

## 論 説

## 1990年代以降の「アメリカ化」の再来とドイツの企業経営(Ⅱ)

—— 株主主権的経営, コーポレート・ガバナンスとそのドイツ的展開 ——

山 崎 敏 夫

## 目 次

- I 問題提起
- II アメリカ的「金融化」とドイツの企業体制の動揺
  - 1 アメリカ的「金融化」と株主価値志向の拡大
  - 2 アメリカ的「金融化」と「ドイツ株式会社」
- III ドイツ企業における株主価値重視の経営への転換とその特徴
  - 1 株主価値重視の経営への転換の全般的状況
  - 2 主要産業における株主価値重視の経営への転換とその特徴
    - (1) 自動車産業における株主価値重視の経営への転換とその特徴(以上本誌第 49 巻第 5 号)
    - (2) 化学産業における株主価値重視の経営への転換とその特徴(以下本号)
- IV 株主価値重視の経営モデルとドイツ的経営の相剋
  - 1 株主価値重視の経営への転換と企業モデルのハイブリッド化
  - 2 株主価値重視の経営への転換における企業間の差異
  - 3 銀行の役割の変化との関連での株主価値重視の経営モデルとの相剋
  - 4 機関投資家の影響との関連での株主価値重視の経営モデルとの相剋
  - 5 生産重視の経営観, トップ・マネジメントの機構・人事構成と株主価値重視の経営モデルとの相剋
  - 6 共同決定制度の影響と株主価値重視の経営モデルとの相剋
  - 7 企業経営のドイツ的条件と株主価値重視の経営の展開への制約
- V 企業経営の「アメリカ化」の性格の変化とその意味
- VI 結語

## III ドイツ企業における株主価値重視の経営への転換とその特徴

## 2 主要産業における株主価値重視の経営への転換とその特徴

## (2) 化学産業における株主価値重視の経営への転換とその特徴

また化学産業についてみると、この産業は高度に多角化がすすんだ部門のひとつであったが、1990年代以降、とりわけ現実の株主価値の考え方や資本市場のプレイヤーのなかで、株主価値の主張者によって多角化は根本的に問題視されるようになってきている。こうして、株主価値重視の経営への圧力は、この産業のリストラクチャリングの展開を大きく促進してきた。しかし、企業の歴史的に発展してきた特殊な事業ポートフォリオの構造や企業の経済的地位の差異のみならず、資本市場の重要なプレイヤーを優先するという志向の点での経営陣の相違によって、

株主価値重視の経営への圧力への対応、戦略のあり方には、企業によっても差異がみられる<sup>1)</sup>。

ヘキスト、バイエルおよび BASF という IG ファルベンの主要後継 3 社は、戦後から 1990 年代半ばまでは、収益性よりも投資と販売の増大を優先する企業戦略をとってきた。これら 3 社は、ステークホルダー志向のコーポレート・ガバナンスの「ドイツ・モデル」の多くの側面をもち、多角化による多様な化学関連製品への展開というほぼ類似の戦略をすすめてきた。しかし、巨額の研究開発費を要するイノベーション、とくに医薬品部門における製品市場の環境変化、ドイツの東西統一後の不況、危機的な収益性、国際的な資本市場の変化などの諸要因のもとで、1990 年代半ば以降、企業間で戦略の大きな相違がみられるようになってきた。ヘキストは純粋なライフサイエンス戦略を採用し、合併を展開してきたのに対して、バイエルは、統合された化学/医薬の戦略を継続する方向に向かった。また BASF は、結合経済の利益を重視した戦略をとりながらも、合成化学から離れ、バイオテクノロジーの方向へと研究のパラダイムを転換させた。

こうした戦略の相違は 3 社の経営の文化の相違によるところが大きい。すなわち、ヘキストでは、トップ・マネジメントの株主価値志向が強く、経営陣は外国、とくにアメリカでの高度な経験を有していた。そのことは、アメリカ流の株主価値志向の経営、そのための戦略的あり方を追求する上でも大きな意味をもった。これに対して、バイエルでは、ヘキストのドルマンより 2 年はやい 1992 年に同じく財務畑出身の M. シュナイダーが CEO に就任しているが、ドルマンとは対照的に、彼は企業経営の「ライン型資本主義」のモデルへの関与を維持した。同社のトップ・マネジメントの全般的な態度は、伝統的な企業文化と多様な製品ポートフォリオの枠組みのなかでのゆるやかな変化が最善の方法であるというものであった。そのあらわれは、ポリマー、化学製品、ヘルスケアおよび農業化学の 4 つの事業が柱となる事業構造が維持されたことにみられる。また BASF では、トップ・マネジメントには、伝統的な結合経済の戦略とそのさまざまな経済性の維持が将来の生き残りにとって最善であるとする信念があった。同社のそのような競争戦略は、イノベーションと製品の高い品質を中核市場でのコスト・リーダーシップと結びつけることをねらいとするものであった。それゆえ、ヘキストの株主価値アプローチとは対照的に、BASF では、そのコーポレート・ガバナンスの原則において明確なステークホルダー・アプローチが展開された。また BASF では、2001 年にアメリカ企業への医薬品事業の売却が行われているが、それは、合成化学からバイオテクノロジーへの医薬の研究のパラダイム・シフトに基づく医薬と化学のシナジー効果の低減、さらにはバイエルと比べてもヘルスケアの領域に占める医薬の割合が小さかったことによるブロックバスター戦略の

---

1) Vgl.S.Becker, Der Einfluss des Kapitalmarkts und seine Grenzen : Die Chemie- und Pharmaindustrie, W.Streeck, M.Höpner (Hrsg.), *Alle Macht dem Markt?. Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Berlin, New York, 2003, S.235-6.

追求の困難さのために、医薬品事業の維持の論理的根拠が弱かったことによるものである。それゆえ、医薬品事業の売却は、ヘキストのように株主価値増大のための資本市場の圧力もとの経営側の対応の結果では必ずしもない<sup>2)</sup>。また医薬品事業の扱いをめぐるヘキスト、バイエルの2社とBASFとの間のこうした相違は、優先される企業政策上の戦略に関して、個々の企業の歴史的に発展してきた事業構造が資本市場の重要なプレイヤーによって徹底的に考慮されたということの結果でもある<sup>3)</sup>。

このように、IGファルベン<sup>4)</sup>の主要後継3社のなかでも、ヘキストは株主価値志向の経営を最も強く推進した企業であるとともに、ドイツにおいて1990年代に最初に株主価値の向上をその優先的な企業目標とした上場企業に属しており、経営側によって株主価値が積極的に推進された<sup>4)</sup>。上述したように、1994年のドルマンの取締役会会長への就任が株主価値志向の経営への転換を決定づけており、97年の営業報告書には、「ヘキスト株の価値および国際的な資本市場による評価は、われわれにとっては企業の成功の尺度である」と指摘されている<sup>5)</sup>。徹底したリストラクチャリングのなかでのライフサイエンス事業への集中に現れる同社の明確な将来志向は、擬制資本および株主価値志向の優位と密接に関連しており<sup>6)</sup>、株主重視の目標の導入は、企業の徹底的なリストラクチャリングとともに現れたのであった<sup>7)</sup>。また低い収益や高度な多角化は買収の潜在的なリスクを高める要因ともなりうるものであり<sup>8)</sup>、同社のライフサイエンス事業への集中にともなう化学事業の売却というラディカルな意思決定は、株式市場の論理への追従によって動機づけられたものであった。同社の株主価値志向/ライフサイエンス戦略のいまひとつの意義は、同事業における大規模なグローバル・プレイヤーのひとつとなるのに必要な規模に到達するための他社の買収、合併にあった<sup>9)</sup>。また期待される収益を下回ることに対する許容範囲も企業の取締役への忠義も低い外国の機関投資家の関与の増大は、買収のリスクをもたらすことになるが、こうしたリスクから生じる潜在的な脅威は、企業政策の新しい方向づけにとっての重要な動機をなした<sup>10)</sup>。このように、企業の諸部門のグローバル化の傾向の結果

2) S.Vitols, Shareholder Value, Management Culture and Production Regimes in the Transformation of the German Chemical-Pharmaceutical Industry, *Competition & Change*, Vol.6, No.3, September 2002, pp.310-1, pp.313-5, pp.318-21, S.Vitols, Viele Wege nach Rom?. BASF, Bayer und Hoechst, W.Streeck, M.Höpner (Hrsg.), *a.a.O.*, S.198-9, S.203-4, S.206, S.211-3, S.215-6 参照。

3) Vgl.S.Becker, *a.a.O.*, S.234.

4) W.Menz, S.Becker, T.Sablowski, *Shareholder-Value gegen Belegschaftsinteressen. Der Weg der Hoechst-AG zum »Life-Science«-Konzern*, Hamburg, 1999, S.31, S.Vitols, *op.cit.*, p.315, S.Vitols, *a.a.O.*, S.207.

5) Hoechst AG, *Geschäftsbericht 1997*, S.29.

6) W.Menz, S.Becker, T.Sablowski, *a.a.O.*, S.49-50.

7) S.Eckert, Auf dem Weg zur Aktionärsorientierung : Shareholder Value bei Hoechst, W.Streeck, M.Höpner (Hrsg.), *a.a.O.*, S.179.

8) *Ebenda*, S.184.

9) S.Vitols, *op.cit.*, S.Vitols, *a.a.O.*, S.208-9.

10) S.Eckert, *a.a.O.*, S.184.

として生じる、国際化の進展と株主資本の制度化と結びついた敵対的買収のリスクの増大は、株価に関連する企業政策の志向の出現にのつての重要な原因となっている<sup>11)</sup>。

ヘキストにおけるこうした変化の評価をめぐって、例えばW.メンツらの研究では、中核事業領域への限定、以前には企業内部に組織化されていた労働過程の外部化、企業全体の法的な分割、国際合併およびグローバルな集中過程、賃金のリスクの増大や経営レベルと協約レベルの共同決定の可能性の侵食は、グローバル化した株主価値資本主義の一般的な諸特徴とますますなっており、ヘキストはなんら個別事例ではないとされている<sup>12)</sup>。しかし、同社はそのような変化の最も典型的な事例をなすものといえる。この点、バイエルでは、例えば合併路線をとったヘキストがアベンティスと結合した後の2001年の株主総会でも、株主の90%超によってコンツェルンの経営が支持されていたこと、キャッシュ・フローはつねに高い水準にありまた増大しているという事情もあり、機関投資家や金融仲介機関の多数にあつてはコンツェルンの構造を解体させる意思はみられなかったという点とは対照的である。またBASFをみても、同社の事業ポートフォリオの動きは、戦略的意思決定はしばしば経済的領域における同社のそのときどきの位置や他社の戦略的行動から生じる活動の可能性によって規定されているということのひとつの事例をなしている。そのことによつても、戦略的な企業政策への資本市場のプレイヤーや株主の影響が制限されたのであつた。同社の経営陣は、資本の利回りへの投資家の高まる要求を受け入れたとはいへ、資本市場の重要なプレイヤーによるコンツェルンの構造の再編への要求に抵抗した事例をなしており<sup>13)</sup>、この点でもヘキストのケースとは大きく異なっている。

化学産業におけるそのような状況について、S.ベッカーは、企業の発展や業績がつねに資本市場の重要なプレイヤーの優先事項や期待にかなうということを経営陣が実際にどの程度配慮することになりうるのかということとは疑わしいとしており、つぎの3点を指摘している。第一に、資本市場に合致した企業政策は、しばしば生産経済的・労働政策的な制約やそのときどきの企業の競争上の地位や財務力によって制限されるか修正されることになっている。株主価値志向の経営のひとつの特別なジレンマは、たいいてい、収益性の向上が資本市場のプレイヤーの期待を上回る場合にのみ平均をこえる株価の動きとなつてあらわれるということにもある。第二に、機関投資家や金融アナリストのもとでは、特定の企業が追求すべき戦略に関する合意が存在しない場合も多い。しかしまた、株主価値や資本市場の重要なプレイヤーの優先は、しばしば、経営陣にとって方向性を定め、戦略的意思決定を正当化することにもなりうる

---

11) S.Eckert, *Aktionärsorientierung der Unternehmenspolitik?. Shareholder Value — Globalisierung — Internationalisierung*, 1. Aufl, Wiesbaden, 2004, S.422.

