岐路に立つドイツの企業統治

星野　郁

要　旨

ドイツは，株式の相互持合と所有の集中，銀行による長期の資金の提供と経営の監視，そして共同決定に象徴される労使協調等によって特徴付けられる企業統治の下で，長期にわたる経済発展と社会の安定を実現してきた。しかし，90年代末以降ドイツの企業統治には，株式の相互持合の解消と所有の分散化，銀行の企業統治からの後退，短期収益や株価を重視した経営スタイルの浸透など，アングロサクソン型の企業統治の影響が窺える。その背景には，ドイツの大銀行の「ハウスバンク」から「投資銀行」への経営戦略の転換，ドイツの大企業のグローバル化とマーケット・ファイナンスへの傾斜，さらにはドイツにおける企業支配のための市場の成立等があり，ドイツの大企業には，敵対買収の危険やアングロサクソン系株主の圧力の下で，いわゆる「株主重視（shareholder value）」の経営へと向かわざるを得ない圧力が働いている。ドイツの企業統治の今後を占う上で重要な鍵を握っているのは，共同決定のあり方とローカルな金融機関の再編の行方である。ドイツの経営者は，共同決定の現状に不満を持ちながらも，競争力の源泉である「多品種高品質生産」を維持するために，労使関係の安定の重要性を認めている。そのためドイツの労使関係には，アングロサクソン的な敵対化の兆しは見えない。にもかかわらず，共同決定の形骸化ないし機能変化の兆しがある。他方，ドイツ企業の圧倒的多数を占める中小企業には，大企業とは対照的に，アングロサクソン化の影響は及んでいないように見える。しかし，これら中小企業のハウスバンクであるローカルな金融機関には，大銀行同様，再編の波が押し寄せている。ローカルな中小金融機関の再編は，その顧客である中小企業や株主であり受信者である地方政府にも，遠からずその影響が及ぶことが予想される。そして，ドイツの大銀行や大企業の一部を襲っているアングロサクソン化ないし新自由主義化の波が，ドイツの「制度化された資本主義」の要ともいえる，共同決定やローカルなコミュニティにおける協力関係にまで及んだ時に，ドイツ

の企業統治のみならず，ライン型社会経済モデルの全面的な作り替えが始まるのかもしれない。しかし，それは安定した労使関係を基礎に，長期的な視野に立つ経営によって培われてきたドイツの産業の競争上の優位と，ドイツ社会の安定を損なうリスクを孕んでいる。

目　次

問題の所在

ドイツの企業統治の特徴は，二層型取締役会，共同決定（Mitbestimmung），株式の相互持合と所有の集中，そして，その結果でもある資本市場の影響力の弱さにあった。ドイツの二層型取締役会は，監査役会(Aufsichtrat)と執行員会（Vorstand）から構成され，経営者や株主，従業員，労働組合の代表からなる監査役会が執行員会のメンバーを選出し，執行員会が経営の執行にあたる。共同決定に関しては，監査役会を通じた従業員・労働組合代表の経営の意思決定への参加に加え，経営者と従業員の代表である職場協議会（Betriebsrat）による労働・雇用条件の決定，さらには労働組合と経営者団体の間の集団交渉を通じた賃金決定をも含む。また，ドイツの企業は，株式の相互持合と所有の集中を通じて経営の安定化を図り，グループ外の企業による敵対買収を防いできた。ドイツの資本市場は，その経済規模に比して相対的に小さく，企業の支配権を取引する市場(the market for the control of company)としてもほとんど機能してこなかった。

こうしたドイツの企業統治において，これまで支配的な影響力を行使してきたのが銀行であった。ドイツの銀行は，いわゆる「ハウスバンク・システム」の下で，ドイツの企業向けに長期の資金を融資し，かつ株式の保有や株主総会における議決権の行使，さらには監査役会への役員の派遣などを通じて，ドイツの企業統治において重要な役割を演じてきた。長期にわたる低利の融資に関しては，融資や株式の保有，役員派遣を通じて企業顧客に関する十分な情報の取得と監視が容易であったことや，小口預金をめぐる競争が制限されていたこと，さらには低いインフレ率に象徴される安定したマクロ経済環境も，それを可能にしていた。そのため，ドイツの企業は，アングロサクソン系諸国の企業のように，敵対買収の脅威や株主による短期的収益極大化の圧力にさらされることなく，銀行による安定した資金提供の保証と協調的な労

使関係の下で，長期的な視点に立った経営戦略の追求が可能であった。そして，質の高い労働力による継続的なプロセス・イノベーションに支えられた製造業の高い国際競争力のおかげで，ドイツ経済は長期にわたる繁栄を享受することができた。

にもかかわらず，90年代半ば以降，ドイツの企業統治には，それまでドイツとは対極的な位置にあったアングロサクソン諸国の企業統治の影響が次第に色濃くなっていく。特に，ダイムラー・ベンツやBASF，ジーメンスといったドイツの大企業は，業績面で決して劣っていたわけではないにもかかわらず，ドイツ的な企業統治から，株主の利益を重視するアングロサクソン型の企業統治（いわゆる“shareholder value”）へ急速に移行し始める。その動きは，時価会計制度や，ストック・オプションなど業績連動型報酬体系，社外重役制度等の導入にとどまらず，ドイツの企業統治システムの根幹をなす，二層型取締役会制度の改革や株式の相互持合いの解消にまで至ろうとしている。ドイツ政府も，会社法や証券取引法，税制の改正等を通じて，そうした動きを積極的に後押ししている。そして，何よりもドイツの企業統治の中枢に位置してきた銀行が，持合株式や監査役会に派遣する役員の数を減らすなどして，企業統治における影響力を後退させている。ドイツ銀行をはじめとする大手商業銀行は，英米流の投資銀行業務や資産管理業務へのシフトを鮮明にしている。

