

ドイツのコーポレート・ガバナンス・
コーデクス (DCGK)
—ゲルムとヴェルダーの実証分析を中心として—

海道 ノブチカ

I 序

ドイツでは1990年代の企業不祥事を契機に積極的にコーポレート・ガバナンス改革が推し進められた。この改革の動きは、まず1998年の「企業領域におけるコントロールおよび透明性に関する法律」(Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, KonTraG, 以下 KonTraG と略記) にみられる。KonTraG の成立を踏まえて2000年1月にはフランクフルト大学教授のバウムス (Baums, T.) を座長とするフランクフルト・グループ (Grundsatzkommission Corporate Governance) と呼ばれる民間の委員会よりコーポレート・ガバナンス原則 (Code of Best Practice) が公表されており、また2000年6月にはベルリン工科大学教授のヴェルダー (v. Werder, A.) を代表 (Sprecher) とする民間の委員会であるベルリン・グループ (Berliner Initiativkreis German Code of Corporate Governance) からコーポレート・ガバナンス原則 (German Code of Corporate Governance, GCCG) が公表されている。さらに政府も2000年5月29日にバウムスを委員長に政府の諮問委員会として「コーポレート・ガバナンス委員会」を設置し、ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムの見直しと具体的な勧告を行うように諮問した。そして300ページを超える報告書は、2001年7月10日に公表されている (Baums 2001、平田 2002、早川 2002)¹⁾。

このバウムス委員会の報告書を受けてドイツ司法省は、2001年9月6日にドイツの上場企業が従うべきコーポレート・ガバナンス原則を策定するためにティッセン・クルップ社の監査役会会長クロンメ（Cromme, G.）を委員長に政府委員会を設置した。そして2002年2月26日にこの委員会より「ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コーデクス」（Deutscher Corporate Governance Kodex, DCGK）が公表された。このコーデクスは、随時改訂され、最新のものは2010年5月26日に公表されている。

ここではドイツの企業がソフト・ローとしてのドイツ・コーポレート・ガバナンス・コーデクスにどの程度準拠しているかを2004年時点のゲルム（Germ, E.）と2009年時点のヴェルダールの実証分析に基づいて検証し、ドイツでのコーポレート・ガバナンスの実状を解明したい。

II ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コーデクスの特徴

ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コーデクスの特徴は、次の3点にある。まず第1は、ドイツの上場企業の透明性を高めることによって内外の株主・投資家の権利の保護を拡充する点、さらに顧客、従業員、公共一般の信頼性を高めることにある。また第2は、監査役会の機能を拡充し、明確化する点にあり、第3は、監査役と決算監査人の独立性を確保する点にある（海道 2005、28ページ以下）。

このドイツ・コーポレート・ガバナンス・コーデクスの構成は、以下のようになっている。

1. 序文
2. 株主および株主総会

1) この委員会は2つの任務を負っており、第1は、ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムの欠陥を明らかにすることであり、第2は、資本市場のグローバル化と国際化に伴うドイツの企業構造や市場構造の変化に応じてドイツの法制度の現代化に関して提言を行うことにある。

- 2.1 株主
- 2.2 株主総会
- 2.3 株主総会の招集・議決権の代理人
3. 取締役と監査役会の連携
4. 取締役
 - 4.1 任務
 - 4.2 構成および報酬
 - 4.3 利益相反
5. 監査役会
 - 5.1 任務および権限
 - 5.2 監査役会会長の任務と権限
 - 5.3 委員会の設置
 - 5.4 構成および報酬
 - 5.5 利益相反
 - 5.6 効率性の監査
6. 透明性
7. 決算報告書および決算監査
 - 7.1 決算報告書
 - 7.2 決算監査

このコードクスには「すべきである (soll)」で示される勧告 (Empfehlungen) と「するものとする (sollte)」または「することができる (kann)」で示される推奨 (Anregungen) の2種類がある。会社は勧告と異なる行動をとることもできるが、その場合には「遵守または説明」の原則に基づいてどの程度勧告から逸脱しているのか、その理由を取締役会と監査役会による準拠声明書 (Entsprechenserklärung) において毎年公表しなければならない。そしてこの準拠声明書は株主に開示されなければならない (株式法 161条)。これに対して推奨に関しては、会社は開示することなしに異なる行動をとる

