

論 説

1990年代以降の「アメリカ化」の再来とドイツの企業経営（Ⅰ）

—— 株主主権的経営，コーポレート・ガバナンスとそのドイツ的展開 ——

山 崎 敏 夫

目 次

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

I 問題提起

1990年代以降の経済のグローバリゼーションの時期は、同時にまた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」という傾向がみられた時期でもある。そこでは、「アメリカン・スタンダード」がひとつの大きなモデルであるという主張の台頭のもとで、アメリカの影響が、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、企業経営のアメリカ的モデルという面でも強くなってきた。そうしたなかで、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するアメリカ的な市場経済モデルとは異なる特徴をもち、「ライン型資本主義」¹⁾や「調整された市場経済」²⁾などと呼ばれる資本

1) M.Albert, *Capitalisme contre Capitalisme*, Paris, 1991 [小池はるひ訳『資本主義対資本主義：21世紀への大論争』竹内書店，1996年] 参照。

2) P.A.Hall, D.Soskice, *An Introduction to Varieties of Capitalism*, P.A.Hall, D.Soskice (eds.), *Varieties of*

主義のモデルの典型例とされるドイツでも、アメリカの影響を強く受けるかたちで「アメリカ化」の圧力が強くなってきた。なかでも、企業経営のレベルでみると、資本市場の圧力の増大のもとで、株主主権的な経営のあり方、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、そうしたあり方への接近の傾向も強くなってきた。

もとより、ドイツは、資本主義のタイプとそのもとの企業経営の特徴的なひとつのあり方を示してきたといえる。同国には、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、そのようなドイツ的な企業体制は、「ドイツ株式会社」("Deutschland AG")とも呼ばれ³⁾、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。1990年代以降の「アメリカ化」の再来は、こうしたドイツ的な企業経営の基盤にも大きな影響をおよぼすものとなってきた。しかし、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にも大きな影響をおよぼす要因ともなっている⁴⁾。それだけに、企業経営のレベルでの「アメリカ化」のこれまでの歴史的過程のなかでも、20世紀初頭、第1次大戦後、第2次大戦後から1970年代初頭までの時期にみられた3つの波とは異なり、90年代以降の第4の波では、それまで以上にアメリカ的な経営モデルの導入に対するドイツ側の抵抗・反発も強いものとなっているという状況にもある。

それゆえ、ドイツ企業におけるアメリカ的な株主価値重視の株主主権的な経営への転換や株主指向・資本市場指向的な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、また各国の企業経営のあり方が何によってどう規定されるのかということが重要な問題となってくる。そのことはまた、同国の資本主義の今日的理解をめぐっても重要な意味をもつものといえる。しかし、そのようなアメリカ的経営モデルへの転換という問題をめぐっては、これまでの研究成果をみても、一定の共通する理解に至っているとは必ずしもいえない状況にもある。

かかる問題意識をふまえて、本稿では、1990年代以降の「アメリカ化」の再来のもとで、ドイツにおける企業経営のあり方、またそれまでの企業体制、協調的な資本主義的あり方などのような変化がみられることになったのかという問題について考察を行うことにする。そこで

Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage, Oxford University Press, 2001 [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] 参照。

3) ドイツの企業体制については、欧文文献は多くみられるが、邦語文献としては、海道ノブチカ『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、2005年を参照。

4) こうした問題については、拙稿「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——」、国嶋弘行・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——』ミネルヴァ書房、2009年を参照。

は、1990年代以降のドイツの企業経営の変化の重要な契機のひとつとなったアメリカ的経営モデルの導入・移転の問題を分析するさいの枠組みとして「再構造化」という視角に基づいて考察を行う。ここにいう「再構造化」とは、「ある国の資本主義の構造的特質によって規定された企業経営の方式やシステム、あり方が移転先の国の資本主義の構造的特質にあわせて適応・修正され、適合されるかたちで定着し、機能するようになること」をいう。こうした再構造化を規定する諸要因として、経営観、企業経営の伝統、文化的要因などの経済文化の側面や制度的要因のほか、生産力構造、市場構造、産業構造にみられる資本主義の構造的特質があげられるが⁵⁾、本稿ではこうした諸要因との関連のなかで考察を行うことにする。

以下では、まずⅡにおいてアメリカ的「金融化」とそのもとでのドイツ的企業体制の動揺について考察し、Ⅲではドイツ企業の株主価値重視の経営への転換について具体的にみるなかでその特徴を明らかにしていく。それをふまえて、Ⅳではそのような株主主権のアメリカ的経営モデルへの転換の限界とドイツ的な経営の展開について、それを規定している諸要因との関連でみていく。さらにⅤでは、企業経営の「アメリカ化」のそれまでの3つの波との比較において第4の波の性格の変化とそのことのもつ意味について明らかにしていく。それらをふまえて、結語において、本稿での考案結果の全体的な総括を行うことにする。

Ⅱ アメリカ的「金融化」とドイツ的企業体制の動揺

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」の広がりやドイツ的企業体制へのその影響についてみることにしよう。もとより、1990年代以降の金融経済の肥大化と企業レベルでのその影響の動き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。これに対して、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⁶⁾。経営行動にとっての統一的な志向や正当化の規準の創出、また企業組織や経営の社会的組織へのその導入に、金融化の最も重要な決定的次元がみられる⁷⁾。

5) こうした分析の枠組みについては、拙書『戦後ドイツ資本主義と企業経営』森山書店、2009年、18-9ページ参照。

6) J.Kädtler, H.J.Sperling, The Power of Financial Markets and the Resilience of Operations: Argument and Evidence from the German Car Industry, *Competition & Change*, Vol.6, No.1, March 2002, p.83, J.Kädtler, H.J.Sperling, Worauf beruht und wie wirkt die Herrschaft der Finanzmärkte auf der Ebene von Unternehmen? Order: Taugt Finanzialisierung als neue Software für die Automobilindustrie?, *SOFI-Mitteilungen*, Nr.29, Juni 2001, S.40 参照。

7) *Ebenda*, S.40.

金融化された体制は、国際的に活動するコンツェルンが志向する経営成果の基準を変えるものであり、機関投資家の観点からすれば、企業は利回りの最大化のために利用される多様なポートフォリオの構成要素にほかならない⁸⁾。P. ヴィンドルフは、企業の戦略と組織へのグローバルな金融市場の影響の拡大を「金融市場資本主義」(Finanzmarkt-Kapitalismus)と定義しているが⁹⁾、投資ファンドは、所有の再集中によって金融市場資本主義のシステムにおける中心的なプレイヤーとなっている。その意味でも、「株主価値」は、企業に対して最大の利回りを要求することを強制される投資ファンドの戦略であるといえる。企業の戦略と組織への金融市場の影響の増大というかたちで、実体経済は、緩衝装置の排除によって金融市場のショックにより強くさらされることにならざるをえない¹⁰⁾。こうして、「金融化」は、金融的成果への志向における変化のみならず経営の一種のスピードアップをも含む新しい形態の競争を意味するものであり、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といえる¹¹⁾。

こうした金融市場資本主義においては、ファンドなどの新しい所有者に有利なかたちでの力関係の変化がおこっており、例えば敵対的買収は、経営者に金融市場の論理に従うように強制するためのひとつの有効な手段となっている¹²⁾。例えばヘッジファンドは、この間に鞘取引や金融投機という伝統的なモデルと「株主行動主義」という新しいモデルを展開してきたのであり、両者の組み合わせも非常に多くみられる¹³⁾。こうした株主の利益を最優先するあり方への変化は、価値創出・価値増殖過程の経営構造の結果として生じるものではなく、株主、経営者および取締役会の力のバランスと支配の根本的な変化を反映したものである¹⁴⁾。しかしまた、そのようなあり方は、経営側と労働者側との連携が資本と経営との連携にとって代わられるかたちで促進されうることにもなる¹⁵⁾。

8) K.Dörr, U.Brinkmann, Finanzmarkt-Kapitalismus: Triebkraft eines flexiblen Produktionsmodells?, P.Windolf (Hrsg.), *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen* (Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45), Wiesbaden, 2005, S.99, K.Dörre, Finanzmarkt-kapitalismus contra Mitbestimmung?. Kapitalmarktorientierte Steuerungsformen und organisierte Arbeitsbeziehungen, J.Huffschnid, M.Köppen, W.Rhode (Hrsg.), *Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter?. Neue Herausforderungen durch die internationalen Kapitalmärkte*, Hamburg, 2009, S.107.

9) P.Windolf, Die neuen Eigentümer, P.Windolf (Hrsg.), *a.a.O.*, S.8.

10) P.Windolf, Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, P.Windolf (Hrsg.), *a.a.O.*, S.35, S.52.

11) J.Froud, C.Haslam, S.Johal, K.Williams, Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves, *Economy and Society*, Vol.29, No.1, February 2000, pp.103-4 参照.