ドイツにおけるこうした企業統治の変化を促している要因はいったい何か。90年代以来相次ぐ企業破綻が，企業統治見直しの契機となっていることは疑いない。ホルツマンやキルヒの破綻も記憶に新しい。しかし，現在ドイツの企業統治に起きている変化は，単なる経営の見直しに留まらず，より広範な領域に及んでいる。企業統治は一国の社会経済システムの一部を構成しており，企業統治の変化はつまるところ一国の社会経済システムの変化の反映に他ならない。ドイツの社会経済システムは，銀行中心の金融市場―従って，相対的に狭隘な資本市場―，秩序の安定を目的に業界団体や当局の規制を通じて管理される競争制限的な財・サービス市場，そして強力な労働組合とコーポラティズム的な諸制度によって手厚く保護された労働市場を有する，「調整された市場経済（coordinated market economy）」と特徴づけられてきた。他方，アングロサクソン諸国のそれは，機関投資家を中心とする発達した資本市場，競争的な財・サービス市場，流動的な労働市場など，「リベラルな市場経済（liberal market economy）」を特徴とする。それは，ドイツの企業統治が「インサイダー・モデル」と定義される一方，アングロサクソン諸国のそれが「アウトサイダー・モデル」と定義されることにも対応している。ドイツの「調整された市場経済」とアングロサクソン諸国の「リベラルな市場経済」の本格的な比較検討は，別の機会に譲らざるを得ないが，両者の相違は，つまるところ，調整が非市場的な諸関係に拠らない，純然たる市場メカニズムを通じて行われるか否かにある。ドイツ企業によるアングロサクソン型企業統治への傾斜は，経済のグローバル化や急速な技術革新，そして欧州固有の文脈では経済通貨統合が進展する下で，こうした変化によりうまく適合しているかのように見えるアングロサクソン型システムの攻勢の前に，ドイツの社会経済システムが守勢に立たされている証しに他ならない。果たして，ドイツの企業統治は，分散された所有，進んだ情報開示，小数株主の保

護，さらには資本市場や機関投資家，外部重役による経営の監視，従業員の会社の意思決定過程からの排除などによって特徴付けられるアングロサクソン型企業統治モデルへの収斂に向かわざるを得ないのか。それとも，従来のドイツの企業統治の基本的な特徴を維持しながら，アングロサクソン型のそれとは違う別の形の発展の方向をとりうるのか。

本稿では，まず第Ⅰ節で，最近のドイツにおける企業統治の変化を，所有・支配構造，大企業の経営者像，会社法その他における制度改革の3つの領域に分けて紹介する。次に，第Ⅱ節では，ドイツの企業統治変化の背景を，企業統治の中枢を担ってきた大銀行の経営戦略の転換，ドイツ大手企業によるマーケット・ファイナンスへの傾斜とアメリカ市場を中心とするグローバル戦略の展開，ドイツの企業支配のための市場の成立の3つの面から考察する。そして，第Ⅲ節では，ドイツの企業統治の行方を，その鍵を握ると思われる共同決定とローカルな中小金融機関の再編の2つの面から展望し，最後に結論が示される。

Ⅰ．ドイツにおける企業統治の変化

90年代半ば以降ドイツの企業統治には，アングロサクソン型の企業統治への移行の兆しが窺われる。それは，ドイツ企業の所有・支配構造の変化，経営者像の変化，そして企業統治にかかわる法律・制度面での改革の進行という形で現れている。

1. ドイツ企業の所有・支配構造の変化

株式の相互持合とそれを通じた所有の集中は，共同決定と並ぶ，ドイツの企業統治の主要な特徴のひとつである。ドイツでは，上場株式会社の85％以上が，議決権の25％以上を有する支配的株主を持つ[1]。最大の支配的株主（largest blockholders）が所有する平均的な議決権（voting blocks）の大きさは60％を超え，アングロサクソン系諸国はもとより，他の欧州諸国に比べても，所有の集中が顕著である（表1）。なかでも，銀行や保険会社からなる金融機関が，最大の所有者となっており（表2），直接の株式保有のみならず，傘下の投資信託による間接保有，さらには議決権の委託等を通じて，企業統治で支配的な影響力を行使してきた。最盛期には銀行はたった7％の所有株式で議決権の8割以上を支配していたともいわれる[2]。

表1　欧米諸国における最大ブロックホルダーの平均持分比率

国　名	企業数	第1位	第2位	第3位	第4位から第10位
パネルA：所有持分に関するデータが利用可能な諸国					
オーストリア	62	52.4	10.6	2.9	－
フランス	680	55.7	16.6	5.9	4.8
イタリア	214	51.9	7.7	3.5	5.1
オランダ	137	28.2	9.2	4.3	－
イギリス	1580	20.7	8.0	5.9	4.3
パネルB：議決権ブロックの大きさに関するデータが利用可能な諸国					
ベルギー	135	56.1	6.6	4.5	3.9
ドイツ	402	63.4	15.6	10.0	6.8
スペイン	394	38.2	11.6	7.7	－
スウェーデン	－	70.4	10.8	6.0	1.9
アメリカ	6559	22.8	11.3	8.0	2.1

〔出所〕Kruse［2001］，p. 79.

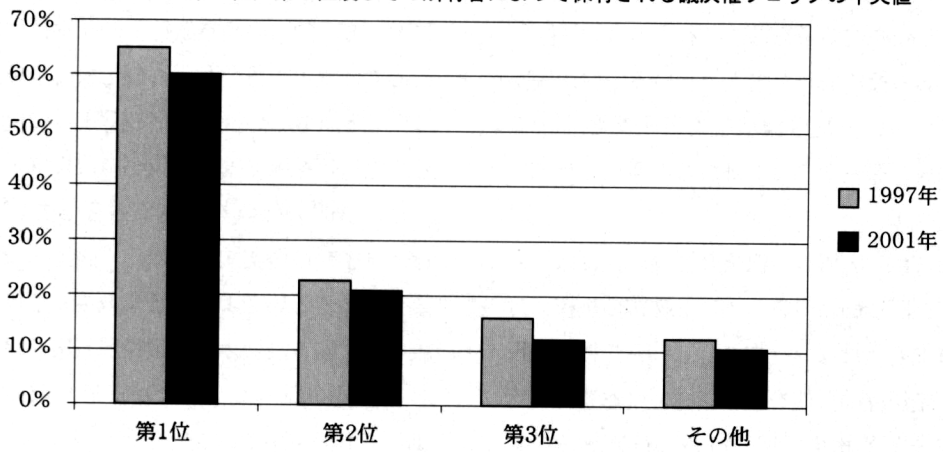
しかし，ごく最近の調査[3]によれば，こうしたドイツ企業の所有・支配構造にも，変化の兆しが窺える。まず，注目すべきは，議決権の所有の集中度に低下傾向が見られることである。第1位の議決権ブロックによって保有されている議決権の大きさは，1997年の65％から2001年

表2　ドイツの上場企業におけるドイツ主体の保有

保有者のタイプ	議決権ブロックの数				議決権ブロックの価値（100万ユーロ）			
	1997年		2001年		1997年		2001年	
個人および家族	225	35%	303	39%	51,902	22%	110,763	22%
金融部門	162	25%	150	19%	77,584	33%	158,496	32%
非金融事業部門	158	24%	184	24%	31,214	13%	81,853	16%
公的部門	27	4%	36	5%	52,894	22%	72,291	14%
その他	80	12%	108	14%	23,406	10%	76,225	15%
総　計	652	100%	781	100%	237,000	100%	499,628	100%
金融部門								
3大銀行および外銀	41	25%	42	28%	24,509	32%	44,955	28%
他の国内銀行	50	31%	44	29%	12,920	17%	23,775	15%
保険会社	58	36%	44	29%	38,801	50%	88,628	56%
他の金融機関	13	8%	20	13%	1,353	2%	1,138	1%
総　計	162	100%	150	100%	77,584	100%	158,496	100%

〔出所〕Wójcik［2001］，p. 32.

