

ドイツのコーポレート・ガバナンス・ システムの特徴 —ゲルムの実証分析の基礎—

海道ノブチカ

I 序

2008年のリーマンショック以降、新自由主義に基づくアングロサクソン型のコーポレート・ガバナンス・システムの問題点が明らかとなり、ドイツ型のステイクホルダー志向的なコーポレート・ガバナンス・システムが再び注目されている。株主中心主義の企業モデルを問い直し、ドイツ型コーポレート・ガバナンスの特徴を解明し、その意義を明らかにすることは日本のコーポレート・ガバナンスの問題を検討するさいにも重要な視点となる。ここではゲルム（Gerum, E.）の実態調査の基礎となっているドイツのコーポレート・ガバナンス・システムの特徴を明らかにしたい。

ゲルムは、ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムの特徴を資本の所有構造、資本市場と銀行、労働市場と共同決定という3つの視点から解明している。ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムの特徴としてステイクホルダーがヴォイス・オプションを行使する点に加えて資本所有が高度に集中している点、企業への資金提供において銀行の役割が大きい点をあげ、また労働市場に関しては労働協約交渉が支配的である点を指摘できる。また共同決定と内部労働市場もドイツのコーポレート・ガバナンス・システムの重要な構成要素として重視されている。以下これらの点について詳しくみることにするが、その前にゲルムの研究目的および調査対象企業と分析方法を

明らかにしておこう。

II ゲルムの研究目的と調査対象

1. 研究目的

ゲルムの研究目的はグローバリゼーションのもとでドイツの企業体制がどのように変化したのか、またコーポレート・ガバナンス・システムが収斂の方向にあるのか、またはドイツのコーポレート・ガバナンス・システムは、独自性を維持するのかどうかを検証することにある。そのためにはコーポレート・ガバナンス・システムの効率性と正当性を議論する必要があるが、これまでドイツの取締役と監査役会からなる二元制システムや共同決定についての最新の体系的、実証的研究は、それほど多くはなかった。特に共同決定に関する実証研究は、1976年の共同決定法導入直後に集中しており、データとしてはかなり古いものとなっている。したがってゲルムは、この間隙を埋めるためにドイツのコーポレート・ガバナンス・システムがそれ以来、変化したのかどうか、またどのように変化したのかを経済的、法的、社会政策的側面から検証している。

そのさいドイツの大規模株式会社の構造が分析の対象とされ、グローバリゼーションのもとでの国際競争の激化、欧州委員会のもとでのコーポレート・ガバナンス改革の一連の動き、およびドイツでの法整備を重視して実証分析が展開されている。ゲルムの調査時点である2004年までにすでに、1998年に「企業領域におけるコントロールおよび透明性に関する法律」(Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, KonTraG)が制定され、2001年には政府のコーポレート・ガバナンス委員会が具体的な勧告をおこなうための報告書を公表している。この報告書を受けて2002年には「ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードクス」が定められ、また同年、「透明性と開示のための法律」(Transparenz- und Publizitätsgesetz, TransPuG)が成立している。

また現在のドイツのコーポレート・ガバナンス・システムには継続性があ

るのか、あるいは変化したのかを明らかにするためにゲルムは過去の実証分析との比較研究を行っている。ゲルムは、シュタインマン (Steinmann, H.)、フェース (Fees, W.) と共に1979年5月31日時点で実証研究 (Gerum/Steinmann/Fees 1988) を行っており、共同決定を行っている281社がその調査の対象となっている。そしてこの時系列的な比較研究に基づいてゲルムは、グローバリゼーションのもと国際競争の激化によってドイツのシステムがアングロサクソン型のコーポレート・ガバナンス・システムに収斂するのか、あるいは独自性を維持して相対的にドイツモデルは安定性を示すのかについて将来の発展方向を展望している (Gerum 2007, S. 1 ff.)。

2. 調査対象

実証分析の調査時点は2004年1月1日である。ドイツの大企業のできる限り現実的なコーポレート・ガバナンス像を得るためにゲルムは、DAX企業29社とMDAX企業46社とTecDAX企業25社および共同決定法適用下の347社の中から合計387社を調査対象に選んでいる。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。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。

ところで387社の内訳は上場企業181社 (47%)、非上場企業206社 (53%)、また共同決定法適用下の企業347社 (90%)、経営組織法1952に代わり2000年より発効した1/3代表法適用下の企業18社 (5%)、共同決定のおこなわれていない企業21社 (5%)、モンタン共同決定法適用下の企業1社である