12) W.Menz, S.Becker, T.Sablowski, *a.a.O.*, S.207.

13) Vgl.S.Becker, *a.a.O.*, S.238-9.

ものである。それゆえ、株主価値志向は、多くのケースにおいて、企業政策の決定や合理化諸方策の実施のための手段として役立つものとなるという面もみられる。第三に、資本市場の重要なプレイヤーによって個々の企業や諸部門にとって優先され、また投資家の投資行動や株価の動きにも影響をおよぼすような戦略や構造のコンセプトは、しばしば短期的に変化するものであるが、多くの場合、それらを短期的に変化させることは、とくに生産経済的・市場経済的制約や財務的制約のために可能ではない。このことも、株主価値経営の考え方が実体経済面での企業の発展にとってもまた株式市場での評価にとっても確かな青写真を提供することはできないということのひとつの要因をなす。1990年代以降のドイツでも、株価が上場企業の経営の善し悪しのひとつの中心的な、また社会的に受け入れられた指標となったが、全体的にみると、企業政策への資本市場の影響は、決まったかたちのあるものではなく、株主価値経営のコンセプトは、企業の持続的な競争力強化のための基礎を提供するものとはなっていないとされている<sup>14)</sup>。

#### Ⅳ 株主価値重視の経営モデルとドイツ的経営の相剋

これまでの考察において、1990年代以降の金融化を動因とする企業経営のアメリカ化について、株主価値重視の経営への資本市場の圧力の強まりとドイツ的企業体制へのその影響、ドイツ企業における株主価値重視の経営への転換についてみてきた。それをふまえて、つぎに、こうしたアメリカ的な経営モデルへの転換の現実について、アメリカ・モデルとドイツ的な経営との相剋、ドイツ的な特徴・あり方を規定した諸要因、さらにそこにみられる含意についてみていくことにしよう。

##### 1 株主価値重視の経営への転換と企業モデルのハイブリッド化

すでにみたように、1990年代以降には、ドイツでもアメリカ的経営モデルへの転換の動きがみられたが、90年代後半以降の株式ブームに支えられるかたちで株主価値志向とそれにもとづく企業の経営への圧力が最も強く現れてきたにもかかわらず、「ドイツ株式会社」の期待された解体は、それまでゆっくりとしかすすまなかったといえる<sup>15)</sup>。現実には、株主価値経営というアメリカ的な経営のあり方、諸要素が取り入れられながらも、ドイツの伝統的な経営モデルの諸要素とのハイブリッド化となったという面が強い。

例えばS. ヴィトルスは、ドイツにおける企業の変化は株主価値の徹底的な受容から変化に対する頑固な抵抗までの全体的な範囲におよぶかたちとなっており、かなりの異質性によって

14) Vgl. Ebenda, S.244-6.

15) R.W.Herden, K.Kind, M&A Markt international, *Mergers and Acquisitions*, 4/2003, S.175.

特徴づけられるとしている。そこでは、アングロアメリカ・モデルへの全般的な収斂化ではなく、むしろ少数株主の地位の部分的な向上と経営者との間の、また経営側と労働側との間の交渉での合意のような伝統的なステイクホルダーの慣行との結合というかたちでの企業組織の「ハイブリッド」モデルの採用となったとしている<sup>16)</sup>。彼はまた 2004 年の研究においても、ドイツの企業はアメリカやイギリスで実践されてきたものよりも穏やかな株主価値の形態を採用してきたが、それは、機関投資家からの圧力の増大にもかかわらず、伝統的なステイクホルダーの持続的な影響を反映したものであるとしている<sup>17)</sup>。さらに同年の彼の別の研究でも、売上増大、雇用の安定や製品の品質といったドイツ企業の典型的な目標は、現実には、株主価値によって置き換えられてきたというよりはむしろ強められてきたのであり、株主価値のドイツ的なバリエーションは、交渉された株主価値 (negotiated shareholder value) と特徴づけられうるとされている。そこでは、機関投資家の利害はまずステイクホルダー連合の他のメンバー、とくに大株主や従業員代表と交渉されねばならないという面が強い。この点については、ステイクホルダー連合のメンバーの利害の相違のために機関投資家の要求の性質を変えるような妥協が見出されねばならないこと、またこうした力のバランスを反映して株主価値の達成のための手段は交渉の過程で修正され、多く的手段は英米においては異なる形態をとることにもなるという 2 つの点の特徴がみられる<sup>18)</sup>。こうした点については、R. ツーゲヘアも、「ドイツ的企業統治のアングロ・サクソンの株主行動への適応」と他方での「共同決定の安定性」という「資本市場と企業の共同決定とが調和的に並存する」状況がみられ、それはハイブリッド化という概念でもって最も適切に特徴づけられるとしている<sup>19)</sup>。またダイムラー・クライスラーとフォルクスワーゲンを比較した L. ゴウタス C. ラーネの 2009 年の研究でも、両社は株主価値の諸要素を異なる程度に、また異なる方法で採用してきたが、両社はともに、それをとおしてコーポレート・ガバナンスの「ハイブリッドな」形態を生み出してきたとされている。そこでは、株主価値の導入およびその関連の実践は、両社においてすでに存在していた制度的慣行や考え方と混合されたのであった<sup>20)</sup>。

16) S.Vitols, *The Reconstruction of German Corporate Governance: Reassessing the Role of Capital Market Pressures*, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, June 2000, p.1 参照。

17) S.Vitols, *Continuity and Change: Making Sense of the German Model*, *Competition & Change*, Vol.8, No.4, December 2004, S.334.

18) S.Vitols, *Negotiated Shareholder Value: the German Variant of an Anglo-American Practice*, *Competition & Change*, Vol.8, No.4, December 2004, p.358, p.368, p.372.

19) R.Zugehör, *Die Zukunft der rheinischen Kapitalmarkt. Unternehmen zwischen Kapitalismus und Mitbestimmung*, Wiesbaden, 2003, S.38, S.186 [風間信隆監訳, 風間信隆・松田 健・清水一之訳『ライン型資本主義の将来——資本市場・共同決定・企業統治——』文眞堂, 2008 年, 26 ページ, 186 ページ]。

20) L.Goutas, C.Lane, *The Translation of Shareholder Value in the German Business System: A Comparative Study of DaimlerChrysler and Volkswagen AG*, *Competition & Change*, Vol.13, No.4, December 2009, p.340, p.342.

そこで、こうしたドイツ的なあり方、特徴を規定した諸要因についてみると、ことに資本市場の圧力、株主価値重視の経営への圧力の増大という面での企業経営における影響、変化という面では、K. ウィリアムスは、株主価値をめぐる問題を扱った論考が多く掲載されている2000年の *Economy and Society* 誌の論文のなかで、つぎのように指摘している。すなわち、多様な小さな諸変化にもかかわらず、コーポレート・ガバナンスのドイツのシステムの柱はなお存続しており、銀行を基礎にした資金調達、産業の共同決定や生産重視の経営志向はすべて、1990年代をとおして株主価値の前進を妨げてきたとしている<sup>21)</sup>。2000年に入ると株式ブームは終わり、大型合併ブームもそれにともない終焉を迎えるに至り、世紀の合併と称された自動車産業におけるダイムラーとクライスラーの合併も十分な成果をあげることなく破綻しクライスラーが売却される事態におよんだほか、2003年にはノビア・マルクトが閉鎖されるなどの諸結果が明らかになってきた。そうしたなかで、アメリカ的な資本市場志向の株主価値重視の経営への反発や反省、見直しの動きも生まれてきた。2000年代初頭にハイテクブームおよび株価の崩壊がより全般的になって以来、「株式市場」資本主義 ("stock market" capitalism) は、もはや1990年代のように流行のものとはなっていない<sup>22)</sup>。それゆえ、以下では、いくつかの重要な諸要因との関連で詳しくみていくことにしよう。

## 2 株主価値重視の経営への転換における企業間の差異

ドイツにおける状況については、1990年代に入ってから約10年が経過した2000年のU. ユルゲンスらの研究でも、同国のトップの経営者は、90年代に入って収益性の目標、新しい業績評価法に基づく統制システム、ストック・オプション、コアビジネス戦略や企業の特定の事業部門の株式市場への上場といった株主価値の原則の実践を開始したが、その影響はあまり大きなものではなかったとされている。欧州大陸の他の諸国との比較でさえ、ドイツは株主価値経済の方向には非常にゆっくりと動いている傾向にあった。1990年代後半の諸変化は、主にダイムラー・クライスラーやジーメンスのような一握りの大企業に影響をおよぼしており、ドイツにおける株主価値経済にとっての経済的基盤は非常に限られたものであった。確かに株式の持合いや役員兼任の後退など銀行の役割にも大きな変化がみられるが、それは漸次的な過程の一部であり、大がかりな転換ではなく、同様のことが株主価値に動機をもつ機関投資家の影響の増大にもいえるとされている<sup>23)</sup>。

---

21) K. Williams, From Shareholder Value to Present-day Capitalism, *Economy and Society*, Vol.29, No.1, February 2000, p.5.

22) C. Lane, Changes in Corporate Governance of German Corporations : Convergence to the Anglo-American Model?, *Competition & Change*, Vol.7, No.2-3, June-September 2003, p.99.

23) U. Jürgens, K. Naumann, J. Rupp, Shareholder Value in an adverse Environment : the German Case, *Economy and Society*, Vol.29, No.1, February 2000, pp.74-5.

例えば株主価値経営への志向が強かったとされるジーメンスでも、株主価値アプローチのすべての諸特徴が輸入されたわけでも、アングロ・サクソンの標準と同等の特徴が実施に移されてきたわけでもなかった。最大の変化がみられた情報政策やディスクロージャーの領域でさえ、より強い資本市場志向は、資金調達や配当政策といった財務政策の他の主要な諸特徴に影響を与えることはなかったとされている<sup>24)</sup>。また財の生産やサービスの創出についても、2009年のK.デレとH.ホルストの指摘でも、それはもっぱら資本市場の合理性にかなっているというわけでもなく、またしばしば主にそうであるというわけでもなく、そうした合理性は、企業において完全に普及したわけでは決してないとされている<sup>25)</sup>。さらに企業間でみても、ダイムラー・クライスラーの株主価値モデルは、大陸をまたがる統合のある手段を示すものであったが、同様の圧力のもとでのジーメンスの変化はより限定的なものでありつづけたとされている<sup>26)</sup>。

アメリカ流の株主価値重視の経営への転換を積極的に推進し、クライスラーとの合併によってそうした動きを一層強力に推し進めてきたダイムラーのような企業でも、敵対的買収に対する防衛といういわば消極的な動機もはたらいていた。確かにこの合併は、代表的なドイツ企業のガバナンスにアメリカ流の株主価値の行動主義のひとつの重要な要素を導入しようとするものであり、それゆえ、それはガバナンスの収斂におけるひとつの顕著な出来事であったといえる<sup>27)</sup>。しかし、金融市場の論理を強くうけて企てられたこの合併でさえも、少なくとも大部分は、株主ないし金融市場のプレイヤーの短期的な利害にあまりに厳密に従属することを避けるための戦略とみなされるものである。この合併は当時グローバル化の新しい質と株主価値経営の始まりとして賞賛されたが、クライスラーの経営陣にとってはアメリカの株主による現金の要求からの救済を、またダイムラー・ベンツの経営陣にとっては敵対的買収のリスクを低減させるために株価を釣り上げることを意図したのもでもあり<sup>28)</sup>、そのような防衛的動機も強いものであった。

また国際競争にどの程度見舞われることになったかということも株主価値重視の経営への転換に大きな影響をおよぼすひとつの要因となっている。ドイツの上場産業企業最大 40 社を

24) A.Börsch, Globalisation, Shareholder Value, Restructuring : The (Non)-Transformation of Siemens, *New Political Economy*, Vol.9, No.3, September 2004, p.381.

