

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（Ⅱ）
—— 企業経営の「アメリカ化」の再来とその影響 ——

山崎敏夫*

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（以上前号）
- IV ドイツにおける株主価値重視の経営への転換（以下本号）
 - 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的特徴とドイツ的特徴
 - 1 株主価値重視の経営モデルへの転換の日本的特徴
 - 2 株主価値重視の経営モデルへの転換のドイツ的特徴

* 立命館大学経営学部教授

IV ドイツにおける株主価値重視の経営への転換

以上の考察において、日本における株主価値重視の経営への転換の動きについてみてきた。それをふまえて、つぎに、ドイツにおける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んだかという点について考察をすすめることにしよう。

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

まず株主価値志向の経営への転換について、その全般的状況をみると、資本市場の圧力のもとで、そのような経営のモデルは、とりわけ事業ポートフォリオの構造の決定と個々の事業領域における競争戦略の選択のさいに基礎におかれるべきものであるとされている (Becker 2003, S.225)。M. Höpner は、こうした株主価値の政策は①対投資家広報活動/会計、②事業の経営、③経営者への報酬の 3 つの次元でみることができるとしている。彼は、上場企業の株主価値志向の度合いの評価の指標として、1) 年次報告書の情報の質、2) 対投資家広報活動、3) 将来キャッシュフローを重視した事業の経営、4) ストック・オプションによる経営者への報酬支払いの 4 点をあげている (Höpner 2001, pp.11-12)。以下では、これらの主要な問題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——まず会計制度をめぐる問題をみると、ドイツの会計は非常に保守的で慎重なルールと債権者保護にポイントをおいていた。これに対して、国際会計基準もアメリカの会計基準 (US-GAAP) も、より投資家志向であり、企業の正当な価値を評価するために必要な情報を資本市場の参加者に提供するという考えに基づいたものである (Höpner and Jackson 2001, p.19, Bühner, Raheed, Rosenstein 1997, p.324)。資本市場の意義の増大と資本をめぐる競争の激化に直面して、国際会計基準あるいは US-GAAP のような資本市場の観点をより強く志向した、透明性の一層高い会計ルールが、ドイツの商法典に基づく会計処理に対して優位となった (Rosen 2002, S.603)。

そのような状況のもとで、株式をいかに利用するか (株式スワップやストック・オプションなど) ということに関する自由化のほか、国際会計基準の導入、より高い透明性とディスクロージャーの促進がはかられた (Jackson 2005, p.354)。ヨーロッパ大陸の企業は、外国の株式市場での上場の増加や国際会計基準の受容というかたちでアングロ・アメリカ的な慣習に適応し始めた (Hassel, Höpner, Kurdelbusch, Rehder, Zugehör 2000, S.507)。さらに 1997 年に開設されたノイア・マルクトに上場の企業には、国際会計基準ないし US-GAAP に基づく決算書の作

成・報告とそれによる透明性の確保が求められた（Sablowski and Ruppe 2001, S.66, Vitols 2005a, p.389）。こうして、2000年代に入った最初の10年間の半ばまでに、多くの企業が伝統的なドイツ商法典に基づく決算から国際会計基準／国際財務会計基準（IFRS）あるいはUS-GAAPに基づく決算へと自発的に転換してきた（Janssen 2004, S.196）。なかでも、DAX30社では、すでに1997年には国際会計基準を採用していた企業の割合は43.3%にのぼっており（Jürgens, Naumann, Rupp 2000, p.69）、2000年代初頭には400をこえる公開会社が国際会計基準ないしUS-GAAPに基づいて決算を行っていた（Beelitz 2002, S.579）。

こうした会計基準の変更の問題は、ストック・オプションの導入ともかかわりがみられる。例えば1999年までに経営者にこうした制度を導入していた多くの企業はすでに、US-GAAPないし国際会計基準といったより透明性の高い会計基準の利用によって株主価値への関与を示してきた。これに対して、ドイツ商法典の会計基準を使用していた企業には、2004年までにストック・オプションを導入していた企業はみられなかった（Chizema and Buck 2006, p.500, Sanders and Tuschke 2007, pp.49-50）。

このように、国際会計基準やUS-GAAPへの移行がすすんでおり、2001年のエンロンの破綻までは、ドイツでもUS-GAAPを最善の会計基準とみる見方も多かった。しかし、その後はアメリカのルールは不透明な個別のルールの複合として魅力が失われることにもなった（Müller 2002, S.30）。ヨーロッパではむしろ国際会計基準の適用が重視される傾向にあり、2005年にEUが加盟国における上場企業の連結決算の会計基準として国際会計基準の適用を義務付けることになり、それを導入しようとする動きが世界的に広がってきた（藤井2000, pp.105-106, p.109）。こうしたEUの動きはドイツ企業へのそのような会計基準の導入がすすむ契機となった。

そこで、個別企業についてみると、アメリカ的な株主価値重視の経営を最も強く志向した企業のひとつであるドイツ銀行は、はやくも1995年に資本市場のグローバル化を顧慮して国際会計基準による決算書の作成を開始した（Deutsche Bank AG 1995, S.6, S.39, S.79）。同行は、2001年にはニューヨーク証券取引所への上場にともないUS-GAAPに基づく決算へと転換した（Deutsche Bank AG 2001, S.2）。コメルツ銀行でも1998年に初めて国際会計基準に基づく決算が行われるようになっている（Commerzbank AG 1998, S.6）。保険業のアリアンツでも同様に、1998年の営業年度に対して国際会計基準に基づく決算が初めて公表されるようになっている（Allianz Gruppe 1998, S.23）。またダイムラー・ベンツは、はやくも1993年にUS-GAAPへの会計基準の転換を行うことでニューヨーク株式市場での上場へとすすんだ（Vitols 2000, p.7, Schlie and Warner 2000, S.43）。フォルクスワーゲンでは2001年に初めて国際会計基準に基づく決算書の作成が行われるようになっている（Volkswagen AG 2001, S.28, S.84）。ジメンスでも2001年の営業年度の初めにUS-GAAPに基づく決算に転換して

いる (Siemens AG 2000, S.54)。ティセン・クルップも、1998/99 年の営業年度に決算書の作成において国際会計基準および US-GAAP の導入を行っている。それは、とくに株主、国際的な投資家およびアナリストによる透明性と数値の国際比較の可能性という要求に応えたものであり、アメリカの資本市場への上場の道を開くものでもあった (ThyssenKrupp AG 1999, S.35-36)。

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ち、影響をおよぼすことになった。例えば 1998 年の DAX100 社の調査に基づく A-K. Achleitner と A. Bassen の 1999 年の研究では、回答のあった 40 社でみると、この時期にはすでに、そのすべてにおいて投資家広報部門が存在しており、経営成果に関する公表の頻度が高まる傾向にあった。すでにこれら 40 社のうち 70% の企業が四半期の経営成果を公表しており、半年間の経営成果を公表している企業の割合は 25%、1 年に 1 度しか公表していない企業の割合はわずか 5% にとどまっていた (Achleitner and Bassen 2002, S.619-620, S.622-623)。

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、ドイツではそれは 1996 年まではほとんどみられなかったが、同年にダイムラー・ベンツやドイツ銀行においてその導入が問題となっている (Wenger and Kaserer 1998, p.513)。ドイツ銀行のストックオプション・プログラムは 1996 年の株主総会において投票の 99% 以上によって支持されたが、個人投資家による抵抗を容易に克服する上で、代理議決権や株式の相互持合が大きな役割を果たした (Wenger and Kaserer 1998, p.517)。1990 年代末には、経営者に対するインセンティブはストック・オプションの導入による経営者報酬のひとつの一層大きな要素となったとする見方も多かった (Pellems, Thomaszewski, Weber 2000, S.1825, Aders, Hebertingen, Schaffer, Wiedemann 2003, Höpner 2001, p.12, KPMG 2000, S.31, Graf, Lenke, Schießler 1997, S.22)。例えば BASF でも、1999 年 4 月以降には同グループの約 1,200 人の上級経営者にストックオプション・プログラムの利用が可能となっている (BASF AG 2000, S.9)。しかし、この時期には、全般的にみると、ストック・オプションはまだ必ずしも広く普及したわけではなかった。それは、ドイツの大企業、とくに株主価値原則を志向する大企業のトップ・マネジメントに適用されたにすぎず、その他の企業でそのような制度を利用していたのは、ノリア・マルクトに上場のいくつかのハイテク企業に限られていた。またストック・オプションは、全般的にみると、経営者に対する通常の報酬の補足的なものにすぎなかった (Jürgens et al. 2000, p.74)。

そこで、ストック・オプションの導入の状況をみると、1997 年には DAX30 社のうち 60% の企業で経営者に対するストック・オプションが導入されていた (Jürgens et al. 2000, p.69)。また 2000 年の時点では、ドイツのトップ 30 社の半分以上が、トップ・マネジメントにイン

センティブを与えるために、アメリカ流のそのような制度を導入していた（Williams 2000, p.5）。DAX30 社ではすべての企業が 2004 年までにストック・オプションを導入している（Chizema and Buck 2006, p.499）。また大企業 125 社について調べたある研究では、2006 年には 65 社がストック・オプションを採用しており、そのうち 22 社は 1998 年までに採用していたが（Chizema 2010, p.13）、その前後の時期における採用の増加は、同年の会社法（株式法）の改正の影響も大きかった。