ことができる。従って「するものとする」あるいは「することができる」という概念が使われている。

Ⅲ 準拠声明書についてのゲルムの実証分析

ゲルムは、2004年時点での上場企業181社と非上場企業206社の準拠声明書に基づいて勧告と推奨の準拠率に関して実証分析を行っている。その準拠声明書の基礎となっているのは、Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 21. Mai 2003である。ここでゲルムの調査方法について言及しておこう。勧告と推奨をどのように区別するのに関しては、上述の soll の規定であるか、あるいは sollte の規定であるかに応じて区分する方法と規定の内容に応じて区分する方法がある。ゲルムは、単純に soll か sollte かで区分するのではなく、規定の内容を吟味して区分する方法を選択している。それによると2004年の調査時点でコーデクスには72の勧告と19の推奨が存在する(Gerum 2007, S. 392)。

また分析がどのような方法に基づくかに関しては、準拠声明書それ自体を調査し、分析する方法と各企業に勧告や推奨に準拠しているかどうかをアンケート調査する方法とがある。ゲルムは、アンケート方式を採用するのではなく、準拠声明書を直接分析している。その方が調査結果の信頼性を高めることができると考えている²⁾。

図表1に示されているとおり上場企業はすべて準拠声明書を公表している。ただしコーデクスの勧告に完全に従っている企業は11%にしか過ぎず、大多数の企業は個別の項目についてみると勧告からは逸脱している。また非上場企業は、5%が準拠声明書を公表しているにすぎない。さらに推奨に関しては公表が義務づけられていないので単に8%の企業が準拠声明書を公表しているにすぎない。

2) この点に関してゲルムは、次に述べるヴェルダーのアンケート方式による研究方法に対して懐疑的である。各企業のホームページ上の準拠声明書より必要な情報は全て得られるからである (Gerum 2007, S. 392)。

図表 1 準拠証明書

規定	2004年 上場企業		2004年 非上場企業
	全体 (N=181)	共同決定企業 (N=141)	(N=206)
準拠証明書の公表			
－公表している	181 (100%)	141 (100%)	11 (5%)
－公表していない	－	－	195 (95%)
勧告への準拠			
－準拠している	181 (100%)	141 (100%)	11 (5%)
内訳			
－完全に準拠	20 (11%)	16 (11%)	1 (9%)
－一部逸脱	161 (89%)	125 (89%)	10 (91%)
－準拠していない	－	－	195 (95%)
推奨への準拠			
－準拠している	15 (8%)	11 (8%)	1 (1%)
内訳			
－完全に準拠	3 (20%)	1 (9%)	－
－一部逸脱	12 (80%)	10 (91%)	1 (100%)
－準拠していない	166 (92%)	130 (92%)	205 (99%)

出所：Gerum 2007, S. 391, Tab. 8.1

ゲルムは個々の企業が勧告と推奨にどの程度従っているかについて準拠証明書に基づいて調査を行っている。詳細は図表2のとおりである。

図表2によればコードクスからの逸脱が顕著なのは「取締役」と「監査役会」の項目である。これに対して株主に関連する「株主と株主総会」および「透明性」の項目に関しては準拠率はかなり高い。まず「株主と株主総会」の項目に関しては「資料とともに株主総会の議事日程をインターネットに公開し (DCGK 2003 Ziffer 2.3.1 Abs. 1 Satz 3)、また取締役は株主の指示に従って議決権を行使する代理人を選任しなければならない (DCGK 2003 Ziffer 2.3.3 Satz 3)」という勧告の準拠率が高い。「取締役」と「監査役会」の項目

図表2 勧告の準拠率

規定	2004年 上場企業	
	全体 (N=181)	共同決定企業 (N=141)
株主と株主総会 [勧告5項目]		
－完全に準拠	156 (86%)	121 (86%)
－一部準拠/準拠していない	25 (14%)	20 (14%)
取締役と監査役会の連携 [勧告4項目]		
－完全に準拠	92 (51%)	70 (50%)
－一部準拠/準拠していない	89 (49%)	71 (50%)
取締役 [勧告18項目]		
－完全に準拠	42 (23%)	29 (21%)
－一部準拠/準拠していない	139 (77%)	112 (79%)
監査役会 [勧告23項目]		
－完全に準拠	38 (21%)	31 (22%)
－一部準拠/準拠していない	143 (79%)	110 (78%)
透明性 [勧告9項目]		
－完全に準拠	153 (84%)	117 (83%)
－一部準拠/準拠していない	28 (16%)	24 (17%)
計算と監査 [勧告13項目]		
－完全に準拠	99 (55%)	71 (50%)
－一部準拠/準拠していない	82 (45%)	70 (50%)