図1　第1位，第2位，第3位及びその所有者によって保有される議決権ブロックの中央値



〔出所〕Wójcik［2001］，p. 30.

には60%に低下した。また，第2位以下の議決権ブロックの割合も低下している（図1）。しかし，この間の10%に及ぶ直接的な株式ないし議決権所有比率の低下ほどには，議決権所有の集中度は低下していない。その理由は，ドイツの企業の所有者たちが，彼らの所有持分の一部を，持株会社や投資信託のような別の関連会社に移し，間接的な形で議決権を管理しているためであるといわれている[4]。ドイツでは，5%以下の議決権の保有については，開示の義務はない。この点で，特に目を引くのが大銀行と保険会社のビヘイビアである。これらの金融機関は，持合株式の処分によってこの間支配的な議決権ブロックを減らしている（表3）。けれども，処分の対象となった株式は，専らコアグループに属さない企業の株式であり，ドイツの持合構造の中枢に位置するこれらの企業グループの場合，コアグループ相互間の持合株式はほ

表3　ドイツの非金融上場企業におけるドイツ主体の保有

保有者のタイプ	議決権ブロックの数				議決権ブロックの価値（100万ユーロ）			
	1997年		2001年		1997年		2001年	
個人および家族	195	39%	247	42%	50,080	29%	97,376	30%
金融部門	86	17%	78	13%	25,358	15%	42,865	13%
非金融事業部門	138	27%	155	26%	27,813	16%	75,694	23%
公的部門	23	5%	29	5%	51,032	30%	70,022	21%
その他	61	12%	76	13%	17,158	10%	43,059	13%
総　計	503	100%	585	100%	171,441	100%	329,016	100%
金融部門								
3大銀行および外銀	28	33%	26	33%	11,767	46%	13,263	31%
他の国内銀行	25	29%	19	24%	3,928	15%	3,667	9%
保険会社	22	26%	21	27%	9,497	37%	25,387	59%
他の金融機関	11	13%	12	15%	166	1%	548	1%
総　計	86	100%	78	100%	25,358	100%	42,865	100%

〔出所〕Wójcik［2001］，p. 32.

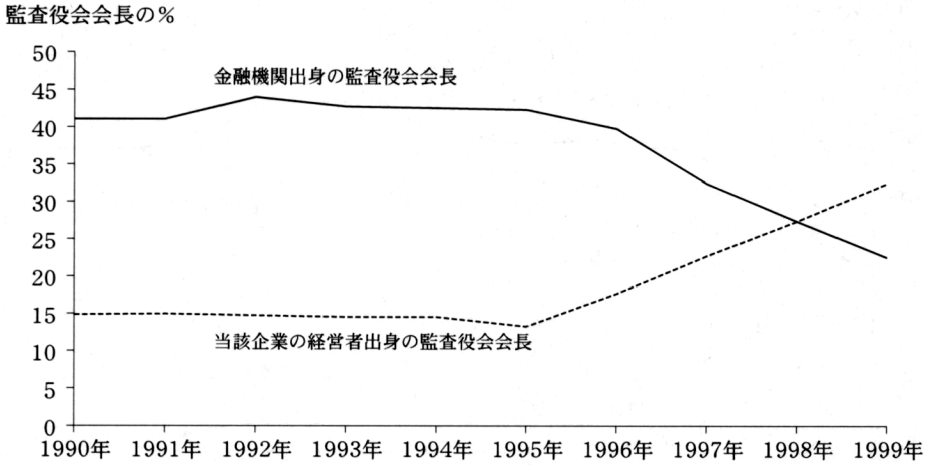
とんど減らしてはいない[5]。これらの金融機関が売却した株式の多くは，これらの金融機関の傘下にある投資信託が購入している。生命保険の場合には，支配的議決権を若干減らす一方で，株式の保有そのものはむしろ増加させている。

要するに，大銀行や保険会社の場合には，直接および間接的に所有している株式の規模にはそれほど変化はない一方で，これらの機関の役割が，議決権の行使を通じて経営に影響力を行使する支配的株主（blockholders）から投資家（investors）へとシフトする兆しが窺える[6]。

他方，これら大銀行や保険会社とは対照的に，地方銀行（Landesbank）や貯蓄銀行（Sparkasse）など他の国内銀行は，議決権ブロックならびに株式所有そのものを短期間で大きく減らしている。これらの金融機関，特に地方銀行は，地方政府や貯蓄銀行連合によって所有され，地域開発プロジェクトに従事し，企業統治のみならず，ドイツの社会市場経済の重要な一角を担ってきた。しかし，地方銀行は，地方政府から補助金や特別保証を受けていることに対して，国内の商業銀行や外国銀行に加え，最近では欧州委員会からも公正な競争を阻害していると，厳しい批判を浴びるようになっている。大銀行を除く国内銀行が議決権ブロックならびに株式の保有を急速に減らしていることは，ドイツの企業統治の変化を物語る象徴的な事例であるといえよう。企業統治からの銀行の後退は，監査役会への派遣役員（彼らは監査役会の会長を務めるケースが多い）数の減少によっても明らかである（図2）。

同じく，ドイツ企業の所有・支配構造には，機関投資家台頭の兆しも窺える。ドイツの機関投資家の中心は，アングロサクソン諸国のような年金基金ではなく，保険会社や投資信託であり，特に前者は議決権ブロックの金額で金融部門全体の6割を占め，そのシェアは年々増加している。他方，ドイツ企業における外国人株主の比率は20%弱で，90年代からあまり変化は見られない。この点で，90年代にアングロサクソン系を中心とする外国人投資家が急速に増え，上場企業の株式の4割をこれら外国人投資家が

図2　ドイツ主要40社における監査役会会長の出自の推移



〔出所〕Höpner［2001］，p. 50.