しかし、ストック・オプションの導入に対して抑制的に作用する要因もみられた。アメリカの投資家や外国人の所有への依存，株主価値志向，分散所有か大口保有かといったことが、経営者のストック・オプションの採用と強いかかわりをもっていた（Buck and Chizema 2008, p.256, p.258）。例えば株式所有の集中は、株式をベースにした報酬による経営者へのインセンティブの導入に抑制的に作用するという傾向にあり（Tuschke and Sanders 2003, p.634, p.645）、家族所有・同族所有は、ストック・オプションの採用に反対する要因となる傾向にある。またストック・オプションは経営者に雇用の安定よりも株価の重視を強制するものであるので、従業員はその導入に抵抗する傾向もみられた。しかし、そのような抵抗はまったく弱く、時間とともに弱まりさえしたとされている。とはいえ、A. Chizema は 2010 年に、高度な集団主義と不確実性の回避という文化に基づいて築かれた制度をもつドイツのような社会では、株主志向の改革に対する潜在的な抵抗は過小評価されるべきではないとしている。経営者と従業員との間の報酬の格差を拡大させる潜在的可能性をもつ経営者へのストック・オプションの採用は、いくつかのステイクホルダー（例えば従業員）によって違法とみなされるという状況にもあった（Chizema 2010, pp.16-17）。

もとより、経営者へのストック・オプションの導入は、ガバナンスのアメリカ化に関するひとつの重要な試金石、最も重要な説明要因をなすものであり（Chizema and Buck 2006, p.490, Börsch 2004, p.377）、大部分の大企業はストック・オプション・プランを確立していた。しかし、ドイツ企業による経営者へのその利用は、アングロ・アメリカの企業よりはるかに少ない程度にとどまっていた（Vitols 2004b, p.371）。企業の株式やストック・オプションによる報酬支払いの増大は、ドイツの平等主義的なステイクホルダー志向のガバナンス・システムには合わなかったともいえる（Sanders and Tuschke 2007, p.40）。

こうして、ドイツ企業のストック・オプションは、アメリカとは異なるいくつかの諸特徴をもつものとなった。株式資本のより小さい割合とより多くのトップの経営者をカバーするという意味で、ドイツ企業は、より平等主義的なストック・オプションのプランを導入してきた。ドイツのプランは、経営成果に関係するより多くの条件や質的により確実な経営成果の条件を組み入れたものとなっている（Bruce, Buck, Main 2005, p.1503）。また経営者の報酬全体に占めるストック・オプション部分の割合の低さなどもあり、こうした方法での経営者に対するイン

センティブは、アメリカほどには強いものでない場合も多い。そうした意味でも、ストック・オプションは、経営者報酬のパッケージの一要素にすぎないという面が強い (Buck and Shahrim 2005, pp.58-59, Siemens AG 2000, S.51-52)。またジーメンスやダイムラー・クライスラー、ティセン・クルップの事例などにみられるように、長期的なインセンティブを重視するという傾向も強いなど、ドイツ的な環境に合せたあり方を追求したケースも少なくない (Börsch 2004, p.377, p.381, DaimlerChrysler AG 2005, S.110, Thyssen-Krupp AG 1999, S.37, Thyssen-Krupp AG 2002, S.190)。

またドイツのステイクホルダーの利害は、伝統的な同国のアプローチのなかに広く普及しており、ストック・オプションのような経営者へのストレートなインセンティブ・システムの導入を困難にする要因として作用した (Schlie and Warner 2000, S.43)。ドイツにおける経営者報酬は、企業に長期的に関与する株主の内部的な声や監査役会の従業員代表によっても強い影響を受けており、従業員というステイクホルダーは、経営者の報酬パッケージに影響をおよぼす強い地位を占めている。さらに、ネットワーク化された企業を優先する税制や法的なルールのほか、銀行の安定的な株式所有も、経営者の報酬を抑制する制度的要因をなしている (Bruce et al. 2005, pp.1501-1503)。例えば M. Goergen らの 2008 年の研究でも、支配的な大口保有株主が存在する企業では CEO はより低い報酬しか得ておらず、また報酬と業績との関係はもはや統計的には重要なものではなかったとされている (Goergen, Manjon, Renneboog 2008, p.190)。

アメリカ、イギリスに比べてのストック・オプション導入のこうした状況においては、ドイツ企業の文化的要因の影響も大きい。例えば C. Scott の調査研究では、主要な要因として、つぎの点があげられている。すなわち、ドイツ人経営者は長期志向と計画の重視という傾向にあること。ドイツ社会は合意を基礎としたものとなっており、平等主義的なあり方をよしとするなかで妬みの社会という面がみられること。ストック・オプションは非常に大きな危険性をもつインセンティブ手段であり、リスクの受容にはアメリカやイギリスよりも消極的であること。資本市場の発展の遅れと役割の低さ。ドイツ人経営者は個人志向であり概してチームプレイヤーではなく、名声を志向する傾向にあるが妥協への望みが非常に強く、株主価値に重点をおいてはいないこと (Scott 2008, p.18, pp.20-26, pp.29-34)。アングロ・アメリカでも上場している企業は、よりよい業績への追加的な圧力を加えられることになっており、それゆえ、経営者のより高い報酬の部分はリスクに対する割増支払いをなすという面もみられる (Oxelheim and Randóy 2005, p.481)。しかし、リスクに対するドイツ企業の受け止め方のような同国の社会と企業の文化および経営者の考え方や経営観は、アメリカ流のストック・オプションの導入・普及を制約する要因として作用した。

このように、ストック・オプションのような経営者報酬の方法の導入では、大きな修正をとまなう場合が多いという傾向にあった。全体的にみれば、国際会計基準の採用、ドイツ・コー

ボレート・ガバナンス・コードの遵守，経營業績を測定するための特定の手段の利用や積極的な投資家広報部門に関する活動の実施といった面では，最も小さな修正でもって導入がすすんだといえるが，ストック・オプションの導入においては，状況はそれらの場合とは大きく異なっている¹⁾。またダイムラー・クライスラーやフォルクスワーゲンの事例などにもみられるように，ストック・オプションが経営者層に対してのみならず，下位にあるミドル・マネジメントなどより低い階層の従業員にまで拡大して導入されていることも特徴的である（Goutas and Lane 2009, p.335-337, S.340, Bayer AG 2000, S.6などを参照）。しかし，ストック・オプションのそのような導入は，アメリカ的な株主価値経営のより徹底したかたちであるというよりはむしろ，労使の協調的・安定的関係のなかでのある種のバリエーションとしての面が強いといえる。

株主価値志向のリストラクチャリングの展開について——つぎに株主価値志向のリストラクチャリングの展開についてみることにしよう。1980年代には，多種多様なステイクホルダーのグループの対立する要求の重視のもとで，主に株主に利益となるようなリストラクチャリングの努力のインセンティブも範囲も限定的であったが（Bühner et al. 1997, p.334），こうした状況は大きく変化してきた。

1990年代以降のリストラクチャリングの展開は，本質的には，グローバルな競争構造の変化に規定されたものであるが，資本市場の強まる影響は，企業に対して中核事業への集中やM&Aのような手段での中核事業の強化への圧力を加えることになっている（Herden and Reinhard 1999, S.526）。こうしたあらわれは，例えばVEBAの非中核事業単位や業績の低い事業単位の売却，ダイムラー・ベンツにおける中核事業である自動車とトラックの製造への回帰，ヘキストにおける低収益・低成長の工業用化学製品事業からの撤退，世界的なライフサイエンス（医薬と農業化学）企業への展開のためのロヌ・プーランとの合併，アベンティスというフランス語の新しい企業名を選びドイツ企業のアイデンティティを放棄したこと（Vitols 2000, p.7）などに，最も典型的にみられる。また金融業の企業，とくに銀行は，アングロ・アメリカの銀行よりも低い収益性に対して機関投資家の強い批判にさらされており，機関投資家の要求のひとつは，規模の経済の達成と「オーババンキング」の程度の引き下げを目的とした銀行の合併であった（Vitols 2004b, p.369）。

多くの場合，経営者は，新しい投資家のグループの圧力によって，中核事業への集中，アウトソーシングによる不採算の構成要素やもはや企業の構造に合わないその排除あるいは企業からの完全な切り離しを強制される結果となっている（Völcker 2009, S.18）。そのような経営戦略は従業員との対立をひきおこす可能性をもつが，社会的な協力関係のそれまでの支柱との一

1) こうした傾向については，例えばGoutas and Lane (2009), p.341などを参照。

層の断絶は、実体経済における上位の合理性基準としての技術的・工業的および技術的・自然科学的な観点を金融市場のパラメーターによって排除することを基礎づけるものである (Kädtler 2004, S.65)。生産能力を部分的に売買するような M&A にもなうリストラクチャリングが企業戦略の中核に位置づけられ、経営トップによって自らの役割とみなされるようになったことは、従業員の利益を犠牲にしてでも株価を高めることが経営の主要目的となったことのひとつの重要な原因をなした (Dore 2000, p.194 [邦訳, 284 ページ])。

