と法の不完備性という

問題を解決するのに役立つ。具体的に言えば、銀行と企業間の取引約定書には将来に発生するすべての事項を記載することは不可能なので不完備契約とならざるを得ない。しかし長期継続的な取引関係のもとでは、企業が金融危機に陥ったときに、銀行は融資を行うという暗黙の契約（implicit contract）が成立している。

- ② 銀行は事業の現状や将来性にかかわる私的情報を入手することができる。それによって銀行と企業との間に存在する情報の非対称性を小さくするので、企業のモラルハザードの発生を防ぐことができる。
 - ③ 企業はハウスバンクを他の銀行に代えることは容易にできないので、ホールドアップ問題を抱えている。
 - ④ 企業のキャッシュフローは、営業活動、投資活動、財務活動から生まれるキャッシュフローを合計したものがネット・キャッシュフローである。そして営業活動からのキャッシュフローより投資活動からのキャッシュフローを差し引いた額をフリーキャッシュフローという。企業はフリーキャッシュフローの範囲内で投資を行うことが健全な財務政策といわれているが、ハウスバンクの資金供給により財務活動からのキャッシュフローを増加させて、フリーキャッシュフローの範囲を超えて過剰投資が行われる可能性が生じる。
- (2) ハウスバンクにおけるメリットとデメリット
- ① ハウスバンクは通常の取引から得られる収益を上回る超過収益(レント)を期待できる。
 - ② ハウスバンクは企業の財務状況や経営者の行動を監視するためのモニタリングコストを負担しなければならない。
 - ③ ハウスバンクにとっても、倒産の危機にある企業との取引を容易に解消できないので、ホールドアップ問題を引き起こす。
 - ④ ハウスバンクは企業の危機を救済するという暗黙の契約により、企業の「倒産保険」の役割をしている。このことは企業がリスクの高い投資に乗り出すという逆効果をもたらす。

2-4. 銀行部門の低収益性

Hackethal and Schmidt (2000) は、1985年から2001年までの期間の、主要国における銀行の収益性に関するいくつかのデータを紹介し、ドイツの銀行の低い収益性が傾向的に長期間にわたって続いていることを指摘している⁽⁴⁶⁾。その原因を金融構造上の問題からとらえると、以下の点にまとめられる。

- ① 2005年まで、公的銀行は州政府の保証が付いていたので競争上有利であり、リスク控除後の利益を最大にしようとは考えていない。これが銀行部門全体の収入にマイナスの影響を与えている。
- ② ドイツの銀行は金利にクレジットリスクを適切に織り込んでいない。
- ③ 銀行部門の機関数のほぼ60%を占める公的機関は、調達コスト（預金金利+信用リスク）が貸出金利を上回っていることが低収益性の一因である。
- ④ 純利鞘＝収入－（預金利息+費用+貸し倒れ損失）／平均資産残高、で測定した収益性比率は国際的に劣っており、2001年時点で1.12%とEU11カ国平均より著しく低い。1993～2003年の期間で、収益性はほぼ半減するほど劇的に低下した。

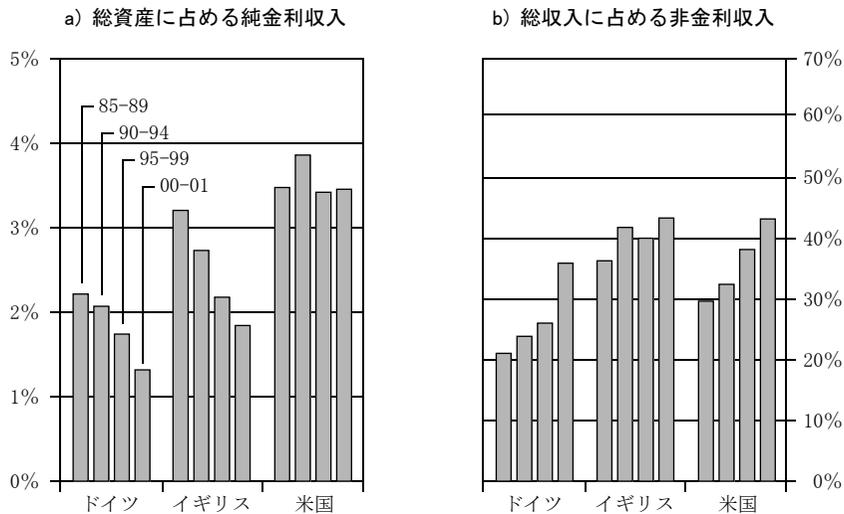
図表19では、銀行の総資産に占めるネット金利収入と非金利収入の割合の推移を米国およびイギリスの銀行と比較している。ネット金利収入の比率は趨勢的に低下しており、非金利収入比率の上昇テンポは低く、米国およびイギリスの銀行のそれらと著しい違いをみせている。金利収入低下の要因としては、国内外の競争激化やノンバンクと資本市場からの銀行業務への侵食が主な理由である。非金利収入比率が低い理由としては、世界的な銀行の経営戦略は、伝統的なリテール（個人金融）と商業銀行業務から資産運用、株式・債券の引受け、アドバイザー（投資顧問）、トレーディング（株式・債券の売買）などのフィービジネス（手数料収入を中心とするビジネス）へ戦略的にシフトしているが、ドイツの銀行はこうした流れに大きく遅れている結果である。

図表 20 では、粗収入に占める営業費用の割合と株主資本対税引き前利益の割合（ROE）の推移を比較している。ドイツの銀行の営業費用の比率は上昇し、逆に、ROE は一貫して低下しており、2001年には7.9%であったが、図表に表れていないが、

2003年にはさらに0.75%に低下している。他方、米国およびイギリスの銀行は右肩上がりでも推移している。

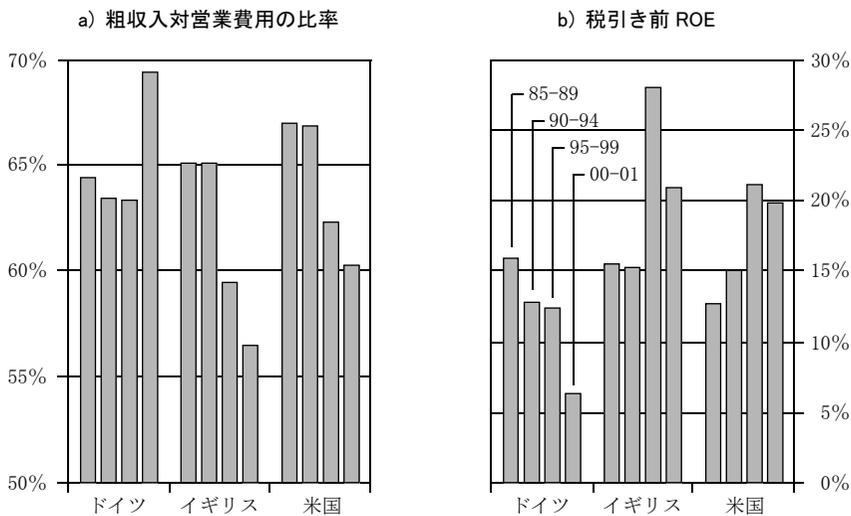
図表 21 では、民間銀行のマーケットシェアとROE、さらに粗収入に占める貸倒準備金の割合を

図表 19



出所：Hackethal and Schmidt, "Structural Change in German Banking System," *Working Paper Series : Finance & Accounting*, No. 147, 2005, pp.2-4, 資料の原典は OECD (1996, 2003) による。

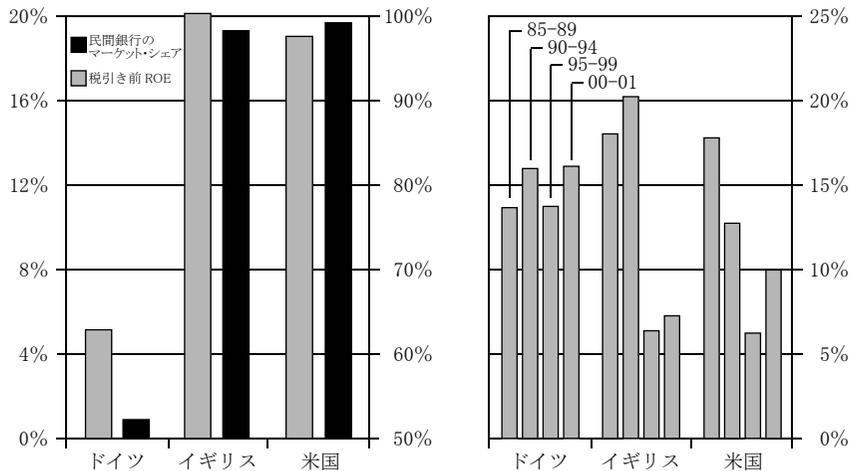
図表 20



出所：図表 19 に同じ

図表 21

a) 民間銀行のマーケットシェアと税引き前 ROE (2001) b) 粗収入に占める引当金の割合 (1985-2001)



出所：図表 19 に同じ

それぞれ比較している。ドイツの民間銀行のマーケットシェアは米国およびイギリスの銀行に比べて極端に低く、およそ 50%強であるのに対して、米国とイギリスにおけるシェアはほぼ 100%に近い。ドイツの民間銀行の貸倒引当金の比率は高水準のまま下げ止まっていて利益水準を圧迫している。

上記の図表 19~21 のすべてのデータにおいて、ドイツの銀行の低い収益性は顕著であり、その原因は、銀行の貸出行動あるいはビジネス慣行にあるばかりでなく、金融構造上の問題ともかかわっているものと考えられる。このことはステークホルダー志向ガバナンス・モデルに影響を及ぼしている。銀行部門の低収益性は金融システムの制度疲労を象徴するものであり、補完関係にあるガバナンス・モデルを変革させる最大の要因となっている。

2-5. 金融のディスインターミディエーション

金融のディスインターミディエーションと呼ばれる現象は 2つの側面を持っている。ひとつは、金融仲介機関としての銀行の相対的な地位の低下であり、他は、資本市場の役割の相対的な上昇で

ある。それは、具体的には、企業部門において、企業の銀行ローンの減少と資本市場からの資金調達の上昇であり、家計部門において、家計の金融資産に占める銀行預金の比率の低下に表れる。

図表 22 企業の負債総額に占める銀行ローンの割合

(期間：1991~2000年, 単位%)

銀行ローン		1991	1995	1998	2000
負債総額に占める割合		51	47	46	37
B/Sに占める割合	大企業	9	8	8	8
	中小企業	26	27	29	27

出所：Krahenen and Schmidt, *The German Financial System*, p.178 所収の Andreas Worms の論文による。資料の原典はドイツ連邦銀行による。

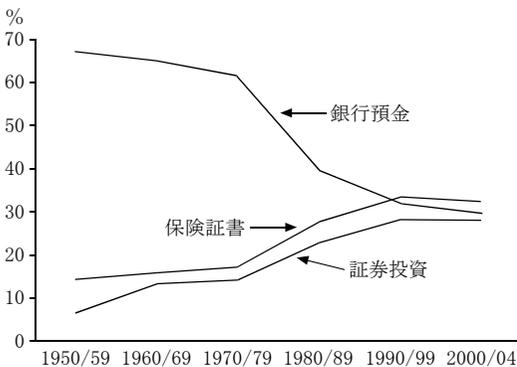
図表 22 に示されるように、企業の負債総額に占める銀行ローンの割合は、1991年の51%から2000年には37%へと低下した。企業のバランスシート合計に占める銀行ローンの割合は、企業規模が大きいほど小さく、大企業は小企業の1/3程度の割合である。他方、銀行サイドからみると、銀行の資産合計に占める銀行ローンの割合は、大銀行ほど低く、大銀行は小銀行の1/3程度になっている。

次に、家計部門の状況を見ると、図表 23 に示さ

れている通り、家計の金融資産に占める銀行預金の比率は低下していないことである。

これらの事実から、ドイツにおける金融のディスインターミディエーションはいわば片肺飛行であるために、資本市場による企業の規律づけは米国で典型的にみられたプロセスと異ならざるを得ない。また、ドイツに限らず米国においても、企業や銀行の規模の違いによって、金融のディスインターミディエーションの状況や、資本市場による企業の規律づけも異なってくることである。つまり、米国とドイツのいずれの国においても、銀行中心・内部コントロールのガバナンス・モデルと株主志向・外部コントロールのガバナンス・モデルが部分的に並存している。

図表 23 家計の金融資産構成 (単位%)



