

社会的市場経済とドイツ型コーポレートガバナンス

はじめに

第二次大戦後の西ドイツは、社会的市場経済の理念をかかげ、驚異的な経済復興をなしとげた。この過程で、一方では、先進国の間でもっとも整備された高度社会保障制度を実現し、他方では、米英型とはことなる独特の企業経営システムを発達させた。

80年代後半期以降に進展した経済のグローバル化とEU統合とは、戦後ドイツの社会経済システムを特徴付けるこれら二つの制度に大きな負荷を及ぼしてきた。さらに、80年代末の東西ドイツ統一は、旧西ドイツに大きな財政負担をもたらし、統合後のドイツ連邦の財政問題、失業問題を深刻化させる要因になってきた。このような背景のもとで、90年代後半期以降、ドイツの企業システムと社会的市場経済の改革をめぐって活発な論争が展開されてきた。

本稿では、グローバル化の時代にふさわしい新しいドイツ型コーポレートガバナンスの模索、および社会的市場経済の再生をめぐる近年の動きを検証し、その背景と基本的な方向をさぐってみたい。

1. ドイツ型福祉国家（社会的市場経済）の理念

周知のように、ドイツにおける社会保障制度はビスマルクによる社会保険制度の導入以来の歴史があり、それらは1920年代にはワイマール共和国に引き継がれた。第二次大戦後、ドイツの社会保障制度は「社会的市場経済」の理念の下で引き続き整備され、さらに70年代以降はケインズ主義的経済政策の積極的な導入とも相まって、国際的にも高いレベルの福祉国家を実現した。

社会的市場経済の理念は、本来はフライブルク大学を拠点とするヴァルター・オイケン、フランツ・ベームなど小数の経済学者と法学者のグループ（フライブルク学派）によって展開された経済政策論を基礎にしながら、戦後経済復興過程を指導したエアハルトやミュラーアルマックなどによって経済政策に活用された経済思想であった。その目指すところは、この言葉の生みの親と言われるミュラーアルマックによれば、「社会全体の合理性と個人的合理性を整合的に両立させられる経済秩序」であり、オイケンによれば、「機能的であると同時に人間にふさわしい経済秩序」の実現であった。

フライブルク学派は、1930年代に活動を開始し、ドイツの敗戦とナチス崩壊を経て戦後の復興期に影響力を高めたドイツ固有の経済学の流派である。学問的にはドイツ歴史学派を継承しながら、それにとどまらず、古典派経済学の業績を踏まえ、歴史研究と経済理論の統合をめざす独自の学風を発展させた。かれらの経済政策論の基本理念は、競争的市場と個人の自由を重視する自由主義経済学をベースとし、ナチス型国家主義経済体制やソビエト型社会主義計画経済などを、市場機構を破壊し個人の自由を制約する社会体制として強く批判した。さらに、ケインズ主義やアメリカのニューディールに見られる修正資本主

義的な政府介入政策に対しても批判的であった。こうしたことから、彼らは一般に、米英で支配的な新自由主義と区別して、ドイツ型新自由主義と呼ばれることが多い。

しかし、フライブルク学派の主張には単純に新自由主義として特徴付けられない考え方が含まれていた。なぜなら、かれらは確かに市場メカニズムにもとづく経済システムだけが個人の自由と両立すると考えたが、同時に、市場メカニズムが望ましい調整機能を果たすためには健全な競争秩序が確保されなければならない、そのためには政府が首尾一貫した経済政策を実施する必要があることを強調し（強い政府論）、自由放任主義を批判したからである。フライブルク学派は、自由放任の自由競争は独占を初めとする経済権力を生み出し、経済権力は政治権力と結合し、結果的に健全な競争秩序の破壊と個人の自由の抑圧をもたらすと考えた。さらに、かれらは修正資本主義論の基盤になっている失業や貧困などの諸問題を念頭におき、社会政策と経済政策を一体的に考える立場をとった。

政治的には、社会的市場経済という理念を最初に政策理念として採用したのは49年の選挙で勝利し、旧西ドイツの政権を担当したキリスト教民主同盟(CDU)であった。これに対して、歴史的にはマルクス主義を源流にもつ社会民主党(SPD)は、当初計画経済をめざし(社会化論)、社会的市場経済の理念のベースになっている新自由主義的イデオロギーを批判する立場を打ち出した。しかし、その後西ドイツが経済復興を経て高度経済成長過程に入り、社会保障制度の整備とあいまって社会的市場経済に対する国民の信認が高まったことから、社会民主党も1959年の「ゴードスベルク綱領」において、「社会化」路線からの転換を図り、独自の立場から社会的市場経済の理念を掲げるようになった。