保有するようになっているフランスと好対照をなす。しかし，ドイツの大手企業の中にも，英ボーダーフォン・エアタッチによる敵対買収の対象となったマンネスマンの60％を筆頭に，外国人株主の比率が高い企業がある。特に，DAX（ドイツ株価指数）30社は，ドイツの有力企業から構成され，国際分散投資の有力な対象となっていることから，外国人株主の比率が高く，所有の分散が進んでいる。これら外国人株主の多くはアングロサクソン系の機関投資家と見られ，DAX30社はドイツ企業のなかでもshareholder valueへ傾斜が顕著であることから，機関投資家（特にアングロサクソン系のそれ）の台頭とshareholder valueへの傾斜の間には，密接な関係があると見られている[7]。

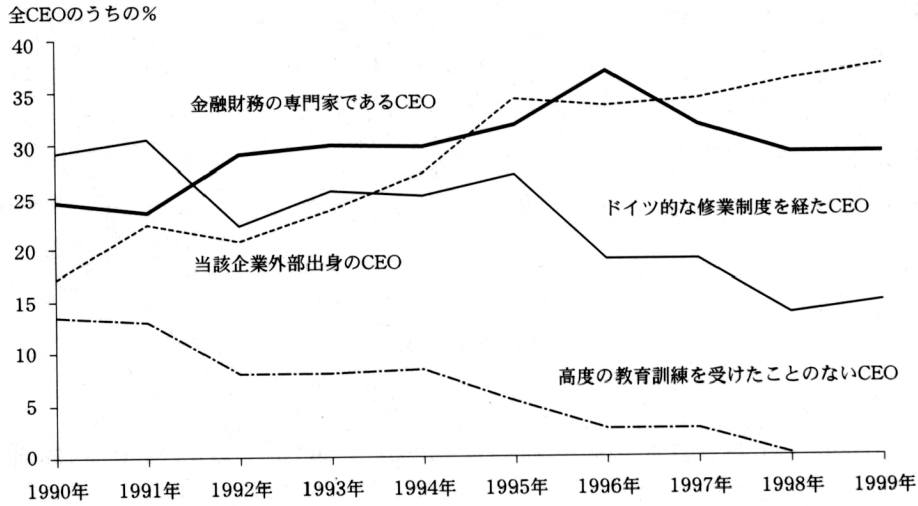
このように，ドイツでも，所有の集中度の低下や株式持合いの減少が見られ，そのことを通じて，特に金融機関の企業統治からの後退が見て取れる。もっとも，大銀行の場合には，議決権の行使を通じて経営に影響力を及ぼすblockholdersから，投資信託を通じたポートフォリオ管理への役割転換であるのに対して，他の国内銀行の場合には，文字通りの後退であるように見える。他方，生保を中心とした機関投資家台頭の兆しもある。

2. 変わるドイツの経営者像

ドイツの経営者は，ドイツの企業統治の下で，従業員をはじめとする利害関係者（stakeholders）のコンセンサスや利益を重視し，長期の安定指向の経営スタイルをとってきた。ドイツの経営者は，技術畑で会社内の叩き上げの出身者が多く，そのため強固な技術的カルチャーを帯びており，かかるドイツの経営者および企業組織の持つ生産主義的エトスが，技能工の訓練・育成や品質への執着，生産工程の垂直的な統合や長期市場シェアの確保といったドイツ企業の特性を支えてきたといわれる[8]。さらに，就任期間の長さが，従業員や労働評議会，サプライヤー，業界内の他の企業，銀行との間の利害調整を容易にする一方，企業経営者の限られた外部労働市場も，短期的な成功ではなく長期的な利益の追求を促したといわれる[9]。

しかし，ドイツのこうした経営者像にも変化

図3　ドイツ主要40社の最高経営責任者（CEO）のキャリア



〔出所〕Höpner［2001］，p. 44.

の兆しが現れている。70年代にはドイツの経営者のうち，大卒が半分を占め，そのうち6割がエンジニアか自然科学専攻者で，経済専攻は30%，法律専攻は10%であったが，90年代に入ると，特に大企業のトップ経営者の間で，高度の教育を受けた専門家への傾向が著しく，なかでも金融・財務の専門家が増える傾向にある。また，ドイツ的な修業（Lehrjahr）制度を経験した企業内キャリア経営者の割合が減少する一方，外部から招聘された経営者の割合が増加する傾向にある（図3）。さらに，トップ経営者の在任期間は短縮化される傾向にある[10]。

そして，経営の専門化と市場化（経営者に関する競争的外部市場の出現），企業経営における経済・財務問題の重要性の高まりとそれを背景とした経営者の教育・キャリアにおける金融経済学（financial economics）学修の重要性の増大，在任期間の短期化といった変化が，ドイツの経営者をして，株価の動向のような測定可能なパフォーマンス規準ならびに shareholder value への傾斜を促しているといわれる[11]。

ドイツの経営者の shareholder value への傾斜の中で明らかとなっている1つの興味深い事実は，ドイツの企業統治において経営者の権力が相対的に高まりつつあることである。そのことを端的に裏付けているのが，経営者報酬の増加であり，ストック・オプションのような，shareholder value 指向に適うとされる業績連動型報酬体系の導入のみならず，固定報酬部分の増加もそれに含まれる。無論，ドイツの経営者の報酬が増えているといっても，アメリカの経営者のそれにははるかに及ばない。また，経営者の報酬の増大は，2001年前半までの景気の拡大による可能性もある。ただ，ドイツの場合，特徴的なのは，それが創業者家族の影響力の後退や，銀行による株式の相互持合の解消や議決権ブロックの引き下げ，監査役会派遣役員数の減少などによって，インサイダーによる経営監視機能が弱まる一方で，資本市場や社外重役といったアウトサイダーによる監視もいまだ必ずしも十分とはいえない状況で生じていることである[12]。ドイツ国内にも，ダイムラーとクライスラーの合併のケースのように，90年代後

半以降ドイツ企業によって活発に行われるようになっているM&Aを通じた事業再編を，十分に収益性を考慮した長期的な経営戦略に基づくものではなくて，経営者による権力欲の誇示に他ならないとして，経営者の横暴を懸念する声もある。アングロサクソン的なアウトサイダーによる監視の枠組みが十分に整っていない状況で，インサイダーによる監視機能の低下が，ドイツの企業統治にどのような影響をもたらすかは，極めて興味深いテーマである。

