

## 論文

## 1990年代以降の株主主権的経営， コーポレート・ガバナンスへの転換の日独比較（Ⅰ） —— 企業経営の「アメリカ化」の再来とその影響 ——

山 崎 敏 夫\*

### 要旨\*\*

1990年代以降，アメリカ主導の「金融化」と金融のグローバリゼーションのもとで，各国において，資本市場による企業経営への影響や圧力が強まってきた。そのような変化は，株主価値志向の経営および資本市場指向のコーポレート・ガバナンスへの転換の動きにみられる。しかしながら，アメリカの経営モデルへの転換は国によって大きな相違がみられ，必ずしも収斂化の傾向にあるわけではない。本稿は企業の資金調達，所有構造，銀行の経営行動の変化，経営観，トップ・マネジメントの機構などとの関連で，日本とドイツにおける株主価値志向の経営および資本市場指向のコーポレート・ガバナンスへの転換について分析を行う。さらに1990年代以降の企業経営のアメリカ化における性格の変化とその意義について考察する。

### キーワード

アメリカ化，共同決定制度，金融化，コーポレート・ガバナンス，株式持合，株主価値経営，トップ・マネジメント

### 目 次

- I 問題提起
- II アメリカ的「金融化」と企業体制の動揺
  - 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」のもとでの企業体制の動揺
    - (1) アメリカ的「金融化」のもとでの日本的企業体制の動揺
    - (2) アメリカ的「金融化」のもとでのドイツ的企業体制の動揺
- III 日本における株主価値重視の経営への転換
  - 1 株主価値重視の経営への転換の進展
  - 2 株主価値重視の経営モデルと日本的経営モデルのハイブリッド化
  - 3 株主価値重視の経営モデルと日本的経営モデルとの相剋（以上本号）

\* 立命館大学経営学部教授

\*\* 要旨は本号および次号（本誌第55巻第4号）をとおしてのものである。

- IV ドイツにおける株主価値重視の経営への転換 (以下次号)
  - 1 株主価値重視の経営への転換の進展
    - (1) 株主価値重視の経営への転換の全般的状況
    - (2) 主要産業部門における株主価値重視の経営への転換
      - ①自動車産業における株主価値重視の経営への転換
      - ②化学産業における株主価値重視の経営への転換
  - 2 株主価値重視の経営への転換の限界
  - 3 株主価値重視の経営モデルとドイツ的経営モデルのハイブリッド化
  - 4 株主価値重視の経営モデルとドイツ的経営モデルとの相剋
    - (1) 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
    - (2) 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
    - (3) 生産重視の経営観, トップ・マネジメントの機構・人事構成との関連での株主価値重視の経営モデルとの相剋
    - (4) 共同決定制度との関連での株主価値重視の経営モデルとの相剋
- V 1990年代以降の企業経営のアメリカ化における性格の変化とその意義
- VI 結語——株主価値重視の経営モデルへの転換の日本の特徴とドイツの特徴
  - 1 株主価値重視の経営モデルへの転換の日本の特徴
  - 2 株主価値重視の経営モデルへの転換のドイツの特徴

## I 問題提起

1990年代以降のグローバリゼーションという大きな変化のもとで、アメリカ的なあり方への接近という意味での「アメリカ化」という傾向が顕著になってきた。そこでは、「アメリカン・スタンダード」がひとつの有力なモデルとして喧伝され、同国の影響が、市場経済モデルとしての資本主義のあり方という面とともに企業経営の次元でも強くなってきた。こうしたアメリカモデルは、商品市場、金融市場および労働市場のいずれにおいても市場原理に全面的に委ねることを最善と考える新自由主義的なイデオロギーを基盤とするものであるが、その影響は、企業経営のレベルでは、資本市場の圧力が増大するなかで、株主価値の極大化を最重要視する株主主権的な経営、そのような方向性を指向したコーポレート・ガバナンスへの転換が迫られるというかたちで現れてきた。

ただそのような状況のもとでも、影響の受け方、実際の経営モデルの転換・変容は各国においてかならずしも同一ではない。例えばドイツは、第2次大戦後、「ライン型資本主義」(Albert 1991) や「調整された市場経済」(Hall and Soskice 2001) などと呼ばれる資本主義のタイプのもとで、企業経営においても特徴的なひとつのあり方を示してきた。すなわち、資本所有と人的結合の両面での産業・銀行間の関係、銀行間の協調的關係、さらに共同決定制度のもとでの労使協調的な体制があり、そのような企業体制は「ドイツ株式会社」(“Deutschland AG”)とも呼ばれ (Streeck and Höpner 2003, Zugehör 2003, Teil III [邦訳, III], Cromme 2005, p.362, 海道 2005), 資本市場の圧力のもとでも経営の自律性を維持する重要な基盤をなしてきた。また日

本でも、株式の相互持合が行われるとともに、役員派遣・役員兼任が行われ、それらは、外部の勢力の圧力・影響からの防衛機能を発揮し、経営の自律性の確保において大きな意味をもつものとなってきた。例えばコーポレート・ガバナンスという面でも、アメリカやイギリスのような退出に基づくガバナンスと日本やドイツのような関係性ないし発言権に基づくそれとの間には大きな相違がみられる（Buck, Filatotchev, Wright 1998, p.82）。

1990年代以降のアメリカ的経営モデルの導入は、企業経営の価値基準、行動原理の転換をもたらすものであり、企業における経営の自律性を大きく制約する要因となるとともに、労働者のみならず広く企業の利害関係者（ステイクホルダー）にも大きな影響をおよぼすものになっている（山崎 2009a）。それだけに、アメリカ的な経営のモデル、あり方への抵抗・反発やそうしたモデルとの相剋も一層強いものとならざるをえないという面もみられる。

それゆえ、アメリカ的な株主主権的な経営や株主志向・資本市場指向のコーポレート・ガバナンス（企業統治）への転換という問題については、その現実をどう認識するか、例えばドイツにおいて典型的に示されてきたようなそれまでの企業体制、協調的な資本主義的あり方へのどのような変化がみられることになったのかという点が重要な問題となってくる。本稿では、こうした問題について、戦後独自の企業体制が構築され維持されてきた日本とドイツを取り上げて、その比較を試みることにする。こうした考察は、両国の資本主義の今日的な理解においても重要な意味をもつといえる。

本稿のこうした研究テーマに関する先行研究の状況をみると、日本とドイツのそれぞれの国について考察した研究はみられるが、株主主権のアメリカ的経営モデルへの転換という変化の実態についての両国の比較を行った研究はきわめて少ない。コーポレート・ガバナンスの機構・問題をめぐって国際比較を試みた研究成果はみられるが、そのほとんどの場合において、数人の著者による共同研究が多く、異なる章において別々の著者が特定の国について個別に分析するかたちとなっており、同一の視点から日独両国の統一的な比較を行ったものとはなっていない<sup>1)</sup>。本稿は、こうした点での研究上の制約を少しでも克服することを意図している。

そこで、以下では、まずⅡにおいてアメリカ的「金融化」の影響とそのもとでの日本とドイツにおける企業体制の動揺について考察する。つづくⅢおよびⅣでは、日本とドイツの企業における株主価値重視の経営への転換の実態とその特徴をそれぞれ明らかにしていく。それをふまえて、Ⅴでは、1990年代以降の企業経営のアメリカ化における性格の変化とその意義についてみていく。さらにⅥでは、株主価値重視の経営モデルへの転換の日本的特徴とドイツの特徴を明らかにするなかで、両国の比較をとおして得られる本稿の結論を提示する。

1) 本稿において引用されている各種の文献・資料を参照。コーポレート・ガバナンスの国際比較を試みた邦語文献としては、編著書である高橋俊夫編著（2006）、海道・風間編著（2009）などを参照。またドイツの企業経営・企業体制の動揺・変化を企業統治構造の面から考察した日本の研究としては、風間（2011）、風間（2012a）、風間（2012b）、海道（2013）などがある。

## Ⅱ アメリカ的「金融化」と企業体制の動揺

### 1 アメリカ的「金融化」と株主価値志向の拡大

まず 1990 年代以降のアメリカ主導の「金融化」の広がりとその影響についてみると、この時期の金融経済の肥大化と企業レベルでのその影響を「金融化」としてとらえた場合、それは「外部的金融化」と「内部的金融化」とに分けられる。前者は、金融市場ないし金融界、そのオピニオン・リーダーが産業企業とその経営におよぼす影響に関するものである。また後者は、金融市場志向の業績基準の利用、企業の経営過程の統治や、リストラクチャリングのイニシアティブへの資本市場志向のシステムの利用に関係している (Kädtler and Sperling 2002b, p.83, Kädtler and Sperling 2001, S.40)。株主価値のコンセプトにおいて考慮される唯一の利害・関心は所有者の財務的利益であり (Baumüller 2010, S.104)、「金融化」は、製品市場での競争から資本市場の圧力に対する対応へのシフトというかたちでの、生産重視から金融重視への転換である (Froud, Haslam, Johal, Williams 2000, pp.103-104)。この点は、高い収益の再投資ではなく株主や経営者へのその配分を配慮する銀行内部の意思決定の構造にもあらわれており (Kocka 2014, S.95)、こうしたあり方は、製造業部門の企業にも大きな影響をおよぼすものとなっている。

1990 年代以降のアメリカ的な企業統治や株主価値のイデオロギーの普及は、発達した証券市場をもつ同国の特殊な制度の世界的な普及、すなわち証券化を前提としたものであるが (工藤 2011, p.174)、その影響は広い範囲におよんでいる。例えばドイツでは、それは、1990 年代後半以降の大型合併ブームにともなう企業間関係の変化、企業支配の場としての資本市場の圧力が増大するなかでの個別企業の次元での経営手法と経営者のアメリカ化にみられる所有・経営関係の変化、国境を越える企業買収に関する制度の構築、さらには労働協約の締結・改訂による労働条件の「柔軟化」というかたちでの労使関係の変化にまでおよんでいる (工藤 2011, pp.184-190 参照)。同様のことは日本についてもほぼあてはまる。

そうしたなかで、日本においても、またドイツと EU のレベルにおいても、アメリカ的な線に沿った資本市場の整備のための法制度の改革、規制緩和がすすめられてきた。EU は加盟諸国に対して金融市場の自由化の方向を押し出し、そこでは、株式市場がより重要なものと位置づけられ、改革は投資家保護と会計基準を強化してきた (Jackson 2005, p.419)。ドイツの法制度の改革でも、投資家保護の改善や倒産からの企業の防御がめざされた (Schnitzler 2007, S.229)。日本でも同様に、とくにコーポレート・ガバナンス改革に深くかかわる制度変化が行われ、それは、主に商法改正、会社法の制定・施行などをとおしてすすめられたが、基本的に