すでに述べたように、フライブルク学派の人々は国家社会主義や中央集権的計画経済だけではなくケインズ主義やニューディールなどの新しい介入主義的経済体制に対しても批判的であった。しかし、1966～67年の景気後退を契機に、西ドイツにおいてもケインズ主義的景気政策ないし完全雇用政策が活用されるようになった(1967年の「経済安定成長促進法」制定)。こうして、西ドイツの経済政策は本来のフライブルク学派の理念からは乖離するようになったが、69年～82年にわたる社会民主党政権のもとで、社会保障制度はさらに整備され(72年「年金改革法」その他)、先進工業国のなかでも有数の高度福祉国家を実現するにいたった。

(注)近年のドイツでは、フライブルク学派の学説と戦後の復興政策を指導したエアハルト、ミュラー＝アルマックなどの政策論との関連および差異について、より立ち入った検討が進められている。なお、オイケンとベームが創刊した経済年誌「ORDO」は、フライブルグ学派の継承者を含め、ドイツにおける自由主義経済論の立場からの論稿に現在も発表の機会を提供している。オイケンの経済政策論については、拙稿「ヴァルター・オイケンの経済政策論についての覚書」中央大学『商学論纂』05年3月所収を参照されたい。

2. ドイツ型コーポレートガバナンス

以上のような社会的市場経済の理念とそれにもとづく福祉国家の形成と軌を一にして、ドイツでは米英型と異なる独特の企業理念ないし企業組織が発展した。

ドイツもっとも広く普及している会社形態は有限会社（約80万社。持分＝株式は公開されず、譲渡も制限されている）であり、株式会社は1万5000社余りにとどまっている。証券取引所に上場されている株式会社はさらに少数（国内830社）である。ただし、株式会社には大企業が多く、売上高では全体の20%を占めている。また、株式所有の分散化が比較的遅れており、上場企業の9割近くに、25%以上の株式を単独で保有する大株主が存在している。また、株主構成を見ると、金融機関や関連会社による相互所有が大きな割合を占めている

企業の経営組織においては、経営活動を監視し取締役を選任する権限をもつ監査役会と実際の経営活動を担当する取締役会からなる独特の二層役員会制度が採用され、さらに、監査役会に従業員の代表が参加する共同決定の制度が定着してきた。共同決定は石炭および鉱山に従事し従業員数1000人以上の企業に適用される「モンタン共同決定法」（51年）に始まり、その後52年の「経営組織法」によって他の産業企業にも拡大され、76年「共同決定法」によって、従業員が2000人を超える大規模企業では、監査役の半数を労働者代表が占める労使対等原則に近づけられた。

ドイツの企業法制（とくに株式会社法、共同決定法）では、企業目的は株主利益に限定されず、労働者、取引先、地域をふくむ利害関係者（ステークホルダー）に広く還元される価値創造とされ、米英では株主の利益代表として位置づけられる監査役会もさまざまな利害関係者の調整機構としての性格を帯びている。この結果、ドイツ企業の監査役会には、通常の場合、株主代表だけではなく、債権者である銀行、関連会社、州政府組織および労働者の利益代表が参加するようになっている。この意味で、ドイツの企業体制には、市場における自由とならんで社会的均衡(sozialer Ausgleich,ただし、ドイツ語のAusgleichには融和、和解などの意味もある)を重視する社会的市場経済の理念が反映されていると考えてよいであろう。

株式会社の普及が不完全で上場企業が少なく、企業金融において間接金融（企業の資金調達の主として銀行や保険会社の融資に依存する金融制度）の比重が高いことから、大規模で流動性の高い株式市場は最近になるまで発展しなかった。ドイツの企業経営においては、近年の米英で唱導されている「株主価値重視」のイデオロギーおよび、これと結びついたM&A（企業の合併・買収）や自社株買いなどの経営手法は定着せず、株主と経営者の利害衝突に焦点をあてたコーポレートガバナンス問題が大きくとりあげられることもなかった。また、公開市場買い付けなど企業買収は不活発で、いわゆる「企業支配をめぐる市場」（投資銀行が仲介役となり、企業やその事業分野をいわば商品として売買するM&A市場）は実質的に存在せず、企業買収に関する法制度の整備も不十分であった。

要するに、ドイツの社会的市場経済の理念のもとでは、企業は、株式会社の形態をとるものであっても、単に株主価値の増進を目的とする営利組織ではなく、経済資源を社会的

需要に合わせて活用し、労働者に人間にふさわしい条件での雇用機会を提供し、さらには法人税や社会保障関係拠出金などを負担して政府財政と社会保障制度に貢献する役割を期待されていた。

3. コーポレートガバナンス問題の浮上

しかし、1990年代後半期になると、後述のように、ドイツにおいても、コーポレートガバナンス問題が活発に議論されるようになった。この時期、ドイツでコーポレートガバナンス問題が重要な政治・社会問題として浮上した背景としては、次のような歴史的事情が指摘されている。