しかしまた、リストラクチャリングの推進が資本市場の圧力によって強められるという傾向のなかにあっても、そのような再編が必ずしも強い株主価値志向のかたちで推進されたわけではないというケースもみられる。例えばジーマスでは、半導体部門が切り離され、別会社として上場されるというかたちでのスピン・オフが行われたが、それは、スピン・オフされた会社の支配を確保しうるだけの株式所有の維持を前提として、また経営協議会の支持のもとですめられた。株主価値の観点からすれば、それは広範囲におよぶものとはなっていなかった (Börsch 2004, pp.380-381)。こうしたあり方に関して、R. Zugehör は、同社の共同決定は事業再編のプロセスにおいて労働者を十分に保護するにはあまりに弱かったとしている (Zugehör 2003, S.166 [邦訳, p.165])。ただこの点をめぐっては、A. Börsch も指摘するように、Zugehör はとくに監査役会レベルの共同決定に焦点をあてているという問題があり (Börsch 2004, p.387)、経営協議会の協調的なかわりが株主価値志向のリストラクチャリングの抑制へと働いたことの意味をむしろ重視すべきであろう。

(2) 主要産業部門における株主価値重視の経営への転換

以上の考察において、アメリカ的な株主価値重視の経営への転換の全般的状況についてみてきた。それをふまえて、つぎに、そのような転換の圧力が最も強くあらわれた代表的な産業部門についてみていくことにする。ここでは、非金融部門の代表的な例として、自動車産業と化学産業を取り上げて考察を行うことにしよう。

①自動車産業における株主価値重視の経営への転換

まず自動車産業をみると、金融の力や金融投資家の要求が増大する一方で、ドイツの自動車企業は同時に、持続的な、あるいは強まりつつさえある生産面の諸要求に対応しなければならず、金融の論理と生産の論理との間の新しいバランスを見出すことが必要となってきた。標準化された製品の大量生産や専門品の生産は、経営資源への長期的な接近と企業内部の幅広い能力を必要とする製品戦略である。それゆえ、製品市場の条件が、限られた程度にしか金融市場の全般的な要求に従わないという状況をもたらした。そのような製品戦略とも関連して、現実的なレベルの行為者は、かなりの力の源泉をもち、トップ・マネジメントによる金融面のパラ

メーターへの志向とのひとつのバランスを生み出しうることにもなっている。生産経済の規準や諸要求は、一貫して金融面のそれに対するひとつの強い均衡を与えるものとなってきた。株主や資金の貸し手の要求に対処する戦略的経営の論理と現業的な業務や従業員の要求に対処するオペレーショナルなレベルの経営の論理との間でのこのような矛盾する対立的な関係という点では、ドイツ自動車製造業者の行動の余地は、ある程度守られている状況にある（Kädtler and Sperling 2002b, p.81, pp.84-86, pp.91-93）。

自動車企業の実際の経営行動においては、例えば資本市場の圧力の増大とグローバル化の選択肢は、生産の複雑な諸関係のなかでの交渉によって、少なくとも部分的には均衡がはかられている。それは、例えば工場の立地ないしその変更に関する意思決定にもみられる（Kädtler and Sperling 2002a, pp.164-165）。このように、生産の論理は金融市場の論理によって完全に代わられうるというわけではない（Alff 2007, S.107-108）。例えば L. Goutas C. Lane の 2009 年の研究でも、ダイムラー・クライスラーとフォルクスワーゲンでは、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い。ここでは、株主価値の長期の増大に焦点があてられており、短期の最大化を重視したものとなつてはおらず、長期的な成長への志向が維持されてきたと指摘されている（Goutas and Lane 2009, pp.338-340, p.342）。

例えばフォルクスワーゲンでも、上述したように、2000年代に入って決算および財務報告の国際会計基準へと転換したほか、売上高利益率から資本利益率への転換が行われており（Kädtler and Sperling 2001, S.32）、株主価値は、企業によって達成されるべきひとつの目標として受け入れられてきた。しかし、そこでも、他の目標とのバランスがはかられており、一般的なステーク・ホルダー・アプローチに従ってきた。同社では、株主価値をその優先順位のトップにおくことには慎重であり、そのかわりに株主価値と労働者の価値との間のバランスが追求された（Jürgens, Lung, Volpato, Frigant 2002, pp.69-73）。投資決定における金融面の規準の役割が高まったことは、完全な株主価値政策のひとつの印ではなく、自社の株式の市場価値を高めようとする戦略と同時に敵対的買収に対する防衛的な障壁の構築という戦略の追求によるものであった（Jürgens et al. 2002, p.78）。同社の戦略的な関心は、株主価値の短期的な最大化ではなく企業の長期的な成長にあり、株主価値の考え方を長期的な利益志向と一致させようと試みてきた。そこでは、株主の利害とステイクホルダーのグループの利害との分かち合いが追求されるかたちとなってきた（Goutas and Lane 2009, pp.333-336, p.339, p.341）。

また金融市場の論理を強くうけて企てられたダイムラーとクライスラーの合併でさえも、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った。この合併は、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ものであり (Kädtler and Sperling 2002a, p.161, p.164), そのような防衛的動機も強いものであった。

②化学産業における株主価値重視の経営への転換

また化学産業をみると、1990年代以降、株主価値の考え方や資本市場のプレイヤーのなかで、株主価値の主唱者によって多角化は根本的に問題視され、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、資本市場の重要なプレイヤーを優先する志向という点での経営陣の相違によって、株主価値重視の経営の圧力への対応、戦略のあり方には、企業によっても大きな差異がみられる (Becker 2003, S.235-236)。

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ヘキストでは、外国、とくにアメリカでの高度な経験をもち1994年にCEOに就任した財務畑の出身であるJ. Dormannの主導のもとに、トップ・マネジメントにおいては株主価値志向が強かった (Vitols 2002, pp.310-311, pp.315, Vitols 2003, S.199, S.211)。こうした株主価値重視は、ドルマンの前任者のW. Hilgerの時代にはみられなかったものであり、1996年4月の同社の内部文書でも、ヘキスト・コンツェルンでは取締役は株主価値という意味での長期的な競争力に責任を負っていると指摘されている (Hoechst AG 1996)。また1995年4月25日の株主総会の文書でも、同社の目標は、企業価値の向上と魅力的な配当によって株主に利益となるべき平均以上の収益率を長期的に達成することであるとされている (Hoechst AG 1995, S.6)。その2年後である1997年5月6日の株主総会の文書でも、企業価値の向上はヘキストの成果の基準であり、同社は企業の長期的で持続的な価値の向上に努力していることが指摘されている (Hoechst AG 1998a, S.4, Hoechst AG 1998c, S.7)。またその翌年である1998年5月5日の株主総会の文書でも、企業価値の向上が最上位の目標であり、ヘキスト株の価値と資本市場、株主による評価が同社にとって企業の成功の基準であるとされている (Hoechst AG 1998b, S.7)。ヘキストでは、1997年にヘキスト株式会社を戦略的経営持株会社とする組織再編が取り組まれており、その基本的特徴と利点のひとつとして、より透明性の高い組織の実現があげられている。持株会社組織の創出においては、より小さな集中された企業単位への概観しやすい製品カテゴリーの明確な分割によって株主および投資家により高い透明性をもたらすということも重視されている (Hoechst AG 1998c, S.8-9)。

これに対して、バイエルでは、1992年の財務畑出身のM. SchneiderのCEOへの就任にもかかわらず、企業経営の「ライン型資本主義」のモデルへの関与が維持されてきた。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。そのことは、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構造の維持にみられる（Vitols 2002, pp.310-311, pp.318-319, Vitols 2003, S.199, S.211-213）。同社では、ヘキストがローヌ・プーランと合併した後の2001年の株主総会でも、株主の90%超によるコンツェルンの経営に対する支持、キャッシュフローの高い水準と増大という事情もあり、多くの機関投資家や金融仲介機関には、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（Becker 2003, S.238）。

またBASFでも、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。そこでは、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めざす競争戦略が展開され、コーポレート・ガバナンスの原則においても明確なステイクホルダー・アプローチがとられた（Vitols 2002, pp.310-311, pp.320-321, Vitols 2003, S.213-215）。同社は、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え、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（Becker 2003, S.238-239）、この点でもヘキストのケースとは大きく異なっている。

2 株主価値重視の経営への転換の限界

このように、1990年代以降、ドイツでも株主価値重視の経営への転換がすすんだが、ここでは、株主価値の原則の実践による影響はあまり大きなものではなく、ヨーロッパ大陸の他の諸国との比較でさえ、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たのであり、ドイツにおける株主価値経済にとっての基盤は非常に限られたものであった（Jürgens et al. 2000, pp.74-75）。「アメリカ化」の再来のなかにあっても、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の決定的な変化というかたちには必ずしもなっていないといえる。

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的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（Williams 2000, p.5）。その後の時期をみても、2000年代に入ってから株式ブームと大型合併ブームの終焉、2003年の新興株式市場ノイア・マルクトの閉鎖などがみられ、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や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年代のようには流行のものとはならなかった（Lane 2003, p.99）。また例えばバイエルな

どにみられるように、2000 年代最初の 10 年間の後半になってニューヨーク証券取引所への上場を取りやめ、アメリカ的な基準でのルールに従わないですむ方法の選択を行っている企業も現れている (Bayer AG 2007, S.19)。

株主価値重視の経営への転換の限界をコーポレート・ガバナンスの面でみても、現在もなお株主価値志向によって特徴づけられる退出志向のアメリカ的なシステムへの十分な収斂化には至ってはいないといえる (Chizema 2010, p.9, Jackson and Moerke 2005, p.358, Gerum 2007, S.114, S.418, S.431, S.434-435)。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、また 1990 年代以降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、ドイツ的な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。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。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されてきた。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 (Hackethal, Schmidt, Tyrell 2005, pp.397-398, p.401, pp.404-405, Gerum 2007, S.434-435)。