は株主の権利の強化という観点に立った投資家保護という線に沿ったものである<sup>2)</sup>。

こうして、1990年代以降には、日本とドイツにおける企業文化は大きな変化をとげるようになった。21世紀の始まりとともに、株主の見地からアングロ・サクソンの資本市場においてすでに数年来みられたのとはほぼ同等の信任をドイツの資本市場に与えるひとつの基盤が生み出されてきた（Beelitz 2002, S.587）。こうした傾向は日本についてもいえる。そのような状況のもとで、アメリカ的な株主主権の、また資本市場指向の経営のあり方とは異なる独自の特徴がそれまで顕著にみられたドイツでも、1990年代後半の数年間に、大企業の株主価値への志向がますます拡大してきた（Schmidt and Maßmann 1999, p.1）。1990年から97年頃までの時期には、株主価値主義に基づいて経営される企業は、外国に本拠をもつコンツェルンの子会社が中心であったが、90年代末から2000年代初頭には、株主価値主義の利用は、より多くの世界志向の企業においてみられるようになってきている（Dörre and Holst 2009, S.670, Dörre 2001）。

このような株主指向・資本市場指向の経営への転換の問題をとくにコーポレート・ガバナンスという点でみると、アメリカ的な「金融化」の影響のみならず、経営者の不祥事が多発したこと、経営者に対する監視や牽制の機能の弱さ・欠如、経営者への企業内外のコントロールやチェック、経営の透明性の必要性が高まったことも、改革の背景をなした。そうしたなかで、アメリカ的な株主主権の経営への転換をめぐる問題は、コーポレート・ガバナンス改革という課題とも重なるかたちで、企業経営にとって重要な領域をなすものとなってきた。

## 2 アメリカ的「金融化」のもとでの企業体制の動揺

### (1) アメリカ的「金融化」のもとでの日本的企業体制の動揺

このように、1990年代以降には、アメリカ的「金融化」のもとで株主価値志向が拡大してきたが、つぎに、それにとまなう日本とドイツの企業体制の動揺についてみていくこととする。まず日本についてみると、それまで、間接金融中心の企業の資金調達、株式の相互持合にみられる特徴的な所有構造、メインバンクとしての役割を果たす銀行の存在など、独自の企業体制が構築され、維持されてきた。しかし、アメリカ的「金融化」の影響はこれらの領域にも現れており、それゆえ、ここでは、これらの領域での変化という点からみていくことにしよう。

**企業の資金調達条件の変化による影響について**——まず企業の資金調達条件の変化をみると、日本では、ドイツと同様に、戦後、企業における間接金融中心の資金調達が中心をなし、それゆえ、銀行の役割は大きかった。もとより、両国では、経済成長期、その後の低成長期にも、間接金融中心の資金調達のもとで、証券市場の役割はアメリカやイギリスに比べると小さ

2) この点について詳しくは、例えば、細川・桜井（2009）、海道・風間（2009）などを参照。

い傾向にあったが、日本の 6 大企業集団内の大銀行は、メインバンクとして、系列融資のあたりで当該企業が需要する支払決済手段を信用創造によって機動的かつ弾力的に供給し、大企業の外部資金調達において主導的役割を果たした (鈴木 1993, p.140)。加えて、総合商社は、自らが属する企業集団内の同系銀行からの借入金を利用して同系企業に対して信用を積極的に提供したという事情もあった (山崎 1995, p.57)。メインバンクの存在は企業にとって 1990 年代初頭まで大きな位置を占めており、例えば資本金 1 億円以上の 1 部上場 328 社、2 部上場企業 161 社、店頭公開企業 114 社、非公開企業 568 社の合計 1,171 社から回答を得た 92 年の富士総合研究所の調査でも、メインバンクをもつ企業の割合は 94.9% にのぼっていた。また準メインバンクをもつ企業は回答のあった 1,094 社中 71.8% を占めていたが、一部上場企業では 82.2%、二部上場企業では 77.1%、店頭公開企業では 77.4% と高い割合となっていた (富士総合研究所 1993, p.41, pp.44-45)。メインバンクからの借入金を基軸とする間接金融優位の資金調達の構造は、アメリカとは大きく異なり、直接金融市場が資金調達の場として必ずしも十分に成熟していなかったことと表裏一体をなすものである (経済企画庁 1996, p.291)。

日本企業の経営財務の特徴は、高度成長期には、低金利政策のもとで、借入金依存の借金経営体質と低い自己資本比率という点にみられるが (松村 2001, p.47, p.51, p.55)、高度成長期のように、企業利潤率が安定的に利子率よりも高い限り、利子率を超える利益が自己資本に帰属するというレバレッジ効果が期待できるという条件のもとでは、間接金融中心の資金調達は大きな意味をもった。また 1970 年代半ばから 80 年代半ばまでの時期には、利潤率の低下のもとで企業利潤率が利子率を下回るという逆レバレッジ効果が発生するなかで、自己資本比率の改善が課題となり、時価公募への移行のもとで増資が増大した (松村 2001, p.177, p.180)。時価ファイナンスは比較的収益力が高く好業績の業種の成長企業において多く、エクイティ・ファイナンスの進展のもとで外部資金への依存度が低下し、自己資本比率が上昇した (松村 2001, p.181, p.183, pp.186-187)。その後のバブル経済期には、エクイティ・ファイナンスの急増は成長余力のある業種に限定されなかったことが特徴的である (松村 2001, pp.186-187, pp.193-194)。

しかし、バブル経済の崩壊にともない、銀行の不良債権処理の問題、長引く不況の影響などもあり、企業の資金調達の条件は変化してきた。例えば 1990 年から 95 年までの時期について東京証券取引所 2 部上場の企業を対象としたある調査結果では、メインバンクが変更になったケースの割合は、同期間に 2 期以上経常赤字であった企業と回答の得られた全企業との間でとくに変化はみられなかったが、メインバンクが赤字企業への融資シェアを低下させたケースはかなり多かった。このことは、メインバンクはモニタリングの過程で取引先の選別を行っていたことを示すものであり、銀行のリスク選別の動きと符合している (経済企画庁 1996, pp.305-306)。

また資本市場の自由化の進展，国際的な資本の流動性の高まり，情報通信技術の発展，金融のグローバルゼーションのもとで，資本市場での資金調達の内容は大きく変化したが，日本の場合には，バブル経済崩壊後の株式市場の低迷という状況が大きな影響をおよぼしてきた。こうした条件の変化は，特殊日本的な状況を規定する重要な要因のひとつとなった。

**企業の所有構造の変化による影響について**——また間接金融依存からの脱却の動き，金融規制の緩和，銀行による産業企業に対するモニタリング能力の低下，時価会計制度の導入，外国人機関投資家の台頭などの影響もあり，株式所有構造も大きく変化してきた。この点は，株式の相互持合の変化とも深く関係している。

戦後に形成された企業集団の内部では，融資，株式の相互持合，相互の系列取引，共同投資が行われ，そこでの銀行と商社の役割が大きかったが（前川 1997, pp.58-59, p.247, p.254, 宮本・阿部・宇田川・沢井・橘川 2007, p.252, 奥村 1976, pp.22-23），株式の相互持合は，とりわけ銀行と企業とのそれを中心として，企業集団内でみられただけではなく，独立企業型の相互持合や金融機関相互の持合も行われてきた（松村 2001, p.69, p.77, pp.82-83）。株式の相互持合は，同じグループ内の企業間での株式の持合が基礎となりさらにグループ外の他系列の企業との間での持合によって補強されるという重層的構造にあった。異系列企業との株式の持合は，共同支配体制の基礎をなしてきた（松井 1979, p.33, p.35）。企業集団内の株式の相互持合とあいまって，他系列企業との株式の相互持合は，外部勢力の「議決権行使による影響力」に対する制約というかたちで，経営の自律性を確保する上で大きな役割を果たしてきた。またメインバンクの経営者と事業法人の経営者の間には，持合を軸に，経営者としての利害の一致，経営者の相互信任が存在してきた（松村 2001, pp.24-25, p.98）。株式持合の形成は，短期的に株価が下落したさいの企業買収のリスクを低減させ，長期的な視野に立った経営を実現しうる構造を経営者に与えてきたのであり（経済企画庁 1998, p.209），日本企業にみられる経営の長期志向，売上高重視の傾向は，そのような条件に支えられたものでもあったといえる。

しかし，1990年代以降，株式の相互持合が見直され，減少する傾向にある。それには，バブル経済崩壊後における銀行の不良債権処理の問題や時価会計の導入による金融資産の時価評価への転換なども関係している。1990年代以降の日本市場における株式所有構造の変化は，①株価の下落を要因とした，金融機関を中心とする株式の相互持合の解消が契機となった株式の持合構造の流動化，②外国人機関投資家のプレゼンスの高まり，③個人金融資産に占める従来の銀行預金や郵便貯金のような安定的形態での金融資産からリスク選好投資（株式投資・投資信託・外国証券等）への動きの出現という3点に集約される（松田 2009, pp.113-114）。

そこで、投資部門別の株式保有比率の変化をみると、1990 年度、98 年度、2006 年度、2013 年度には、金融機関の保有比率はそれぞれ 43%、41%、30.7%、26.7% となっており、98 年度以降大きな低下を示している。なかでも著しい低下を示しているのは都市銀行・地方銀行であり、15.7%、13.7%、4.6%、3.6% となっており、1998 年度以降の低下が激しい。また生命保険会社の保有比率もそれぞれ 12%、9.9%、5.3%、3.7% となっており、大きく低下している。これに対して、事業法人等の保有比率はそれぞれ 30.1%、25.2%、20.8%、21.3% となっており、金融機関と比べると低下はあまり大きなものとはなっていない。その一方で、外国法人等の保有比率は、わずか 4.7% であったものが 14.1%、27.8%、30.8 へと大きく上昇している（全国証券取引所協議会 2014、資 p.4）。全国証券取引所協議会の『平成 17 年度株式分布状況の調査結果について』という報告書でも、その約 10 年間に金融機関や取引先等が保有していた、時価総額ベースで全上場企業の約 15% にのぼる株式が市場に放出され、そのほとんどすべてが外国人によって引き受けられたかたちとなっていたことが指摘されている（全国証券取引所協議会 2005、p.12）。もちろん、金融機関と事業法人による安定株式所有の減少のすべてが外国人投資家によって吸収されたのではなく、個人投資家の保有比率の上昇もみられたが、金融機関の代替としての外国人投資家のプレゼンスが高まったという状況は、基本的にはその後の時期についてもいえる。こうした傾向はとくに委員会設置会社において顕著にみられ、東京証券取引所上場企業では、2014 年には外国人株式所有比率が 10% 未満である企業の割合は 65.8%、そうした比率が 30% 以上の企業の割合は 8.4% であったが、委員会設置会社では、前者の割合は 24.6% であったのに対して、後者の割合は 36.8% にのぼっていた（東京証券取引所 2015、p.1、p.5）。

1990 年代以降の安定株主による株式持合関係の弱まりと金融機関の所有比率の低下はまた、機関投資家の比重の増大となってあらわれた。外国人投資家の株式保有比率の大きな上昇も、そのことと深い関連をもっている。こうした機関投資家や外国人投資家の株式保有比率の上昇は、「もの言う株主」（Hirschman 1970）としての彼らの行動・圧力を増大させ、自らが株式を所有している企業の経営への関与という方法も含めて、株主主権の経営への転換を強く求めることになった。