(Gerum 2007, S. 57f.)。

さらにゲルムは、調査にさいし、監査役会や取締役会の業務規約および営業報告書があるかどうか、コーポレート・ガバナンス・コードクスに関して準拠声明書を出しているかどうか、あるいは企業独自のコードクスを持っているかどうかについても調査している。特に準拠声明書によってコードクスがどの程度守られているかは、コーポレート・ガバナンス・システムにとって重要な意味を持っている。また営業報告書より監査役会や取締役会の構成が明らかとなり、企業間の人的結合も解明することができる。

Ⅲ コーポレート・ガバナンス・システムの類型

ゲルムはコーポレート・ガバナンス・システムの特徴を明らかにするためにコーポレート・ガバナンス・システムを4つの類型に分類している。アングロサクソン型のシステム（アメリカ、イギリス、カナダ、オーストラリア）とドイツ型システム（ドイツ、オランダ、スイス、スウェーデン、フィンランド）とロマン型システム（フランス、イタリア、スペイン、ベルギー）と日本型システムの4つである。アングロサクソン型システムは、市場志向的なコーポレート・ガバナンス・システムであり、他の3つのシステムは、ネットワーク志向型のコーポレート・ガバナンス・システムである（Gerum 2007, S. 28）。例えばドイツにおいては、企業の重要な意思決定は銀行側や労働側との調整に基づいて決定されるし、フランスでは意思決定は相互の資本参加のシステムの中で行われ、また政府と調整される。さらに企業の意思決定はイタリアにおいては「同族支配」のもとで行われ、日本においては企業集団への統合の中で行われる。そこに共通するのは、相対的に安定した関係のネットワークの中で重要な意思決定が行われるという点である。これは、厳密な市場志向性を持つアングロサクソン型のシステムとは異なる（Gerum 2007, S. 28）。

コーポレート・ガバナンス・システムにおいて株主、債権者および従業員といったステイクホルダーは、企業の意思決定過程において自己の利害を主

張り実現することができるが、これらのステイクホルダーが、影響力を行使するメカニズムには対極的な2つの方法がある。すなわち企業内部からの統制と企業外部からの影響力の行使である (Gerum 2007, S. 28)。またゲルムは、コーポレート・ガバナンス・システムを特徴づけるさいにハーシュマン (Hirschman, A. O.) に基づきエグジット (Exit) とヴォイス (Voice) の概念を用いている (Hirschman 1970)。周知のように組織の衰退に対してステイクホルダーが組織を離脱してコミュニケーションを断つのがエグジットであり、コミュニケーションを維持しながらさまざまな手段を用いて不満を表明するのがヴォイスである。経営者や組織の意思決定者は、ステイクホルダーのそれらの反応をとおして、組織を維持できなくなることを関知し、改善・回復に向けて対応して企業や組織の運営は正常な軌道に戻ることになる。

ゲルムによるとイギリスやアメリカのコーポレート・ガバナンス・システムは、エグジット概念で説明が可能である。アメリカでは取締役会は株主に対して受託者としての機能も果たしており、この株主は資本市場においてエグジット・オプションを行使することにより経営者を統制することができる。またドイツの共同決定のような従業員の企業意思決定への参加もなく、労働市場の流動性も高いのでこのエグジット・オプションは、外部労働市場においても行使される (Gerum 2007, S. 29)。

これに対してドイツのコーポレート・ガバナンス・システムにおいては伝統的にヴォイスによる統制が典型的である。監査役会の持つ情報権、統制権、異議申立権をとおして組織内で異議を申し立てることが制度的に認められている。またユニバーサルバンク・システムのもとでは銀行は強力な人的結合に基づいてヴォイス・オプションを行使することができるし、さらに労働側も企業レベルや経営レベルにおける共同決定によって制度的にヴォイス・オプションを行使することが認められている (Gerum 2007, S. 29 f.)。

では次にドイツのコーポレート・ガバナンス・システムの特徴を具体的にみることにする。

IV 資本の所有構造

1. ドイツのコンツェルンと所有構造

まず第1の特徴である資本所有が所有者に集中している点を検討することにする。ゲルムは、所有者支配が支配的であることの根拠としてコンツェルン化による企業集中をあげている。図表1に示されているようにドイツでは企業は、一般的にコンツェルン形態を採用しており、単独の個別企業はむしろ例外的である (Gerum 2007, S. 53f.)。ゲルムは、387社に関して所有構造をコンツェルンによる支配および国内企業あるいは外国企業による支配に分類し、さらに公的に所有されているか私的に所有されているかに関して分類している。ここで「支配する」とは、株式の50%以上を所有するかあるいは25%以上所有するが残りの株式が分散所有されている場合のことである (Gerum 2007, S. 67)。