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、むしろインクリメンタルな適応という結果となっている。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されている (Pönisch 2007, S.111, Goergen et al. 2008, p.175, p.190)。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、そのこと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いう面も強い (Matthes 2005, S.239-240, Weber 2011, S.554)。例えば M. Metten 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 企業の半分以上が、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するようになっていた。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た (Metten 2010, S.256-257)。

また株主価値重視の経営への転換の動きにおける企業間の差異も大きかった。例えばともに株主価値経営への志向が強かったジーメンスとダイムラー・クライスラーの比較でみても、後者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

とでのジーマンスの変化はより限定的なものでありつづけた（Carr 2005, p.1158）。ジーマンスでは、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（Börsch 2004, p.381）。

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。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（Höpner 2001, pp.15-16）。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・医薬品企業は強い株主志向を示している傾向にある。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という面も強い（Höpner 2003, S.204）。

このような国際市場への依存の強い企業やグローバル展開を推進している企業については、例えばドイツ、オーストリアおよびスイスの412の株式会社ないし公開会社の調査に基づくE. Knappの2009年の研究でも、監査委員会のようなアメリカ的な内部監査・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の場合、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った。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、差異は大きいといえる（Knapp 2009, S.73, S.185, S.188）。

ことに所有構造の相違も企業間の差異に大きな影響をおよぼす要因をなしており、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ではより広く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る（Carr 2005, p.1171, p.1174）。より小規模な大口保有株主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では、コーポレート・ガバナンスの諸変化はより大規模であった。これに対して、その大部分が銀行以外の支配的な所有者をもつような中小の上場企業にとっては、変化は限定的であった（Vitols 2005b, p.358）。それには、資本市場からの資金調達の可能性はたいていの場合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（Pönisch 2007, S.106-107）。この点については、M. Faustらによる2009年の*Die Mitbestimmung*誌の論文や2011年の他の研究でも、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。そのことは、上場企業のセグメントが限られており非上場の大企業や株式会社以外の法的形態・所有形態が有力である大企業も存在していることに

よるものでもある (Faust and Kädtler 2009, S.24, Faust, Bahnmüller, Fisecker 2011, S.397-399)。こうした事情からも、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いえる (Paetzmann 2008, S.43)。

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

以上のような状況をふまえて考えると、ドイツ企業における現実については、株主価値重視の経営というアメリカ的なあり方、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. Vitols は、ドイツ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されている (Vitols 2000, p.1)。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、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 (Vitols 2004a, S.334)。また売上増大、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、株主価値によっておきかえられる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なかで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、多くの手段は英米においてと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 (Vitols 2004b, p.358, p.368, p.372)。

こうした点については、R. Zugehör 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」状況がみられること、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ことを指摘している (Zugehör 2003, S.38, S.186 [邦訳, p.26, p.186])。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. Goutas と C. Lane 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、株主価値やそれに関連する実践は、これら2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（Goutas and Lane 2009, p.340, p.342）。

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

以上の考察において、アメリカ的な株主価値重視の経営モデルへの転換についてみてきたが、そのようなあり方を規定することになったいくつかの重要な諸要因との関連で株主価値重視の経営モデル、コーポレート・ガバナンスへの転換の現実を把握することが重要な問題となってくる。それゆえ、つぎに、アメリカ的な経営モデルとドイツ的なそれとの相剋、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）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

まず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ヒポフェラインス銀行）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社に対する株式所有と監査役派遣の調査に基づくA. OnettiとA. Pisoni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。金融機関による株式所有の後退の傾向はみられるものの、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。監査役派遣数はこの期間に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。4銀行についてみても、ほぼ同様の傾向にあり、監査役派遣数は2001年に大きく増加した後に2005年には減少しているが、ほぼ1998年の水準にあった。さらにこれらの6つの金融機関による監査役会会長の派遣をみても、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100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る。上述の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かったといえる。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、産業企業に対して大きな影響力を行使する、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（Onetti and Pisoni 2009, p.61, p.64,

pp.66-7, pp.70-73 参照) という点にも注意しておく必要がある。

このように、人的側面での結合の明確な後退の傾向のなかにあっても、その全面的な減少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小さいといえる。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、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 (Jansen 2008, S.31, Vitols 2005a, p.395), 銀行の持株と結びつく寄託株の意義もなお大きい。企業の監査役会からの銀行代表の退出の主要な結果は、監査役会における「独立した」外部役員の数増加よりはむしろ、退職時に監査役になったかつての常勤の取締役の数増加でもあった (Vitols 2005b, p.358, pp.363-366, Höpner 2003, S.206)。また役員兼任をみても、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、例えば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にとどまってきた (Heinze 2004, p.232)。銀行の役割の変化が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 (Vitols 2005b, p.358)。こうした点にかかわっていえば、ドイツの銀行はなおいくつかの監査役会に対するある種の間接的なコントロールを発揮しているが、それは、適した人物を適切な職位に任命するという、銀行のもつ能力によって強化されているということも重要である (du Plessis, Großfeld, Luttermann, Saenger, Saudrock, Casper 2012, p.357)。

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の大きな拡大は、2000/2001年の株式バブルの崩壊でもっていったん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、失敗に終わったともいえる。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、なお企業の大量の株式を所有しているという状況にもある (Vitols 2005a, p.387)。銀行と企業との関係は連続性と変化の両方を示している。銀行と企業との関係の動揺は、高い利益をあげている最大の企業の間では現実にもみられるが、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いる。リレーションシップ・バンキングは、完全に縮小したわけではなく、企業の異なるグループの方向へとシフトしてきた (Jackson and Moerke 2005, p.356)。例えば A. Hackethal らの研究では、2000年代の最初の10年の半ば頃になっても、銀行の融資は、なお断然最も重要な資金調達源であった。そうしたなかで、資本市場は依然として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という状況にある。そのことの背景には、銀行の役割の後退にもかかわらずなお所有の高度な集中がみられることのほか、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ないということがあ

る（Hackethal et al. 2005, p.401, pp.404-405）。個別的にはコンツェルンのトップに位置する企業の経営者の支配は増大している場合もみられるほか、企業金融の銀行志向とならんで資本市場をととしての資金調達との混合のかたちもみられ、それはドイツの株式会社により多くの選択肢を与えることにもなっている（Vgl. Gerum 2007, S.114, S.418-419）。

産業企業への銀行の関与の後退という問題をめぐっては、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って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（Vitols 2005a, p.387, p.391, p.395）。ただアリアンツの場合、2006年までは関連企業以外の非金融企業を含めた他社への資本所有は増大の傾向にあるが、2007年以降は資本を所有している企業の数でも、また所有比率でもほぼ一貫して減少の傾向にある（Vgl. Allianz Gruppe 1995, S.58, Allianz Gruppe 1997, S.79, Allianz Gruppe 1998, S.141, Allianz Gruppe 1999, S.156, Allianz Gruppe 2006, S.237, Allianz Gruppe 2007, S.256, Allianz Gruppe 2008, S.274, Allianz Gruppe 2009, S.359）。いくつかの大株主、とくに民間の大銀行の役割が低下する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、むしろ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（Vitols 2004b, p.368, p.372）。

一般的にみれば、銀行は外部の連合の参加者において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・バンク制度に基づいて、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（Beisel 2002, S.22）。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（Zhonghua and Delios 2009, p.333）。こうした点からも、銀行の役割の決定的な低下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維持しつづけており、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（Goutas and Lane 2009, p.342）。

（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

さらに機関投資家の影響との関連でみると、例えばJ. Hendry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 (Hendry, Sanderson, Baker, Roberts 2007, p.237)。またドイツの機関投資家を見ると、代表的な投資会社の圧倒的大部分は大規模な銀行や保険会社の子会社であり、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い傾向にある (Matthes 2005, S.219, Gerke, Mager, Fürstmann 2009, S.516)。このように、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関与しているという状況はまったくわずかなケースにとどまっていた。その多くは、大規模な保険会社であるか、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のファンドであるが、それらは集中的な長期の投資志向を有しているという傾向にあった (Vitols 2005b, pp.363-364)。

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さらされており、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している。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。ドイツでは、運用の委託を受けた信託ファンドについてみても、それらは決定的な圧力となって投資先となっている企業の経営のあり方を大きく変えるというわけでは必ずしもないという傾向にある (Dupuy and Lung 2002, pp.52-53, pp.56-57)。ことに 21 世紀初頭におけるコーポレート・ガバナンスの危機の後、長期運用を行う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、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なってきた (Aglietta 2009, p.203, p.220)。

(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

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²⁾も大きかった。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自然で自然科学や法律の専門家が多い傾向にある (Völcker 2009, S.13)。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は必ずしもなっておらず、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ている。例えば W. Eberwein と J. Tholen の

2) 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、山崎 (2009) を参照。

1993年の研究でも、ドイツの工業経営で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（Eberwein and Tholen 1993, p.173）。また E. Gerum の 2004 年の調査でも、大学教育を受けた取締役会メンバーに占める工学・自然科学分野の出身者の割合は、回答のあった企業全体でみても、また共同決定の対象となる企業でみても 32% となっていた。また情報科学・数学や精神科学の分野の教育を受けた者の割合はそれぞれ 9%, 8% となっており、それらをあわせると理科系出身者の割合は全体の約 40% にのぼっている（Gerum 2007, S.143）。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く（Brodbeck 2004, S.12）、こうした状況がおよぼす影響は大きいといえる。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（Fiss and Zajac 2004, p.505）。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的であるという事情もあった。こうした状況は、アメリカ的な株主価値重視の経営モデルとドイツの経営モデルとの相剋が生まれる重要な要因のひとつをなした。

