

# ドイツにおけるコーポレートガバナンス

——企業支配構造と経営者支配の問題を中心に——

豊 島 勉

(受付 1998年10月13日)

## はじめに

コーポレートガバナンスの議論は1980年代のアメリカを出発としているが、ドイツでの議論は最近の株式法の改正等を目指して1996年に提案された「企業分野における監督および透明化のための法律」案<sup>1)</sup>をめぐって一つのピークに達している。これには一連の企業不祥事による世論の経営者批判の高まりが与っているが、近年のドイツの産業立地をめぐる政策論争と70年代からの懸案事項として続いている銀行権力に対する規制問題<sup>2)</sup>とが重なりあって、ドイツにおけるコーポレートガバナンス論議の隆盛を見ることになったのである。その点に、ドイツでのコーポレートガバナンス論議の独自性が現出している。今回の法案に対置するかたちでドイツ社会

- 1) 「企業分野における監督および透明化のための法律 (Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG))」。その原文については、Referentenentwurf zur Änderung des Aktiengesetzes (KonTraG) (1996)を参照。その内容の紹介と検討については、早川 (1997)を参照。法律案の主な項目は、取締役の情報提供義務と監視組織設置義務、監査役及び監査役会、議決権、自己株式取得、ストック・オプション制度となっている。
- 2) 銀行権力に対する規制問題とは、1974年大蔵省の下に設置された「銀行構造委員会」(いわゆる「ゲスラー委員会」)の検討とその1979年の報告書公表及びその後の独占委員会の問題提起と政府の対応をさす。ゲスラー委員会報告については、日本証券経済研究所 (1985)、山口博教 (1988)が詳細な検討を行っている。ゲスラー委員会の勧告(主に銀行の企業持分・株式所有の制限)に関するその後の政府、独占委員会の対応、提案については、Roggenbuck (1991), SS. 13-30が詳しい。

民主党 (SPD) が独自に提出した法律案の最大の関心項目が、相互所有の規制、信用機関の議決権代理行使の廃止に置かれていること<sup>3)</sup>、そして、これより以前の1993年に連邦議会で行われた銀行権力についての聴聞会において信用機関の産業企業への持分所有、寄託議決権、監査役派遣、資本結合・交差所有が問題とされたことが<sup>4)</sup>、そのことを示している。このように、ドイツにおけるコーポレートガバナンスにおいて重要な位置を占めているのが銀行権力の問題と経営者支配の問題であり、両問題はドイツでは密接な関連性を持っている。

こうしたドイツにおけるコーポレートガバナンスの独自の問題性を念頭におきながらも、この小論では、ドイツの会社支配構造と経営者支配の関係と問題性を、SPD 等が問題として提起した相互所有に関する最新の研究を利用しながら実証的に分析し、そして、経営者支配企業の業績に関する研究を踏まえて経営者支配企業の問題性を考察することに課題を限定している。銀行権力とコーポレートガバナンスの問題、今回の法律案による会社機関の権能、役割に関する改正の問題等の問題については、別稿で扱う予定としたい。

## I. ドイツのコーポレートガバナンスシステムの基本的特徴

本論に入る前に、ドイツのコーポレートガバナンスの基本的特徴について、簡単に概観する。この基本的特徴を把握するには、国際比較が適している。

表1は Kaplan によるコーポレートガバナンスシステムのドイツ、日本、米の国際比較表である。Kaplan によれば、3カ国のコーポレートガバナンスシステムの基本的特徴として一般的に認識されているところものを要約すると次ぎのようになる。米のシステムは市場指向システムと規定され、

3) SPD の法律案については、SPD (1995) を参照。

4) 連邦議会の聴聞会については、Die Macht der Banken-Anhörung im Bundestag (1994) を参照。

豊島：ドイツにおけるコーポレートガバナンス

表1 ドイツ、日本、米のコーポレートガバナンスシステムの比較

	ドイツ	日本	米
最高経営者の報酬	中位	低い	高い
取締役会	取締役会/監査役会	内部取締役が主	外部取締役が主
株式所有	集中 家族、企業、銀行 のシェアが高い	やや集中 銀行、企業のシェア が高い 経営者のシェアは低い	高度に分散 非企業 経営者のシェアは 高い
資本市場	かなり非流動的	弱く流動的	強く流動的
乗っ取りによる 市場コントロール	なし	なし	非常に強力
銀行システム	ユニバーサルバンク	メインバンクシステム	

出所：Kaplan, S. N. (1996), S. 303.

資本市場は流動的で、株式所有は分散し、経営者は企業コントロールの外部市場と外部取締役によってコントロールされている。これに対して、ドイツと日本のシステムは、関係指向システムと規定され、株式所有は集中し、資本市場は相対的に非流動的である。経営者は、銀行、大株主、長期的な企業間関係の組み合わせによってコントロールされている。

こうしたコーポレートガバナンスシステムの相違が経営行動と企業目的の相違と関連性を持っているが、これについて通説によれば、次のようになる。ドイツと日本において緊密な金融的結びつきと関係がエイジェンシーコストを減少させ、米よりも経営者を効率的に監視することを可能としている。銀行と大株主が必要な変化を実行する力を持っているので、業績の悪い経営者を変えるコストは低い。コストの高くつく敵対的買収や議決権争奪戦は回避される。ドイツと日本の企業にとって短期利潤の持つ意義は低く、限定的な影響しか持たない。その結果、長期的な利潤展望のあるプロジェクトに投資する長期的経営を行うことが米企業よりも可能である。銀行と大株主は米の典型的企業の分散所有した株主よりも良質の情報をもち、この情報を利用する力を持っているので、ドイツと日本では価値増加する長期的プロジェクトのための資金を米よりも容易に調達すること

ができる。ドイツと日本のシステムは、株主に負担を強いて、経営者と従業員との地位を保障する。在職の経営者と結びつきを持っている銀行は、そうすることが非効率であっても、その経営者と当該企業を業績悪化と財務危機に陥った場合に、保証人となって救済することに同意し、その見返りとして通常より高い手数料と利子率を得ている<sup>5)</sup>。

以上のような3カ国のコーポレートガバナンスシステムの基本特徴づけは、個別の問題のより詳細な検討による異説を別として、大枠では一般に承認されているといえるであろう。こうしたシステムの相違がなぜ、どのようにして生まれたのか、あるいは、どのシステムがもっとも優れているのかという問題に答えようと研究がなされている。さらに、アングロサクソンのようなシェアホルダー重視のシステムの問題性に対して、ステークホルダー重視のシステムのメリットを生かす道の問題提起と模索も行われている。そうしたなかであって、Kaplanはドイツと日本のシステムがどのように機能し、どの点で米のシステムと相違するのかという問題提起を行っている。そして、後に取り上げるように、企業業績と経営者の解任・報酬の関係において、システムのガバナンス機能は3カ国では相違は殆どなく、その点で経営行動と企業目的の相違はないことを実証的に明らかにし、コーポレートガバナンス研究のあり方に興味深い論点を提示している。

ドイツのコーポレートガバナンスシステムの基本的特徴については、上述の他に付け加えるべきこと（企業金融とコーポレートガバナンスの関係、監査役会と取締役会の二元的管理構造と共同決定制の関係、コンツェルン支配とコーポレートガバナンスの関係、会計制度と透明性の問題、金融制度と法規制の問題等）、あるいは上述の内容の具体的検討が必要であるが、

5) コーポレートガバナンスシステムの相違とその経営行動と企業目的の相違の関連性については、Kaplan (1996), SS. 301-303を参照。ここで、Kaplanはこうした関連性についての主な研究者の文献を傾向ごとにまとめて注で紹介している。この注も参考になる。日本におけるコーポレートガバナンスの国際比較研究としては、深尾光洋・森田泰子 (1994) が参考になる。

豊島：ドイツにおけるコーポレートガバナンス

この小論では、「はじめに」で述べた課題設定に限定して考察を進めることにする。ただし、後論に関連するので、株式所有構造と会社支配について少し補足を行いたい。Kaplan が言及した株式所有状況についてより具体的に見ると表2になるが、こうした株式所有構造からは会社支配の全般的な構造を概観できるが、会社支配の具体的実態を明らかにするものではない。具体的に会社支配構造を把握するには、株式所有の持株比率分析と支配主体別分析、さらに、企業結合による支配形態の構造が明らかにされる必要がある。それによって、企業及び経営者の監視、コントロール構造が明らかになる。このことを考慮して、表2を見ると、ドイツと日本は他の諸国と比べてかなり似た構造を持っていることが分かる。会社支配主体として、銀行と事業会社の役割が最も注目すべきであり、これに加えて、ドイツでは外国資本（非居住者）が、日本では保険の役割が考慮される必要がある。米、英の機関投資家中心のガバナンス構造に対して、ドイツと日本では法人所有支配中心のガバナンス構造が問題となる。その具体的構造を以下で見えていく。

表2 6カ国の株式所有構造

(単位：%)

	ドイツ (1993年)	アメリカ (1990年)	日本 (1990年)	フランス (1993年)	イタリア (1993年)	イギリス (1993年)
金融機関	29.0	30.4	48.0	6.5	11.3	61.8
銀行	14.3	0	18.9	4.3	9.9	0.6
保険	7.1	4.6	19.6	2.2	0.8	17.3
年金基金等	7.7	25.8	9.5	1.9	0.6	43.9
非金融機関	71.0	69.6	52.0	93.5	88.7	38.2
事業会社	38.8	14.1	24.9	54.5	23.0	3.1
家計	16.6	50.2	22.4	20.7	33.9	17.7
公的機関	3.4	0	0.7	4.5	27.0	1.3
非居住者	12.2	5.4	4.0	11.9	4.8	16.3

出所：OECD (1995), p. 88.