それゆえ、株主総会における機関投資家の行動について簡単にみておくと、例えば企業側から提出された議案に対して「否」等の支持をした機関投資家が存在した割合（ただし重複回答）は、2006 年度と 2015 年度にはそれぞれ 63.5%、67.9% となっており、2015 年度には、2013 年度の 62.7% よりもさらに上昇している。2006 年度と 2015 年度の資本金 1,000 億円超の企業についての数値はそれぞれ 89.2%、93.0% となっており、2015 年度には、2013 年度の 87.1% よりもさらに上昇している。また「否」の意思表示をした機関投資家等がいたと回答した企業全体に占める「否」の支持があった議案の割合をみると、2006 年度には定款変更議案では 72.3%、取締役選任議案では 50.2%、利益処分案では 40.3% となっていたが、2015 年度



には、社内取締役選任議案では72.2%、社外取締役選任議案では63.4%、社内監査役選任議案では30.8%、社外監査役選任議案では44.3%、剰余金処分では34.3%となっていた（商事法務研究会2006, pp.60-61, 商事法務研究会2013, p.67, 商事法務研究会2015, pp.75-77）。このように、2000年代に入ってから最初の10年間の半ばにはすでに、経営者の選任や利益処分などを中心に、機関投資家の影響が大きなものとなっている。

このような外国人投資家や、機関投資家、投資ファンドの株式所有の増大、これらの所有者の行動様式によって、日本企業は、資本市場の圧力への対応として、株価上昇・配当重視という短期的な資本効率重視の経営への転換が一層強く求められることになった。例えば東京証券取引所に上場の内国会社を対象とした2005年ある調査（複数回答）でも、回答のあった1,379社のうち40.4%あたる557社が、コーポレート・ガバナンスの目的として「企業価値（株主価値）の最大化・適正化」をあげており、これは設定された項目のなかで最も多いものであった（東京証券取引所2005, 別添p.1）。2014年の同様の調査でも、回答のあった東京証券取引所上場の全内国会社のうち52.8%が、コーポレート・ガバナンスへの取り組みに関する基本的な方針やコーポレート・ガバナンスの目的として「企業価値」に言及しており、2012年の数値である55.3%よりはわずかに低いとはいえ、高い割合となっている（東京証券取引所2013, pp.1-2, 東京証券取引所2015, p.3）。また2005年の上述の調査では、重視するステーク・ホルダーとしては、株主と回答した企業の割合は99.1%、従業員と回答した企業の割合は90.4%にのぼっているが、最も重視するステーク・ホルダーは株主であると回答した企業の割合は62.2%にのぼっていたのに対して、従業員と回答した企業の割合はわずか4.4%にとどまっていた（東京証券取引所2005, 別添p.9）。

**銀行の経営行動の変化による影響について**——さらに所有構造や産業企業の資金調達の変化とも関連をもつ銀行の経営行動の変化についてみることにする。企業とメインバンクとの関係は、貸付・借入金関係だけでなく株式保有関係を通じて補完された長期的・安定的関係にあったが、株式の相互持合による財務という面で見ると、株式発行や増資のさいの引き受けにおいて、銀行が果たす役割は大きかった。そこでは、「取引関係・信頼関係が先にあってこれを追認し補完するのが株式所有」であり（松村2001, p.89, pp.96-97）、契約に基づく社会的信頼の確保というアメリカ的なあり方とは異なる、「関係性重視の資本主義形態」という日本的特質がある（濱口1996, p.8, p.28）。そうしたなかであって、企業集団型の相互持合と独立企業型のそのいずれにおいても、持合の中心に銀行があった（松村2001, p.79）。

また役員派遣という点での銀行の役割、経営行動についてみると、役員派遣のネットワークでは金融機関がとりわけ多くの派遣を行っていたのに対して、取締役兼任のネットワークでは、むしろ商社が取締役兼任をとおして多くの企業と結びついている傾向にあった（仲田・細

井・岩波 1997, p.141, p.151)。例えば三菱商事の事例にみられるように、商社が兼任取締役のクリークの中核に位置することによって多くの企業と結びつき、情報の結節点としての機能を果たしていたが(仲田ほか 1997, p.149, pp.168-169)、銀行は役員派遣に深く関与してきたのであった。しかし、こうした銀行の役割、経営行動は、株式の相互持合の低下と 6 大企業集団の解体・変容という現象のなかで、役員派遣という面も含めて、大きく変化せざるをえない状況となってきた。

## (2) アメリカ的「金融化」のもとでのドイツ的企業体制の動揺

つぎにドイツについてみると、同国の伝統的なコーポレート・ガバナンスのシステムにおいては、①企業金融と監査役会における銀行の支配的な役割、②共同決定制度、③生産重視の経営システムの 3 つが柱をなしてきた (Jürgens, Naumann, Rupp 2000, p.59, Paetzmann 2008, S.40)。アメリカのシステムは企業外部の関与に依存するかたちであるのに対して、ドイツのシステムは、「内部の論理」に基づく内部コントロールのシステムである。それは内部情報を基礎にして機能するものであり (Mintz 2006, p.31, Hackethal, Schmidt, Tyrell 2005, p.398, Weber 2011, S.553)、なかでも銀行の役割が大きい。そのことは、銀行による株式の直接所有と寄託株式による代理議決権システム、長期・短期の銀行信用を中心とした産業企業の資金調達によるものであった (Jürgens et al. 2000, p.62)。ドイツ企業においては、他の諸国と比べても資本所有の集中の傾向が強く、ドイツ・モデルにはユニバーサル・バンクによって管理されるかたちでの銀行を基礎とする産業企業の財務のシステムが関係している。銀行は、資金供給の構造に深刻な影響をおよぼす短期の投資ファンドの急増を妨げることに成功してきた。しかし、1990 年代以降におけるファンドの力の増大やその短期的な投資戦略は、長期志向が「ドイツ・モデル」の最も重要な要素のひとつであるそれまでの金融の慣行の打破を意味するものでもある (Oberbeck and Alessio 1997, p.86, pp.101-102)。

1990 年代以降のドイツの企業体制をとりまく条件の変化においては、①銀行による信用供与に代替する資金調達源の利用可能性の増大、②短期的所有での株式の利回りに比べての株主会社への直接的な資本参加の利回りの低さ、③専門的な資産管理にかかわる企業の数の増加、④コーポレート・ガバナンスの構造に直接影響をおよぼす会社法・税法の改正という 4 つの傾向が、とくに重要な意味をもった (Kengelbach and Roos 2006, S.12, S.21)。それゆえ、企業の資金調達の条件、企業の所有構造、銀行の経営行動の変化との関連でみていくことにしよう。

企業の資金調達における条件の変化の影響について——まず企業の資金調達における条件の変化をみると、1990 年代初頭の深刻な不況下での産業のリストラクチャリングや企業のスリム化による企業収益の回復がもたらした株価の上昇と株式市場の活況のもとで、産業資本に

としての資金調達の方法は変化した（Menz, Becker, Sablowski 1999, S.36-37）。ドイツでは、ハウスバンク（主力銀行）との産業企業の密接な結びつきのもとで、株式発行による自己資本の調達は第二義的な意義しか果たさず、1980年代末まではドイツの公開会社には株主の利害への志向は欠如していた。しかし、1990年代以降、国内における資本市場の自由化の進展、国際的な資本の流動性の高まり、国際競争の激化、情報通信技術の飛躍的な発展によって、変革がおこった。また大規模な多国籍企業の資金需要の増大は、全国的な資本市場や国際的な資本市場において利回りの高い投資を求める多くの個人投資家や機関投資家によってしか調達されないような規模に達した（Beelitz 2002, S.577-578, S.581）。そのような状況のもとで、1990年代半ばには、国際資本市場の自由化は、伝統的に銀行の金融に依存してきたドイツ企業に対して、成長のための資金調達のより安価な方法の考慮を可能にした。そのような変化は、上場企業に対して事業の再編と自らの期待にそった経営の展開への圧力を加えることによって国内外の機関投資家が活動的なプレイヤーになったことを意味するものである（Chizema 2010, p.10）。

1990年代以降の投資ファンドや年金ファンドなどの新しい所有者の重要性の増大は、企業の監督機関としての銀行の役割が後退したということを前提とするものであった（Windolf 2005a, S.9-10）。ただヨーロッパでは、グローバルな金融市場における最も重要なプレイヤーである機関投資家をみると、金融市場の出来事に自らの影響を強化する手段となっている大規模な金融機関の投資部門として活動している場合が多く（Dörre 2009, S.104）、金融機関が機関投資家としてなお大きな位置を占めているという状況にある。

**企業の所有構造の変化による影響について**——また企業の所有構造の変化をみると、資本市場の国際化はドイツにおける機関投資家の出現とともにすすんだが（Fiss and Zajac 2004, p.506）、株主価値志向は、ドイツの大企業の株主としての機関投資家、とくにアングロ・アメリカの投資家の出現・プレゼンスの上昇と結びついている（Höpner 2001, pp.13-14）。またイギリスのファンドも機関投資家として大きな役割を果たすようになっており、例えば1999年にはすでに、マンネスマンの株式の40%、ダイムラー・クライスラーの株式の31.3%、ドイツ・テレコム株式の27.5%、VEBA株式の22%、バイエルの株式の20%が英米のファンドによる所有であった（Handelsblatt 1999, S.22）。ドイツでも、アメリカの流れに沿った法制度の改革によって私的年金基金の創出が可能となっており（Jürgens et al. 2000, pp.67-68, Sablowski and Ruppe 2001, S.64-67, Rosen 2002, S.593-609, Cioffi and Höpner 2005, S.17などを参照）、機関投資家としての年金ファンドの地位はより強力となった（Jürgens et al. 2000, p.71）。

また株式の所有や持合の対象となっていた他社の保有株式の売却時にかかるキャピタル・ゲイン課税の廃止を定めた法改正の実施（2002年施行）も、企業資産の大きな再配分をひきお

こす要因となっており (Küke 2002, p.136), 銀行による産業企業の株式所有が減少する要因をなした (Lane 2003, p.88, Vitols 2005, p.362, Höpner 2000, Chizema and Buck 2006, p.496, Matthes 2005, S.231 などを参照)。さらに債権者保護を強く志向してきた株式法が投資家保護の観点から改正された (Cromme 2005, p.362) ほか, ドイツ・テレコム为民営化や新株発行のためのインフラストラクチャーの強化によって「株式文化」を生み出そうとする政府の努力も, 個人株主の拡大をはかる上で重要な意味をもった (Ziegler 2000, p.212, Gordon 1999, p.225, p.227, p.238)。こうして, 1990 年代半ば頃以降には, ドイツでもある程度の株式文化が生まれることになり (Matthes 2005, S.221, S.223), 個人株主の増加も含めて企業の所有構造の変化がもたらされた。