出所：Gerum 2007, S. 393, Tab. 8.2

に関しては取締役構成員の報酬の個別開示 (DCGK 2003 Ziffer 4.2.4 Satz 2) と監査役報酬の個別開示 (DCGK 2003 Ziffer 5.4.5 Abs. 3 Satz 1) の準拠率

が低い。これはゲルムの調査した2004年時点ではドイツでもまだ取締役の報酬の個別開示が法律により義務づけられていなかったためである。その後2005年8月に「取締役の報酬の開示に関する法律、取締役の報酬開示法」(Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen, Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz, VorstOG) が成立し、それによりドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードクスにおける個別開示の勧告に法的な拘束力が与えられた。同法1条によると上場企業は個々の取締役ごとに名前を挙げて報酬の総額を記載し、そのさい成果に依存しない固定部分と成果に依存する変動部分と長期のインセンティブ作用のある部分とに分けて記載しなければならないと規定されている。

透明性に関しては取締役と監査役の株式所有についてそれが会社の発行した株式の1%を超える場合にはコンツェルン決算書の付属明細書に報告しなければならないが、この点に関しては乖離がみられる (DCGK 2003 Ziffer 6.6)。また決算報告書と監査については、コンツェルン決算報告書の開示時期に関して乖離がみられる。コードクスによるとコンツェルン決算報告書は、事業年度末から90日以内に開示しなければならないし、また中間報告書は報告時期の終了後45日以内に開示しなければならないと定められている (DCGK 2003 Ziffer 7.1.2)。

次に推奨の準拠率についてみると図表3のようになる。すでに述べたように推奨に関しては上場企業の準拠率はかなり低い。準拠率の低い項目を具体的にあげると、株主がインターネット等の最新のコミュニケーション手段を利用して株主総会の状況を把握できるようにする点 (DCGK 2003 Ziffer 2.3.4)、共同決定のおこなわれている企業では株主の代表と従業員の代表はそれぞれ別に監査役会の会議の準備を行うべきである (DCGK 2003 Ziffer 3.6) といった点である。

さらにゲルムは、調査結果に基づきコードクスへの準拠の実態を現実的な4つのクラスターに分類している (Gerum 2007, S. 397 ff.)。企業が勧告に従わない場合を個別に集計し、類型化している。ゲルムによるとコードクス

図表3 推奨の準拠率

規定	2004年 上場企業	
	全体 (N=181)	共同決定企業 (N=141)
株主と株主総会 [推奨2項目]		
－完全に準拠	8 (4%)	6 (4%)
－一部準拠/準拠していない	7 (4%)	5 (4%)
－声明書なし	166 (92%)	130 (92%)
取締役と監査役会の連携 [推奨4項目]		
－完全に準拠	12 (7%)	10 (7%)
－一部準拠/準拠していない	3 (1%)	1 (1%)
－声明書なし	166 (92%)	130 (92%)
取締役 [推奨4項目]		
－完全に準拠	13 (7%)	10 (7%)
－一部準拠/準拠していない	2 (1%)	1 (1%)
－声明書なし	166 (92%)	130 (92%)
監査役会 [推奨8項目]		
－完全に準拠	8 (4%)	6 (4%)
－一部準拠/準拠していない	7 (4%)	5 (4%)
－声明書なし	166 (92%)	130 (92%)
透明性 [推奨1項目]		
－完全に準拠	12 (7%)	9 (7%)
－一部準拠/準拠していない	3 (1%)	2 (1%)
－声明書なし	166 (92%)	130 (92%)

出所：Gerum 2007, S. 396, Tab. 8.3

の全ての勧告に準拠している企業は181社中20社（11%）にしかすぎない（クラスターⅠ）。クラスターⅡは取締役の報酬の個別開示が行われない場合である。クラスターⅡに分類された企業は、90社（50%）である。このクラスターⅠとⅡで上場企業の約2/3を占めている。またクラスターⅢは、取締役と監査役の報酬の個別開示を行わないだけでなく、コンツェルン決算報告書と中間報告書の公開期日を守らない場合である。このクラスターⅢに分類された企業は、35社（19%）である。クラスターⅣは、報酬の開示や決算書類の開示期日に関してさらに乖離がみられる場合である。クラスターⅣは、36社（20%）である。ゲルムは、大企業や国際的な企業は資本市場へのシグナルとしてコードクスに準拠する傾向が強く、特に資本市場に近い金融業や保険業が他の部門よりもコードクスに準拠している率が高いと指摘している。このクラスター分析も2004年時点のものなので取締役の報酬の個別開示が義務づけられた2005年以前の調査であり、個別開示に関しては現状とはかなり異なった調査結果となっている。