図表1 所有構造

所有構造	2004年 全体 (N=387)	2004年 共同決定企業 (N=347)	1979年 共同決定企業 (N=281)
コンツェルンでない企業	—	—	21 (7%)
コンツェルン親会社	124 (32%)	94 (27%)	73 (26%)
コンツェルン子会社	263 (68%)	253 (73%)	168 (60%)
不明	—	—	19 (7%)
国内企業による支配	314 (81%)	280 (81%)	243 (86%)
外国企業による支配	73 (19%)	67 (19%)	38 (14%)
私企業	324 (84%)	285 (82%)	230 (82%)
公企業	63 (16%)	62 (18%)	51 (18%)

出所：Gerum 2007, S. 67, Tab. 3.3

ドイツは歴史的にコンツェルンの母国といわれている。ドイツ株式法によるとコンツェルンには、従属型コンツェルン (Unterordnungskonzern) と対等型コンツェルン (Gleichordnungskonzern) がある (株式法18条)。さらにこの従属型コンツェルンは、事実上のコンツェルン (株式法311~318条) と契

約型コンツェルン（株式法291～310条）と編入コンツェルン（Eingliederungskonzern）（株式法319～327条）とに分類される。

いずれの形態のコンツェルンにおいても支配企業は、支配下の企業に対して統一的な管理（einheitliche Leitung）を行い、支配下の企業は、支配企業の計画システムと統制システムに統合されることになる。この統一的な管理の存在することが、コンツェルンの重要なメルクマールとなる。コンツェルンにおいては支配企業は、個々のコンツェルン企業のオートノミー、特に財務的手段に関するオートノミーを認めただうえで支配下の企業の意思決定に対して重要な影響力を行使することとなる（Monopolkommission 2003, S. 94）。したがって親会社と支配下の個々の子会社から構成されるコンツェルンは、一つの経済単位を意味している（Gerum 2007, S. 87）。

1990年代初頭ではドイツの全ての株式会社のコンツェルン化度（Konzernierungsgrad）は、74%であり、上場企業のコンツェルン化度は、97%であった（Görling 1993, S. 542 ff.）。ゲルムの2004年の調査によるとコンツェルン化度は100%である（図表2参照）。調査企業の内訳は、32%がコンツェルンの

図表2 資本参加とコンツェルン化

コンツェルン化度	2004年 全 体 (N=387)	2004年 共同決定企業 (N=347)	1979年 共同決定企業 (N=281)
コンツェルンでない企業	—	—	21 (7%)
コンツェルン親会社	124 (32%)	94 (27%)	73 (26%)
コンツェルン子会社	263 (68%)	253 (73%)	168 (60%)
親会社の持分比率			
50%未満	3 (1%)	3 (1%)	3 (2%)
50%以上	49 (19%)	41 (16%)	73 (43%)
75%以上	41 (16%)	40 (16%)	88 (52%)
95%以上	164 (62%)	163 (64%)	—
共同所有	6 (2%)	6 (2%)	4 (2%)
不 明	—	—	19 (7%)

出所：Gerum 2007, S. 89, Tab. 4.5

親会社であり、68%が子会社である。そのさい特に所有構造をみると親会社の子会社に対する持分比率が、かなり高いことがわかる。また1979年と比較すると親会社が子会社の75%以上所有している比率が52%であったのに対し、2004年ではそれは約80%に上昇しており、時系列的にも増加していることがわかる (Gerum 2007, S. 88)。

2. コンツェルンを支配するのは所有者なのか経営者なのか

では次にこのようなコンツェルンを支配しているのは所有者なのか経営者なのかをゲルムに基づいてみることにする。所有者支配と経営者支配の分類に関しては、ゲルムは基本的にバーリ (Berle, A. A. Jr.) とミーンズ (Means, G. C.) の手法を踏襲している。ゲルムによると経営者支配とは、次の場合である (Gerum 2007, S. 68)。

(1) 経営者支配

- ・ だれも株式資本の1%以上を所有していない場合。
- ・ 1人あるいは数人の所有者が株式資本の25%までしか所有しておらず、残りの株式が分散所有されている場合。
- ・ 企業が国家などの公的機関に所有されている場合。

(2) 所有者支配

所有者支配は、経営者支配以外の場合で、所有者が25%以上所有している場合である。

この所有者支配の類型に関しては、シュタインマンとシュライエック (Schreyögg, G) の実証分析においてはさらに3つに分類されている (Schreyögg/Steinmann 1981)。