**銀行の経営行動の変化**による影響について——こうした所有構造や産業企業の資金調達の変化にともない銀行の経営行動が変化したことも, 大きな影響をおよぼした。産業企業に対する株式所有の減少を意味する民間大銀行の投資銀行への志向, 国際的な資本市場の自由化にともない直接金融による産業企業の資金調達とそれによる特定の金融機関への信用依存からの解放という 2 つのかたちで, アングロ・アメリカの実践の普及に一致したグローバルな金融市場は, コーポレート・ガバナンスの変化への圧力を加えた (Beck, Klobes, Scherrer 2005, p.228)。ハウズバンクのパラダイムから投資銀行のそれへとドイツの大銀行が変化し, 大銀行は産業企業との強力な結びつきを後退させる傾向にあったことや, 大銀行による敵対的買収の支持なども反映して, 資本市場は企業支配権市場としての面が強くなってきた。企業の株主価値志向は, 企業がそのような支配の市場にさらされるようになったことと結びついている (Höpner 2001, pp.17-19)。M. Höpner らの 2001 年の研究でも, 以前には銀行は一般的に敵対的買収に反対してきたが, 1990 年代以降の 10 年間には, いくつかの銀行はそのような買収の支持において重要な役割を果たしてきたとされている (Höpner and Jackson 2001, p.18)。

従来, アメリカの場合よりもはるかに少数の銀行とその他の金融機関への所有の集中のもとで, ドイツの経営者は株式市場の短期的な圧力からのかなりの隔絶を享受してきた (Ziegler 2000, p.200)。ドイツのすべてのユニバーサル・バンクが人的結合と資本参加によって追求している企業戦略上の利害は, 与信者のリスクの低減にあった。大企業の外部的な資本需要が主に株式市場あるいは社債によって充足される場合には, 銀行は純粋な金融の仲介者として行動することになる。そこでは, リスクは, 銀行によってではなく, 企業の倒産の場合にその資本を失う株主ないし社債の所有者によって負担されることになり, 純粋な投資銀行にとっては, 産業企業との緊密な結合関係は, 企業戦略的な意味をもたなくなる。また投機的な取引の増大にともないリスクの種類が変化してきたほか, アングロ・アメリカ的なより高い透明性の確保の傾向によって, 内部的なモニタリングがもたらす利点もより小さくなってきた。その一方で, 企業の発展にとっての合併・買収の意義の増大は, 投資銀行業務を魅力的なものにした

（Beyer 2001, S.6-7, S.9-10）。また金融の国際化によっても、信用の供与をめぐって大きな変化が生み出されており、ドイツの銀行が企業に対して行使していた支配力が弱まり、企業の業績をモニターし慎重な長期的な戦略を奨励するという銀行の力も動機も弱まるという状況にあった（Streeck 1997, p.51 [邦訳, p.77]）。こうして、ドイツの銀行の役割は急速に変化し、「忍耐深い資本」から株主価値志向への転換がはかられた。こうした変化は、国内外の年金基金の重要性が増大したことによっても強化された（Jürgens et al. 2000, p.69）。

この時期にはまた、銀行は、株式の相互持合の後退だけでなく、産業企業との所有関係の整理・再編を行うとともに、役員兼任のシステムをも後退させ始めた。ドイツ銀行は1990年代初頭に産業企業への25%を超える資本参加を削減し始めた。そのことには、吸収合併における株式交換の意義が高まるなかで、産業企業への資本参加と結びついた株価の下落が同行の代表者によってますます批判的に評価されるようになったという事情も関係している（Beyer 2001, S.11）。産業企業への直接的なかたちでの継続的な資本参加からファンドをとおした間接的な関与への傾向も、産業企業との銀行のかつての緊密な関係を決定的に弱める要因として作用した（Beyer 2001, S.14-15）。また金融機関による産業企業の監査役会会長の派遣は、株主価値志向への転換がすすむ1990年代半ば以降に減少しており、企業のモニタリングにおける銀行の役割の明確な低下がみられる。例えばドイツ銀行の最高財務担当者は、同行は1990年代後半以降の数年にわたり他の企業によって提供されている監査役の地位をすべて充たしてはいなかったとしており、将来もより少ない役員しか派遣しないことを公式に宣言している（Jürgens et al. 2000, p.70, Monopolkommission 2008, S.198）。同行は企業のモニタリングを後退させ、2000年代初頭までにドイツ企業の監査役会会長の数をほぼ半減させてきた（Höpner 2001, p.26, p.50）。

以上のような変化のもとで、「ドイツ株式会社」と呼ばれる企業体制は大きく動揺することになったが、企業にとっては、株価を高く維持しておくことは、敵対的買収からの防衛と他社より有利な買収の可能性という二重の重要な意味をもつようになってきた（Sablowski and Ruppe 2001, S.53）。こうした事情も、企業の株主価値重視の経営への志向を強める要因となった。資本市場の評価を前提にした配当の増大や株価上昇など株主にとっての利益の増大という株主価値志向の経営の目標は、生産や企業の付加価値の実現から直接生まてくる実体経済の目標とは根本的に異なっている（Becker 2003, S.226）。「留保利益の確保と利益の再投資」を基礎にした生産重視から「ダウンサイジングと利益の分配」という金融重視の政策への転換という企業戦略のシフトの世界的な広がり、実体経済との一層の乖離を生んでいる（Kädtler and Sperling 2002a, p.152）。1990年代以降の大きな変化のひとつは、まさに金融業の特殊な状況が産業企業全体にまで広がってきたこと、またそのことが「支配の原則」から「企業の目標」へ

の株主価値原則の転換という転倒をひきおこしてきたことにあり、この点はドイツについてもいえる (Koslowski 2000, p.140)。

これまでの考察において、アメリカ的「金融化」の影響が日本とドイツの企業体制の動揺というかたちでいかに現れてきたかという点についてみてきた。それをふまえて、つぎに、株主価値重視の経営への転換の動きについて具体的に考察することにしよう。

### III 日本における株主価値重視の経営への転換

#### 1 株主価値重視の経営への転換の進展

まず日本についてみることにするが、ここでは、1990年代初頭のバブル経済の崩壊後、株式の相互持合の解消・崩れの傾向や役員派遣における変化のもとで、また企業集団の中核をなしてきた大銀行の3大メガバンクへの集約という動きにともなう企業グループの再編・変質のなかで、アメリカ的な株主価値重視の経営への転換がどのようにすすみ、企業の経営の自律性はどのように変化してきたのかということが、重要な問題となってくる。日本における株主価値重視の経営への転換はいくつかの領域においてみられるが、その主要なものとしては、会計基準の変更、四半期決算の導入、経営者報酬へのストック・オプションの導入、株主価値志向のリストラクチャリングの展開、トップ・マネジメント機構の変革などにみられる。それゆえ、以下では、これらの点についてみていくことにしよう。

**会計基準の変更**について——まず会計制度の変更の問題をみると、2001年に会計制度の改正が行われ、退職給付について想定将来負担の明示化と金融資産の時価評価が義務づけられた (瀬川 2009, p.117)。日本でも、1990年代後半から会計ビッグバンと呼ばれる会計基準の大改革が取り組まれており、国際会計基準やアメリカの会計基準に近づける変更が行われた。その後も、日本基準と国際会計基準との違いを一段となくすレベルへとすすむ収斂化の動き、国際会計基準そのものの採用検討の動きや、国際会計基準の大改訂という、会計ビッグバン当時とは別次元の大きな動きもすすんだ (藤井 2000, p.109)。そうしたなかで、国際会計基準やアメリカの会計基準である US-GAAP の導入の動きが一層すすむ傾向にあった

このような会計基準のアメリカ化、国際化はまた、投資家広報の面でも大きな意味をもった。東京証券取引所に上場の内国会社を対象とした2005年の上述の調査でも、回答のあった企業のうち59%が投資家広報 (IR) に関する専門部署 (専門担当者を含む) を設置しており、設置していない企業の割合33.5%を大きく上回っていた (東京証券取引所 2005, 別添 p.10)。2014年の東京証券取引所に上場の全内国会社の調査では、投資家広報に関する部署または担当者を設置している企業の割合は80.4%であり、マザーズ市場に上場の企業では88.7%、1部上場

の企業では85.1%と高いのに対して，2部上場の企業では62.8%とそれらに比べると低い。またジャスダック市場に上場の企業ではその割合は79.9%となっていた。個人投資家向けに定期的に説明会を開催している企業の割合は25.9%であり，海外投資家向けのものではその割合は10.8%にとどまっていたが，アナリスト・機関投資家向けのものでは67.2%となっており（東京証券取引所 2015，pp.72-73，p.75），機関投資家重視の姿勢が鮮明にあらわれている。

経営者報酬へのストック・オプションの導入について——またトップ・マネジメントの報酬へのストック・オプションの導入をみると，それは，敵対的買収や企業支配権市場とならんで，金融市場の行動の論理を企業の戦略や内部コントロールの構造のなかにもちこむ伝達メカニズムをなすものである（Windolf 2005b, S.46. S.52）。そのような意味において，インセンティブ・システムとしてのストック・オプションは，株主価値経営の重要な手段をなす。日本でも，1997年にストック・オプションが一般企業に対しても解禁された（瀬川 2009，p.117 ページ）。東京証券取引所に上場の内国会社を対象とした2005年の調査では，この調査自体に対する回答企業全体のうちストック・オプションを導入していた企業の割合（複数回答）は31.1%であり，業績連動型報酬制度の導入の割合12.6%を大きく上回っていた。ストック・オプションを社内取締役・執行役員に対して導入していた企業の割合は，ストック・オプションの付与を行っていた企業の97%に達しており，会社の職員に導入していた企業の割合も88.3%と高い数字となっていた（東京証券取引所 2005，p.1，別添 p.22）。

また同様の2012年の調査では東京証券取引所に上場の全内国会社の87.2%が何らかのインセンティブ付与に関する施策を実施していたのに対して，2014年の調査では，その割合は53.7%となっており，大きく低下している。ストック・オプションを導入している企業の割合は2014年には31.8%であり，2008年の33.6%よりわずかに低下している。しかし，市場区分でみると，マザーズ市場に上場の企業ではその比率は77.8%にのぼっており，東京証券取引所の1部上場の企業に関する数値32.1%，2部上場の企業の数値15.8%，ジャスダック市場に上場の企業の数値30.7%を大きく上回り，突出して高い傾向にある。また外国人株式所有比率が高くなるほどストック・オプション制度の導入の割合が高いのは2005年や2012年の調査結果と同様であり，2014年には，外国人株式所有比率が30%以上の企業では，同制度の導入の割合は52.1%に達している。ストック・オプションの付与対象者としては，監査役設置会社と委員会設置会社では，社内取締役に対してそれを導入していた企業の割合は2014年にはそれぞれ97.4%，77.8%となっており，これを従業員に対してみるとそれぞれ66.8%，74.1%となっていた。社外取締役または社外監査役に対してストック・オプションを導入している企業の割合は32.5%であったが，2012年の調査では，社外取締役に対してそれを導入している企業の割合は，社外取締役を選任している企業の19.9%であった（東京証券取引所 2013，

pp.58-61, 東京証券取引所 2015, pp.56-59)。

また 2003 年施行の改正商法によって創設可能となった委員会等設置会社では、利益処分として取締役あるいは執行役に対して金銭を配分することが不可能となり、彼らに対する報酬の支給は、すべて発生時に費用として会計処理するかたちとなったが、それを契機に、経営者報酬システムの役割という点で変化がみられる可能性も生まれてきた。役員賞与が費用として処理されると企業利益が減少することになり、それゆえ、インセンティブ機能の低下がおこる可能性もあり、その意味において経営者報酬システムの役割に機能変化がおこりうる状況が生み出されることになった (張 2005, p.76, p.84)。