コードクスの現在の準拠状況についてはコーポレート・ガバナンス委員会の委託を受けてコーポレート・ガバナンス・ベルリンセンター（Berlin Center of Corporate Governance, BCCG）がヴェルダーとタラウリカール（Talaular, T.）の指導の下に2003年以来、毎年コードクス報告書（Kodex Report）を出している（von Werder 2010, S. 853、正井 2008、236、262ページ）。最近の状況を明らかにするために、次にこのヴェルダーのコードクス報告書 2010に基づいて2009年に関してコードクスの準拠状況についてみることにする。その基礎となっているのは Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 18. Juni 2009 である。

Ⅳ コードクス報告書2010 (Kodex Report 2010)

1. アンケート対象企業

このコードクス報告書2010では、2009年6月のDCGKの見直しに基づく総計82の勧告と16の推奨に関して企業が現在コードクスに準拠しているかど

うか、また将来も準拠するかどうかについてアンケート調査をもとに分析が行われている。ゲルムとは異なりヴェルダールは、準拠報告書に基づくのではなく、各企業に対するアンケート調査の手法を用いている。

特に2009年の見直しに基づいて新たに設けられた勧告と推奨に関しても分析が行われている。アンケートはフランクフルト証券取引所に上場している605社に発送され、229社から回答があった。そのうち利用可能なものは175社からの回答であった。内訳はDAX企業27社、TecDAX企業13社、MDAX企業36社、SDAX企業23社、その他のプライム・スタンダードを満たしている企業43社およびジェネラル・スタンダードを満たしている企業33社である。

DAX (Deutscher Aktienindex) は、周知のようにフランクフルト証券取引所で取引されるドイツの主要企業30社の株価指数である。またMDAX (Mid-Cap-DAX) は、1996年1月19日に導入されDAX 30社に次ぐ規模の50社の株価指数で、主として中堅企業の株価指数である。SDAX (Small-Cap-DAX) は、1999年6月21日に導入されMDAXに次ぐ規模の50社の株価指数であり、TecDax は、2003年3月24日に導入されたテクノロジー部門の上位30社の株価指数である。これら4つの指標の企業は、高度の透明性を要求されるプライム・スタンダードを満たしている。グローバルな市場セグメントを対象とするプライム・スタンダードでは、四半期ごとの報告書の開示、国際会計基準の適用、タイムリーな情報開示、英語での情報開示などの項目の準拠が求められている。これに対してジェネラル・スタンダードは、主として国内市場をターゲットとする中小企業を対象としており、ジェネラル・スタンダードでは法律上義務づけられている情報を開示すればよい。

2. 勧告の準拠率

コーデクス報告書2010の調査結果は図表4に示されている。総計82項目の勧告のうち全体では平均70.3項目に準拠しており、準拠率は、85.8%である。特にDAXの8社とTecDAXの1社とMDAXの3社は82の勧告の全ての項目に準拠しており、DAX企業30社の平均は96.3%である。

図表4 コードクス規範の準拠数と準拠率

	DAX	TecDAX	MDAX	SDAX	プライム	ジェネラル	総計
勧告 準拠数	79.0	72.7	74.6	70.5	65.2	64.2	70.3
準拠率	96.3%	88.6%	90.9%	85.9%	79.6%	78.3%	85.8%
推奨 準拠数	13.7	10.2	11.7	9.4	8.4	8.4	10.2
準拠率	85.4%	63.9%	72.9%	58.7%	52.8%	52.7%	63.5%

出所：v. Werder 2010, S. 854, Tab. 1より作成

これに対して推奨に関しては準拠しているかどうかは開示する必要がないので準拠率は低くなる。総計16項目の推奨のうち全体では平均10.2項目に準拠しており、準拠率は63.5%である。勧告の場合と同様に推奨の準拠率も企業規模が増大するにつれて上昇している。すなわちジェネラル・スタンダードの企業では準拠率は52.7%であるがDAX企業では85.4%に増大している。