3. 企業統治に関する法律・制度改革の進展

ドイツでは，企業の所有や統治に関する問題は，伝統的に私的で微妙な問題であり，公衆の目にさらすものではないと見なされてきた[13]。上場ないし非上場企業の多くの所有者は匿名を好む傾向がある。そのため，国内では情報開示のための多くの法律が作られ，外からは度重なるEUからの圧力にもかかわらず，情報開示はなかなか進展しなかった。ドイツでは，与信者保護が商法に深く根付いているために，今日でも情報開示規制の実効性は極めて低いといわれる[14]。しかし，90年代半ば以降企業破綻が相次ぐ一方，ドイツ企業が内外でエクイティファイナンスに傾斜する中で，企業統治の改善，特に経営の透明性が強く求められるようになった。2000年にはドイツの株主は800万を超え，労働組合に組織されている労働者の数を上回るようになった。そのような状況の下で，企業統治に関する制度や法律面でいくつかの進展が見られるようになった。

95年にはEUの情報開示指令がドイツの国内法に転換され，5％を越える議決権を有する株主は，公表が義務づけられるようになった。その結果，銀行の代理委託権が制限され，銀行の株式保有が5％を超えるときには，銀行は以前のように開示なしに自動的に委託議決権を取得することはできなくなった。98年4月には，「企業領域における監査と透明性に関する法律」(*Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich: "KonTraG"*) が施行された。この法律は，企業にどのくらい多くの役員会が活動しているかの情報を強制的に開示させ，併せて報告の作成にあたって国際会計基準（IAS）ないし米国会計基準（U.S. GAAP）を採用することを求めた。その結果，監査・報酬・任命委員会を備えたDAX30企業の割合は，98年のわずか3％から99年には50％に跳ね上がり，財務報告に国際会計基準ないし米国会計基準を用いたDAX30企業の割合は，98年の17％から99年には63％に上昇した[15]。2000年には，ドイツはOECDの企業統治コードを採用した最初の国となった。OECDの企業統治コードは，株主の権利と保護，すべての株主に対する平等な処遇，stakeholdersの企業統治への積極参加，企業経営に関するタイムリーな情報開示と透明性，企業と株主に対する取締役会の責任に関して，企業が準拠すべき原則を掲げている(OECD[1999])。

2000年6月，7月には，ともに非政府・非営利団体であるベルリン・イニシャチブ・グループと企業統治に関するドイツ・パネルが，それぞれ「企業統治に関するドイツ規約（*German Code of Corporate Governance*），」[16]，「上場ドイツ企業に関する企業統治規則（*Corporate Governance Rules for Quoted German Companies*）」[17] を公表した。前者は，グローバル化された市場でドイツ企業のパフォーマンスを改善する監査・統治規準（い

わゆるbest practice）を，後者は，株主に対する説明責任の強化を含む，上場企業に対するshareholder value極大化のための一般的なガイドラインを設定している。2000年7月には，ドイツ金融分析・資産管理協会（DVFA）も，企業統治への関与，株主の権利，経営の透明性，企業管理，監査の5つの数量化された指標からなる「企業統治評価のための基準（*Scorecard for German Corporate Governance*）」[18]を公表した。翌2001年7月には，企業統治に関する政府委員会（いわゆる「バウムス委員会」）が，「企業経営と管理ならびに株式会社法の近代化に関する政府委員会報告（*Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle und Modernisierung des Aktienrechts*）」[19]をシュレーダー首相に提出した。同委員会ならびに同報告書の目的は，ドイツの上場企業に関して，国際基準に見合い，欧州単一市場にとって障壁とならず，他のEU構成国のそれとも整合する企業統治モデルを作り上げ，ドイツにおける株式文化の確立に資することにある[20]。具体的には，監査役会の監視機能および独立性の強化，監査役会に対する情報提供など執行員会の責務・メンバーの任命・運営手続きの明確化，株主の逸脱行為の阻止などを規定した条項を，第4次金融市場促進法（*Viertes Finanzmarktförderungsgesetz*）に盛り込み，2002年半ばまで議会を通過させ施行するよう求めている。さらに，2001年12月には，ティッセン－クルップ社の監査役会会長Crommeを長とする，ドイツの企業統治コードに関する政府委員会（いわゆるクローメ委員会）が，ドイツ企業統治コード（*Deutscher Corporate Governance Kodex*）草案を公表した[21]。同草案は，企業のパフォーマンスや競争力，資本へのアクセスの改善などに関して，国際的および国内的に適切と認識された基準を統合しようとするものであった。こうした動きに呼応するかのように，ドイツでも，企業統治改善に関する助言を行う経営コンサルティング会社や，投資家向けの格付機関の誕生が相次いでいる。

2001年には，「記名株券と議決権行使の容易化のための法律（*Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung: "NaStraG"*）」も施行され，一株一議決権の原則を尊重する観点から，伝統的に同族所有や経営者の利益を守るために使われてきた，複数議決権（multiple voting rights）株が廃止される一方，株主による議決権の行使を容易にするために，インターネットや郵便を通じた投票が認められることになった。さらに，税法の領域でも，2002年から，持合解消のための株式売却によって生じるキャピタル・ゲインに対して，課税が廃止されることになった。この措置は，ドイツ企業間の株式持合の解消を加速し，所有の分散により株式市場の流動性を高め，かつ企業支配のための市場を強化することを通じて，ドイツ企業の経営の透明性ならびにshareholder value指向をより高めると期待されている[22]。

このように，制度や法律の面でも，ドイツの企業統治の改革を促す試みが進んでいる。既に見たドイツ企業の所有構造や経営者像の変化など，ドイツの企業統治にかかわる変化は，ある程度まではこうした法律・制度面における変化の所産でもあった。なるほどこれら，法律・制度面における改革は，アングロサクソン的な意味でのshareholder value，「株式文化」への移行を直接指向するものというより，むしろ企

業統治の改善を通じたドイツ企業の国際競争力の強化や産業立地ならびに金融センターとしてのドイツの魅力の引き上げに主眼があった。とはいえ，こうした法律・制度面での改革は，EU からの圧力とも相俟って，ドイツの企業統治を，よりアングロサクソン型のそれに近い方向へと押しやることになっている。