出所：ドイツ銀行協会、資料の原典はドイツ連邦銀行による。

V. コーポレートガバナンス・モデルと雇用システムの補完関係

1. 本章のフレームワーク

まず、伝統的なドイツの雇用システムの特徴を要約する。次に、それらを体系的に図表 24 に図示してガバナンス・モデルとの補完性を明らかにする。

(1) 市場経済においては、雇用量は労働市場における労働の需給が均衡する賃金水準を通じて調整されるが、ドイツでは、賃金は労使代表の団体交渉による社会契約によって決定される。し

たがって賃金は下方硬直的となり、雇用量は労働時間の短縮によって調整することになるので、恒常的な失業を生む一因となっている。

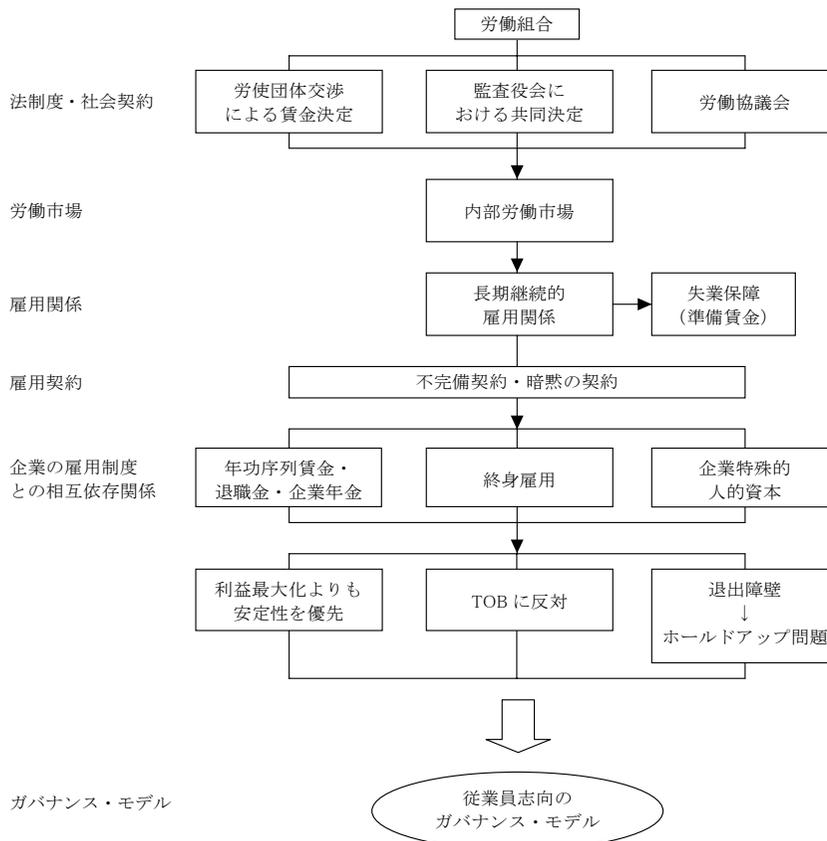
- (2) 監査役会における労使の共同決定や労働協議会において従業員や労組が経営に参加している。
- (3) 内部労働市場に依存した長期継続的な雇用関係のもとで、暗黙の契約に基づく、終身雇用、年功賃金、退職金、企業年金、失業保障、に象徴される雇用制度が作られた。
- (4) この雇用制度により、労働生産性と賃金の乖離が生じ、退職障壁とホールドアップ問題が内在することになる。従業員は、会社の利益の最大化よりも安定性と成長性を優先して TOB に反対する。

図表 24 に示したように、伝統的なドイツの雇用システムは従業員志向のガバナンス・モデルを構築させる要因になり、逆にガバナンス・モデルが雇用システムを支えることによって2つのシステムは補完関係にある。以下、順を追って説明する。なお、上記の(1)および(2)については、主として、Siebert (2005) を参照した⁽⁴⁷⁾。

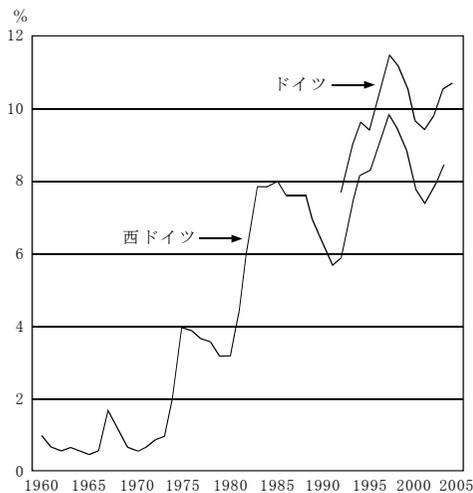
2. 賃金決定のメカニズムと失業問題

ドイツの雇用システムのひとつの大きな特徴は失業の増大である。図表 25 から、70年代、80年代、90年代にはそれぞれ好況期と不況期の循環がみられた。不況期には100万人の失業者が増えたが、好況期には目立った減少はしていないために、70年代以降の失業率の趨勢をみるとスパイラル的に上昇している。これは70年代まではドイツの経済システムとガバナンス・モデルは整合的であったが、それ以降は経済環境が変化するなかで両システムが整合しなくなったことを示している。例えば、移民による労働人口の増加や経済の低成長のほかに、製造業からサービス業への産業構造の転換にうまく対応できず、サービス部門で新規の雇用を創出できなかったことなどがあげられる。しかし Siebert (2005) によれば、失業問題の核心は、雇用創造が低いことに原因があり、それは、賃金決定方式、準備賃金の存在、弱い労働需要など制度上の欠陥に起因しているという。

図表 24 伝統的なドイツの雇用システム



図表 25 ドイツの失業率 (単位%)



出所：Siebert, *The German Economy*, p.70, 資料の原典は連邦労働省による。

(1) 賃金決定方式

コンセンサスを重視するドイツ社会では、意思決定は社会のグループの合意を前提にしている。雇用や賃金の問題においても、マーケットによって決定されるのではなく、社会グループの代表である労組と使用者連盟との団体交渉により決定されている。団体交渉で決定された賃金は社会契約となる。構成メンバーである労組と使用者連盟のいずれかが反対すれば意思決定ができない。

賃金交渉から決定までのプロセスは、第1段階では1部門・1地域から始まり、第2段階では他の部門・他の地域に波及し、第3段階で全国レベルに達する。2002年の場合、労組と使用者連盟との賃金契約は市場賃金と一致しないが、就業者の約70%に適用される。さらに賃金契約

に加えて労働条件（労働時間、休暇日数など）に関する契約が行われる。

新古典派経済学では、市場における労働の供給と需要の交点で賃金は決定される。ここでの需要とは、雇用主が労働者の限界生産物収入が賃金に等しくなるまで雇用する労働量の総和であり、供給とは、労働者がそれぞれの限界効用に等しくなる賃金水準で働くことを受入れる労働量の総和である。このように賃金が市場メカニズムにより決定されるならば、経済不況時に産出量（＝売上高）の減少に対応するには、企業は賃金を引下げるか、あるいは雇用量を減少させるか、のいずれかを選択する。

(2) 失業の構造

ところがドイツでは社会契約で決定された賃金は下方硬直的であるので雇用量を減少させることによって調整するしかない。賃金の引き下げが難しく、雇用量の減少（失業の増加）を抑えようとすれば、労働時間を短縮していくことになる。年平均労働時間は、1970年の1956時間から2002年には1443時間となり26%減少した。現在週35時間労働が一般的である。最大の理由は、労組が失業を減らすには労働時間を少なくすればよいという考え方に基づいているからである。また労働時間を減らすために早期定年制度を導入するが、これは企業の年金負担を増加させるので、新規雇用を控えさせることになる。

個々の労働者は職種・技能・経験などの点で異なる人的資本を持っている。労働市場においては個々の労働者の人的資本の蓄積の度合いに応じて異なる賃金が支払われる。市場メカニズムが機能していれば、それぞれのランクで人的資本と賃金がマッチして労働の供給と需要が均衡する。しかしドイツにおいては、上述したように、労使の団体交渉により画一的な賃金契約が強制される制度になっているので、労働の供給と需要のミスマッチ（失業）が生じる。また画一的な賃金制度のもとでは成果主義の賃金体系を導入することは難しい。

ドイツは19世紀から社会民主主義の伝統を

引き継いでおり、その賃金政策は決められた賃金総枠のなかで最低賃金が固定化されているので、低所得者に有利になっている。これは2つの点で雇用面にマイナスとなる。1つは、企業はできるだけ高い技能の労働者を雇用しようとするので低い技能の労働者の失業率が高くなる。2000年では、西ドイツ22%、東ドイツ50%に達するという。2つ目は、高い技能の労働者は失業している低い技能の労働者のために失業保険や社会福祉費用を負担しなければならないので、人的資本を高めようとするインセンティブを低下させることになる。

また事業所組織法により、企業は団体契約から逸脱することはできない。したがって労働者が雇用を確保するために労働時間の延長や賃金引下げを圧倒的多数で決めても、企業が受け入れることは禁止されている。さらに労働大臣は賃金が公共の利益にかなっているとみなせば、賃金は法律で定められたものと宣言する権利を持っている。このように団体賃金は硬直的で、「賃金よりも雇用を！」という要求は認められないのである。

3. 監査役会と労働協議会における労使の共同決定

1976年の共同決定法は、従業員2,000人以上の株式会社および有限責任会社に対して、監査役会における労使の共同決定、労働協議会の設置、従業員の権利や利益を代弁する取締役の任命、を定めている。監査役会のメンバー数と労使代表の構成比は、従業員数、会社の形態、業種によって異なる。監査役会のガバナンスに関する権限と役割については後述するので、ここでは主として労働協議会を中心に雇用に関連する事項のみ説明する⁽⁴⁸⁾。

(1) 労働協議会 (Betriebsrat) の大きな権限

事業所組織法により、労働協議会は会社の労働に関連するさまざまな意思決定に際して共同決定権が認められている。また法は労使協調による決定の原則を定めているので、労働協議会に知らされていない経営者の決定は無効となる。

共同決定権の対象は、労働条件、労働の場所、共同作業、事業所の1日当たりの労働時間、ワー

クシフトの長さや配置、週末の労働時間、残業の予定など広範囲にわたっている。さらに生産ライン、人員配置、労働者の賃金・昇進にまで介入できるうえに、レイオフを承認しないこともありうる。

労働協議会は団体交渉で決められた内容や会社に課せられた法的な義務を監視するとともに協議会での決定はすべての労働者を拘束する。そこで経営者と労働協議会は労働条件に関するすべての問題について、最低月間1回、会合を持つことが法律に定められている。

法律によって、労働者は会社全体あるいは事業所ごとに労働協議会を設置する権利を持っている。労働協議会の設置は最低5名の労働者を雇っている企業に適用されるが、労働協議会の設置は従業員数の投票によって決まるので、現実には、図表26が示すように、多くの小企業は労働協議会を設置していない。

図表 26 従業員数別にみた労働協議会を設置している企業の比率（1999年）

従業員数（人）	5-20	21-50	51-500	1000以上
企業数（％）	4	16	67	ほぼ100

出所：Siebert, *The German Economy*, p.336

ドイツの雇用制度の中核を成す労働協議会の共同決定システムも、中小企業では採用されていない。このことは国や地域単位でガバナンス・モデルを分類することは現実にそぐわない面があることを示唆している。

(2) 労組の団体交渉権と現状

ドイツにおける労働者保護政策の歴史は古く、1919年のワイマール憲法で団結の自由が保障された。憲法第9条3項は企業と労組による団体賃金契約の権利を規定している。社会契約の当事者である使用者連盟と労組は、労働関係について規定する権限を法律上与えられ、締結された団体契約は裁判所によって守られている。したがって団体交渉で決められた賃金は使用者連盟に加盟している企業と労組に加入しているすべての労働者に適用される。しかし、組合加

入は任意であるが、事実上は、労組の非組合員にも差別なく適用されている。労働者は団体賃金契約に従わなくても、失業や職の安全性が脅かされるようなことがないように法律で保護されている。つまり労働者は組合加入の義務を負わずに団体契約の権利を享受できるのである。

共同決定法により、監査役会および労働協議会における労組の権限が認められている。労組は、企業の監査役会に代表を派遣するとともに、使用者連盟との団体賃金契約を締結する社会契約の当事者として、賃金、労働時間、休日、福利厚生ほかを交渉する権利が与えられている。組織としては、ドイツ労働組合総連合（DGB）が全国レベルの上部組織であり、その傘下に金属やサービスなどの産業別労組があるが、2003年時点で組合員は7.4百万人で、労組加入者の割合は17.3%にすぎない。もともと加入者比率は低く、1950年の32%を最高に、60年以降90年代まで20%台を維持していたが、2000年には18%に低下した。しかし労組加入者が20%以下に激減してもおよそ70%の労働者は労働組合の契約によって守られているので、労組は賃金決定や賃金構造に決定的な影響力を保持している。

