

ドイツにおけるコーポレート・ ガバナンス・コードと多元的企業統治モデル

風 間 信 隆

要 旨

ドイツでも1990年代後半以降の外国人機関投資家の台頭とともに、「株主価値重視経営」が大きな支持を集め、2002年にドイツ企業統治指針（Deutscher Corporate Governance Kodex: DCGK）が導入されてきたが、連邦法務省内に設置された「企業統治連邦政府委員会」で毎年見直し、改訂が行われ、またベルリン企業統治センターが指針の受容と適用状況に関して実態調査（「企業統治報告書」）を行っている。本稿は、この最新の企業統治指針（2015年版）および企業統治報告書（2015年）を手掛かりとしてドイツの企業統治改革の進展状況を明らかにしようとするものである。

キーワード：企業統治指針（corporate governance code）、共同決定（Mitbestimmung）、企業の利益（Unternehmensinteresse）、株主価値重視経営（Shareholder Management）、多元的企業統治モデル（stakeholder model of corporate governance）

I はじめに

近年、我が国では「アベノミクス」の「日本再興戦略（成長戦略）」の第一の柱として、資本市場の圧力による企業経営への規律付けの強化を目指すコーポレート・ガバナンス（Corporate Governance）改革が位置づけられ、なかでも「攻めのガバナンス」によって企業の収益力（「稼ぐ力」）を高めることが目指されている（内閣官房 2015、4-6 頁）。このため2014年には「『責任ある機関投資家』の諸原則」（「日本版シュチュワードシップ・コー

ドー投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」が策定され、すでに2016年7月には210を越える内外の機関投資家が「受け入れ表明」を行っている（金融庁ホームページ参照）。また2015年6月には「攻めのガバナンス」を実践するためのコーポレート・ガバナンス・コード（「企業統治指針」：以下「東証コード」と略）が東証上場会社に適用され、二名以上の独立社外取締役の選任、政策保有株の見直し等のコーポレート・ガバナンス改革が推進されている。「東証コード」では「会社は株主のものだ」とする「一元的企業観」¹⁾に立脚して、会社機関構成員（役員）の「株主受託者責任」が強調され、資本効率の改善、とくに株主資本利益率（ROE）の改善と株主還元強化（配当増額と自社株買い）が目指されている。ROEの改善と株主還元の一環として「リキャップCB」と呼ばれる「転換社債型新株予約権付社債」や超長期の社債等の発行による自社株買い、資本効率改善まで行われようとしている。また「一定の譲渡制限付き株式（restricted stock）」による役員報酬制度の導入により、業績により連動したインセンティブを経営者に付与し、「攻めの経営」を促す必要性も強調されている。

こうして、日本では、現在、「株主行動主義」（Shareholder Activism）に基づく株主圧力（「対話」、議決権行使、株主提案）により、「株主価値重視経営（Shareholder Value Management）」が推進され、その実現の手段として「東証コード」への期待が高まっている。こうした株主価値重視のコーポレート・ガバナンス改革が経営の「短期主義（ショーターミズム）」をもたらし、長期の視点での競争力構築にマイナスの影響を及ぼすことが危惧される。

1) 但し、東証の企業統治指針でも基本原則2では「会社の持続的な成長と中・長期的な企業価値の創出は、・・・様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果あることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきある」ことが組み込まれていることも事実である（東証、コーポレートガバナンス・コード）第2章、9-11頁）。しかし、これらは株主価値実現の「手段」として位置づけられているのであって、何よりもリスク・マネーの提供者である株主の利益に機関構成員の「責任」があると規定において「洗練された（sophisticated）一元的企業観」と見なすことができる。

ドイツでも、1990年代後半以降、これまで産業企業に大きな影響力を保持してきた大銀行の株式の売却と外国人機関投資家の台頭により高まる資本市場の圧力の下で「株主価値重視経営」がドイツの大企業の経営者の間で大きな関心・支持を集め、戦後の西ドイツ経済を支えてきた伝統的な企業統治モデル（「ライン型資本主義」）の動揺が大きな関心と議論を集めていた（ツェゲヘア、2003）。この時期、建設大手フィリップ・ホルツマン社の破綻やメタルゲゼルシャフト社の原油先物取引の失敗などの相次ぐ企業不祥事や企業破綻によって経営および監督の機能不全の問題が顕在化していた（正井2003、147頁）。またドイツの伝統的な労使共同決定（Mitbestimmung）制度、とくに監査役会への労働者・労働組合の経営参加制度についても大きな批判が加えられていた（風間、2014）。同時にEU統合の深化と拡大の中で、ドイツ固有の制度（会計基準、資本市場・労働市場等）の国際的調和化の必要性がドイツ企業の競争力強化という観点からも叫ばれ、当時のシュレーダー政権の下で様々な構造改革が推進されていった。こうした構造改革の一つとして、ドイツでも企業統治改革が叫ばれ、上場会社を対象として「コーポレート・ガバナンス・コード（Deutscher Corporate Governance Kodex）」（以下では「DCGK」と略称）が制定されることとなった。

しかし、DCGKでは、戦後西ドイツ経済の柱となっていた「社会的市場経済」体制の下での伝統的な労使共同決定制度や会社機関構造（「監査役会（Aufsichtsrat）」と「執行役会（Vorstand）」から成る、二層型トップ・マネジメント組織）という枠組み自体は維持された。つまり、株式法（Akiengesetz）や共同決定法などの法的規制を維持しながら、これを補充する行動基準を「遵守か説明か（“comply or explain”）！」という原則主義アプローチに基づいて定めたものであった。このドイツの企業統治指針は連邦法務省（BMJ）が所管する「ドイツ企業統治指針連邦政府委員会（Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex、以下では「DCGK 政府委員会」と略称）」によって年に一度、指針の見直し・改定が行われている²⁾。DCGK 政府委員会のメンバーは、2001年の設立以来一貫して、上場会社の役員代表、

機関投資家、学界（経済学・法学）、個人株主、労働組合、公認会計士の多元的利害代表から構成されている³⁾。とくに2008年の「リーマン・ショック」や2010年の「欧州債務危機」を契機として、資本市場志向の「株主価値重視経営」に対する批判の高まりの中で、ステークホルダー（stakeholders: 利害関係者）の諸利益に配慮した多元的企業統治モデルの強化が図られている点で日本のコーポレート・ガバナンス改革の流れとは大きく異なっている。しかし、こうした多元的企業統治モデルの展開においてもドイツ産業企業の国際競争力は強化されてきた点は強調されなければならない。

本稿は、以下において、DCGK が2002年に策定されて以降、資本市場の圧力の高まりのなかでも一貫して「多元的統治モデル」に基づいていたのであり、近年ではますますその性格を強めていることを DCGK の諸規定から明らかにすると同時に、こうした DCGK が現実にドイツの上場会社にどの程度受容されているのかを、ベルリン工科大学のアクセル・フォン・ヴェルダ（Axel von Werder）らによる最も新しいアンケート調査結果（Prof. Dr. Axel v. Werder, Julia Turkali, *Corporate Governance Report* 2015）を手掛かりに提示し⁴⁾、多元的企業統治モデルに依拠した DCGK が「株主一元的企业観」に依拠した「東証コード」とは大きく性格が異なっていることを明らかにしようとするものである。