## II. ドイツにおける会社支配の構造と経営者支配

### 1. ドイツにおける会社支配と経営者支配の基本構造——70年代の構造——

ドイツの会社支配構造に関する研究はこれまで幾人かのドイツの研究者と独占委員会がそれぞれの時期に応じて実証研究を進めており、それらの研究に基づいた日本での研究成果がある<sup>6)</sup>。ここでは、ドイツの1970年代の会社支配構造と経営者支配の関係を明らかにした代表的な研究とされる Schreyögg/Steinmann の研究<sup>7)</sup> と、彼等の方法論を踏襲して90年代の状況を明らかにした Beyer の研究に基づいて、ドイツの会社支配構造と経営者支配の関係について見ていく。

Schreyögg/Steinmann の研究は売上高を基準に最大産業300社（工業230社、サービス業20社、商業50社）を調査対象企業とし、これとは別に資産総額を基準にして最大25銀行、最大25保険会社を加えて、1972年と1979年を調査対象年次として会社支配の分析を行っている。

最大産業300社の支配形態の総括的な結果を示すのが表3である。その際に彼等が用いた支配状況の分類基準を示すのが表4である。

この研究では、バーリー＝ミーンズの分析手法を踏襲して、究極的支配を最終的な支配形態としている。第一段階では直接支配として表4の基準に従って各企業の持分・株式所有のデータに基づき、完全所有者支配、過半数所有者支配、少数所有者支配、経営者支配に企業が分類される。第二段階では究極的支配として、第一段階において所有者支配に分類された企業が経営者支配企業によって支配されているかどうか分析される。第一段階でIとIIの完全所有者支配と過半数所有支配に分類された企業の中で、第一段階で経営者支配としてIVに分類された企業、つまり株式が高度に分

6) 日本での主なものは次を参照。植竹晃久 (1982), 鈴木清之輔 (1981), (1982), (1991), (1992), 鈴木辰治 (1988), 高橋俊夫 (1995)。

7) Schreyögg, G./Steinmann, H. (1981), Steinmann, H./Schreyögg, G./Düthorn, C. (1983)。

表 3 最大300社の支配形態（1972年と1979年）  
（単位、比率%、売上高10億マルク）

年度 段階 企業数・売上高 支配範疇	1972年						1979年						
	第一段階			第二段階			第一段階			第二段階			
	企業数	比率	売上高	企業数	比率	売上高	企業数	比率	売上高	企業数	比率	売上高	比率
I 完全所有者支配	159	53	189	108	36		159	53		85	28		
II 過半数所有者支配	63	21	95	[ 51 ] (15)	10		54	18		26	9		
III 少数所有者支配	47	16	97	[ 35 ] (16)	4		56	19		17	6		
所有者支配 計	269	90	381	149	50	180	269	90	35	128	43	271	27
IV 経営者支配	31	10	126	[120] (39)			31	10	65(16)	173(40)	57	723(192)	73
合 計	300	100	507	300	100	508	300	100	100	300	100	994	100

注：( ) は公企業，[ ] は経営者支配に移行した企業を示す

出所：Schreyögg, G./Steinmann H. (1981), SS. 544-546, Steinmann, H./Schreyögg, G./Düthorn, C. (1983), SS. 9-11, 鈴木辰治 (1988), 146頁を参照。

表4 会社支配の分類基準

支配範疇	持分所有率	総合的支配 範疇
I 完全所有者支配	$X \geq 75$	所有者支配
II 過半数所有者支配	$50 < X < 75$ 又は $25 < X \leq 50$ ; 残りはすべて分散*	
III 少数所有者支配	$\sum_i X_i > 50$ 又は $25 < \sum_i X_i \leq 50$ ; 残りは すべて分散 } 前提条件: 共同して行動 する少数者の 数が多くない こと*	
IV 経営者支配 完全 条件付	$X_i \leq 1$ ; すべての $i$ に対して $\sum_i X_i \leq 25$ ; 残りはすべて分散 又は $\sum_i X_i > 25$ , IIIの前提条件が満たされないこと*	経営者支配

注:  $x(i)$  は資本金に占める比率

\* 個別に関して理由付けが必要

出所: Steinmann, H./Schreyögg, G./Düthorn, C. (1983), S. 7.

散した経営者支配企業（公衆株式会社）によって過半数支配されて企業と、協同組合、労働組合企業、公企業等によって過半数支配された企業とが、第二段階で経営者支配に分類される。第一段階でIIIの少数所有者支配に分類された企業のうち、その少数持分（株式）の過半数が上記の第一段階で経営者支配とされた企業によって支配されている企業も、経営者支配に分類される。第一段階で所有者支配に分類された企業のうち、その所有者が外国企業である場合には、外国企業が証券取引所資料によれば経営者支配であるので、これも経営者支配に分類される。

表3が示すドイツ最大300社の会社支配の特徴は、第一段階の直接的支配では所有者支配が圧倒的であるが（1972年と1979年においてともに全企業数の90%を占める）、第二段階の究極的支配では経営者支配企業が全体の1972年で50%、1979年57%を占め、経営者支配の優位の構成になっている



ことである。

その理由は、第一段階で所有者支配に分類された企業の半数前後が第二段階では経営者支配の分類に移行するからである。そこで問題となるのは、第一段階で所有者支配とされた企業が第二段階で経営者支配に分類される企業の内訳とその企業をどのような経営者支配企業が支配しているかである。該当する企業は、1972年では120社（うち公機関支配が39社）、1979年では141社（うち公機関支配が40社）であるが、そのうち、第一段階で完全所有支配と過半数所有支配にある企業を合わせると1972年では86社（うち公的機関支配が31社）、1979年では102社（うち公的機関支配が32社）である。このことは、第二段階で所有者支配から経営者支配の分類に移行した企業の大半は、経営者支配とされた企業によってその資本を過半数支配されていることを意味する。この数字の中に、公的機関支配による経営者支配企業数が含まれているので、これを除いて私企業という範疇で見れば、第二段階で経営者支配に移された企業の大半が、私企業で経営者支配が成立している企業に支配されていることが明らかである<sup>8)</sup>。

経営者支配企業による過半数支配が明確なこれらの企業に対して、第一段階で少数所有者支配とされたが第二段階で経営者支配に分類された企業の場合、その支配となる資本所有の割合が少数所有の過半数を支配するという基準を採っているため、支配の程度は弱くなる。この他に支配を及

---

8) ただし、この Schreyögg/Steinmann 等の研究では最大300社の中の第二段階で所有者支配から経営者支配に移行した企業のうち、公的機関支配の下にある企業についてはその数を明示しているが、それ以外の企業については、その企業を支配する経営者支配企業が最大300社に属するのか、外国会社であるのか、さらに最大300社に属さない銀行・保険会社であるのかどうかという点についての区分を行っておらず、数も明示していない。この点が彼等の研究の不備なところであるが、この点については他の研究者達の研究によって後述のところで補う。他の研究者の実証分析を考慮すると、第二段階で経営者支配に移された企業の大半が最大300社のうちの第一段階の経営者支配企業によって支配されていると推測しても大きな間違いはないと思われる。

ばす所有者が存在しないから経営者企業として分類する点では問題がないが、明確に経営支配企業によって支配される企業とは言えない点は留意されるべきであろう。こうした点を考慮する必要があるが、そうだとすると、所有が高度に分散した経営者支配企業は最大300社の一割にすぎないが、これらの経営者支配企業を主な支配主体としながら、経営者支配企業がさらに企業を支配するという経営者支配の型がドイツにおける経営者支配優位の構造を作り出していることが明らかである。

会社支配の構造に関して次に問題とすべきは、銀行・保険部門の企業の役割である。表5が示すように、銀行、保険の金融部門において経営者支配が際立っている。最大25銀行と最大25保険会社のほとんどが経営者支配に属していることは特に注目に値する。しかし残念なことには、Schreyögg/Steinmannらの研究は、最大産業300社うち第二段階で経営者企業に分類された企業に銀行や保険会社による支配がどのように関与しているのかを明示していない。銀行・保険の株式所有シェアは1980年時点で全体の15%を占めている事実からして、銀行・保険の会社支配構造への関わりを明らかにする必要があるがこの点が彼等の研究では不明である。

最大産業300社に戻って、その企業規模について見ると、表6が示すように、大規模企業ほど経営者支配優位が顕著になっている。1979年において上位100社の78%が経営者支配であり、これに対して、51から100位で経営

表5 最大25銀行と最大25保険会社の経営者支配 (1972年と1979年の比較)

(単位：%)

	経営者支配	
	1972年	1979年
銀行	100 (68)	96 (56)
保険	76 ( 0)	88 ( 0)

( ) 内は公企業

出所：Steinmann, H./Schreyögg, G./Düthorn, C. (1983), S. 15.

豊島：ドイツにおけるコーポレートガバナンス

表6 順位別に見た最大230産業会社の経営者支配の比重  
(単位：%)

順位	経営者支配 1979年			
	企業数	売上高	総資産	従業員数
1-50	78	84	86	82
51-100	54	56	67	51
101-230	45	46	52	40
1-230	54	75	78	71

出所：Steinmann, H./Schreyögg, G./Düthorn, C. (1983), S. 12.

者支配が過半数を占めているが、101から230位では所有者支配が優位の構成をとっている。

産業部門についてみると、表7が示すように、1979年ではエネルギー、

表7 産業別に見た所有者支配企業の数と比率  
(単位：%, 企業数)

産業部門	所有者支配		企業数	
	1972年%	1979年%	1972年	1979年
出版	100	100	5	5
繊維	87	50	15	4
道路輸送機・関連部門	75	67	8	12
機械製造, 航空・宇宙	63	63	32	27
食品・嗜好品	61	46	23	28
化学	59	52	29	33
鉄鋼	50	47	16	15
金属	44	36	9	11
建設・建設資材	43	55	21	20
電機	37	38	19	32
エネルギー	4	8	24	26

出所：Steinmann, H./Schreyögg, G./Düthorn, C. (1983), S. 17.