12) P.Windolf, Das Regime des Finanzmarkt-Kapitalismus, *Mitbestimmung*, 52.Jg, Heft 6, Juni 2006.

13) J.Huffschnid, Internationale Finanzmärkte: Funktionen, Entwicklung, Akteure, J.Huffschnid, M.Köppen, W.Rhode (Hrsg.), *a.a.O.*, S.44, S.46-7.

14) Vgl.J.Bischoff, *Zukunft des Finanzmarkt — Kapitalismus, Strukturen, Widersprüche, Alternativen*, Hamburg, 2006, S.111.

15) Vgl.G.Schewe, *Unternehmensverfassung. Corporate Governance im Spannungsfeld von Leitung*,

そのような状況のもとで、1990年代以降のグローバリゼーションの大きな動きのなかで、アメリカ的な「合理性原理」を全面に押し出した展開が推進されてきた。この点でのドイツへの影響は、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のもと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、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¹⁶⁾。ことに経営手法と経営者のアメリカ化という点をめぐっていえば、1990年代以降のアメリカの株式市場の高揚と同国経済の好況は、ヨーロッパと日本の企業の経営者に、コーポレート・ガバナンスの原則としての株主価値の潜在力を印象づけることになった。また他方では、アメリカの機関投資家、投資銀行家や経営コンサルタントが、ヨーロッパと日本でも株主価値を推奨してきた¹⁷⁾。1990年代以降の株主価値重視の経営への変革をめぐる問題は、同時にまたコーポレート・ガバナンスの変革とも深く関係するものもあり、それゆえ、資本市場の圧力を背景とする株主価値重視の経営への転換をめぐる問題とコーポレート・ガバナンスの変革をめぐる問題とを両者の関連のなかで考察することが重要となってくる。

1990年代以降にはアメリカ的イデオロギーが世界的に普及することになり、そこでは、企業統治や株主価値が中心をなすが、そうしたイデオロギーの普及は、「発達した証券市場を持つアメリカの特殊な制度の世界的な普及すなわち証券化を前提」としたものであった¹⁸⁾。そうしたなかで、ドイツとEUのレベルでも、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¹⁹⁾。上場企業の粉飾決算というスキャンダルへの対応としてのEUのアクション・プランでも、会社法の近代化とコーポレート・ガバナンスの改善がめざされた。そこでは、株主の権利の強化と第三者保護の改善のほか、コーポレート・ガバナンスの改善、企業により高度なフレキシビリティを可能にするような特定の諸方策による域内企業の効率性と競争力の促進が目標とされている²⁰⁾。ドイツにおける改革もアメリカとEUのこうした線に沿ってすす

Kontrolle und Interessenvertretung, 2.Aufl., Berlin, Heidelberg, 2010, S.352.

16) 工藤 章「ドイツ企業体制のアメリカ化とヨーロッパ化」、馬場宏二・工藤 章編『現代世界経済の構図』ミネルヴァ書房、2009年、165-7ページ、169-71ページ参照。

17) W.Lazonick, M.O'Sullivan, Maximizing Shareholder Value: A new Ideology for Corporate Governance, *Economy and Society*, Vol.29, No.1, February 2000, p.14, M.Faust, J.Kädtler, Nach dem Shareholder-Value — Was ist zu tun, damit der Finanzsektor wieder den Unternehmen dient?, *Mitbestimmung*, 55.Jg, Heft 6, Juni 2009.

18) 工藤, 前掲論文, 155ページ。

19) G.Jackson, Stakeholders under Pressure: Corporate Governance and Labour Management in Germany and Japan, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13, No.3, May 2005, p.419.

20) G.Picot, D.Classen, Die Verbesserung der Corporate Governance und die Modernisierung des

められてきたが、ドイツの金融市場の改革は 1990 年代初頭に、またコーポレート・ガバナンスの改革は 90 年代終わり頃に始まった²¹⁾。ドイツでの法制度の改革は、それによって金融の場としての同国の位置を強化することを明確な目標としたものであった²²⁾。

こうして、ドイツでもすでに 1990 年代初頭には株主志向の企業の経営はまったく知られていなかったわけではないが²³⁾、90 年代には同国における企業文化は飛躍的な変化をとげるようになった。21 世紀の始まりとともに、同国の資本市場に対して、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ほぼ同等の信任を与えるひとつの基盤が生み出されてきた²⁴⁾。そのような状況のもとで、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広がってきた²⁵⁾。1990 年代半ば以降にドイツの最大企業のいくつかの行動がよりアングロ・アメリカ流の株主価値志向の行動の方向に変化してきたとする見方は多い²⁶⁾。例えば K. デレらの研究でも、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を中心となっていたのに対して、90 年代末から 2000 年代初頭の時期には、株主価値主義の利用は、より多くの数の世界志向の企業においてみられるようになったとしている²⁷⁾。

Gesellschaftsrechts in der Europäischen Union, *Mergers and Acquisitions*, 1/2008, S.22-3.

21) M.P.Smith, Introduction — From Modell Deutschland to Model Europa: Europe in Germany and Germany in Europe, *German Politics*, Vol.14, No.3, September 2005, p.280. ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの改革については、例えば J.J.du Plessis, B.Großfeld, C. Luttermann, I.Saenger, O.Sandrock, *German Corporate Governance in International und European Context*, Berlin, Heidelberg, New York, 2007 などを参照。

22) M.Faust, J.Kädtler, a.a.O.,

23) K.Dörre, Finanzmarktkapitalismus contra Mitbestimmung?, S.109.

24) F.F.Beelitz, Shareholder Value und Kapitalmarktorientierung im bundesdeutschen Umfeld im Umbruch, H.Sieglwart, J.Mahari (Hrsg.), M.Ruffner (Gasthrsg.), *Corporate Governance, Shareholder Value & Finanz*, Basel, 2002, S.587.

25) R.H.Schmidt, J.Maßmann, Drei Mißverständnisse zum Thema "Shareholder Value", Johann Wolfgang Goethe-Universität, *Working Paper Series*, Finance & Accounting, No.31, February 1999, p.1.

26) 例えば M.Höpner, Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany, *MPIfG (Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung) Discussion Paper 01/5*, Köln, October 2001, U.Jürgens, K. Naumann, J.Rupp, Shareholder Value in an adverse Environment: the German Case, *Economy and Society*, Vol.29, No.1, February 2000, G.Jackson, Comparative Corporate Governance: Sociological Perspectives, A.Gamble, G.Kelly, J.Parkinson (eds.), *The Political Economy of the Company*, Oxford, 2001, A.C.Achleitner, A.Bassen, Entwicklungsstand des Shareholder-Value-Konzepts in Deutschland — Empirische Befunde, *EBS Finance Group Working Paper 00-02*, Oestrich-Winkel, 2000, M.Perlitz, J.Bufka, A.Sprecht, Wertorientierte Unternehmensführung. Einsatzbedingungen und Erfolgsfaktoren, *Arbeitspaper Nr.3 des Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Internationales Management*, Mannheim Universität, Mannheim, 1997, S.Becker, Der Einfluss des Kapitalmarkts und seine Grenzen: Die Chemie- und Pharmaindustrie, W.Streeck, M.Höpner (Hrsg.), *Alle Macht dem Markt?. Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Berlin, New York, 2003, S.225 などを参照。

27) Vgl.K.Dörre, H.Holst, Nach dem Shareholder Value?. Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung in der Krise, *WSI Mitteilungen*, 62.Jg, 12/2009, Dezember 2009, S.670, K. Dörre, *Kampf um Beteiligung. Arbeit, Partizipation und industrielle Beziehungen im flexiblen Kapitalismus. Eine Studie aus dem*

2 アメリカ的「金融化」と「ドイツ株式会社」

このように、1990年代以降のアメリカ的「金融化」はドイツ企業にも大きな影響をおよぼすものであったが、つぎに、こうした問題について、上述のような「ドイツ株式会社」とも呼ばれるドイツ的な企業体制とのかかわりで見ることにしてしよう。

もとより、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ドイツや日本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²⁸⁾。ドイツの伝統的なコーポレート・ガバナンスのシステムは、企業金融と監査役会における銀行の支配的な役割、共同決定制度、さらに生産重視の経営システムの3つがその柱をなしてきたといえる²⁹⁾。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となっているのに対して、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。それは内部的情報を基礎にして機能するものであるが³⁰⁾、なかでも銀行の役割・位置が大きかった。そのことは、銀行による株式の直接所有と代理議決権のシステム、産業企業が主に長期・短期の銀行信用による資金調達を行っているということによるものであった³¹⁾。このように、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おり、同国の銀行は、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年代以降の金融のグローバリゼーションと資本市場の圧力の増大のもとで、こうした状況は変化している傾向にあり、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³²⁾。

1990年代以降のドイツ的な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式会社の直接的な持分所有の利回りの低さ、③専門的な資産管理にかかわる企業の数の増加、④

Soziologischen Forschungsinstitut Göttingen (SOFI), 1.Aufl., Wiesbaden, 2002,4.