第一に、97年アジア危機に端を発する国際通貨危機と国際経済の混乱を契機に、株式制度、会計制度、情報公開、経営者責任など企業制度の枠組みを途上国をふくめて国際的に調整する必要が叫ばれるようになったことである。OECDは各国の専門家による検討を経て、99年5月、「コーポレートガバナンスの原理」と題する提言を公表した。この中では米英両国のイニシアティブのもとで、第一に株主の権利擁護の必要性が強調され、合わせて情報公開と経営の透明性確保、取締役の機能強化などの必要性が指摘された。

第二に、国際的な企業買収の増大およびEU経済統合の進展と関連して、EU域内におけるM&A活発化を念頭においた法整備の検討が進められた。EU内部では、米英型のM&A市場をEU域内で発展させようとするイギリスと、米英企業による国内企業買収を警戒するドイツその他の加盟国との間の対立が調整できず、紆余曲折の末に01年の欧州議会でもM&A法案は廃案となった（この経過の詳細については、拙稿「グローバル化と経済・企業システムの改革」『前衛』02年10月号を参照）。

第三に、ドイツ国内では、メタルゲゼルシャフト（93年、石油先物取引失敗で経営危機）、フィリップ・ホルツマン（大手建設会社、繰り返し深刻な経営危機に陥り、連邦政府の支援を受けたが最終的に破綻）などドイツを代表するいくつかの企業で経営危機と経営者責任をめぐる問題が表面化し、旧来の経営体制に対する批判が高まった。このようなドイツ企業の経営問題は、ドイツの大企業に対する米英の機関投資家による投資の増加ともあいまって、ドイツの企業組織と経営原理を米英基準に適合させる必要があるという議論を活発化させた。

第四に、ドイツ資本市場における機関投資家の役割の増大である。ドイツの資本市場では、90年代中ごろ以降、海外投資家を含めて各種機関投資家の運用資金が急増した。その結果、ドイツの上場企業の経営者の中で、機関投資家との関係（IR）ないし株価に対する関心が高まった。これに加えて、当時EUの金融市場統合の一環として、ロンドン、パリ、フランクフルトなど主要株式取引所の統合・再編問題が議題にのぼっていたことも、ドイツの株式市場改革をめぐる議論に影響を及ぼした。

ところで、90年代後半期にドイツでコーポレートガバナンス問題をまず積極的に取り上げたのは連邦議会であった。98年～02年にかけて、「企業支配および透明性に関する法律」

(KonTraG)、「透明性および情報公開に関する法律」(TransPuG)など一連の法律が制定された。これらの法律の共通のねらいは、企業経営の透明性、および株式投資の魅力を高めるために、株主の権利を強化し、経営者の責任を明確化することによって、従来の制度の枠組みのなかで、できるだけ米英型コーポレートガバナンスとの調和をはかるということであった。

このような議会の動きと前後して、専門家（経済・企業法研究者）や実務家（財界・金融市場関係者）の間でも議論が活発化し、99年に三つのグループが相次いで立ち上げられた。

一つは、元ドイツ連銀総裁のティートマイヤーやドイツ銀行取締役会長ブロイアーなど金融分野の指導者が中心になって発足した「ヘルツォーク＝ティートマイヤー委員会」であった。ただし、このグループは、00年6月に政府の専門委員会（後述）が発足した時主要メンバーがこれに参加したために、独自の提言をまとめることはしなかった。

二つ目は、「フランクフルト・コーポレートガバナンス基本法委員会」と呼ばれるグループで、ドイツの代表的な企業法学者と財界指導者が参加していた。このグループは、00年1月に「ドイツにおけるコーポレートガバナンスの最適実践規則」を公表したが、この中には、ドイツのコーポレートガバナンスの改革に関して株主利益の重視をめざす方向が打ち出された。

三つ目は、ドイツの著名な企業法学者ヴェルダー（ベルリン工科大学教授）を取りまとめ役とする「ドイツにおけるコーポレートガバナンスに関するベルリン・イニシアティブ・サークル」であった。このグループは00年9月、ドイツ企業は、株主価値だけではなくさまざまな利害関係者の利害を企業の長期的価値創造の立場から調整する必要があるという立場にたって、その検討結果を「ドイツ・コーポレートガバナンス規範」として公表した。

このように、90年代末から00年にかけてドイツではコーポレートガバナンス問題に関するさまざまな議論が展開され、結果的には上記の二つのグループからそれぞれ提言が公表された。しかし、これらの提言は株主価値重視か多様な利害関係の調整かという企業目的の設定に関して基本的な見解の相違を含んでおり、その調整は困難であった。

このため、00年6月、シュレーダー首相の要請でドイツにおける望ましいコーポレートガバナンスのあり方を検討するための政府専門委員会(Regierungskommission Corporate Governance、同委員会は、ドイツの著名な企業法学者テオドア・バウムズを座長とするもので、バウムズ委員会と呼ばれた)が設置された。同委員会は内外の企業、財界団体、専門家、実務家などの意見をアンケート、ヒアリングその他で徴したのち、01年夏に150項目の提言を含む最終報告書をシュレーダー首相に提出した。