電機、金属、鉄鋼、食品・嗜好品、繊維等の部門において経営者支配が企業数で過半数をこえており、建設・建設資材、化学では過半数に近づいている。このことから、ドイツの主力産業において経営者支配が優位となっていることがわかる。

## 2. 90年代における会社支配と経営者支配の構造

Schreyögg/Steinmann の研究の会社支配の分類とその基準を踏襲して、1992年時点のドイツの会社支配と経営者支配の構造を分析したのが、Beyer の研究である。ただし、この研究では、調査対象企業を共同決定法と炭鉄共同決定法が適用される全ての西ドイツの企業としているので、企業数は694社と二倍以上となっており、Schreyögg/Steinmann の研究と直接に比較して90年代の状況を把握するには適していないが、90年代の会社支配と経営者支配の状況を押さえる上では十分利用価値がある。その分析結果の集計を示すと表8のようになる。

第一段階の直接的支配（持株比率分析）において、完全所有者支配から少数所有支配までの所有者支配企業は662社（95.4%）と圧倒的な数を占めるのに対して、株式の高度な分散による経営者支配企業は32社（4.6%）と

表 8 会社支配形態（1992年）

（単位：企業数，（ ）内は％）

	第一段階	第二段階		
		所有者支配	経営者支配	
			外国	国内
完全所有者支配	438 ( 63.1)	138 (19.9)	132 (19.0)	168 (24.2)
過半数所有者支配	126 ( 18.2)	41 ( 5.9)	20 ( 2.9)	65 ( 9.4)
少数所有支配	98 ( 14.1)	17 ( 2.4)	10 ( 1.5)	71 (10.2)
経営者支配	32 ( 4.6)			32 ( 4.6)
合計	694 (100.0)	196 (28.2)	162 (23.4)	336 (48.4)

出所：Beyer, J. (1998), S. 61.

極めて少数である。しかし、第二段階の究極的支配では、所有者支配は196社（28.2%）にその数、シェアが極端に減少して、逆に経営者支配企業が498社（71.8%）となり、経営者支配の優位がSchreyögg/Steinmannの研究が示した以上に顕著となる。

そこで問題となるのは、第一段階で所有者支配とされたが第二段階では経営者支配に移される企業であり、その企業がどのような経営者支配企業によって支配されているのかである。その際の分類基準はSchreyögg/Steinmannの前述の基準と同じものを採用している。しかし、その内訳には、公的機関支配の分類項目はなく、外国企業支配下にあるか国内企業支配下にあるかを区別して集計しているだけである。経営者支配が外国の所有下にある企業162社（23.4%）と国内の所有下にある企業336社（48.4%）と分類されているが、外国の所有下にある経営者支配企業がかなりの比重を占めているのが注目される。しかし、経営者支配優位の構造を形成する中心となっているのは、国内企業の経営者支配企業による会社支配である。第二段階で経営者支配に移された企業のうち、過半数支配以上の支配を受けている企業数は233社あり、全企業数694社の33.6%を占める。この企業を支配しているのはどのような経営者支配企業であるのかについて、Beyerは分類整理を行っていない。公的機関や銀行・保険がどのような関与を行っているのかも明らかにしていない。しかし、彼は694社に関する持分所有の主体別分布状況を示しているので、これを手がかりに少し検討することにする。

表9が示すように、持分所有の中で過半数所有以上（50%以上）が全体の48.4%を占め、これに少数所有（25-49.9%）を加えると、全体の63.0%が所有者を特定できる所有者支配に属するように、持分所有の集中度の高さが顕著である。この点は、国際比較に照らすとドイツの集中度の高さが際立つ。Prowseの研究によれば、持分所有全体に占める五大持分所有者の累計シェアの国際比較をとれば、米（1980年の非金融企業457社）の25.4%、英（1970年の製造業85社）の20.9%、日本（1984年の鉱業・製造業143

表 9 持分所有の分布状況 (694社, 1992年)

(単位: %)

	4.9未満	5-9.9	10-24.9	25-49.9	50-74.9	75-100	計
個人・家族	1.2	1.6	2.3	3.0	3.0	8.0	19.1
非金融会社	3.3	1.7	5.1	3.5	6.2	16.9	36.7
外国企業	0.6	0.7	0.7	1.3	1.1	7.1	11.5
銀行	2.0	1.8	3.9	2.2	0.4	0.3	10.6
保険	2.7	1.6	3.0	2.2	0.5	1.6	11.6
投資会社	0.2	0.0	0.7	0.3	0.1	0.2	1.5
国家	1.3	0.7	1.8	2.1	1.3	1.8	9.0
合計	11.3	8.1	17.5	14.6	12.6	35.9	100.0

(注: 694社と総計1218の資本持分についての持分所有の分布状況。個人及家族に財団が含まれる。所有者が確定できない財産管理会社と企業間持株会社は投資会社に含まれる。財産管理会社の所有者が調べられる限り、この表にそれが入っている)

出所: Beyer, J. (1998), S. 65.

社)の33.1%, ドイツ(1990年の非金融会社41社)の41.5%であり, ドイツの集中度が著しい。さらに, 同じく, 過半数所有の国際比較によれば, サンプル企業数全体に占める過半数所有の企業は, 米10.8%, 英9.8%, 日本8.4%, ドイツ25.1%とドイツのそれは突出している<sup>9)</sup>。

こうした持分所有の集中度が際立って高いドイツにあって, その持分所有の主体別分布において, 表9が示すように, 過半数所有の比重が高いのは非金融企業, 個人・家族, 外国企業, 国家の順である。各々が, 全持分所有のうち23.1%, 11.0%, 8.2%, 3.1%を占めている。個人・家族は所有者支配に, 外国企業と国家は経営者支配に分類されるが, 他の企業を支配する最大である非金融企業の持分支配を経営者支配か所有者支配にどのように配分するかは, Beyerのこの表9からは不明である。しかし, 表8の

9) Prowse, S. (1994), p. 35-36.

結果と照らし合わせると、この非金融企業の持分所有のかなりの部分が経営者支配の手段となっていることが推定されるのである。次に、銀行・保険について見ると、投資会社は銀行の子会社が大半であるからこれを加えた銀行・保険の持分所有の過半数以上支配は全持分所有の3.1%となり、国家のそれに匹敵する。銀行・保険はSchreyögg/Steinmannの研究によれば、ほぼそのほとんどが経営者支配であるから、銀行・保険が支配する企業は経営者支配企業に分類され、これが表8において第二段階に経営者支配が優位になる構成に、非金融企業、外国企業、国家と並んで重要な一翼を担っていることが推定されるのである。

さらに、表9から、持分所有と会社支配の関係について重要なことが分かる。銀行・保険及び投資会社の持分所有の所有率分布は、過半数所有以上よりも25%以下の所有率の持分の方が圧倒的に多いことである。これに対して、個人・家族、非金融企業、外国企業の場合は逆に過半数所有以上の方が顕著に多い。つまり、全持分所有（つまりその大半は株式所有）に占める銀行・保険及び投資会社を合計した持分所有の比重は23.7%と非金融企業に次いで大きい、そのうち過半数以上支配に相当するのは3.1%（少数所有支配までを含めると7.8%）とかなり低い比重しか占めていないことである。このことは、銀行・保険及び投資会社の持分所有の全体に占める比重は高いが、会社支配の手段として利用される持分所有の比率はかなり低いということの意味している（ただし、銀行による会社支配の問題を考察する場合、持分所有の他に代理議決権、役員兼任、融資等の手段があり、これらを総合的に検討して、実質支配力を明らかにする必要がある）。

### Ⅲ. 企業結合形態の分類と会社支配構造

前章でドイツの会社支配の構造を伝統的な持株比率分析と支配主体分析に基づいて明らかにした。これまで一般的にドイツでは所有者支配が支配的であるという通説は、直接的支配のレベルに分析をとどめた皮相な見方であり、究極的支配のレベルまで分析を進めると、ドイツでは経営者支配

の企業が圧倒的であることが確認できるのである。このことは、個人・家族・同族による所有者支配はドイツにおいても後景に退き、事業会社と金融機関などの法人による会社支配が、それも経営者支配企業による会社支配が中心になっていることを意味している。

こうしたことを踏まえ、次に問題となるのは、こうした会社支配はどのような企業結合形態を取っているのかを明かにすることによって、会社支配構造をより具体的に解明することである。ドイツの会社支配構造を解明する際に、コンツェルン支配が広範囲で強固であること、三大銀行の支配・影響力が強大であることが特に注目されて会社支配構造の分析がこれまで進められてきたが、この視角では、ドイツにおける会社支配構造における重要な要素である交差所有＝相互所有の問題を看過することになっている。この交差所有＝相互所有の問題は、今回の株式法改正をめぐる政策論議において、銀行支配の問題と関連して重要な関心の的になったように、会社支配構造の問題、コーポレートガバナンス問題を考察する際に、見落としはならない問題である。この問題を提起したのは Wenger や Adams 等<sup>10)</sup>であるが、彼等の指摘を踏まえ、会社支配構造の全体像を考察する実証的分析にまでに研究を進めたのは Windolf と Beyer 等である。よって、次に、Windolf と Beyer の研究による会社支配形態の分類方法と実証研究に依拠しながら、ドイツの会社支配構造について分析をさらに一歩進めることにする。

### 1. 企業結合の 4 つの基本形態

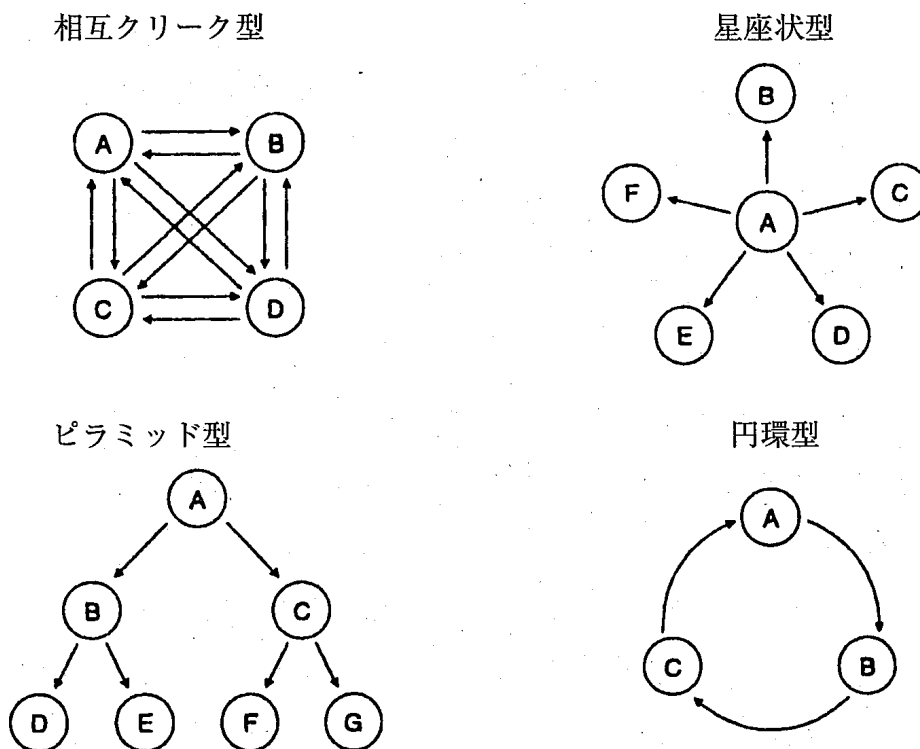
ドイツの企業結合について、先進諸国における企業結合の型との比較を意識しながら、Windolf/Beyer は図 1 に掲げる 4 つの基本形態、すなわち、相互クリーク型 (reziproke Clique)、星座状型 (Stern)、ピラミッド型 (Pyramide)、円環型 (Kreis) に分類する方法を提起している<sup>11)</sup>。

10) Wenger, E. (1993), Adams, M. (1994a), (1994b).