25) K.Dörre, H.Holst, Nach dem Shareholder Value?. Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung in der Krise, *WSI Mitteilungen*, 62. Jg, 12/2009, Dezember 2009, S.668.

26) C.Carr, Are German, Japanese and Anglo-Saxin Strategic Decision Styles still divergent in the Context of Globalisation?, *Journal of Management Studies*, Vol.42, No.6, September 2005, p.1158.

27) J.N.Gordon, Pathways to Corporate Convergence?. Two Steps on the Road to Shareholder Capitalism in Germany : Deutsche Telekom and DaimlerChrysler, *Working Paper No.161 of Columbia Law School*, The Center for Law and Economic Studies, January 2000, p.2, p.12.

28) J.Kädtler, H.J.Sperling, After Globalisation and Financialisation : Logics of Bargaining in the German Automotive Industry, *Competition & Change*, Vol.6, No.2, June 2002, p.161, p.164.

対象とした M. ヘプナーの 2001 年の研究でも、国際競争から保護された諸部門の企業は、国際競争にさらされた諸部門の企業ほどには株主価値志向ではなかったとされている<sup>29)</sup>。M. ヘプナーはまた同年に、ドイツにおける調整された市場経済は市場メカニズムの拡大の明瞭な過程を進行中であるが、企業の株主価値志向が一層普及しつつあるということには異を唱えている<sup>30)</sup>。国内志向として分類される企業は例外なく株主価値の順位の下限に位置しているのに対して、とくに世界市場志向の強い化学・医薬企業は強い株主志向を示している。経営者は、国際的な製品市場での地位の改善のために、競争激化の時代に収益性へと駆り立てる手段として株主価値のコンセプトを利用したのであり<sup>31)</sup>、企業間の相違も大きいといえる。

さらにグローバル展開をはかっている企業とそうでない企業、大企業よりも小さな企業や同族企業との間にも差異がみられる。例えば C. カルの 2005 年の研究でも、アングロ・アメリカ的な経営のスタイルの採用や株主価値志向の強まりは公開会社においてよりみられるのに対して、同族所有の企業では、そのような状況には大きな相違がみられたとされている<sup>32)</sup>。S. ヴィトルスが 2005 年に指摘しているように、より小規模な大口保有株主 (blockholder) と分散した機関投資家との間で所有と支配が共有されているより大規模な企業にとっては、コーポレート・ガバナンスにおける諸変化はより大規模であったが、その大部分が銀行以外の支配的な所有者をもつ中小の上場企業にとっては、変化は限定的であったとしている<sup>33)</sup>。こうした点については、K. ペッツマンも、コーポレート・ガバナンスに関する主として資本市場関連での説明は同族企業も含めたドイツ企業の多くには限定的にしかあてはまらないとしている<sup>34)</sup>。またドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの提案・推奨の受容も、傾向としてみれば、企業規模の増大とともに高まっており<sup>35)</sup>、例えば委員会の形成についてのコードの推奨についても、大企業ではそれに従うケースも多かったが、中小企業ではほとんど実施に移されていないという状況にあったとされている<sup>36)</sup>。さらにまた、例えばドイツ、オーストリアおよびスイ

---

29) M.Höpner, Corporate Governance in Transition : Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany, *MPIfG (Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung) Discussion Paper 01/5*, October 2001, pp.15-6.

30) *Ibid.*, p.5, p.38.

31) M.Höpner, *Wer beherrscht die Unternehmen?. Shareholder Value, Managementschaft und Mitbestimmung in Deutschland*, Frankfurt am Main, 2003, S.204.

32) C.Carr, *op.cit.*, p.1155, p.1157, p.1171, p.1174 参照。

33) S.Vitols, German Corporate Governance in Transition: Implications of Bank Exit from Monitoring and Control, *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol.2, No.4, December 2005, p.358.

34) Vgl.K.Paetzmann, *Corporate Governance. Strategische Marktrisiken, Controlling, Überwachung*, Berlin, Heidelberg, 2008, S.43.

35) H-M.Ringleb, T.Kremer, M.Lutter, A.v.Werder, *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex. Kodex-Kommentar*, 4. Aufl., München, 2010, S.394.

36) N.Staud, *Anpassung der Corporate Governance an Unternehmungsgrößen und -struktur*, Marburg, 2009, S.245.

スにおける 412 の株式会社ないし公開会社の調査に基づく E. クナップの 2009 年の研究でも、アメリカ的な機構のひとつでもある監査委員会のような内部監査・監視の機能のための委員会の設置などにもみられるコーポレート・ガバナンスのシステムを導入している企業では、その売上の非常に高い割合が国際市場で占められているという状況にあり、こうした点でも、市場のターゲットの大きな割合を国際市場に求めている企業とそうではない企業との間では企業間の差異は大きいといえる<sup>37)</sup>。

### 3 銀行の役割の変化との関連での株主価値重視の経営モデルとの相剋

また銀行の役割の変化との関連でみると、1998 年、2001 年および 2005 年のドイツの 4 大銀行（ドイツ銀行、ドレスナー銀行、コメルツ銀行およびバイエルン抵当同盟銀行）と 2 大保険会社（アリアンツ、ミュンヘン再保険会社）による非金融企業最大 100 社の株式所有と監査役派遣の調査に基づく A. オネッティと A. ピゾニーの研究でも、ドイツ・モデルの動揺が比較的小さいことが示されている。すなわち、2005 年にはこれら 4 社による株式所有の総数は 1998 年比では確かに 57.4%、2001 年比では 52.6% にまで減少しているが、監査役派遣と株式所有との間には弱い相関関係しかみられなかったとされている。監査役の派遣数は 118 から 189 に増加した後に 130 まで減少しているとはいえ、2005 年のその数は 98 年のそれを上回っている。また最大 100 社への監査役の派遣全体に占める上位 50 社への派遣数の割合は、1998 年には 84.7% であったものが 2001 年には 78.8% にやや低下した後に 2005 年には 80.7% に再び上昇している。これを上位 10 社でみると、その割合は、43.2% から 33.3% に低下した後に 34.6% へとわずかに上昇している。さらに監査役会会長の派遣でも、上位 50 社への派遣数の占める割合は、88.8% から 80% に低下した後に 88% に再び上昇しており、上位 10 社では 33.3% から 26.7% に低下した後に 28% へとわずかながら上昇している。このように、一般的に資本市場の圧力がより強い最大 50 社、さらに最大 10 社への金融機関からの監査役ないし監査役会会長の派遣の一層の集中がみられ、これら 6 つの金融機関が産業企業の監査役会において行使しうる議決権の割合は明らかに高く、こうした人的結合が産業企業のコーポレート・ガバナンスにおいて果たす役割もそれだけ大きいといえる。しかも、ひとつの金融機関がある企業に対して支配的な役割を行使する地位にあることはまれであり、ドイツの銀行・産業間関係は、産業企業に対してかなりの影響力を行使する固く結びつけられた金融機関のネットワークに基づいている<sup>38)</sup>。

37) Vgl. E. Knapp, *Interne Revision und Corporate Governance. Aufgaben und Entwicklungen für die Überwachung*, 2. Aufl., Berlin, 2009, S.73, S.185, S.188.

38) A. Onetti, A. Pisoni, Ownership and Control in Germany : Do Cross-Shareholdings reflect Bank Control on Large Companies?, *Corporate Ownership & Control*, Vol.6, No.4, Summer 2009, p.61, p.64, pp.66-7, pp.70-3 参照。

このように、なおみられるこうしたドイツ的なあり方も、株主価値経営への圧力への対応、コーポレート・ガバナンスのあり方においても大きな意味をもっている。人的側面での結合の明確な後退がみられる傾向のなかにあっても、その全面的な減少という傾向にあるというわけでは必ずしもなく、変化は資本の面でのそれと比べるとわずかであるといえる<sup>39)</sup>。

銀行による持株の売却や他の企業への監査役の派遣の減少はまた、コーポレート・ガバナンスにおける銀行の役割の消滅とそのまま同義であることを意味するわけではなく<sup>40)</sup>、そこでは、銀行の持株と結びつく寄託株のもつ意義もなお大きいといえる。またドイツでは、アングロ・サクソンの意味での「独立した」外部の役員という強い文化はみられず、企業の監査役会からの銀行の経営者の退出の主要な結果は、監査役会における「独立した」外部の役員の数の増加よりはむしろ、その退職時に監査役になったかつての常勤の取締役の数の増加をもたらしてきたということにあった<sup>41)</sup>。さらに銀行の経営者におよぼす資本市場の影響をみても、例えば E. ベンガーらの 1998 年の研究では、ドイツの大銀行は、株式の相互持合いの濃密なネットワーク、代理議決権、そしてディスクロージャーの不十分な義務によって外部の圧力から守られており、それゆえ、銀行の経営者は、価値を最大化させる投資やモニタリングの政策を迫及するように強制されてはいないとされている<sup>42)</sup>。

また資本市場の状況の変化もみられ、それを基礎にしたエクイティ・ファイナンスの利用は、2000/2001 年の株式バブルの崩壊でもって終わらざるをえない状況になり、ドイツの金融市場をより市場ベースの方向に転換しようという最大の銀行の野心は失敗に終わっている。銀行はドイツの金融システムにおいてキー・プレイヤーにとどまっており、大量の売却にもかかわらず、なお企業における大量の株式を所有しているという状況にもある<sup>43)</sup>。例えば G. ジャクソンと A. メルケの 2005 年の研究でも、銀行と企業との関係は連続性と変化の両方を示しており、そうした関係の動揺は最大の一流企業の間では現実にみられる。しかしまた、同時に企業の他のセグメントは、銀行との非常に強い関係をもち続けており、リレーションシップ・バンキングは、完全に縮小したのではなく、企業の異なるグループの方向へとシフトしてきたとされている<sup>44)</sup>。A. ハックタールらの 2005 年の研究でも、この時期になってもなお銀行の融資は、は

---

39) S.A.Jansen, *Mergers & Acquisitions. Unternehmensakquisition und -Kooperation. Eine strategische, organiatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung*, 5. Aufl., Wiesbaden, 2008, S.31.

40) S.Vitols, Changes in Germany's Bank-Based Financial System: Implication for Corporate Governance, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13, No.3, May 2005, p.395.

41) S.Vitols, German Corporate Governance in Transition, p.358, pp.363-6, M.Höpner, a.a.O., S.206.

42) E.Wenger, C.Kaserer, German Banks and Corporate Governance: A critical View, K.J.Hopt, H.Kanda, M.J.Roe, E.Wymeersch, S.Prigge (eds.), *Comparative Corporate Governance — The State of the Art and Emerging Research* —, Oxford University Press, 1998, p.531.

43) S.Vitols, Changes in Germany's Bank-Based Financial System, p.387.

44) G.Jackson, A.Moerke, Continuity and Change in Corporate Governance: Comparing Germany and Japan, *Corporate Governance*, Vol.13, No.3, May 2005, p.356.