- 2) この勧告を受けて、「透明化と開示に関して株式法と会計法の一層の改革のための法律」(TransPuG)が2002年7月に成立している。詳しくは、正井（2003）、第11章 透明化法・開示法（354-371頁）を参照せよ。
- 3) 設立当初は13名から構成されていた（詳しくは、正井、2003、292頁）が、2016年現在、15名の委員から構成されている。委員長は2013年以降、ダイムラーベンツ社（その後、ダイムラー・クライスラー社）の財務・コントローリング担当執行役であったマンフレッド・ゲンツ（Manfred Gentz）が就任している（DCGK ホームページ参照）。なお、DCGK 政府委員会の委員の人事権は連邦法務省が握っているが、事務関連費用は委員長の出身企業が拠出してきた。しかし、ゲンツが委員長に就任して以降、ドイツ株式研究所（DAI）が資金的にも人材面でも負担している（ミュルベルト、2013、6頁）。
- 4) ドイツのコーポレート・ガバナンス・コードの遵守状況については、すでにベルリン工科大学のコーポレート・ガバナンスセンターの「2014年企業統治報告書」に依拠した研究が上田亮子（2014）によって行われている。本稿は同センターの最新のアンケート調査結果である2015年版の報告書に依拠している。

II 「株主価値重視経営」の台頭と DCGK の制定

1) DCGK 制定の背景

1990年代に入って、ドイツ再統一（1990年）、マーストリスト条約（1993年）による EU 統合の深化と拡大、旧東側社会主義諸国の市場経済化、世界的規模でのグローバル競争の激化と他方での相次ぐ企業不祥事を受けて、とくに監査役会の監督・監視・助言機能の強化を柱とするコーポレート・ガバナンス改革が推し進められてきた。

そこで、企業の不祥事を防止するための経営監督機能を強化し、経営の透明性を高めるコーポレート・ガバナンス改革が株式法等の改正を伴いつつ推進される一方、経営のグローバル化の進展に伴う一連の国内基準の国際的調和化を目指す資本市場の規制緩和や国際会計基準（IAS）の導入等の一連の制度改革が精力的に推進されることとなった。

この時期、ドイツにおいて大きな進展を見せたコーポレート・ガバナンス改革として、一連の株式法改正の他に、1998年には上場会社を対象として経営者のコントロールと経営内容の透明性の向上を目指す「企業領域におけるコントロールと透明性のための法律」（Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich：略称 KonTraG）や資本市場の活性化を目指す「資本市場振興法」（Finanzmarktförderungsgesetz）といった、一連の法整備がなされてきた（正井、2003）。

すでに、1990年代以降、国際的には自主的に各企業に対して「企業統治原則」を定めようとする動きも広がっていた。とりわけ、1998年に制定されたロンドン証券取引所（LSE）の「統合コード（the Combined Code）」、1999年の OECD の「コーポレート・ガバナンス原則（Principles of Corporate Governance）」の公表がドイツのコーポレート・ガバナンスの議論にも決定的影響を及ぼすところとなった。

こうした国際的動向をも契機として、ドイツでは2000年に投資家・学者・企業の代表者や弁護士等も参加した民間のグループが相次いで「上場会社の

企業統治原則」(「最良の行動基準 (Code of Best Practice)」) を公表するところとなった。それを受けて当時のシュレーダー (Gerhard Schröder) 連邦首相は、連邦法務省 (BMJ) の下にバウムス (T. Baums) フランクフルト大学教授を委員長とする、「コーポレート・ガバナンス：企業経営・企業コントロール―株式法の現代化」専門家委員会を設置し、2001年7月に同委員会は企業統治に関する150項目に及ぶ勧告を含む報告書を提出した。これを受けて、同年9月にはドイツの上場企業が従うべき企業統治原則を策定するために、ティッセン・クルップ社監査役会会長クロンメ (G. Cromme) を委員長とする DCGK 政府委員会が設置され、同委員会は2002年2月には DCGK を公表した (Fuhrmann, Linnerz, Pohlmann, 2016, S. 4.)。

この DCGK (2002) では委員長クロンメの緒言において明らかのように、当時の資本市場の投資家への配慮が示されている。すなわち、「本委員会は、現行法に変更を加えることを必要とするであろうような提案と勧告を採用しなかった。それゆえ、(民間グループで提案されてきた―引用者注) 一連の興味ある提案は顧慮されなかった。委員会の見解によれば、このことが示しているのは、ドイツの金融市場 (Finanzplatz Deutschland) を、より一層、国際的資本市場の要求に方向付け、現行の諸規定の柔軟化と一層の発展によってより魅力的にする継続的必要性である」(DCGK, 2002, Vorwort) として国際的資本市場の要求に配慮する必要性と継続的見直しの必要性が述べられている。また序文でも「本コードは会社に必要な自己資本を用立て、企業者のリスクを引き受ける株主の権利を明確にさせるものである」(DCGK, 2002, S.1.) として株主の権利が強調されていた。

しかし、この文章は、2009年の改定以降、削除され、「本コードは、社会的市場経済の諸原理 (die Prinzipien der sozialen Marktwirtschaft) と調和して、企業の存続とその持続可能な価値創造【企業の利益：Unternehmensinteresse)】に対する執行役会と監査役会の義務を明らかにする」(DCGK, S. 2.) ものであるという表現に変更されており、ドイツの多元的企業統治モデルへの強調が際立つものとなっている。

DCGK は、その制定以来、一貫してドイツの株式会社 (Aktiengesellschaft) における伝統的な企業体制を堅持している。DCGK の序文でも以下のように伝統的な企業体制が前提とされていることを確認することができる。すなわち、「ドイツの株式会社は二層型管理システムを法的に規定されている。執行役会は自己の責任において企業を指揮する。執行役会メンバーは企業指揮について共同して責任を担っている。執行役会会長は執行役会メンバーの仕事を調整する。監査役会は執行役を任命し、これを監視し、これに助言し、企業にとって根本的に重要な意思決定に関わっている。監査役会メンバーは株主総会において株主によって選出される。国内で500名以上、または2千名以上の労働者を有する企業においては労働者も監査役会の3分の1または半数が労働者によって選出される代表者から構成される監査役会において代表される。2千名以上の企業においては、実際に常に持分所有者代表である監査役会会長は決定を左右する第二票権 (Zweitstimmrecht) を保持している。株主によって選出される持分所有者代表と労働者代表は等しく企業の利益に義務付けられている。」(DCGK, 2002, S. 1) 但し、「EU 会社法」の施行 (2004年10月) に伴い、「欧州会社 (die Europäische Gesellschaft: SE)」の設立が可能となった。すでに DCGK では2002年の制定以来、「序文」において「他の欧州諸国では設けられている二層制経営システム及び国際的に普及している、統一的な指揮機関 (取締役会: Verwaltungsrat) は、実践上は執行役会と監査役会の徹底した相互協力のゆえにお互いに接近しており、同じようにうまく機能している」(DCGK, S. 1.) とされていたが、その後、2007年の GCGK の改訂により同一の箇所は「欧州会社 (SE) は、統一的な指揮の機関 (取締役会) によって国際的に普及した管理システムを選択する可能性を切り開いている。欧州会社における企業レベルの共同決定の形成は原則的に企業指揮 (Unternehmensleitung) と労働者サイドとの間の協定 (Vereinbarung) によって決定される。EU 加盟国における労働者も含まれる」(DCGK, 2007, S. 1.) という文章に変更されている。2006年までの DCGK の文章は管理システムの二層制と一層制が企業統治の面で等しく機能しうるも

のである点を強調するものであったのに対して、2007年以降の DCGK では欧州会社における労働者の経営参加問題として取り上げられ、「協定」によって共同決定の可能性が切り開かれていることが強調されている（欧州会社の経営参加については、海道、2013に詳しい）。

2) DCGK の改訂およびその性格

DCGK は2002年2月の制定以来、毎年検討がなされ、改訂版は毎年第2四半期に決議され公表されているが、DCGK のホームページのアーカイブによれば、2002年2月の制定以降、同年11月には第1回目の改訂が行われ、それ以降、2004年、2011年、2016年を除いて毎年コードの改訂が行われている（DCGK ホームページ参照）。こうした一連の改訂は、株式法や資本市場法等の法改正を適時・的確に DCGK に反映させるとともに、経済界、政界そして一般大衆との「対話（Dialog）」を通じて、最新の動向を反映させながら行われている。改訂版は連邦法務省による審査を経て連邦官報（Bundesanzeiger）において公告される（ミュルベルト、2013、4頁）。