しかしながら、同委員会の報告書は、ドイツの上場企業のコーポレートガバナンスに関して、監査役会の責任、株主総会の制度などを中心にして望ましい法改正の考え方とその論拠を挙げたにとどまり、具体的な法改正や実践基準の提案には至らなかった。また、海外の投資家からの批判が多いとされる共同決定については、明確な言及を避けた。言い換

えると、同委員会は自らの提言を実践基準として具体化する課題を後継の作業委員会にゆだねる立場をとったのである。

そのために、連邦政府・司法省の再度の呼びかけでバウムズ委員会の提言を具体化するための委員会（座長にチュッセンクルップ社のクロンメ監査役会長が任命されたことから、クロンメ委員会と呼ばれた）が01年秋に立ち上げられた。同委員会が02年2月に公表した報告書は、株主、株主総会、監査役会と取締役会の関係、役員報酬制度、情報公開制度および会計制度などに関するさまざまな規範を提示し、上場企業に対し、これらの規範を自主的に遵守するか、さもなければ遵守しない理由を公表することについての選択をゆだねた。

（注）クロンメ座長はその後の記者会見で、ドイツ企業のコーポレートガバナンスに関して海外の投資家を中心に批判があること、ドイツ企業の国際競争力に陰りが見えること、さらに、ドイツ企業が雇用問題で深刻な課題を抱えていることなどを認めたとうえで、伝統的なドイツ型企业体制（ドイツモデル）には依然として国際競争に耐えうる生命力があり、米英型のコーポレートガバナンスがドイツモデルよりも一般的に優れているわけではないという見解を表明した（『ファイナンシャル・タイムズ』02/3/13）。

（注）専門研究者の間での論争について見ると、ドイツ型コーポレートガバナンスのアングロサクソン型への収斂を主張する立場から積極的な議論を展開してきたのはマックスプランク社会研究所（ケルン）であった。同研究所は99年から01年にかけて、バイヤー、ストリークなどを指導者として、グローバル化のもとのドイツにおけるコーポレートガバナンスと労使関係をテーマとする専門プロジェクトを組織し、一連の業績を発表してきた。これに対して、フランクフルト大学のシュミット教授を中心とするグループは、主として制度派経済学の業績に依拠しながら、ドイツの社会システムと企業システムの相互補完的关系を重視し、米英型コーポレートガバナンスの早急な導入に批判的な立場を打ち出している。

4. コーポレートガバナンス問題の背景

このように、ドイツにおけるコーポレートガバナンス改革は、政府を巻き込んだ大掛かりな検討にも関わらず、結果的には従来の企業体制の枠組みには手をつけず、株主の権利強化と経営者の責任明確化を中心とする法改正と強制力のない規範の提示にとどまった。

ドイツにおける改革がこのように部分的なものにとどまった理由としては、米英型の株主価値・資本市場重視のコーポレートガバナンスとドイツの伝統的な企業法体系との断絶が大きすぎるといった問題が指摘できる。さらに、伝統的に成文法（企業基本法）をベースしてきたドイツでは、株式会社法を初めとする関連企業法を包括的に改正・整備し、それに市場と企業運営が適応するという手続きが必要で、結果的に現実の改革が後手にまわったという問題も指摘されている。

一国の企業体制の改革に際して、伝統的な法理念が重要な意味をもったことは事実であろうが、筆者の理解では、ドイツの改革が明確さを欠く結果になったもっと根本的な理由は、むしろドイツにおいてそもそもコーポレートガバナンスを改革しなければならない積極的な理由が示されてこなかった点にあるのではないかと思われる。ドイツにおけるコーポレートガバナンスをめぐる議論が活発化した背景に国際的・国内的両面の要因が指摘されていることは先に紹介したが、これらの要因が実際にどれほど緊急かつ具体的にドイツ企業のコーポレートガバナンス改革を必要ならしめているのかという肝心の点は、実はそれほど明確ではないのである。

たとえば、もっともしばしば指摘される点として、ドイツ企業における株主利益の軽視に対する海外の機関投資家の批判という問題があるが、ドイツ企業にとって海外の投資家からの資金調達がどの程度切実な問題であったかという点から見ると、その重要性は明らかではない。90年代を通じて、ドイツの大手企業は、総じて言えば内部資金が豊富で、伝統的経営理念や経営制度を放棄して株主価値重視を打ち出し、米英の機関投資家の資金に依存しなければならない深刻な財務問題を抱えていたわけではない。

また、ドイツ企業の海外直接投資は80年代後半期以降急増した。しかし、これらの直接投資の多くはEU域内および東欧地域向けのものである（これらを合わせると96年で全海外投資の60%以上）。このようなドイツ企業の国際化戦略の活発化は、EUの通貨・金融統合と相まってEU域内における共通の会社制度や資本市場制度の整備を急がせる要因にはなったであろうが、それが直ちにドイツにおけるコーポレートガバナンスの改革を不可避にしたわけではない。