82の勧告に対して準拠率が90%を下回っている項目は、全体で36項目あった。特に準拠率が低いのは「取締役と監査役会の連携」に関する項目3.8であり、準拠率は43.5%である。これは取締役と監査役には善管注意義務があり、これを怠って損害をもたらしたならば会社に対して損害賠償義務があるという項目である。そのさい会社がD&O保険(Directors and Officers Versicherung、取締役および役員賠償責任保険)を取締役に対し契約する場合には、少なくとも損害の10%から報酬の固定部分の1/2までの自己負担を取り決めるべきであるという内容である。この項目は2009年7月に成立した「取締役の報酬の適切化に関する法律」(Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, VorstAG)に対応して設けられた項目であり(v. Werder 2010, S. 856)、この報酬適切化法により取締役の賠償責任保険の自己負担が義務づけられた。

次に問題となるのが任期満了前に退任する取締役への補償金の支払いである。たとえば2000年2月にボーダフォンによりマンネスマンが買収されたさ

いに任期満了前に退任する取締役に対し約1500万ユーロの高額の報酬が支払われたように、ドイツでは会社が大きな赤字の場合でも高額の報酬が支払われるケースが多々あった（正井 2008、244ページ以下）³⁾。そのため2007年に任期満了前に退任する取締役への補償金の制限に関して3つの規定がまず推奨の形でコーデスクに組み入れられ、一年後にはそれは報告義務のある勧告として規定された。それにより重要な理由のない取締役への補償金は、その額が年俸の2倍を超えないことと契約上の残任期間の報酬額を超えないことが規定され（DCGK 2009 Ziffer 4.2.3 Abs. 4 Satz 1）、またこの補償金の上限（Abfindungs-Cap）は、前年度の報酬総額に基づいて、また場合によっては今年度の報酬予想総額に基づいて算出されなければならないことが規定された（DCGK 2009 Ziffer 4.2.3. Abs. 4 Satz 2）。また退任が支配の変動（Change of Control）による場合には補償金は、補償金上限の150%を超えることはできないと規定されている（DCGK 2009 Ziffer 4.2.3. Abs. 5）。

「取締役」の項目におけるこの補償金の上限に関する勧告（DCGK 2009 Ziffer 4.2.3 Abs. 4 Satz 1）の準拠率は、全体では58.1%であるが、ジェネラル・スタンダードの企業では37.5%にすぎず、過半数以上の企業で遵守されていない。また補償金の上限の算出に関する規定（DCGK 2009 Ziffer 4.2.3. Abs. 4 Satz 2）と退任が支配の変動による場合の補償金の上限についての規定（DCGK 2009 Ziffer 4.2.3. Abs. 5）の準拠率も全体でそれぞれ57.2%、48.4%と低い。後者に関しては多くの企業において雇用契約において支配の変動条項が挿入されていないため準拠率が低くなっている。アンケート時点で87の企業は支配の変動条項を規定しており、この場合には準拠率は85.1%である。

また「監査役会」に関する項目で準拠率が低いのは指名委員会の設置に関する勧告である（DCGK 2009 Ziffer 5.3.3）。それは、監査役会は指名委員会を設置しなければならず、またこの指名委員会は持分所有者（株主）の代表

3) マンネスマン事件をはじめ多額の補償金の支払いに関しては正井（2008）244ページ以下を参照のこと。

者によってのみ構成され、株主総会への提案のために監査役会へ適任の候補者を提案するという内容である⁴⁾。この勧告により監査役会の取締役からの独立性の強化が期待されるが、その準拠率は53%にしか過ぎず、DAX企業では92.6%が準拠しているのに対してプライム・スタンダード企業では29.7%、ジェネラル・スタンダードの企業では21.9%にしか過ぎない (v. Werder 2010, S. 858)。

さらに取締役会の構成員は、任期終了後2年以内に監査役会の構成員になるべきではない (DCGK 2009 Ziffer 5.4 Satz 2) という規定に関しては、準拠率は全体で76.6%である。これはドイツの上場企業では取締役会会長が退任後、直ちに監査役会会長に就任する例が多いためである。監督される立場の取締役が監督する立場の監査役に就任すると取締役の時期に推し進めた事業を監査役会で再検討しようとしても事実上できない恐れがある。この点は、すでに2009年の取締役の報酬適切化法に基づいて株式法100条2項1文4号において次のように規定されている。すなわち「この2年以内に同じ上場企業の取締役構成員であったものは、監査役会の構成員になれない。ただしその選出がその会社の議決権の25%以上を保有する株主の提案である場合は、この限りではない」という規定である (正井 2010、85ページ)。