28) T.Buck, I.Filatovchev, M.Wright, Agents, Stakeholders and Corporate Governance in Russian Firms, *Journal of Management Studies*, Vol.35, No.1, January 1998, p.82.

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

30) S.M.Mintz, A Comparison of Corporate Governance Systems in the U.S., UK and Germany, *Corporate Ownership & Control*, Vol.3, No.4, Summer 2006, p.31, A.Hackethal, R.H.Schmidt, M.Tyrell, Banks and German Corporate Governance: On the Way to a Capital Market-based System?, *Corporate Governance*, Vol.13, No.3, May 2005, p.398.

31) U.Jürgens, K.Naumann, J.Rupp, *op.cit.*, p.62.

32) H.Oberbeck, N.D'Alessio, The End of the German Model?. Developmental Tendencies in the German Banking Industry, G.Morgan, D.Knights (eds.), *Regulation and Deregulation in European Financial Services*, Macmillan, 1997, p.86, pp.101-2.

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³³⁾。こうした状況の変化をも反映して、企業の所有構造、銀行の経営行動の変化も大きな影響をおよぼしてきた。それゆえ、以下では、企業の資金調達条件、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。

企業の資金調達条件の変化とその影響について——まず企業の資金調達条件の変化についてみると、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と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、産業資本にとっての資金調達の条件は変化した。それを基礎にして、産業企業の内部でも、擬制資本の最大化をめざす金融資本主義的な志向を強めてきた³⁴⁾。もとより、ドイツでは、ハウスバンクとの産業企業の密接な結びつきは、必然的に、信用による資金調達のより大きな比重をもたらした。そこでは、株式の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 年代以降には、国内の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、さらに情報通信技術の飛躍的な発展によって変革がおこった。またとりわけ大規模な多国籍企業の増大する資金需要は、国内の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のみ調達されうる規模にまで達した³⁵⁾。そのような状況のなかで、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、成長のための資金の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、国内外の機関投資家が上場企業に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活動的なプレイヤーになったということの意味するものである³⁶⁾。この時期にはカルパスのような外国のファンドの実力行使がドイツでも増大している。そのことは、ドイツのステイクホルダー・システムの変化をもたらす重要なひとつの要因となっている³⁷⁾。

このように、ドイツでは、金融市場が大規模なユニバーサル・バンクによって支配されてい

33) Vgl. J. Kengelbach, A. Roos, Entflechtung der Deutschland AG. Empirische Untersuchung der Reduktion von Kapital- und Personalverflechtungen zwischen deutschen börsennotierten Gesellschaften, *Mergers and Acquisitions*, 1/2006. S.12, S.21.

34) W. Menz, S. Becker, T. Sablowski, *Shareholder-Value gegen Belegschaftsinteressen. Der Weg der Hoechst-AG zum »Life-Science«-Konzern*, Hamburg, 1999, S.36-7.

35) F. F. Beelitz, a. a. O., S.577-8, S.581.

36) A. Chizema, Early and Late Adoption of American-style Executive Pay in Germany : Governance and Institutions, *Journal of World Business*, Vol.45, No.1, January 2010, p.10.

37) S. Vitols, Negotiated Shareholder Value: the German Variant of an Anglo-American Practice, *Competition & Change*, Vol.8, No.4, December 2004, p.362.

た1980年代末までとは異なり、90年代以降には、企業の所有者や信用の供与者である投資ファンド、年金ファンドの台頭がみられるが、こうした新しい所有者の重要性の増大は、企業の監督機関からの銀行の後退を前提とするものであった³⁸⁾。こうした、企業の資金調達の変化は、金融投資家のもとへの銀行部門と比べても増大した資産の集積に対応したものであり³⁹⁾、そのような資金調達構造の変化は、金融市場資本主義への移行の重要な基礎をなしている。グローバルな金融市場における最も重要なプレイヤーは機関投資家であるが、ヨーロッパでは、機関投資家は、金融市場の出来事に自らの影響を高め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い⁴⁰⁾。

企業の所有構造の変化とその影響について——もとより、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⁴¹⁾、株主価値志向の経営への転換の大きな圧力をなしたのは、企業の所有構造の変化であった。それゆえ、この点についてみると、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の出現、プレゼンスの上昇と結びついており、1990年代にはとくにアングロ・アメリカの投資家の役割が劇的に増大している⁴²⁾。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年の時点でみても、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%、ドイツ・テレコム株式の27.5%、バイエル株式の20%が英米のファンドによる所有であった⁴³⁾。また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り⁴⁴⁾、民間の年金基金が出現するなど新しい機関投資家の誕生がみられ、機関投資家としての年金ファンドの地位は一層強力となっている。こうしたファンドは主に、株主価値の原則によって導かれているDAX30社に利害をもっており⁴⁵⁾、株主価値重視の経営への圧力を一層強める作用を果たしてきた。

金融市場としてのドイツの魅力の強化とそれによる株式市場での企業の新しい資金調達の機

38) P.Windolf, Die neuen Eigentümer, S.9-10.

39) M.Köppen, Private Equity-Fonds, J.Huffschmid, M.Köppen, W.Rhode (Hrsg.), *a.a.O.*, S.52.

40) K.Dörre, Finanzmarktkapitalismus contra Mitbestimmung?, S.104.

41) P.C.Fiss, E.J.Zajac, The Diffusion of Ideas over Contested Terrain: The (Non) Adoption of a Shareholder Value Orientation among German Firms, *Administrative Science Quarterly*, Vol.49, No.4, December 2004, p.506.

42) M.Höpner, *op.cit.*, pp.13-4.

43) Fonds kapitalisieren Europas Firmenelite, *Handelsblatt*, Nr.216, 1999.11.8. S.22.

44) この点については、例えば、U.Jürgens, K.Naumann, J.Rupp, *op.cit.*, pp.67-8, T.Sablowski, J.Ruppe, Die neue ökonomie des Shareholder Value Corporate Governance im Wandel, *Prokla*, Heft 122, 31.Jg, Nr.1, März 2001, S.64-7, R.v.Rosen, Corporate Governance — Neue Denksätze in Deutschland, H.Siebert, J.Mahari (Hrsg.), M.Ruffner (Gasthrsg.), *a.a.O.*, S.593-609, J.W.Cioffi, M.Höpner, Mit Links in den Shareholder-Kapitalismus?, *Mitbestimmung*, 51.Jg, Heft 4, April 2005, S.17などを参照。

45) U.Jürgens, K.Naumann, J.Rupp, *op.cit.*, p.71.

会の拡大, 投資家保護に重点をおいた法制度の枠組みの改善のもとで, ほぼ 1990 年代半ば以降, ドイツでもある程度の株式文化が生まれることになった⁴⁶⁾。なかでもドイツ・テレコムの子会社化は, それによって「株式文化」を生み出そうとする政府の努力でもあり, そのような努力も, 個人株主の拡大をはかる上で重要な意味をもった。そうした試みは, 新株の発行のためのインフラストラクチャーの強化によって, またそれによりドイツの大衆のかなり広い層に株式の購入を促すことによって, 最も広範囲におよぶ結果をもたらした⁴⁷⁾, ドイツにおける個人株主の増加をはかる上で触媒的効果を果たした⁴⁸⁾。また株式の所有や持合いの対象となっていた他社の保有株式の売却にともなうキャピタル・ゲイン課税の廃止を定めた法改正の実施 (2002 年発効) も, 銀行による産業企業の株式の所有が減少する要因をなした⁴⁹⁾。さらに債権者保護を強く志向してきた株式法の改正⁵⁰⁾ は, コーポレート・ガバナンス改革という点だけでなく資本市場の役割の強化とそれにとまなう影響という点でも, 大きな意味をもった。

このように, 銀行, 保険会社といった金融機関による株式所有の減少とそれ以外の新しい機関投資家による株式所有の増加, 所有比率の上昇というかたちで, 企業のそれまでの所有構造が大きく変化してきたことが, 「ドイツ株式会社」と呼ばれるあり方の動揺をもたらす大きな要因となった。

銀行の経営行動の変化とその影響について——こうした所有構造や産業企業の資金調達行動の変化のほか, 銀行の経営行動の変化も大きな影響をおよぼしてきた。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, 産業企業の株式の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まなう直接金融での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, コーポ

46) Vgl. J. Matthes, Das deutsche Corporate-Governance-System im Wandel. Übergang zu angelsächsischen System oder nur leichte Annäherung?, C. Storz, B. Lagemann (Hrsg.), *Konvergenz oder Divergenz?. Der Wandel der Unternehmensstrukturen in Japan und Deutschland*, Marburg, 2005, S. 221, S. 223.