るかに最も重要な資金調達源であったとされている<sup>45)</sup>。

産業企業への銀行の関与の後退の問題をめぐっては、銀行は、保険会社、とくに 1990 年代初頭以降にその株式所有を大きく増大させてきた最大の生命保険会社であるアリアンツによって部分的にとり代わられてきたという点も重要である。保険会社は銀行の部分的な撤退によって生み出されたギャップを埋め合わせてきたのであり、ミューチュアル・ファンドやヘッジファンドのような他の機関投資家よりも忍耐深い、長期的な観点での投資を行ってきたという傾向にある<sup>46)</sup>。いくつかの大株主、とくに民間の大銀行の役割の低下という状況にあるとはいえ、他の大株主はコーポレート・ガバナンスの強い役割に関与し続けており、ドイツのステイクホルダー・モデルにおける主要な変化は、ステイクホルダーの連合への機関投資家の統合という点にみられる<sup>47)</sup>。アリアンツは、ドイツ銀行とならんで、従来のドイツの企業体制の特徴を示す「ドイツ株式会社」の「主要な株主」であったが<sup>48)</sup>、同社はミュンヘン再保険会社とともにドイツ株式会社の中核にとどまっていたという状況にある<sup>49)</sup>。

このようにその経営行動の軸を投資銀行業に大きく転換してきたとはいえないお大きな意味をもちつづけた銀行の役割について、N.D'アレッシオと H. オーベルベックの 1999 年の研究でも、ドイツの銀行は、同国のコーポレート・ガバナンスのモデルを描くために使用されている所有と支配という伝統的な術語でもって十分に理解されえないような管理と支配のメカニズムをもつコンツェルンの一部となっているとされている。結合された企業のこうした網の枠組みのなかで、敵対的買収を困難にし、またそうして経営者による行動の広い自由のための条件を生み出すことによって、銀行はコンツェルンを企業支配の市場から守ることに寄与してきた。企業に対する支配を保証する株式所有はなおコンツェルンや銀行の手にとどまっており、このことは、ドイツの経営者は自らの経営する企業の市場価値により注意を払わなければならないとはいえ行動の広い自由を享受しつづけていることを意味するものであるとされている<sup>50)</sup>。また 2002 年の C. デュパイらの研究でも、ダイムラー・クライスラーの場合には、ドイツ銀行の支援が、またより全般的なレベルではドイツの銀行制度からの支援が、CEO である J. シュレンプに対して、金融アナリストからの批判を食い止めること、また彼の産業戦略を維持する

45) A.Hackethal, R.H.Schmidt, M.Tyrell, Banks and German Corporate Governance : On the Way to a Capital Market-based System?, *Corporate Governance*, Vol.13, No.3, May 2005, p.401.

46) S.Vitols, Changes in Germany's Bank-Based Financial System, p.387, p.391, p.395.

47) S.Vitols, Negotiated Shareholder Value, p.368, p.372.

48) G.Picot, Die Deutschland AG vor der Umstrukturierung — neuer Schub für den deutschen M&A-Markt, *Mergers and Acquisitions*, 10/2001, S.441.

49) J.Kengelbach, A.Roos, Entflechtung der Deutschland AG. Empirische Untersuchung der Reduktion von Kapital- und Personalverflechtungen zwischen deutschen börsennotierten Gesellschaften, *Mergers and Acquisitions*, 1/2006.S.18, S.21.

50) N.D'Alessio, H.Oberbeck, Is the German Model of Corporate Governance?, G.Morgen, L.Engwall (eds.), *Regulation and Organizations. International Perspectives*, London, 1999, p.113, p.115.

ことを可能にしてきたとされている<sup>51)</sup>。K. バイゼルも同じ2002年に、全般的にみれば、銀行は外部の連合の参加者のなかでも影響力を行使する最も強力なグループであり、ドイツのユニバーサル・バンク・システムに基づいて、依然として銀行の利害が経営側によって最もはやくに考慮されるという状況にあったとしている<sup>52)</sup>。また株式志向の業績の目標は、機関投資家と銀行の利害関係者との間で成果・業績の基準をめぐって対立を生み出すという面もみられる<sup>53)</sup>。こうした点からも、銀行の役割の決定的な低下ということには必ずしもなっていないといえる。このように、ドイツ企業は長期の忍耐深い資本へのアクセスをもちつづけており、株主価値がドイツの企業によって積極的に採用されたり修正されたりしたとはいえ、資金調達およびコーポレート・ガバナンスのドイツ的なシステムのコアは、大部分において変化しないままの状況にあったといえる<sup>54)</sup>。

#### 4 機関投資家の影響との関連での株主価値重視の経営モデルとの相剋

さらに機関投資家の影響との関連でをみると、例えばJ. ヘンドリーらの2007年の研究でも、イギリス以外のヨーロッパ諸国では、大部分の企業は、ひとつの大口保有株主によって効果的に支配されており、その結果、ある機関投資家が実力行使から得るものはほとんどないという状況にあるとされている<sup>55)</sup>。またドイツの機関投資家をみると、投資ファンドは銀行や保険会社に属している場合が多く、その結果として生じる利害の対立から、機関投資家は企業の監視に比較的わずかししか関与しなかったとされている。とくに保険会社では、法的な規定の影響もあり、その投資ポートフォリオに占める株式の割合は、アングロサクソン諸国よりは低かったという傾向にあったとされている<sup>56)</sup>。しかし、伝統的な金融仲介業者の古典的な影響力行使の可能性とならんで、1990年代以降には、投資会社をとおしての支配の潜在的可能性がかなり増大しており、それは高いレベルで安定しており、ドイツの代表的な投資会社は、圧倒的大部分が同国の大規模な銀行や保険会社の子会社であり<sup>57)</sup>、この点からも、単純に金融機関の影響

51) C.Dupuy, Y.Lung, Institutional Investors and the Car Industry Geographic Focalisation and Industrial Strategies, *Competition & Change*, Vol.6, No.1, March 2002, p.57.

52) K.Beisel, *Deutsche Corporate Governance — Identifikation und Interessenanlage der relevanten Akteure*, 1. Aufl., München, 2002, S.22.

53) Zhonghua Wu, A.Delios, The Emergence of Portfolio Restructuring in Japan, *Management International Review*, Vol.49, No.3, 2009, p.333.

54) L.Goutas, C.Lane, *op.cit.*, p.342.

55) J.Hendry, P.Sanderson, R.Baker, J.Roberts, Responsible Ownership, Shareholder Value and the New Shareholder Activism, *Competition & Change*, Vol.11, No.3, September 2007, p.237.

56) J.Matthes, Das deutsche Corporate-Governance-System im Wandel.Übergang zum angelsächsischen System oder nur leichte Annäherung?, C.Storz, B.Lagemann (Hrsg.), *Konvergenz oder Divergenz?. Der Wandel der Unternehmensstrukturen in Japan und Deutschland*, Marburg, 2005, S.219.

57) W.Gerke, F.Mager, T.Fürstmann, Die Rolle von Finanzintermediären bei der Corporate Governance im Wandel, P.Hommelhoff, K.J.Hopt, A.v.Werder (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance. Leitung*

力の低下となっているというわけではないという面もみられる。

こうした機関投資家の影響という点をドイツの資本市場の条件、特質との関連でみると、ドイツでは金融投資家は必ずしも歓迎されないという状況にもあった<sup>58)</sup> ほか、株式市場はその国民経済との関連でみれば相対的に小規模であるという特徴がみられる。また英米ではファンドが支配的な株主となっているのに対して、ドイツでは 1990 年代末になっても全株式の半分を超える部分が非金融企業、銀行および保険会社によって所有されており、持合いをも基礎にして株式所有が非常に集中していることがその特徴としてあげられる。もちろんドイツの経済においても投資ファンド、私的年金基金のような新しい種類の機関投資家が一層重要な役割を果たすようになっており、とくにアメリカが支配している外国の年金基金の役割も増大している。しかし、そのような機関投資家の影響が大きくなった 2000 年の U. ユルゲンスらの研究でも、当時はドイツにおける株主価値は代表的な企業の非常に小さなグループに集中されている状況にあり、狭い経済的基盤をもっていたにすぎないとされている。主たる関心が株主価値の向上にある個人投資家や機関投資家の方向へと株式所有のバランスが変化しているとはいえ、そうしたドイツ的な株式所有の構造が、株主価値とは異なる志向をなお支えていたとされている<sup>59)</sup>。また銀行が退出し他のより大きな大口保有株主が存在しないような企業でさえ、新しい金融投資家が大量の株式の所有にかかわっているという状況はまったくわずかのケースにとどまっていた。その多くは、大規模な保険会社かあるいは、典型的なミューチュアル・ファンドとは対照的な特殊なタイプファンドであるが、集中的な長期の投資の志向を有しているという傾向にあった<sup>60)</sup>。

また機関投資家の圧力・影響については、運用の委託を受けた信託ファンドと直接運用のファンドとの間で行動の相違がみられる。前者や投資会社は、短期的な財務的利益の圧力のもとにはるかに強くおかれており、年間の財務成果という主要な基準が「退出」というはるかに短期的な行動を生み出すものとなっている。これに対して、直接運用を行うファンドは、安定株主として自らのポジションをとり、長期的な投資戦略を追求し、経営者との関係では「発言」の戦略をとる傾向にあるとされている<sup>61)</sup>。ドイツでは、運用の委託を受けた信託ファンドが決定的な圧力となって投資先の企業の経営のあり方を大きく変えるということには必ずしもないと

---

*und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts und Wirtschaftspraxis*, 2.Aufl., Stuttgart, 2009, S.516.

58) B.Brunke, S.Foerschle, S.Haghani, F.Huber, N.v.Kuhlwein, B.Waldow, *Corporate Restructuring in Germany — The Economic remains Tense, but Restructuring offers Definite Opportunities*, M.Blatz, K.-J. Kraus, S.Haghani (eds.), *Corporate Restructuring. Finance in Times of Crisis*, Berlin, Heidelberg, New York, 2006, p.30.

59) U.Jürgens, K.Naumann, J.Rupp, *op.cit.*, pp.56-9.

60) S.Vitols, *German Corporate Governance in Transition*, pp.363-4.

61) C.Dupuy, Y.Lung, *op.cit.*, pp.52-3.

いう傾向にあったとされている。例えばフォルクスワーゲンでも、こうしたファンドが同社の資本において重要な存在をなしていたが、その強力な存在は、戦略的意思決定のプロセスにおける重要な変化をもたらすことも、また株主価値優先の方向への志向をもたらすこともなかった。2000年代初頭になっても、運用の委託を受けたファンドが自動車企業の戦略の選択におよぼす影響は、限られたままであったとされている<sup>62)</sup>。また株式ファンドへの民間資金の広範な流入は、2001年後の株価の下落の後には、再びうまく動き始めるというかたちには決してなっていないという面もみられる<sup>63)</sup>。ことに21世紀初頭のコーポレート・ガバナンスの危機の後、長期運用の投資家の役割の優位という企業統治における新しい傾向がみられるようになっており、株主価値は、その基礎が動揺するなかで理論的にも異議が唱えられる状況にもなってきた<sup>64)</sup>。

#### 5 生産重視の経営観、トップ・マネジメントの機構・人事構成と株主価値重視の経営モデルとの相剋

さらに生産重視の経営観というドイツの企業経営の伝統、企業観、企業文化、それらをも反映したトップ・マネジメントの人事構成といった要因がおよぼした影響<sup>65)</sup>も大きかったといえる。もとより、経営者に財務の専門家が多いアメリカやイギリスとは異なり、ドイツの経営者には経済学の分野とならんで自然科学や法律の専門家が多い傾向にある<sup>66)</sup>。1990年代以降になっても、こうした状況が決定的に変化するという状況になってはおらず、生産重視の経営観、企業経営の伝統、それらを反映したエンジニアの地位の高さなどがトップ・マネジメントの人事構成ともなお深い関係をもったといえる。例えばW. エーベルバインとJ. トーレンの1993年の研究でも、ドイツの工業経営においては企業のトップに位置しているエンジニアの数は他の国よりも多く、例えばイギリスと比べるとはるかに多かった<sup>67)</sup>。ドイツの経営者・管理者は職務志向でありまた技術面に熟達しているという傾向が強いとされている<sup>68)</sup>。またU. ユルゲンスらの2000年の研究でも、企業金融と監査役会における銀行の支配的な役割、産業の共同決

---

62) *Ibid.*, pp.56-7.