4. 内部労働市場と長期継続的な雇用関係

(1) 内部労働市場とは

内部労働市場とは、長期雇用の暗黙の契約を結んだ企業とその従業員から構成される市場である。1つの企業の中に複数の内部労働市場が存在している。例えば、製造業の場合、工場労働者と本社の事務職員、航空会社の場合、パイロットと客室乗務員というように、職能別に分かれていて、それぞれのグループに多数の職階が設けられている。賃金は、職能と職階別の等級の組み合わせに応じて決まり、個人としての従業員の技能や経験は直接的な基準とはならない。したがって外部から新規参入してくるケースは少なく外部労働市場との関係は薄い。

これに対して、米国の雇用システムは外部労働市場に依存しているので、会社と従業員の間

で労働の質について情報の非対称性が存在する。当然、会社はスクリーニング (screening) を、従業員はシグナリング (signaling) を行い⁽⁴⁹⁾、情報の非対称性を縮小させようとしているが、労働の質と対価 (賃金・昇進・昇格) の関係が適正に評価されず非効率な資源の配分が行われる可能性がある。情報の非対称性は、労働の質が高い従業員の離職を促し、質の劣る従業員が会社に残るという「逆選択」を生じさせる可能性もある。

(2) 労働市場と人的資本の関係

労働市場と人的資本の関係について、米国では、外部労働市場が発達しており、労働者は特定の企業に限らずに使用価値がある汎用的人的資本を身につけて競争による成果報酬を得ようとする。市場には技能や経験などの人的資本の蓄積が異なるランクの労働者が供給され、雇用主は人的資本の蓄積のランクに応じた労働の需要を市場に求めてくる。こうして賃金は市場における各ランクごとの労働の需要と供給の均衡点で決まる。他方、ドイツでは、内部労働市場で長期継続的な雇用関係が成立しており、そこでは労働者は所属する企業だけに使用価値を持つ企業特殊の人的資本を身につけようとする。企業は労使の中央組織が団体交渉により決めた賃金を一律に受け入れる。しかし賃金協約のほかにレイオフの抑制など労働全般にわたって法的な強制力を備えた制度が労働者の身分を保障しているので、労働者は企業特殊の人的資本の蓄積のために投資しようとするインセンティブが低い。日本では、ドイツと同じく内部労働市場で長期継続的な雇用関係が成立しているが、企業内で昇進・昇格・成果報酬による競争原理が働いていることや、内部労働市場はパート、派遣など雇用形態が多様化していることにより、労働者は企業特殊の人的資本の蓄積のために投資しようとするインセンティブが高い。

(3) 暗黙の雇用契約

会社を「契約の束」と考える理論からは、雇用契約はその代表的なものである。将来に発生するすべての事態とその対応を予測して契約書

にあらかじめ記載しておくことは不可能である。そこで、将来発生する個別事項については、そのつど労使が協議するという内容の不完備契約とならざるを得ない。企業と従業員の間で結ばれる雇用契約は、法律的には、長期雇用を保証するものではない。しかし、法律的に明示されていないが、労使とも長期雇用を期待する暗黙の契約が成立している。

レイオフは特別な条件のもとでのみ認められる。集団レイオフによる代償金は労働協議会と交渉するが、レイオフのルールはなく解釈次第となるので裁判所で争われることになる。レイオフを抑制することは退職の出口をふさぐことになり、期限付き雇用契約を制限することは、いずれも新規雇用を妨げることになる。

(4) 失業支援

失業支援は2段階にわたって行われている⁽⁵⁰⁾。タイプ1は失業保険の制度で、失業前の2年間に最低12ヶ月以上の保険料を支払っていれば、失業前の税引き後所得の67%相当額の保険金が支給される。給付期間は、2003年までは32ヶ月間、2004年から1年間(55歳以上は18ヶ月)に短縮されたが、55歳以下の失業者に対する給付期間はイギリス、米国のそれの2倍である。タイプ2は失業手当の制度で、タイプ1の給付期間が期限切れになった後に、純所得の57%相当額が支給される。タイプ2の失業手当により最低限の生活保障がされている。

失業期間中に政府から支給される失業手当と社会福祉給付金を準備賃金と呼んでいる。準備賃金は失業者が次の職から得られると期待する賃金に相当する額であり、失業後の新しい職場の給与は前の給与よりも多いことを前提にしているため、失業を長引かせることになる。準備賃金という考え方は、次の職を探して働こうとする場合、労働者も労組も準備賃金以下の賃金を受入れようとしないので、準備賃金が事実上の最低賃金となり、労働者の人的資本の程度に応じた賃金の格差を制限することになる。

また労働者に対する手厚い失業支援策は社会保障費の重圧となって跳ね返ってきて、粗所得

に占める所得税および社会保障費の負担額の割合は既婚者で58%、独身者で67%に達する。

5. 企業の雇用制度上の問題点

(1) 企業特殊的人的資本

賃金契約を企業と労働者が負担するリスクの点からみると、企業は労働者を事実上レイオフできず固定賃金を支払うリスクを負っているが、他方、労働者は企業に特殊的人的資本を持っているので他の企業に容易に転職できないというリスクを負っている。このような賃金構造では労働の流動性は低くなり失業を吸収する余地が少ない。

ドイツでは、戦後から70年代までの高度経済期には雇用システムが他の制度と補完性と整合性を持っていたので、国と企業は従業員の研修と設備投資に税制の優遇策を通じて奨励した。その後、企業特殊的人的資本を育てる制度は、労使の団体交渉の協約による賃金の一律決定や事実上のレイオフ抑制などの法的枠組みによって、従業員は企業特殊的人的資本を蓄積しようとするインセンティブが低くなり、このことは労働生産性の低下につながっている。

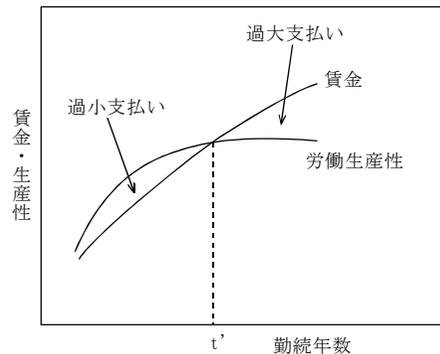
(2) 退職障壁とホールドアップ問題

上述した内部労働市場での企業特殊的人的資本と暗黙の契約に基づく生涯賃金の上に成立している雇用システムにおいては、若年期を過ぎた時点で、企業業績が悪化して暗黙の契約が履行されなくなったとしても、従業員は他の企業に転職することは難しいので、事後の契約の変更あるいは破棄を受け入れざるを得ないというホールドアップ問題に直面することになる。また企業のバランスシート上の退職年金積立と従業員持ち株は会社と従業員の一体感を具体的に示すものであり、いずれも市場で換金する、あるいは売買することに適さないのが、途中退職の障害となっている。こうしたホールドアップ問題は、効率的な賃金の形成を歪め、外部労働市場の発達を遅らせている。

(3) 労働生産性と賃金の乖離、年功賃金・退職金・企業年金の制度

長期雇用についての暗黙の契約が成立しているときには、若年期には労働生産性を下回る賃金で甘んじているが、中高年期に労働生産性を上回る賃金を受取ることができる賃金体系が形成される。図表27にみるように、労働年齢に相応した労働生産性と賃金の乖離が存在すると考える理論がある。それによれば年功賃金、退職金、企業年金はいずれも若年期の投資に対するリターンであり、入社から定年退職するまでの期間で受取る生涯賃金は当該期間の労働生産性と一致する。このような雇用関係は会社と従業員の間で暗黙の契約が結ばれていると考えられている。しかしこの暗黙の契約は特定企業の内部労働市場でのみ有効性が認められる人的資産である。つまり雇用システムは長期雇用を前提にしているので、従業員は、会社の安定性を最優先し、会社の盛衰を共にする運命共同体の一員となり、経営者と従業員が一体となって会社を運営しているという意識を持つようになる。

図表 27 生涯賃金と労働生産性

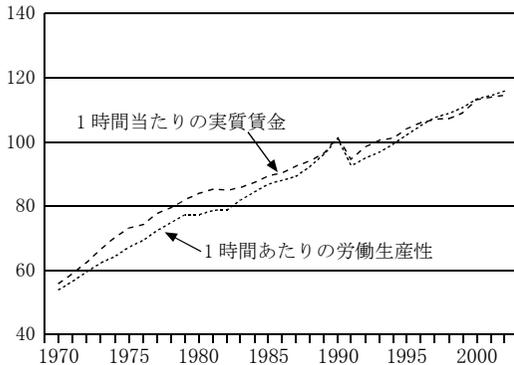


出所：今井賢一・小宮隆太郎編『日本の企業』、p.77

しかし理論上の生涯賃金と労働生産性との一致は、図表28に見る通り、現実には妥当しない。労働年齢に相応した労働生産性と賃金の乖離が存在すると否とにかかわらず、企業が労働者全体に支給する社会保障費を含めた実質賃金の指数は労働生産性を上回っており、これが労働需要の減退を招いている。

図表 28 実質賃金と労働生産性の乖離

(単位 1990年を100とした場合の指数)



出所：Siebert, *The German Economy*, p.73 原典は連邦統計庁

(4) 利益の最大化よりも安定性と成長性を優先

ステークホルダーは、規律づけが行われぬとするならば、本来的に自己の利益が得られるように合理的に行動する。株主はモニタリング・コストを負担せずに他の株主が入手した情報をタダで得ようとするフリーライダー問題を引き起こす。経営者は、株主や金融機関の監視・監督がなければ、より多くの報酬、権力、地位などを得るために過剰な投資を行う。従業員は企業特殊的人的資本の投資を回収するために長期雇用を求めてリスク回避と安定志向の行動をとる。経営者と従業員は、企業を大きくしようとする点で利害が一致している。企業が大きくなれば、従業員にとって雇用の安定と昇進・昇格の機会が増えるからである。

6. 雇用システムと従業員志向ガバナンスの補完性

19世紀からの社会民主主義の伝統を引き継いで、労働者の権利は、上述したように、賃金・労働時間・休暇等の労働条件、労働契約、労働市場、労組および労使関係など全般にわたって、法的強制力をともなった制度によって保護されている。こうした制度により、企業の監査役会および労働協議会における労使の共同決定を通じて労働者が経営に参加することになり、長期雇用のもとでの安定性志向・リスク回避という労働者の意識は部

分的に経営者や債権者（金融機関）の利益と共有する。その結果、経営者、銀行、従業員が会社のステークホルダーの中心となるガバナンス・モデルが形成されることになる。

しかしながらドイツの雇用システムは、上述した特異性を持っているために、①賃金の下方硬直性をもたらし、②労働市場の流動性を低下させ、③労働所得に対する失業保険や社会保障費の負担を増加させ、④恒常的な労働需要の減退・失業の増加をもたらしている。さらにEUの統合にともない経済・金融のグローバル化が進展するなかで、ドイツの従業員志向の雇用システムは経済効率性の面から企業の国際的な競争力を低下させている。そこで雇用システムを改正しようとする動きはみられるものの、先の図表 24 の川上部分にあたる法制度・社会契約、内部労働市場、長期継続的な雇用関係は容易に変革されず、したがって川下部分の企業における雇用制度が米国モデルに変化するには相当の時間がかかると思われる。ガバナンス・モデルが雇用システムと強い補完性を持っていることを考慮すれば、ドイツのガバナンス・モデルが米国モデルに収斂しない最大の障害は雇用システムにあるといえる。

VI. 所有とコントロール権の分離

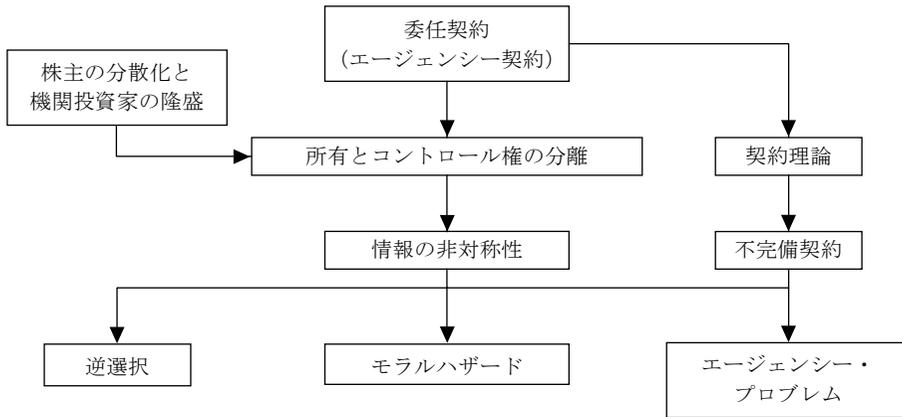
1. 本章のフレームワーク

1932年にBerle and Meansが、その著書『近代企業と私有財産』において企業の所有権とコントロール権の分離について提起したが、実際に米国の大企業で資本所有と経営の分離がガバナンスに影響を及ぼしてきたのは1980年代以降であり、それは米国のガバナンス理論にとって重要なテーマとなった⁽⁵¹⁾。