ただストック・オプション制度の導入については、上述したように、マザーズ市場に上場の企業ではその比率は非常に高いが、1 部および 2 部市場に上場の企業では低く、2014 年の東証上場企業についての調査では、こうした制度を採用しない企業の比率は 68.2% にのぼっている。不採用の理由はさまざまあげられているが、かつてそれを採用したものの経年後の株価低迷や行使価格の分散化などによってインセンティブとして適切ではないとする判断から廃止したケースや、現時点の報酬体系で十分とするもの、短期的視野の観点からの報酬の支払いに対する疑問視、ストック・オプション制度そのものへの疑問などがあつた。ことにインセンティブとして適切ではないという判断の理由としては、同制度が株価下落のリスクを負わず値上がり益を享受する仕組みであることから株主に対する利益相反を含むとする見方もあつた (東京証券取引所 2015, pp.57-58)。さらに、日本の場合、欧米とは異なり、バブル経済崩壊後の株式市場の低迷が長く続いてきたという事情もあつた。

**トップ・マネジメント機構の改革**について——さらにトップ・マネジメント機構の改革との関連でみると、日本では、取締役会のみの一層制のトップ・マネジメント機構であり、業務執行の機関・機能と経営者への監督の機関・機能とが分離されていないという体制のもとで、内部監視の機能、本来の監督機能・意思決定機能が十分に発揮されず機能不全をおこし、形骸化しているという問題から、コーポレート・ガバナンス改革の問題として、法改正によるかたちで制度改革が推進されてきた。監査役の役割という面で見ると、従来、その機能はほぼ会計監査に限定され、しかも監査役が実質的には取締役会 (経営者) によって選任されており、会計監査を超える本来の監督機能を果たしてはこなかった。

商法改正を中心とする一連の法改正では、大企業への社外監査役の導入の義務づけ (1993 年商法改正) や監査役機能強化 (2001 年商法改正, 2002 年 5 月施行) がはかられた。大規模な公開会社における監査役会設置会社か委員会設置会社かの選択、監査役会設置会社における監査役の半数以上は社外監査役であることが規定されたほか、監査役の任期が 3 年から 4 年に延長された (2001 年の商法改正・2002 年 5 月施行)。また取締役会改革として、執行役員制度のも



とでの執行役員の役割，機能の強化によって，取締役会における意思決定・経営の監視と執行の分離がはかられた。委員会（等）設置会社をめぐっては，2002年の商法改正（2003年4月施行）によって委員会等設置会社の選択が，2005年公布・2006年施行の会社法によって委員会設置会社の選択が可能となった。そこでは，指名委員会，監査委員会，報酬委員会の設置と各委員会における半数は社外取締役とする規定が設けられ，アメリカ型企業統治モデルが法律で規定され，その採用が可能となった<sup>3)</sup>。また2014年の改正会社法によって監査等委員会設置会社が新たに認められるなどの変化がみられたほか，コーポレートガバナンス・コードの施行がみられるなど，上場会社の取締役会に影響をおよぼす変化がすすんでいる<sup>4)</sup>。

そこで，委員会設置会社への移行についてみると，2014年には，東京証券取引所上場の全内国会社のうち委員会設置会社を選択している企業の割合は全体の1.7%にすぎず，98.3%を占めるほとんどの会社は監査役設置会社であった。ただこれを外国人株式保有比率との関連でみると，その比率がそれぞれ30%以上の企業，20%以上30%未満の企業，10%以上20%未満の企業では委員会設置会社の割合はそれぞれ7.3%，3.6%，1.8%となっており，外国人株式保有比率が高い企業ではこうした組織形態をとる企業の割合が高い傾向にある（東京証券取引所2015，pp.15-16）。

また執行役を監督する上で重要な役割を果たす各種委員会のメンバーの半数以上を占めるべき社外取締役をみると，2012年には，それを選任している企業は，東京証券取引所の全内国会社の54.7%，監査役設置会社の53.7%を占めていたが，2014年の数値はそれぞれ64.4%，63.8%に上昇している。2006年には同取引所の全国内会社の数値が42.3%であったこと，また監査役設置会社でのその数値が40.8%であったことと比べると，社外取締役を選任する動きは一段と加速してきたといえる。また2014年には，社外取締役の人数が取締役会において3分の1以上あるいは過半数を占める企業の割合は，東京証券取引所に上場の企業全体ではそれぞれ13.4%，2.6%にすぎないが，委員会設置会社の状況をみると，2012年には93.9%，51%にのぼっている。また外国人株式所有比率との関連でみると，2014年にはそれが30%以上の監査役設置会社では，86.5%の企業において社外取締役が選任されており，2012年の数値69.9%を大きく上回っている。また社外取締役の数は，2014年には1社当たり平均1.86

3) 会社法の制定と内容に関しては，例えば小松（2009），佐久間（2009）などを参照。

4) 2014年の改正会社法とコーポレートガバナンス・コードの施行などにより東京証券取引所上場会社の取締役会には大きな変貌をとげており，社外取締役の着実な増加（2015年には同取引所上場会社全体の88%の会社が社外取締役を選任していた），女性の社外役員の大増などが見られた。また機関設計との関連でみると，東京証券取引所上場会社全体のうち監査役会設置会社が93.3%，監査等委員会設置会社が4.8%，指名委員会等設置会社が1.8%となっている。指名委員会等設置会社については，比較的規模が大きく外国人株式保有比率の高い会社が多いのに対して，監査等委員会設置会社については，比較的会社規模が小さく外国人株式保有比率の低い会社が多いとされている（酒井2015，pp.57-58，pp.65-66）。本稿では，改正会社法とコーポレートガバナンス・コードの施行からの時間の経過が短いこと，アメリカ的企業モデル，経営モデルの影響の分析を研究課題としていることから，それ以前の状況を中心に考察している。

名であった (東京証券取引所 2013, p.21, p.23, p.26, 東京証券取引所 2015, p.21, pp.24-26, p.29)。

さらに委員会設置会社における各委員会の社外取締役の比率をみると、東京証券取引所に上場の企業においては、2014 年には、監査委員会では 82.8%、指名委員会では 72.4%、報酬委員会では 74.1% となっていた。監査委員会については、社内取締役のいない企業が全社の 49.1% を占めていた。また各委員会の委員長が社外取締役である企業の割合は、監査委員会では 68.4%、指名委員会では 54.4%、報酬委員会では 61.4% となっており、2010 年のそれぞれの数値である 54.9%、47.1%、51.0% から上昇している (東京証券取引所 2015, pp.45-46)。

つぎに、社外監査役についてみると、2014 年には、東京証券取引所に上場の監査役設置会社における 1 社当たりの監査役の平均人数は 3.59 名であり、その 68.8% にあたる 2.47 名が社外監査役であったが、社外取締役の場合とは異なり、外国人株式所有比率と監査役・社外監査役の人数との間には相関関係はみられなかった。東京証券取引所に上場している企業の社外監査役のうち社外取締役あるいは社外監査役を兼任している者の比率は 32.1%、他社の業務執行取締役、執行役等であるものの比率は 16.5% であった (東京証券取引所 2015, pp.37-39, p.41)。

また配当の拡大についてみると、もとより、株主主権的な経営への資本市場の圧力は、株価の向上と配当の増大を求めることになるが、日本の金融業・保険業を除く営利法人企業では、配当額は 1990 年度の 4 兆 2,270 億円から 2000 年度には 4 兆 8,316 億円となっており、金額自体にあまり大きな増加はみられないが、2000 年代に入ると大きく増大し、2006 年度には 16 兆 2,174 億円となっており、それまでのピークに達している。その後、配当金額は減少傾向に転じ、2010 年度には 103,574 億円まで減少したが、再び増加し、2012 年度には 13 兆 9,574 億円、2014 年度には 16 兆 8,883 億円となっており、2014 年度の額は 2006 年度のそれを上回っている。2006 年度の配当額は 1990 年のその 3.84 倍に達していたが、2012 年度の配当額は 90 年度のその 3.3 倍、2014 年度には 4.0 倍となっている。また配当性向をみると、1990 年度には 24.1% であったものが、93 年度には 100.7% にまで上昇したほか、配当金額では 90 年度とほぼ同じであった 97 年度でも 51.1% に上昇しており、企業の配当拡大の傾向が示されている。この期間に配当性向が最高に達したのは 1999 年度であり、194.7% となっている。配当性向が算定可能な年度でみると、いずれの年度も 1990 年度の配当性向を大きく上回っている (大蔵省財政金融研究所 1996, pp.18-19, 財務省財政総合研究所 2003, pp.18-19, 財務省財政総合研究所 2013, pp.24-25, 財務省財政総合研究所 2015, pp.24-25)。

## 2 株主価値重視の経営モデルと日本的経営モデルのハイブリッド化

以上のような株主価値重視の経営への転換の動きはどのように理解されうるであろうか。まずコーポレート・ガバナンスの体制についての企業側のとらえ方という点についてみると、東

京証券取引所が実施し同取引所に上場の内国会社1,379社から回答を得た2005年の調査でも、「投資者にとってよりよい企業統治体制を構築するための枠組みとして望むもの」に関する質問に対して、米国型あるいは欧州型が望ましいと回答した企業の割合はそれぞれ4.3%、1.8%にすぎない。これに対して、「海外の形態にはこだわらないまでも、日本で統一的に適用されるものが望ましい」と回答した企業の割合は41.9%、「コーポレート・ガバナンス原則を元に各社各様のものを構築することが望ましい」と回答した企業の割合は50%にのぼっていた（東京証券取引所2005，p.1，別添p.4）。

1990年代以降，アメリカ的な株主価値重視の経営モデルへの転換の動きが，資本市場の圧力のみならず，法制度の改革，日本的なコーポレート・ガバナンスのシステムのもつ問題点などからすすんできたが，その現実をみると，日本的な経営モデルとのハイブリッド化となっているという面も強い。この点をとくにトップ・マネジメント機構の変革という面からみると，社外取締役の導入に関して彼らの出身という点では，親会社や取引先などの関係者が過半数を占めるケースが多い（片岡2009，p.96）。例えば東京証券取引所に上場の企業を対象とした2005年の調査（複数回答）によれば，社外取締役の属性・出身では，社外取締役を選任している企業のうち関係会社の役職員（当該役職員であった者を含む）によって占められていた企業の割合は37.5%となっていた。また社外ではあるが利害関係がある取締役を選任している企業の割合は55.5%にのぼっていた（東京証券取引所2005，別添pp.13-14）。さらに2014年の状況を見ると，東京証券取引所に上場している企業の社外取締役のなかで他社の業務執行取締役や執行役などを兼任している者は，監査役設置会社では38.6%，委員会設置会社では31.0%であり，他社の社外取締役または社外監査役を兼任している者はそれぞれ38.0%，57.1%であり，兼任が多い。監査役設置会社では，親会社出身の社外取締役は7.2%，その他の関係会社出身の社外取締役は9.8%を占めていた。また社外取締役が大株主である場合あるいは大株主である企業に勤務している場合は11.7%であり，2012年の数値である13.6%と比べるとやや低下している。委員会設置会社でも同様の傾向がみられ，「おおむね社外取締役の独立性・中立性という観点からの見直しが進みつつある」とみることにもできるが（東京証券取引所2013，29-31ページ，東京証券取引所2015，pp.33-35），日本に従来みられた役員派遣や役員兼任のあり方がなお継続しているという面もみられる。

