

十八 EUと日本におけるコーポレート・ガバナンス・

コデックスの比較

ラルフ・ビーブンロット

一 はじめに

企業のコーポレート・ガバナンスは研究者、実務家、そして一般市民にとって世界的に重要な関心事となっている。優秀な企業のガバナンスはどのようにすれば一番良いかについて多くの議論がなされ、そうした議論の中からいろいろな規準がつけられている。こうした規準を表すものとしてコーポレート・ガバナンス・コデックスという名称が与えられている。

この規準は様々などころで作られる事が出来、企業あるいは、国の政府において、また、他の組織（例えばWTOやWorldbank等）において作られる可能性もある。この論文ではEU諸国のコーポレート・ガバナンス・コデックスを考察する。そして、EU連合の諸国のコーポレート・ガバナンス・コデックスがどのように変化したかを明らかにしたい。

二 研究方法

この研究では欧州連合（EU）の六カ国と日本のコーポレート・ガバナンス規準（コデックス）を比較する。旧三方国と新三方国（二〇〇四年五月EUに入った諸国）について調べ、EU諸国の政府あるいはコーポレート・ガバナンスの委員会がコーポレート・ガバナンス制度をどのぐらい導入しているかを考察する。

しかし、企業がこの規準を実際を守るかどうかについては調査していない。旧欧州諸国はドイツ、フランス、イタリア、新しい国はハンガリー、ポーランド、チェコである。そして、さらに新旧欧州諸国のコーポレート・ガバナンスと日本のコーポレート・ガバナンス規準を比較する。この論文では基本的に Douglas North の理論に依拠して考察する (North, 1990)。

三 North の理論

North（一九九三年のノーベル賞受賞）の理論では、基本的に Max Weber (1904) と Schumpeter (1934) に依拠し、組織の発展について述べられている (North, 1990)。North の理論によると、組織は二つの部分に分かれる。制度 (Institution) の部分と機関 (Organization) の部分である。この研究では『制度』という言葉は、コーポレート・ガバナンス・コデックスに使い、他方『機関』という言葉は、個別の組織に使われている。この組織とは、例えば会社の取締役会あるいは国の政府や国家間を超えた理事会などにあてはまる。この研究ではコーポレート・ガバナンスを国別に比較する。

コーポレート・ガバナンス・コデックスは規準である。もし外から影響があればこの規準は変更される可能性が考えられる。なお、制度の中の個別 (Individuals) には国の会社) は従来の状況に比べメリットがあれば変更される (Schumpeter, 1934)。

人は全知全能ではないので試行錯誤により少しずつ修正を行う。よいコーポレート・ガバナンス・コデックスがあれば企業にとつても、投資家にとつても安全な状況がつくられる。North による一つの視点は、主要な国が良いシステムを使うと他の国も全く同じシステムを導入する可能性が高いとみる現実である。二つめの視点は、投資家は世界中の国に投資できるのでいろいろな国に同様なコーポレート・ガバナンス・コデックスの導入が見られるということである。最近、世界的に投資家が増えてきたため、安心して投資をするために、各国政府は新しいコーポレート・ガバナンス・コデックスの導入を望んでいる (Von den Berge, 2002)。

四 旧欧州三カ国のコーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンスと Comply or Explain の原則についてドイツの例に関して説明する。ドイツのコーポレート・ガバナンス・コデックス (規範) は国内の投資家と国際投資家から信頼を得るために、企業経営活動の透明化を計る規準となるものである。このコデックスの内容は三つのレベルに分けられる。

一つは「muss」(法令順守)、二つ目は「soll」(すべきこと)、そして、三つ目は「kann」(したほうがよいこと)である。コーポレート・ガバナンス・コデックス (規範) の中では二の「soll」を順守することが重要である。「すべきこと」の内容として、たとえば「監督役が取締役からの情報提供を厳しくすべきこと」、あるいは、「監督役と取締役がその報酬を個別に開示すべきこと」などがある。これらの勧告は法律ではないので順守する義務は

ないが、これに従うことが強く望まれ、政府が実行を促しているものである。二〇〇五年に透明性・開示法 (Transparenz- und Publizitätsgesetz) が施行されたが、この法律の下に株式会社 (Aktiengesetz) の二六一条が規定され、ドイツの上場企業はコデックスの「すべきごと」の勧告に対応したかどうかという対応表明 (Botsprechenserklärung) を提出することが義務づけられた。これにより上場企業はコデックスのガバナンス規程にどう対応しているかを一層明解に伝達することが期待されている。この考え方は *comply or explain* の原則に基づくものである。