11) Windolf, P./Beyer, J. (1995), SS. 3-6.



図1 企業結合の4基本形態



出所：Windolf/Beyer (1995) S. 4.

相互クリーク型は、日本の6大企業集団の相互所有関係と類似のもので、メンバー企業は他のメンバー企業の株式の数パーセント程度しか相互に所有しないが、全メンバー企業の所有株式を合わせると各メンバー企業を支配できる所有関係が形成されているものである。この型では、あるメンバー企業が他のメンバー企業に対して支配的影響を行使することはできないが、外部の影響、例えば敵対的買収から防衛することを可能にする。外部からの影響や支配を遮断することによって、この相互所有の下では経営者支配が成立しており、この型に属する企業は経営者支配型の企業に分類される<sup>12)</sup>。

12) Windolf, P./Beyer, J. (1995), S. 3.; Beyer, J. (1998), S. 111. Windolf/Beyerによれば、ドイツにおいてこの相互クリーク型と認定される集団は5つに過ぎないという。Allianz AG Holding, Dresdner Bank AG, Münchner Rückversicherungsgesellschaft等がメンバーとなった相互クリークはそのうちのひとつとしている (Windolf/Beyer (1995), S. 4)。

この相互クリーク型をドイツにおいて典型的に示すのが、銀行・保険部門の主要企業の資本結合であるが、これに幾つかの株式所有が高度に分散した経営者支配型の工業や商業の主要企業が加わって多角的に交錯する資本結合を展開している。

星座状型は、中心に支配企業である親会社があり、この親会社が資本所有によって衛星に位置する子会社を支配しているタイプである。資本結合と人的結合の方向は親会社から子会社への一方的な方向となっており、子会社間には相互に資本的、人的結合関係がない。星座状型は、日本の独立系企業集団に類似しており、ドイツのコンツェルンにはこのタイプが存在する場合がしばしばある。

星座状型の結合の方向を逆にすると逆星座状型となるが、これは英や米における大企業の資本結合の最も典型的なタイプであり、Scottの主張する「利益星座状連関」<sup>13)</sup>である。米では金融機関や機関投資家の非金融企業への株式所有が5%に制限されていることが、「利益星座状連関」形成に導く重要な制度的要因となっている。しかし、ドイツではこうした株式所有制限という制度的要因がないので、逆星座状型は主要な企業結合のタイプとして発展していない。

ピラミッド型は、支配会社を頂点に子会社、孫会社へと二段階、三段階の資本関係が裾広がりしているタイプである。日本の企業集団において、社長会構成企業が相互クリーク型を構成するが、他方、部品メーカーを系列企業として傘下に擁する社長会構成の大企業がこのピラミッド型をとっており、また、ベルギーではピラミッド型が多い。ドイツでは、コンツェルンが広く発達しているが、多段階の資本関係を展開するコンツェルンがこのタイプに属する。

円環型は、AdamsやWengerらが問題とした交差所有のうちの円環的結合に該当するものである。円環型の資本結合の特徴は、この型に参加する

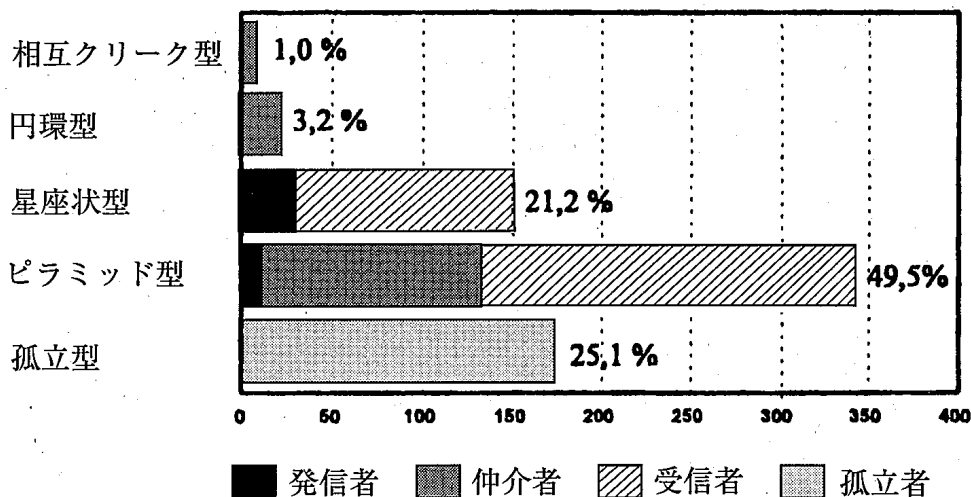
13) 英と米の星座状連関については、スコット (1989) を参照。

企業において、幾つかの企業を仲介して最終的に企業が自己資本を間接的に所有する関係が形成されることにある。円環型は相互クリーク型と同じ機能を持ち、円環の外部にいる者の影響力を遮断して経営者の自立性を保障し、敵対的買収を阻止することを可能にする経営者支配を成立させる。この円環型は、フランスでは大企業に対する家族所有支配を保障するために広く利用されている方法であり、ドイツでは銀行と保険、及び幾つかの大企業との結合に利用されているものである<sup>14)</sup>。

## 2. 4基本形態の定量的分析結果とその含意について

上記の4基本形態の定量的分析を始めて実際に行ったのはBeyerである。図2と図3がその分析結果をまとめたものである。分析データとして採用されているのは、Beyerが会社支配分析の際と同じで、企業数は694社である。この資本結合と並んで、これらの企業の役員（監査役と取締役）に関して、確かな情報が入手可能な616社の役員総数11866ポストの人的結合

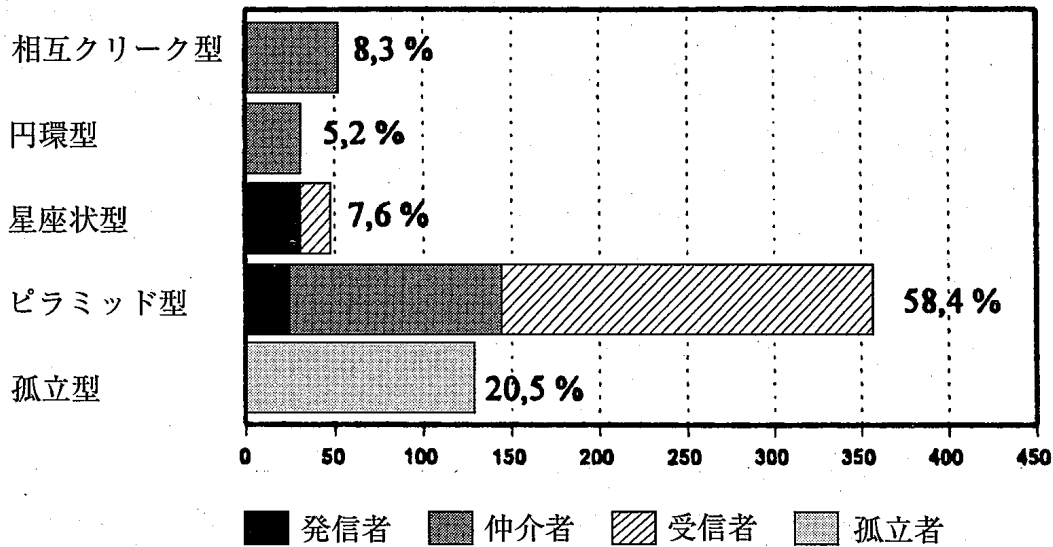
図2 資本結合の基本形態



出所：Beyer (1998) S. 99.

14) 以上の4基本形態についての説明は、Windolf, P./Beyer, J. (1995), SS. 3-7, Beyer, J. (1998), SS. 89-93を参照。

図 3 人的結合の基本形態



出所：Beyer (1998), S. 100.

(役員兼任) が分析されている<sup>15)</sup>。

図 2 と図 3 には 4 基本形態以外に、発信者 (Sender)、仲介者 (Intermediäre)、受信者 (Empfänger)、孤立者 (Isolierte) の 4 タイプが記されている。それは、各企業を 4 基本形態に分類するにあたって、各企業の結合の仕方と位置を確定するために必要な分析によっている。その分析には Freeman の入度数・出度数分析<sup>16)</sup> が利用されている。この分析方法よれば、企業は次の 4 つのタイプに分類される。結合において専ら出発点となっている企業は発信者 (Sender) に分類される。資本結合では、発信者は他の企業の株式 (持分) を所有するが、他のどの企業からも株式 (持分) の所有を受けない。人的結合では、発信者の取締役が他の企業の監査役を兼任するが、自社の監査役会には他の企業からの取締役派遣はない。資本結合と人的結合に関して、受け入れのみを行っている企業は受信者 (Empfänger) に分類される。資本結合と人的結合について、発信者であるとともに受信者である企業は仲介者 (Intermediäre) に分類される。発信者

15) Beyer, J. (1998), S. 99-101.

16) Freeman, L. C. (1979).