DCGK の最新版である2015年版によれば、第2表が示す通り、序文と6章から構成され、主として株式法に基づいて規制される上場会社の指揮（Leitung）と監督（Überwachung）に関する法的規定の他に、102個の「勧告（Empfehlung）」と6個の「推奨（Anregung）」を含んでいる（2013年版

第1表 各年度の DCGK の勧告と推奨の数

| | 2003年 | 2005年 | 2007年 | 2009年 | 2011年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 勧告 | 72 | 82 | 82 | 80 | 82 | 90 | 105 | 102 |
| 推奨 | 19 | 19 | 19 | 23 | 19 | 16 | 6 | 6 |

出所：Prof. Dr. Axel v. Werder が所長を務めるベルリン・コーポレート・ガバナンス・センター（Berlin Center of Corporate Governance）の German Code Monitoring における各年次の「コード報告書（Kodex Report）」（2010年まで）および「企業統治報告書」（2011年以降）を手掛かりとして、その年度の報告書に記載されている「勧告」と「推奨」の数を前年度の数として記載している。http://bccg.projects.tu-berlin.de/?page_id=289（最終参照日：2016年8月16日）

は105個の「勧告」と6個の「推奨」)。第2表から確認できるように当初、2003年に72の「勧告」(19の「推奨」)であったものが、2015年には「勧告」数は拡大する一方、「推奨」数は減少している。2003年に13頁であったDCGK規定は、2015年版では付属資料を含めて19頁にまで増大している。これはとくにドイツにおけるコーポレート・ガバナンスを巡る議論を反映させた結果であり、こうした量的変化は、同時にコーポレート・ガバナンスの「多元性」・規制の強化を反映させたものと考えられる。

3) DCGK の諸規定の性格と適用対象

DCGK は、強行法である株式法などの法的諸規定と、こうした法規定を越えてより良い企業経営とコントロールを実現するための「勧告」と、さらに進んだ「最良の実践」のための補充的な「推奨」を共に含んでいる。DCGK によれば、「コードの勧告は本文では『~すべきである (“soll”)』という言葉を使用することで特徴づけられる。会社はこの勧告から乖離しうる。しかし、その場合には年一度これを開示し、乖離を根拠づける義務がある (comply or explain)。これによって会社は部門特有の、あるいは企業特有のニーズを考慮に入れることができる。コードの勧告から十分根拠づけられた乖離は良き業務執行のためになる。こうして、コードはドイツ企業体制の柔軟化と自己規制に貢献する。さらにコードは、開示することなく乖離できる推奨を含んでいる。これについてコードは『した方がよい (“sollte”)]⁵⁾ という概念を使用している。それ以外の用語上特徴づけられない、コードの部分は法的規定と注釈に関わっている。」(DCGK, 2015, S.2) DCGK 自体はソフト・ローであり、この「勧告」に従うかどうかは強制ではなく、企業の「自主性」に委ねられているものの、株式法161条1項により、上場会社の執行役会と監査役会は年一度、DCGK の「勧告」のうちどれが「過去において遵守され、また現在遵守されているか、そしてどの勧告を過去に適用し

5) 「推奨」にはこれ以外に「~することができる (kann)」という用語も使用されていたが、2012年以降は「した方がよい (sollte)」という用語のみになっている。

なかったか、もしくは現在適用していないか、そしてなぜ遵守または適用しないのか、その理由を」、「状況報告書 (Lagebericht)」における「遵守に関する対応説明 (Entsprechungserklärung)」において説明しなければならない (ミュルベルト、2013、9頁) のであって、この点「ハードな『ソフト・ロー』」の性格を持っている (ミュルベルト、2013、20-21頁)。なお、「推奨」には遵守しなくとも説明義務はない。

DCGK によれば、「コードは何よりもまず、株式法第161条第1項第2文の意味で、上場会社と資本市場に接近しうる会社に向けられている。資本市場を志向しない会社にもコードへの配慮が勧告される」(DCGK, 2015, S.2) と述べている。DCGK はドイツの証券取引所に上場している株式会社 (AG)、株式合資会社 (KGaA) 及び欧州会社 (SE) が直接には主たる適用対象となるが、有限会社 (GmbH) や合資会社 (KG) も取引所で取引される社債の発行を行っている場合にはコードの遵守が求められている (Fuhrmann, Linnerz, Pohlmann, 2016, S. 31.)。

III DCGK (2015) の規定内容

ドイツのコーポレート・ガバナンスに対する「透明性」は株主だけではなく、資本市場参加者、投資家、顧客、従業員、そしてその他のステークホルダーに向けられ、こうした要求に応えるための DCGK の諸規定はドイツ企業への「信頼」を高めるとの理解に立っている。フルマンらによれば「DCGK の目標は高潔さ (Integrität)、責任ある者の企業の利益への集中 (Konzentration)、企業発展の持続可能性 (Nachhaltichkeit) である」(Fuhrmann, Linnerz, Pohlmann, 2016, S. 20.) とされる。

DCGK (2015) は序文を除き、6つの章から構成されている。すなわち、第2章「株主と株主総会」、第3章「執行役会と監査役会の協力」、第4章「執行役会」、第5章「監査役会」、第6章「透明性」そして第7章「決算と監査」がこれである (第2表を参照せよ)。こうした DCGK の諸規定によって、「ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムを透明性の高い、理解

第2表 DCGK (2015) の各項目と内容

| | | |
|---------------------------------------------------------------|-----------------------------|--|
| 1. 序文(Präambel) | | |
| 2. 株主と株主総会(Aktionär und Hauptversammlung) | | |
| 2.1 株主 | 2.1.1 株主の権利 | |
| | 2.1.2 一株一議決権 | |
| 2.2 株主総会 | 2.2.1 株主総会決議事項 | |
| | 2.2.2 持株発行 | |
| | 2.2.3 株主の株主総会参加権 | |
| | 2.2.4 株主総会時間 | |
| 2.3 株主総会招集、書面投票、議決権代表 | 2.3.1 株主総会招集 | |
| | 2.3.2 代理権行使 | |
| | 2.3.3 現代的通信手段の利用 | |
| 3. 執行役会と監査役会の協力(Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat) | | |
| 3.1 執行役会と監査役会との緊密な協力 | | |
| 3.2 企業戦略の決定と具体化 | | |
| 3.3 監査役会による同意留保事項 | | |
| 3.4 監査役会への情報提供 | | |
| 3.5 執行役会と監査役会のオープンな議論 | | |
| 3.6 株主代表と労働者代表による別個の監査役会の会議 | | |
| 3.7 買収議案 | | |
| 3.8 役員賠償責任 | | |
| 3.9 役員等への信用供与 | | |
| 3.10 コーポレート・ガバナンス報告書 | | |
| 4. 執行役会(Vorstand) | | |
| 4.1 任務と管轄事項 | 4.1.1 執行役会の任務 | |
| | 4.1.2 執行役会の戦略的方向付け | |
| | 4.1.3 コンプライアンス | |
| | 4.1.4 リスク・マネジメント | |
| | 4.1.5 多様性の配慮 | |
| 4.2 構成と報酬 | 4.2.1 執行役会と会長 | |
| | 4.2.2 執行役の報酬 | |
| | 4.2.3 執行役報酬内訳 | |
| | 4.2.4 執行役の固定報酬と実働報酬 | |
| | 4.2.5 報酬報告 | |
| 4.3 利益相反 | 4.3.1 執行役会の「企業の利益」への拘束 | |
| | 4.3.2 執行役会の利益供与禁止 | |
| | 4.3.3 利益相反の開示 | |
| | 4.3.4 執行役会メンバーの副業 | |
| 5. 監査役会(Aufsichtsrat) | | |
| 5.1 任務と管轄事項 | 5.1.1 監査役会の任務(助言・監視・同意権) | |
| | 5.1.2 監査役会の任免権 | |
| | 5.1.3 業務規程の決定 | |
| 5.2 監査役会会長の任務と管轄事項 | | |
| 5.3 各種役員会の設置 | 5.3.1 委員会の設置と委員長の任命 | |
| | 5.3.2 監査委員会の設置 | |
| | 5.3.3 持分所有者の代表による指名委員会の設置 | |
| | 5.3.4 執行役の監査役兼任制限 | |
| 5.4 構成と報酬 | 5.4.1 監査役の構成 | |
| | 5.4.2 独立監査役の選任 | |
| | 5.4.3 監査役の選出 | |
| | 5.4.4 執行役の監査役兼任制限 | |
| | 5.4.5 監査役の兼任制限 | |
| | 5.4.6 監査役の報酬 | |
| 5.5 利益相反 | 5.4.7 監査役会出席率 | |
| | 5.5.1 監査役会の企業の利益への義務付け | |
| | 5.5.2 監査役による利益相反の開示 | |
| | 5.5.3 利益相反と対応策の開示 | |
| | 5.5.4 助言契約等の監査役会による同意 | |
| 5.6 効率性テスト | | |
| 6. 透明性(Transparenz) | | |
| 6.1 株主平等 | | |
| 6.2 役員株式操作の開示 | | |
| 6.3 開示作業 | | |
| 7. 決算及び監査(Rechnungsprüfung und Abschlussprüfung) | | |
| 7.1 決算 | 7.1.1 コンツェルン決算及びコンツェルン決算報告書 | |
| | 7.1.2 コンツェルン決算書 | |
| | 7.1.3 コーポレート・ガバナンス報告書 | |
| | 7.1.4 株主との関係 | |
| 7.2 決算監査 | 7.2.1 会計監査人の確立権 | |
| | 7.2.2 会計監査人の決定 | |
| | 7.2.3 監査役会と会計監査人の取り決め | |
| | 7.2.4 会計監査人による報告 | |