実際には，アメリカ近似型取締役会と，日本型修正取締役会とが存在している。商法の改正は，その後に行われた法整備と結びつくことによって，「アメリカ的経営組織の選択を促進することではなく，日本型の取締役会の修正，ハイブリッド化を促進した」。こうしたハイブリッド化は，委員会制度あるいは執行役員制を充実させることによって意思決定・監督と業務執行の明確な分離，社外取締役によってガバナンスを強化せんとした，委員会（等）設置会社の特徴を色濃くもつ「アメリカ型ハイブリッド」と，意思決定と業務執行の完全な分離の回避を意

図して、執行役員制度などの導入をはかりながらも外部取締役の導入を回避するかたちで日本の経営システムを進化させた「日本型ハイブリッド」への分化にみられる。ことに執行役員制度を導入した企業の多くは、アメリカ型への移行の過渡というよりも、市場化とガバナンス体制の平準化という外部環境の変化に対する日本企業の適応の側面が強いとされている。執行役員制度や委員会（等）設置会社という新しい経営組織への移行の比率は、競争的環境にある産業（医薬品、精密機器、空輸）において高く、鉄鋼、製紙、鋁業などのような成熟型の産業や独占的な産業である電力・ガス産業では低い傾向にある（宮島・新田 2007, p.29, pp.35-36, pp.48-49, p.69）。

現実には、全般的にみると、独立社外取締役に大きな発言力を与えるような取締役会の形成への移行には依然として消極的である傾向にある（瀬川 2009, 122 ページ）。委員会設置会社では、社外取締役が強い権限を握ることになるため、経済界の拒否的反応は強いという傾向にあった（佐久間 2009, p.76）。またスピーディな意思決定によるグローバル競争への対応という経営課題がトップ・マネジメント機構の変革の契機となったというケースがみられるという点も、日本的な特徴を示すものであるといえる。例えばトヨタ自動車では、戦略決定と業務執行を組織的に分離することを避け、業務執行の総括責任者である専務を取締役会メンバーとしてこれら 2 つの機能を有機的に結びつける立場におくというかたちがとられたが、それは、業務執行のベースとなる現場における真のニーズの把握・理解が可能ではない状態で戦略決定が行われることをこれら 2 つの機能の分離によって回避しようとするものであった。取締役会改革のこうしたあり方が追及された理由には、現場重視の強みを活かした経営のスピードアップという目的があった（井上 2013, pp.199-200）。このように、後述のような企業の株式持合関係の強化という動きもみられるなかで、なお日本的なガバナンス的あり方が維持されているという面も少なくない。

このように、日本型の取締役会の修正やアメリカ型とのハイブリッド型取締役会の形態が生み出されてきたといえる。アメリカ近似型取締役会を導入した企業の代表的な事例としては、委員会設置会社へと移行したソニー、HOYA、執行役員制度を導入したキリンビールなどがある。一方、日本型修正取締役会をもつ企業としては、委員会設置会社では日立グループが、執行役員制度を導入した企業としては、トヨタ、パナソニックがある（宮島・新田 2007, p.37）。

### 3 株主価値重視の経営モデルと日本的経営モデルとの相剋

そこで、つぎに、アメリカ的な株主主権の経営モデルと日本の経営モデルとのハイブリッド化にみられる状況について、両者の相剋を規定したいくつかの諸要因との関連でみていくことにする。ここでは、とくに株式所有構造、取締役会の機構と人事構成という面からみることにしよう。

まず株式所有構造との関連でみると、すでにみたように、企業の所有構造の変化がアメリカ的な株主主権の経営への転換の強い圧力となっており、それには株式の持合の減少という現象が深く関係していたが、株式持合関係については、細部にわたりより詳しくみておくことが必要となる。例えば1990年代以降における安定株主化の解消の方向という動きのなかにあっても、それは日本企業全体において均等にすすんでいるわけではなく、金融機関と事業法人の合理的選択の結果、株式持合を継続する企業群と解消が進展する企業群への分化がみられた（宮島・原村・江南2013, pp.229-230, 瀬川2009, pp.109-110）。

1990年代に入って顕著となる株式の相互持合の「解消」の動きは、この時期の長期不況下で劣化する財務体質の改善を目的として始まっており、安定株主構造としての株式相互持合の解消をはかるという動機によるものではないといえる。相互持合を行っている企業、商社、銀行の間で、安定株主構造に影響しない限りで持合株式の放出がすすめられたのであり、とくに1980年代後半のバブル経済の膨張過程で増加した所有株式を放出するというかたちとなっていた（鈴木1998, p.120, p.129, p.136, 鈴木2008, p.227, p.274）。ことに企業集団のメンバー企業では、株式の相互持合は、それらの企業の間での互恵的な取引に対応して形成されたものでもあり、持合の「解消」の大部分をなす事業会社による所有株式の放出をみても、関係の薄くなっている企業との間で生じており、関係の濃い「コア」の部分は維持される傾向にもあったという分化がすすんだといえる（鈴木1998, p.127, 鈴木2008, pp.216-217, pp.223-224）。

また株式の持合が大きく減少している2000年代における最初の10年間の半ば頃をみても、事業会社間では状況はやや異なっている。銀行との株式持合のある企業の割合は、全産業では、1995年度には88.2%であったものが2006年度には52.1%に低下している。これを事業会社との株式持合でみると75.9%から46.7%に大きく低下している。総企業数に占める銀行との株式持合のある事業会社の数の割合は、91.3%であったものが53.4%にまで低下しているが、事業会社との株式持合関係にある銀行の割合は87.2%から90.2%へとわずかに上昇している。また平均保有銘柄数でみると、事業会社の保有する銀行銘柄数は同期間に3.4から1.9に、銀行の保有する事業会社の銘柄数は87.8から44.7に減少している。しかし、金額ベースでみた事業会社同士の持合は、2001年度から2006年度にかけてすでに1.57%から2.97%へと上昇しており、新規持合も行われており、それはとくに鉄鋼、電気機器、輸送機器の産業の企業においてみられた（伊藤2007）。

こうした持合関係の強化という動きは、株主安定化工作という目的とも関連しており、買収防衛策としての役割を果たすものである。2000年以降の特筆すべき動きとして、戦略的買収に介在する投資ファンドが日本でも台頭してきたということがあげられるが（前田2010, p.45）、M&Aの市場化への対応として、日本企業の多くは、意図せざる株主の登場に対しても経営権を守るべく対応をすすめた。そのひとつは安定株主工作であり、安定株主による議決権固めで

ある。2006年3月29日の合意に基づいて実施された新日本製鉄、住友金属工業、神戸製鋼による株式持合の強化はその代表的な例である(前田2010, pp.60-61)。また例えば上場企業では、2006年以降に買収防衛策を導入する企業が増加しており、その数は、2005年末にはわずか29社であったものが2006年末には175社、2007年末には409社、2008年末には569社に大きく増加しており、2014年3月末では512社となっており、買収防衛策を中止した企業の数135社を大きく上回っている(レコフ2014)。他の上場企業では買収防衛策は導入されていないが、その場合でも、安定株主が発行済み株式数の過半数を握っていることが多く、敵対的買収への対応の必要性が低いという事情が関係している。また2000年代後半のアメリカに端を発する金融危機のもとで、日本では、投資ファンドは十分な成果を上げることなく活動の大幅な縮小を余儀なくされるという結果となった(前田2010, p.63)。こうした状況のもとで、とくに金融危機後には、資本市場による株主主権の経営への転換への圧力という点での条件は変化してきたという面もみられる。

ここで、安定株主比率という点でみると、2006年の商事法務研究会の調査では、その比率が60%台の企業が25.8%と最も多く、50%台が25.6%、40%台が16.3%、30%台が13.5%となっていた。資本金1,000億円超の企業では、安定株主比率が30%台である企業が32.3%と最も多く、20%台が20.2%でそれにつづき、40%台が9.7%となっていた(商事法務研究会2006, p.65)。また2015年度と同様の調査では、安定株主比率が50%台と60%台の企業の割合がそれぞれ24.3%、21.0%となっており、40%台の企業は17.5%を占めていた。資本金1,000億円超の企業では、安定株主比率が30%台の企業が24.0%と最も多く、20%台が21.0%でそれにつづき、10%台が18.0%となっており、40%台は10%、50%台は7%にとどまっている。企業全体でみると2015年度の状況は2006年度のそれと大きくは変わらないが、資本金規模の大きい企業ほど安定株主比率は低くなる傾向にある。それには、株式持合の解消への動きの進展、外国人株主など機関投資家の持株比率の上昇が関係しているといえる(商事法務研究会2015, p.82)。ただ全体的にみると、日本企業の株式所有構造にはなお一定の安定的所有関係が残っているという面もみられる。また支配株主・親会社の有無という点を見ると、2014年には東京証券取引所の全上場企業のうち支配株主をもつ企業の割合は18.4%であり、そのうち61.8%(全体の11.4%)は親会社を有する企業であり、38.2%(全体の7.0%)は、親会社以外の支配株主を有する企業であり、こうした親会社以外の支配株主においてはオーナーなどの個人株主が一般的である(東京証券取引所2015, p.8)。

また機関投資家の台頭にみられるような株式保有の非個人化という現象との関連でみると、そこでも、英米の場合と日本の場合とでは状況に相違がみられる。株式の性格的位置づけという点でみると、英米の機関投資は個人から預かった資産を株式投資で運用しながら株価や配当

の動きに応じて売買を行う投資家であり、支配証券としての株式の側面が強調されている。これに対して、日本の場合、事業法人が企業間の結びつきを築くという目的で他社の株式を取得し、比較的長期にわたり保有することが多く、収益証券としての株式の側面が強調されているという面がみられる（植竹 1999, p.8）。こうした相違も、株式所有による企業経営への影響のあらわれ方、株主主権的な経営への転換という問題に深く関係する要因のひとつをなしたといえる。

また取締役会の機構、人事構成との関連でみると、日本では、「会長—社長—副社長—専務取締役—常務取締役—取締役」という階層性がみられる。こうした階層性とも関連して社長の権限が強いこと、内部昇進の取締役の比率が圧倒的に高いことが、経営執行担当者に対する外部取締役によるモニタリング、牽制の機能の発揮を抑制する要因として作用しているほか、資本市場の圧力の主体である投資ファンドなど機関投資家の影響を緩和する条件をなしたといえる。こうした結果は、アメリカと比べた場合の日本企業における取締役の在任期間の長さという点にもあらわれている。例えば 2005 年の東京証券取引所に上場の企業の調査では、1990 年代に入って約 15 年経過したこの時点でも、取締役の平均在任年数は、4 年以上 6 年未満の企業の割合は 24.4% と最も高く、10 年以上の企業の割合は 17.3% とそれについて高く、2 年以上 4 年未満、6 年以上 8 年未満、8 年以上 10 年未満の企業がそれぞれ 16.8%、16.7%、13.7% となっており、2 年未満の企業の割合はわずか 5.9% にとどまっていた。それゆえ、在任期間が 4 年以上の企業の割合は 72.1% にのぼっている（東京証券取引所 2005, 別添 p.12）。