ドイツ企業に定着している二層役員会制度は、トップマネジメントの意思決定の機動性を低下させ、変化の急激なグローバル化時代の経営体制としてはふさわしくないという意見もある。しかし、実際にドイツの大手企業の経営者の多くがこのような意見を支持しているというデータは見当たらない。その後のコーポレートガバナンスをめぐる議論が明らかになっているのは、ドイツの経営者の多くが二層役員会制度のメリットを評価し、その後の法改正に関しても、このドイツ独特の制度の存続を支持しているという事実である。

ドイツのコーポレートガバナンスをめぐる議論でおそらく最大の焦点は、共同決定制度であった。しかし、ドイツの経営者の多くは、共同決定制度をM&Aなど機動的な経営戦略の活用を困難にする重大な障害と考えているわけではない。ドイツのいくつかの大手企業の合併・再編に関する事例研究によれば、共同決定が健全に根付いている企業の場合、労使間の意思疎通が良好で、合併計画などについての合意がむしろスムーズに得られるという結果も報告されている。

さらに、ドイツ企業の国際競争力の確保という点から、従来の調整型コーポレートガバナンスが足かせになっているという一部専門家の指摘も説得力に欠けている。ドイツは90年代を通じて工業製品のトップ輸出国の地位を維持したし、伝統的な産業分野の国際競争力が著しく低下したことを示す証拠はない。

いずれにしても、冷静に見れば、ドイツの企業システムそれ自体の内部に、グローバル化に対応するために従来の経営理念を転換し、米英型のコーポレートガバナンスを導入しなければならない根拠は明らかではない。

それでは、ドイツにおいて90年代末にコーポレートガバナンス問題が大きく浮上した背景に、さらにどのような要因が伏在していたのであろうか。

筆者の見解では、この点を理解するために、とりわけ以下の二点を念頭におく必要があるのではないかとと思われる。

第一は、ドイツの3大銀行を初めとする大手金融機関の国際化戦略および投資銀行化戦略である。

1990年代に進展したグローバル化はすぐれて金融グローバル化として特徴付けることができる。いいかえれば、近年のグローバル化の過程で、産業企業による国際分業や国際的企業買収などの動きも活発化したが、それよりも重要なのは、為替・資本取引の自由化に促された国際資本取引の急増とこれに伴う大手金融機関の国際的競争の激化であった。(詳しくは拙著『金融グローバル化を読み解く』(新日本出版)を参照)。

金融グローバル化によって、ドイツの大手金融機関は米英の大手金融機関との直接的競争に曝されるようになったが、その場合、主要な競争分野は伝統的な銀行行ではなく、大規模な証券取引や企業M&Aを中心とする投資銀行業であった。

しかし、従来株式市場が未発達で間接金融中心の企業金融制度の中で支配的な役割を果たしてきたドイツの三大銀行や大手保険会社は、米英の投資銀行と競争できる業務体制が準備できていなかった。また、ドイツ国内の資本市場や企業金融も、投資銀行業の発展にとって有利な条件を備えているとはいえなかった。このために、これらの大手金融機関は、金融グローバル化とEU金融市場統合のなかで、競争力と収益を維持するために、その経営戦略ないしビジネスモデルの根本的な転換(投資銀行化)を急いだのである。

このような方向にもっとも迅速に対応したのはドイツ銀行であった。ドイツ銀行はかねてより、今後の国際競争の主戦場が投資銀行業に移るとの認識にたって、投資銀行化戦略を推進してきた。同行は、89年にイギリスの大手マーチャント銀行(イギリス独特の呼称で、アメリカの投資銀行に近い)・モルガングレンフェルを買収し、ロンドンに投資銀行業の足場を獲得した。ついで、99年には、前年のロシア危機を契機に深刻な経営危機に陥ったアメリカの大手投資銀行・バンカーズトラストを買収し、アメリカ以外の金融機関ではじめてウォール街に本格的な拠点を築いた。

投資銀行化を進めるドイツ銀行にとって、従来のドイツ企業との株式保有や役員交換を含む長期的な取引関係(日本のメインバンク制度に類似の関係で、ハウスバンク制度と呼ばれる)は次第に極端になってきた。というのは、90年代には投資銀行業の中心は伝統的な証券業務から、敵対的買収を含むM&Aの仲介業務に移ったが、この分野では企業は取引先というよりは、根付けして売買される商品として取り扱われた。従来のハウスバンク制度のもとで築かれてきた取引先企業に対する長期的融資や株式保有、さらに役員交換と

いった関係は、このような投資銀行業とは相容れないからである。

このような伝統的銀行業と投資銀行業との矛盾が深刻な形で表面化した有名な事例は、97年のクルップとチュッセンとの買収合戦に際してであった。このケースでは、ドイツ銀行は買収対象になったクルップに取締役を派遣していたにもかかわらず、投資銀行業における実績をあげるためにチュッセンによる敵対的買収を支持する姿勢を打ち出した。このドイツ銀行の姿勢は、ドイツ国内において大きな不評を買い、歴史的にドイツ企業界の盟主として君臨してきたドイツ銀行の評価を大きく毀損する結果になった。