出所：DCGK (2015) の項目を訳出した。細項目（例えば、4.1.1）は内容から判断して筆者がまとめた。

第3表 DCGK (2015) の各項目と「勧告 (E)」と「推奨 (A)」

| 1. 序文 | | 「勧告」(=E) 「推奨」(=A) (2015年) | | 5. 監査役会(Aufsichtsrat) | | |
|-----------------------------|-------------------|-----------------------------------------------------|------------|----------------------------------|-------------------------------------------------------|--|
| 2. 株主と株主総会 | | | | | | |
| 2.1 株主 | 2.1.1 | | | 5.1 任務と管轄事項 | 5.1.1 | |
| | 2.1.2 | | | | 5.1.2 E 43. 44. 45. A 6. E 46. 47 | |
| 2.2 株主総会 | 2.2.1 | A 1 | | | 5.1.3 E 48 | |
| | 2.2.2 | | | 5.2 監査役会会長の任務と管轄事項 | E 49. 50. 51 | |
| | 2.2.3 | | | 5.3 各種委員会の設置 | 5.3.1 E 52 | |
| | 2.2.4 | | | | 5.3.2 E 53. 54. 55. 56. 57 | |
| 2.3.1 | | | 5.3.3 E 58 | | | |
| 2.3 株主総会招集、書面投票、議決権代表 | 2.3.2 | E 1. 2. 3. A 2 | | 5.4 構成と報酬 | 5.4.1 E 59. 60. 61. 62. 63. 64. 65. 66. 67. 68. 69 | |
| | 2.3.3 | A 3 | | | 5.4.2 E 70. 71. 72 | |
| | | | | | 5.4.3 E 73. 74. 75 | |
| | | | 5.4.4 E 76 | | | |
| 3. 執行役会と監査役会の協力 | | | | | 5.4.5 E 77. 78 | |
| 3.1 執行役会と監査役会との緊密な協力 | | | | 5.4.6 E 79. 80. 81. 82. 83 | | |
| | | | | 5.4.7 E 84 | | |
| | | | | 5.5 利益相反 | 5.5.1 | |
| | | | | | 5.5.2 E 86 | |
| | | | | | 5.5.3 E 86. 87 | |
| | | | | | 5.5.4 | |
| | | | | 5.6 効率性テスト | E 88 | |
| | 3.2 企業戦略の決定と具体化 | | | | 6. 透明性 | |
| | 3.3 監査役会による同意留保事項 | | | | 6.1 株主平等 | |
| | 3.4 監査役会への情報提供 | | E 4 | | 6.2 役員の株式保有の開示 | |
| 3.5 執行役会と監査役会のオープンな議論 | | E 5 | | 6.3 開示作業 | | |
| 3.6 株主代表と労働者代表による別個の監査役会の会議 | | | | E 89 (6.2 E 90削除) | | |
| 3.7 買収提案 | | A 4 | | E 91. 92 | | |
| 3.8 役員賠償責任 | | E 6 | | E 93 | | |
| 3.9 役員等への信用供与 | | | | 7. 決算及び監査 | | |
| 3.10 コーポレート・ガバナンス報告書 | | E 7. A 5. E 8 | | 7.1 決算 | | |
| 4. 執行役会 | | | | 7.1.1 | | |
| 4.1 任務と管轄事項 | 4.1.1 | | | 7.1.2 E 94. 95. 96 | | |
| | 4.1.2 | | | 7.1.3 E 97 (7.1.4 E 98, E 99は削除) | | |
| | 4.1.3 | | | 7.1.4 (7.1.5) E 100 | | |
| | 4.1.4 | | | 7.2.1 E 101. 102. 103 | | |
| | 4.1.5 | E 9. 10 | | 7.2.2 | | |
| 4.2 構成と報酬 | 4.2.1 | E 11. 12. 13 | | 7.2.3 E 104. 105 | | |
| | 4.2.2 | E 14. 15. 16. 17 | | 7.2.4 | | |
| | 4.2.3 | E 18. 19. 20. 21. 22. 23. 24. 25. 26. 27. 28. 29 | | | | |
| | 4.2.4 | | | | | |
| 4.3 利益相反 | 4.2.5 | E 30. 31. 32. 33. 34. 35. 36. 37. 38. 39 | | | | |
| | 4.3.1 | | | | | |
| | 4.3.2 | | | | | |
| | 4.3.3 | E 40. 41. 42 | | | | |
| | 4.3.4 | | | | | |

出所：DCGK (2015) の各項目と DCGK (2014) の勧告と推奨を示している。括弧は2015年版で削除されている「勧告」を示している。

できるものにするという目標を持っている。コードは内外の投資家、顧客、協働者そして公衆の、「ドイツ上場会社の指揮と監視への信頼を高める」(DCGK, S. 1.) ことが意図されている。

第3表は2014年版と2015年版の DCGK の「勧告」(105項目：102項目)と「推奨」(6項目)がどの項目に配置されているのかを示している。ここから分かるように、「勧告」は執行役会の役員報酬の内訳(4.2.3)と役員報酬報告(4.2.5)、監査役会による執行役の任免権(5.1.2)および構成(5.2.1)、監査役報酬(5.4.6)に集中している。これは特にこの間のドイツにおけるコーポレート・ガバナンスをめぐる議論、監査役会の独立性強化、役員報酬の高額化に対する規制(執行役報酬の透明性、比較可能性とその上限規制)、女性比率を含む機関構成員の多様性(Diversity)、役員年齢制限等に関わっている。

IV 上場会社の DCGK の受容 (Akzeptanz) と適用 (Anwendung) の実態

アクセル・フォン・ヴェルダーが所長を務めるベルリン・コーポレート・ガバナンス・センター (Berlin Center of Corporate Governance) は、毎年 DCGK のドイツ企業における遵守状況におけるアンケート調査を行い、その結果を「コーポレート・ガバナンス報告書」として公表している⁶⁾。以下では、最新の2015年の報告書からドイツ企業における DCGK の遵守状況を確認することとする。