本稿は、新しい経済学概念を取り入れた情報の非対称性と契約理論により、図表 29において、ガバナンスにおける所有とコントロール権の分離を引き起こすメカニズムを体系的に示した。

新古典派経済学の価格決定理論は次の3つの仮定のうえに成立している。1つは、市場における価格は企業や消費者自身では決定できない所与のものとして、その完全競争市場では、どの生産者も

図表 29 所有とコントロール権の分離



消費者も価格だけで生産や消費の量を決め、財や労働者の質が同じである。2つ目は、価格は、企業と消費者にとって必要なすべての情報を織り込んだうえに、財の需要と供給を均衡させるように設定されているので、生産者や消費者はその情報をもとに合理的に行動する。3つ目は、市場での取引には、労働を対価に賃金を受取る雇用取引も含め、当事者間で契約が結ばれるが、当事者が取引条件について合意し、その契約を履行するにはさまざまな取引費用が必要であるが、そうした取引費用を考慮しないで価格が決定される。

このような仮定を前提とすれば、企業は利潤を最大化するように、また消費者は効用を最大化するように、それぞれが合理的に行動するので、経済全体としては最も効率的な資源配分が行われるという。新古典派経済学のこの理論は厚生経済学の定理と呼ばれている。

しかし現実の経済社会で行われている生産や消費の行動（取引）を新古典派経済学では説明できないことが明らかになった。そこで新しい経済学は、価格の決定理論に次のような新しい概念を取り入れた。

(1) 賃金（価格）は単に労働の需要と供給だけで決まるのではなく、労働者の技能、知識、能力、経験など質的な違いに応じて異なってくる。ここから人的資本という概念が生まれた。財や労働者の質も価格決定の重要な要因である。

- (2) 取引のすべての当事者は同じ情報を得ていないし、情報は当事者間で偏りが存在している。経済学では、これを情報の非対称性と呼んでいる。
- (3) 当事者はあらゆることを完全に予測して合理的に行動することはできないので、限られた範囲内で合理的に行動しようとする。経済学では、これを「限定合理性」と呼んでいる。
- (4) 限定合理性のもとでは、当事者は取引の契約をする場合、取引時点（事前）で将来起こるかもしれないことをすべて契約書に書くことは事実上不可能であるので、契約は完備ではない。そこで当事者は、契約書に一般的で標準的な権利・義務関係を記載し、予測不可能なことが実際に発生した時（事後）に協議するという条件を付ける。法と経済学の分野では、そのような契約を契約の不完備性あるいは不完備契約と呼んでいる⁽⁵²⁾。

2. ガバナンス・モデルにおける情報の非対称性

これらの新しい経済学の概念はガバナンス理論に応用されている。ここでは、情報の非対称性がガバナンス・モデルに及ぼす影響について考察する。

- (1) モラルハザードとアドバース・セレクション
 - ① モラルハザード

エージェンシー契約のもとで、プリンスパル（株主）は、エージェント（経営者）に経

営を委託しているの、エージェントが行っている業務の内容や目標達成の状況などについて入手できる情報量が少ない。他方、経営者は株主より多くの質の高い情報を持つことができるので、両者の間に情報の量と質に偏りが生じる。つまり情報の非対称性が発生する。情報の非対称性があるとき、経営者は株主の利益を犠牲にして自己の利益を追求するというモラルハザードが生じる可能性がある。

株主と経営者の間に情報の非対称性が存在しているとき、経営者はリスクを少なくするために新規事業に進出することを躊躇する、あるいは報酬を多くするためにリスクの大きいプロジェクトを実行してしまう。このように経営者が株主との委任契約に基づいて株主利益を最大にするように行動しないならば、本来なら得られたであろう利益を失ってしまう。これをエージェンシー・コストと言う。

② アドバース・セレクション（逆選択）

ミクロ経済学のどのテキストにも引用されている例を紹介する。ジョージ・アカロフは、中古車市場における売り手と買い手（ディーラー）の間に、自動車の質に関する情報の非対称性が存在しているために、アドバース・セレクション（逆選択）が生じることを論証した。つまり、ディーラーは中古車についての十分な情報を持っていないので、メーカー、製造年、モデル（型式）が同じ中古車については同一の価格で買い取る。すると、欠陥車の売り手は喜んでその価格で売るが、優良な車の売り手はその価格では売らないので、市場には欠陥車のみが出回って、優良な車は市場から姿を消してしまう。この状態はアドバース・セレクション（逆選択）と言われている。

本稿のVで、外部労働市場に依存している米国の雇用システムは会社と従業員の間で労働の質について情報の非対称性が存在するため、質の高い従業員が離職し、質の劣る従業員が残る「逆選択」が生じる可能性を指摘した。

上述したように、新古典派経済学では説明できない、情報の非対称性から生じるモラルハザードとアドバース・セレクションの発生により、いずれの国のガバナンス・モデルにも非効率をもたらすことになる。

(2) ガバナンス・モデルと情報開示

① 倒産と情報の非対称性

ステークホルダー間に存在する情報の非対称性は、破綻した企業の清算を行う際に非効率率をもたらす。ステークホルダーが企業価値についての正確な情報を共有していれば、会社更生法による私的再建もしくは法的清算のいずれかの手段を選択することができる。ところが現実には、株主や債権者は経営者ほどに企業の事業内容や財務状況についての情報をもっていないので、低い企業評価を行って法的清算に追い込まれるケースや、逆に、企業債務が企業価値を上回っているため清算すべきであるが、その情報を持っていない従業員の反対により経営を続けて損失を増大させるケースもある。このように情報の非対称性の存在により、私的再建もしくは法的清算を選択すべき正しい評価ができないために物的・人的資源が非効率に使われる可能性が生じる。

② 公開情報と私的情報

前掲の図表2は、米国とドイツのガバナンス・モデルの構成要素の違いを示したが、本稿のI～IVで、資本の所有構造、経営者に対する規律づけ、企業金融について詳細に述べたので、ここでは情報チャネルについて述べる。

米国の企業は、資本市場において株式と外部負債（社債、コマーシャルペーパーなど）を発行して資金調達を行っており、株式と外部負債は多数の投資家に分散して所有されている。投資家はキャピタルゲインの獲得を目的に資本を提供し、企業に対して有限責任を持っているにすぎないので、企業とはアームズ・レングスの関係にある。したがって投資家（市場）は自らの金融債権を守るために経営者の行動を監視しなければならないが、投

資家と経営者の間には会社の事業や財務状況についての情報の非対称性が存在しているので、それらの情報が公開されていることが絶対の条件となる。

ドイツの企業では、株式は金融機関や取引先企業などの大口株主に集中して所有されており、内部金融（資本金、年金積立金、剰余利益金など）と銀行借入によって資金調達を行っている。したがって会社の事業や財務状況についての情報を公開する必要性が低く、会計制度も債権者の保護、内部金融の拡充、社外流出（配当金）の抑制を目的としている。大口株主や金融機関は企業と長期間にわたって親密な関係を維持しているので、会社の内部機関のような存在になっており、その特権的な地位を利用した私的情報のチャンネルを通じて、経営者との間に存在する情報の非対称性を解決している。

(3) 会社の機関における情報の非対称性

会社の機関の間で情報の非対称性が拡大するなかで、所有とコントロール権の分離が拡大し、経営者の優位性と取締役会の形骸化が進行している。

その際、経営者という名称は会社のどの機関に該当するかガバナンス・モデルによって異なるので、本稿のⅡで示した各国のガバナンス構造を参照してほしい⁽⁵³⁾。

① 株主と経営者

経営者は、経営に関する専門知識と経験を持ち、日常の業務執行に携わっているので、事業内容や財務状況について十分な情報を得ている。一方、株主は、キャピタルゲインの獲得を主たる目的とし、会社の業況次第でいつでも株式を手放すことができるので、情報コストを負担して事業内容や財務状況についての情報を入手しようとするインセンティブを持たない。その結果、株主は、経営者に報酬を与えて経営を委任する契約を結び、株主利益の最大化を図るように経営者を監視するが、経営者は情報の優位性を利用して自身の利益を追求する行動に出るなどのモラルハ

ザードが発生する可能性が高い。

② 取締役会と経営者

株主は自らの利益を代表する取締役を選任し、その取締役会は経営者の行動を監視する役割を持つが、現実には、取締役会は、経営の専門知識と経験が不十分であるほかに、経営者との間に経営に関する情報の非対称性が存在するので、経営者からもつばら情報を入手せざるを得ない。このような要因から、取締役会は監視機能を十分に発揮し得ない状況にある。

③ CEO と取締役会

米国の大企業のおよそ80%では、CEOが取締役会会長を兼任している。このガバナンス構造は、上記②で述べた、取締役会と経営者との間の情報の非対称性を解消するうえで有効な装置であるが、監査機能と業務執行機能が部分的に連結しているために、CEOは経営者であると同時に経営者を監視・監督する取締役の立場にあり、自らが自らを律するという矛盾を抱えている。米国と違って、イギリスの多くの企業のガバナンスでは、CEOと取締役会長が同一人物ではないので、監査機能は強化されるが、CEOと取締役会との間に経営に関する情報の非対称性が大きくなって非効率な経営が行われる可能性がある。また2つのポストを分離することはCEOと取締役会長との主導権争いを招き経営を混乱させることにもなる。

④ 監査役会・監査委員会と取締役会

ドイツのガバナンス構造では監査役会と取締役会は分離されており、監査役会が経営に携わっている取締役会を監視・監督している。それぞれのボードメンバーは兼任を許されない。しかし前の取締役会の会長が監査役会会長になるケースが一般化している。この現象を2層ボード構造の形骸化とみるか、情報の非対称性の改善策とみるかは評価が分かれる。

米国の取締役会と日本の委員会構造の取締役会では、監査委員会のメンバーの過半数あるいは全員が非業務執行の社外（独立）取締

役であるが、CEO や業務執行の社内取締役とくらべ情報量が少なく、しかも CEO や業務執行の社内取締役を通じて情報を入手しなければならぬという制約を受けている。

⑤ 社外取締役および社外監査役

経営者を監視・監督するのは社外（独立）取締役と監査役（会）である。ドイツの監査役会メンバーは全員が社外取締役であるが、米国の取締役会の監査委員会メンバーは全員もしくは過半数が社外取締役であり、日本の監査役会および委員会構造の監査委員会のメンバーの過半数は社外取締役である。いずれの国においても、取引関係のある会社の間で社外取締役および社外監査役のポストの持ち合いが行われているので、株主の利益代表として経営者である CEO あるいは代表取締役（代表執行役）の行動を規律づける機能は低く、監視・監督するインセンティブを持たない。

また監査委員会や監査役会が開催される機会は年に数回程度であり、情報の入手と分析を経て経営者を監視するには時間的に不十分である。

- (4) 情報の非対称性と利益相反のモラルハザード
米国にとって1980年代は「失われた10年」と言われている。80年代前半は、第2次石油危機と金利の高騰に対応して、ノンバンクと銀行は多様な金融新商品を開発・販売して、金利の上限を定めたレギュレーション Q や銀行持ち株会社法の規制をなし崩し的に侵食していった。こうした金融機関の行動をおおむね追認ないし容認し規制緩和を促進するいくつかの法律が制定された。その結果、銀行とS&L（貯蓄貸付組合）はハイリスク・ハイリターンの融資や経営スキャンダルなどのモラルハザードを引き起こした。そして80年代後半に世界経済は停滞期に入ると規制緩和の反作用が起こり多数の銀行やS&Lが倒産した。モラルハザード発生には多くの要因があるが、その一因として預金保険制度の存在が考えられる。S&Lの経営者は預金保険制度により預金者に対する受託者としての責任

を免除されたと錯覚し、自己の利益を増大させるハイリスク・ハイリターンの融資を行った。他方、預金者は預金保険制度があるのでS&Lについての情報を入手してその行動を監視しようとしなかった。つまり預金保険制度はS&Lと預金者との間に存在する情報の非対称性を覆い被せてしまったのである。