63) M.Faust, J.Kädtler, Nach dem Shareholder-Value, *Mitbestimmung*, 55. Jg, Heft 6, Juni 2009, S.24.

64) M.Aglietta, New Trends in Corporate Governance : The Prominent Role of the Long Run Investor, *Competition & Change*, Vol.12, No.2, June 2009, p.220.

65) 第2次大戦後のドイツ企業におけるこうした問題について詳しくは、拙書『戦後ドイツ資本主義と企業経営』森山書店、2009年を参照。

66) M.Völcker, 'Das Wars mit der Deutschland AG' — *Der Shareholder-Value-Kapitalismus und dessen (soziale) Folgen*, 1. Aufl., München, 2009, S.13.

67) W.Eberwein, J.Tholen, *Euro-Manager or Splendid Isolation?. International Management — An Anglo-German Comparison*, Berlin, New York, 1993, p.173.

68) F.C.Brodbeck, Unternehmensführung — made in Germany, *Mitbestimmung*, 50. Jg, Heft 4, April 2004, S.12.

定制度, さらにこうした生産重視の企業経営システムというコーポレート・ガバナンスのドイツの伝統的なシステムの 3 つの柱は維持されていることが指摘されている。そのようなコーポレート・ガバナンスのシステムは, 株主にとっての価値を創出するという方向のなかにあっても, 株主のための財務的価値を企業の政策の目標の最上位におくというものとは必ずしもなっていないとされている<sup>69)</sup>。例えば 1998 年の英独企業における取締役会の重要事項についてのある調査でも, 財務的な目標の充足や買収, 合併, 合併といった問題を重要性の上位 3 項目とみるドイツの企業の割合はイギリス企業よりも低く, コスト削減や生産性の改善では, その割合はイギリス企業よりも高いという結果となっていた<sup>70)</sup>。企業を「金銭を生む機械」としてではなく製品が設計され生産・販売される場であるとみる志向は, 金融の目的よりも生産の目的を重視するということと結びついてきた。そのことは, 株主価値の最大化がトップ・マネジメントの焦点にはあまりならないという結果をもたらした<sup>71)</sup>。

このような技術重視・生産重視の経営観とそれを反映した経営者の人事構成に加えて, ドイツでは内部昇進型の経営者の割合が高く, 経営者の外部労働市場の役割が限定されていたという事情もあった。そうしたなかにあっても, 1990 年代には外部労働市場の役割は明らかに高まっており, 例えばドイツにおける上場産業企業最大 40 社を対象とした M. ヘプナーの研究でも, 金融・財務の専門家に分類される最高経営責任者 (chief executive) の割合は 1990 年代半ばすぎまで上昇しており, 企業の外部出身のその割合も 90 年代をとおして約 2 倍に上昇している。経営者の専門職化, 経済的事項や金融面の事項の重要性の増大, 外部労働市場からの経営者の採用, 在任期間の短縮といったトップの経営者をとりまく社会的環境の変化は, 株主価値の戦略が経営者の間で高い評判を得た理由を説明する上で重要なものであるといえる<sup>72)</sup>。また多くの企業では, 以前には会計部門のトップであった財務担当の取締役が株主の要求や市場の期待に対応して決定を行う権力の中心へと変化してきたという状況にあった<sup>73)</sup>。金融市場志向の経営のコンセプトの躍進は, 経営陣における内部の移動, すなわち財務担当の取締役の昇進によるものであるという面も強く, そのような取締役によって打ち出された目標や優先順位の設定は, 企業における戦略の選択に決定的な影響をおよぼすようになってきた<sup>74)</sup>。

69) U.Jürgens, K.Naumann, J.Rupp, *op.cit.*, p.59. p.66.

70) Korn/Ferry International (eds.), *European Boards of Directors Study*, 1998, p.35 (Fig 21a), U.Jürgens, K.Naumann, J.Rupp, *op.cit.*, p.66.

71) P.C.Fiss, E.J.Zajac, The Diffusion of Ideas over Contested Terrain : The (Non) Adoption of a Shareholder Value Orientation among German Firms, *Administrative Science Quarterly*, Vol.49, No.4, December 2004, p.505.

72) M.Höpner, *op.cit.*, pp.21-4, p.49.

73) M.Schumann, Kampf um Rationalisierung — Suche nach neuer Übersichtlichkeit, *WSI Mitteilungen*, 61.Jg, 7/2008, Juli 2008, S.382.

74) J.Kädtler, Globalisierung und Finanzialisierung. Zur Entstehung eines neuen Begründungskontexts für Ökonomisches Handeln, K.Dörre, B.Röttger (Hrsg.), *Das neue Marktregime. Konturen eines*

国際的な資本市場の高度な要求は、経営者の専門職化を促進してきたのであり<sup>75)</sup>、経営者の採用・昇進といった労働市場の面では、アングロアメリカの標準に近づく傾向にもあったといえる<sup>76)</sup>。

しかし、株主価値志向の経営への転換においては、こうした外部労働市場の役割の高まりのなかにあっても、現実には、トップ・マネジメントの構成におけるメンバーの経歴やそれに基づく経営の考え方、経営の執行を主導する立場にある取締役会会長（CEO）の経歴や経営観、それらを反映した企業文化などのおよぼす影響もなお大きなものであった。それだけに、ヘキストやタイムラーに典型的にみられるように、財務・金融畑の人物の取締役会会長への就任が経営陣における力関係に大きな影響をおよぼし決定的な役割を果たしたという状況は、必ずしも上場企業を中心とするドイツの大企業全般に同様にあてはまるものでは必ずしもないともいえる。

ことにドイツ企業のトップ・マネジメントの経営の機構、それをも反映した最高経営責任者（CEO）の役割をめぐる問題をみると、それらは、アメリカ的な株主価値重視の経営への転換におけるドイツ的なあり方に大きな影響をおよぼす一要因をなしたといえる。ドイツの法律は取締役会を企業の意思決定に対して集団責任を負う共同機関とみなしており、取締役会内部には合議制による合意に基づく意思決定への強い志向がみられた<sup>77)</sup>。このことも、経営陣のなかでの有力な代表的人物による強い主導性のもとでの株主価値重視の経営への転換に対して抑制的に作用する要因ともなりえたといえる。トップ・マネジメントの二層制構造のもとでは、取締役会のトップは「会長」よりはむしろ「議長」であり、意思決定に等しく責任を負う取締役会の各メンバーは、議長/会長に対してよりはむしろ監査役会に対して責任を負うというかたちとなっている<sup>78)</sup>。こうした点は、アメリカではトップの経営者の役割は典型的に取締役会によってCEOに与えられ、機能は執行役員のような上級管理者のグループに与えられることを可能にするという原則となっているのとは大きく異なる<sup>79)</sup>。ドイツでは、会社を代表するのは取締役会会長ではなく取締役会全体であるとされる場合が多く、その会長ないし議長は調整機能を担当するというかたちになっている。会長にCEOに似た機能を負わせるということは意

---

*nachfordistischen Produktionsmodell*, Hamburg, 2003, S.234.

75) W.Streeck, A.Hassel, Die Deutschland AG ist passé, *MaxplanckForschung*, Jahrgang 2003, Heft 1, S.76.

76) M.Höpner, *a.a.O.*, S.229.

77) M.Höpner, G.Jackson, An Emerging Market for Corporate Control?. The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, *MPIfG Discussion Paper 01/4*, September 2001, p.21. E.Gerum, *Das Corporate Governance-System.Ein empirische Untersuchung*, Stuttgart, 2007, S.419, S.432-3, G.P.Dyas, H.T.Thanheiser, *The Emerging European Enterprise.Strategy and Structure in French and German Industry*, The Macmillan Press, 1976, p.129, p.137.

78) S.Vitols, *German Corporate Governance in Transition*, pp.360-1.

79) S.M.Mintz, A Comparison of Corporate Governance Systems in the U.S., Uk and Germany, *Corporate Ownership & Control*, Vol.3, No.4, Summer 2006, p.28.

図されておらず、またそうっていないのが通例であるとされている<sup>80)</sup>。取締役会のメンバーの間での階層的な差異はみられず、取締役会の会長ないし議長は彼らに対する命令権を有してはおらず、CEO モデルはドイツのコーポレート・ガバナンスとは相容れないものである<sup>81)</sup>。

このように、ドイツの企業の意思決定のひとつの特徴は、アメリカに比べた場合の取締役会会長である CEO の相対的に弱い地位にあり、取締役会の内部での組織の「連邦主義的」形態が支配的でとなっている傾向にある。個々の取締役は、意思決定において大きな自律性を享受しており、政治的な支持のために利用しうる選挙区となる基盤をもち、意思決定は典型的に合意を基礎にしてなされるのが通例である。そのことは、取締役会レベルでの根本的な変化に関する意見の一致を困難にするという傾向にある<sup>82)</sup>。またそのような合議制の経営のひとつの重要な結果は、アングロ・サクソン諸国と比べ経営者の転職率が低いということにあり<sup>83)</sup>、内部労働市場を基礎にした経営者の人事構成は、外部取締役の比率や彼らの影響力を制約する要因ともなったといえる。またドイツの株式会社では取締役の任期においてアメリカと比べ長い契約がなされるという傾向も、取締役が短期の経営成果への圧力から開放されるという状況を可能にする要因となってきた<sup>84)</sup>。

またトップ・マネジメントの機構、人員の間の連携という面で見ると、大銀行では、長期にわたり在職してきた取締役がその在任期間後に監査役会に移り、そこでは、たいていの場合、かつての取締役会会長が監査役会会長となることも多く、監査役会は銀行業務を完全に理解した人物によって占められているという傾向がみられるが<sup>85)</sup>、取締役会から監査役会へのそのような移動は産業企業でもみられる。こうした事情も、企業内部における取締役会と監査役会との連携によって外部の資本市場の圧力に対する一定の防衛的機能を発揮する上で重要な意味をもちうるものとなっているといえる。

さらに企業内における権限の集中にも関係するドイツ的な管理の機構は、ヘッジファンドやミューチュアル・ファンドによる所有を抑制する作用をもったとされている。M. ゴイヤーによれば、トップの権限にみられるような企業レベルの機構が経営側による一方的なかたちでの戦略の展開や実施の可能性を制約し、経営側と従業員側との交渉による調整やいくつかの法的障害などが存在するドイツでは、CEO への権限の集中が少数の役員の手による指揮のもとでの職場の急速な再編を可能にするフランスと比べると、短期の忍耐深くない資本であるこれらのファンド

---

80) Vgl. E. Gerum, *a.a.O.*, S.419, S.421, S. 432-3.

81) P. Witt, Vorstand, Aufsichtsrat und ihr Zusammenwirken aus betriebswirtschaftlicher Sicht, P. Hommelhoff, K. J. Hopt, A. v. Werder (Hrsg.), *a.a.O.*, S.306.

82) S. Vitols, *The Reconstruction of German Corporate Governance*, p.6.

83) S. Vitols, *German Corporate Governance in Transition*, p.361.

84) P. Witt, *a.a.O.*, S.306.

85) W. Gerke, F. Mager, T. Fürstmann, *a.a.O.*, S.513-4.