本調査の対象はドイツ上場企業(524社)を対象とするアンケート調査(2014年10月16日実施)である。回答企業は115社であり、フランクフルト証券取引所上場企業109社およびそれ以外のドイツ国内取引所上場企業6社であった。調査は、DCGK(2014)の「勧告」(105項目)と「推奨」(6項

6) アクセル・フォン・ヴェルダーが所長を務めるベルリン・コーポレート・ガバナンス・センターのホームページ内にこれまでの調査結果は全てダウンロードすることができる。参照 URL: http://bccg.projects.tu-berlin.de/?page_id=289

第 4 表 DCGK アンケート対象企業と回答企業

| フランクフルト証券取引所 | | | | | | フランクフルト ト外の取引所 (48社) (回収率： 12.5%) |
|----------------------------------------|----------------------------------------------------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| DAX 構成企業 (回収率： 76.7%) 主要大型30社 | TecDAX 構成 企業 (回収率： 30.0%) 「ニュー・エコ ノミー」30社 | MDAX 構成 企業 (回収率： 54.0%) 中型株50社 | SDAX 構成 企業 (回収率： 30.0%) 小型株50社 | その他プライ ム基準企業 (回収率： 14.6%) | ジェネラル基 準企業 (回収率： 12.9%) 国内基準 | |
| 23社 | 9社 | 27社 | 15社 | 19社 | 16社 | 6社 |

出所：Axel v. Werder und J. Turkall, 2015, S.1358 に依拠して筆者作成。

第 5 表 DCGK 諸規定の平均した遵守数と割合

| | DAX | TecDAX | MDAX | SDAX | その他の プライム | ジェネラ ル | その他 |
|-------|-------|--------|------|------|--------------|-----------|------|
| 勧告 | | | | | | | |
| 遵守項目数 | 101 | 89.4 | 94.6 | 83.3 | 77.7 | 71.8 | 87.8 |
| 割合 | 96.2 | 85.2 | 90.1 | 79.4 | 74 | 68.4 | 83.6 |
| 推奨 | | | | | | | |
| 遵守項目数 | 4.7 | 3.9 | 4 | 3.6 | 3.6 | 3.2 | 3.9 |
| 割合 | 78.3 | 64.8 | 66.7 | 60 | 60.5 | 53.3 | 65.1 |
| 全体 | | | | | | | |
| 遵守項目数 | 105.7 | 93.3 | 98.6 | 86.9 | 81.4 | 74.9 | 91.7 |
| 遵守率 | 95.2 | 84.1 | 88.8 | 78.3 | 73.3 | 67.5 | 82.6 |

出所：Axel v. Werder und J. Turkall, 2015, S.1358

目) の受容と適用状況に関して行われている。

その全般的遵守状況は、第5表にまとめられている。これに基づいて、フォン・ヴェルダーらは以下のように調査結果を要約している。すなわち、

①全体の遵守率（82.6%）は前年の78.9%に比べ若干上昇し、その際、勧告の遵守率（83.6%：前年、79.8%）の方が推奨の遵守率（65.1%：前年、63.9%）より高い。

②市場区分別にみると遵守率と企業規模ないし取引所区分との間に傾向的関連が確認できる。DAX 企業（95.2%）の方が General 企業（67.5%）よりも遵守率は高い。DAX 企業は「勧告」遵守率が80%を下回るのは、後述の E 39 と E 81 のみであり、80%台の遵守率の項目数は9項目、90%台は18項

目、残り全て100%の遵守率であった。

③個別企業の DCGK 遵守率は大きな分散を示している。遵守率の最低は40.5%である一方、最高は100%である。最高の遵守率5社と最低の遵守率5社を見ると、最低46.1%（DAX 企業88.1%、ジェネラル基準企業48.8%）と最高99.1%（DAX 企業98.7%、ジェネラル基準企業86.3%）という乖離が確認できる。

④フランクフルト以外の取引所で上場している企業はフランクフルト取引所に上場している企業のそれよりコードの遵守率は低い（66.6%：74.3%）。

⑤105の勧告と6の推奨のうち、55の勧告と1つの推奨は「一般に受容されている」。44の勧告と5つの推奨は50-90%の遵守率であり、うち18の勧告と2つの推奨は50-75%の遵守水準であった（以上、Axel v. Werder und J. Turkall, 2015, S. 1359, S. 1364. und S. 1367.）。

さらに、フォン・ヴェルダーらは DCGK の個別項目ごとに結果を示しているが、以下では「全体（Gesamt）」の遵守率が70%未満の項目について挙げる⁷⁾。なお、「透明性」と「決算と会計監査」については70%未満の遵守率の項目はなく、DAX 30社に限れば、勧告 E 91（91.3%）、E 92（81.8%）⁸⁾ 以外は全項目が100%遵守されている。また DAX 30社に限定すれば、すべて項目での70%以下の遵守率の項目はない。

① 株主と株主総会（第2章）と執行役会と監査役会の協力（第3章）とに関わる全体の遵守率70%未満の項目

【Eは「勧告」、Aは「推奨」を示し、番号は「勧告」105個、「推奨」6個のうちの番号

7) フォン・ヴェルダーらは90%以上の企業で遵守されている規定を「一般に受け容れられた規定」、「75%以上で90%未満」は「議論の少ない（schwach neuralgisch）規制」、「50%以上で75%未満」は「議論の多い（stark neuralgisch）規制」そして「50%未満」は「過半数によって拒否されている規定」と分類している。Axel v. Werder, Julia Turkali, 2015, S.1359.

8) 勧告 E 91 と E 92 とは「6.3 該当期間の開示作業の枠内で、主要な定期的刊行物（例えば、営業報告書、中間財務報告書）の発行日及び株主総会の開催日、財務カレンダーにおける決算発表やアナリスト会議の期日は、十分に時間的余裕をもって会社のインターネットサイトで公表されるべきである。」（DCGK, 2015, S. 14）

である（第3表を参照せよ）。括弧内の％は全体の遵守率であり、右にDAX 30社の遵守率を記載した。その下にDCGKの規定内容を訳出した。】

i. A 3 : 2.3.3 現代的通信手段の利用（株主総会の中継）（30.8%）（DAX : 78.3%）

「2.3.3 会社は現代的通信手段（例えば、インターネット）を通じて株主総会の内容を株主が把握できるようにした方が良い。」（DCGK, S. 4.）

ii. A 4 : 3.7 買収提案（62.9%）（DAX : 77.3%）

「執行役会は、買収提案がなされた場合、株主が買収提案を審議し、会社法上の措置を決議する、臨時株主総会を招集した方が良い。」（DCGK, S. 4.）

iii. E 6 : 3.8（67.6%）（DAX : 95.7%）

「監査役会に対する役員賠償保険（D&O Versicherung）においてそれに対応した自己負担額（Selbstbehalt）が取り決められるべきである。」

iv. A 5 : 3.10（49.5%）（DAX : 73.9%）

「3.10 コーポレート・ガバナンスについて、執行役会と監査役会は年一度報告しなければならない（コーポレート・ガバナンス報告書）し、企業管理の説明と関連してこの報告書を開示しなければならない。その際、コードの提案に態度を表明した方が良い。会社はコードの過去5年間の対応説明を自社のインターネットサイトで入手可能とさせておくべきである。」（DCGK, S. 5.）

② 執行役会規程の70%未満の遵守率の項目

i. E 24 : 4.2.3 Hs.1（67.8%）（DAX : 86.4%）

「執行役に年金を約束する場合には、監査役会は、その時々に目指される年金水準を執行役会の仕事を務めた期間に基づいても決定し、それから導き出される、企業にとっての、一年のコストと長期的コストを考慮すべきである。」（DCGK, S. 7.）

ii. E 33 : 4.2.5 Abs.Satz Spiegelstrich 1（58.5%）（DAX : 82.6%）

「さらに2013年12月31日以降に始まる事業年度の報酬報告は以下の項目について執行役会メンバーごとに表示されるべきである。」

-報告年度に与えられる手当（フリンジベネフィットを含む）。変動報酬部分においてはその報酬の上限と下限額（Maximal- und Minimalvergütung）が追加されること。