ドイツのガバナンスでは、大口株主は経営者や監査役会メンバーと並んで会社の内部機関化しているので私的情報を入手できるが、公開情報に頼る小口株主との間に情報の非対称性が存在している。投資家あるいは株主は倒産リスクを負っているが残余財産の請求権だけしか与えられていないので、情報の非対称性の存在を放置している会社に投資をしようとするインセンティブは低い。したがって資本市場の規模が小さく、会社が資本市場にて株式発行により資金調達する際の障害となる。

(5) 情報の非対称性とインサイダー取引

インサイダー取引とは、会社の役職員、大株主、銀行、など会社の重要な情報を知り得る者が、合併、新製品・技術の開発、重要な財務上の変化などの情報を知っている者、あるいはその者から情報を得た者が、その情報が公表される前に、その会社の株式の売買を行うことをいう。情報を知りえた者と一般の投資家の間に情報の非対称性が存在するなかで売買を行うことは取引の公平性と市場への信頼を損ねることになる。そこで各国ともインサイダー取引を禁止している。しかしインサイダー取引はすべて悪い面だけではないという議論がある。

米国のように株式が分散所有されているガバナンス構造では、株主は経営者に経営を委任しているが、株主と経営者の間に情報の非対称性が存在するため、経営者は株主利益のために行動しているかどうか十分に監視することはできないので、プリンシパル・エージェンシー問題を引き起こす。そこで経営者に通常の報酬のほかにインサイダー取引による利益を与えることにより、プリンシパル・エージェンシー問題を緩和できると考える議論がある。

一方、ドイツのように株式が集中所有されているガバナンス構造では、大株主、経営者、従業員から成る内部者によりコントロールがほぼ完結されているので、内部者が私的情報を得てインサイダー取引を行っても外部者に対する不公正をもたらさないという考え方がある。事実、インサイダー取引が禁止されたのは1994年になってからである。

3. 取締役会と監査役会の進化

(1) 監視・監査機能の強化と情報の非対称性のジレンマ

情報の非対称性は米国に限らずドイツや日本を含むすべてのガバナンス構造に存在する構造的な問題である。それは情報の非対称性とガバナンスの監視・監査機能とは二律背反の関係にあるということ意味する。つまり、情報の非対称性を小さくしようとすれば、ガバナンスの監視機能は低下して経営者のモラルハザードを引き起こし、逆に、監視機能を高めれば、情報の非対称性が大きくなり、経済の効率性が低下してしまう。

そこで米国のガバナンス・モデルでは、CEOが業務執行と監視の2つの機関のポストを兼任している。ドイツのガバナンス・モデルでは、前の取締役会長が監査役会の会長に就任するケースが一般化している。日本の場合は、2つのガバナンス・モデルが並存しているので少し複雑である。2002年の改正商法により認められた委員会設置会社では、代表執行役は、通常、取締役を兼任しており、執行役は取締役を兼任することが認められているので、監査と業務執行の機能分離は不徹底な形になっている。また監査役設置会社は、監査権限を監査役（会）に任せているが、その実際の権限は小さく、取締役会は業務執行機能に傾斜しているので、監視機能は他のガバナンス・モデルに比較して低い。

(2) 取締役会における機能分化

上述した監視・監査機能と情報の非対称性のジレンマは、各国における取締役会の機能分化によって促進されている。その結果、監視機能

の低下は経営者の権限拡大と地位の向上をもたらすことになる。

米国と日本の会社の取締役会は、業務執行と監視の2つの権限（機能）を持っているので、取締役会はその構成メンバーを監視することになり、いわば自己監視の矛盾を抱えている。1980年代以降、株主利益を守るための監視機能の強化が要求されるようになり、取締役会のなかの2つの機能が分化してきた。その具体的な現われは、最初に、取締役会からその業務執行権限を下部組織である業務執行役員会に委譲する執行役員制度の導入であり、次に、取締役会のなかを、CEOと社内取締役による業務執行と、社外取締役による監査とに分離する委員会構造の設置である。この機能分化がさらに発展した形態がドイツにおける2層ボード構造で、法律上、監査役会メンバーは業務執行の取締役（経営者）を兼任することはできず、監査と業務執行の機関が分離している。

(3) 取締役会と監査役会の権限委譲

米国の取締役会および日本の委員会構造の取締役会は、その監査権限を監査委員会に、その業務執行権限を業務執行役員会に、それぞれ委譲している。ドイツの取締役会は、大会社でも、通常、数名前後のきわめて少人数で構成されているので、実際の業務執行を下部組織である業務執行役員会に権限を委譲している。また監査役会も、米国の取締役会と同様に、下部組織に3つないし4つの各種委員会を設置して業務の分担をはかっている。例えば、シーメンス（Siemens）の場合、監査、法令遵守、調整、株主権利の4つの委員会が設置され、バイエル（Bayer）の場合、経営（調整）、監査、人材、指名の4つの委員会が設置され、両社とも委員会には監査役会のメンバーによって構成されている。ドイツの委員会の特色は、米国や日本の委員会と異なり、共同決定法に従い労使の利害を調整する委員会が設けられていることである。

日本の取締役会の法的性格について、江頭（2006）によれば、2005年の会社法では、取締役会の権限は、会社の業務執行に関する意思決

図表 30 会社機関の機能分化と権限委譲

(カッコ)内は任意機関

機能/国名	米国	ドイツ	日本
業務執行の決定	取締役会	取締役会 +一部の会社は監査役会も関与	監査役会社：取締役会 委員会会社：取締役会
業務執行の実行	(CEO) + (業務執行役員)	取締役会 (+下部組織の業務執行役員)	監査役会社：代表取締役 +業務執行取締役 (+下部組織の業務執行役員) 委員会会社：代表執行役 +執行役 +業務執行取締役の兼任
経営者の職務に対する監視	取締役会のなかの 監査委員会 (+会計監査人)	監査役会 (+下部組織の監査委員会 +会計監査人)	監査役会社：取締役会 +監査役(会) 委員会会社：取締役会のなかの 監査委員会 +会計監査人

定を行うだけであり(362条1項, 2項), 業務執行は代表取締役と業務執行取締役が行う(363条1項)。取締役会は、これら取締役の職務の執行を監督する(362条2項)。この解釈に従えば、合議制の機関である取締役会は、業務執行の実行という具体的行為を行うには不向きであるので、実際にはこれを他の者に委任ないし命令して行わせるほかはない。その結果、取締役会は業務執行を代表取締役あるいはCEOをトップとする下部組織である業務執行役員会(常務会などの名称が付けられている)へ委譲にして、次第に、監査機能に特化していった。

図表30は3カ国の取締役会・監査役会の機能分化と権限委譲を整理したものである。この事実は、制度上およびガバナンス構造上からは、各国のガバナンス・モデルの収斂とみなすことができるが、機能面から見ると、ドイツの監査役会の役割の半分は労働者の権利保護にある点や、メンバーのうち株主代表はすべて社外であるが、労働者代表は社内と一部外部の労組の代表である点は、米国と日本のガバナンス・モデルと大きく異なっている。

4. 契約理論とプリンスパル・エージェンシー問題

(1) エージェンシー理論

企業とは何かという命題に対してさまざまなアプローチがされているが、そのなかで、エージェンシー理論とそれを発展させた契約理論によるガバナンス・モデル研究が進んでいる。

米国・モデルは、多数の分散された小口投資家である株主が輩出される過程で、株主は経営者に経営の権限を委託し、経営者は株主の代理人となって経営を行う。両者の関係は、株主をプリンスパルと呼び、経営者をエージェントと呼んでいる。その結果、株主と経営者の間にエージェンシー契約が成立したが、事実上、株主は、コントロール権(経営権)を放棄し、配当金と株式のキャピタルゲインを取得する権利を確保することが主たる目的となった。このように、エージェンシーは契約株主とその委任を受けた取締役、取締役と経営者の間ばかりでなく、上述した取締役会および監査役会の権限委譲により、両機関とそれぞれの下部組織との間でエージェンシー契約が成立している。

(2) エージェンシー・コスト

エージェンシー契約において、プリンスパルである株主とエージェントである経営者の目的

は異なっているので、経営者は事後（契約が結ばれた後）に機会主義的な行動にでる可能性がある。その結果として生じる費用をエージェンシー・コストという。例えば、株主は企業利益を最大にすることを経営者に期待するが、経営者はより多くの報酬や名声を得るために企業規模を拡大しようとするなど自己の利益を追求する。また経営者は株主が期待しているほどの時間と労力を使おうとしない。そこで株主の利益を守るために経営者の行動を規律づける仕組みと法制度を作る必要性が生じた。そのような背景から、米国では、ガバナンス・モデルとは経営者の行動を規律づける仕組みであると定義されることになり、ガバナンス論はプリンシパル・エージェント問題として捉えられている。したがって、企業は誰のものか、ガバナンス・モデルとは何かという問いに対する答えははっきりしている。

Roe (2004) 他が指摘しているように⁽⁵⁴⁾、株式の分散化が進むとフリーライダー問題が生じてエージェンシー・コストを増大させることになる。その理由は、少数の株式しか保有していない株主は容易に株式を手放すので、企業との関係は希薄である。彼らは、経営者のモニタリングや株主利益のために経営者を規律づけるためのコストを支払いたくないし、またそれを行う手段を持ち合わせていない。その結果、株主によるモニタリング機能が低下して、エージェンシー・コストが上昇する。米国の社会では、エージェンシー・コストを低くするために、株主主権の企業哲学を広め、透明性のある会計制度を作り、経営者に成果報酬制度を導入し、経営者の規律づけのために敵対的 TOB を認め、経営者と企業買収者との競争を促す委任状争奪のメカニズムを構築した。

(3) エージェンシー・コストと株主代表訴訟

株主代表訴訟とは、取締役の違法行為によって会社が損害を蒙った場合、会社に代わって取締役に対して損害賠償を請求する権利を株主に認めたものである。この制度は、取締役によるエージェンシー・コストを少なくすることがで

きるが、反面、取締役は高い収益性が期待できるがリスクのともなう投資に対しても過度に慎重になり、結果として株主利益のチャンスを見逃すことになる可能性がある。そこで米国では、「経営判断の原則」と原告に立証の義務を課すことにより、行過ぎた株主代表訴訟を抑制している。これは経営者の責任を追及することによりエージェンシー・コストの削減をはかるのではなく、業績連動型あるいは株価連動型のストックオプションを付与する成果報酬により株主利益のために行動するインセンティブを与えようとする企業哲学を反映したものである。

株主代表訴訟はエージェンシー・コストを引下げる効果があるが、訴訟を起こした株主は、弁護士費用や資料収集のコストを個人的に負担しなければならないが、仮に勝訴しても、取締役は損害額を会社に弁済するので、株主全体がその利益を享受することになる。したがって訴訟を起こさない株主は利益だけ享受しようとするフリーライダー問題が発生するので、株主代表訴訟による株主利益は実現しない可能性がある。

(4) 契約理論

上述したエージェンシー理論は、契約の当事者は限定的ながら合理的に行動し、当事者による私的な契約は完全であると仮定していた。しかしエージェンシー契約を結ぶ際に、不確実性のもとでは、株主と経営者との間で将来起こり得ることも含めてすべての事項を委任契約書に記載することは不可能であり、また仮にそのようなことができたとしても膨大なコストをかけなければならないので、その仮定は現実への妥当性を欠いていた。その結果、委任契約は不完備とならざるをえない。このことを契約の不完備性という。このエージェンシー理論の不足を補い発展させたものが契約の不完備性を分析した契約理論であると言える。

企業は、株主と経営者に限らず、企業と従業員、企業と取引先企業、企業と販売会社や消費者、との間で取引内容や条件について契約を取り交わしている。契約理論はこのように企業は

多数の「契約関係の束」であると考えるところから出発している。

ところが、契約の不完備性や情報の非対称性が存在する場合は、経営者がモラルハザードを引き起こすなどの非効率が発生する。これを予防するために、経営者の行動を規律づける仕組みと経営者にインセンティブを与えること、さらにそれらのための法制度を作る必要性が生じた。そこで、契約理論は、企業を単なる契約の束とみなすだけでなく、企業に対するコントロール権の役割を明示して、企業の所有権やステークホルダーの権限の配分を変えることによって効率性の高いガバナンスを構築しようとする理論となった。その根底にあるのは非効率を最小化することが目的となっている。ここから資本所有とコントロール権の分離はガバナンスの重要なテーマとなった。