による所有は抑制される傾向にあったとされている<sup>86)</sup>。こうした管理の機構のあり方は、株主価値経営への圧力への対応における国による差異を生み出すとともに、現実の経営展開に影響をおよぼす要因にもなったといえる。

## 6 共同決定制度の影響と株主価値重視の経営モデルとの相剋

つぎに共同決定制度の影響についてみると、労働側にとっても企業の「過度の外部化」、すなわち企業外部から自らの利害を守ることが重要な課題となっており、労働組合は監査役会において経営者側と共同でそうした「過度の外部化」と戦うという体制にあり、こうした協調的な体制が企業の経営過程におけるアメリカ的金融化の強い影響を抑止する重要な基盤をなしてきた。例えばF. シュヴァルトは、ドイツ銀行について、こうした「過度の外部化」との闘いにおける労働組合の最も重要なパートナーは同行であったとしている<sup>87)</sup>。こうした点で、共同決定制度のもとでの労働側の利害と企業側の経営の自律性の確保という利害とは十分に一致するものである。また1976年共同決定法による労資同数の対等な共同決定の導入でもって監査役会メンバーの利害の多元性は一層強められることにはなったが<sup>88)</sup>、監査役会における労資同数の共同決定が企業外部の勢力・圧力に対する経営側の自律性を高めるという条件それ自体は、必ずしも決定的に変化しているわけではないといえる。むしろ、同法適用下の企業では、当該企業の経営陣による労働側代表の監査役との協調がはかられる場合には、外部の勢力が出資者側代表の監査役のすべてを掌握しない限り、監査役会での投票が同数になった場合の会長のもつ2票目の投票権を行使しえず、その主張・利害を実現することが困難になるという条件、さらにまた近年の自社株買いの動きにみられるように当該企業が自社株を一定保有することにより出資者代表の監査役を1人でも確保すれば、労働側代表の監査役との連携・協調によって外部の勢力を制することも可能となるという条件そのものは、資本市場の圧力の増大のもとでも、決定的に変化しているわけではない。

また共同決定制度の影響を企業内部でみると、政策における重要な変更に関して経営協議会との合意が重要となるという点にドイツの企業の意思決定のひとつの特徴がみられる。「労働者の団結」は、株主価値への経営側の要求に経営協議会が抵抗することのできる力に影響をおよぼすひとつの決定的な変数となった<sup>89)</sup>。M. ヘプナーも、株主価値は共同決定の効率志向への

---

86) M.Goyer, Varieties of Institutional Investor and National Models of Capitalism: The Transformation of Corporate Governance in France and Germany, *Politics & Society*, Vol.34, No.3, September 2006, p.401, pp.403-4, p.423.

87) F.Schwarz, *Die Deutsche Bank. Riese auf tönernen Füßen*, Frankfurt am Main, 2003, S.78.

88) M.Warncke, *Prüfungsausschuss und Corporate Governance. Einrichtung, Organisation und Überwachungsaufgaben*, 2.Aufl., Berlin, 2010, S.33.

89) S.Vitols, *The Reconstruction of German Corporate Governance*, p.7.

全般的な傾向を強めているが、共同決定は株主価値によって危険にさらされているわけではないという点で、株主価値と共同決定は考えられてきたほどには対立しない関係にあるとしている<sup>90)</sup>。例えば資本市場の圧力の増大、株主価値志向の経営の推進のもとで要求されるリストラクチャリングによる企業の構造変革についてみても、制度的に保証された方法で労働者の利害が企業の意思決定において考慮される場合には、企業変革において労働者が保護されるという状況にある。そのような前提条件のもとでは、資本市場によって突き動かされ実施される事業再編は摩擦なしに、またコンフリクトなしに労使協動的にすすむという傾向がみられたとされている<sup>91)</sup>。またアングロ・サクソンの投資家でさえも、実際には共同決定と折りあつてきたのであり、一部ではその経済的な利点を認めてきた場合さえみられるとされている<sup>92)</sup>。

このように、労使関係の影響も大きく、自動車産業を対象として分析した J. ケデュトラーらの研究でも、彼らの考察した企業では、金融化はさまざまな当事者のグループの間で交渉して決められ、労使関係の枠組みのなかで、また労使関係の構造にも左右されるかたちで実現されたとされている。自動車産業では、金融市場の新しい要求・圧力と実体経済との間のコンフリクトは、この部門で構築された労使関係のシステムと結びついて、企業戦略のバランスを保つこと、あるいは必要な場合にはそれを新たに調整することに大きく寄与しうることになった<sup>93)</sup>。また G. ジャクソンも、共同決定と強力な福祉国家の法的モデルがドイツ企業に対して日本においてよりも迅速にそのステイクホルダー・モデルをより大きな株主価値の方向へと適合させることを可能にしてきたとしている<sup>94)</sup>。ことに機関投資家によるひとつの重要な要求である従業員への成果とより結びついた報酬支払いや業績の悪い事業単位の売却・閉鎖、人員整理・雇用調整においても、経営協議会との交渉が必要となってくるということがある。それは、株主価値経営の展開のドイツ的なあり方に大きな影響をおよぼす重要な要因をなした<sup>95)</sup>。

現実には、2001年の経営組織法の改革は経営協議会の法的権利を強化させたという状況にもあり、こうした経営参加にあつては、ドイツのステイクホルダー・システムにおいて最も大きな安定性がみられたといえる<sup>96)</sup>。例えばフォルクスワーゲンを事例とした I. クラークの研究でも、同社のケースは、資本側と経営側にとっての株主価値戦略の出現はドイツの経営のシ

90) M.Höpner, *op.cit.*, pp.35-6.

91) Vgl.R.Zugehör, *a.a.O.*, V, VI.5 [前掲訳書, V, VI.5 参照] .

92) M.Faust, J.Kädtler, *a.a.O.*, S.24.

93) Vgl.J.Kädtler, H.J.Sperling, Worauf beruht und wie wirkt die Herrschaft der Finanzmärkte auf der Ebene von Unternehmen?. Order : Taugt Finanzialisierung als neue Software für die Automobilindustrie?, *SOFI-Mitteilungen*, Nr.29, Juni 2001, S.32, S.39, S.41-2.

94) G.Jackson, Stakeholders under Pressure: Corporate Governance and Labour Management in Germany and Japan, *Corporate Governance*, Vol.13, No.3, May 2005, S.426.

95) S.Vitols, Negotiated Shareholder Value, pp.370-1 参照 .

96) *Ibid.*, pp.367-8, p.372.

システムにおける中核的な制度としての共同決定や団体交渉を徐々に弱めてきたということではなく、同国のビジネス・システムおよびそのなかでの労使関係のパターンは改革に向けて従わざるを得ないひとつの強力な規制力をもつものとなっていることを示すものであるとされている<sup>97)</sup>。確かに1990年代末以降、共同決定に対する批判が増加するなかで、2005年には連邦政府が経営者、労働者の代表と学者から構成される委員会に共同決定の近代化の必要性和程度の決定を委託するなど、制度の変容をめぐる動きも活発化している。しかし、現実には、そこでも、共同決定の大規模な改革のきっかけが生み出されたというわけではなく、決定的な状況の変化には至っていないといえる<sup>98)</sup>。

もちろん、全般的にみると、1990年代以降、グローバリゼーションという術語のもとに総括されるプロセスや戦略が、共同決定制度への持続的な圧力を加えてきたのであり、経済のグローバル化およびそれに対応したとりわけ政治的・経済的規制緩和によって特徴づけられる新自由主義的な政策のモデルが、比較的高度に規制されたドイツの共同決定のシステムに試練を与え、持続的な正当化の圧力を加えるというかたちになっている。また共同決定の変化は、そうした経営参加のレベルにおいて一層のフレキシブル化の方向でのかなりの修正をもたらしてきた労使関係のシステムにおける構造変革とも関連している<sup>99)</sup>。しかし、資本市場の圧力によって共同決定制度が決定的に動揺させられてきたというわけでは必ずしもないといえる。こうした点についていえば、R. ツーゲヘアも、「ドイツにおいて展開されている、アングロ・サクソンの特徴を有する資本市場は、必ずしも共同決定制度と対立するものではないし、また調整された市場経済の終焉を意味するものでもない」としている<sup>100)</sup>。

しかしまた、例えば株主価値経営におけるひとつの重要な評価指標である経済的付加価値(EVA)が企業の目標についてのより高い透明性を提供するという理由で経営協議会はその導入を歓迎したというジューメンスの事例にみられるように、共同決定制度に基づく労使関係のあり方が株主価値重視の経営への転換を促進することになったという面も重要である<sup>101)</sup>。とはいえ、1990年代以降、共同決定をめぐるてもその状況には変化がみられ、この点でのそれまでの「ドイツ株式会社」の維持・存続の条件も変化せざるをえないという面もみられるが、共同決定制度の存在はなお、企業経営のアメリカ・モデルとのドイツの経営モデル・制度の相克の

---

97) I.Clark, Another third Way?. VW and the Trials of Stakeholder Capitalism, *Industrial Relations Journal*, Vol.37, No.6, November 2006, p.599, p.604.

98) Vgl.K.Pistor, Corporate Governance durch Mitbestimmung und Arbeitsmärkte, P.Hommelhoff, K.J.Hopt, A.v.Werder (Hrsg.), *a.a.O.*, S.245-6.

99) Vgl.K.Lampe. A.Blöcker, B.Marquardt, P.Rölke, H.Weis, *Bilanz und Perspektiven der Montanmitbestimmung, Entwicklungen, Erfahrungen, Herausforderungen*, Berlin, 2003, S.61, S.327.

100) R.Zugehör, *a.a.O.*, S.182 [前掲訳書, 182 ページ] .

101) A.Börsch, *op.cit.*, p.377.

大きな要因となっているといえる<sup>102)</sup>。労働組合の共同決定にかかわる政策の行動の論理のひとつは、金融市場に駆り立てられた近代化や立地の移動に従うことを問題視するという結果となっているとされている<sup>103)</sup>。

以上のような諸要因にも規定されるかたちで、アメリカ的な株主価値重視の経営モデルへの転換はドイツでは広く普及し支配的な位置を占めたということに必ずしもなっていないといえる。しかし、もちろん、敵対的買収が成立をみ、それまでのドイツ的な諸制度による防衛が事実上無力に近かった事例もみられる。アメリカの投資銀行が強力に関与して展開されたイギリスのボーダフォンによるマンネスマンの敵対的買収の事例<sup>104)</sup>は、その最も象徴的な現象をなす。それは、「ライン型資本主義」における共同決定制度によって深く根づいてきた老舗ドイツ企業でさえ敵対的買収から防衛することはできず、「ドイツ株式会社」の動員がなされず、ハウスバンクとしてのドイツ銀行と連邦政府が阻止の方向で介入しなかったという事例をなす。その意味でも、この事例は、ドイツにおける株主価値資本主義のひとつのブレイクとしての性格をもつものであるといえる<sup>105)</sup>。こうした銀行の立場・行動は、国際市場のルールに従って投資銀行として行動すると同時に買収に対する防衛戦略に味方することによってリレーションシップ・バンキングの古いスタイルを支持することは事実上不可能であるということを銀行は学んできたということの結果でもあるとされている<sup>106)</sup>。1990年代末以降、ドイツの大規模な上場企業にとっての制度面の条件は、敵対的買収を現実の脅威にするのに十分なほどに変化してきており、その数が限られてはいるが増加しているドイツの株式会社は、企業支配権市場にさらされることになっている。その意味では、マンネスマンはいくぶん例外的な所有構造をもっていたとはいえ、同社はひとつの孤立的なケースではないとする味方もみられる<sup>107)</sup>。

しかし、ドイツの大部分の企業では所有と支配はなお集中しており<sup>108)</sup>、企業支配権市場は非常に限定されており、アングロ・サクソン流の企業支配権市場は存在しないという傾向にあり<sup>109)</sup>、マンネスマンに対

102) こうした点について、例えば H. マルテンスと U. デッヒマンは「ドイツ株式会社」の終焉を問題にしているが、そこでは、共同決定制度、労資による共同管理的なあり方に重点をおいて考察しており、しかもドイツ企業の立地問題との関連が中心とされているという点で、「ドイツ株式会社」をめぐる問題をトータルに分析したものとは必ずしもなっていないという面がみられる。Vgl. H. Martens, U. Dechmann, *Am Ende der Deutschland AG. Standortkonflikte im Kontext einer neuen Politik der Arbeit*, 1. Auflage, Münster, 2010.