表10 企業の発信者—受信者構造

(単位：%)

	資本結合	人的結合
発信者	7.2	8.9
結合関係 1	3.5	5.5
結合関係 多数	3.7	3.4
受信者	46.7	37.3
結合関係 1	36.0	10.2
結合関係 多数	10.7	27.1
仲介者	21.0	33.3
孤立者	25.1	20.5
合計	100.0 (N=693)	100.0 (N=616)

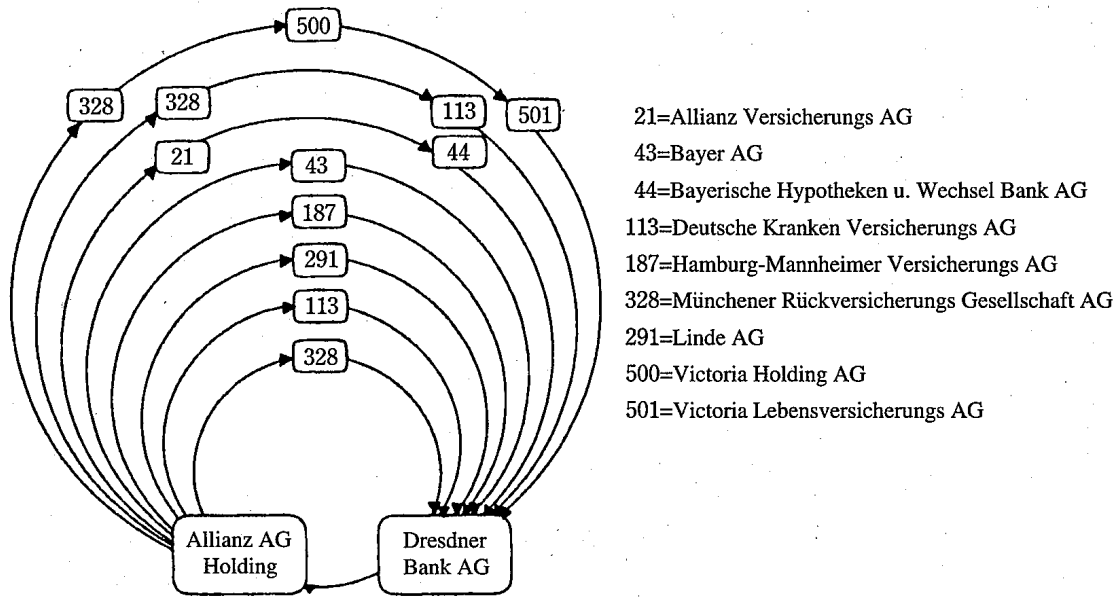
出所：Beyer, J. (1998), S. 94.

でもなく受信者でもない企業は孤立者 (Isolierte) として分類される。4つのタイプの分類結果をその比率で集計すると表10となる。

4つのタイプの分類を経て、各企業を4基本形態に分類されるが、円環型に属する企業かどうかを調べるためには、ネットワーク分析のウォーク (walk) という方法が利用される。結合関係の方向に注目し、結合関係が幾つかの媒介者を通じて出発の企業に戻ってくる円環的結合関係があるかどうかを調べることが、このウォークの利用によって可能となる。ウォーク分析によって結合関係がある企業は円環型に分類される (但し、クリーク調査によってクリーク結合がある企業は、相互クリーク型に分類される。人的結合の分類に関して、媒介者の数が4を超える場合は、意味がないとして円環型には加えないとしている)。円環型結合の具体例を見ると図4となる。

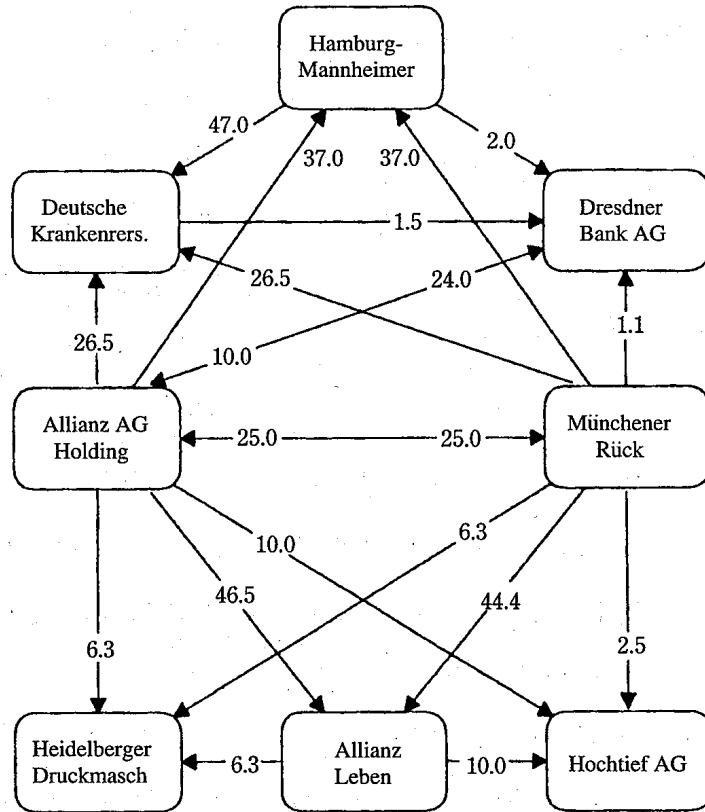
相互クリーク型に属する企業かどうかを調べるためにネットワーク分析のクリーク調査が利用される。最少数4以上の企業で構成されるクリークに属し、かつ、ウォーク分析で結合関係のある企業が、相互クリーク型の企業に分類される。相互クリーク型結合の具体的例を見ると図5となる。

図 4 円環型の資本結合



注：Allianz AG Holding と Dresdner Bank AG の例。  
出所：Beyer (1998), S. 96.

図 5 相互クレーク型の資本結合



出所：Beyer (1998), S. 97.

かくして、発信者 (Sender) は星座状型かピラミッド型に属するので、この二つの何れかに分類され、受信者 (Empfänger) は星座状型かピラミッド型に属するので、この二つの何れかに分類され、仲介者 (Intermediäre) は円環型か相互クリーク型かピラミッド型に属するので、この三つの何れかに分類され、孤立者 (Isolierte) は孤立者として分類される。

以上の分析手続きを経て、4基本形態に分類した集計が上記の図2と図3である。資本結合について見れば、相互クリーク型は全体の1.0%、円環型は全体の3.2%を占め、AdamsやWengerが問題とした交差所有による企業結合は(相互クリーク型と円環型を合わせたもの)、ドイツの企業結合において数の上では極めて少数であることが判明する。やはり、数の上で圧倒的なのは、ピラミッド型であり全体の49.5%を占めている。これに続くのが星座状型であり、全体の21.2%を占める。この二つの型はコンツェルンとして括ることができるので、両者を合わせると全体の70.7%となり、ドイツにおいて支配的企業結合形態はコンツェルンであることをあらためて確認することになる<sup>17)</sup>。

しかし、相互クリーク型、円環型は、人的結合=役員兼任の点では、資本結合よりも広く展開している。図3が示すように、相互クリーク型は資本結合の1.0%から人的結合では8.3%を占め、円環型も同様に3.2%から5.2%を占めている。このことは、資本結合では星座状型に分類されている企業が、人的結合の分類では他の型に分類されている企業が多いことを意味する。

以上のように、相互クリーク型と円環型は企業数に占める比重は低いことが明らかとなったが、しかし、これらに属する企業の規模を見ると表11が示すように、その意義は軽視できないものがある。ピラミッド型コンツェルンの親会社(発信者、ピラミッド型)は、資本金、売上高、従業員数、自己資本、利潤等で他の基本形態の企業よりもその規模は巨大であるが、

17) Görling はドイツにおけるコンツェルン集中に関するこれまでの諸研究を概観しながら、ドイツの株式会社の70%超、有限会社の50%超がコンツェルンの支配下にあるとしている (Görling, H. (1993), SS. 538-539)。

表11 資本結合形態別の企業の相違

分類	規模			自己資本		利潤			傾向	多角化
	資本金	従業員数	売上高	自己資本	自己資本比率	利潤	営業利益	自己資本収益率	売上高伸び率	部門数
1 発信者 星座状態型	356.9	18007	5499.7	1772	28.9	84.0	279.3	-0.01	4.7	1.3
2 発信者 ピラミッド型	981.6	51947	21369.6	5300	16.4	395.4	952.3	0.10	4.1	2.3
3 クリーク型	556.1	25795	21483.8	4828	8.9	353.9	676.1	0.11	34.5	1.1
4 円環型	431.1	29056	9948.8	2527	17.2	216.8	299.5	0.08	15.8	1.5
5 仲介者 ピラミッド型	430.5	34137	10813.9	1896	26.0	94.4	270.1	0.02	5.8	1.7
6 受信者 星座状態型	163.3	6737	2018.0	489	27.3	21.3	56.1	0.10	-0.8	1.3
7 受信者 ピラミッド型	125.3	7889	2377.7	526	26.6	50.1	45.6	0.11	4.7	1.3
8 孤立者	105.2	6474	3091.8	350	29.0	4.5	130.4	0.07	4.0	1.2

(単位：資本金、売上高、自己資本、利潤、営業利益は百万マルク、従業員は人、自己資本比率、自己資本収益率、売上高伸び率は%)

注：売上高伸び率は1992-1994年の期間。規模、自己資本、利潤、多角化の項目の数字は分類1から8の各々の平均値。

出所：Beyer, J. (1998), SS. 106-107.



規模の点でこれに続くのが相互クリーク型企業である。売上高、自己資本、利潤の項目では相互クリーク型企業はピラミッド親会社にほぼ匹敵する規模を持っている。円環型企业とピラミッド型の仲介者企業がほぼ同じ規模であり、これに続くのが星座状型コンツェルンの親会社（発行者、星座状型）である。このように規模の点から見て、相互クリーク型企业と円環型企业は軽視できないことが分かる。

さらに、相互クリーク型に関連して指摘すべきことがある。相互クリーク型では4社以上の企業間に相互所有が存在する場合だけを取り上げているので、2社間や3社間の相互所有が存在しても、こうした相互所有は相互クリーク型には表れないので、相互所有の存在が過小評価されることになることが留意されるべきである。表10が示すように、仲介者に分類された企業の資本結合の比率がそのまま相互所有を示すものではないが、その中に相互所有が含まれていることを考えると、それが資本結合全体の21.0%を占めていることは、相互所有を軽視できないことを示唆しているのである。ドイツでは相互所有は発展しておらず、相互所有が重要な意味を持っていないとするのが従来の日本の研究であったが<sup>18)</sup>、このことは再考を要するであろう。

この相互所有について、Biehlerの研究によって少し補足したい。彼は法的経済的に独立した最大50の金融機関、最大200の産業企業（製造業、商業、サービス業）と法的経済的に従属しているが最大200社よりも規模が大きい80社の計最大330社の資本結合の状況を取り上げ、これらの企業間で10%以上の資本参加関係があるかどうかを調べている（2社間の相互所有はこれに含まれるが、相互所有以外の結合形態も含まれている）。表12が示すよう

18) 犬飼欽也は1960年時点で保険部門において相互所有が全部で46事例があり（たいていの場合円環的参加と一緒に生じている）、そのうち3つが相互に25%以上であり、工業では6例しかないと調査結果を記している（犬飼欽也（1968）、48-49頁）。鈴木清之輔は最大100社の中の産業トラスト企業間では相互持合いがほぼみられない、日本の企業集団とはその点で多いに異なっているとしている（鈴木清之輔（1981）、108頁）。

表12 330社間の資本参加関係

(単位：企業数, ( ) 内は%)

		330社に属する企業からの 10%以上の資本参加		
		無	有	計
330社に属する企業に 10%以上の資本参加	無	139 (42.1)	108 (32.7)	247 ( 74.8)
	有	52 (15.8)	31 ( 9.4)	83 ( 25.2)
計		191 (57.9)	139 (42.1)	330 (100.0)

出所：Biehler, H. (1986), S. 91.