① 純粹所有者支配

これは1人の個人または法人が、企業全ての重要な決定を効果的に支配できるほど大量に資本を所有している場合であり、株式会社においては株式資本の75%以上を保有している場合である。すなわち重要事項についての特別決議を可決するのに十分な株式を所有している場合である。

② 過半数所有による支配

これは個人または法人の持ち株比率が、50%以上75%未満の場合であるが、25%以上50%未満の場合でも、残りの持ち株が十分に分散しているときには、過半数所有による支配に分類される。

③ 少数支配の連合による支配

これは若干の株主が共同して行動し、支配する場合で株主の持ち株の合計が50%以上であるか、25%以上50%未満であっても、残りの株式が十分に分散しているときには、この支配類型に分類される。

1929年時点のバーリとミーンの調査においては、経営者支配と所有者支配の境界が大株主の持株比率に関して20%に設定されており、また1968年のラーナー (Laner, R. J.) による追跡調査においてはさらに厳しく経営者支配と所有者支配の境界が10%に設定されたのに対し、ドイツでの実態調査では経営者支配と所有者支配の境界が25%に設定されている。このように25%で境界設定を行う理由は、以下の点にある。すなわちドイツにおいては株主総会における特別決議は、 $\frac{3}{4}$ 以上の賛成が必要であるため、所有者が75%以上所有しておれば完全に支配が可能であり、また逆に言えば25%以上所有しておれば提案を差し止めることができるからである。

ところでゲルムは、調査対象企業を経営者支配と所有者支配に二分した後にはバーリとミーンズと同様に第2次分析を行っている。それによると経営者支配には第1次分析で経営者支配に分類された企業と第1次分析で所有者支配に分類された企業であっても親会社の支配下にあり、共同行動をとる親会社が経営者支配企業に分類されている場合には、子会社も第2次分析では経営者支配に分類される (Gerum 2007, S. 69)。

では実際ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムにおいて所有者支配と経営者支配の割合をゲルムに基づいて検証することにしよう。公企業を除いた私企業に関してのみ所有構造を示すと図表3のようになる。

この図表3によれば共同決定企業における経営者支配は、時系列的に61%から71%に増加しており、コンツェルンの親会社やコンツェルン化されてい

図表3 私企業における支配状況

所有構造	2004 全体 (N=324)	2004 共同決定企業 (N=285)	1979 共同決定企業 (N=210)
私企業	324 (100%)	285 (100%)	210 (100%)
－所有者支配企業	102 (31%)	83 (29%)	81 (39%)
－経営者支配企業	222 (69%)	202 (71%)	129 (61%)
コンツェルンでない企業と コンツェルン親会社	118 (36%)	89 (31%)	71 (34%)
－所有者支配企業	49 (42%)	35 (39%)	41 (57%)
－経営者支配企業	69 (58%)	54 (61%)	30 (43%)
コンツェルン子会社	206 (64%)	196 (69%)	139 (66%)
－所有者支配企業	53 (26%)	48 (25%)	40 (29%)
－経営者支配企業	153 (74%)	148 (76%)	99 (71%)

出所：Gerum 2007, S. 92, Tab. 4.7

ない個別企業についてみると経営者支配への移行は、より顕著である。逆に所有者支配は、57%から39%に減少している。しかしゲルムは、国際的に比較するとこの所有者支配の割合はかなり高いと主張している。特にアメリカやイギリスに比較するとドイツにおいては公開会社の重要性はそれほど大きくなく、所有者への支配の集中は依然として高いと判断している（Gerum 2007, S. 93）。その点で所有者への支配の集中は、依然として安定しており、一概にドイツのコーポレート・ガバナンス・システムがアングロサクソン型のエグジット・モデルに移行したとは言えないと主張している（Gerum 2007, S. 94, Ruhwedel 2003, S. 141）。

バーリー・ミーンズ以来、所有と経営の分離は、コーポレート・ガバナンスの中核的な問題であるが、ゲルムはドイツでは所有者支配がアメリカに比較して多く、市場による外部からのコーポレート・ガバナンスよりも所有者による内部からのコーポレート・ガバナンスが優勢であるという。ゲルムによるとドイツの上場企業の約50%は、過半数所有の株主によって支配されており（Gerum 2007, S. 90）、この場合には所有に基づく内部からの統制メカニズムが働き、ヴォイス・オプションを行使することができることになる。