47) J. N. Ziegler, Corporate Governance and the Politics of Property Rights in Germany, *Politics and Society*, Vol. 28, No. 2, June 2000, p. 212, J. N. Gordon, Pathways to Corporate Convergence?. Two Steps on the Road to Shareholder Capitalism in Germany, *Columbia Journal of Economic Law*, Vol. 5, No. 219, Spring 1999, p. 225, p. 227, p. 238.

48) F. F. Beelitz, *a.a.O.*, S. 578.

49) この点については, C. Lane, Changes in Corporate Governance of German Corporations: Convergence to the Anglo-American Model?, *Competition & Change*, Vol. 7, No. 2-3, June-September 2003, p. 88, S. Vitols, German Corporate Governance in Transition: Implications of Bank Exit from Monitoring and Control, *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol. 2, No. 4, December 2005, p. 362, M. Höpner, Unternehmensverflechtung im Zwielficht. Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG, *WSI Mitteilungen*, 53. Jg. 10/2000, Oktober 2000, A. Chizema, T. Buck, Neo-institutional Theory and Institutional Change: Towards Empirical Test on the "Americanization" of German Executive Pay, *International Business Review*, Vol. 25, No. 5, October 2006, p. 496, J. Matthes, *a.a.O.*, S. 231 などを参照。

50) G. Cromme, Corporate Governance in Germany and the German Corporate Code, *Corporate Governance*, Vol. 13, No. 3, May 2005, p. 362.

レート・ガバナンスの変化への圧力を加えるものであった⁵¹⁾。ハウス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、大銀行が敵対的買収を支持するケースもみられたことなども反映して、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ことになったことと結びついている⁵²⁾。ことに1990年代後半から末にかけての株式ブームとそれにとまなう大型合併ブームの結果、資本市場は、それまでの資金調達のための市場という性格とともに、企業支配のための市場という性格を強めることになった⁵³⁾。J. ヘプナーらの2001年の研究でも、その最近まで銀行は一般的に敵対的買収に反対してきたが、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⁵⁴⁾。このように、「支配のための市場」ではないというドイツの資本市場のそれまでのあり方⁵⁵⁾が1990年代以降大きく変化してきたこと、そこでの銀行の役割も変化してきたということが、アメリカ流の株主価値重視の経営への圧力の高まりとそのような経営のあり方への変化をもたらす重要な基盤をなした。

もとより、アメリカの場合と比べると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⁵⁶⁾。しかし、1990年代以降になると、そのような条件は、経営環境の大きな変化のもとでの投資銀行業務への大銀行の経営行動の重点移動にとまなう変化してきた。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の可能性から生じるものであるが、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引き受けられることになり、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まなう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ちうる利点もより小さくなってきた。企業間の結合のリスク低減効果のこうした減少にとまなう、銀行にとっては、安定的な信用関係の構築のための

51) S.Beck, F.Klobes, C.Scherrer, Conclusion, S.Beck, F.Klobes, C.Scherrer (eds.), *Surviving Globalization? Perspectives for the German Economic Model*, Düsseldorf, 2005, p.228.

52) M.Höpner, *op.cit.*, pp.17-9.

53) 工藤, 前掲論文, 166 ページ。

54) M.Höpner, G.Jackson, An Emerging Market for Corporate Control?. The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, *MPIfG Discussion Paper 01/4*, September 2001, p.18.

55) W.Streeck, German Capitalism, C.Crouch, W.Streeck (eds.), *Political Economy of Modern Capitalism*, London, 1997, p.37 [山田鋭夫訳『現代の資本主義制度』NTT出版, 2001年, 58 ページ]。

56) J.N.Ziegler, *op.cit.*, p.200.

可能性も小さくなる。その一方で、企業の発展における合併・買収の意義の増大は、投資銀行業務を魅力的なものにするという事情があった⁵⁷⁾。

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る⁵⁸⁾。さらに 1998 年の「企業領域におけるコントロールと透明性に関する法律」(KonTraG) によって、監査役会の役割の強化、1 株 1 票原則の導入などが規定されたほか、代理議決権の使用の制限による銀行の力の抑制がはかられたという事情もある⁵⁹⁾。加えて、情報技術を基盤としてグローバルなかたちでネットワーク的につなぎあわされた金融システムのもとで、世界的な金融の連鎖のメカニズムが形成されており、そのような変化も、ドイツの銀行をめぐると同様の傾向を強める要因として作用してきたといえる。

こうして、1990 年代半ば以降、新興企業向けの新規の株式市場であるノイア・マルクトの創出と同様に、企業金融における株式市場での新規発行の重要性の増大によって、ドイツの銀行の役割は急速に変化してきた。主要な銀行と保険会社は、株式所有を戦略的に資産管理や投資ファンド事業として定義したり、定義しなおしたりする傾向にあった。このことは、ドイツの銀行部門における「忍耐深い資本」から株主価値志向へのひとつの主要な転換をなすが、こうした変化は、国内の、またとくに外国の年金基金の重要性の増大によって強化された⁶⁰⁾。

この時期にはまた、銀行や保険会社は、株式の相互持合いの後退だけでなく、役員の兼任のシステムをも後退させ始めた。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おらず、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。また銀行は年金基金や投資ファンドのように行動し始めており、ドイツ銀行、ドレスナー銀行およびミュンヘン再保険会社は、ドイツの他社の所有株式を独立して経営される持株会社に分離してきたが、これらの持株会社は、株主価値志向に基づいて経営されるものであった⁶¹⁾。

ことに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みられるようになってくる 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

57) Vgl. J. Beyer, Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum großer deutscher Unternehmen, *MPIfG Working Paper 02/4*, März 2001, S.6-7, S.9-10.

58) W. Streeck, *op.cit.*, p.51 [前掲訳書, 77 ページ].

59) D. McCann, Global Markets and National Regulations: The Protection of Shareholder Interests in Germany and Italy, *Government and Opposition*, Vol.42, No.1, Winter 2007, p.82.

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

61) *Ibid.*, p.70, Monopolkommission, *Hauptgutachten 2006/2007. Weniger Staat, mehr Wettbewerb. Gesundheitsmärkte und staatliche Beihilfen in der Wettbewerbsordnung* (Hauptgutachten der Monopolkommission, XVII), 1. Aufl., 2008, Baden-Baden, S.198.

割の明確な低下がみられる。ことにそのような新しい価値基準への経営の転換を積極的にすすめたドイツ銀行の場合、企業のモニタリングを後退させ、2000年代初頭までに同国の企業の監査役会の会長の数をほぼ半減させてきた⁶²⁾。ドイツ銀行はまた、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ているが、そのことには、吸収合併のさいの株式交換の意義の増大のもとで、産業企業への資本参加と結びついた株価の下落は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⁶³⁾。また保険会社のアリアンツにみられたように、資産管理部門を中核事業領域へと拡大する動きもすすんでおり、それにともない、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みられた。そうした傾向も同様に、産業企業と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することになった⁶⁴⁾。

以上のような変化のもとで、1990年代以降には「ドイツ株式会社」と呼ばれる企業体制のあり方への大きな影響がみられるようになったが、大規模な産業企業の強まる資本市場志向の政策は、株式市場の制度的な諸変化や機関投資家の重要性の増大のほか、産業の競争の激化からも生じたものでもある。1990年代半ば以降、株式市場は、ドイツの大企業にとっても、ひとつの中心的な舞台となり、またとくに企業間の競争や戦略的な企業政策のさまざまな考え方の間の競争の場となった⁶⁵⁾。さらに国際的な集中運動への積極的な関与によって外国、とくにアメリカの資本市場でのプレゼンスの向上が必要となった⁶⁶⁾ほか、企業にとっては、株式相場は、グローバル化した製品市場における競争の激化の結果として生じる買収の闘いにおける中心的な武器となっている⁶⁷⁾。このように資本市場が「企業支配のための市場」として大きな意味をもつようになるなかで、企業にとっても、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自ら他の企業をより有利に買収しうることという二重の意味で重要な意味をもつものとなっており⁶⁸⁾、こうした事情も、産業企業の株主価値経営への志向を強める要因となった。

株主価値重視の経営の考え方は、全般的な企業の目標、戦略的意思決定の規準、ルールや方式を株主と金融の仲介者の優先というかたちに方向づけることによって、企業の戦略的経営の金融資本主義的な体制を達成しようとするものである。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、生産および

62) M.Höpner, *op.cit.*, p.26, p.50.

63) J.Beyer, *a.a.O.*, S.11.

64) Vgl.*Ebenda*, S.14-5.

65) S.Becker, *a.a.O.*, S.223.

66) Vgl.T.Sablowski, J.Ruppe, *a.a.O.*, S.62.

67) *Ebenda*, S.75.

68) Vgl.*Ebenda*, S.53.