3. 2009年の改定により新たに導入された勧告項目

2009年の改定で新たに付け加えられた勧告にはまず、監査役会による取締役の報酬の適切性の判断に関するものがある。それは、監査役会が取締役の報酬の適切性を判断するさいに外部の報酬専門家に助言を求める場合には、その専門家の取締役会あるいは企業からの独立性が留意されなければならないという項目である (DCGK 2009 Ziffer 4.2.2 Abs. 3)。この勧告の準拠率は全体で71.1%であり、DAX企業では100%、MDAX企業では90%であるのに対し、プライム・スタンダードの企業では45.2%にしかすぎない (v. Werder

4) 指名委員会の設置および共同決定法との関係については正井 (2008) 248ページ以下を参照のこと。

2010, S. 859)。

新たに導入された勧告の2点目は、取締役の変動報酬に関する項目である。取締役の報酬適切化法によれば「上場企業における報酬構造は、企業の持続的発展を志向しなければならない」と規定されている。それに基づいてコーデクスでは「変動報酬の確定のさいにはポジティブな展開とネガティブな展開の双方が考慮されなければならない」と規定されている (DCGK 2009 Ziffer 4.2.3 Abs. 2 Satz 3)。監査役会は取締役の業績を適切に評価し、かつ会社の状態との適切な関係に立つよう配慮しなければならない。報酬適切化法によれば会社の状態が悪化した場合には取締役の報酬を減額する監査役の義務が導入されている (正井 2009, 64ページ)。この変動報酬の勧告については、DAX 企業と SDAX 企業では準拠率は90%を超えているが、全体では82.6%である (v. Werder 2010, S. 859)。

新規の勧告項目の3点目は、取締役会と監査役会におけるダイバーシティー・マネジメントの問題である。それによると監査役会は取締役会の構成に関してダイバーシティーについて留意しなければならないし、特に女性について考慮しなければならないと規定されている (DCGK 2009 Ziffer 5.1.2 Abs. 1 Satz 2)。また監査役会においてもその構成に関して監査役の年齢制限などとともにダイバーシティーが考慮されなければならないと規定されている (DCGK 2009 Ziffer 5.4.1 Satz 2 2. HS)。このダイバーシティーの勧告は、取締役に関しては全体で87.2%の準拠率であり、監査役に関しては84.7%の準拠率である。ヴェルダーは、2010年末までにはこの勧告の準拠率は90%を超えるであろうと予想している (v. Werder 2010, S. 859)。

4. 推奨の準拠率

勧告項目と比較すると推奨項目の準拠率はかなり低い。16ある推奨項目の内、準拠率が90%を上回っているのは全体で3項目にしかすぎない。そのさいDAX 企業からジェネラル・スタンダードの企業までその区分に応じて準拠率の違いが見られる。16項目中DAX 企業は7項目が90%を下回っている

のに対し、ジェネラル・スタンダードの企業では15項目が下回っており、90%以上を達成したのは1項目にしかすぎない。全体で準拠率が90%を上回った項目は、次の3つである。まず「株主と株主総会」に関しては、株主総会の議長は株主総会をスピーディーに運営し、4時間から6時間の内に終了するものとする (DCGK 2009 Ziffer 2.2.4) という規定である。また第2は「取締役と監査役会の連携」に関する規定で、監査役会は必要な場合には取締役を外して会合を持つものとする (DCGK 2009 Ziffer 3.6 Abs. 2) という項目である。さらに第3は「透明性」に関する規定で、出版物は英語でも作成するものとする (DCGK 2009 Ziffer 6.8 Satz 3) という項目である。