この苦い経験から、ドイツ銀行は従来の国内企業との関係を見直し、派遣役員の引き上げ、保有株式の売却などを進めた。さらに、行内では投資銀行業の一段の強化を目指すとともにその拠点をフランクフルトからロンドンに移し、取締役会長にスイス人で投資銀行業の専門家（アッカーマン現会長、前職はクレディ・スイス銀行役員）を抜擢するなどの動きを進めてきた。

こうした経営組織の再編だけでなく、ドイツ銀行は投資銀行業分野のビジネスチャンスをドイツ国内で拡大する視点から、ドイツ企業のコーポレートガバナンスの改革、ドイツ資本市場の改革、さらに、これらに照応する企業法整備にむけて活発なロビー活動を展開し、あわせて、自社独自のコーポレートガバナンス規範を公表することで実際的な変化を先導する役割を果たしてきた。

第二は、経営者の自由裁量権の拡大を望むドイツの企業経営者の関心である。

ドイツの企業体制が社会的市場経済の理念と照応して株主価値を最優先の目標とせず、さまざまな利害関係の調整、労働者の雇用機会と権利の保護、福祉国家への貢献など(要するに社会全体への貢献)が企業目標の中で重視されてきたことはすでに触れた。このような社会的市場経済から寄せられる企業運営への要請が、グローバル化と国際競争の激化の中で、一部企業経営者にとって自由な経営戦略追求への制約と考えられるようになったとしても、それ自体としては不思議ではない。

二層役員会制度や共同決定など伝統的な企業構造の枠組みを撤廃すべきであると考えている経営者がすでに多数を占めたと考える理由はないが、ドイツ企業が従来以上に株主価値を尊重する必要があるという見解に賛同する経営者は決して少なくない。そして、このような傾向は、若い世代の経営者の間でとくに顕著である。

それでは、ドイツの企業経営者にとって、株主価値重視への経営政策の転換はどのような意味をもっているのだろうか。

一般に株主価値重視のイデオロギーが注目されるようになった背景には、バーリ＝ミーゼンズによって指摘された所有（株主）と支配（経営者）の分離が大手企業の間にも広まり、株主の利益と経営者の追及する経営目的との間に食い違い（いわゆるエージェンシー問題）が顕在化したことに対し、80年代中期以降影響力を高めた株主(中心は個人株主ではなく年金基金、投資信託などの機関投資家)が自己の利益を貫徹するために経営者に対しさまざまな要求をつきつけ、時に株主総会その他で経営者の選任や経営方針の策定に関与するよう

になったという、すぐれてアメリカ的事情があった。

要するに、株主価値重視のイデオロギーは、株主の利益を尊重しない経営者を株主の観点からより効果的に監視するというを主要な目的としている。その意味からすれば、ドイツの企業経営者が、株主価値重視のイデオロギーに賛同し、これをベースとするコーポレートガバナンスを導入しようとするのは、経営者としての自己裁量権を制約することであり、一種の自己撞着であるように思われる。

しかし、これはやや形式的な議論であり、事柄はそれほど単純ではない。筆者が別の機会（拙稿「株主価値重視のコーポレートガバナンス」(『日本の科学者』03年3月号)に指摘したように、株主価値重視のコーポレートガバナンスは、必ずしもストレートに経営者支配と衝突するものではない。

ここでは紙幅の関係で詳述することはできないが、結論的にいえば、株主価値重視を強調することによって、経営者は経営判断において株価の動向だけを考えればよいことになり、このきわめて一面的な評価基準にもとづいて自社の事業の再編やM&Aを思い通りに展開することが可能になる。言い換えれば、株主価値を大義名分とすることで、経営者は企業の社会的責任や労働者の境遇にまじめな関心を払うことから免罪される。その上で、経営者自身はストックオプションなどによって莫大な報酬を確保し、敵対的買収による失職の危険に際しては、ゴールデンパラシュートその他の仕組みを用意して法外な補償を取り付けることができる。

90年代の一時期、GMその他の一部アメリカ大企業で、カリフォルニア州年金基金を初めとする大手機関投資家による経営陣に対する批判行動（株主アクティビズム）が経営者の更迭を引き起こした問題が注目され、株主価値重視のコーポレートガバナンスと経営者支配とがあたかも両立し得ない原則であるかのような考え方が広まったが、このような見方はその後の事実経過に照らして次第に支持しがたくなっている。筆者の見るところ、アメリカの大手企業の経営体制の本質は、現在においても依然として経営者支配であり、機関投資家の影響力が経営者支配を覆したとする議論は、現実から遊離した議論といわなければならない（この点に関して、ガルブレイスの興味深い著作『悪意なき欺瞞』(佐和隆光訳・ダイヤモンド社)の参照を薦めたい)。