Ⅱ．ドイツの企業統治変化の背景

前節では，ドイツの企業統治の変化について見たが，こうした変化を引き起こしている要因はいったいどこにあるのだろうか。本節では，ドイツの企業統治の変化（アングロサクソン化）を促している要因を，ドイツの企業統治，特に大企業の企業統治の中核を担ってきた大手金融機関の経営戦略の転換，ドイツ大企業のマーケット・ファイナンスへの傾斜とグローバル化，さらにはドイツにおける企業支配の市場の成立の３つの面から考察する。

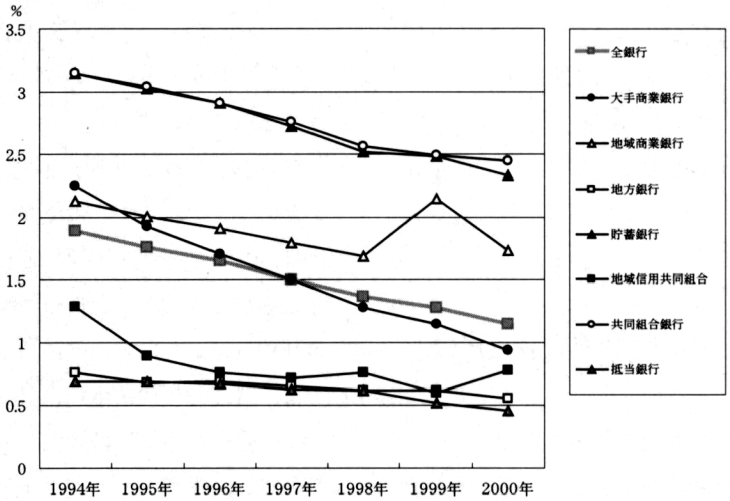
1. 大手金融機関の経営戦略の転換

ドイツの金融機関は，支配的株主ならびに監査役会の主要な構成メンバー，さらには与信者としてドイツの企業統治において中心的な役割を担ってきた。しかし，大銀行を除く国内の銀行は，保有株式や議決権ブロックを減らす一方，大銀行と保険会社に関しては，依然ドイツ最大の株式ならびに議決権の保有者である状況には変わりがないものの，グループのコア企業以外の株式の売却や直接保有から投資信託等を通じた間接保有へのシフト，さらには監査役会派遣役員数の削減などによって，所有・支配構造を変えており，金融機関総体として企業統治の中枢から後退する兆しが窺える。かかる企業統治からの後退は，特にドイツの大銀行の場合，「ハウスバンク・パラダイム」から「投資銀行パラダイム」へという，明確な経営戦略の転換と結びついている。

繰り返し述べているように，ドイツでは銀行が金融システムの中心に位置する。ドイツの銀行は，ユニバーサルバンクとして証券業務も営むことができるが，業務の中心は貸付であり，金利マージンが最大の収益源であった。ドイツでは，既に60年代に金利の自由化が行われていたが，金融秩序維持の観点から銀行間の競争は制限され，事実上の金利カルテルの下で，銀行は貸付により安定した収益を確保することができた。しかし，80年代半ば以降，金融の自由化や国際化が進む中で，ドイツの銀行は趨勢的な金利マージンの低下に見舞われることなった。なかでも，大銀行は，州政府の手厚い保護を受けた地方銀行（Landesbank）やローカルな中小企業や個人との間で緊密なネットワークを持つ貯蓄銀行（Sparkasse）などに対して，国内市場で不利な立場に立たされ，特に90年代半ば以降急激な金利マージンの低下に直面することになった（図４）。

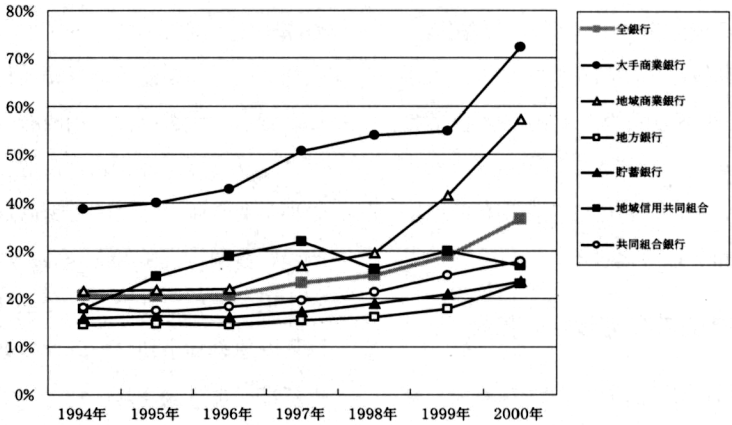
大銀行の金利マージンの急激な低下には，従来大銀行の主要な顧客であった大企業の銀行離れも大きく関係している。売上高が１億ドイツマルクを超えるドイツの大企業は，90年代に入り内部金融比率を高め，それ以下の売上高の企業がより一層銀行借入への依存を強めて行ったのとは対照的に，すでに低かった銀行への依存度をさらに低下させた[23]。内部留保で賄うことのできない資金についても，銀行借入ではなく，高い信用力を背景に，益々 CP や社債，株式の発行を通じて調達するようになり，それが大銀行の金利マージンの低下に拍車をかけるこ

図4　銀行業界別の金利マージンの推移



〔出所〕Deutsche Bundesbank〔2001 a〕, s. 37より作成。

図5　銀行業界別手数料収入の推移（対金利収入比）



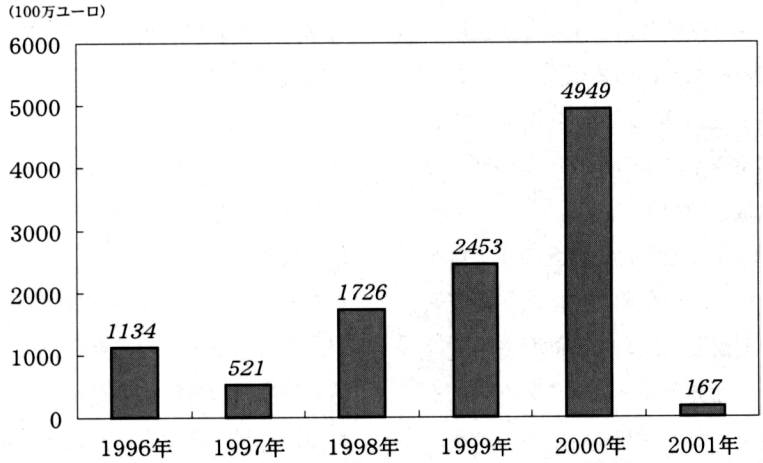
〔出所〕Deutsche Bundesbank〔2001 a〕, s. 37より作成。