ドイツのコーポレート・ガバナンス・コデックスを順守したかどうかを表明することは、イギリスの範にならったものである。イギリスでは、一九九二年に上場企業は法律によるガバナンスの規則を離れ、コーポレート・ガバナンス・コデックスを順守したかどうかの表明をし、順守しなかった場合にはその理由を述べることが行われてきた (Cadbury-Report)。この考え方は他の多くの国にも導入されている (Borges, 2003)。コデックスの勧告は法律の規則ではないが、法律を円滑に履行させる補完的意味を持っている。一般に模範的と考えられる行動、すなわち *best practice* に従うことが奨められ、これに対して企業が自主的に率先して行動することにより、ガバナンスの規程にダイナミックに適應していくことが望まれている (田淵・Behenroth, 2006)。多くの企業が一定の勧告に対応しているとすれば、従って企業は、その規程に従うことに対して少なからずの圧力を感じるものである。そして、毎年、各企業が対応表明を行うことは、企業行動を少なからず透明にする意味を持っている。このような観点からコーポレート・ガバナンス・コデックスに対応した企業と対応していない企業との間に企業業績の差が見られるかについての調査が行われている (Pfitzer/Oser/Wader, 2002; Behenroth, 2005)。

旧EU諸国の法律は基本的に英米法のケースではなく、法典に基づいている。これら三国では会社の法形態が株式会社あるいは有限会社である。名称が少し異なるが、法律の制度は大体同じである。ドイツでは資本会社に *Aktiengesellschaft* と *GmbH* という表現があり、フランスでは *Sociétés anonymes (SAs)*, と *Sociétés a*

表1 旧欧三国のコーポレート・ガバナンス

国	以前の主要株主 (Stakeholder)	コーポレート・ガバナンス・コードックス	機関の構造	共同決定	Comply or explain ルール	取締役会と監査役会 (委員会)	取締役の報酬を開示する
ドイツ	銀行、保険会社	最初に2002年のコードックス, 2003年と2005年に改正	二層性	あり	あり	監督委員会だけ	あり
フランス	政府	最初に1995年のVienotレポート, 1999年改正, Vienot II, 2001年のguidelines, 2002年のguidelines, 2004年の推薦	選択可能性: 二層性, 一層性	もし, 定款の規定があれば可能	あり	三つ 監査委員会 指名委員会 報酬委員会	あり
イタリア	家族	最初に1998年にDraghiレポート, 2002年にPredaレポート, 2004年にコーポレート・ガバナンスのハンドブック	選択可能性: 1.伝統的なモデル 2.一層性 3.二層性	なし	なし Complyしていても explainは必要ない	三つ 監査委員会 指名委員会 報酬委員会	なし

(出所) ドイツ: <http://www.corporate-governance-code.de/eng/kodex/index.html> から作成。

フランス: <http://www.afg.asso.fr> から作成。

イタリア: http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=66 から作成。

responsabilité limitée (SARL) と呼ばれ、イタリアでは *societa di persone*、*societa de capitali* の名称がある。

しかし、歴史的に見れば、株式使用の状況と制度は違っていた。ドイツでは銀行あるいは保険会社が強い影響を与え、フランスでは政府が大株主であったし、イタリアでは同族企業が大株主であった。最近、これら三国では歴史的な特徴の違いが減少してきている。三国のコーポレート・ガバナンス・システムは似てきているといえる。表1を見るとドイツは二〇〇二年に Corporate Governance Kodex を制定して、改正が二〇〇三年と二〇〇五年に二回行われた。二〇〇五年の改正には取締役の報酬を開示する制定が行われた。フランスでは一九九五年に *Vienot Report* を導入した。後、様々な改正が行われた。イタリアでは一九九八年に *Draghi Report* を制定した。Board 構造はドイツで二層制 (two-tier システム) が採用されている一方、フランスとイタリアでは一層制 (one-tier システム) あるが二層制 (two-tier システム) が採用されている。

従業員の代表が監査役会に参加するという点がドイツのコーポレート・ガバナンスの一つの特徴である (共同決定法)。フランスでは会社の定款 (Articles) の定めがあればどちらのシステムでも良く、Comply or Explain の原則はドイツとフランスにはあるが、イタリアにはない。ドイツとフランスでは取締役報酬の個別開示規定があるが、イタリアではその規定はない。

五 新しい欧州三国のコーポレート・ガバナンス

一九八九年にソビエト連邦が崩壊した後、新しいEU諸国は歴史的に民営化に至ったが、その経緯は異なっている。

表2 新欧州三国のコーポレート・ガバナンス

国	コーポレート・ガバナンス・コデックス	Comply or Explain ルール	取締役会と監査役会(委員会)	取締役の報酬を開示する
チェコ	最初に2001年 2004年でOECD のモデル	大切な事だけで 使う	三つ 監査委員会 報酬委員会 指名委員会	望ましい
ポーランド	最初に2002年 2005年公社でベ スト・プラクチ ス	48の推薦のため にだけ使う	二つ 監査委員会 指名委員会	望ましい
ハンガリー	最初に2002年 2004年のコーポ レート・ガバナ ンスの推薦	大切な事だけで 使う	三つ 監査委員会 報酬委員会 指名委員会	望ましい