5. 所有とコントロール権の分離

(1) 3カ国の会社における所有と経営の分離

まず米国、ドイツ、日本のガバナンス・モデルにおける所有とコントロール権の関係を見てみよう。

上述したように、米国の取締役会は、株主権利の要求の高まりを受けて、外部の独立取締役から構成される監査委員会が監査機能を担う形で株主利益を代弁する監視機能に特化してきている。さらに業務執行権限をCEOを頂点とする業務執行役員に委譲して、取締役会の機能分化が進んでいる。このような状況から、所有の権限は、会社機関のなかで株主総会から取締役会へ、コントロール権は取締役会へ、さらに業務執行役員会へと、それぞれ移ってきている。

ドイツのガバナンス構造では、監査役会が大きな権限を持っているように考えられているが、実際は、取締役会が会社の経営に関して唯一の責任を持ち、法律上もビジネス慣行からも、極めて高い独立性を保持している。取締役会は、株主利益のためではなく、会社の利益⁽⁵⁵⁾のために行動することが義務付けられている。取締役会が持つ経営権の高い独立性と弱い株主権を

示す例として、株式会社法147(3)条によれば、株主資本の5%または50万ユーロの株式を保有する株主は取締役に対して訴訟を起こすことを認めているが、それが失敗した場合はすべての費用は株主が負担しなければならないことになっている。経営者に対する法的手続きは監査委員会によって行われるので、監査委員会はそれに消極的である⁽⁵⁶⁾。

監査役会は取締役の解任権を持っているが、その行使は大きく制限されている。株主は、取締役の選任に関して監査役会の株主代表を通じて取締役会に指示することはできない。また監査役会も株主の意向に反した者を取締役に事実上任命できない。このように内部コントロール・ガバナンスにおいては、会社の権限は株主、監査役会、取締役会に分散されてチェック・アンド・バランスがはかられている。このことは別の面からみれば、所有とコントロール権が分離していることを意味している。

日本では、監査役構造と委員会構造の会社が並存しており、委員会構造では、米国と同様に取締役会の監査と業務執行の機能が分化しているが、監査役構造では、取締役は監査と業務執行の機能を兼任しているので資本と経営が事実上一体化しているようにみえる。しかし本稿のIII-3で、株主総会および取締役会の実態を明らかにしたように、株主総会の実際上の所有の権限は小さく、その形骸化・無力化が進んでいる。また取締役会は、内部昇進者の取締役から構成され、ヒエラルキー構造になっていることから、株主利益の代表としての性格よりも業務執行機関としての性格を強く持っている。このような経緯から、株主とその利益代弁者である取締役会は所有の観念が希薄化し、他方、コントロール権は取締役会と業務執行役員会へと移行したために、所有とコントロール権の分離が拡大している。

(2) 経営者の権限の増大

所有とコントロール権の分離をめぐり、資本サイドと経営サイドのせめぎ合いが行われている。資本サイドは、資本市場から資金を調達す

るうえで、株主利益を確保することが要求されるので、株主利益を代表する取締役会の権限強化を主張する。例えば、委員会構造の構築、社外取締役の増員、業務執行の社内取締役を除外した社外取締役だけの監査委員会の設置など、経営に対する監視機能を強化しようとする。

一方、経営サイドは、グローバル化にともなう競争の激化に対応して、経営意思決定のスピードアップにより経営効率の向上をはかるために、業務執行役員会への権限委譲を要求する。

米国、日本、ドイツのいずれの国においても、程度の差はあるものの、上記の2つの潮流がせめぎ合いながら進行してきた。産業の高度化と複雑化が進み、資本市場において機関投資家が台頭したことなど、企業を取り巻く環境が変化するなかで、株主の残余財産請求権に象徴される所有権の概念は薄れ、コントロール権が大きな価値を有するようになった。コントロール権は、株主総会から取締役会へ、そして業務執行役員会へと移行するにつれて、経営者が大きな権限を有することになった。

(3) 所有とコントロール権の分離のメリットとデメリット

所有とコントロール権の分離は、「諸刃の剣」となる可能性がある。それは社外取締役による監視機能を強めることで経営の透明性を高めることができるが、その反面、企業における情報の非対称性を増大させるので、取締役会と業務執行役員会との情報伝達がスムーズにいかなくなり、業績悪化へとつながる危険性がある。つまり透明性と効率性は二律背反の関係という側面を持っている。

所有とコントロール権の分離は、取締役会が監視機能に特化することによって、経営者の暴走を食い止めることができると考えられていたが、実際は、エンロン事件に典型的に見られたように、経営者の暴走を許していた。

VII. ドイツのガバナンス・モデルに関する法制度 — 共同決定法を中心に —

これまで本稿のIIおよびIV～Vにおいて、ドイ

ツにおけるガバナンス・モデルと金融システムおよび雇用システムとの補完関係について、法制度上からも相当程度論議してきた。そこで、本章は、共同決定法とTOB法を中心に、ガバナンスに関する法制度の変革を概観したうえで、ガバナンス規約とニューヨーク証券取引所の上場基準を対比する。これらの考察を踏まえて、ドイツのガバナンス・モデルは、法制度上は、米国のガバナンス・モデルへと移行しつつあることを示す。

1. ガバナンス・モデルに関する法制度の変革

ドイツでは、法制度における市場志向ガバナンスへの移行は1990年代に入ってから始まった。1990年代以降の注目すべき変革をNowak(2004)の法制度の変遷を記した年表から、ピックアップしてみる⁽⁵⁷⁾。

- (1) 1990年の資本市場法の制定により、それ以前は、株式会社法、証券取引法、銀行法などに分散されていた証券の発行と流通に関する規則や規制が一本化された。
- (2) 1994年の証券取引法(WpHG)により、インサイダー取引が禁止された。インサイダー取引は1994年以前は自主規制であった。他の先進国にくらべて規制が遅れた背景には、ドイツのガバナンス・モデルでは、内部者が私的情報をもとにコントロールを行うシステムであるので、インサイダー取引は当然のこととされていた。
- (3) ドイツ証券取引所(DBAG)は、1997年に新興市場(Neuer Markt)を設立した。2000年までに新興企業の証券発行量と市場での資本化のシェアは50%を超えたが、その後のバブルの崩壊による投資家の信認を失って2001年に閉鎖された。株式市場からの資金調達と市場による企業の規律づけは一過性のものに終わった。
- (4) 1998年、株式安定化法は、国際会計基準(IAS)または米国会計基準(US GAAP)に基づいて連結ベースの財務諸表を作成することを認めた。これによりニューヨーク証券取引所に上場しているドイツ企業(Daimler, Deutsche Telekomなど)は便益を受けた。
- (5) 1998年、企業のコントロールと透明性に関す

る法は、法律上からガバナンスの改革を促した。その主な内容は、監査会の権限を拡大し、企業情報の開示を促進させ、株主総会と銀行のモニタリングに関する規制などである。特に、銀行が5%以上の株式保有している場合、事前に委任状による投票を会社に通知し、どのように投票権を行使するか提案書を提出することになった。このような銀行の委任状投票権の行使を制限したことにより、銀行による企業のガバナンスへの関与が低くなる結果をもたらした。また、同法はドイツ会計基準委員会（GASC）を設立させ、米国の会計基準への移行準備となった。

しかし変革の象徴とみなされている同法は、実際にはガバナンス・モデルの座標軸を内部コントロールから外部コントロールへ転換させたか否かについての評価は分かれている。

- (6) 2000年、ヨーロッパからの投資を誘致するために、減税法により、企業に対する配当課税は2分の1に軽減し、企業は分配した配当金の半分だけを株主の個人所得税のベースとして計上することにしたので、企業はその分を法人税として支払う必要がなくなった。また株式の集中を緩和するために税制の変更を行い、持ち合い株式の売却益を非課税とした。
- (7) 2002年5月に、銀行、金融サービス機関、保険会社をすべての金融市場を横断的に監視し、消費者保護と健全性の監視を行う連邦金融監督庁（BaFin）が設立された。連邦金融監督庁は、イギリスの金融サービス監督庁（FSA）のドイツ版というべき組織で、証券取引の透明性の確保（例えばインサイダー取引の禁止）、開示原則（例えば財務諸表、投票権者の変更）、監視（例えば法令の遵守）の役割を担っている。しかし法律は整備されたが市場の実勢はそこまでっていないのが実情である。2002年にインサイダー取引の刑事訴訟で有罪となったのはたったの1件であった。
- (8) 2000年初頭の失われた証券市場の信任を回復し、企業の資金調達を銀行ローンから資本市場を通じた調達への移行を促すねらいもこめて、債権者保護の会計ルールから資本市場志向の会

計ルールへ移行しつつある。

2002年、第4次の金融市場改革法（FFG4）を発効させ、以下のように広範囲にわたる改正を行った。

- ①市場価格の操縦禁止
- ②証券取引所法の弾力化
- ③経営者および監査役会メンバーの取引開示を法的に義務付ける証券取引法の改正および株主個人の訴訟を認可
- ④証券取引法により開示・透明性の原則を規定し、会社は証券価格に影響を与えるような事態が発生したら、その未公開の新しい情報を直ちに開示する義務を負うことになった。

2. 共同決定法

- (1) 前述したが、ステークホルダー論の根拠として、ドイツでは、会社は「契約の束」という考えがあり、会社は、株主、取締役、従業員、債権者など会社のステークホルダーとの間で非明示的な契約をしているものと理解されている。米国にはないこの概念が具体化されたものが共同決定であると思われる。

石炭・鉄鋼産業では、1951年のモンタン共同決定法に基づいて、労使の代表数が完全比例している監査委員会が設置され、1976年の共同決定法により、そのほかの産業で、2,000人以上の労働者がいる会社の場合、準比例の監査役会を設置することが法的に要求された。監査委員会における投票数が同じ場合、株主代表の会長がキャスティング・ボート（投票決定権）を握っているが、実際には、監査委員のコンセンサスを原則にしている。

会社法161条では、従業員500人未満の中小企業では、共同決定は任意規定であり強制規定ではないが、共同決定が規定されていない場合は、その理由を公開しなければならない。共同決定を行わない会社の監査役会のメンバーは3人か3の倍数の人数で構成されなければならない。

監査役会における共同決定の方式は業種および従業員数によって異なり、**図表31**の通り3つ

図表 31 監査役会における労使代表の構成

モデル	3分の1	完全比例制	準比例制
業種、従業員数	500人以上の株式会社 および有限責任会社	鉱業と石炭産業	2000人以上の株式会社および 有限責任会社（鉱業を除く）
従業員代表	1/3	1/2	1/2
株主代表	2/3	1/2	1/2
その他		中立委員を1名加える	投票結果が同数のとき、 株主代表の会長が決定権を持つ

出所：Krahn and Schmidt, *The German Financial System*, p.361 および Siebert, *The German Economy*, pp.330-331 より作成。

に分類される。

(2) 共同決定法の功罪

監査役会における労使の共同決定は、ステークホルダー間の権限の配分についてのコンセンサスを得ることを目指すものであり、米国のガバナンス・モデルと比較して、企業の決定や業績にどの程度の影響を与えているかについて多くの議論がなされている。

① 会社は株主、従業員、経営者という利害を異にするグループから構成されているので、監査役会および労働協議会における共同決定は、会社の内部で利害を調整し協調的な決定を行うことができるうえに、従業員のモチベーションを高め、会社の業績向上に繋がる。人材が財産となる知的社会の時代に適した制度ともいえる。しかし反面、外部の労組が関与している点で純粋な内部型と言えない。労組はストライキを行うか否かの状況に直面した場合、労働者の利益を追求する労組としての役割と、監査役会のメンバーとして企業の利益を守る役割との間に利益相反を生じさせる。

② 市場メカニズムが機能している労働市場では、労使はそれぞれのリスクとリターンを折半している。労働者は雇用と所得のリスクを負い、会社は倒産リスクを負い、それぞれのリスクに応じたリターンを得ている。ドイツでは、労働に関する法制度により、会社は経営リスクのほかに賃金および雇用の保証を課せられているので労使の負担は不公平になっ

ている。

③ 2001年、ビジネス基本法は労働者保護を強める形で変更された。その結果、経営意思決定のプロセスがより複雑化・非弾力化したので、ドイツ経済が停滞しているにもかかわらず労組の立場を強化させることになった。