（未完）

## ＜参考文献＞

### 1 欧文文献

- Albert, M. (1991), *Capitalisme contre Capitalisme*, Ed. du Seuil, Paris [小池はるひ訳『資本主義対資本主義』, 新訂版, 竹内書店, 1996 年].
- Baumüller, J.F.H. (2010), *Post Shareholder Value, Zukünftige Unternehmensführungskonzepte nach dem Shareholder Konzept*, VDM Verlag Dr. Müller, Saarbrücken.
- Beck, S., Klobes, F., Scherrer, C. (2005), Conclusion. In: Beck, S., Klobes, F., Scherrer, C. (Eds.), *Surviving Globalization? Perspectives for the German Economic Model*, Springer, Dordrecht, pp.225-235.
- Becker, S. (2003), Der Einfluss des Kapitalmarkts und seine Grenzen: Die Chemie- und Pharmaindustrie. In: Streeck, W., Höpner, M. (Hrsg.), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Campus, Berlin, New York, S.222-248.
- Beelitz, F.F. (2002), Shareholder Value und Kapitalmarktorientierung im bundesdeutschen Umfeld im Umbruch. In: Siegwart, H., Mahari, J. (Hrsg.), Ruffner, M. (Gasthrsg.), *Corporate Governance, Shareholder Value & Finanz*, Helbing & Lichtenhahn, Basel, S.575-587.
- Beyer, J. (2001), Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum großer

- deutscher Unternehmen. In: *MPIfG Working Paper 02/4*, S.1-26.
- Buck, T., Filatotchev, I., Wright, M. (1998), Agents, Stakeholders and Corporate Governance in Russian Firms. In: *Journal of Management Studies*, Vol.35, No.1, pp.81-104.
- Chizema, A. (2010), Early and Late Adoption of American-style Executive Pay in Germany: Governance and Institutions. In: *Journal of World Business*, Vol.45, No.1, pp.9-18.
- Chizema, A., Buck, T. (2006), Neoinstitutional Theory and Institutional Change: Towards Empirical Test on the "Americanization" of German Executive Pay. In: *International Business Review*, Vol.25, No.5, pp.488-504.
- Cioffi, J.W., Höpner, M. (2005), Mit Links in den Shareholder-Kapitalismus? In: *Die Mitbestimmung*, 51.Jg, Heft 4, S.16-19.
- Cromme, G. (2005), Corporate Governance in Germany and the German Corporate Governance Code. In: *Corporate Governance: An International Review* Vol.13, No.3, pp.362-367.
- Dörre, K. (2001), *Kampf um Beteiligung, Arbeit, Partizipation und industrielle Beziehungen im flexiblen Kapitalismus. Eine Studie aus dem Soziologischen Forschungsinstitut Göttingen (SOFI)*, 1.Auflage, Westdeutscher Verlag, Wiesbaden.
- Dörre, K. (2009), Finanzmarktkapitalismus contra Mitbestimmung? Kapitalmarktorientierte Steuerungsformen und organisierte Arbeitsbeziehungen. In: Huffschild, J., Köppen, M., Rhode, W. (Hrsg.), *Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter? Neue Herausforderungen durch die internationalen Kapitalmärkte*, VSA-Verlag, Hamburg, S.104-123.
- Dörre, K., Holst, H. (2009), Nach dem Shareholder Value? Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung in der Krise. In: *WSI Mitteilungen*, 62.Jg, 12/2009, S.667-674.
- Fiss, P.C., Zajac, E.J. (2004), The Diffusion of Ideas over Contested Terrain: The (Non) adoption of a Shareholder Value Orientation among German Firms. In: *Administrative Science Quarterly*, Vol.49, No.4, pp.501-534.
- Froud, F., Haslam, C., Johal, S., Williams, K. (2000), Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves. In: *Economy and Society*, Vol.29, No.1, pp.80-110.
- Gordon, J.N. (1999), Pathways to Corporate Convergence? Two Steps on the Road to Shareholder Capitalism in Germany. In: *Columbia Journal of Economic Law*, Vol.5, No.219, pp.219-241.
- Goutas, L., Lane, C. (2009), The Translation of Shareholder Value in the German Business System: A Comparative Study of DaimlerChrysler and Volkswagen AG. In: *Competition & Change*, Vol.13, No.4, pp.327-346.
- Hackethal, A., Schmidt, R.H., Tyrell, M. (2005), Banks and German Corporate Governance: On the Way to a Capital Market-based System? In: *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13, No.3, pp.397-407.
- Hall, P.A., Soskice, D. (Eds.) (2001), *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press, Oxford [遠山弘徳・安孫子誠男・山田鋭夫・宇仁宏幸・藤田奈々子訳『資本主義の多様性: 比較優位の制度的基礎』ナカニシヤ出版, 2007年].
- Handelsblatt* (1999), Fonds kapitalisieren Europas Firmenelite. In: *Handelsblatt*, Nr.216, 8.11.1999, S.22.
- Hirschman, A.O. (1970), *Exit, Voice, and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations, and State*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts [矢野修一訳『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, 京都, 2005年].
- Höpner, M. (2000), Unternehmensverflechtung im Zwielicht. Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG. In: *WSI Mitteilungen*, 53.Jg, 10/2000, S.655-663.
- Höpner, M. (2001), Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany. In: *MPIfG (MaxPlanck-Institut für*



*Gesellschaftsforschung*) Discussion Paper 01/5, pp.1-61.

- Höpner, M., Jackson, G. (2001), An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance. In: *MPIfG Discussion Paper 01/4*, pp.1-53.
- Jackson, G. (2005), Stakeholders under Pressure: Corporate Governance and Labour Management in Germany and Japan. In: *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13, No.3, pp.419-428.
- Jackson, G., Moerke, A. (2005), Continuity and Change in Corporate Governance: Comparing Germany and Japan. In: *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13, No.3, pp.351-361.
- Jürgens, U., Naumann, K., Rupp, J. (2000), Shareholder Value in an Adverse Environment: the German Case. In: *Economy and Society*, Vol.29, No.1, pp.54-79.
- Kädtler, J., Sperling, H.J. (2001), Worauf beruht und wie wirkt die Herrschaft der Finanzmärkte auf der Ebene von Unternehmen? Order: Taugt Finanzialisierung als neue Software für die Automobilindustrie? In: *SOFI-Mitteilungen*, Nr.29, S.23-43.
- Kädtler, J., Sperling, H.J. (2002a), After Globalisation and Financialisation: Logics of Bargaining in the German Automotive Industry. In: *Competition & Change*, Vol.6, No.2, pp.149-168.
- Kädtler, J., Sperling, H.J. (2002b), The Power of Financial Markets and the Resilience of Operations: Argument and Evidence from the German Car Industry. In: *Competition & Change*, Vol.6, No.1, pp.81-94.
- Kengelbach, J., Roos, A. (2006), Entflechtung der Deutschland AG. Empirische Untersuchung der Reduktion von Kapital- und Personalverflechtungen zwischen deutschen börsennotierten Gesellschaften. In: *Mergers and Acquisitions*, 1/2006. S.12-21.
- Kocka, J. (2014), *Geschichte des Kapitalismus*, 2.Auflage, Verlag C.H. Beck, München.
- Koslowski, P. (2000), The Limits of Shareholder Value. In: *Journal of Business Ethics*, Vol.27, No.1/2, pp.137-148.
- Küke, J. (2002), *Corporate Governance in Germany. An Empirical Investigation*, Physica-Verlag, Heidelberg, 2002.
- Lane, C. (2003), Changes in Corporate Governance of German Corporations: Convergence to the Anglo-American Model? In: *Competition & Change*, Vol.7, No.2-3, pp.79-100.
- Matthes, J. (2005), Das deutsche Corporate-Governance-System im Wandel. Übergang zum angelsächsischen System oder nur leichte Annäherung? In: Storz, C., Lageman, B. (Hrsg.), *Konvergenz oder Divergenz? Der Wandel der Unternehmensstrukturen in Japan und Deutschland*, Metropolis-Verlag, Marburg, S.201-247.
- Menz, W., Becker, S., Sablowski, T. (1999), *Shareholder-Value gegen Belegschaftsinteressen. Der Weg der Hoechst-AG zum »Life-Science« -Konzern*, VSA-Verlag, Hamburg.
- Mintz, S.M. (2006), A Comparison of Corporate Governance Systems in the U.S., UK and Germany. In: *Corporate Ownership & Control*, Vol.3, No.4, pp.24-34.
- Monopolkommission (2008), *Hauptgutachten 2006/2007. Weniger Staat, mehr Wettbewerb. Gesundheitsmärkte und staatliche Beihilfen in der Wettbewerbsordnung* (Hauptgutachten der Monopolkommission, XVII), 1.Auflage, Nomos-Verlagsgesellschaft, Baden-Baden.
- Oberbeck, H., D'Alessio, N. (1997), The End of the German Model? Developmental Tendencies in the German Banking Industry. In: Morgan, G., Knights, D. (eds.), *Regulation and Deregulation in European Financial Services*, Macmillan, Basingstoke, pp.86-89.
- Paetzmann, K. (2008), *Corporate Governance. Strategische Marktrisiken, Controlling, Überwachung*, Springer, Berlin, Heidelberg.
- Rosen, R.v. (2002), Corporate Governance—Neue Denkansätze in Deutschland. In: Siegwart, H.,

- Mahari, J. (Hrsg.), Ruffner, M. (Gasthrsg.), *Corporate Governance, Shareholder Value & Finanz*, Helbing & Lichtenhahn, Basel, S.589-609.
- Sablowski, T., Ruppe, J. (2001), Die neue Ökonomie des Shareholder Value Corporate Governance im Wandel. In: *PROKLA*, Heft 122, 31.Jg, Nr.1, S.47-78.
- Schmidt, R.H., Maßmann, J. (1999), Drei Mißverständnisse zum Thema "Shareholder Value". In: Johann Wolfgang Goethe-Universität, *Working Paper Series*, Finance & Accounting, No.31, pp.1-30.
- Schnitzler, W. (2007), Implementierung der Anforderungen des Sarbanes-Oxley Acts in einem deutschen Großunternehmen. In: Freidank, C-C., Altes, P. (Hrsg.), *Rechnungslegung und Corporate Governance. Reporting, Steuerung und Überwachung der Unternehmen im Umbruch*, Erich Schmidt, Berlin, S.225-246.
- Sieglwart, H., Mahari, J. (Hrsg.), Ruffner, M. (Gasthrsg.) (2002), *Corporate Governance, Shareholder Value & Finanz*, Helbing & Lichtenhahn, Basel.
- Streeck, W. (1997), German Capitalism: Does It Exist? Can It Survive? In: Crouch, C., Streeck, W. (Eds.), *Political Economy of Modern Capitalism. Mapping Convergence and Diversity*, SAGE, London, 1997, pp.33-54 [山田鋭夫訳『現代の資本主義制度 グローバリズムと多様性』NTT 出版, 2001 年, 53-82 ページ].
- Streeck, W., Höpner, M. (Hrsg.) (2003), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Campus, Berlin, New York.
- Vitols, S. (2005), German Corporate Governance in Transition: Implications of Bank Exit from Monitoring and Control. In: *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol.2, No.4, pp.357-367.
- Weber, S.C. (2011), *Externes Corporate Governance Reporting börsennotierter Publikumsgesellschaften. Konzeptionelle Vorschläge zur Weiterentwicklung der Unternehmerischen Berichterstattung*, 1.Auflage, Gabler, Wiesbaden.
- Windolf, P. (2005a), Die neuen Eigentümer. In: Windolf, P. (Hrsg.), *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden, S.8-19.
- Windolf, P. (2005b), Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In: Windolf, P. (Hrsg.), *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregime*. VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden, S.20-57.
- Ziegler, J.N. (2000), Corporate Governance and the Politics of Property Rights in Germany. In: *Politics and Society*, Vol.28, No.2, pp.195-221.
- Zugehör, R. (2003), *Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus: Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung*, Leske+Budrich, Opladen [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].