V 資本市場と銀行

1. ドイツ企業の資金調達システム

資本市場あるいは企業の資金調達（Unternehmensfinanzierung）も最近のコーポレート・ガバナンス研究においては影響要因の一つとして取り上げられている。そのさい企業の資金調達が銀行からの借入のよるのかあるいは、株式市場をとおして行われるのかを明らかにし、また株式市場に基づく場合には株式がどのような市場で取引されているかを分析する必要がある。ゲルムの調査結果は図表4に示されている。

図表4 市場への上場と会計基準

規 定	2004 全 体 (N=387)	2004 共同決定企業 (N=347)
ドイツでの上場		
－上場企業	181 (47%)	141 (41%)
－非上場企業	206 (53%)	206 (59%)
株 価 指 数		
－DAX	29 (8%)	27 (8%)
－MDAX	46 (12%)	28 (8%)
－TecDAX	25 (7%)	5 (1%)
－その他の上場企業	81 (21%)	81 (23%)
－非上場企業	206 (53%)	206 (59%)
アメリカでの上場		
－上場企業	55 (14%)	38 (11%)
－非上場企業	332 (86%)	309 (89%)
営業報告書		
－存在する	364 (94%)	324 (93%)
－任意 [商法典 § 264 Abs. 3,4]	23 (6%)	23 (7%)
会 計 基 準		
－商 法 典	231 (64%)	225 (65%)
－国際会計基準(IFRS/IAS)	89 (25%)	75 (22%)
－アメリカの会計基準(US-GAAP)	44 (12%)	24 (7%)
－任意 [商法典 § 264 Abs. 3,4]	23 (6%)	23 (7%)

出所：Gerum 2007, S. 74, Tab. 3.8

企業の資金調達に関しては上述のように資本市場からの資金調達と銀行からの資金調達を区別することができるが、資本市場からの資金調達の場合には、ガバナンスは市場をとおして企業の外部から行われる。このような資本市場志向的な資金調達システムはアウトサイダー・システムと呼ばれており、主としてイギリスやアメリカに典型的な類型である (Gerum 2007, S. 95)。

これに対してドイツに典型的にみられる銀行志向的な資金調達システムにおいては資本市場はそれほど重視はされておらず、ユニバーサルバンクの長期信用によって企業の資金調達が行われる。この場合には、銀行は監査役会に役員を派遣したり資本参加することにより企業の内部情報を得ることができ、それによって監査役会をとおして企業の統制に関わることになる。したがって銀行志向的な資金調達システムは、インサイダー・システムと呼ばれている。この場合には特に債権者保護に重点が置かれるため、商法典に基づく会計基準が用いられることになる (Gerum 2007, S. 95)。

国際的に比較すれば、ドイツでは資金調達に関して資本市場の役割はそれほど大きくない。国内総生産 (GDP) に占めるドイツの株式会社の株式時価総額の割合は、44%にしか過ぎないが、イギリスの場合ではそれは137%であり、アメリカでは130%を占めている (Gerum 2007, S. 95f.)。同様に資金調達における社債の役割もそれほど小さくなく、伝統的にユニバーサルバンクが資金調達において重要な地位を占めている。この点は貸借対照表における自己資本の比率が低く、銀行に対する負債の比率がかなり高い点に明確に現れている。

ただしここ数年においてドイツ企業の資金調達システムは変化してきたといわれている。例えばドイツ連邦銀行は外部資金調達としての社債の増加を指摘し、ドイツ企業の資金調達システムは、純粋な資本市場志向システムと銀行志向システムの間位置する混合型システムであると規定している。国内総生産に占める株式時価総額は1990年の25%から上述のように44%に上昇しており、また各企業の監査役会への役員の派遣数も減少してきている (Gerum 2007, S. 96)。この点に関してゲルムは、どの程度ドイツの大企業が

外部資本市場からの資金調達に移行しているかを詳細に検討している (Gerum 2007, S. 97)。

2. 資金調達の実態

資金調達が銀行志向的であるか、あるいは資本市場志向的であるかは、貸借対照表の構造に明確に現れる。ゲルムは、調査対象の387社の中から非金融系のコンツェルン親会社106社を選び、その貸借対照表を分析している。ここで問題となるのはこれらのコンツェルンでは40%においてはドイツ商法典 (HGB) に基づいて、また34%は国際会計基準 (IFRS/IAS) に基づいて、さらに26%においてはアメリカの会計基準 (US-GAAP) に基づいて貸借対照表が作成されており、それらのデータは調整する必要があるという点である。そのためここでは国際会計基準にもとづいて調整されている。