逆に準拠率の低い項目についてみるとまず「株主と株主総会」に関しては、会社は株主に対して最新のコミュニケーション手段 (例えばインターネット) をとおして株主総会の状況を把握できるようにするものとする (DCGK 2009 Ziffer 2.3.4) という項目の準拠率は、全体で28.2%である。また「監査役会」に関する項目で監査役の成果に応じた報酬は企業の長期的な成果に関連づけるものとするという点も準拠率が全体で39.0%にしか過ぎない (v. Werder 2010, S. 860)。さらに2009年の改定で新たに付け加えられた推奨項目は、監査役会における監査委員会の議長の独立性に関する規定であり、取締役の任期終了後2年以内のものは監査委員会の議長に就任することはできないものとする (DCGK 2009 Ziffer 5.3.2 Satz 3 1. HS) という規定である。この規定の準拠率は、全体で82.2%である。

V 結

ゲルムとヴェルダーの実証分析に基づいてドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードクスの上場企業での準拠状況についてみてきたが、勧告に関しては準拠率はかなり高い。ゲルムとヴェルダーでは調査方法や調査時点が異なるため単純には比較できないが、ともにほぼ90%に近い値を示している。ゲルムなどは、あまりにも高い準拠率にこれではドイツのコーポレート・ガバナンスの改善のために有効な用具として意義があるのかどうか疑わしいと

懐疑的ですからある (Gerum 2007, S. 399)。特に資本市場に対して情報としてどれだけの有効性があるかについて疑問を呈している (Gerum 2007, S. 400)。

これに対して政府のドイツ・コーポレート・ガバナンス・コーデクス委員会の委員であるヴェルダーは、導入から8年を経過して上場企業にこのコーデクスが高い水準で受け入れられている点を評価している (v. Werder 2010, S. 861)。特に企業規模が大きいほどまた株価指数のセグメントが上位の企業ほど準拠率が高い点を指摘している。すでに述べたようにDAX企業の勧告の準拠率は96.3%であり、MDAX企業の勧告の準拠率は、90.9%である。

このように高い準拠率の背景としてヴェルダーは、重点的に議論してきたコーデクスの規定がこの間に2005年の「取締役の報酬の開示に関する法律 (VorstOG)」や2009年の「取締役の報酬の適切化に関する法律 (VorstAG)」として強制力のある法律として法制化された点を上げている。特に取締役の報酬の個別開示や取締役が退任後、すぐに監査役会のメンバーになることを禁じた点を評価している (v. Werder 2010, S. 861)。ただ準拠率がここまで高いので、今後の研究はコーデクスの規定が実施される方法やコーデクスからの乖離の理由付けが納得のゆくものであるかどうかを解明することに重点を移す必要があり、それによってコーデクスが実際に生かされ、コーポレート・ガバナンスの改善に貢献するであろうと指摘している (v. Werder 2010, S. 861)。

ドイツでは株式法とここで検討したソフト・ローとしてのコーポレート・ガバナンス・コーデクスによって企業は規制されており、コーポレート・ガバナンスの向上が図られている。これに対して日本では2005年の会社法によりそれ以前よりも経営者の自由裁量の余地が増えている (正井 2008, 261ページ以下)。現在、かつてない危機に直面している日本企業の透明性を高めるためには、ドイツのコーポレート・ガバナンス・コーデクスの役割を考察することが、一つの重要な視点となるであろう。

(筆者は関西学院大学商学部教授)

参考文献

- Baums, Theodor Hrsg. (2001) : *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*, Köln.
- Gerum, Elmar (2007) : *Das deutsche Corporate Governance-System*, Stuttgart.
- von Werder, Axel / Talaulicar, Till (2010) : Kodex Report 2010: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in : *Der Betrieb*, Nr. 16, S. 853-861.
- 海道ノブチカ (2005) 『ドイツの企業体制』 森山書店。
- 早川 勝 (2002) 「業務の執行・監督・株式法の現代化—ドイツ『コーポレート・ガバナンス委員会』報告書—」 同志社大学ワールドワイドビジネス研究センター『ワールドワイドビジネスレビュー』第3巻第1号。
- 平田光弘 (2002) 「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス規範策定の動き」 東洋大学グローバル・エコノミー研究センター『経済研究年報』第27号。
- 正井章箒 (2008) 「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規準の2007年改定について」『比較法学』(早稲田大学比較法研究所) 第42巻第1号、233-263ページ。
- 正井章箒 (2009) 「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス強化への取り組み (上) — 「取締役報酬の適切性に関する法律」を中心として」『監査役』No. 564。
- 正井章箒 (2010) 「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス強化への取り組み (下) — 「取締役報酬の適切性に関する法律」を中心として」『監査役』No. 565。