企業の付加価値の実現から直接生れてくる実体経済の目標とは根本的に異なっている⁶⁹⁾。「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配分」という金融重視の政策への転換という企業の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おり、その結果のひとつが、異なる多様な観点からの株主価値と金融化に関する議論の高まりであった⁷⁰⁾。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ということにあり、この点はドイツについてもいえる⁷¹⁾。このように、ドイツでも、資本市場の透明性の高まりと株主や機関投資家の圧力の増大が、アングロ・サクソンの経済界との時間の遅れをともなって、株主価値を企業経営の考慮の中心にしてきたのであった⁷²⁾。

III ドイツ企業における株主価値重視の経営への転換とその特徴

そこで、以上の考察をふまえて、つぎに、ドイツ企業における株主価値重視の経営への転換について具体的にみていくことにしよう。

1 株主価値重視の経営への転換の全般的状況

まず株主価値重視の経営への転換の全般的状況についてみていくことにする。資本市場の圧力のもとで、株主価値志向の経営のモデルは、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の競争戦略の選択において基礎におかれるべきとされるものであるとされている⁷³⁾。こうした株主価値の政策について、M.ヘブナーは、①対投資家広報活動 (investor relations)/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、研究の対象とされた上場産業企業最大40社の株主価値志向の度合いの評価のための4つの指標として、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

69) Vgl.S.Becker, *a.a.O.*, S.226.

70) J.Kädtler, H.J.Sperling, After Globalisation and Financialisation: Logics of Bargaining in the German Automotive Industry, *Competition & Change*, Vol.6, No.2, June 2002, p.152.

71) P.Koslowski, The Limits of Shareholder Value, *Journal of Business Ethics*, Vol.27, No.1/2, September 2000, p.140 参照.

72) F.Kröger, Wertgetriebene Restrukturierung — jenseits von Kostensenkung und Reengineering, M.Perlitz, A.Offinger, M.Reinhardt, K.Schug (Hrsg.), *Strategien im Umbruch. Nues Konzepte der Unternehmensführung*, Stuttgart, 1997, S.130.

73) S.Becker, *a.a.O.*, S.225.

ている⁷⁴⁾。それゆえ、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——まず年次報告書の情報の質、対投資家広報活動、資本市場での投資家の証券投資の拡大にも大きなかわりをもつ会計制度・会計ルールをめぐる問題についてみると、ドイツの商法典の会計ルールには、内部志向として示されうる透明性の欠かという問題があった。この点は外部志向の国際会計基準やアメリカの会計原則（US-GAAP）とは異なっていた⁷⁵⁾。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のに対して、国際会計基準もアメリカの会計基準も、より投資家志向であり、もっぱら、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⁷⁶⁾。株主価値志向の企業評価のための中心となる前提は、個々の企業の活動に関する金融経済的指標のできる限り高い透明性と標準化にある⁷⁷⁾。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有利となった⁷⁸⁾。

そのような状況のもとで、この時期に行われたアメリカの流れに沿った法制度の改革では、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⁷⁹⁾。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。こうした諸方策でもって、企業への国際的な投資家の接近が容易になり、そうしたなかで、株主にとっての当該企業の価値の向上をめざす株主価値戦略への志向が、ますます拡大するようになった⁸⁰⁾。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るようになった⁸¹⁾。株主価値は、1996年頃以降にドイ

74) M.Höpner, *op.cit.*, pp.11-2 参照。

75) *Ibid.*, p.10.

76) M.Höpner, G.Jackson, *op.cit.*, p.19, R.Bühner, A.Rasheed, J.Rosenstein, Corporate Restructuring Patterns in the US and Germany: A Comparative Empirical Investigation, *Management International Review*, Vol.37, No.4, 1997, p.324.

77) W.Menz, S.Becker, T.Sablowski, *a.a.O.*, S.43.

78) Vgl.R.v.Rosen, *a.a.O.*, S.603.

79) G.Jackson, A.Moerke, Continuity and Change in Corporate Governance: Comparing Germany and Japan, *Corporate Governance*, Vol.13, No.3, May 2005, p.354.

80) A.Hassel, M.Höpner, A.Kurdelbusch, B.Rehder, R.Zugehör, Zwei Dimension der Internationalisierung: Eine empirische Analyse deutscher Grossunternehmen, *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, 52.Jg. Heft 3, September 2000, S.507.

81) T.Sablowski, J.Ruppe, Die neue Ökonomie des Shareholder Value Corporate Governance im Wandel, *Prokla*, Heft 122, 31.Jg. Nr.1, März 2001, S.66, S.Vitols, Changes in Germany's Bank-Based Financial

ツにおけるメディアの議論のひとつのトピックとなったが⁸²⁾、そのことにはそのような背景もみられる。

国際的な資本市場へのドイツの大企業の志向はまた、国際会計基準への決算方法の転換によっても企業の所有構造を変えることになり⁸³⁾、そのことは、株主価値重視の経営への資本市場の圧力を強めることになった。株式会社が国際的な資本市場にますますかかわるようになるにつれて、ドイツの企業にとっても、個人株主の利害を軽視することはますます困難となってきた。とくにアングロ・アメリカの投資家は、一層の公表志向と株主の利益への志向を強く求めるようになっていく⁸⁴⁾。そうしたなかで、すでに 1997 年には DAX30 社のうち国際会計基準を採用していた企業の割合は 43.3% となっており⁸⁵⁾、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⁸⁶⁾。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関連性をもっており、例えば 1999 年までに経営者にストック・オプション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⁸⁷⁾。

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たという面もみられる⁸⁸⁾。ただこうした会計基準の導入の問題をめぐっては、アメリカ的なあり方への接近は国際的な資本市場に上場する特定の大企業に特徴的な現象であるほか、そのような制度面での国際化への適応と株主重視の経営への転換とは必ずしも全面的に一致するものではなく、経営のあり方、戦略における最優先項目などにおける具体的な変化がより問題となってくるという面もみられる。

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

System: Implication for Corporate Governance, *Corporate Governance*, Vol.13, No.3, May 2005, p.389.

82) U.Jürgens, K.Naumann, J.Rupp, *op.cit.*, p.55.

83) A.Hassel, M.Höpner, A.Kurdelbusch, B.Rehder, R.Zugehör, *a.a.O.*, S.501.

84) E.Wenger, C.Kaserer, German Banks and Corporate Governance: A critical View, K.J.Hopt, H.Kanda, M.J.Roe, E.Wymeersch, S.Prigge (eds.), *Comparative Corporate Governance — The State of the Art and Emerging Research* —, Oxford University Press, 1998, p.513.

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

86) F.F.Beelitz, *a.a.O.*, S.579.

87) A.Chizema, T.Buck, *op.cit.*, p.500. こうした点については、W.M.G.Sanders, A.Tuschke, The Adoption of institutionally contested organizational Practices: The Emergence of Stock Option Pay in Germany, *Academy of Management Journal*, Vol.50, No.1, February 2007, pp.49-50 を参照。

88) M.Müller, Enron — eine Lektion auch für Deutschland?, *Mitbestimmung*, 48.Jg, Heft 6, Juni 2002.

業のなかでも、例えばフェーバは、トップ・マネジメントの企業目標として株主価値を明確に採用したドイツの最初の主要な企業であった。同社のそのような行動は、アメリカの会計基準に基づく会計処理を求めるニューヨーク株式市場への上場、野心的な収益性の目標の採用などに示されている。またダイムラー・ベンツも、収益性の目標を採用し、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み、98年にはクライスラーとの国際合併というラディカルなステップを歩んだのであった⁸⁹⁾。

このような会計基準のアメリカ化、国際化はまた、対投資家広報の面でも大きな意味をもつものであったが、例えば1998年のDAX100社の調査に基づく99年のある研究では、回答のあった40社でみると、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っている傾向にあった。すでに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%にとどまっていたとされている⁹⁰⁾。

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・マネジメントに対して株主価値重視の経営へのインセンティブを与える上で重要な意味をもつ経営者へのストック・オプションの導入についてみると、それは、アメリカの報酬支払いのひとつの革新をなすものである。ストック・オプションは、経営者の報酬が自動的にリンクする株価の動きに注意を払うことを彼らに強制するひとつの決定的な手段をなすものである⁹¹⁾。ストック・オプションはまさに、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の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り⁹²⁾、そのような意味において株主価値経営の重要な手段をなす。

ドイツではストック・オプションは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おり、学界、企業の代表者、そしてビジネス関係の出版界・報道界の間で公の議論をひきおこした⁹³⁾。なかでも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い

89) S.Vitols, *The Reconstruction of German Corporate Governance: Reassessing the Role of Capital Market Pressures*, Wissenschaftszentrums Berlin für Sozialforschung, June 2000, p.7, E.H.Schlie, M.Warner, *The 'Americanization' of German Management: Embracing a New Shareholder Value-Society?*, *Journal of German Management*, Vol.25, No.3, Spring 2000, S.43.