ゲルムは、106社を銀行志向と資本市場志向との混合型企業と資本市場志向企業の2つのクラスターに分類している。調査結果は、図表5に示されて

図表5 私的なコンツェルン親会社の貸借対照表の構造

貸借対照表項目 [平均値]	クラスター I 混合型資金調達企業 (N=86=81%)	クラスター II 資本市場志向型企业 (N=20=19%)
貸借対照表総額に対する割合		
－金融機関に対する債務	17%	2%
－社債	2%	10%
－資本金額	9%	10%
－資本準備金	14%	9%
－利益剰余金	11%	16%
資金調達負債に対する割合		
－金融機関に対する債務	76%	11%
－社債	8%	56%
自己資本に対する割合		
－資本金額	28%	28%
－資本準備金	40%	24%
－利益剰余金	32%	48%

出所：Gerum 2007, S. 99, Tab. 4.9

いる。

81%を占める支配的なクラスターⅠにおいては自己資本の割合もある程度高く、また外部からは主として金融機関から資金調達が行われており、社債による調達はごくわずかである。したがってこのクラスターは、混合型の資金調達と位置づけることができる。これに対して19%を占めるクラスターⅡは、資本市場志向的であり、借入ではなく社債による資金調達が特徴的である。したがってドイツの巨大なコンツェルン親会社においては、アメリカ型の資本市場による資金調達は、それほど一般的ではなくむしろドイツ連邦銀行が指摘するようにドイツ企業の資金調達システムは、純粋な資本市場志向システムと銀行志向システムの中間に位置する混合型システムであるといえる (Gerum 2007, S. 100)。

3. 資金調達と所有関係、人的結合、資本市場の関連

ゲルムは、さらに資金調達の類型と所有関係、人的結合および資本市場の状況とが関連するのかどうか、また関連するならばどの程度関連するののかについて分析している。特に、銀行と企業の人的結合に関しては、伝統的な銀行志向的企業では監査役会においてユニバーサルバンクの代表がポストを占めてきた。したがって混合型の企業においても資本市場志向的な企業よりは監査役会に銀行代表がポストを占める割合は高いであろうと予測されるが、ゲルムの調査によるとそれほどの違いはなく、むしろ資本市場志向的な企業の方が銀行代表の監査役会に占めるポストの割合が高かった。その理由としてゲルムは、資本市場志向的な企業においてはベンチャーキャピタルの代表が監査役会のポストを占める可能性が高いからであろうと分析している (Gerum 2007, S. 103)。

また時系列的にみると25年前の1979年時点の調査にくらべコンツェルン親会社の監査役会に占める銀行代表の割合は、22%から11%に減少している (Gerum 2007, S. 104)。この点は、2001年の税制改革の一環として2002年1月から株式の売却益 (キャピタルゲイン) に対する課税が廃止されたため銀

行は非効率的企業の持株を放出し、それにとまって産業企業から監査役を引き揚げていることも関連している。しかしゲルムは、これらのことが、ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムが銀行志向から完全な資本市場志向へと変化した指標とは必ずしも成りえないと主張している。

次に、資本市場との関係についてみることにする（図表6参照）。当然、資本市場志向的な企業ではドイツの証券取引所への上場や国外、特にアメリカの証券取引所への上場が混合型の企業よりも顕著である。特にドイツ国内では、資本市場志向的な企業は、DAXあるいはTecDAXの上場企業であり、またアメリカではニューヨーク証券取引所やNASDAQへの上場企業が多い。これに対して混合型の企業は、上場していないか、あるいはMDAXやその他の市場に上場している企業が多い。また会計基準に関しても両者に違いが見られる。混合型の企業では主としてドイツ商法典に基づいているが、資本市場志向的な企業では国際会計基準やアメリカの会計基準に基づいている。これは2004年の調査時点ですでに多くの企業が2005年からコンツェルンの会

図表6 コンツェルン親会社の資本市場との関連

メルクマール	混合型企業 (N=86=81%)	資本市場志向的企業 (N=20=19%)
(1) ドイツでの上場		
－DAX	9 (11%)	10 (41%)
－MDAX	23 (27%)	2 (13%)
－TecDAX	14 (16%)	5 (34%)
－その他の上場企業	21 (24%)	3 (13%)
－非上場企業	19 (22%)	－
(2) アメリカでの上場	20 (23%)	13 (65%)
社債による調達	14 (16%)	9 (45%)
信用格付の存在	13 (15%)	11 (55%)
会計基準		
商法典	37 (43%)	5 (25%)
国際会計基準 (IFRS/IAS)	28 (33%)	8 (40%)
アメリカの会計基準 (US-GAAP)	21 (24%)	7 (35%)