(注) 付言すれば、このような現実遊離のイデオロギーがアメリカだけではなくヨーロッパやアジアを含め国際的に広がりつつある状況に大きく与っているのは、アメリカの大手投資銀行、大手会計事務所ないし経営コンサルタント会社、および国際金融ロビーである。例えば、株主価値の視点から企業業績を評価する代表的な基準の一つとされるEVA(Economic Value Added 経済付加価値)は、アメリカの経営コンサルタント会社スターン・スチュワート社の登録商標である。

あとがきにかえて

ドイツにおけるコーポレートガバナンス問題の展開は、社会的市場経済の評価をめぐる

論争に劣らず複雑である。ドイツモデルの生命力に関して、企業経営者だけではなく、専門研究者の間においても、依然基本的な見解の相違がある。このような見解の相違は、企業システムだけではなく、社会的市場経済それ自体の評価の違いとも密接に関係している。つまり、社会的市場経済の生命力に懐疑的な人々は、ドイツモデルの生命力についても懐疑的であり、その逆は逆という関係である。

筆者は約3年前の論稿(前掲、『前衛』論文)で、今後のドイツ社会の見通しについて次のように記した。「今後のグローバル化の中でのドイツの進路について直ちに確定的な予想はできないが、本稿で紹介してきた福祉国家や企業買収法制化をめぐる動きを見る限りでは、ドイツはアングロ・サクソン型への一面的で性急な追随を避け、自国の経済・企業システムの歴史的、構造的な特質を踏まえながら、見通しのある方針を模索するために独自の国民的努力を続けてゆく可能性が高いと思われる」(145 ページ)このような筆者の見通しは、現在も基本的には変化していない。

社会的市場経済あるいはドイツ型福祉国家の改革をめぐる新しい動きとして注目されているのは、「アジェンダ 2010」である。これは、03年3月、シュレーダー首相が現下の経済問題に対処するための与党の政策として打ち出したもので、失業保険や健康保険の削減、雇用関係の弾力化、退職年限の延長などの措置を盛り込んでいる。これらの政策の必要性については、シュレーダー政権はかねてより繰り返し指摘してきた。その意味で、「アジェンダ 2010」は、シュレーダー政権のかねてよりの政策を集大成した政策プログラムと言ってよいであろう。

シュレーダー政権がこのような政策プログラムを打ち出したねらいは、一つには、ドイツにおける政治環境の変化(労働組合に組織されていないホワイトカラー層、不定期労働者、女性労働者などに支持を広げる必要性)、もう一つには社会政策の理念の転換(労働組合と公的社会保険をベースとする雇用と所得の保証中心から、家族をベースとする生活基盤重視へ)が指摘されている。

「アジェンダ 2010」に対しては、ドイツ財界関係者、社会的市場経済およびドイツモデルに批判的な専門家などの間から賛同の声が上がる一方、政府与党内部の左派、労働組合、左翼党などからは厳しい批判がなされている。社会政策の専門家ではない筆者がこの点で言うことは限られているが、これまでの社会保険改革や雇用政策の成果と国民の評価に照らして見るかぎり、「アジェンダ 2010」は積極的成果に結びついているとは言えないであろう。そして、その根本的な理由は、経済界の要求に応じて財政改革を優先し、消費需要拡大に焦点をあてたマクロ政策を打ち出せないために、個別政策の関係がちぐはぐになり、全体としての方向性が見失われ、結局焦眉の失業問題を解決する糸口をつかめないという問題ではないかと思われる。

02年8月に、「3年以内に失業者を半減させる」と宣言してシュレーダー首相の招聘に応じ労働政策政府専門委員会の座長に就任したハルツ(フォルクスワーゲン人事担当取締役、ハルツ委員会は社会保障制度の削減と雇用弾力化を中心とする4次に渡る提言を行った)

が、自社のスキャンダルの責任をとって辞職（05年7月）したことも、シュレーダー政権の「財界との太いパイプ」が孕む危険性を浮き彫りにした事件といえるであろう。シュレーダー首相は各州議会選挙での相次ぐ惨敗に業を煮やす形で議会を解散し、総選挙の繰上げ実施というかけに出ているが、このような政治的手管によって同政権の政策の正当性が国民に認知される可能性は少ないであろう。

ドイツにおける社会的市場経済とコーポレートガバナンス問題の帰趨を考える場合、とりわけ象徴的な事例はマンネスマン事件の経過である。

マンネスマンは1890年に創立された金属製品メーカーで、その後石炭にも手を広げ、1970年代には機械と自動車部品を中心とする大手企業に成長した。さらに同社は、90年代には電信事業の自由化に乗り、ドイツを代表する電話会社にのし上がった。EU統合にともない、EU域内における電話事業の再編が進む中で、同社は99年秋電話事業に専念するために他の事業を整理し、イギリスの携帯電話会社オレンジ社を買収する計画を公表した。英国最大の携帯電話会社ボーダフォンはこの動きを同社に対する挑戦ととらえ、逆にマンネスマンの買収に乗り出した。