3. 敵対的買収と公開買付に関する法制度

米国では、TOBが経営者の規律づけに大きな役割をはたして、その意義は社会的にも認められているが、ドイツにおけるTOBの状況はそれとは異なっている⁽⁵⁸⁾。

- (1) 1997～1999年、Thyssen-Kruppの合併は、政界、労組、メディア、従業員、Thyssenの経営者など世論の猛反対を受けたが、事実上、KruppによるThyssenの買収となった。
- (2) 1998年、Daimler Benz-Chrysler Corporationの合併はクロスボーダ型の合併となった。
- (3) 1999年、Vodafone AirtouchはMannesmann AGに対して最初の敵対的買収を目的とする公開買付を行った。外国企業によるドイツ企業のTOBはドイツのガバナンス文化を破壊すると批判されたが、2000年に、Mannesmannの監査会はVodafoneグループの傘下に入ることに合意した。買収額は史上最大の1,200億ユーロであった。
- (4) 2001年に行われたTOBのなかには、TOBはガバナンスを改善すると最終的に認知されたと受け止められたため世論の反対はおきなかったケースもあった。

上述したように、市場においてTOBが先行する

なかで、TOB に対する法制度の対応が要請され、2001 年、株式の公開買付法（2002 年に発効）が成立した。しかし同法は、定款で TOB に対して、経営者は反 TOB の仕組みと防衛的行動をとることを認めていることから一部には反 TOB 法と言われた。

4. ドイツのガバナンス規約

ここでは、2006 年 6 月に改正されたドイツのガバナンス規約⁽⁵⁹⁾の重要事項を抜粋し、これに対するコメントを付けている。さらにニューヨーク証券取引所の新規株式の上場基準⁽⁶⁰⁾とガバナンス規約を参照することにより、ドイツのガバナンス・モデルが米国のガバナンス・モデルに収斂していく状況を読み取ることができる。

(1) 前文

株主は株式資本を提供し、経営リスクを負っているという視点から株主の権利を認めていることは、株主の位置づけをドイツの会社法の地位よりも米国における株主の地位を意識したものと推察できる。次に、2 層ボード構造について、それは会社法に基づく制度であり、その制度のもとでの取締役会および監査役会のメンバーや権限について概説している。注目すべき点は、2 層ボード構造は、取締役会と監査役会は非常に緊密にうまく連携して事実上の一体化が進み、取締役会だけの 1 層ボード構造に収斂するとしている。規約の前文は、ドイツのガバナンス・モデルを米国モデルに移行させたいという意図が込められている。逆に言えば、現実はそのような状況になっていないということを意味している。

(2) 株主および株主総会

決算や取締役および監査役会メンバーの職務に関する決議のほかに監査役会における株主代表を選任する権限が記載されている。ちなみに、監査役会における労働者代表の選任方法（除く石炭・鉄鋼産業）は、従業員と労組はそれぞれの候補者を代議員会に提案し、当会が候補者の中からメンバーを選任するので、株主総会は労働者代表の選任に関与できない。

(3) 取締役会と監査役会の協力関係

規約は、取締役会は会社全体の利益のために監査役会と密接に協力し、取締役会は監査役会に十分な情報を提供しなければならないとしている。これは両機関の間に存在する情報の非対称性をできるだけ少なくしようとする目的である。また経営者は株主総会または監査役会の許可なしに、買収提案を妨害するような行動をとってはならないと、TOB に対して株主の権利を認めている。

(4) 取締役会

① 取締役会は、他の機関に干渉されず独自に経営を行う権限を持ち、それによって会社利益の最大化と持続的な企業価値の増大を図る義務を負っている。また取締役会は会長と数名の取締役から構成されるので、実際の業務執行は下部組織に委譲されている。そうなること米国の取締役会と執行役員会の機能分担に近づいてきていると言える。取締役会の権限が相対的に強まるとともに、その機能分化が進行しているという点で、ドイツのガバナンス・モデルは米国モデルへ収斂していく様子がみられる。

② 取締役の報酬は監査役会によって決定される。報酬は固定部分と業績連動部分から成り、ストックオプションも含まれ、報酬額は例外を除いて公表されるべきである。

(5) 監査役会

① 監査役会は、取締役会のメンバーの選任と解任の権限を持ち、取締役会の経営について助言と監視を行う。具体的には、定款または監査役会規則により、会社の資産、財務状況、利益に関する変化など基本的に重要事項については監査役会の承認が必要とされる。また監査役会は取締役の報酬を決定する。法律上の条文からみると、監査役会の権限は絶大のように思われるが、実際には、取締役会と協調するか、あるいは取締役会からの制約を受けている。

② 監査役会の下部組織として、専門家から成る監査委員会および報酬委員会、さらには必

要に応じてその他の委員会を設置することができる。監査委員会は財務とリスク管理を担当し、監査報告書を監査役に提出する。このように各種委員会を設置しているドイツの監査役会は米国の取締役会の構造に近づいてきた。この点からはドイツのガバナンス・モデルは米国モデルへ収斂しているように見られる。

- ③ 規約によれば、監査役会は、メンバーの利益相反を回避するために、適当数の独立メンバーが含まなければならないとしている。また、前の取締役会の会長あるいは前の取締役が監査役会会長あるいは監査委員会のメンバーになることが慣例とならないように勧告している。このことは、現実には、取締役会会長から監査役会会長への横滑りが一般的に行われていることを示唆している。この現象は、米国企業の CEO が取締役会会長を兼任していることと同じ意味を持っている。つまり、ドイツの2層ボード構造は、事実上、米国の1層ボード構造へ収斂していることを示している。
- ④ 規約によれば、監査役会のメンバーは5社以上の他の会社の監査役会のメンバーを引受けてはならないと勧告している。このことは監査役会メンバーの掛け持ちが一般的に行われており、監査役会の形骸化が懸念されていることを示している。

5. ニューヨーク証券取引所の上場基準

2002年7月に、サーベンス・オクスリー法が制定され、エンロン事件で露呈した米国のガバナンス・モデルの機能不全を修復するため、ガバナンス・モデルおよび情報開示に関する会社法ならびに証券取引諸法の抜本的な改正と罰則の強化を行った。同法の趣旨に沿って、証券取引委員会の規則やニューヨーク証券取引所の上場基準が改正された。改正後の上場基準は、2004年11月に発効し、その改革の主要な点は以下の通りである。

(1) 取締役の役割と資格

取締役会は取締役のうち独立取締役が過半数

を占めていなければならない。独立取締役のみの定期的会合を設ける。

(2) 監査委員会の構成と役割

- ① 監査、指名・ガバナンス、報酬の3つの重要な委員会は完全に独立した取締役によって構成されなければならない。
- ② 監査委員会は、最低3名の取締役によって構成され、独立取締役のうち最低1名は会計または財務管理の専門家であることが必要である。
- ③ 監査委員会の役割は、1)財務諸表の適正、2)コンプライアンス（法令遵守）の状況、3)独立取締役の資格と独立性、4)会社の内部コントロールの遂行、に対する監査を行い、監査報告書を作成する。

(3) 情報開示の強化

会社は内部統制システムを構築しなければならない。監査委員会は内部統制システムを通じて監査を行う。

終わりに 一本稿の結論

本稿のⅠ～Ⅶにおける考察により、米国、ドイツ、日本のガバナンス・モデルのいずれにおいても共通する本質的な問題が提起された。それらはガバナンス・モデルの進化と収斂を示す5つの指標である。

これらは、「ドイツのガバナンス・モデルは米国モデルに収斂するか」というテーマに対して、指標の(1)、(2)、(3)は収斂の可能性を示す論拠となり、一方、(4)と(5)は収斂に否定的な見解を導き出すことになる。

本稿は、後者の立場を支持するものであり、ガバナンス・モデルは歴史的所産であり、他の制度、とくにドイツの場合は雇用システムとの強い補完性から、容易に収斂しないであろうと考えている。以下、指標(1)～(5)に沿って、それぞれの論拠を述べる。

- (1) 監査役会と取締役会における機能分化と権限委譲にともなう所有とコントロール権の分離
1990年代以降のグローバリゼーションの進

展により、監視と業務執行の2つの機能を持つ米国の取締役会および日本の委員会構造の取締役会は、資本の効率性を高めるための経営者に対する監視強化と、経営環境の急速な変化に対応する迅速な経営意思決定という、いわば相反する要求を迫られた。その結果、取締役会は外部の人材から構成される監査委員会等を設置して経営者に対する監視・監査機能に特化していくとともに、その監査権限を監査委員会に、その業務執行権限を業務執行役員会に、それぞれ委譲することになった。また日本の監査役会社の取締役会は、監視・監査機能を実質的な権限を持たない監査役（会）に委ねて、業務執行に傾斜しているので強いコントロール権を持つようになり所有の観念は希薄になった。ドイツの監査役会も、米国の取締役会と同様に、その下部組織である各種委員会を設置して監査業務の委譲をはかり、取締役会は、実際の業務執行を業務執行役員会に権限を委譲している。

これらの事実から明らかなように、いずれの国においても、会社機関のなかで株主（総会）の所有の権限は小さくなり、コントロール権は取締役会へ、さらに業務執行役員会へと、それぞれ移ってきており、所有とコントロール権の分離が進行している。

(2) 監視機能と情報の非対称性のトレードオフ

情報の非対称性は米国に限らずドイツや日本を含むすべてのガバナンス構造に存在する構造的な問題である。上述したように、各国における取締役会および監査役会における機能分化と権限委譲が進んだ結果、情報の非対称性とガバナンスの監視・監査機能との二律背反が生じ、経営者の権限拡大をもたらすことになった。つまり、ガバナンスの監視機能を高めれば、情報の非対称性が大きくなり、経済の効率性が低下してしまい、逆に、情報の非対称性を小さくしようとするれば、監視機能は低下して経営者のオーバーラン（暴走）を許してしまうことになる。そこで、米国の取締役会および日本の委員会構造では、CEOあるいは代表執行役が取締役を兼任している。ドイツでは、通常、元の取

締役会会長が監査役会会長もしくは監査役会メンバーに就任している。これらの措置は業務執行機関である取締役会と監査機関である監査委員会あるいは監査役会との間の情報の非対称性を少なくする上で効果があるが、反面、監査機能が低下するというジレンマを抱えることになる。

(3) ドイツの会社法と会計基準

会社法を始めとするガバナンス・モデルに関する法制度は、現実の個々の企業のガバナンスの実態や国民の意識よりも先行して、米国の法制度へと移行が進んでいる。

本稿では言及していないが、EUは国際会計基準の導入を進めており、ドイツも国際会計基準への適用を迫られている。平松（2007）によれば、ドイツは2002年にヨーロッパ議会および閣僚理事会が定めた規則を受入れることになり、証券市場で資金調達する企業の連結財務諸表は国際財務報告（IFRS）／国際会計基準（IAS）に準拠することを義務づけた。ただし、配当計算や課税上の問題から、別途、従来の商法典に準拠した個別財務諸表の作成を要求している。その後の動きとして、ドイツの企業が米国の証券取引所に上場する場合、米国証券取引委員会は、ドイツ企業が国際財務報告／国際会計基準に則った財務諸表を提出することを認める決定をしたという。

(4) ドイツのガバナンス・モデルと金融システムならびに雇用システムとの補完性

まず企業部門の特徴として、企業における資本の所有構造は他の企業や金融機関との株式持合いにより、株主の塊（block shareholder）といわれるほど大株主に資本が集中している。

次に、金融セクターは、業態別に営業区域と顧客の棲み分けが行われている、いわゆる3層構造になっていて、競争原理が働いていない。さらに営利を目的とせず、地域・個人金融に特化した貯蓄銀行と協同組合が大きなシェアと役割を持っている。

さらに、雇用システムは、共同決定法に基づき、監査役会や労働協議会において従業員や労

組が経営権にまで関与している。なかでも社会契約の当事者である使用者連盟と労組との間で締結された団体賃金契約は法的強制力を持っており、賃金は市場メカニズムによって決定されない。また、内部労働市場に依存した長期継続的な雇用関係のもとで、終身雇用、年功賃金、退職金、企業年金、失業保障、に象徴される雇用制度が維持されている。

(5) 歴史的所産に起因するガバナンス・モデルの多様性

ドイツにおける労働者保護政策の歴史は古く、1919年のワイマール憲法で団結の自由が保障された。ドイツの社会は、先に例示したシーメンス (Siemens) の雇用および福利厚生政策からもわかるように、19世紀からの社会民主主義の伝統を引き継いでいる。上述した長期雇用関係のもとで、労働者は安定性志向・リスク回避の行動をとるが、それは部分的に経営者や債権者 (金融機関) の利益と共有する。その結果、経営者、銀行、従業員が会社のステークホルダーの中心となるガバナンスが形成されている。今日でも、ドイツの社会では、共同決定法の変更・廃止や株主志向ガバナンス・モデルへの移行を公に主張することはタブー視されている。