とになった。

その結果，ドイツの大銀行は，伝統的な融資業務に代わり，金融的な自立性を高めグローバルに展開し始めたドイツの大企業向けに新たな金融サービスを提供すべく，かつ域内市場統合の進展やユーロの誕生によって将来性が期待できる投資銀行業務，ないしは富裕層を対象にしたアセット・マネジメントなどの新たな分野に活路を見出すことになった。

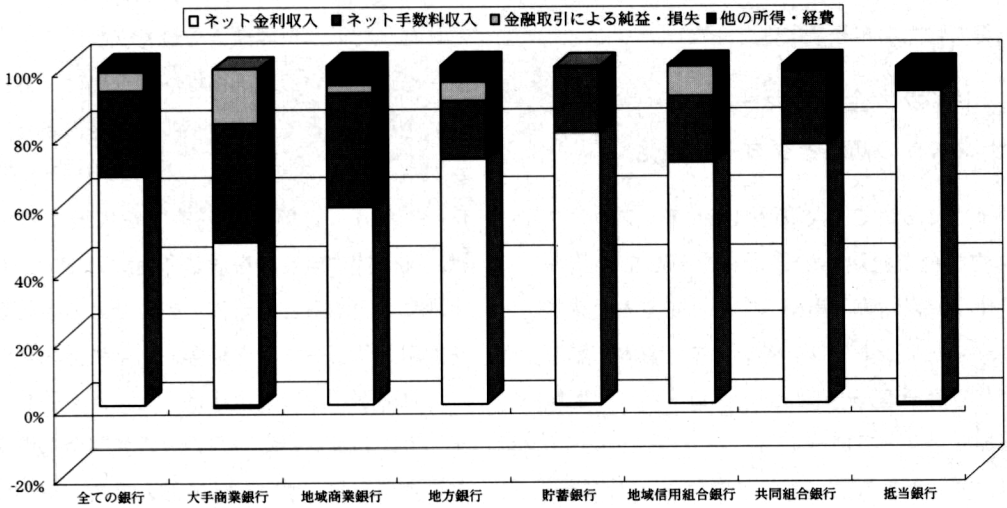
こうしたドイツの大銀行の経営戦略の転換は，業務収益構造の変化に明白に現れている。大手商業銀行や地域商業銀行は，投資銀行業務へのシフトが明確になった97年以降，手数料収入を大幅に伸ばしており，ICTブームを背景とした株価の上昇やユーロ圏におけるM＆Aブームに支えられ，急激に業績を伸ばした（図5，6）。大手商業銀行の場合，今や手数料収入や金融取引収入が収益の半分以上を占め，依然金利収入が7割前後を占める他の金融機関と著しい対照をなす（図7）。これら大手商業銀

図6　ドイツ銀行の収益の変化



(注) 2000年までは国際会計基準（IAS），2001年からはアメリカ会計基準（US-GAAP）
〔出所〕Handelsblatt, 2. 1/2. 2002.

図7　銀行業界別の収益構造



〔出所〕Deutsche Bundesbank［2001 a］, s. 21より作成。

行は，ドイツ内外の市場で，英米を中心とする外国銀行と，投資銀行業務（M&Aの仲介，経営コンサルティングなど），外為や証券のディーリング，派生金融商品取引等で激烈な競争を繰り広げている。その際，これらドイツの大銀行にとって，国内の事業会社の株を大量に保有していたり，監査役会に役員を派遣したりして，当該企業の統治に深く関与することは，収益の重要な柱である投資銀行業務の評判を損ないかねない。他方，企業の側も，ライバル企業の株を保有していたり，監査役会に役員を派遣したりしている銀行との取引や助言は望まない。ドイツの大銀行は，鉄鋼や機械，自動車，電機といった伝統的な産業部門に属する企業との間で，持合や役員派遣を通じて強固なリンクを有していたが，次第にそれらは失われつつあ

る。もっとも，ドイツの大銀行は，他の商業銀行およびアリアンツをはじめとする保険会社との間では，株式の相互持合や業務提携（バンカシュランス）を通じて結びつきを強化している。内外の機関投資家による所有比率が高いのも，ドイツの大銀行の特徴である。

そして，短期収益の極大化を最大の経営目標に掲げる経営スタイルや企業文化，機関投資家を中心とする所有構造，M＆Aの仲介や経営コンサルティング，証券ディーリングを主体とする業務構造へのシフトが端的に物語っているように，ドイツの大銀行は，アングロサクソン的な経営スタイル，企業統治の具現者であり，ドイツにおける，shareholder value 哲学の最も忠実で強力な布教者に他ならない。

2. ドイツ大企業のマーケット・ファイナンスへの傾斜とグローバル化

ドイツにおいて，大銀行同様，アングロサクソン的な企業統治への移行を主導しているのが，化学や自動車，電機を中心とする大企業であり，マーケット・ファイナンス（資本市場を通じた資金調達）への傾斜とグローバル化が重要な契機となっている。

既に述べたように，ドイツの大企業は，電気通信分野などいわゆる「ニューエコノミー」分野の企業を除き，90年代初め以来金融的自立性を高め，バンク・ファイナンスへの依存を減らす一方で，CP や MTN，社債の発行によりマーケット・ファイナンスへの依存を徐々に拡大させてきた。その背景には，金融のグローバル化や，欧州における通貨・金融統合，さらには規制緩和や調和の進展によって，資本市場の環境整備が進み，銀行借入に比べて証券発行による資金調達コストが低下したことや，アングロサクソン諸国同様，大陸欧州の投資家の間にもリスク志向が高まり，従来の国債一辺倒から民間債券に投資対象がシフトしていることなどがあげられる[24]。そして，資本市場を通じたファイナンスに傾斜すればするほど，より包括的な経営情報の開示をマーケットや投資家に求められるようになる。

こうした傾向にさらに拍車をかけているのが，これらドイツの主要企業による生産・経営活動並びに所有構造のグローバル化である。自動車，化学，電機をはじめとするドイツの大企業は，90年代に入り大競争時代を迎えた世界市場で生き残るために，何よりも規模の拡大が不可欠と考え，対外投資を急速に拡大させている。なかでも，世界最大で最もダイナミックな成長を遂げている米国市場への進出は，ドイツの大企業にとってグローバル化戦略の要と見なされている。そのため，ダイムラーや BASF，ヘキストといったドイツを代表する企業は，90年代にM＆Aを通じて相次いでアメリカ市場に進出すると同時に，アメリカの会計基準を採用しニューヨーク証券取引所に上場した。