-それぞれの参照年度ごとに区分して表示された、固定報酬、短期的変動報酬そして長期的変動報酬からなる報告年度のフローの報酬額。

-報告年度内における、またはその事業年度に対する年金給付並びにその他の給付費用。」（DCGK, S. 8.）

iii. E 39 : 4.2.5 (51.9%) (DAX : 72.7%)

「こうした情報に対して、本コードに添付されている表のテンプレートが使用されるべきである。」（DCGK, S. 8.）

③ 監査役会規程の70%以下の遵守率の項目

i. E 58 : 5.3.3 (68.9%) (DAX : 100%)

「監査役会は、持分所有者の代表のみで構成される指名委員会を設置し、この指名委員会が、監査役会メンバーを選出するために開催される株主総会に提案するに相応しい候補者を指名すべきである。」（DCGK, S. 10.）

ii. 監査役会構成についての「勧告」には一つの文章に多くの「勧告」が含まれており、部分的には70%を越えているが、5.4.1 第2段落の項目を挙げることにする。

E 59 5.4.1第2段落 第1文 1 監査役会の構成の具体的目標 (71.3%) (DAX : 95.7%)

E 60 5.4.1第2段落 第1文 2 利益相反の潜在的可能性 (74.1%) (DAX : 95.7%)

E 61 5.4.1第2段落 第1文 3 5.4.2の意味での独立監査役員数 (72.6%) (DAX : 95.7%)

E 62 5.4.1第2段落 第1文 4 監査役の年齢制限 (63.9%) (DAX : 82.6%)

E 63 5.4.1第2段落 第1文 5 多様性 (69.7%) (DAX : 95.7%)

E 64 5.4.1第2段落 第2文 女性の適切な参加 (66.1%) (DAX : 95.7%)

E 65 5.4.1第3段落 第1文 所管の選出機関への監査役会の提案 (69.8%) (DAX : 95.7%)

E 66 5.4.1第3段落 第2文 コーポレート・ガバナンス報告書での開示 (63.9%) (DAX : 91.3%)

「監査役会は、企業の特異性を考慮しつつ、企業の国際的な事業活動、利益

相反の可能性、5.4.2で意味するところの独立監査役会メンバー数、監査役会メンバーの年齢制限の決定、監査役会メンバーとしての任用期間の決定、並びに多様性を考慮した具体的目標を定めておくべきである。共同決定法、モンタン共同決定ないし共同決定補充法が適用される上場会社の場合には、その監査役会は最低限女性30%、最低限男性30%から構成される。その他の、均等法適用対象会社については、監査役会は女性の割合について目標値を定めるものとする。

所管とする選挙委員会に監査役会が提案する際には、こうした目標が考慮されるべきである。監査役会の構成とその目標具体化の状態はコーポレート・ガバナンス報告書において開示されるべきである。」(DCGK, S. 10f.)

なお、上記5.4.1の「監査役会の女性の適切な参加」について DCGK の注記では「監査役会の女性と男性のそれぞれ30%の最低限の割合は、2016年1月1日以降必要となる新たな選出と派遣において一人もしくは複数の監査役会ポストを任命する上で顧慮されねばならない(2015年4月24日の「私経済並びに公務における管理職への女性と男性の同権的参加のための法律」に依拠した株式法導入法第25条第2項、連邦法律官報 I, S. 642、656)。また「目標値の決定は遅くとも2015年9月30日までに行われねばならない。目標値達成の期限は2017年6月30日を超えてはならないことが期待されている」(同)と述べられている(DCGK, S. 11.)。

iii. E 81 : 5.4.6 (59.8%) (DAX : 75.0%)

「監査役会メンバーは、その任務と会社の事業状況に見合った報酬を受け取る。もし監査役会メンバーに業績志向的報酬が認められているのであれば、この報酬は、企業の持続的発展に方向づけられているべきである。」(DCGK, S. 12.)

さらにフォン・ヴェルダーらは、ガバナンス構造とガバナンス・プロセスそしてガバナンスの透明性について以下のような調査結果を示している。

① ガバナンス構造

i. 上級管理職集団 (Oberer Führungskreis) : 執行役の報酬の妥当性評価の

ためのいわゆる「垂直比較」において、監査役会はとりわけ上級管理職集団の報酬と執行役報酬との比率が考慮されるべきである（E 14）とされる。その際、垂直比較の対象となる管理職集団の指定を監視機関（Überwachungsorgan）に委ねている。89.4%の企業（n=66）は、勧告を遵守しているが、約4分の3の会社は執行役会の下の一つの管理職レベルの報酬を比較対象としている（54.5%）か、二つの管理職集団を比較対象としている（22.7%）。それ以外の企業は第4番目ないし第5番目のレベルを比較対象として含めている。顧慮される管理職レベルの階層数は企業規模とともに増加する。またSDAX企業（75.0%）、TecDAX企業（83.3%）、プライム基準企業（80.0%）そしてジェネラル基準企業（75.0%）においては第一管理職集団レベルのみを比較の対象としているのに対して、DAX企業において第一レベルの管理職集団を比較対象としている企業は23.5%であり（MDAX企業：37.5%）、それ以外は2つもしくは3つの管理職集団を比較対象としている。（Axel v. Werder und J. Turkall, 2015, S. 1364f.）。

ii. 監査役会における独立性（Unabhängigkeit）：監査役会のメンバーの独立性に関するコードの規制は著しい解釈・判断余地を残しており、会社はさしあたり労働者代表の（従業員代表か、労組代表か、等の）一般的分類についての情報が要請されている⁹⁾。ドイツの多くの企業（83.0%：n=53）は、個人的な利害関係が取引上の関係がある場合を除いて「独立的」と分類している。DCGKの勧告（E61）によれば、監査役会は独立役員数についての具

9) DCGKによれば、「5.4.2 監査役会には、自らの評価に基づいて妥当な数の独立したメンバーを含めるべきである。本コードの勧告の意味では、会社、その機関、支配的株主、またその株主と結びついた企業と個人的もしくは取引上の関係にあり、重要な、一時的ではない利益相反が根拠づけられる場合には、こうした監査役会メンバーは独立的とはみなされえない」（DCGK, 2015, S.11）と規定されている。フルマンらによれば、「労働者代表は企業との雇用関係に基づき、コードの意味での取引関係を持っているのかどうかは議論の余地がある。雇用関係は労働者代表の独立性を阻害するものではなく、それゆえ原則的に独立的と見なされるという見解が導かれうる」し、これはまたEU委員会の勧告とも一致しているものと見なされている。（Fuhrmann, Linnerz, Pohlmann, 2016, S.493.）労働者代表を「独立」役員と見なせるかどうかは議論のあるところでもある。

的目標を掲げておくべきであるとされる。フォン・ヴェルダーらの調査によれば、持分所有者について目標設定は25%から100%とばらつきがあった（前年は16.7%－100%）。企業の40.5%（n=37）は株主代表の半分を独立監査役にしようとする目標を持ち、24.3%の企業は半分以下の目標で、35.2%の企業は50%以上という目標を持っていた）のであり、「監査役会全体と比較して、監査および指名委員会については独立性の一層の強化が明らかとなる。3分の1以上の会社ではこうした委員会の全ての持分所有者代表は独立的である。」（Axel v. Werder und J. Turkall, 2015, S. 1365.）

こうした社外独立役員の選任は共同決定法で労働者代表と持分所有者代表以外の第三の「利害代表」を監査役会に組み込む点でドイツのコーポレート・ガバナンスの多元性を一層鮮明にする点で極めて重要であると考えられる。