103) *Ebenda*, S.122.

104) この点については、例えば M. Höpner, G. Jackson, *op.cit.*, pp.23-40 などを参照。

105) U. Jürgens, Nach dem Fall von Mannesmann — Papier revisited, *Arbeitspapier des Wissenschaftszentrums Berlin für Sozialforschung GmbH (WZB)*, FS II 00-202, Berlin, März 2000, S.33.

106) M. Höpner, G. Jackson, *op.cit.*, p.31 参照。

107) *Ibid.*, p.43.

108) M. Goergen, M. C. Manjon, L. Renneboog, Recent Developments in German Corporate Governance, *International Review of Law and Economics*, Vol.28, Issue 3, September 2008, p.176.

109) G. Jackson, A. Moerke, *op.cit.*, p.352, P. Almond, T. Edwards, I. Clark, Multinationals and Changing National Business Systems in Europe : Toward the 'Shareholder Value' Model?, *Industrial Relations*

する敵対買収のケースでは、特殊な条件も作用したという面も強い。労使関係の面では、共同決定は鉄鋼のような伝統的な領域ではとくに強かったのに対して、労働組合の組織率の低い情報通信の領域ではあまり発展していなかったこと、マンネスマンの株主価値志向のためにとられた諸手段はIGメタルと経営協議会によって概ね歓迎されたこと、企業情報の高まる透明性はよりよい情報から利益を得ている労働者代表によって賞賛されたことがあげられる。また情報通信事業の展開が他の事業分野にもたらすリスクから、組織化された労働側は、伝統的な事業の円滑な発展を可能にするために企業の分離を支持しており、法的に独立した企業へのマンネスマンの解体の計画は労働側によって歓迎されただけでなく、積極的に促進されたという事情もみられる。このように、資本市場志向と共同管理による共同決定とはほとんど相互に矛盾する関係にはなかったといえる<sup>110)</sup>。とはいえ、そこでは、機械製造部門と自動車関連部門を事業の単位として存続させること、固定通信事業は他社に売却しないこと、鋼管・鉄鋼事業と合弁事業は継続し売却しないことなどを条件として買収に対する労働側の同意が得られたという事情がある<sup>111)</sup>。さらにマンネスマンに役員派遣を行っている主力銀行のドイツ銀行や自動車部門の需要者であるダイムラーは、株価釣り上げによる買収計画の崩壊によって株価の暴落を招くことに対する危惧から、むしろこの買収計画の受け入れに圧力をかけるかたちで積極的に促進したという事情<sup>112)</sup>も、大きな影響をおよぼした。またこの合併においては、マンネスマンの株式の多数が外国の投資家の所有にあったということによって敵対的買収が有利にされたという点も重要である<sup>113)</sup>。

これらの諸点をふまえると、このセンセーショナルな敵対的買収とそこでの株主価値志向の圧力については、多くの他のケースと比べると、特殊な条件によってそれが支えられていたともいえる。とくに株式の持合いのような所有構造や銀行の役割、いくつかの大企業の株主と規制主体としての国家の役割、共同決定制度などの敵対的買収に対する多くの障害がなお存在しており、ボーダフォンによるマンネスマンの買収は、新しい傾向の始まりというよりはむしろひとつの例外であるという面も強いといえる<sup>114)</sup>。またその後の状況を見ても、A.ハッケタールらの2005年の指摘でも、2000年2月以降乗っ取りの波はみられず<sup>115)</sup>、こうした敵対的買収の展開、そのもとで強力な株主価値志向の経営の推進という事態が決定的に進展してきたとは必ずしもいえない状況にある。

## 7 企業経営のドイツ的条件と株主価値重視の経営の展開への制約

以上の考察からも明らかかなように、1990年代以降の資本市場の圧力の増大のもとで、株主

---

*Journal*, Vol.34, No.5, December 2003, p.441.

110) M.Höpner, G.Jackson, *op.cit.*, p.33.

111) U.Jürgens, *a.a.O.*, S.32, M.Höpner, G.Jackson, *op.cit.*, p.39.

112) *Ibid.*, p.40, 奥村皓一『グローバル資本主義と巨大企業合併』日本経済評論社, 2007年, 240-1ページ参照。

113) J.Matthes, *a.a.O.*, S.235-6.

114) P.Almond, T.Edwards, I.Clark, *op.cit.*, p.440.

115) A.Hackethal, R.H.Schmidt, M.Tyrell, *op.cit.*, p.401.

価値重視の経営と株指向のコーポレート・ガバナンスのアメリカ・モデルへの接近という傾向のなかでも、現実には、ドイツ的な企業経営の特徴、企業体制の基本的な枠組みが決定的に変化するというかたちには必ずしもなっていないといえる。この点をコーポレート・ガバナンスの点でも、例えば 1990 年から 2000 年末までのドイツの最大企業 112 社について調べた P.C. フィスらの研究でも、同国の企業はますますアングロ・サクソンのガバナンス・システムの諸特徴を採用するようになってきているが、それらの企業のかかなりの部分は、明らかにこうした傾向に抵抗していたとされている<sup>116)</sup>。また G. ジャックソンと A. メルケの 2005 年の研究でも、そのシステムの強力な収斂化は起こっていないとされている<sup>117)</sup>。A. チゼマの 2010 年の指摘も同様であり、この時期になっても株主価値志向によって特徴づけられるシステムにみられるようなコーポレート・ガバナンスのシステムの十分な収斂化はなお差し迫ったものとはなっていないとされている<sup>118)</sup>。また A. ハッケタールらの研究でも、ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムの重要な改革や個々の諸要素の多大な諸変化にもかかわらず、ドイツの伝統的なシステムの主要な諸特徴は全体としてはなお維持されており、内部的なコントロールのシステムが市場ベースの外部的システムにとって代わられつつあるというわけではないとされている<sup>119)</sup>。さらにダイムラー・クライスラーとフォルクスワーゲンの比較分析を行った L. ゴウタス C. ラーネの 2009 年の上述の研究をみても、両社では、イデオロギーと組織の実践（コミュニケーション、オペレーションおよび経営者報酬）のレベルのいずれにおいても株主価値の考え方が採用されたが、それは株主価値の完全な採用を意味するものではなく、長期的な成長への志向が維持されてきた<sup>120)</sup>。S. ペニシュも 2007 年に、ドイツのステイクホルダー型のコーポレート・ガバナンス・システムの変質ではなくインクリメンタルな適応という結果となっており、それは確かに株主価値システムとステイクホルダー・システムとの間のより大きな類似性をもたらすものであるが、異なる制度の論理は侵害されないままであると指摘している<sup>121)</sup>。また M. メッテンの 2010 年の指摘でも、その直近の 5 年以内に株主価値コンセプトから企業側の利害への明確な移動がみられ、2002 年の営業年度にはまだ DAX 企業の多数が株主価値を義務づけられていたのに対して、2007 年度には全 DAX 企業の半分が戦略の中核的な構成要素を重視した企業側の利害を追求したとされている。さらに 3 分の 1 の企業では、利害多元的な考慮のなかで株主の利害よりも企業側の利害を優先するハイブリッド戦略が追求されてい

116) P.C.Fiss, E.J.Zajac, *op.cit.*, p.513, p.529.

117) G.Jackson, A.Moerke, *op.cit.*, p.358.

118) A.Chizema, Early and Late Adoption of American-style Executive Pay in Germany : Governance and Institutions, *Journal of World Business*, Vol.45, No.1, January 2010, p.9.

119) A.Hackethal, R.H.Schmidt, M.Tyrell, *op.cit.*, pp.397-8, p.401, p.404 参照.

120) L.Goutas, C.Lane, *op.cit.*, p.340, p.342.

121) Vgl.S.Pönisch, *Die Entwicklung des deutschen Systems der Corporate Governance. Analyse und Entwicklungsdynamiken*, Saarbrücken, 2007, S.111.

た<sup>122)</sup>。

こうした状況については、ドイツの伝統的なガバナンスのシステムを支える多くの諸要素は大部分あまり変わらないままであったこと、資本市場はなおとくにコーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たしてはいないことなどが関係している。とくに前者については、銀行の役割の後退にもかかわらず、所有の高度な集中がなおみられるということのほか、他の企業の経営者やとくに同じ会社の以前の経営者の役割が増大してきたこと、内部コントロールのシステムを支えてきた大口株主、従業員、銀行などによる統治の連携は根本的な影響を受けているわけでは必ずしもないということがある<sup>123)</sup>。すでにみたように、銀行の影響力はなお強く、S. ヴィトルスの2005年の研究でも、ドイツのコーポレート・ガバナンスのシステムにおよぼす銀行の役割の変化の影響は、多くのところで主張されてきたものよりはるかに劇的なものではないとされている<sup>124)</sup>。また役員兼任についてみても、例えばコーポレート・ガバナンスのドイツ的なシステムにおける制度面の諸変化は役員兼任のネットワークに部分的な影響をおよぼしてきたが、そうした影響は構造的な性格よりはむしろ量的な性格のものにとどまっているとされている<sup>125)</sup>。株主の利害の考慮の強まりのなかで、ステイクホルダーの影響はそれなりに抑制され、経営側の意思決定の余地は狭められる傾向にあったが、監査役会や共同決定のような本質的なメルクマールにはわずかな変化しかみられず、銀行や企業の結合の意義は決定的に減少してきたというわけではない。そこでは、確かにドイツのコーポレート・ガバナンスのシステムは、多くの点でアングロサクソンのそれにかかなり近づいており、それは例えば投資家保護、透明性の要求、コーポレートガバナンス・コード、成果志向の報酬支払いや機関投資家に関してあてはまるが、ドイツのシステムの本質的な諸要素は維持されてきたとされている<sup>126)</sup>。コーポレート・ガバナンスの質は、企業規模の増大にともない高まる傾向にあるが、利用可能な経営資源に依存するという状況にもあったとされている<sup>127)</sup>。

コーポレート・ガバナンスの改造ないし適応の過程については、主として、国際的な競争の圧力に特別なかたちでさらされ、同時に国際的な資本市場と販売市場に依存しているような企業においてみられるものである。資本市場をとおしての資金調達の可能性は、たいいていの場合、

---

122) Vgl. M. Metten, *Corporate Governance. Eine aktienrechtliche und institutionenökonomische Analyse der Leistungsmaxime von Aktiengesellschaften*, 1. Aufl., Wiesbaden, 2010, S.256-7.

123) A. Hackethal, R.H. Schmidt, M. Tyrell, *op.cit.*, p.401, pp.404-5.

124) S. Vitols, *German Corporate Governance in Transition*, p.358.

125) T. Heinze, *Dynamics in the German System of Corporate Governance? Empirical Findings regarding Interlocking Directors*, *Economy and Society*, Vol.33, No.2, May 2004, p.232.

126) J. Matthes, *a.a.O.*, S.239-40. ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスは、ドイツ・コーポレートガバナンス・コードでもって、同国の立地を国際的な投資家および国内の投資家にとって魅力的なものにするための努力において大きな一歩を築いてきたといえる。M. Pasalic, *Der Deutsche Corporate Governance Kodex. Die Akzeptanz und Umsetzung bei börsennotierten Gesellschaften*, Saarbrücken, 2007, S.63.