出所：Gerum 2007, S. 106, Tab. 4.13

計報告書において国際会計基準に準拠しなければならない点を先取りしていることと関連している。

ドイツの場合、国際的に比較すると資本市場の役割は依然としてそれほど大きくはなく、ドイツの巨大な株式会社は、現在でもなお伝統的な銀行の間接信用に依存している。しかしまた資本市場をとおして自己資本の調達も行っており、ドイツ連邦銀行が分析しているように、ドイツの企業は、純粋な資本市場志向的システムと銀行志向的システムの混合形態であるといえる。このような混合型システムは、資本市場志向的なアングロサクソン型システムとは、明確に異なる類型である (Gerum 2007, S. 107)。

VI 労働市場と共同決定

次にゲルムは、第3の特徴として労働市場や労働組合および共同決定といった制度がドイツのコーポレート・ガバナンス・システムにどのような影響を与えているかを検証している。労働協約締結交渉のシステムや共同決定システムあるいは内部労働市場をとおして労働側は、ヴォイス・オプションを行使することができる。ドイツでは、周知のように労働組合と使用者団体との間で労働協約締結交渉が行われ、賃金の額やその他の労働条件に関して決定が行われる。したがって賃金額は、労働市場において自由に形成されるわけではない。労働協約締結交渉においては労働組合と使用者団体は、ヴォイスの機関としての役割を担っている。ただしドイツの労働組合の組織率は、2003年には約30%に落ち込んできており、1998年と2004年を比較すると直接的な労働協約の締結は、旧西ドイツ地区で76%から68%へ、また旧東ドイツ地区では63%から53%へと低下している (Gerum 2007, S. 108)。

労働協約のシステムと並んでヴォイスの機関として注目されるのが共同決定のシステムである。この共同決定に関しては、50年以上にわたって法律により制度的に定められており、コーポレート・ガバナンス・システムの一つの特徴となっている。具体的にどのような制度があり、どのくらいの企業がその適用を受けているのかについてみると2004年の調査時点で以下のような

る (Gerum 2007, S. 108f.)。

- ・従業員1000人超の石炭鉄鋼業の資本会社のうち約50社が、1951年のモンタン共同決定法と1956年の共同決定補足法の適用を受けている。
- ・2004年からの1/3参加法の適用を受けている企業は、従業員500人超の資本会社であるが、約2300~3500社がその適用を受けている。
- ・1976年の共同決定法の適用を受ける企業は従業員2000人超の資本会社であるが、約750社がその適用を受けている。
- ・1972年からの経営組織法は、5人以上の従業員がいる経営に適用されるが、200人超の従業員がいる経営では旧西ドイツ地区では80%の企業で、また旧東ドイツ地区では75%の企業で経営協議会が設置されている。
- ・1989年からの管理職代表委員会法は、10名超の管理職 (leitende Angestellte) のいる経営に適用され、ほとんどの経営において管理職代表委員会が設置されている。

周知のように共同決定法、モンタン共同決定法、1/3参加法は、監査役会での共同決定を規定しており、企業レベルの共同決定と呼ばれている。この場合には、従業員は組織内において異議を申し立てることが制度的に保証されている。監査役会での共同決定は、人事に関する重要な意思決定だけではなく企業政策全般に関する意思決定に関しても従業員利害を主張する可能性を認めている (Gerum 2007, S. 109f.)。

また経営レベルにおいては、従業員は企業内部において経営協議会をとおして異議を申し立てることができる。ゲルムは、経営組織法の導入により社会的な効率 (soziale Effektivität) は、明らかに高まり、経営レベルの共同決定は、物質的な労働条件だけではなく、従業員を経営の全ての権利と義務を持つ正規メンバー (Vollmitglieder) として認知させることに貢献したと指摘する。また経済的な効率に関しては、コミュニケーションの流れの改善、意思決定の質の改善、意思決定のスムーズな実施、人的資源管理の改善、長期の計画策定の可能性などを指摘している (Gerum 2007, S. 111)。

さらにドイツのコーポレート・ガバナンス・システムにおいては、経営レ

ベルの共同決定に支援された内部労働市場が外部労働市場よりも重視されている点特徴的である。この内部労働市場により転職率が低下し、また長期の雇用関係が維持され、内部での人材開発が大きな意義を持つことになる。この傾向には、内部労働市場と職業教育とが補完関係にあることおよびドイツのコーポレート・ガバナンス・システムが関係している。解雇保護に代表される労使関係の法的規定により解雇し新たに雇用する場合にはかなりのコストがかかるため、操業度の変化に対しては内部で配置転換を行い、弾力性を持たせている。