90) Vgl.A-K.Achleitner, A.Bassen, *a.a.O.*, S.619-20, S.622-3.

91) A.Chizema, *op.cit.*, p.9.

92) P.Windolf, *Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?*, S.46.S.52.

93) E.Wenger, C.Kaserer, *op.cit.*, p.513.

が大きな役割を果たした⁹⁴⁾。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い⁹⁵⁾。しかし、この時期には、全般的にみると、ストック・オプションはまだあまり広く普及するわけでは必ずしもなかった。それは、ドイツの大企業、とくに株主価値の原則を志向している大企業のトップ・マネジメントに対して適用されているにすぎず、その他ではそのような制度を利用していたのは、ノイア・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とされている⁹⁶⁾。

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が⁹⁷⁾、2000年の時点では、ドイツのトップ30社のうちの半分以上が、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⁹⁸⁾。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⁹⁹⁾。また大企業125社について調べたある研究では、2006年にはそのうちの65社がストック・オプションを採用しており、うち22社は1998年までに採用しているが¹⁰⁰⁾、その前後の時期におけるその採用の増加は、同年の会社法(株式法)の改正の影響も大きい。

しかし、ストック・オプションの導入に対して抑制的にはたらく要因もみられた。アメリカの投資家や外国人による所有への依存、株主価値志向、分散所有か大口所有(blockholding)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たといえる¹⁰¹⁾。例えば株式所有の集中は株式を基礎にした報酬による経営者へのインセンティブの導入には抑制的に作用するという傾向もみられるほか¹⁰²⁾、家族所有・同族所有は、ストック・オプション

94) *Ibid.*, p.517.

95) Vgl.B.Pellems, C.Thomaszewski, N.Weber, Wertorientierter Unternehmensführung in Deutschland — Eine empirische Untersuchung der DAX 100-Unternehmen —, *Der Betrieb*, 53.Jg, Heft 37, 2000.9.15, S.1825, C.Aders, M.Hebertingen, C.Schaffer, F.Wiedemann, Shareholder Value Konzept: Umsetzung bei den DAX 100-Unternehmen, *Finanz-Betrieb*, 5.Jg, Heft 11, 2003, M.Höpner, *op.cit.*, p.12.

96) U.Jürgens, K.Naumann, J.Rupp, *op.cit.*, p.74.

97) *Ibid.*, p.69.

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

99) A.Chizema, T.Buck, *op.cit.*, p.499.

100) A.Chizema, *op.cit.*, p.13.

101) T.Buck, A.Chizema, The Adoption of an American Executive Pay Practice in Germany, R.Strange, G.Jackson (eds.), *Corporate Governance and International Business. Strategy, Performance and Institutional Change*, Palgrave Macmillan, 2008, p.256, p.258.

102) A.Tuschke, W.G.Sanders, Antecedents and Consequences of Corporate Governance Reform: The Case of Germany, *Strategic Management Journal*, Vo.23, No.7, July 2003, p.634, p.645.

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値の重視を強制するものであるため、従業員はその導入に抵抗する傾向もみられたが、そのような抵抗はまったく弱く、時間とともにより弱まりさえしたとされている。とはいえ、A.チゼマは2010年に、高度な集団主義と不確実性の回避という自国の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においては、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としている¹⁰³⁾。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¹⁰⁴⁾、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が、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たといえる¹⁰⁵⁾。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、ドイツにおける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¹⁰⁶⁾。

このように、集団主義や不確実性の回避の志向といった面の文化的要因にも規定されてかなりの修正がはかられることによって、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のであり、ドイツのプランは、経営成果にかかわ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¹⁰⁷⁾。また経営者の報酬全体に占めるストック・オプションの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ひとつの要素にすぎないという面が強い¹⁰⁸⁾。例えば株主価値経営への転換を最も強く推進した企業のひとつであるジーメンスをみても、1999年の同社のプランは500人ものトップの経営者に影響を与えたが、アメリカの標準と比べると、戦略的決定を株価と結びつける強いインセンティブを与えるものでは必ずしもなかった。同社

103) A.Chizema, *op.cit.*, pp.16-7.

104) A.Chizema, T.Buck, *op.cit.*, p.490, A.Börsch, *Globalisation, Shareholder Value, Restructuring: The (Non)-Transformation of Siemens*, *New Political Economy*, Vol.9, No.3, September 2004, p.377.

105) S.Vitols, *Negotiated Shareholder Value*, p.371.

106) W.M.G.Sanders, A.Tuschke, *op.cit.*, p.40.

107) A.Bruce, T.Buck, B.G.M.Main, *Top Executive Remuneration: A View from Europe*, *Journal of Management Studies*, Vol.42, No.7, November 2005, p.1503.

108) T.Buck, A.Shahrim, *The Translation of Corporate Governance Changes across National Cultures: The Case of Germany*, *Journal of International Business Studies*, Vol.36, No.1, 2005, pp.58-9.

のプランは、長期的な成果を重視するものであるとともに、報酬全体に占める割合も 10% と低く、同社の環境に合せたあり方が追求されている。実際には、そのような大きなドイツ的修正がはかられたケースも少なくない¹⁰⁹⁾。またダイムラー・クライスラーでも、2005年に導入された経営者報酬の新しいシステムにおける株式ベースの報酬支払いの新しいプランは、中期的なインセンティブ・プランとストック・オプション・プランの2つの要素に代えて、企業価値の長期的な動きにリンクし、業績志向、競争的な報酬支払および株式所有の原則に基づくものにされた¹¹⁰⁾。

ドイツのステイクホルダーの利害は、伝統的なドイツ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といえる¹¹¹⁾。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における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という事情もみられる。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¹¹²⁾。例えば M. ゲルゲンらの 2008 年の研究でも、支配的な大口保有株主 (blockholder) のいる企業では 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¹¹³⁾。

アメリカ、イギリスに比べてのストック・オプションの導入のこうした低さをめぐっては、ドイツ企業の文化的要因の影響も大きいといえる。例えば 2005 年 2 月から 2006 年 12 月までの期間にドイツ企業のドイツ人経営者 40 人とドイツで働いているアメリカ人、イギリス人の経営者それぞれ 10 名の合計 60 名を対象として行った C. スコットの調査研究では、主要な要因としてつぎの点が指摘されている。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良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がみられること。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

109) A.Börsch, *op.cit.*, p.377, p.381.

110) DaimlerChrysler AG, *Geschäftsbericht 2005*, S.110.

111) E.H.Schlie, M.Warner, *op.cit.*, S.43.

112) A.Bruce, T.Buck, B.G.M.Main, *op.cit.*, pp.1501-3.

113) L.Oxelheim, T.Randoy, The Anglo-American financial Influence on CEO Compensation in non-Anglo-American Firms, *Journal of International Business Studies*, Vol.36, No.4, July 2005, p.481.

に強く、株主価値に重点をおいてはいないこと¹¹⁴⁾。このうちドイツ人経営者は個人志向でありチームプレイヤーではないという点については、取締役会の共同管理・合議制原理のあり方からすれば十分に妥当性をもつとは必ずしもいえないが、こうしたドイツ社会と同国企業の文化、経営者の考え方・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といえる。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が¹¹⁵⁾、リスクに対するドイツ企業の受け止め方も、アメリカ的な報酬支払いの導入のあり方に影響をおよぼすものとなったといえる。

株主価値志向のリストラクチャリングの展開について——株主価値重視の経営のいまひとつの特徴的なあらわれは、資本市場の圧力の増大のもとで、リストラクチャリングをとおしての事業再編や企業構造の再編、そのための企業集中の展開が企業価値・株主価値の向上のための条件として強く強制されるようになったという点にみられる。もとより、1980年代には、ドイツの制度面の環境は、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をより重視しており、そうしたステイクホルダー重視のために、主に株主にとって利益になる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¹¹⁶⁾、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、製品市場における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、資本市場の圧力の増大のもとで、株主価値向上のための手段として求められたという面も強い。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とM&Aのような手段での外部成長による中核事業の強化への圧力を加えることになっている¹¹⁷⁾。こうしたあらわれは、例えばフェーバ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ーヌ・プーランとの合併、さらにはアベンティスとの合併¹¹⁸⁾などにその最も典型的な事例をみることができる。

投資家は、中核的事業単位への集中、非中核的事業単位からの撤退ないしその閉鎖や、雇用に安定させるために利用される多角化による成長戦略をめぐる、従業員との対立をもたら

114) M.Goergen, M.C.Manjon, L.Renneboog, Recent Developments in German Corporate Governance, *International Review of Law and Economics*, Vol.28, Issue 3, September 2008, p.190.

115) C.Scott, The Influence of National Culture on Stock-Option-Programmes as Motivators. The Case of Managers in Germany, *International German Management Association Review*, No.2, 2008, p.18, pp.20-6, pp.29-34.