## 2 日本語文献

- 伊藤正晴 (2007) 「強化が続く事業会社の株式持合い, 銀行も強化へ」(2007 年 11 月 27 日), 1-8 ページ。大和総研ホームページ所収 (<http://www.dir.co.jp/research/esg/esg-report/07112701viewpoint.html>) (アクセス: 2014 年 4 月 15 日)。
- 井上輝一 (2013) 「トヨタ自動車のコーポレート・ガバナンスに関する一考察」『フィナンシャル・レビュー』, 第 68 号, 194-202 ページ。
- 植竹晃久 (1999) 「現代企業のガバナンス構造と経営行動——ガバナンス・システムの再構築に向けて——」, 植竹晃久・仲田正機編著『現代企業の所有・支配・管理——コーポレート・ガバナンスと企業管理システム——』(叢書 現代経営学-3), ミネルヴァ書房, 京都, 1-20 ページ。

- 大蔵省財政金融研究所（1996）「法人企業統計年報特集（平成7年度）」『財政金融統計月報』，第532号，1996年8月，1-137ページ。
- 奥村 宏（1976）『日本の六大企業集団』ダイヤモンド社，東京。
- 海道ノブチカ（2005）『ドイツの企業体制——ドイツのコーポレート・ガバナンス——』森山書店，東京。
- 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，東京。
- 海道ノブチカ・風間信隆編著（2009）『コーポレート・ガバナンスと経営学 グローバリゼーション下の変化と多様性』（現代社会を読む経営学⑤），ミネルヴァ書房，京都。
- 風間信隆（2011）「資本市場のグローバル化とドイツ企業統治構造の変容」『明治大学社会科学研究所紀要』，第49巻第2号，119-141ページ。
- 風間信隆（2012a）「金融・経済危機とドイツの企業統治システム——多元的企業統治モデルと共同決定の意義——」『商学論纂』（中央大学），第53巻第5-6号，185-231ページ。
- 風間信隆（2012b）「グローバル化の進展とドイツ的企業統治システムの進化——株主価値重視経営からの脱却と共同決定の現代的意義——」，日本経営学会編『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），千倉書房，東京，39-51ページ。
- 片岡 進（2009）「取締役会の改革と会社経営者」，細川 孝・桜井 徹編著『転換期の株式会社 拡大する影響力と改革課題』（現代社会を読む経営学④），ミネルヴァ書房，京都，78-97ページ。
- 経済企画庁編（1996）『平成8年版経済白書——改革が展望を切り開く——』大蔵省印刷局，東京。
- 経済企画庁編（1998）『平成10年版経済白書』大蔵省印刷局，東京。
- 工藤 章（2011）『日独経済関係史序説』桜井書店，東京。
- 小松 章（2009）「会社法の制定と株式会社」，細川 孝・桜井 徹編著『転換期の株式会社 拡大する影響力と改革課題』（現代社会を読む経営学④），ミネルヴァ書房，36-56ページ。
- 財務省財政総合研究所（2003）「法人企業統計年報特集（平成14年度）」『財政金融統計月報』，第616号，1-139ページ。
- 財務省財政総合研究所（2013）「法人企業統計年報特集（平成24年度）」『財政金融統計月報』，第738号，1-225ページ。
- 財務省財政総合研究所（2015）「法人企業統計年報特集（平成26年度）」『財政金融統計月報』，第762号，1-240ページ。
- 酒井 功（2015）「東証上場会社における取締役会と社外取締役の概況と今後の展望——二〇一五年社外取締役・社外監査役白書より——」『旬刊商事法務』，No.2080，2015年10月5日-15日合併号，57-66ページ。
- 佐久間信夫（2009）「株式会社の機関設計とコーポレート・ガバナンス」，細川 孝・桜井 徹編著『転換期の株式会社 拡大する影響力と改革課題』（現代社会を読む経営学④），ミネルヴァ書房，57-77ページ。
- 商事法務研究会編（2006）「株主総会白書 2006年版」『旬刊商事法務』，No.1784，2006年11月30日臨時増刊号，3-128ページ。
- 商事法務研究会編（2013）「株主総会白書 2013年版——影響力を増す機関投資家と景気回復下の株主総会——」『旬刊商事法務』，No.2016，2013年11月30日臨時増刊号，3-156ページ。
- 商事法務研究会編（2015）「株主総会白書 2015年版——制度改正対応からみえる変化の兆し——」『旬刊商事法務』，No.2085，2015年12月1日臨時増刊号，3-157ページ。
- 鈴木 健（1993）『日本の企業集団 戦後日本の企業と銀行』大月書店，東京。
- 鈴木 健（1998）『メインバンクと企業集団——戦後日本の企業間システム——』ミネルヴァ書房，京都。
- 鈴木 健（2008）『六大企業集団の崩壊——再編される大企業体制——』新日本出版社，東京。
- 瀬川新一（2009）「株式所有構造と株主行動の変化」，細川 孝・桜井 徹編著『転換期の株式会社 拡大する影響力と改革課題』（現代社会を読む経営学④），ミネルヴァ書房，京都，98-125ページ。
- 全国証券取引所協議会（2005）『平成17年度株式分布状況の調査結果について』全国証券取引所協議会，

- 東京。
- 全国証券取引所協議会 (2014)『平成 26 年度株式分布状況の調査結果について』全国証券取引所協議会, 東京。
- 高橋俊夫編著 (2006)『コーポレート・ガバナンスの国際比較 米, 英, 独, 仏, 日の企業と経営』中央経済社, 東京。
- 張 英春 (2005)「日本のガバナンス改革と経営者インセンティブ問題」, 仲田正機編著『比較コーポレート・ガバナンス研究 日本・英国・中国の分析』中央経済社, 東京, 76-93 ページ。
- 東京証券取引所 (2005)『コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果について』, 第 4 回調査 (2005 年 7 月 29 日), 東京証券取引所, 東京。
- 東京証券取引所 (2013)『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2013』東京証券取引所上場部, 東京。
- 東京証券取引所 (2015)『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2015』東京証券取引所上場部, 東京。
- 仲田正機・細井浩一・岩波文孝 (1997)『企業間の人的ネットワーク 取締役兼任制の日米比較』同文館, 東京。
- 濱口恵俊 (1996)『日本型信頼社会の復権』東洋経済新報社, 東京。
- 藤井康行 (2000)「金融危機と時価会計」, 代田 純編著『金融危機と証券市場の再生』同文館出版, 東京, 105-124 ページ。
- 富士総合研究所 (1993)『「メインバンク・システムおよび株式持ち合い」についての調査 報告書』富士総合研究所, 東京。
- 細川 孝・桜井 徹編著 (2009)『転換期の株式会社 拡大する影響力と改革課題』(現代社会を読む経営学④), ミネルヴァ書房, 京都。
- 前川恭一 (1997)『日独比較企業論への道』森山書店, 東京。
- 前田昌孝 (2010)「金融危機と企業買収」, 代田 純編著『金融危機と証券市場の再生』同文館出版, 東京, 43-66 ページ。
- 松井和夫 (1979)「日米企業の株式所有構造と株価形成 (上) ——支配構造との関連で——」『証券経済』, 第 128 号, 18-63 ページ。
- 松田 健 (2009)「日本のコーポレート・ガバナンスの特徴と課題」, 海道ノブチカ・風間信隆編著『コーポレート・ガバナンスと経営学 グローバリゼーション下の変化と多様性』(現代社会を読む経営学⑤), ミネルヴァ書房, 京都, 105-132 ページ。
- 松村勝弘 (2001)『日本の経営財務とコーポレート・ガバナンス』, 第 2 版, 中央経済社, 東京。
- 宮島英明・新田敬祐 (2007)「日本型取締役会の多角的進化」, 神田秀樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多用性と展望』きんざい, 東京, 27-77 ページ。
- 宮島英明・原村健二・江南喜成 (2013)「戦後日本企業の株式所有構造——安定株主の形成と解消——」『フィナンシャル・レビュー』, 第 68 号, 203-236 ページ。
- 宮本又郎・阿部武司・宇田川 勝・沢井 実・橘川武郎 (2007)『日本経営史』有斐閣, 東京。
- 山崎敏夫 (2009a)「企業経済の経営学——現代資本主義の『現実』と『架空性』の中の企業経営の科学的分析——」, 國嶋弘行・重本直利・山崎敏夫編著『「社会と企業」の経営学——新自由主義的経営から社会共生的経営へ——』(現代社会を読む経営学①), ミネルヴァ書房, 京都, 2009 年, 17-46 ページ。
- 山崎敏夫 (2009b)『戦後ドイツ資本主義と企業経営』森山書店, 東京。
- 山崎広明 (1995)「概説 一九三七—五五年」, 山崎広明・橘川武郎編『「日本的」経営の連続と断絶』(日本経営史 4), 岩波書店, 東京, 1-73 ページ。
- レコフ (2014)「買収防衛策の導入状況～導入企業は 500 社をキープしているが、今後、中止企業が増加する可能性も～」(<https://www.marr.jp/mainfo/entry/4317;jsessionid=78C00399E7577EEE24A09F07302C969.ap>) (アクセス: 2014 年 5 月 9 日)。

# **A Comparison of the Transformation toward Shareholder Value-Oriented Management and Corporate Governance in Japan and Germany after the 1990s: Resurgence of the Americanization of Business Management (I)**

Toshio Yamazaki \*

## **Abstract**

After the 1990s, influence and pressure on business management by the capital market had become stronger under the US-led “financialization” and globalization of finance in each country. Such changes can be seen in the transformation toward shareholder value-oriented management and capital market-oriented corporate governance. However, such transformation toward the American management model differs greatly among nations with no tendency of convergence. Therefore, this paper examines the transformation toward shareholder value-oriented management and corporate governance in both Japan and Germany, especially in relation to financing and ownership structures of companies, changes in managerial behavior of banks, values of management, and organization of top management. Furthermore, it considers critical changes of characteristic in the Americanization of business management after the 1990s compared with previous such phenomena and discusses the overall significance of the change.

## **Keywords:**

Americanization, Codetermination system, Corporate governance, Financialization, Interlocking stockholding, Shareholder value management

---

\* Professor, College of Business Administration, Ritsumeikan University