(出所) チェコ：http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=156 から作成。
 ポーランド：http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=99 から作成。
 ハンガリー：http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=57 から作成。

た (Coffee, 1998)。この処理は五年間ぐらいかかった。ハンガリーでは二〇〇二年から(ポーランドと同じ時代)にコーポレート・ガバナンス・コデックスが導入された。

表2を見ると、民営化する際、三つのモデルに別れている。チェコでは民営化前の企業 (Staatsbetriebe) の株式を市民に分配し、全ての企業 (一八四九社) が民営化された (Coffee, 1998)。二〇〇一年にまず経済協力開発機構 (OECD) のモデルのコデックスが証券取引所に登録された株式会社に対して導入された。二〇〇四年に導入されたコーポレート・ガバナンス・コデックスはOECD—Guidelineを基本にした。

ポーランドの民営化では前国有企業が株式を従業員に分配した。この発展は一九九五年に政府企業から株式会社が変わったときに見られた。ポーランドの証券取引所で登録された企業に対してはコーポレート・ガバナンス・コデックスが二〇〇二年に導入された。

ハンガリーでは一九八九年から民営化を始めた。前国有企業 (former state owned enterprises) は株式会社になって、特別な財政庁 (Financial Service Agency) がほとんどの株券を国外の投資家に販売し

こうしてコーポレート・ガバナンス・コデックスは三カ国に入っている。現在の調査ではコデックスは二〇〇四年にチェコとハンガリーに、二〇〇五年にポーランドに導入された。これらの国では *Comply or Explain* の原則を重要な条項についてのみ用いている。ポーランドでは四八項だけが *Comply or Explain* の原則に関わっている。ポーランドだけが二つの委員会制度（監査委員会と指名委員会）を設けている。一方、チェコとハンガリーは三つの委員会制度を導入した。全ての国が取締役の報酬を開示することを希望している。

六 日本のコーポレート・ガバナンス

かつて、日本の法律には、欧州大陸とほとんど同じ特徴があった。日本の金融システムはドイツの銀行システムと似た点が多かったが、最近、日本ではいろいろな変化が見られる。ドイツのシステムに比べると、日本では取締役会の中に労働者の代表が参加することはない。伝統的な日本システムでは、取締役会のメンバーは会社の従業員の中から選ばれる。

最近、日本のシステムが変わってきている。特に、一九九〇年代に日本のコーポレート・ガバナンス・システムは変化した (Wakasugi, 2004; Kanda, 2001)。この変化のうちでも企業集団とメインバンクの影響が減少したことが注目される。新しい日本のシステムでは社外取締役の導入可能性がひらけた。取締役は執行役員と監督をする役員に分けることが出来る。ソニー株式会社は一九九七年に最初の執行役員システムを取り入れた (Sei, 2005)。二〇〇二年に日本では新しいストックオプションシステムが導入された (Bebenroth/Tabuchi 2004)。同じ年 (二〇〇二年四月) から日本企業はアメリカ型のコーポレート・ガバナンスが選択できるようになった。アメリカ型を選ぶとすれば日本の会社は委員会制度を選ばなくてはいけない。この委員会は報酬委員会、指名委員会そし

表3 日本のコーポレート・ガバナンス

国	以前の主要株主	コーポレート・ガバナンス・コデックス	共同決定	Comply or explain ルール	取締役会と監査役会(委員会)	取締役の報酬を開示する
日本	系列企業 銀行	最初に2001年のコーポレート・ガバナンス・基準 2004年に改正したコーポレート・ガバナンス・基準	なし	なし 2002年に商法改正があり、アメリカ型に変化可能	アメリカ型企業だけ	望ましい

(出所) http://www.acga-asia.org/public/files/TSE_CG_Principles_May04.pdf および
http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=70 から作成。

て監査委員会の三つである。従って、委員会では社外のメンバーが重要である。

表3を見ると、日本は二〇〇一年に最初のコーポレート・ガバナンス・コデックスを導入して、二〇〇四年に新しいコーポレート・ガバナンス・コデックスがつけられた (Revised principles of corporate governance 2004)。しかし、日本には Comply or Explain の原則がない。従って、日本ではコーポレート・ガバナンスは会社にとってそれほど重要ではないと考えられる。一方、EU諸国では Comply or Explain の原則があるため、コデックスは一層重要な意味を持つ。