② ガバナンス・プロセス

i. 役員会議（executive sessions）の実施：DCGKの規定によれば、監査役会は、必要に応じて執行役員抜き会議を開くべきであるとされる。フォン・ヴェルダーらの調査によれば、「20.2%の企業（DAX企業：5.3%）の監視機関は、完全に、または部分的にも執行役員抜きで会議を開いたことはなかった。一方、24.7%の企業（DAX企業：31.6%）では執行役員抜きでの全体会議も個々の議題の審議も行っていった。また残りの企業では、執行役員抜きでの会議（7.9%；DAX企業：5.3%）か、個々の議題の審議（47.2%（DAX企業：57.9%））かのいずれかを行っていた。調査結果は、これにより「E5の具体的実践における著しい多様性（Varianz）を示している。同時にともかく5社に1社是对応説明を行っているものの、（完全か部分的に）執行役員抜き会議を放棄している。こうして、この規制の実効性は限定的であることが判明した。」（Axel v. Werder und J. Turkall, 2015, S. 1365.）。

ii. 外部報酬コンサルタント（Vergütungsberater）の利用：監査役会が執行役員報酬の妥当性評価（Beurteilung der Angemessenheit）のために外部の報酬コンサルタントの助言を得る限りで、そのコンサルタントの執行役員もし

くは企業からの独立性に配慮するべきであるとされている（DCGK 4.2.2 の第3段落）。調査の結果、回答企業（86社）の22.1%の会社は妥当性評価において外部の助言を放棄する一方、76.7%の企業では報酬決定プロセスにおいて、こうした外部報酬コンサルタントの利用が標準となっている。こうした処置は、DAX 企業（90.5%）だけではなくその他の企業でも普及している（但し、「その他プライム基準」企業では41.7%）。報酬問題における「執行役の報酬の適切性に関する法律」（VorstAG）によって厳格化された監査役会の懲罰リスク（株式法116条第3文）を含む執行役報酬を巡る集中的議論を反映しているものとフォン・ヴェルダーらは見なしている。（Axel v. Werder und J. Turkall, 2015, S. 1365f.）。

iii. 監査役会に対する要件プロフィール（Anforderungsprofil）の作成：前述したように DCGK（5.4.1 第2段落：E 59-64）によれば、監査役会はその構成について具体的目標を掲げ、その所管とする選出機関に候補者を提案するにあたってこの目標を考量すべきであるとされる。回答企業の45.2%は監査役会全体についても個々のメンバーについても体系的に要件プロフィールを作成しているのに対して、19.3%の企業はこの作成を完全に放棄している。それ以外の企業は、監査役会全体についてのみか、そのメンバーについてのみプロフィールを使用している。71.0%の会社は全体プロフィールの作成によって監査役会の仕事の比較的高度な専門職化（Professionalisierung）を表す処置を選択している。（Axel v. Werder und J. Turkall, 2015, S. 1366.）

③ コーポレート・ガバナンスの透明性

i. 公表手段の調整：現在のガバナンス報告書の増大する規制の中核問題は、例えば、対応説明、企業経営の説明、ガバナンス関連の付属明細書並びにコーポレート・ガバナンス報告書といった多数の異なる公表手段から生じている。DGCK は、こうした公刊物の調和について定めておらず、コーポレート・ガバナンス報告書を企業経営の説明と関連して公表することを求める勧告のみを行っている。回答企業（100社）の66.0%はコーポレート・ガバナンス報告書を企業経営の説明と同一の統合報告書で公表している。残りの企業

(34.0%)においては、報告書と説明を別々の文書で公表している。インデックス企業は、「その他プライム基準」企業や「ジェネラル基準」企業よりも明らかに統合報告書で公開している。(Axel v. Werder und J. Turkall, 2015, S. 1366.)

ii. 垂直的報酬関係：執行役報酬の妥当性評価にあたって、執行役報酬の、上級管理職集団並びに従業員全体の報酬との比率はかなり重要視される。これに対応して、DCGKは執行役の報酬決定にあたってこうした報酬比率を考慮することを勧告しているが、この関係を公表することを求めている。こうした垂直的報酬関係の公開は現時点では多くの企業によって拒否されている。その際、管理職の報酬と執行役の報酬の比較の公表の拒否(92.5%)は執行役の報酬と従業員全体の報酬との比較の公表の拒否(96.4%)より若干低い。前年(84.8%; 85.7%)と比較して垂直的報酬関係の公表を拒否する企業は増加している。それゆえ、垂直的報酬関係の公表はおそらく今後も例外に止まるであろう。

iii. 独立監査役の公表：監査役会にとって「独立性」目標の達成は会社から独立的であると格付けされる監視機関のメンバーの名前が知られることによって初めて外部の視点から根拠づけられるものとして確認できる。調査において「財務専門家の名前を挙げることは、すでに回答企業(93社)の73.1%がこの情報を自発的に開示しており、この点で「ベストプラクティス」として確立している。その他の独立監査役については52.2%の企業と開示度は低いが、2013年45.8%、2014年46.1%に比べると上昇している。「目立っているのはその他の独立機関メンバーの名前を挙げる、DAX企業における意欲は、依然としてその他のインデックス企業やセグメント企業の意欲よりも低いままである。」(Axel v. Werder und J. Turkall, 2015, S. 1366f.)

V DCGK と「企業の利益」(多元的企業統治モデル)

すでに1918年にラーテナウ(Walther Rathenau)が大企業を「私的存在」として捉えるのではなく、国民経済全体の「共同経済的(gemeinwirtschaftlich)」

要素、したがって「社会的存在」として捉える主張を行い、こうした企業観が戦後ドイツの企業社会に浸透していった。一方、19世紀半ば以降の労働運動の「共同決定」（経営参加）要求は「共同決定法」の整備により実現され、ドイツの企業社会に定着するところとなっていた。この点で私有財産制度と「契約の自由」を柱とする「会社法」の限界が指摘され、広くステークホルダーの諸利害をも考慮した「企業法」の要求がすでに1950年代から法学の議論においても大きな関心と議論を集めてきた（正井、1989及び海道、2013）。

こうしたドイツの伝統的企業観は DCGK においても反映されており、会社機関構成員の義務として「企業の利益」が強調されている。先に述べた DCGK 序文での「本コードは、社会的市場経済の諸原理と調和して、企業の存続とその持続可能な価値創造（企業の利益）に対する執行役会と監査役会の義務を明らかにするものである。」（DCGK, 2015, S. 1.）それ以外にも DCGK では様々な箇所「企業の利益」・「企業の繁栄」という用語が機関構成員の義務として規定されている。例えば、「3.1 執行役会と監査役会は企業の繁栄（Wohle des Unternehmens）のために緊密に協力する」（DCGK, 2015, S. 4.）、あるいは「4. 執行役会、4.1 任務と管轄事項、4.1.1 執行役会は企業の利益のために、それゆえ株主、その労働者、およびその他の企業とつながりのある集団（ステークホルダー）の諸利害を考慮しながら持続的価値創出という目標をもって、自己の責任において企業を指揮する」（DCGK, 2015, S. 6.）と規定されている¹⁰⁾。

10) フールマンらによれば、「企業の利益」は、株式法上規定されているわけではなく、「法律を越えた秩序原理（Ordnungsprinzip）」と見なされている。株式法76条か93条もしくは株式法116条（監査役会）の規定からすれば、会社機関は、以下の点に義務付けられている。すなわち、持続的な、企業の収益性に配慮すること、定款に適合し、また実際の、会社の事業を積極的に推進すること、企業の損失を回避すること、事業の持続的な発展に配慮すること、利害の対立を調整すること、逃れることのできない、あらゆる法的規定の順守に配慮し、これに自分自身も注意を払うこと、その他、あらゆる重要なステークホルダーの諸利害を顧慮すること、以上である（Fuhrmann, Linnerz, Pohlmann, 2016, S.21.）。