確かに 1990 年代以降、外部労働市場の役割は明らかに高まっており、上場産業企業最大 40 社を対象とした M. Höpner 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の割合は 1990 年代半ばすぎまで上昇しており、企業外部出身の取締役の割合も、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、経済的事項や金融的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（Höpner 2001, pp.21-24, p.49）。金融市場志向の経営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、企業の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（Kädtler 2003, S.234）。

しかし、現実には、内部昇進の経営者の比率は相対的に高く、こうしたトップ・マネジメントの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る。株主価値重視の経営の志向は、トップ・マネジメントのパーソナリティの影響が強い場合やそれと結びついている場合も少なくない。そのような経営者としては、ダイムラー・クライスラーの J. Schrempp, ジーメンスの H.v. Pierer, ヘキストの J. Dormann などが典型的であり、ドイツの株主価値は、これらの活動的で名声の高い最高経営責任者によって導入され

てきた企業のラディカルな変化のプログラムを意味するものである (Jürgens et al. 2000, p.68)。1990 年代以降には、確かに多くの大企業において経営者の世代交代がおこっており、そのことはより強い株主価値志向を促進した (Matthes 2005, S.226)。しかし、ヘキストやダ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。

またドイツ企業のトップ・マネジメントの機構、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、ドイツの法律は、取締役会を企業的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る (Höpner and Jackson 2001, p.21, Gerum 2007, S.419, S.432-433, Mäntysaari 2005, S.398, Dyas and Thanheiser 1976, p.129, p.137)。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発揮というかたち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なりえた。監査役会と取締役会から構成されるトップ・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 (Vitols 2005b, pp.360-361)。これに対して、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経営者のグループに与えられるという原則がとられているが、ドイツでは、そのようなあり方とは大きく異なっている (Mintz 2006, p.28)。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かたちになっている。会長に対して CEO に似た機能を負わせることは意図されておらず、またそうっていないのが通例である (Vgl. Gerum 2007, S.419, S.421, S.432-433)。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いない。こうした点からも、アメリカ的な 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 (Witt 2009, S.306)。

このように、ドイツ企業では、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傾向にもある (Vitols 2000, p.6)。また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ことにあり (Vitols 2005b, p.361)、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。ドイツではまた、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 (Vitols 2005b, p.358)、そのことも、経営者の構成に影響をおよぼ

すとともに、アメリカ的な株主価値志向の経営よりはむしろ、ドイツ的な生産重視の経営観が重視される要因をなした。さらにドイツの株式会社では取締役の任期に関し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（Witt 2009, S.306）。

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，かつての取締役会会長が監査役会会長となることも多い。それゆえ，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（Gerke et al. 2009, S.513-514, Meyen 1992, S.343）。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³⁾。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防衛的機能を発揮する上で重要な意味をもっている。

（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

つぎに共同決定制度の影響をみると，労働組合は監査役会において経営者側と共同で「過度の外部化」，すなわち企業外部からの自らの利害の侵害と戦う体制にあり，こうした協調的な体制は，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. Schwarz 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（Schwarz 2003, S.78）。こうした点で，共同決定制度のもとでの労働側の利害と経営の自律性の確保という企業側の利害は十分に一致するものである。

ことにモンタン共同決定法や 1976 年共同決定法が適用される企業では，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，外部の勢力が監査役の半数にあたる出資者側代表のメンバーのすべてを掌握しない限りその主張・利害を実現することが困難になる。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。こうした条件は，資本市場の圧力の増大という状況のもとでも，決定的な変化がみられるというわけではない。

また共同決定制度の影響を企業内部で見ると，政策の重要な変更に関して経営協議会の合意が重要となるという点にドイツ企業の意思決定におけるひとつの特徴がみられる。機関投資家によるひとつの重要な要求である，従業員の成果とより結びついた報酬支払いや業績の悪い事

3) 取締役会から監査役会へのこうした移動はすでに以前からみられ，例えばヘキストでは，1969 年に取締役会会長であった K. ウィンナッカーがその職を辞し，監査役会会長に就任しているが [Winnacker (1972), S.457, S.466-467, 邦訳, p.362, pp.368-369]，こうしたケースはドイツでは必ずしも珍しいことではない。

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り (Vitols 2004b, pp.370-371 参照)、そのことは、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要因をなした。そうしたなかで、「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ている (Vitols 2000, p.7)。M. Höpner は、株主価値は共同決定の効率志向への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 (Höpner 2001, pp.35-36)。例えば資本市場の圧力の増大、株主価値志向の経営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をみても、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調的にすすむという傾向にあった (Vgl. Zugehör 2003, V, VI. 5 [邦訳, V, VI. 5 参照])。

そうしたなかで、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ってきたのであり、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 (Faust and Kädtler 2009, S.24, Zugehör 2003, S.182 [邦訳, p.182])。彼らがドイツ企業において短期の株主価値の極大化を追求しようとしても、そのような行動は、同国の経営のシステムやコーポレート・ガバナンスの機構のために必ずしも効果的ではない。それゆえ、アングロ・サクソンの投資家にとっては、ドイツの企業経営の特質や有効性を生かしながら短期的な株主価値の極大化よりはむしろ中長期の株主価値の増大を追求するか、あるいはより高い投資効率の確保のために短期的な株主価値の極大化という彼らの意図により適合的な英米の資本市場により重点的に投資することが、現実的に効率的な行動でありうる。

さらに共同決定制度とも深いかわりをもつ労使関係の影響も大きく、J. Kädtler らの研究でも、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とされている (Kädtler and Sperling 2001, S.32, S.41-42)。また G. Jackson 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 (Jackson 2005, p.426)。例えばフォルクスワーゲンを事例とした I. Clark 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を示すものではないとされている。むしろ同国のビジネス・システムおよびそのなかでの労使関係のパターンは、改革のさいに従

わざるをえないひとつの強力な規制力をもつということを示すものである（Clark 2006, p.599, p.604）。

確かに共同決定に対する批判や制度の変容をめぐる動きも活発化してきたが、現実には、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（Vgl. Pistor 2009, S.245-246）。株主の利害の考慮が強まるのなかで、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（Matthes 2005, S.239）。

またリーマン・ショックにともなう金融危機，経済危機の世界的な連鎖の広がり，金融市場のみならず商品市場，労働市場にもおよぼしたその深刻な影響のもとで，アメリカ的な株主価値重視の経営モデル，資本市場指向型コーポレート・ガバナンスに対する批判，反省は一層強まっている。そうしたなかで，ドイツ的な経営モデル，コーポレート・ガバナンスの評価の高まり，そのような経営モデル，ガバナンスのシステムのより強い志向という傾向もみられる（例えば，風間 2012 を参照）。

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

以上の考察において，日本とドイツにおける株主主権的な経営，コーポレート・ガバナンスへの転換をめぐる問題についてみてきた。それをふまえて，つぎに取り上げておくべき点は，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ことのもつ意義についてである。

1990年代以降の時期には，資本市場志向のアメリカ的な経営方策・手法や制度の導入が取り組まれるようになったが，この点に関して重要なことは，① 20世紀初頭から第1次大戦まで，② 第1次大戦後，③ 1970年代初頭までの第2次大戦後の経済成長期にみられた3つの「アメリカ化」の波と比較すると，その性格が変化してきたということにある。上述したように，1990年代以降に世界的に普及することになった，企業統治や株主価値という面でのアメリカのイデオロギーの普及には，証券化の推進というかたちでの証券市場の高度な発展にみられるようなアメリカの特殊な制度の世界的な普及が背景にあった。

1970年代初頭までの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経営の実務において歴史的に重視されてきたという同国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，そのようなアメリカの条件・環境要因を反映した部分，プラグマティックな価値観に基づ

くあり方が日本やドイツの条件には必ずしも適合的ではなく修正されながらの導入となったという面もみられたとはいえ、能率向上という原理は、これらの国の企業においても最も重要な行動メカニズムをなした。そのような能率向上の原理を貫くアメリカの経営方式は、両国の企業の復活・発展にとっての、また経済の発展にとっての重要な原動力となってきたのであった。それゆえ、第 1 から第 3 までの波においては、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ってきた。

これに対して、1990 年代以降における第 4 のアメリカ化の波においては、経営方策そのものという面よりはむしろ、企業を「契約の束」として売買の対象とみるアメリカ的な企業観・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、それまでの能率（生産性）向上や市場競争上の戦略展開など企業の経営行動そのものに内在する実体経済的基準とは異なる、株価上昇（株主価値の向上）という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」原理を基礎としたものである。そのような意味でも、こうしたアメリカの経営のあり方は、企業経営にとっても、また資本蓄積にとっても抑制的・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もつといえる。こうした点は、1990 年代以降の時期の企業経営におけるアメリカ化の性格の重要な変化を示すものとなっているが、それだけに、日本的経営との、またドイツ的経営との相剋も大きなものとならざるをえなかったといえる。