に、他の企業に対して10%以上の持分所有を行うが他の企業から持分所有を受けないで一方的所有を行う企業 (Besitzer) は330社のうちの52社(15.8%)である。これと並んで、他の企業に対して10%以上の持分所有を行うが逆に他の企業によって10%以上の持分所有を受ける企業 (Intermediäre) が31社 (9.4%) も存在している。Besitzer に属する企業の大半が巨大コンツェルンの親会社であり、Intermediäre に属する企業は同様にコンツェルン親会社であるが、かなりの企業は部分コンツェルン (Teilkonzern) の親会社であると Biehler はいう。それらが属する産業部門は、ともに製造業、商業、銀行、保険に集中しており、その企業規模は最大330社の中の上位最大109社に集中している。これらのことから、Intermediäre の資本結合は必ずしも相互所有そのものを示すものではないが、その中に相互所有が存在し、それが企業結合の重要な一つの紐帯になっていることが窺えるのである。金融、保険において多角的な相互所有が企業結合の主要な紐帯になっていることは既に見たが、相互所有が製造業、商業においても重要な役割を果たしていると推測されるのである<sup>19)</sup>。

さらに、4基本形態分類の相互クリーク型、円環型について若干付言したい。この型の分類を行えば、そこから一定の企業集団が存在すると想定

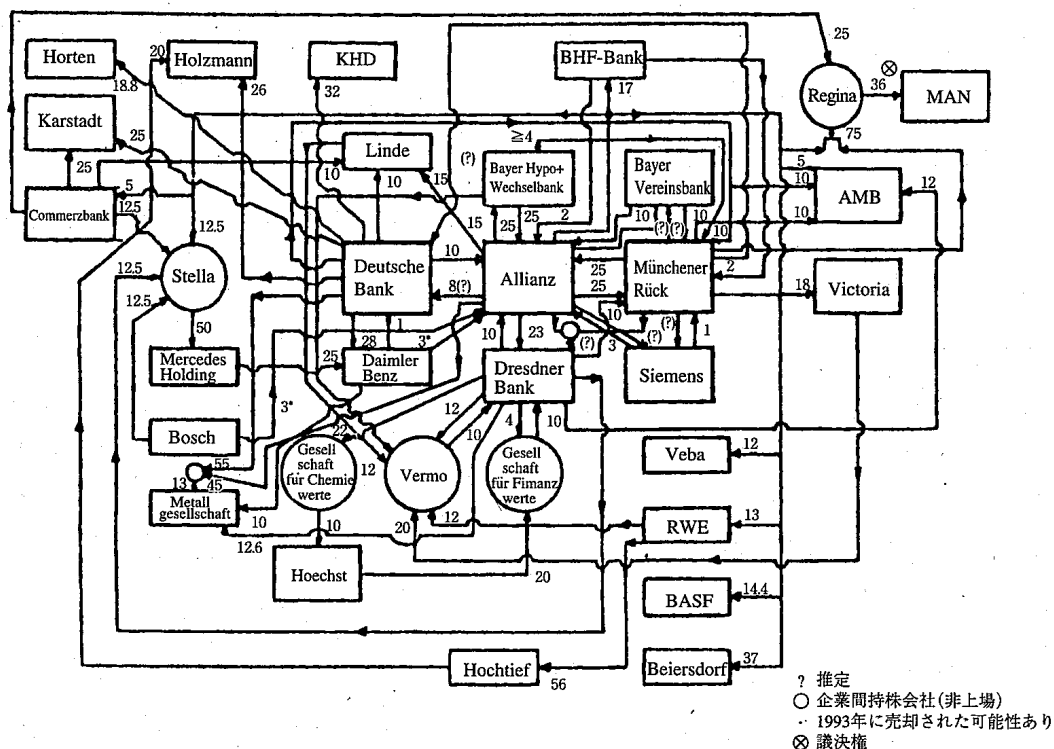
19) Biehler, H. (1986), SS. 90-94.

することは可能である。例えば、相互クリーク型に属する企業が幾つかの集団にまとまり、日本の企業集団のように幾つかの企業集団を形成すると想定することは可能である。そうしたことを考えると、この4基本形態分類の方法は、ドイツにおける企業集団の実態を研究する上では、興味深い方法を提示するものと見なすことができるが、Beyerはそうした企業集団分類まで分析を進めていないのである。その理由についてBeyerは何も言及していないので不明であるが、相互クリーク型に分類された企業をさらに幾つかの企業集団に分けて分類するほどの明確な集団化の存在が確認されないこと、つまりそれほど相互クリーク型に属する企業の資本結合は多角的に重層的に相互的に交錯していることが主な理由と考えられる。日本の企業集団の場合、他の企業集団と一定の資本結合を持っているが各企業集団は他の企業集団と区別できる資本結合を基軸に、集団として確定できる指標（社長会、融資系列、役員兼任、集団内取引等）が明確に存在するが、ドイツにおいてはそうした指標が明確でなく、企業集団に分類することが困難であるほど資本結合が交錯し複雑なのである<sup>20)</sup>。そうした交錯した資本結合をよく示すものとして図6を例示しておく。

コンツェルンを形成する星座状型とピラミッド型の場合、そこでは支配・被支配の関係が存在するからコンツェルンとしての企業集団の確定は、円環型や相互クリーク型に比べ、比較的容易である。しかし、コンツェルンの中心となる親会社は銀行・保険会社やあるいは他のコンツェルンの親

20) ドイツにおける企業集団の確定の試みはこれまでも幾つかなされており、その中の代表的なものの一つに、銀行と産業企業の結合に注目した金融グループ概念に基づき、金融グループの確定とその構造に関する研究がある。しかし、この研究を行った Pfeiffer の論文を見ると、そこでは、Deutsche Bank 金融グループ、Dresdner Bank 金融グループ、Commerzbank 金融グループに企業集団を分類する基準としているのは人的結合（役員兼任）だけであり、資本結合についてはなんら実証的な結合関係に基づく分類がなされていない。人的結合を指標に企業集団研究を行うことはそれなりの意味があるが、この指標だけで企業集団を確定するのは一面的であろう（Pfeiffer, H. (1986), SS. 476-479）。

図 6 ドイツ大銀行・保険会社・企業間の株式持ち合い状況



出所：Adams (1994), S. 150. 原資料は Wenger (1993) が作成したもの。  
 本図は吉森 賢 (1994), 12頁から引用。

企業と資本結合や人的結合をもっているものがあり，Beyer が 4 基本形態に分類したように円環型，相互クリーク型とコンツェルンの二つの型とを整然と区別することが可能かどうか厳密に考えると問題は残る。さらに，コンツェルンの子会社に関して，複数の親会社同士が，あるいは親会社と子会社が共同出資して少数所有支配を行っている企業がドイツでは非常に多い。既に紹介した Biehler の研究によれば，最大 330 社のうちの 2 社が各々 10% 以上の持分所有を行っている共同所有企業（2 社を合わせると 20% 以上の持分所有）が 353 社ある（このうち 40 社は最大 330 社に属する）<sup>21)</sup>。しかも，親会社同士が共同所有を網の目のように張りめぐらせており，その共同所有企業の数も多い場合には 10 社以上となっている。こうした事実から，

21) Biehler, H. (1986), SS. 94-98.

コンツェルンについても、その集団の線引きはそれほど容易でないことが窺えるのである<sup>22)</sup>。

### 3. 4 基本形態を踏まえた会社支配構造と経営者支配の問題

円環型と相互クリーク型からなる円環・交差的結合に注目した上記の4基本形態の分類による企業結合と既に明らかにした会社支配構造とを関連させると、どのようなことがコーポレートガバナンス問題にかんして照射できるのか、これについて次に見ていく。

Beyer は、表8でまとめた会社支配構造の分析と4基本形態の分析に基

表13 会社支配形態別の4グループの相違 (平均値比較)

変数	グループ1	グループ2	グループ3	グループ4	F-Ratio
資本金	461.3	403.6	124.6	221.4	14.53**
従業員数	28269	32578	12405	9536	13.02**
売上高	12420.6	10296.6	3522.9	3224.6	18.33**
自己資本	3123.8	2456.0	609.2	777.3	15.34**
自己資本率	15.1	24.9	29.5	26.0	5.54**
利潤	256.8	150.6	50.1	39.5	9.25**
営業利益	389.9	382.7	108.4	100.6	7.88**
自己資本収益率	0.09	0.00	0.04	0.08	1.06
売上高伸び率 1992-94年	19.8	2.8	7.0	1.8	6.17**
部門数	1.4	1.6	1.4	1.4	2.05
設立年	1903	1907	1903	1917	2.38*

単位：資本金，売上高，自己資本，利潤，営業利益は百万マルク，従業員は人，自己資本率，自己資本収益率，売上高伸び率は%

(注) 円環型とクリーク型の結合企業 (グループ1)，古典的経営者支配企業 (グループ2)，古典的所有者支配企業 (グループ3)，経営者支配企業の子会社 (グループ4)；\*\*=0.05の有意性，\*=0.10の有意性

出所：Beyer, J. (1998), S. 112.