「企業の利益」概念について、「この概念はすでに従前から（とくに法学の）議論において導入されたものであり、DCGKでも機関の行動の最高の格率（die oberste Maxime des Organhandelns）を示すために使用されている。」（Beck, C.H. et.al., 2014, S. 130.）また「企業の利益」概念はフルマンらによれば「多様なステークホルダーの個別利害の上位に位置づけられ、多様な特定利害を事実に基づいて（sachgerecht）調整する、上位の企業目標から出発する。この場合、リスク資本を提供する持分所有者の目標は、企業の利益を見出す上で特別な注意を受けるにしても、株主重視アプローチのような排他的優位性を持たない。それどころか、その他のステークホルダーの利害は、・・・『適切に』配慮される。こうしたステークホルダーの利害の著しい包摂は、そのことが企業価値を持続的に高める限りで妥当なものと思なされるであろう。その際、企業価値は、さまざまなステークホルダーの諸要求を持続的に満足させ、企業の存続に必要な、こうしたステークホルダーの支持を長期的に保証する企業能力の程度に基づいて測定される。」（Fuhrmann, Linnerz, Pohlmann, 2016, S. 20f.）

こうして、DCGKで規定される「企業の利益」は「社会的市場経済の諸原理と調和して、企業の存続とその持続的な価値創造に配慮し、そこでは株主、その労働者およびそれ以外の、企業と結びついた集団（ステークホルダー）の利害を顧慮するという一般の格率を表すもの」（Beck, C.H. et.al., 2014, S. 130.）である。この点で、「企業の利益」は「社会の繁栄」・「社会の利益」を前提とする概念であり、DCGKは機関構成員の責任として「社会受託者責任（corporate social stewardship）」としての義務付けを示しているものと解される。

こうして、ドイツのコーポレート・ガバナンスでは何よりも「企業の利益」・「事業の繁栄」を機関構成員の義務と位置付けることで株主だけではなく、従業員、債権者、地域社会等の広範な利害を企業家的意思決定において考慮するとともに、これを労働者代表と持ち分所有者代表とが監査役会を通して監視・コントロールする仕組みを構築している。しかし、企業家的意思決

定の判断業務は高度の専門性を有することから、会計専門職等の「独立社外監査役」を選任することで対応しようとしているものと考えられる。この場合には「独立社外監査役」に期待されているのは労働者代表利害でもなく、株主代表利害でもなく、まさに「公益」代表としての性格が強いものと言えると思われる。すでにでこうした「労働」と「資本」と「社会（中立）」代表から構成される共同決定は従業員1千名以上の石炭・鉄鋼産業企業に適用される、1951年の「モンタン共同決定法」で構想されていたものであり、この構想こそ「多元的利害代表」に基づく多元的コーポレート・ガバナンスであった（風間、2012）。この「モンタン共同決定法」で構想されている多元的コーポレート・ガバナンス構想がDCGKにおいても引き継がれているものと捉えることができる。

VI おわりに

以上、本稿はとくにドイツのコーポレート・ガバナンス・コード（DCGK）の制定の背景とDCGKの内容そして遵守状況を概観してきた。この結果、以下の点を明らかにしてきた。すなわち、

1. DCGKは2002年の制定以来、ドイツ経済・社会の動向を踏まえつつ、連邦法務省の下に設置される常設機関であるDCGK政府委員会で年一度改訂がなされている。独立監査役の選任、機関構成員への女性登用、執行役報酬の透明性、垂直比較、その上限規制などが「勧告」として盛り込まれている。
2. DCGKは「遵守か、説明か」という点では「ソフト・ロー」の側面を有しているもの、株式法第161条の規定によりそれを強行法で説明義務を課している点で「ハードな『ソフト・ロー』」の性格を有している。
3. DCGKは当初、機関投資家、資本市場の圧力が意識されていたものの、二層型と労使共同決定という、ドイツ固有の企業体制を堅持し、この基盤の上で透明性の強化と企業経営の「最良の実践」を目指すコーポレート・ガバナンス改革がDCGK規定に盛り込まれている。

4. DCGK は機関構成員の義務として「企業の利益」概念を設定することで、「会社は株主のものだ」とする一元的企業観に基づく「株主受託者責任」を越えて、より広範なステークホルダーの利益を企業家的意思決定に「事実に基づく調整」により包摂することを目指している点で DCGK では機関構成員の責任は「社会受託者責任」として捉えることができる。

しかし、DCGK の受容と適用のアンケート調査（2015）によれば、報酬の垂直比較について個々の会社は考慮すれどもその実態を公表する必要はないこと、監査役の「独立性」の規定が「独立的ではない」ことは規定されているものの、「独立性」自体の規定がないこと、労働者代表が「独立的」で見なされていることの妥当性も問われている。またダイバーシティ、とくに女性の登用についても、依然として十分な水準に達しているわけではないといった問題も浮き彫りにされている（Axel v. Werder und J. Turkall, 2015, S. 1367.）。

また DCGK における「企業の利益」の実現は、本来的には「社会の利益」・「社会の繁栄」との相即的發展を意味しているものであるにせよ、VW の排ガス不正に象徴されるように、ときに「内向き志向」・「閉鎖的体質」をもたらし、ステークホルダーの諸利害を顧みない「会社中心主義」に陥る危険を孕むことも事実であり、これを防止するためにはコーポレート・ガバナンス強化だけではなく、風通しの良い企業風土・企業倫理（Business Ethik）の確立こそ求められている。

（筆者は明治大学商学部教授）

引用文献

- Axel v. Werder, Julia Turkali (2015), Corporate Governance Report 2015: Kodexakzeptanz und Kodexanwendung, *Der Betrieb*, Nr. 24, 12.06.2015, S.1357-1367.
- Beck, C. H., H. M., Ringleb, T. Kremer, M. Lutter, Axel v. Werder (2014), *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, 5. Auflage, C. H. Beck.
- Fuhrmann, L., Linnerz, M., Pohlmann, A. (Hrsg.) (2016), *Frankfurter Kommentar Deutscher Corporate Governance Kodex*, dtv Mediengruppe, Frankfurt am Main.
- R. Zugehör (2003), *Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, Unternehmen zwischen*

Kapitalmarkt und Mitbestimmung, Leske+Budrich, Opladen (『ライン型資本主義の将来』風間信隆監訳、文眞堂、2008)。

上田亮子 (2014) 「英国・フランス・ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス・コードの実施状況に関する調査研究」株式会社日本統治環境研究所、<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/JIRIS.pdf> : 最終アクセス日: 2016年8月12日)

海道ノブチカ (2005) 『ドイツの企業体制ードイツのコーポレート・ガバナンス』森山書店。

海道ノブチカ (2013) 『ドイツのコーポレート・ガバナンス』中央経済社。

風間信隆 (2012) 「グローバル化の進展とドイツの企業統治システムの進化」『リーマン・ショック後の企業経営と経営学』経営学論集82集、39-51頁。

関孝哉 (2006) 『コーポレート・ガバナンスとアカウンタビリティ』商事法務。

東京証券取引所 (2015) 『コーポレートガバナンス・コードー会社の持続的な成長と中・長期的な企業価値の向上のために』東京証券取引所。

内閣官房 (2015) 『「日本再興戦略」改訂 2015ー未来への投資・生産性革命ー』<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/dai1jp.pdf> : 最終アクセス日: 2016年8月12日)

ペーター・オー・ミュルベルト (2013) 「ドイツ株式法における『遵守せよ、さまなければ説明せよ』の準則とEUの背景」(神作裕之仮訳) 『金融商事法ワーキングペーパー・シリーズ』、1-25頁。

正井正笹 (1989) 『西ドイツ企業法の基本問題』成文堂。

正井正笹 (2003) 『ドイツのコーポレート・ガバナンス』成文堂。