116) R.Bühner, A.Rasheed, J.Rosenstein, *op.cit.*, p.334.

117) R.W.Herden, H.Reinhard, M&A-Volumen in Europa setzt neue Maßstäbe, *M&A Review*, 12/1999, S.526.

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

すコア・コンピタンスへの集中というかたちでの事業ポートフォリオを要求する場合もみられる¹¹⁹⁾。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、中核事業への集中や、アウトソーシングにより不採算のあるいはもはや企業の構造に合わない構成要素を排除するか完全に企業から切り離すように強制されるようになっていく¹²⁰⁾。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ものでもあるが、社会的な協力関係のそれまでの支柱との一層の断絶は、実体経済における上位の合理性基準として技術的・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¹²¹⁾。生産能力を部分的に売ったり買ったりするような 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も株価を高くすることを経営の主要目的とするようになったことのひとつの重要な原因をなした¹²²⁾。

そうしたなかにあっても、リストラクチャリング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・オフが行われているが、そうしたかたちでのリストラクチャリングは、スピン・オフされた会社の支配を確保しうだけの株式所有の維持と経営協議会の支持のもとですすめられ、株主価値の観点すれば、それは広範囲におよぶものとはなっていないかとされている。リストラクチャリングは、同社の労使関係の協調的かつ合意志向の性格にあまり影響をおよぼすことはなく、経営協議会の全面的な支持が、大きな抵抗やストライキなしにリストラクチャリングを行うことを可能にした¹²³⁾。こうしたあり方に関して、R. ツーゲヘアは、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く、コンツェルンの資本市場志向の事業再編という新しい方向づけに理解を示すことはなかったとしている¹²⁴⁾。ただこの点をめぐっては、A. ベルシュも指摘するように、ツーゲヘア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

119) G.Jackson, *Stakeholders under Pressure*, S.423.

120) M.Völcker, *Das Wars mit der Deutschland AG' — Der Shareholder-Value-Kapitalismus und dessen (soziale) Folgen*, 1.Aufl., München, 2009, S.18.

121) J.Kädtler, *Vom Fordismus zur Globalisierung — Schlüsselprobleme der deutschen industriellen Beziehungen*, *SOFI-Mitteilungen*, Nr.32, Dezember 2004, S.65.

122) R.Dore, *Stock Market Capitalism. Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford University Press, 2000, p.194 [藤井真人訳『日本型資本主義と市場主義の衝突 日・独対アンゴロサクソン』東洋経済新報社, 2001年, 284ページ]。

123) A.Börsch, *op.cit.*, p.378, pp.380-1.

124) Vgl.R.Zugehör, *Die Zukunft der rheinischen Kapitalmarkt. Unternehmen zwischen Kapitalismus und Mitbestimmung*, Wiesbaden, 2003, S.166 [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, 165ページ]。

り¹²⁵⁾、経営協議会の深い協調的なかわりによって株主価値志向のリストラクチャリングの徹底というかたちとはならなかったことの意味をむしろ重視すべきであろう。

また大株主が大きな影響をおよぼしたという例は金融業のリストラクチャリングにもみられる。ドイツの金融業の企業、とくに銀行は、アングロ・アメリカの銀行よりもとくに低い収益性に対する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「オーバーバンキング」の程度の引き下げのための銀行の合併であった。この産業の再編においては、大銀行のひとつの重要な株主である保険会社のアライアンスが大きな役割を果たしており¹²⁶⁾、株主価値志向のリストラクチャリングの推進の要求は、外国の機関投資家のみによるものではない。

以上において、株主価値重視の経営の展開についていくつかの重要な側面を取り上げてみてきたが、現実には、そのような新しい志向は、トップ・マネジメントのパーソナリティと同一視されたり、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.シュレンプやジーメンスのH.v.ピーラーなどが典型的であるが、ヘキストのJ.ドルマンも同様である。ドイツの株主価値は、これらの活動的で高名な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¹²⁷⁾。1990年代以降には、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のであった¹²⁸⁾。例えばヘキストの場合、1990年代前半のとくに医薬部門の競争力の低下、化学部門の収益の悪化のもとで、またそれにとまなう競争力維持に必要な大規模な投資のための自己金融の限界のもとで、技術畑から取締役会会長を選出するという伝統を破って最高財務担当役員（CFO）であったドルマンが1994年に会長に就任したことの意義は大きかったといえる¹²⁹⁾。彼の就任とともに始まる企業政策の新しい段階では、自己資本の持分の市場価値につきつけられる正式な目標は、同社の中心的な目標として機能するようになった¹³⁰⁾。同コンツェルンの再編はドルマンの取締役会会長への就任でもって始まったわけではないが、彼の就任は、むしろ、すでに1990年代初頭に深刻な不況の結果と

125) A.Börsch, *op.cit.*, p.387.

126) S.Vitols, *Negotiated Shareholder Value*, pp.369-70.

127) Vgl.U.Jürgens, K.Naumann, J.Rupp, *op.cit.*, p.68.

128) J.Matthes, *a.a.O.*, S.226.

129) S.Vitols, *Shareholder Value, Management Culture and Production Regimes in the Transformation of the German Chemical-Pharmaceutical Industry*, *Competition & Change*, Vol.6, No.3, September 2002, p.316, S.Vitols, *Viele Wege nach Rom?. BASF, Bayer und Hoechst, W.Streeck, M.Höpner (Hrsg.), a.a.O.*, S.207-8, N.Alperowicz, *Dormann leads a Revolution at Hoechst*, *Chemical Week*, Vol.154, Issue 23.

130) S.Eckert, *Aktionärsorientierung der Unternehmenspolitik?. Shareholder Value — Globalisierung — Internationalisierung*, 1.Aufl, Wiesbaden, 2004, S.215.

して始まった再編過程のひとつの契機であるとともに、経営陣のなかでの一定の力関係やコンツェルンの所有者の特定の利害状況の表現であったといえる¹³¹⁾。同社の場合には、前任の取締役会会長が監査役に任命されなかったという事情も、企業政策の新しい方向づけをより徹底的なものにする要因として作用した¹³²⁾。

ここで、株主価値重視の経営の展開の状況について、そうした変化への傾向が最も強く現れた 1990 年代の時期を中心にいくつかの調査結果をもとにみておくことにしよう。例えば 1997 年の DAX100 社（銀行企業と保険会社を除く）の調査に基づく 98 年のある研究では、アンケート調査の回答のあった 66 社のうち、コンフリクトがおこった場合に他の利害グループよりも株主の利害を優先していた企業の割合は 64% であった。株価への影響にかかわらず経営の意思決定を行っていた企業の割合は 42% にとどまっており、株主価値思考の受容は増大しているが、すべての企業での完全な普及にはなお至っていなかったとされている¹³³⁾。同じく 1998 年の DAX100 社の調査に基づく A-K. アクライトナーと A. パーゼンの 99 年の研究では、回答のあった 40 社でみると、ドイツ企業によって株主価値に非常に大きな意義が認められるようになっており、78% の企業がそれに高い価値をおいていた。大部分の企業が株主価値の向上の必要性を認識し、それを受け入れており、価値志向の企業の経営の成功裡の導入のためのひとつの重要な基本的条件が存在するようになっていたとされている。しかし、ドイツでは、株主価値志向はなお非常に新しいものであり、その導入がすでに 4 年以上におよんでいた企業の割合はわずか 19% であり、47% の企業では 3 年以内であり、したがって、長年の経験をもつのはわずかの企業にとどまっていた¹³⁴⁾。また株主価値志向の指標の利用についても、トップ・マネジメントのレベル（戦略的計画、企業評価）ではその利用がみられたのに対して、現実的な意思決定では、最大の部分が伝統的な指標に基づいていたとされている¹³⁵⁾。彼らの研究では、株主価値の試みの普及は 1990 年代半ば以降に明らかに増加したが、企業の管理および評価の古典的な手段がなお優位にあったとされている。そこでは、ドイツにおける株主価値志向の経営の展開の障害として、とりわけ、内部的にはそうした手法に関する知識の欠如や複雑でコストのかかるシステムに対する躊躇があり、外部的には労働法、政治的影響、共同決定、ドイツの会計ルールのような構造的な障害あるいは法的な規定があったとされている¹³⁶⁾。

131) W.Menz, S.Becker, T.Sablowski, *a.a.O.*, S.79.

132) Vgl.S.Eckert, *Auf dem Weg zur Aktionärsorientierung: Shareholder Value bei Hoechst*, W.Streeck, M.Höpner (Hrsg.), *a.a.O.*, S.184.

133) Vgl.M.Glaum, *Kapitalmarktorientierung deutscher Unternehmen. Ergebnisse einer empirischen Untersuchung*, Frankfurt am Main, 1998, S.3, S.5ff, S.46ff, A-K.Achleitner, A.Bassen, *a.a.O.*, S.617.