22) この共同出資会社に関して、いわゆる共同企業 (Gemeinschaftsunternehmen) の1980年代の状況をドイツ独占委員会の調査に基づき100大企業を対象に考察している鈴木清之輔の論文 (1993) も参照されたい。

づき、さらにそれらの企業を表13のように分類している。円環型と相互ク  
 リーク型はその資本結合の機能から分散所有に基づく経営者支配と同じで  
 あり、この結合を行っている企業をグループ1に分類し、これと区別する  
 意味で、株式が高度に分散して経営者支配が成立した経営者支配企業（直  
 接的支配で経営者支配に分類された企業）と、直接的支配では少数所有支  
 配に分類されたが究極支配では経営者支配として分類された企業を古典的  
 経営者支配企業としてグループ2に分類している。さらに、究極的支配で  
 所有者支配に分類された企業を古典的所有者支配としてグループ3に、直  
 接的支配では過半数支配に分類されたが究極的支配では高度分散所有の経  
 営者支配型の企業によって過半数支配を受ける企業を経営者支配企業の子  
 会社としてグループ4に分類している<sup>23)</sup>。

表13が示すように、平均値比較によって、資本金、従業員、売上高等の  
 規模に関する変数において、そして、自己資本、自己資本率、利潤額、営  
 業利益、売上高増加率に関する変数において、グループ間に有意な差異が  
 あると分析している。ここから、グループ1と2はグループ3と4に対し  
 て、規模の点で巨大であり、自己資本比率の点で低く、利潤額で大きいと  
 いう明確な差異があることを明らかにしている。

さらに、Beyer は、重判別分析によって、どの変数がグループを最もよ

23) Beyer, J. (1998), SS. 111-112. この表では各グループに何社の企業が入るのか  
 明示されていない、それゆえ経営者支配企業をグループ1, 2, 4に分類している  
 が、各々のグループが調査企業全体のうちどれだけのシェアを占めるのかが明示  
 されていない。この点がこの表の難点である。そのシェアをBeyerの説明に従っ  
 て計算してみたが、グループ1のシェア4.2%が表8のどの分類項目からとりださ  
 れるかが不明であるので、経営者支配に関係するその他のグループのシェアが正  
 確に計算できない不都合が生じる。つまり、各グループのシェアを表8と図2に  
 基づき計算すると、グループ1は4.2%、グループ2は16.3%、グループ3は28.2  
 %、グループ4は55.5%となる。合計すると104.2%となり、グループ1のシェア  
 分がそのまま100%を超える数字として表れるのである。こうした不備があるが、  
 このことを承知の上で、おおよその見当つけるには上記の計算でよいと考えても  
 大きな差支えがないかもしれない。

く区別するのかを調べている。そして、グループ1、2とグループ3、4との間に従業員数、利潤額、資本金について明確に相違が存在すること、グループ3とグループ4との間に設立年と自己資本比率について明確な相違が存在すること、グループ1とグループ2との間に売上高増加率、部門数（多角化度）、自己資本収益率について明確な相違が存在することを明らかにしている。加えて、分類マトリックスを用いて、個々の企業のグループ所属に関して、予測と実際を対比し、判別関数の信頼性を調べているが、分類予測が全体で50.2%が予測と実際が一致したが、グループ2だけが28.1%と顕著に一致する比率が低いと分析している<sup>24)</sup>。

バーリー＝ミーンズの経営者支配論の提起以来、経営者支配論を主張する論者において共通認識となっているのは、経営者支配企業においては、経営者と所有者の利害は一致せず、経営者は独自の利害と所有者企業の利潤極大化目的とは異なる目的を追求するため、経営者支配企業において非効率が発生するということである。この共通認識を踏まえながら、エイジェンシー理論は、利害の不一致と情報の非対称性を仮定して、経営者が非効率的な経営を行うモラル・ハザード現象が起こり、エイジェンシー問題とエイジェンシーコストが発生するメカニズムを説いている。そして、経営者支配企業に関するエイジェンシー問題の非効率を具体的に示すものとして、高い自己資本比率（低い負債比率）と低い自己資本利益率、高い事業分野の多角度（事業部門数）、高い売上高増加率が指標として想定されている。つまり、株主と経営者の関係では、自己資本比率が高ければ高いほどエイジェンシー・コストが高くなるが、経営者は自己資本比率を高めようとするインセンティブを持つこと（債権者と経営者の関係では、経営者は債権者の牽制・影響力を回避するために負債比率を低めようとするインセンティブを持つ）、利潤極大化と異なる経営者の独自の目的を追求するインセンティブを持つため自己資本収益率が低くなること、リスクな投資に

24) Beyer, J. (1998), SS. 113-115. 重判別分析の方法を説明し、その分析結果の表をBeyerは載せているので、詳細はこの当該頁を参照されたい。

よって経営者が地位を失うことをさけるため、投資政策ではリスク回避的な多角的投資を選好するインセンティブを持つこと、利潤極大化と異なる成長極大化を目的を追求するため、高い売上増加率を目指すインセンティブを持つことが想定されている<sup>25)</sup>。

こうした経営者支配の非効率性とその具体的指標を考慮すると、Beyerの先の4グループ分類による分析から出した結果からどのようなことが明らかになるであろうか。

自己資本比率に関しては、所有者支配企業であるグループ3のほうが他の経営者支配企業のグループ1, 2, 4より高い比率を示している（そのなかでも、グループ1の自己資本率が際立って低い）。つまり、上記の具体的指標の自己資本率が予想しているものとは反対の数値が出ている。このことは、他の条件を考慮しないならば、経営者支配企業は債権者、それは主には銀行であるが、その牽制・影響力を受ける度合いが所有者支配企業よりも強く（グループ1が最も強く）ということの意味する。

自己資本収益率については、グループ1と2との間で明確な差異が確認できるだけで、所有者支配企業と経営者支配企業についての差異は確認できない。自己資本収益率について、グループ1はグループ2より高いということは、この点について、経営者支配企業の非効率性がグループ2において顕著であるが、グループ1はそうした非効率性が確認できないことを意味している。

売上高増加率に関しては、所有者支配企業のグループ3に対して高い増加率を示しているのが、グループ1だけであり、グループ2, グループ4は低い増加率を示している。この点で、経営者支配企業の特徴が現われているのが、グループ1だけである。売上高増加率が高く、自己資本収益率が低いならば、明らかに経営者支配企業の非効率性が確認できるのであるが、Beyerの調査からはそれは確認できない。

25) 経営者支配論及びエイジェンシー理論による経営者支配の非効率とその指標については次を参照。Beyer, J. (1998), SS. 40-49. 菊澤研宗 (1998), 57-78頁。



事業分野の多角度に関しては、所有者支配企業と経営者支配企業の差異を確認できない。ただ、グループ1とグループ2については相違が確認できる。この点で、経営者支配企業において、グループ2はその経営者支配企業の特徴をグループ1より明確に示していることが確認できるのである。ただし、このことは、グループ2は均質でない度合いが高いので、グループ2の平均的性格に合致する企業が他のグループよりも少ないことを考慮すべきであると Beyer は指摘しているので、ある程度限定に確認されるとみたほうがよいようである。

以上のように、Beyer の分析結果からは、経営者支配企業の非効率性の具体的指標については、グループ2の古典的経営者支配企業が経営者支配の非効率性を示すことが確認されるが、それ以上のことは、明確に確認できないのである。この点で、Beyer は、グループ1の円環型と相互クリーク型の経営者支配企業の業績が良好であることに注目すべきと結論付けている<sup>26)</sup>。

こうした Beyer の企業結合の4基本形態分類による企業業績の比較研究は、会社支配形態研究とコーポレートガバナンス研究を関連させる視角を提示している点で、興味深い研究であると言える。しかし、Beyer の場合、交差所有に基づく経営者支配企業の問題性に関心を置き過ぎたため、銀行の支配、影響力の下にある企業のコーポレートガバナンス問題、コンツェルンのコーポレートガバナンス問題というドイツのコーポレートガバナンス問題で最も重要な問題が具体的に検討されていない。この点に関して、経営者支配企業であるドイツの銀行が支配的影響力を持つ企業とそうではない企業との業績を実証的に分析して、銀行支配の問題性を明らかにしようとする研究<sup>27)</sup>が幾つかあり、コンツェルン研究が最近さらに深化されて

---

26) Beyer, J. (1998), S. 116.

27) これに関しては、ドイツにおける銀行の支配的影響下にある企業の業績と他の企業のそれとの比較研究を行った諸研究についての紹介・整理をしている Baums (1996) の論文が参考になる。

いるので、その他のコーポレートガバナンスに関する問題とあわせて、今後の研究の課題としたい。

### むすびにかえて

これまで、この小論において、ドイツにおける会社支配構造を解明し、経営者支配の優位の構造とその企業結合の形態の構造を解明し、経営者支配の問題を企業業績と関らせてコーポレートガバナンス問題にどのようなことが照射できるかを考察してきた。

株式所有構造をさらに会社支配構造にまで掘り下げ、これを踏まえて、所有者支配企業と経営者支配企業の業績を実証的に比較検証することは、コーポレートガバナンス問題を論じる場合に、コーポレートガバナンスのシステムや制度の検討とならんで、重要な研究領域である。しかし、ドイツに関してこの企業業績まで踏み込んだ研究がこれまで非常に少ない。Beyerの研究はドイツのコーポレートガバナンス研究に一石を投じた興味深い研究であるが、まだ十全とは言い難く、こうした研究が進むことが望まれる。

これと並んで、重要な研究領域であるがこれまで研究が手薄なのが、コーポレートガバナンスのシステムがどのように機能しているかに関する実証的研究の分野である<sup>28)</sup>。この手薄な分野において、企業の業績と経営者に対する規律づけとの関係、具体的には経営者の交代（更迭）との関係を実証的明らかにして、どのようにコーポレートガバナンスシステムが機能しているかを国際比較している研究がある。Kaplanの研究がそれであるが<sup>29)</sup>、この研究が提起しているドイツのコーポレートガバナンスシステムの機能

28) この手薄さについての指摘については、Baums (1994), p. 435-436 を参照。

29) この小論では、Kaplanの1996年の論文に基づいて、経営者の解任と企業業績の関係等を取り上げているが、このKaplanの論文は次の彼のそしてMintonとの共著の論文の詳細な研究を踏まえた総括的な要約になっているものである。Kaplan (1994a), Kaplan (1994b), Kaplan/Minton (1994)。なお、Kaplanの1996年の論文と同じ英語の論文がChew (ed.) (1997) に収録されている。