今後の展望としては、米国のガバナンス・モデルに関する法制度の導入が進められるが、法制度上のガバナンス構造は同じになっても、市場志向ガバナンスへ早期にスムーズには収斂しないであろうし、経済的効率性に優れたガバナンス・モデルに移行するとは限らない。その最大の障害は、前述したように、ドイツの伝統的な雇用システムが根強く機能していることにある。

さらに、本稿は、ガバナンス・モデルをグローバルな視点から考えれば、次の2点を追加したい。

- (A) ガバナンス・モデルの優劣は経済的効率性のみが基準となるのではないので、米国のガバナンス・モデルあるいはドイツや日本のガバナンス・モデルのいずれかが優れていると断定することはできないと考えている。
- (B) 米国、ドイツ、日本のいずれの国においても、

資本市場からの資金調達のコストが高い大企業は株主志向・外部コントロール・ガバナンスを採用するが、銀行借入に依存する中小企業はステークホルダー志向・内部コントロール・ガバナンスを存続させる。したがって資本市場から資金調達する途が閉ざされている米国の中小企業は銀行借入に依存しており、資本市場による企業の規律づけは行われていない。逆に、ドイツの大企業は世界の資本市場から資金調達を行っているため株主志向のガバナンスを導入せざるをえない。本稿は、ガバナンス・モデルの典型例として米国、ドイツおよび日本を取り上げたが、現実には、それぞれの国や地域において異なるガバナンス・モデルが並存しているというガバナンス・モデルの多様性を指摘できる。

注

- (1) 青木昌彦、『比較制度分析に向けて』, p.303 参照
- (2) Hopt, Wymeersch, Kanda, and Baum (eds.), *Corporate Governance in Context Corporation, States, and Markets in Europe, Japan, and the US*, p.755, Annex 1 より
- (3) Gordon & Roe (eds.), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, pp.45-48 参照
- (4) Monks and Minow, *Corporate Governance*, p.47 より
- (5) 小佐野広, 『コーポレートガバナンスの経済学』, pp.97-98 より
- (6) 弥永真生, 『リーガルマインド会社法』, pp.246-247 参照
- (7) Milgrom and Roberts, 日本語訳『組織の経済学』, p.15 より
- (8) 三輪芳郎他, 『会社法の経済学』, pp.81~82 より
- (9) 同上, p.187 参照
- (10) 小佐野広, 前掲書, pp.144-147 参照
- (11) Monks and Minow, op.cit., p.21 より
- (12) ガバナンス・モデルでもイギリスと米国では多少の違いがある。イギリスでは取締役会の独立性が強く、最高経営責任者 (CEO) の 95%は取締役を兼任していないが、米国では、通常、CEO は取締役を兼任している。
- (13) Charkham and Simpson, *The Future of Shareholder Power and Responsibility* 日本語訳『株主の力と責任』所収, 付録2および3より
- (14) 三輪芳郎他, 前掲書, p.80 のなかで、胥鵬は竹下 (1993) を紹介している。
- (15) URL http://www.gm.com/company/investor_information/corp_gov/guidelines.html

- (16) 5項目の独立性基準が定められているが、詳細な点を省略すると、基本的には過去3カ年間にGMと利害関係を持っていないことが条件の骨子である。
- (17) Krahn and Schmidt (eds.), *The German Financial System*, pp.50-56 参照
- (18) Ibid., p.200 より
- (19) Monks and Minow, op.cit., p.345 より
- (20) Krahn and Schmidt (eds.), op.cit., p.248 脚注
- (21) ドイツの証券取引所は、公式市場(amtlicher Markt)、準公式市場(gergelter Markt)店頭市場(Freiverkehr)の3つの種類がある。(Krahn and Schmidt, 前掲書 P37 より)
- 図表7の上場株式会社数は3つの市場の上場企業と推測される。ちなみに図表9は公式市場の上場企業数である。
- (22) Siebert, *The German Economy*, pp.228-231, 2005 より
- (23) URL <http://www.siemens.com>, Siemens AG, Corporate Information, (ただし、定款は2003年11月版)
- (24) 弥永真生, 前掲書, pp.114-118, および宮島司『会社法概説 第三版』, p.182, p.252 参照
- (25) 執行役は、監査役会社の取締役会の下部組織である執行役員の地位とは異なり、委員会設置会社の法的機関である。執行役が2名以上いる場合は、取締役会の決議により代表執行役を選任する。代表執行役は会社を代表する。
- (26) 社外取締役とは、会社の取締役であって、現在および過去において、その会社または子会社の取締役、執行役、支配人その他の使用人でないものをいう。
- (27) アニュアルレポート 2005 および米国証券取引委員会・年次報告書 2005年3月期 Form20-F より (URL <http://www.toyota.co.jp/jp/ir/library/annual/pdf/2005/index.html>)
- (28) Krahn and Schmidt (eds.), op.cit., p.408 参照
- (29) Schmidt and Spindler, *The Journal of International Economics*, Vol.17, p.94 より
- (30) Hackethal, Schmidt & Tyrell, "Banks and German Corporate Governance," *The Journal of International Economics*, Vol.13, の Abstract の部分を参照
- (31) 宮島司, 前掲書, pp.235-260 参照
- (32) 同上, pp.224-225 より
- (33) 三輪芳郎他, 前掲書, および宮島司, 前掲書を参照
- (34) Gordon and Roe (eds.), op.cit., pp.37-40 より
- (35) 青木昌彦, 前掲書, p.356 より
- (36) Gordon and Roe, (eds.), op.cit., pp.6-18 より
- (37) Ibid., pp.69-113 より
- (38) 富山和彦, 「人的資本時代と企業統治」, 日経経済教室, 06.7.7 および香西泰, 「検証 米国型資本主義」, 日経新聞, 02.8.8
- (39) Krahn and Schmidt (eds.), op.cit., pp.14-18, p.389 より
- (40) 青木昌彦, 前掲書, pp.245-250 より
- (41) Hackethal and Schmidt, *Finance & Accounting*, No.33, Schmidt, *Finance & Accounting*, No.162 参照
- (42) Krahn and Schmidt (eds.), op.cit., p.237 より
- (43) Ibid., p.377 より
- 株式会社法 135(10)に従い、銀行は預託株式の議決権の行使をする場合には、どのように行使するかについての提案書を顧客に提出しなければならない。(128条) その提案書には銀行自身の利益を反映させてはならない。銀行は担当の取締役を任命して、議決権が適法に行われることを監視し、それを記録しなければならない。銀行は会社の株式資本の5%以上を保有している顧客の議決権については顧客からの特別の指示がない限り議決権を行使することはできない。(135-1条)
- (44) 銀行(credit co-operative bank)の名称が付けられているが、上記の業務内容のほかに組合員の議決により運営されている実態から信用協同組合という訳語を用いた。ただし、信用組合の2つの中央機関(WGZ Bank と DZ-Bank)は商業銀行業務と投資銀行業務を行っているので銀行の名称を用いる。
- (45) Krahn and Schmidt (eds.), op.cit., Table 7.3, p.212 参照
- (46) Hackethal and Schmidt, *Finance & Accounting*, No.147, pp.2-4 より
- (47) Siebert, op.cit., Chapter 4, 10, 14 参照
- (48) 企業の事業所ごとに労働者が選出した代表から成る委員会、使用者は労働条件他に関する事業所協定を締結できる。事業所委員会とも訳されている。
- (49) Milgrom and Roberts, 前掲書, pp.166-167 より
- スクリーニングとは、会社は従業員に多様な情報の選択肢を示し、その回答によって従業員の私的情報を入手して、会社の基準に適合した労働の質を持った従業員だけを選び出す仕組み。シグナリングとは、自己の能力・知識・経験をアピールすること。
- (50) Siebert, op.cit., pp.98-100, p.101, p.104 より
- (51) Berle and Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Book 1, pp.47-125 参照
- (52) Milgrom and Roberts, 前掲書, pp.90-91 ほか参照
- (53) 経営者の範疇には米国と日本の委員会構造の会社ではCEO(最高経営責任者)、社内業務執行取締役と執行役員が該当し、日本の監査役構造の会社では、代表取締役、業務執行取締役と執行役員が該当する。ドイツでは、監査役会による監査機能と取締役会による業務執行機能とに分離されているので、取締役会のすべての取締役は経営者である。
- (54) Gordon and Roe, op.cit., pp.255-265 参照
- (55) 会社の利益とは、株主、債権者、従業員の利益を包含した曖昧な法的概念であると理解されている。しかしほとんどの企業の定款では明記されている。
- (56) Krahn and Schmidt (eds.), op.cit., p.367 より
- (57) Ibid., pp.425-446 より
- (58) Ibid., pp.441-444 より
- (59) Owen, Kirchmaier and Grant, *Corporate Governance in*

the US and Europe, 所収の Appendix, “German Corporate Governance Code,” pp.133-144, June 12, 2006 より
(60) Ibid., Appendix, “US-NYSE New Listing Standards,” pp.117-132 より

参考文献

- 今井賢一・小宮隆太郎編 (2000). 『日本の企業』, 東京大学出版会.
- 江頭憲治郎 (2006). 『株式会社法』, 有斐閣.
- 小佐野広 (2001). 『コーポレートガバナンスの経済学』, 日本経済新聞社.
- 平松一夫 [編著] (2007). 『国際財務報告書』 中央経済社.
- 深尾光洋・森田泰子 (1999). 『企業ガバナンス構造の国際比較』, 日本経済新聞社.
- 宮島司 (2002). 『会社法概説 第三版』, 弘文堂.
- 三輪芳郎/神田秀樹/柳川範之 [編] (1998). 『会社法の経済学』, 東京大学出版会.
- 弥永真生 (2006). 『リーガルマインド 会社法 第10版』, 有斐閣.
- Aoki, M. (2001). *Towards a Comparative Institutional Analysis*, MIT Press 日本語訳『比較制度分析に向けて』(瀧澤弘和/谷口和弘訳, NTT出版, 2001).
- Galbraith, J. and W. Darity (1994). *Macroeconomics*, 日本語訳『現代マクロ経済学』(塚原康博・白井邦彦・太田耕史郎・駒村康平・馬場正弘訳, TBSブリタニカ, 1998).
- Charkham, J. and A. Simpson (1999). *The Future of Shareholder Power and Responsibility*, Oxford University Press 日本語訳『株主の力と責任』(奥村有敬訳, 日本経済新聞社, 2001).
- Milgrom, P. and J. Roberts (1992). *Economics, Organization, and Management*. 日本語訳『組織の経済学』(奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳, NTT出版, 1997).
- Monks, R. A. G. and Nell Minow (1995). *Corporate Governance*, 日本語訳『コーポレートガバナンス』(ビジネス・ブレイク太田昭和訳, 生産性出版, 1999).
- Berle, A. and G. Means (1932). *Modern Corporation and Private Property*, New York The Macmillan Company, Book 1, Chapter 4, 5, 6.
- Deutsche Bundesbank. *Monthly Report*, January, 2000.
- Gordon, J. N. and M. J. Roe.(eds.) (2004). *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge University Press.
- Hackethal, A. / R. H. Schmidt, (2000). “Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results” *Working Paper Series: Finance & Accounting*, No. 33.
- , (2005). “Structural Change in German Banking System?” *Working Paper Series : Finance & Accounting*, No. 147.
- Hackethal, A. / R. H. Schmidt, and M. Tyrell, (2005). “Banks and German Corporate Governance: on the way to a capital market-based system?” *The Journal of Interdisciplinary Economics*, Vol. 13.
- , (2006). “The transformation of German financial system,” *revue d’économie politique*.
- Hopt, K. J., E. Wymeersch., H. Kanda., and H. Baum, (eds.) (2005). *Corporate Governance in Context Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US*, Oxford University Press.
- Krahen, J.P. and R. H. Schmidt (eds.) (2004). *The German Financial System*, Oxford University Press.
- Roe, M. J. (1994). *Strong Managers Weak Owners-The Political Roots of American Corporate Finance-*, Princeton University Press.
- Schmidt, R. (2006). “Stakeholder orientation, systemic consistency and stability of German corporate governance”, *Finance and Accounting Paper*, March 2006, No.162.
- Schmidt, R. and G. Spindler, (2006). “On the Convergence of National Corporate Governance Systems: A note on Braendle and Noll,” *The Journal of Interdisciplinary Economics*, Vol. 17.
- Siebert, H. (2005). *The German Economy*, Princeton University Press.
- ドイツの雇用システムに関して, Siebert のほかに以下の著書を参照した。
- 荒木尚士・山川隆一/労働政策研究・研修機構編 (2006). 『諸外国の労働契約法制』.
- 田端博邦 (2007). 『グローバル化と労働世界の変容』, 旬報社.