134) Vgl.*Ebenda*, S.619-21.

135) *Ebenda*, S.628.

136) Vgl.*Ebenda*, S.630-1, S.633.

そこで、つぎに、以上のようなドイツ企業における株主価値重視の経営への転換の全般的状況をふまえて、広く経営のグローバル化がすすみ、そうしたなかで資本市場においても重要な位置を占め、株主価値重視のアメリカ的な経営モデルへ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、企業間の比較をもととして、みていくことにする。ここでは、そのような産業部門の典型をなす自動車産業と化学産業についてみることにしよう。

2 主要産業における株主価値重視の経営への転換とその特徴

(1) 自動車産業における株主価値重視の経営への転換とその特徴

まず自動車産業についてみると、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¹³⁷⁾。フォーディズムのパラダイムの部門である自動車産業は、産業の実体経済と金融市場の新しいコントロールの要求との緊張関係にのってのひとつの典型例をなすものであるといえる。1990年代には、ドイツの製造業者にも、株主価値経営という金融界の考え方が、ある程度の時間の遅れをともなってやってきた。金融市場の規準に関連して企業の戦略を正当化し、また企業戦略を表す術語を株主価値経営という用語にあわせる必要性についての普及している意見の一致は、2000年代初頭には、広くヨーロッパの自動車製造業者にとっても、アメリカと比べるとかなりの遅れをともなってみられるようになっていく。自動車産業は、コア・コンピタンスないしよりよい中核業務への厳格な集中、生産の統合の後退やプロフィット・センターへの経営の分権化でもって、金融界の一般的な規準を顧慮するとともに、生産の問題においても、金融面のパラメーターや市場メカニズムを全般的に機能させるための組織的な出発点を生み出してきたとされている¹³⁸⁾。

そのような動きのひとつの重要な側面は、内製か外注かという面にもみられるように、異なる事業単位間への企業内部の市場関係の導入にみられる。しかしまた、自動車メーカーやサプライヤーには、金融市場の規準あるいは金融界における大きな発言力によって設定された財務目標をなお回避しているという面もみられた。自動車産業は、基本的には、支配的な製品戦略として工業の大量生産の条件に基礎をおき続けており、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、こうした発展は、金融面のパラメーターに従って経営にとっての見通しを変化させるものではなく、自動車産業では、製品市場の条件が、金融市場の全般的な要求に限られた程

137) J.Kädtler, H.J.Sperling, *The Power of Financial Markets and the Resilience of Operations*, p.81.

138) J.Kädtler, H.J.Sperling, *a.a.O.*, S.32-3, J.Kädtler, H.J.Sperling, *The Power of Financial Markets and the Resilience of Operations*, p.84, p.86.

度にしか従わないという状況をもたらしたとされている¹³⁹⁾。

また株主価値重視の経営の展開という意味での金融化においては、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、矛盾する対立的な関係がますます強まる傾向にもある。行動の余地がより狭まりつつありまた経営資源が侵食されたときには、またそのような侵食の兆候がみられたときには、両者の乖離はひとつの問題となる。ドイツの自動車製造業者は、こうした動きに対してはある程度守られている状況にあり、この点は、アメリカの企業とは異なり、トップ・マネジメントがなお技術者やエンジニアの強い影響のもとにあるという事情が関係している。またドイツの自動車産業では、広い範囲に利用しうる技能をもつ高度な専門労働者が必要とされる特定顧客向けの特殊な製品やサービスに事業の重点をおいた企業や、長期にわたり開発されてきた複雑な技能の要求や機械設備を基礎にした標準化された製品の生産に重点をおいた企業では、金融化の影響の限界がみられる。現業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おり、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¹⁴⁰⁾。自動車企業の実際の経営行動においては、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。工場の立地ないしその変更に関する意思決定は、金融面のパラメーターのたんなる適用によってなされるのではなく、異なる経済的な論理と利害をもたらす複雑な交渉の結果であるとされている¹⁴¹⁾。

また企業側の株価上昇という株主価値重視の経営の主たる動機については、むしろ敵対的買収への対抗策という自社の利害に大きな比重がおかれていたともいえる。この点を株価上昇のためのひとつの条件をなす配当支払いという面でみても、BMW とフォルクスワーゲンでは 1989 年から 2000 年までの約 10 年間に配当は 100% 以上増大しており、ダイムラー・クライスラーでは 614% もの著しい増大となっている。こうした事実に基づいて考えると、増配の最も重要な決定要因は、市場や投資家からの全国的規模での変動しやすい圧力ではなく、むしろ市場に対する印象づけを行いそれによって株価を維持あるいは上昇させようという個々の企業の欲望であったといえる¹⁴²⁾。

139) *Ibid.*, pp.84-6 参照.

140) *Ibid.*, pp.91-3 参照.

141) J.Kädtler, H.J.Sperling, *After Globalisation and Financialisation*, pp.164-5.

142) J.Froud, C.Haslman, S.Johal, K.Williams, *Cars after Financialisation: A Case Study in Financial Under-Performance, Constraints and Consequences*, *Competition & Change*, Vol.6, No.1, March 2002, p.27.

そこで、個別企業の具体的な事例をみることにするが、自動車企業のなかで株主価値重視の経営への転換を最も積極的に推進しようとしたのはダイムラーであった。ダイムラー・ベンツでは、1995年以降、使用総資本利益率（ROCE）という統一的指標でもって統制されるようになったほか、98年以降には純資産利益率（RONA）に基づいて統制されるようになって¹⁴³⁾。J. シュレンプは、1998年には資本利益率を5.8%から10.2%に引き上げることによって、クライスラーとの合併の前にも株主価値志向を強めている¹⁴⁴⁾。またフォルクスワーゲンでも、2000年代に入って決算および財務報告の国際会計基準への転換のほか、価値志向の企業経営の中心的な目標として、売上高利益率から資本利益率への転換が行われている¹⁴⁵⁾。

それゆえ、フォルクスワーゲンについて詳しくみると、フィアット、プジョー・シトロエン、ルノーおよびフォルクスワーゲンの欧州企業4社についてのU. ユルゲンスらの2002年の研究でも、同族所有の前二者とは対照的に、ルノーとともに公的な所有もみられるこのドイツの企業は、株主価値の原則をより曖昧でまたためらいがちなやり方で取り入れたようであるとされている。フォルクスワーゲンは、労働力の削減と工場の閉鎖によるダウンサイジングと利益の分配という政策に従ってきたのではなく、1990年代初頭の危機の初年度にも、週当たりの労働時間の削減の政策を追及してきた。1990年代末以降になって、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が、そのときでさえ、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。それにもかかわらず、株主価値の原則の受容は、トップ・マネジメントによって推し進められたひとつのプロセスでありつづけた。同社では、2000年は新しい方向へのひとつの決定的な転換を特徴づけた。そこでは、資本利益率、損益分岐点、売上高利益率、投資の上限と企業内部のキャッシュフローによる充足率といった新しい財務的成果に特別な目標が与えられることになり、それは伝統的な予算システムの放棄を意味した。とはいえ、同社では、この頃になっても株主価値は支配的な目標にはならなかった。フィアットとルノーでは、金融面の目標を設定するというはるかに厳密な政策を採用していたが、そのことは、両社における金融志向のCEOがもつ強力な地位と関係していた。これに対して、フォルクスワーゲンでは、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¹⁴⁶⁾。同社は、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

143) R.Grube, A.Töpfer, *Post Merger Integration. Erfolgsfaktoren für das Zusammewachsen von Unternehmen*, Stuttgart, 2002, S.59-60.

144) H-D.Köhler, *The DaimlerChrysler Deal: A Nice Marriage or a Nigtmare?*, M.Freyssenet, K.Shimizu, G.Volpato (eds.), *Globalization or Regionalization of the European Car Industry?*, Palgrave Macmillan, 2003, p.94.

145) Vgl. J.Kädtler, H.J.Sperling, *a.a.O.*, S.32.

146) U.Jürgens, Y.Lung, G.Volpato, V.Frigant, *The Arrival of Shareholder Value in the European Auto Industry. A Case Study Comparison of four Car Makers*, *Competition & Change*, Vol.6, No.1, March 2002, pp.69-73 参照.

二重の戦略を追求してきた。金融面の規準が投資決定において果たした役割は大きくなっていったが、それは、完全な株主価値の政策のひとつの印ではないとされている¹⁴⁷⁾。共同決定と労働組合による強い規制力を背景として、交渉されたグローバル化のひとつの強力なかたち、すなわち適切な戦略の選択と実施のプロセスは、主に金融面のパラメーターによってではなく、利害の交渉と均衡化の過程をとおして決定されたのであった¹⁴⁸⁾。

（未 完）

147) *Ibid.*, p.78.

148) J.Kädtler, H.J.Sperling, *After Globalisation and Financialisation*, p.158.