について取り上げ、今後の研究の参考にしたい。

Kaplan は、日本、ドイツ、米において、どんな企業業績が最高経営者が解任される原因となるのか、企業業績と経営者の報酬との関係はどうなっているのかに着目し、これを経営者の解任と株価、利潤、売上高の関係、及び経営者の報酬と株価、売上高、利潤の関係等の項目に関して回帰分析を行っている（日本最大119社、ドイツ最大42社、米最大146社の1980年から1988年の標本データ。ただし、ドイツの経営者の報酬と企業業績の関係についてのデータがないので、この点は日本と米の分析に限られている）。その結果として、三つの項目の業績悪化が経営者の解任となる可能性の比率はほとんど同じであること（売上高減少の場合にはドイツと比べて日本と米では経営者が解任される可能性が高いという違いがある）、そして、経営者の報酬は日米ともに株価上昇、売上高増加の変化率に応じてほとんど同じ変化率で上昇し、業績赤字と経営者の報酬の関係については米の場合の方が赤字の時には経営者の報酬の減少率が大きいことを明らかにしている<sup>30)</sup>。

三つの国のコーポレートガバナンスシステムが異なるにもかかわらず、こうした関係においてほぼ同じ結果がでることをどのように解釈すべきか。Kaplan は、その点について、株価、収益に応じて経営者を罰しかつ報いるための企業コントロールの外部市場が米と違って日本とドイツにはないが、それを代替するもの、すなわち銀行、大株主、企業間関係の影響が同じ結果を生み出す原因であるとしている。ドイツの場合には新監査役の任命、日本の場合には外部出身取締役の任命（銀行からの派遣取締役）において、銀行、大株主が影響力を行使し、企業業績が悪化した場合には、経営者の解任と報酬変更が行なわれ、ガバナンス関係の監視・コントロール機能が機能しているからと判断している。

さらに、Kaplan は、三カ国は成功した市場経済国であるという事実が最

30) Kaplan (1996), SS. 304-309. ここで Kaplan は回帰分析の結果を5つの図で示し、具体的な数字を掲げているが、本小論では紙数の関係上残念ながら割愛した。

も重要な類似性であり、そこでは、企業が極大化を行なえず生き残れないならば、ガバナンスの相違は重要でなくなり、また、企業の資本需要が高まれば、ガバナンスの相違は意義を失うと主張している。従って、大半の資本主義経済国において製品市場、資本市場において競争が支配している事実を考えると、ドイツ、日本、米で上記の同じ結果になるのは特に驚くにあたらないとしている。コーポレートガバナンスは、産業が成長し変化し、競争的であるときは、本来の意味で機能する。コーポレートガバナンスの相違が問題となるのは、成熟産業か非競争産業の企業の場合であり、この企業は極大化をせずに長期間生き残り、資源を浪費するからである。そうした企業は M. Jensen がいうフリーキャッシュフローの巨額のエイジェンシーコストが目立つが、80年代始めの米の石油企業や80年代の日本の多くの企業がそれに該当するとしている<sup>31)</sup>。

こうした Kaplan の研究結果と主張は、コーポレートガバナンスシステムの制度的、構造的分析と並んで機能的分析の重要性を喚起するものであるが、そうした視点を踏まえ、ドイツのコーポレートガバナンス研究の動向及び今回の法改革試みがどのような効果をもたらすものなのかを検討する必要があるが、これについては次の課題としたい。

#### 参 考 文 献

- Adams, M. (1994a), Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der Deutschland AG, in: *Die Aktiengesellschaft*, Vol. 39, Nr. 4, SS. 148-158.
- Adams, M. (1994b), Die Macht der Banken — Anhörung im Bundestag. Stellungnahme Professor Dr. Michael Adams, in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, Vol. 6, Heft 1, SS. 77-86.
- Baums, T. (1994), The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and Governance, in: Aoki, Masahiko/Hugh Patrick/Paul Sheard (eds.), *The Japanese main banking system. Its relevance for developing and transforming economics*, New York, p. 408-449.
- Baums, T. (1996), Vollmachtstimmrecht der Banken — Ja oder Nein?, in: *Die*

31) Kaplan (1996), SS. 310-312.

- Aktiengesellschaft*, 1/1996, SS. 11–27.
- Beyer, J. (1996), Governance Structures. Unternehmensverflechtungen und Unternehmenserfolg in Deutschland, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Ergänzungsheft 3, SS. 79–101.
- Beyer, J. (1998), Managerherrschaft in Deutschland? Corporate Governance unter Verflechtungsbedingungen, Opladen/Wiesbaden.
- Biehler, H. /Ortmann, R. (1985), Personelle Verbindungen zwischen Unternehmen, in: *Die Betriebswirtschaft*, Bd. 45, SS. 4–18.
- Biehler, H. (1986), Die Kapitalverflechtung zwischen den größten deutschen Unternehmen des Jahres 1981, in: *Soziale Welt*, Jg. 37, Heft 1, SS. 79–106.
- Chew, D. H. (ed.) (1997), *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, New York.
- Die Macht der Banken — Anhörung im Bundestag (1994), in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 1/1994, SS. 69–100.
- Freeman, L. C. (1979), Centrality in Social Networks: Conceptual Clarification, in: *Social Networks*, Vol. 1, p. 215–239.
- Görling, H. (1993), Die Verbreitung zwei- und mehrstufiger Unternehmensverbindungen, in: *Die Aktiengesellschaft*, 12/1993, SS. 538–539.
- Kaplan, S. N. (1994a), Top Executives, Turnover and Firm Performance in Germany, in: *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 10, No. 1, p. 142–159.
- Kaplan, S. N. (1994b), Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the U. S., in: *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 3, p. 510–546.
- Kaplan, S. N./Minton, B. (1994), Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers, in: *Journal of Financial Economics*, 36, p. 225–258.
- Kaplan, S. N. (1996), Corporate Governance und Unternehmenserfolg: Ein Vergleich zwischen Deutschland, Japan und den USA, in: Feddersen/Hommelhoff/Schneider (Hrsg.), *Corporate Governance. Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Aktienrecht*, Köln, SS. 301–315.
- OECD (1995), *OECD Economic Surveys, Germany*.
- Pfeiffer, H. (1986), Großbanken und Finanzgruppen — Ausgewählte Ergebnisse einer Untersuchung der personellen Verflechtungen von Deutscher, Dresdner und Commerzbank, in: *WSI Mitteilungen*, Heft 7, SS. 473–480.
- Prowse, S. (1994), *Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the United States, the United*

- Kingdom, Japan and Germany, in: *BIS Economic Papers*, No. 41, p. 33-55.
- Roggenbuck, H. E. (1991), Begrenzung des Anteilsbesitzes von Kreditinstituten an Nichtbanken — Gesetzliche Regelungen, empirischer Befund sowie anlage- und geschäftspolitische Bedeutung, Frankfurt am Main.
- Schreyögg, G./Steinmann, H. (1981), Zur Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt. Eine empirische Analyse der Beteiligungsverhältnisse in deutschen Großunternehmen, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 51 Jg. Heft 6, SS. 533-558.
- Steinmann, H./Schreyögg, G./Düthorn, C. (1983), Managerkontrolle in deutschen Großunternehmen-1972 und 1979 im Vergleich-, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Jg. 53, Heft 1, SS. 4-25.
- SPD (1995), SPD-Entwurf zur Reform des Aktienrechts, in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 4/1995, SS. 332-339.
- Wenger, E. (1993), Anmerkung zum Beschloß des Kammergerichts vom 26. 8. 1993, in: *Die Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, SS. 1622ff.
- Windolf, P. (1994), Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle, in: *Zeitschrift für Soziologie*, Jg. 23, Heft 2, SS. 79-92.
- Windolf, P./Beyer, J. (1995), Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, Jg. 47, Heft 1, SS. 1-36.
- 犬飼欽也 (1968), 「西ドイツにおける産業集中(2)」『証券経済』第101号, 22-60頁。
- 植竹晃久 (1982), 「大企業における所有・支配形態の一考察—西ドイツにおける展開—」『三田商学研究』第25巻第1号, 94-113頁。
- 鈴木清之輔 (1981), 「西ドイツにおける企業集中について」『三田商学研究』第24巻第5号, 95-115頁。
- 鈴木清之輔 (1982), 「西ドイツにおける企業結合について」『三田商学研究』第25巻第1号, 114-125頁。
- 鈴木清之輔 (1991), 「ドイツ(旧西ドイツ)巨大企業にみる所有構造の展開」『三田商学研究』第34巻第1号, 50-61頁。
- 鈴木清之輔 (1993), 「ドイツにおける企業間結合の構造と展開」『三田商学研究』第36巻第2号, 1-22頁。
- 鈴木辰治 (1988), 「西ドイツにおける大企業の所有と支配(I), (II)」『経済学年報』(新潟大学)第13号, 141-156頁, 『経済論争』(新潟大学)第45号, 95-114頁。
- 菊澤研宗 (1998), 『日米独組織の経済分析』文真堂。
- 高橋俊夫編著 (1995), 『コーポレートガバナンス—日本とドイツの企業システ

豊島：ドイツにおけるコーポレートガバナンス

ム一』中央経済社

早川 勝 (1997), 「会社法の規制緩和と会社内部の透明化—1996年ドイツの「株式法改正」参事官草案を中心として—」『同志社法学』48巻6号, 222-255頁。

深田光洋／森田泰子 (1994), 「コーポレート・ガバナンスに関する論点整理および制度の国際比較」『金融研究』第13巻第3号, 13-58頁。

日本証券経済研究所 (1984), 『西ドイツの金融・証券制度「銀行構造委員会報告」を中心に』日本証券経済研究所。

ジョン・スコット (現代企業研究グループ訳) (1989), 『現代企業の所有と支配』税務経理協会。

山口博教 (1988), 『西ドイツの巨大企業と銀行—ユニバーサル・バンクシステム—』文真堂。

吉森 賢 (1994), 「ドイツにおける会社統治制度—その現状と展望—」『横浜経営研究』Vol. 15, No. 3, 1-27頁。