VI 結語——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的特徴

1 株主価値重視の経営モデルへの転換の日本的特徴

これまでの考察をふまえて、つぎに、株主主権的な経営、コーポレート・ガバナンスというアメリカモデルへの転換の動きにみられる日本的特徴とドイツ的特徴を明らかにしていくことにしよう。コーポレート・ガバナンスのシステムという点でみると、アメリカやイギリスのような株主の利益を第一とする退出に基づくガバナンス、すなわち資本市場指向型あるいは株主指向型のシステムとは対照的に、ドイツや日本では、関係性ないし発言に基づくシステムであり、「ステイクホルダー型ガバナンス」といえる。日本では、トップ・マネジメントの機構は取締役会のみの一層制であることから、銀行からの役員派遣は取締役会に対してであるが、戦後に形成された 6 大企業集団においては、企業グループ内での株式の相互持合と役員兼任によって、外部の圧力に対する防衛機能を果たしてきた。ただ経営者の行動（意思決定）が株主をはじめとする利害関係者の意向を反映するかたちで行われるような企業管理システムをいかにして構築するかという問題に照らしていえば、日本的なシステムは、いくつかの限界をもつ

ものであった。

日本では、内部的な機構の面でみると、内部昇進の経営者が多いという内部労働市場的特質のもとで、業務執行の代表者である社長の権限が強く、受託経営層としての取締役会による執行経営層に対するモニタリング・牽制が働きにくいという点がある。また監査役の中心的な機能は会計的な監査に限定され、しかも多くの場合、実際には監査役が取締役会によって選任されてきたという事情もあり、経営陣に対するモニタリング機能を発揮することは困難であった。さらに日本における経営参加はドイツのようにトップ・マネジメントのレベルでは存在せず、事業所レベルでの法的拘束力のない労使協議制や職場小集団活動などに限定されている。そのため、労働組合による規制力も弱く、労働側からの経営へのモニタリング機能はきわめて弱いものとなっている。

そのような状況のもとで経営者の不祥事が多発するといった事態を受けて、また1990年代以降における企業経営のアメリカン・スタンダードの台頭という状況のもとで、会社組織の改革がすすめられてきた。それだけに、外部取締役の制度や執行役員制度の導入のほか、委員会（等）設置会社にみられるような、トップ・マネジメント機構の面でのアメリカ型の企業統治システムに依拠して、新たな委員会組織の設置を基軸とした機構改革が行われ、コーポレート・ガバナンス改革の一環として推進された。

しかし、実際には、日本型の実行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、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、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的経営システムを進化させた「日本型ハイブリッド」が存在している。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、社外取締役が強い権限を握る委員会設置会社に対しては、経済界においても肯定的な受け止め方よりはむしろ、拒否的反応が強い傾向にあるなど、アメリカナイズされる傾向にはない。

また株式所有構造との関連でも、株式持合を継続する企業群と解消が進展する企業群とがみられる。関係の薄くなっている企業との間で、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がすすんだ一方で、関係の濃いコアの部分では、所有関係が維持される傾向にもあり、企業間でも差異がみられる。またM&Aの市場化への対応である買収防衛策として、安定株主による議決権固めというかたちでの株主安定化工作を目的とした持合関係の強化という動きもみられ、このことも、アメリカ的な株主主権の経営モデルへの転換に対して、抑制的に働いた。

さらに取締役会の階層性のもとでの社長の強い権限、内部昇進の実行取締役の圧倒的に高い比率も、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、牽制の機能を発揮を抑制する要因として作用したほか、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

和する条件をなしている。こうしたひとつの結果でもある、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も、株主価値の向上を第一義の課題とする短期志向の経営ではなく売上高重視、市場シェア重視という長期的観点での経営のあり方を維持するための基盤をなしているといえる。また株主と経営者との間の資本の委託・受託を基礎にした経営権の委託・受託が契約関係として成立しているというアメリカの社会構造との相違も、日本とドイツにおける株主主権の経営、資本市場指向のコーポレート・ガバナンスの導入のあり方、アメリカのモデルとの相剋と関係しているといえる。

アメリカの短期投資家の要望に応えるかたちで金融庁と東京証券取引所の主導で行われた日本の企業統治改革によって、経営者のリスク回避の傾向、長期志向の抜本的な事業改革よりも短期的視野での利益追求を優先する傾向など、さまざまな弊害がもたらされたという状況にもあった⁴⁾。本稿において明らかにされた株主主権的経営、コーポレート・ガバナンスのモデルへの転換の動きにおける状況は、日本の産業社会にもたらされたそのような問題とも深く関係しているものといえるが、同時にまたそのような影響を抑制するというかたちにもなっている。

2 株主価値重視の経営モデルへの転換のドイツ的特徴

こうした日本からみると、ドイツのシステムにはいくつかの特徴的な面がみられる。「ドイツ株式会社」と呼ばれるように、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るほか、生産重視の経営観に基づくシステムがドイツ的なガバナンスに関係している。そのようなガバナンスのシステムは、資本市場の圧力のもとでも経営の自律性を維持する上での重要な基盤をなしてきた。

ドイツでは、トップ・マネジメントの機構が監査役会と取締役会との二層制であり、前者が後者による経営の執行機能を監視・監督するという体制、資本所有と役員派遣による銀行の関与のシステムがある。ドイツのシステムは、内部情報を基礎にして機能する内部コントロールのシステムであるが、ことに、銀行による信用の供与、ユニバーサル・バンク制度のもとでの銀行による株式の直接所有と代理議決権のシステム、それらを基礎にした役員派遣が、内部情報に基づくガバナンスのシステムの基軸をなしてきた。銀行と派遣先企業との協調によって、外部からの影響を抑えながら出資者側の監査役の選任などのさまざまな意思決定を行う余地が高まる。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やそのような資本市場による圧力への対抗において重要な役割を果たしてきた。こうしたあり方は、1990年代以降においても、決定的に変化したという状況には必ずしもない。

また共同決定制度のもとでの労働代表の監査役の存在は、出資者側代表の構成比率の相対的

4) 加護野 (2016), p.61, p.63.

低下をもたらし、当該企業の出身者が監査役に就いている場合には、資本市場の強い圧力を代表する企業外部の出身の監査役による影響をそれだけ抑制する可能性をもたらす。その結果、企業側の監査役の自律性が高まることにもなりうる。同様の点は取締役会における経営の自律性にもあてはまる。ことに監査役会の内部での事前討議や、取締役と労働者代表の監査役との間の事前討議などをおして労働者代表の同意を得ることによって監査役会の構成メンバーの過半数が掌握される場合には、外部からの影響を大きく緩和ないし回避することができる。また共同決定制度のもとでの労働代表の監査役と企業側出身の監査役、さらに銀行代表の監査役が協調する場合には、外部の勢力に対する牽制の機能は一層強く発揮されうる。すなわち、とくに外部の株主の影響力を抑えながら、労働側にとっては雇用の確保、当該企業にとっては経営の安定性と自律性の確保、さらに銀行にとっては派遣先企業の安定した経営の確保による信用の確実な回収という利害を貫徹させるより大きな可能性が与えられることになる。

確かに1990年代以降には、資本市場の圧力の増大のもとで、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するコーポレート・ガバナンスへの圧力が強まり、システム改革が取り組まれてきたほか、株主価値重視の経営への接近の傾向も強くなってきた。また大銀行における与信業務から投資銀行業務への重点移動の傾向や銀行からの産業企業への役員派遣の減少傾向もみられる。さらに資本市場の圧力や資本サイドからの共同決定制度の見直しの圧力が高まるなかで、ドイツに特有のこうした経営参加の制度自体も動揺に見舞われているという状況にある。しかし、そうしたなかにあっても、人的側面での結合の全面的・決定的な減少となってい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小さい傾向にある。また銀行の役割の低下が保険会社によってある程度代替される傾向にもあったほか、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いう面もみられる。さらに生産重視の経営観、トップ・マネジメントの機構や人事構成も、ドイツ的な経営やガバナンス・システムの維持の重要な要因となっている。実際には、株主価値重視の経営モデルとドイツ的経営との相剋も強く、アメリカ的な経営モデルとドイツ的な経営の諸要素とのハイブリッド化となっている傾向にあり、ドイツ的なガバナンス機構の枠組みは、基本的な骨格としてはなお維持されている傾向にあるといえる。

ドイツではまた、第2次大戦後の歴史的過程をおして形成・展開されてきた同国に特徴的な経営のあり方・モデル、経営観、経済文化、さらに制度的要因などのかかわりでいえば、1990年代以降のアメリカ化にみられる性格の変化のゆえに、アメリカ的な株主価値重視の経営、コーポレート・ガバナンスのあり方は必ずしも適合的ではないという面もそれだけ強かったといえる。経営モデルのアメリカ的な要素とドイツ的なそれとの混合・ハイブリッドというあり方には制度的要因が深く関係しているが、ドイツの産業・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

た。しかしまた、ドイツ的な経営観、企業経営の伝統もアメリカ的経営モデルとの相剋の重要な要因をなしている。ユニバーサル・バンク制度に基づく銀行の役割と産業界への影響という面の一方で、技術・品質・生産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、それらとも深くかかわる価値基準・合理性原理という経済文化がなお大きな意味をもっている。

1990年代以降には財務畑の経営者の比重が上昇するという傾向のなかにあっても、ドイツの製造業企業の国際競争力の基盤を背景にして、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、トップ・マネジメントの人事構成の特徴は根本的に変化しているというわけではない。そのような状況のもとで、生産・技術・品質といった実体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、株主主権的な経営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。さらに取締役会内部における合議制に基づく意思決定のシステムや、それをも反映した、アメリカと比べた場合のCEO(最高経営責任者)の相対的に弱い地位といった構造的要素も、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ている。