また長期的な経営戦略によっても内部労働市場の意義は、高まることになる。資金調達における銀行志向的システムや銀行志向的システムと資本市場志向的システムの間位置する混合型システムにおいては、資本市場志向的システムにくらべると資本市場の圧力はそれほど大きくはない。したがってマネジメントに対して短期的な合理化圧力や効率圧力はそれほど強くはないと指摘する (Gerum 2007, S. 112)。

さらに内部労働市場は、人的資産 (Humanvermögen) の形成にも影響を及ぼしている。安定した雇用関係により個々の経営に固有の人的資産を形成することができ、このことは労使双方の相互依存関係を強めることになる。逆に解雇は、労使双方どちらにとっても所得の損失をもたらすことを意味している。ゲルムによると経営に固有の人的資産を形成することによりドイツ企業は、長期的に安定した企業戦略を立てることができ、そのことはドイツ企業の競争力を強めることになる。この人的資産形成の中心的な用具が、人的資源の内部での配置と人材開発であり、そのさい経営協議会と監査役会での共同決定が従業員の利害を制度的に代表することになる。

ただし最近ではこの内部労働市場の意義は、若干弱まりつつある。1990年代より平均雇用期間は、短くなりつつあり労働市場における経営間の流動性を示す労働移動率は、過去20年間に高くなってきている。しかしゲルムはアメリカにくらべれば、労働移動率ははるかに低いと指摘し、ドイツの労働市場とその制度が根本的に変化したわけではないと指摘している (Gerum

2007, S. 113)。

ドイツ労働市場の中心的な制度である労働協約締結交渉と共同決定と内部労働市場は、現在でもドイツ経済システムの特色であり、ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムを特徴づけている。ゲルムは、この点は近年の労働協約締結数の減少や内部労働市場の意義の減少とは矛盾せず、エグジットオプションを行使するコーポレート・ガバナンス・システムと比較するとその重要性は、依然として高いという。

Ⅶ 結

以上のような考察に基づいてゲルムは、ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムの特性として高度な所有者支配、資本調達における銀行への高い依存度、労働協約締結交渉、共同決定、内部労働市場等の要因をあげ、ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムの特徴は、変革ではなく継続性にあると結論づけている。そしてこの点は、過去20年間の経済のグローバル化やそれに伴う企業活動の国際化の中においても基本的には変わりはないと主張している。コンツェルン親会社において経営者支配が増え、また企業の資金調達において銀行志向と資本市場志向の混合型資金調達が増加しているが、これはコーポレート・ガバナンス・システムの現代化であり、決してシステムの崩壊ではないと指摘している。

このようにゲルムは、ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムは、グローバル化のもとでもその基本的性格を変えてはおらず、国際競争の激化に伴って適用の必要性は生じているが、基本的な構造が変化したわけではなく、安定した雇用情勢が徐々に変化しているに過ぎないと主張している。この点をゲルムは、ガバナンスの対象である取締役会と労働側が参加する監査役会について詳細に実証分析することによって裏付けている。

ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムについてはさまざまな見解が1990年代から展開され、それらの多くはグローバル化の中でアメリカ型の影響を強く受けるといった論調が多いが、ゲルムの見解は、ドイ

ツ型のコーポレート・ガバナンス・システムの本質を的確に把握しており、この点は積極的に評価できる点である。

(筆者は関西学院大学商学部教授)

参考文献

- Gerum, Elmar (2007): *Das deutsche Corporate Governance-System*, Stuttgart.
- Gerum, E./Steinmann,Horst/Fees,Werner(1988): *Der mitbestimmte Aufsichtsrat. Eine empirische Untersuchung*, Stuttgart.
- Görling, Helmut(1993): Die Verbreitung zwei- und mehrstufiger Unternehmensverbindungen, in: *Die Aktiengesellschaft*, Jg. 38, 12/93, S. 538-547.
- Hirschman, Albert O.(1970): *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Harvard University Press. 矢野修一訳 (2005年)『離脱・発言・忠誠—企業・組織・国家における衰退への反応—』ミネルヴァ書房。
- Monoollkommission(2003): *Hauptgutachten 2000/2001, Netzwettbewerb durch Regulierung*, Baden-Baden.
- Ruhwedel, Franca (2003): *Eigentümerstruktur und Unternehmenserfolg*, Frankfurt am Main.
- Schreyögg, Georg/Steinmann, H.(1981): Zur Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt. Eine empirische Analyse der Beteiligungsverhältnisse in deutschen Großunternehmen, *ZfB*, 51 Jg., 6/1981.