東京証券取引所一部の製造企業では二〇〇四年四月までに全八二二社中二四社の企業が、そして二〇〇五年四月までに八二二社中二九社の日本企業がアメリカ型を選んでいる (Bebenroth/Li, 2005)。アメリカ型を使わない企業は二〇〇四年七九七社である。その内五三九社は社外取締役を導入しておらず、二五八社は社外取締役を導入している。二〇〇五年には二七六社が社外取締役を導入した。そして、日本では二九社だけがUSスタイルの委員会を導入した。それらの企業は三つの委員会、つまり報酬委員会、指名委員会そして監査委員会を導入している。

七 おわりに

現在、EU諸国のコーポレート・ガバナンスのシステムは、国の間の差違が少なくなってきた。旧欧州諸国は一九九五年（フランス）、一九九八年（イタリア）、そして二〇〇二年（ドイツ）からコーポレート・ガバナンス・コデックスを導入した。最近、新欧州諸国でも同様なコーポレート・ガバナンス・コデックスが作成された。チェコは二〇〇一年から、ポーランドとハンガリーは二〇〇二年からコデックスを導入した。現在、これらは一つに収斂する傾向が見られる。

全てのEU諸国は三つの委員会を設置しているが、ポーランドのコデックスだけは二つの委員会、すなわち、監査役委員会と指名委員会を置いている。

Comply or Explainの原則はイタリア以外のEU諸国で絶対必要な事項として適用されている。しかし日本におおむねComply or Explainの原則はまだ適用されていない。日本ではコーポレート・ガバナンス原則に対して企業が反対で、順守しなくても説明する必要がないから守らないことになる。

Northの理論によると諸国の政府にとってコーポレート・ガバナンス・システムは有益で魅力があるので、どこでも類似してきているとのことである。コーポレート・ガバナンスが似てくる理由はいろいろ考えられるが、おそらく投資家、特に外国の投資家が国際的に投資活動をするため、全ての国の政府が同じガバナンス・コデックス・システムを使う傾向が生じると思われる。

主要参考文献

Behnroth, R., "German Corporate Governance Code and Most Commonly Unaccepted Recommendations: Introduction and Some

- Explanation," *Corporate Ownership & Control*, Vol. 2, Issue 2, Dec. 2005, pp. 10-14.
- Behenroth, R. and Li, D., "Performance Impact at the Board Level: Corporate Governance in Japan," *Discussion Paper Series* no. 179, RIEB-center, Kobe University, 2005.
- Behenroth, R. and Tabuchi, S., "Corporate Governance in Japan: Governmental Regulation," *Journal of Osaka University of Economics*, January 2004, Vol. 54, No. 5, pp. 429-438.
- Van den Berge, L., *Corporate Governance in a Globalizing World: Convergence or Divergence? A European perspective*, Kluwer Academic Publishers, 2002.
- Borges, G., "Selbstregulierung im Gesellschaftsrecht — zur Bindung an Corporate Governance-Kodizes," *ZGR*, 4, 2003, pp. 508-540.
- Coffee, J. C., *Inventing a Corporate Monitor for Transitional Economies*, Comparative Corporate Governance, the State of the Art and Emerging Research, K. J. Hopf, H. Kanda, M. J. Roe, E. Wymeersch and S. Prigge (eds.), Oxford University Press, Oxford, 1998.
- 井田榮雄【栄太郎】著「資本制」二〇〇一冊。
- Manzavinos, C., North, D. C. and Shariq, D., "Learning, Institutions and Economic Performance," *Max Planck Institute for Research on Collective Goods Bonn*, 2003/13.
- North, D. C., *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- Pfizer, N., Oser, P. and Wader, D., "Die Entscheidungs-Erklärung nach §161AktG — Checkliste fuer Vorstaende und Aufsichtsräte zur Einhaltung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex," *Der Betrieb*, No. 22, 2002, pp. 1120-1123.
- Schumpeter, J. A., *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, 1934.
- 藤 兼男 "Legal Reform and Shareholder Activism by Institutional Investors in Japan," *Corporate Governance Journal*, Vol. 13, No. 3, May 2005, pp. 377-385.
- 井沢敏明【井沢敏明】著「株式会社の経営」『商事法務』東京：二〇〇四年。
- Weber, M., "Die Objektivität sozialwissenschaftlicher und sozialpolitischer Erkenntnis," *Archiv fuer Sozialwissenschaft*, Bd. XIX, Tuebingen, 1904.
- 田 兼 雄・Behenroth, R. 「ゼンレンのコーポレート・ガバナンス・ローナレッジの進歩地図」『大阪経大論集』第五十六巻「第五号」二〇〇六年「五一—一七頁」