127) *Ebenda*, S.62.

大企業のみに限られており、中小企業では大部分が銀行の信用による調達であるという事情がある<sup>128)</sup>。この点については、*Mitbestimmung* 誌の 2009 年のある論文でも同様に、調整された資本主義に対する対抗モデルは、ドイツでは、純粋な形態で普及してきたわけでも経済全体にわたり普及してきたわけでもないとされている。そのことには、ひとつには上場企業のセグメントが限られていること、いまひとつには 20 世紀から 21 世紀への転換期の株価の崩壊後そのような拡大はほぼ機能が止まったということがありとされている<sup>129)</sup>。そのような状況に加えて、2000 年代に入りアメリカの投資銀行を中心とする金融ビジネスの重点は、むしろ資産の証券化を内実とする「証券化の新展開」に基づく投資事業へと転換するかたちにもなっており、資本市場の圧力、そのもとでの株主価値重視の経営への転換をめぐっても、状況は変化してきたという面もみられる。そうしたなかで、例えば M. ゲルゲンらの 2008 年の研究でも指摘されているように、株主価値よりはむしろステイクホルダー価値の最大化に焦点をおいたガバナンスの効率性の基準という点に重要な特徴をもつドイツのコーポレート・ガバナンスのシステムは大きく変化することにはなっていないという面が強い<sup>130)</sup>。また E. ゲルムによる実態調査にも基づく 2007 年の包括的な研究でも、その 20 年間の経済のグローバル化や企業活動の顕著な国際化にもかかわらず、ドイツのコーポレート・ガバナンスのシステムは驚くほど安定的であり、ゆるやかな変革のもとで連続性を示しているとされている。そこでは、個別的にはコンツェルンのトップの企業の経営者の支配は増大している場合もみられること、企業金融の銀行志向とならんで、資本市場をとおしての資金調達の混合的なかたちもみられ、それはドイツの株式会社により多くの選択肢を与えていることなどがあげられている。そうしたなかで、退出志向のアングロ・アメリカ的なモデルに収斂することにはなっておらず、発言というコントロールの哲学によって特徴づけられるドイツのシステムは、その根本的な特性を継続しているだけでなく、システムに内在的なかたちで強化してきたといえる。そうしたなかで、むしろ依然としてひとつの明確な構造のバリエーションが存在しているとされている<sup>131)</sup>。

そのような状況のもとで、株主価値重視の経営への転換という点でもアメリカ的なあり方とはなっていないという面も強い。企業の経営行動の原理について、例えば自動車産業でみても、金融市場の重要性は、自動車製造業者はリストラクチャリングや合理化の努力においては金融化された他の企業を志向することにもなりうるということに表れているが、これに対して、生産の論理は金融市場の論理によって完全にとって代わられうるというわけではないとされている<sup>132)</sup>。

128) Vgl. S. Pönisch, *a.a.O.*, S. 106-7.

129) M. Faust, J. Kädtler, *a.a.O.*, S. 24.

130) M. Goergen, M. C. Manjon, L. Renneboog, *op.cit.*, p. 175, pp. 190-1 参照.

131) Vgl. E. Gerum, *a.a.O.*, S. 114, S. 418-9, S. 431, S. 434-5.

132) M. Alff, *Automobilkonzern unter Druck. Beschäftigungsentwicklung bei Opel, Volkswagen und der*

またそのような条件ともかかわって重要なことは、株主価値経営への志向の強まり、そのような経営への転換の強い動きのなかにあっても、ドイツ企業にはなお長期志向の経営観に基づくあり方の展開の傾向がみられるということである。例えばL. ゴウタス C. ラーネの2009年の上述の研究をみても、ダイムラー・クライスラーでは株主価値の増大が同社にとっての唯一の目的であるとされ、オペレーショナルな次元に関する株主価値関連の一連の実践が採用されてきたが、それらの採用は株主価値の長期の増大に焦点をおいており、短期の最大化を重視したものとなつてはしなかつたとされている<sup>133)</sup>。ドイツでは、企業の長期的な競争的地位の構築は、全般的にみると、株主の利害よりも重要であるとみなされる傾向が強いとされている<sup>134)</sup>。

## V 企業経営の「アメリカ化」の性格の変化とその意味

またこうしたアメリカ化、すなわちアメリカ的経営モデルや経営方式の導入という問題をめぐっては、歴史的比較の視点からみると、20世紀初頭の企業経営のアメリカ化の第1の波、第1次大戦後のとくに1920年代を中心とする第2の波、さらに70年代初頭までの第2次大戦後の時期の第3の波と比べると、本章の考察対象である90年代以降の第4の波では、その性格に大きな変化がみられる。それまでの3つの波において導入が試みられたアメリカの経営方式の多くは、「能率向上」という経営原理、企業の行動メカニズムが歴史的に重視されてきたというアメリカのプラグマティックな経営風土を背景としたものであったといえる。それだけに、アメリカ的な能率向上という原理、それを貫く経営の方式は、ドイツの企業経営においても重要な行動メカニズムを支えるものとなつてきた。それらは企業の復活・発展にとつての、また産業や経済の発展にとつての大きな原動力となつてきたのであり、企業経営の効率的な展開のための重要なひとつのモデルとしての意義をもつものであった。それゆえ、これら3つの波では、企業経営のアメリカ化は、その受け入れ国側からみても、大きな意味をもつものとなつてきた。

これに対して、1990年代以降には、経営方策そのものという面よりはむしろ、企業経営の制度的・条件的な部分、経営者の企業観・経営観における変化、そうした領域におけるアメリカ・モデルへの接近という面が強い。すなわち、企業を「契約の束」として売買の対象とみるアメ

---

*Shareholder Value*, Saarbrücken, 2007, S.107-8.

133) L.Goutas, C.Lane, *op.cit.*, pp.338-40.

134) I.Turner, *Corporate Restructuring in Germany and Britain*, *Henley Manager Update*, Vol.15, No.3, spring 2004, p.1. 資本市場の圧力の増大、そのもとでの株主価値重視の経営は、一般的に、当該企業の短期志向の経営への傾向を強める要因となりうるものであると考えられるが、この点に関しては、例えばR.ツェゲヘアの2003年の研究では、ドイツの最大100社においては、資本市場の影響力の増大は、投資の長期志向という時間軸にも投資水準にも影響をおよぼしていなかつたとされている。Vgl.R.Zugehör, *a.a.O.*, Teil III,9,10 [前掲訳書, III,9,10]。

リカ的な企業観・イデオロギー、それに基づく経営観、そうした考え方に適合的な経営のあり方、制度の導入という面が強い。そのようなアメリカ的な経営のあり方・価値基準は、資本市場の短期的志向の利害・価値基準に準拠・合致した「合理性」原理であり、それまでの生産性（能率）や市場適応・創造の効率性という企業の経営行動そのものに内在する実体的経済的基準とは異なる株価上昇という価値基準を基礎にしたものである。そのような意味でも、こうしたアメリカ的な経営のあり方・モデルは、企業経営に、また資本蓄積に寄与するものとは必ずしもならないという面、さらに抑制的・否定的作用、影響をもたらす「攪乱要因」ともなりうるという性格を同時にあわせもつものであるといえる。それだけに、そのようなあり方は、同国の「グローバルイズム」の一面を体現するという面をもつものともなっており、こうしたアメリカ化の影響のもとで、各国の企業経営のあり方がその国の資本主義のあり方・特質との関連のなかで大きく問われるという事態にもなっている。

## VI 結 語

以上の考察において、1990年代以降のドイツにおける「アメリカ化」の再来のもとでの企業経営の変化を株主主権的な株主価値重視の経営への転換と資本市場・株指向のコーポレート・ガバナンスへの変革をめぐる問題を中心にみてきた。それをふまえて、最後に、Iで提起した「再構造化」の視角から考察結果をとらえなおす作業を行い、本稿の結びとしたい。

アメリカ的な経営のあり方・モデルの導入という強い圧力のもとでもドイツ的な経営のスタイルがある程度維持される結果となっていることについては、まず制度的な要因が深く関係している。それには、産業・銀行間の産業システムにみられる企業間関係、共同決定制度とそれに基づく労使関係のあり方がとくに重要な意味をもつものとしてなお作用しているといえる。またアメリカの経営モデルとドイツの経営モデルとの間の相剋は、両国の間では「合理性原理」が必ずしも同一ではないということを反映したものであるともいえるが、この点を最もよく示すものがドイツ的な経営観、企業経営の伝統、文化的要因などの経済文化の側面である。この点は、ユニバーサル・バンクのシステムに基づく銀行の大きな役割と産業界への強い影響という面の一方で、生産・技術重視の経営観とそれを反映したトップ・マネジメントにおけるエンジニアの比重の高さ、それに基づく価値基準・合理性原理という経済文化がなお大きな意味をもつものとなっているという点にみられる。そこでは、生産・技術・品質といった実体的経済面での価値基準が重視される傾向にあり、そのことは、株主主権的な企業経営のあり方との適合性・相剋の問題、そうしたあり方に対する抵抗感というかたちで、金融面での価値基準とのバランスをはかるものとなっている。こうした点は、ことに品質競争の市場での競争優位の確立をめざして労働者の熟練や技能の価値を重視し、またそれらに依拠した特定顧客向けの特長な

製品やサービスの提供に重点をおいた企業ではとくにあてはまるものであるといえる。

こうしたあり方は、ドイツ資本主義の構造的特質とも強く結びついたものであるといえる。1990年代以降の資本主義のグローバル段階になってその基盤は大きく変化してきたとはいえ、ことに製造業の国際競争力部門の中核をなしドイツの産業構造的特質を示す資本財・投資財・耐久消費財の諸部門では、欧州を中心とする品質競争市場での競争力を基盤にして、同地域内でのある種の「棲み分け分業的な」市場構造がある。そのことは、これらの諸部門での国際競争力のひとつの基盤としての労働者の熟練や技能の重視という条件をなしている。それだけに、資本市場の強い圧力のもとでも、労働者との協調、共同決定制のもとでの労働者の利害の配慮というかたちでのステイクホルダー志向が維持されるとともに、そのことが意味をもつものとなっている。こうしたドイツ資本主義の市場構造的特質、それとも深くかかわりをもつ生産力構造的特質、それらをも反映した産業構造的特質の相互の連関のなかで、今日もなお、企業経営のドイツ的なあり方とそれのもつ意義が規定されているといえる。ことに産業構造的特質との関連でみると、アメリカ的な株主価値志向の資本市場の圧力の増大、株主価値重視の経営への圧力は、アメリカの特殊な経済構造、経済的条件、産業構造的特質を反映したものでもある。すなわち、1990年代以降高い成長性を示したIT関連分野や、知的財産権を基礎にした「市場と資源をめぐる競争の新展開」において成果をあげた製薬、バイオなどの一部の産業部門<sup>135)</sup>を除くと、80年代以降製造業部門が国際競争力を低下させてきたアメリカ経済にとってのひとつの重要な生命線が金融部門にあるという同国の経済構造を反映したものでもある。この点、ドイツの産業構造的特質とそれにみあったヨーロッパの市場構造的特質が生産重視・技術重視の経営観、企業経営の価値基準、合理性原理と深く関連をもつかたちで、ドイツ的な経営のモデル・スタイルとアメリカ的な株主主権的な株主価値重視の経営モデル、資本市場指向の企業統治のあり方との相克が規定されているとともに、ドイツ的なあり方がなお大きな意味をもつものとなっているという面が強いといえる。

（完）

135) 拙書『現代経営学の再構築——企業経営の本質把握——』森山書店、2005年、第10章第4節参照。