当初、ボーダフォンはマンネスマン経営陣に対して友好的買収案を提示した。しかし、マンネスマン経営陣がこの提案を拒否したために、マンネスマンに対する公開市場買い付けを開始した。ボーダフォンの提示した条件はマンネスマンの株主にとってかなり有利なものであったから、マンネスマン経営陣は公開市場買い付けに抵抗することが難しくなり、2000年2月、買収に合意した。

この買収は、ドイツ型企業システムの歴史的転換を象徴する事例として注目された。というのは、ドイツでこれほどの大手企業が海外の競争相手に敵対的買収されたケースは皆無であっただけでなく、このケースでは政府もドイツ銀行もマンネスマンの防衛に手を貸さず、買収を黙認する姿勢をとったからである。つまり、この買収は、ドイツにおける企業M&A市場の成立を象徴する歴史的事例と考えられたのである。

しかし、このような見方が一面的であることはすぐに明らかになった。マンネスマンに続いてドイツでも大規模な企業買収が相次ぐという金融業界の期待は裏切られた。ドイツにおける株式ブームの終焉とともに、M&Aブームへの期待も消失した。最大の誤算は、アメリカのNASDAQのドイツ版としてドイツ証券取引所が開設した新興企業向け証券取引所Neuer Marktが、短期間の熱狂的成功の後、株価暴落とスキャンダルによって03年末閉鎖に追い込まれたことであった。

しかし、近年のドイツにおける「改革」の問題点をさらに深刻な形で浮き彫りにしたのは、司法当局によるマンネスマン旧経営陣に対する告発とその後の裁判の経過であった。合併合意からわずか1ヵ月後の2000年3月、デュッセルドルフ司法当局は、旧マンネスマン経営陣が自社の売却に際して総額5700万ユーロの特別報奨金を受け取っていたことに関連して、前マンネスマン取締役会長エッセルを背任（自社の価値の意図的な毀損）の疑いで告発した。その後告発の対象は、この支払いを承認した監査役会メンバーであるアッカ

ーマン・ドイツ銀行会長、ツウィッケル・IG メタル元会長などにも及び、合計 6 人の、ドイツ経済界を代表する人々が被告席に立たされた。こうしてこの事件は、ドイツ産業史上最大のスキャンダルに発展した。

エッセルを始め旧経営陣は、自分たちが受け取った報酬は自分たちが高めた自社の価値の一部であり、正当な報酬であると主張した。さらに彼らは、自社の価値を大きく高めた経営者が被告席にたたされる国はドイツだけであると反発した。これに対して、司法当局は、マンネスマンの株価上昇は旧経営陣の功績というよりはドイツにおける一時的な株式ブームの結果にすぎないとして、かれらの主張を一蹴した。ドイツの市民の反応も、多くは司法当局の主張を支持するものであった。

04 年 7 月の判決では、デュッセルドルフ州裁判所は、旧経営陣の行為は株式会社法に触れる恐れがあり、また、道義的責任も免れないが、有罪とするに足りる重大な問題があったとは認められないという理由で、無罪判決を下した。この判決に対して、多くの市民は批判的な声を上げた。このような世論の批判に支えられて、デュッセルドルフ司法当局は、エッセルおよびアッカーマンに対する再審理をもとめる書面を直ちに最高裁判所に提出した。そして、05 年 4 月、連邦検察庁は、旧経営陣の責任を異例の厳しさと批判するとともに、前判決の見直しを求める審理を最高裁判所に求める手続きを開始した。

本年末までに下される予定の最高裁判決の帰趨について予断はできないし、再び無罪判決で決着する可能性も残されているが、これまでの経過から見ても、今後の裁判の展開には世論の動向が大きく影響する可能性があると思われる。その意味で、この裁判では、ドイツの多くの市民が企業あるいは経営者の社会的責任についてどのように考えているのか、グローバル化と EU 統合のなかで、社会的市場経済の将来像をどのように描いているのか（米英型資本市場主導の経済システムへの転換か、それとも企業に社会的貢献を求め、社会的公正を重視する経済システムの再生か）、が問われていると考えても間違いではないであろう。

（注）今年 4 月社会民主党のミュンテフェリング党首は、マンネスマン事件で責任を問われている旧経営陣を「経営者としての倫理観に欠けている」と非難し、さらに、ドイツ国内で活動する海外の投機的な機関投資家を（なにもかも食い尽くす）「イナゴの群れ」に例える発言をして物議をかもした。同党首のこのような発言の真意も、単に場当たりの有権者向け言辞としてだけでなく、上記のマンネスマン事件の経緯とこれに関わる世論の動向を背景として理解する必要があると思われる。