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。ドイツおよび輸出の中核をなすヨーロッパにおける製品の機能面での品質重視という市場特性がみられるほか、1990年代以降のグローバリゼーションの時代になってもなおEU域内の貿易比率が高く、資本財・投資財・耐久消費財の諸部門における品質競争市場での競争力を基盤としたヨーロッパ地域での「棲み分け分業的」な市場構造・貿易構造がある。そのことは、国際競争力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おり、資本市場の強い圧力のもとでも、労働者との協調、共同決定制度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、そのことが大きな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、それとも深くかかわりをもつ生産力構造、それらをも反映した産業構造の特質の相互関連のなかで、アメリカ的経営モデルの影響の強まりという傾向のなかにあっても、企業経営のドイツ的なあり方とその意義が規定されているといえる。

またアメリカの徹底した契約社会という構造との相違も日本とドイツにおける株主主権の経営、資本市場指向的なコーポレート・ガバナンスの導入のあり方、それらとの相剋と関係しているといえる。企業を「契約の束」とみるという考え方のもとに株主と経営者との間の資本の委託・受託を基礎にした経営権の委託・受託が契約関係として社会的に成立しているという点がアメリカに特徴的なところであるが、日本はもとよりドイツにおいても、企業側にそのような契約関係という考え方が深く浸透しているわけでは必ずしもない。こうした相違も、それぞれの国における企業経営のあり方、文化とも密接な関連をもっているものといえる。

(完)

<参考文献>

1 欧文文献

- Achleitner, A-K., Bassen, A. (2002), Entwicklungsstand des Shareholder-Value-Ansatzes in Deutschland—Empirische Befunde. In: Siegwart, H., Mahari, J. (Hrsg.), Ruffner, M. (Gasthrsg.), *Corporate Governance, Shareholder Value & Finanz*, Helbing & Lichtenhahn, Basel, S.611-635.
- Aders, C., Hebertingen, M., Schaffer, C., Wiedemann, F. (2003), Shareholder Value Konzept: Umsetzung bei den DAX 100-Unternehmen. In: *Finanz-Betrieb*, 5.Jg, S.719-725.
- Aglietta, M. (2009), New Trends in Corporate Governance: The Prominent Role of the Long Run Investor. In: *Competition & Change*, Vol.12, No.2, pp.203-222.
- Alff, M. (2007), *Automobilkonzern unter Druck. Beschäftigungsentwicklung bei Opel, Volkswagen und der Shareholder Value*, VDM Verlag Dr. Müller, Saarbrücken.
- Allianz Gruppe (1995), *Geschäftsbericht 1995*, Allianz Gruppe, München.
- Allianz Gruppe (1997), *Geschäftsbericht 1997*, Allianz Gruppe, München.
- Allianz Gruppe (1998), *Geschäftsbericht 1998*, Allianz Gruppe, München.
- Allianz Gruppe (1999), *Geschäftsbericht 1999*, Allianz Gruppe, München.
- Allianz Gruppe (2006), *Geschäftsbericht 2006*, Allianz Gruppe, München.
- Allianz Gruppe (2007), *Geschäftsbericht 2007*, Allianz Gruppe, München.
- Allianz Gruppe (2008), *Geschäftsbericht 2008*, Allianz Gruppe, München.
- Allianz Gruppe (2009), *Geschäftsbericht 2009*, Allianz Gruppe, München.
- BASF AG (2000), *Jahresbericht 2000*, BASF AG, Ludwigshafen.
- Bayer AG (2000), *Geschäftsbericht 2000*, Bayer AG, Leverkusen.
- Bayer AG (2007), *Geschäftsbericht 2007*, Bayer AG, Leverkusen.
- 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.
- Beisel, K. (2002), *Deutsche Corporate Governance—Identifikation und Interessenanlage der relevanten Akteure*, 1.Auflage, GRIN Verlag, München.
- Börsch, A. (2004), Globalisation, Shareholder Value, Restructuring: The (Non) -Transformation of Siemens. In: *New Political Economy*, Vol.9, No.3, pp.365-387.
- Brodbeck, F.C. (2004), Unternehmensführung—made in Germany. In: *Die Mitbestimmung*, 50.Jg, Heft 4, S.10-16.
- Bruce, A., Buck, T., Main, B.G.M. (2005), Top Executive Remuneration: A View from Europe. In: *Journal of Management Studies*, Vol.42, No.7, pp.1493-1506.
- Buck, T., Chizema, A. (2008), The Adoption of an American Executive Pay Practice in Germany. In: Strange, R., Jackson, G. (Eds.), *Corporate Governance and International Business. Strategy, Performance and Institutional Change*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, pp.242-265.
- Buck, T., Shahrim, A. (2005), The Translation of Corporate Governance Changes across National Cultures: The Case of Germany. In: *Journal of International Business Studies*, Vol.36, No.1, pp.42-61.
- Bühner, R., Raheed, A., Rosenstein, J. (1997), Corporate Restructuring Patterns in the US and Germany: A Comparative Empirical Investigation. In: *Management International Review*, Vol.37,

- No.4, pp.319-338.
- Carr, C. (2005), Are German, Japanese and Anglo-Saxon Strategic Decision Styles still Divergent in the Context of Globalization? In: *Journal of Management Studies*, Vol.42, No.6, pp.1155-1188.
- 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.
- Clark, I. (2006), Another Third Way? VW and the Trials of Stakeholder Capitalism. In: *Industrial Relations Journal*, Vol.37, No.6, pp.593-606.
- Commerzbank AG (1998), *Geschäftsbericht 1998*, Commerzbank AG, Frankfurt am Main.
- DaimlerChrysler AG (2005), *Geschäftsbericht 2005*, DaimlerChrysler AG, Stuttgart.
- Deutsche Bank AG (1995), *Geschäftsbericht 1995*, Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bank AG (2001), *Geschäftsbericht 2001*, Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main.
- Dore, R. (2000), *Stock Market Capitalism. Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford University Press, Oxford, Tokyo [藤井真人訳『日本型資本主義と市場主義の衝突 日・独対アングロサクソン』東洋経済新報社, 2001年].
- Dörre, K. (2009), Finanzmarktkapitalismus contra Mitbestimmung? Kapitalmarktorientierte Steuerungsformen und organisierte Arbeitsbeziehungen. In: Huffscheid, J., Köppen, M., Rhode, W. (Hrsg.), *Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter? Neue Herausforderungen durch die internationalen Kapitalmärkte*, VSA-Verlag, Hamburg, S.104-123.
- du Plessis, J.J., Großfeld, B., Luttermann, C., Saenger, I., Saudrock, O., Casper, M. (2012), *German Corporate Governance in International and European Context*, Second edition, Springer, Heidelberg.
- Dupuy, C., Lung, Y. (2002), Institutional Investors and the Car Industry Geographic Focalisation and Industrial Strategies. In: *Competition & Change*, Vol.6, No.1, pp.43-60.
- Dyas, G.P., Thanheiser, H.T. (1976), *The Emerging European Enterprise. Strategy and Structure in French and German Industry*, The Macmillan Press, London.
- Eberwein, W., Tholen, J. (1993), *Euro-Manager or Splendid Isolation? International Management — An Anglo-German Comparison*, Walter de Gruyter, Berlin, New York.
- Faust, M., Bahn Müller, R., Fisecker, C. (2011), *Das kapitalmarktorientierte Unternehmen. Externe Erwartungen, Unternehmenspolitik, Personalwesen und Mitbestimmung*, Edition Sigma, Berlin.
- Faust, M., Kädtler, J. (2009), Nach dem Shareholder-Value. In: *Die Mitbestimmung*, 55.Jg, Heft 6, S.22-25.
- 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.
- Gerke, W., Mager, F., Fürstmann, T. (2009), Die Rolle von Finanzintermediären bei der Corporate Governance im Wandel. In: Hommelhoff, P., Hopt, K.J., Werder, A.v. (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance. Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts und Wirtschaftspraxis*, 2.Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S.503-529.
- Gerum, E. (2007), *Das Corporate Governance-System. Ein empirische Untersuchung*, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Goergen, M., Manjon, M.C., Renneboog, L. (2008), Recent Developments in German Corporate Governance. In: *International Review of Law and Economics*, Vol.28, Issue 3, pp.175-193.
- 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.
- Graf, J., Lenke, C., Schießer, S. (1997), *Die Umsetzung des Shareholder-Value-Konzept durch die DAX-Unternehmen. Studie der SGZ-Bank AG*, SGZ-Bank, Frankfurt am Main.
- Hackethal, A., Schmidt, R.H., Tyrell, M. (2005), Banks and German Corporate Governance: On the Way to a Capital Marketbased System? In: *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13, No.3, pp.397-407.
- Hassel, A., Höpner, M., Kurdelbusch, A., Rehder, B., Zugehör, R. (2000), Zwei Dimension der Internationalisierung: Eine empirische Analyse deutscher Grossunternehmen. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, 52.Jg, Heft 3, S.500-519.
- Heinze, T. (2004), Dynamics in the German System of Corporate Governance? Empirical Findings regarding Interlocking Directors. In: *Economy and Society*, Vol.33, No.2, pp.218-238.
- Hendry, J., Sanderson, P., Baker, R., Roberts, J. (2007), Resoponsible Ownership, Shareholder Value and the New Shareholder Activism. In: *Competition & Change*, Vol.11, No.3, pp.223-240.
- Herden, R.W., Reinhard, H. (1999), M&A-Volumen in Europa setzt neue Maßstäbe. In: *M&A Review*, 12/1999, S.525-529.
- Hoechst AG (1995), Bericht des Vorsitzenden des Vorstands Jürgen Dormann. Ordentliche Hauptversammlung am 25.April 1995, *Hoechst Archiv*, Hauptversammlung 1995.
- Hoechst AG (1996), Die Schrift von Dr. Friedmar Nusch an Herr Holger Dannenberg (29.4.1996). In: *Hoechst Archiv*, Korrespondenz Dormann Nusch 1996.
- Hoechst AG (1998a), Bericht des Vorsitzenden des Vorstands Jürgen Dormann. Ordentliche Hauptversammlung am 6.Mai 1997, *Hoechst Archiv*, Hauptversammlung 12/1998.
- Hoechst AG (1998b), Bericht des Vorsitzenden des Vorstands Jürgen Dormann. Ordentliche Hauptversammlung am 5.Mai 1998, *Hoechst Archiv*, Hauptversammlung 12/1998.
- Hoechst AG (1998c), Erläuterungen zu den Tagesordnungspunkten 6, 7 und 8 der ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst Aktiengesellschaft am 6.Mai 1997, *Hoechst Archiv*, Hauptversammlung 12/1998.
- 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. (2003), *Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managementschaft und Mitbestimmung in Deutschland*, Campus, Frankfurt am Main.
- 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.
- Jansen, S.A. (2008), *Mergers & Acquisitions. Unternehmensakquisition und -Kooperation. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkt-theoretische Einführung*, 5.Auflage, Gabler, Wiesbaden.
- Janssen, J. (2004), Unternehmenführung mit Finanzkennzahlen. In: Burkhardt, T., Körnert, J., Walther, U. (Hrsg.), *Banken, Finanzierung und Unternehmensführung*, Duncker & Humblot, Berlin, S.189-205.

- Jürgens, U., Lung, Y., Volpato, G., Frigant, V. (2002), The Arrival of Shareholder Value in the European Auto Industry. A Case Study Comparison of Four Car Makers. In: *Competition & Change*, Vol.6, No.1, pp.61-80.
- 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. (2003), Globalisierung und Finanzialisierung. Zur Entstehung eines neuen Begründungskontexts für ökonomisches Handeln. In: Dörre, K., Rüttger, B. (Hrsg.), *Das neue Marktregime. Konturen eines nachfordistischen Produktionsmodell*, VSA Verlag, Hamburg, S.227-249.
- Kädtler, J. (2004), Vom Fordismus zur Globalisierung—Schlüsselprobleme der deutschen industrielle Beziehungen. In: *SOFI-Mitteilungen*, Nr.32, S.63-78.
- 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.
- Knapp, E. (2009), *Interne Revision und Corporate Governance. Aufgaben und Entwicklungen für die Überwachung*, 2.Auflage, E. Schmidt, Berlin.
- KPMG (2000), *Value Based Management, Shareholder Value Konzept. Eine Untersuchung der DAX 100 Unternehmen*, KPMG, Frankfurt am Main.
- 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.
- Mäntysaari, P. (2005), *Comparative Corporate Governance. Shareholders as a Rulemaker*, Springer, Heidelberg.
- 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.
- Metten, M. (2010), *Corporate Governance. Eine aktienrechtliche und institutionenökonomische Analyse der Leistungsmaxime von Aktiengesellschaften*, 1.Auflage, Gabler, Wiesbaden.
- Meyen, H.G. (1992), *120 Jahre Dresdner Bank. Unternehmens-Chronik, Dresdner Bank, Dresdner Bank*, Frankfurt am Main.
- 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.
- Müller, M. (2002), Enron—eine Lektion auch für Deutschland? In: *Die Mitbestimmung*, 48.Jg, Heft 6, S.28-30.
- Onetti, A., Pisoni, A. (2009), Ownership and Control in Germany: Do Cross-Shareholdings Reflect Bank Control on Large Companies? In: *Corporate Ownership & Control*, Vol.6, No.4, pp.54-77.
- Oxelheim, L., Randóy, T. (2005), The Anglo-American Financial Influence on CEO Compensation in non-Anglo-American Firms. In: *Journal of International Business Studies*, Vol.36, No.4, pp.470-483.
- Paetzmann, K. (2008), *Corporate Governance. Strategische Marktrisiken, Controlling, Überwachung*, Springer, Berlin, Heidelberg.

- Pellems, B., Thomaszewski, C., Weber, N. (2000), Wertorientierte Unternehmensführung in Deutschland—Eine empirische Untersuchung der DAX 100-Unternehmen—. In: *Der Betrieb*, 53.Jg, Heft 37, S.1825-1833.
- Pistor, K. (2009), Corporate Governance durch Mitbestimmung und Arbeitsmärkte. In: Hommelhoff, P., Hopt, K.J., Werder, A.v. (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance. Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts und Wirtschaftspraxis*, 2.Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S.231-252.
- Pönisch, S. (2007), *Die Entwicklung des deutschen Systems der Corporate Governance. Analyse und Entwicklungsdynamiken*, VDM Verlag Dr. Müller, Saarbrücken.
- Rosen, R.v. (2002), Corporate Governance—Neue Denkansätze in Deutschland. In: Siegart, 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.
- Sanders, W.M., G., Tuschke, A. (2007), The Adoption of institutionally contested Organizational Practices: The Emergence of Stock Option Pay in Germany. In: *Academy of Management Journal*, Vol.50, No.1, pp.33-56.
- Schlie, E.H., Warner, M. (2000), The 'Americanization' of German Management. In: *Journal of General Management*, Vol.25, No.3, pp.33-49.
- Schwarz, F. (2003), *Die Deutsche Bank. Riese auf tönernen Füßen*, Campus, Frankfurt am Main.
- Scott, C. (2008), The Influence of National Culture on Stock-Option-Programmes as Motivators. The Case of Managers in Germany. In: *International German Management Association Review*, No.2, pp.2-36.
- Siemens AG (2000), *Geschäftsbericht 2000*, Siemens AG, München.
- ThyssenKrupp AG (1999), *Geschäftsbericht 1998/99*, ThyssenKrupp AG, Essen.
- ThyssenKrupp AG (2002), *Geschäftsbericht 2001/2002*, ThyssenKrupp AG, Essen.
- Tuschke, A., Sanders, W.G. (2003), Antecedents and Consequences of Corporate Governance Reform: The Case of Germany. In: *Strategic Management Journal*, Vol.23, No.7, pp.631-649.
- Vitols, S. (2000), *The Reconstruction of German Corporate Governance: Reassessing the Role of Capital Market Pressures*, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, Berlin.
- Vitols, S. (2002), Shareholder Value, Management Culture and Production Regimes in the Transformation of the German Chemical-Pharmaceutical Industry. In: *Competition & Change*, Vol.6, No.3, pp.309-325.
- Vitols, S. (2003), Viele Wege nach Rom? BASF, Bayer und Hoechst. In: Streeck, W., Höpner, M. (Hrsg.), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Campus, Berlin, New York, S.197-221.
- Vitols, S. (2004a), Continuity and Change: Making Sense of the German Model. In: *Competition & Change*, Vol.8, No.4, pp.331-337.
- Vitols, S. (2004b), Negotiated Shareholder Value: The German Variant of an Anglo-American Practice. In: *Competition & Change*, Vol.8, No.4, pp.357-374.
- Vitols, S. (2005a), Changes in Germany's Bank-Based Financial System: Implication for Corporate Governance. In: *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13, No.3, pp.386-396.
- Vitols, S. (2005b), 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.
- Völcker, M. (2009), *Das Wars mit der Deutschland AG'—Der Shareholder-Value-Kapitalismus*

- und dessen (soziale) Folgen*, 1.Auflge, GRIN Verlag, München.
- Volkswagen AG (2001), *Geschäftsbericht 2001*, Volkswagen AG, Wolfsburg.
- Weber, S.C. (2011), *Externes Corporate Governance Reporting börsennotierter Publikumsgesellschaften. Konzeptionelle Vorschläge zur Weiterentwicklung der unternehmerischen Berichterstattung*, 1.Auflage, Gabler, Wiesbaden.
- Wenger, E., Kaserer, C. (1998), German Banks and Corporate Governance: A Critical View. In: Hopt, K.J., Kanda, H., Roe, M.J., Wymeersch, E., Prigge, S. (Eds.), *Comparative Corporate Governance—The State of the Art and Emerging Research—*, Oxford University Press, Oxford, New York, pp.499-536.
- Williams, K. (2000), From Shareholder Value to Present-day Capitalism. In: *Economy and Society*, Vol.29, No.1, pp.1-12.
- Winnacker, K. (1972), *Nie den Mut verlieren. Erinnerungen an Schicksalsjahre der deutschen Chemie*, Econ Verlag, Düsseldorf [児玉信次郎・関 英夫・向井幸雄訳『化学工業に生きる』鹿島出版会, 1974年].
- Witt, P. (2009), Vorstand, Aufsichtsrat und ihr Zusammenwirken aus betriebswirtschaftlicher Sicht. In: Hommelhoff, P., Hopt, K.J., Werder, A.v. (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance. Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts und Wirtschaftspraxis*, 2.Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S.303-319.
- Zhonghua Wu, Delios, A. (2009), The Emergence of Portfolio Restructuring in Japan. In: *Management International Review*, Vol.49, No.3, pp.313-335.
- 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

- 加護野忠男 (2016) 「企業統治 3・0」『日本経営学会第 90 回大会報告要旨集』, 61-65 ページ。
- 風間信隆 (2012) 「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。
- 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。
- 山崎敏夫 (2009) 『戦後ドイツ資本主義と企業経営』森山書店, 東京。