これらドイツの大企業は，M＆Aを通じてアメリカにおける生産や販売，研究開発拠点を設立するのみならず，なぜ多額のコストをかけてまでアメリカの証券取引所に上場しようとするのか。例えば，BASF の場合，その理由は，アメリカ市場における知名度の向上や株主基盤の分散，そして何よりも高株価を梃子にエクイティ・スワップによる買収・合併やストック・オプションによる有能な人材確保を容易にすることにあったといわれる[25]。ニューヨーク証券取引所への上場の結果，2001年には，BASF の株式の3割強を外国人投資家が占め，そのうち米国の投資家の所有比率は9％強に上り，

表4　ドイツ主要30社の shareholder value 指数の比較

企　　業	スコア	企　　業	スコア
Bayer AG	1.61	Deutsche Telekom AG	0.16
VEBA AG	1.48	Krupp AG	0.16
SAP AG	1.33	Buderus AG	0.04
Hoechst AG	1.20	Agiv AG	0.00
BASF AG	1.14	Beiersdorf AG	−0.17
Mannesmann AG	1.11	Volkswagen AG	−0.26
Henkel KgaA	1.09	Rheinmetall AG	−0.31
Daimler-Benz AG	1.02	BMW AG	−0.43
RWE AG	0.90	VEW AG	−0.46
Siemens AG	0.86	Metro AG	−0.70
Schering AG	0.74	AVA AG	−0.81
Metallgesellschaft AG	0.72	Deutsche Babcock AG	−1.08
Degussa AG	0.55	Deutz AG	−1.18
Viag AG	0.55	Karstadt AG	−1.23
Preussag AG	0.45	Bilfinger＋Berger AG	−1.25
MAN AG	0.36	Spar AG	−1.28
Deutsche Lufthansa AG	0.28	Südzucker AG	−1.30
Linde AG	0.22	Axel Springer Verlag AG	−1.70
Continental AG	0.21	Holzmann AG	−1.90
Thyssen AG	0.17	Strabag AG	−2.29

（注）スコアの指数は，Z変換された比率の結合からなる。脚注28参照。
〔出所〕Höpner［2001］，p. 40.

2004年には12%ないし15%を占めると予想されている[26]。BASF と並ぶ世界有数の化学企業であるバイエルにいたっては，株式の半分近くを外国人投資家が占め，そのほとんどがアングロサクソン系の投資家である[27]。表4は，ドイツの主要30社について，株主指向（shareholder orientation）を指数化[28]したものである。それに拠れば，バイエルを筆頭に，ドイツの大企業のなかでも化学や製薬，電機，自動車などグローバル化し，厳しい国際競争にさらされている産業部門に属する企業ほど，株主指向が強いことが窺える。ドイツの化学企業の場合，元々内部金融比率が高く，ハウスバンクを必要としなかったことから，ドイツ的企業統治の枠組みの外にあり，国際志向が強かったとも言われる[29]。その一方，同じ大企業であっても，建設や商業，旅行，出版など国内市場中心で，厳しい国際競争を免れている企業ほど，株主指向が低いことが窺える。

要するに，ドイツの企業の中でも，アメリカ市場を中心にグローバルな経営戦略を展開し，資本市場を通じた資金調達を積極的に行うとともに，所有構造の分散化を進め，アングロサクソン系の機関投資家の所有比率が高まっている企業ほど，株主指向が強いことが窺える。ドイツ企業のグローバル化やマーケット・ファイナンスへの傾斜は今後も進むと予想される以上，この面からドイツの企業統治のアングロサクソン化は避けがたいように思われる。

3. 企業支配の市場の成立

ドイツの大企業のグローバル化とマーケット・ファイナンスへの傾斜が，ドイツにおける shareholder value 哲学浸透の重要な契機と

なっているといっても，ドイツの大企業によるエクイティ・ファイナンスが，この間際立って増加しているわけではない。にもかかわらず，ドイツの経営者は益々株価の動向や株主の意向を気にせざるを得なくなっている。その理由はいったいどこにあるのだろうか。

その最大の理由は，ドイツにも企業支配のための市場が形成されつつあることにある。クルップによるティッセン買収の試み（結果的に合併），英国ボーダーフォン・エアタッチによるマンネスマンの買収は，ドイツにも企業支配の市場が成立しつつあることの象徴的な出来事であった。ドイツでも益々株価が経営の巧拙の指標と見なされるようになっている。株価が低い時には，敵対買収の可能性はそれだけ高くなる。同様に，コングロマリットも買収のターゲットになりやすい。これまでのドイツでは，銀行や企業間での株式の相互持合や人材派遣が多角化戦略の追求を可能にし，コングロマリット化を促進させた。しかし，マーケットの参加者特に機関投資家は多角化戦略を嫌い，中核業務（コア・コンピタンス）への投資の集中を促す傾向があり，それが経営者の経営方針を拘束する。例えば，ドイツを代表する電機・電子コンツエルンであるジーメンスの経営陣は，過去数年間にわたり，低い収益と配当，膨れ過ぎた業務分野，DAXのトレンドを下回る株価，そして同社に対する否定的なイメージを理由に，株主やアナリストの厳しい批判にさらされてきた[30]。ジーメンスは，株主の4割をドイツ内外の機関投資家が占め，同じく4割を外国人投資家が占める。こうした所有構造ゆえに株主の影響力が強く，そのためにジーメンスの経営陣は，収益の向上と株価引き上げの強い圧力にさらされている。また，ドイツの銀行株は，昨年来低迷を余儀なくされているが，ドイツ銀行の経営陣は，同行の著しく過小評価された株価が，敵対買収の可能性をもたらしかねないことを危惧し，それが同行を性急な経営改革へと駆り立てている。業績の悪さゆえに株価が低迷している企業はもちろんのこと，80年代の米国がそうであったように，たとえ優良企業であっても，蓄積された秘密準備に照らして株価が著しく過小評価されていると見られる企業は，買収のターゲットになりうる。

ドイツでは，これまで株式の相互持合や所有の集中度の高さ，ハウスバンクおよび支配的株主としての銀行の役割，会計制度や情報開示ルール，会社法や証券取引法，共同決定や「社会市場経済」を掲げる国家が，企業支配のための市場の成立を妨げてきた。なるほど，ドイツでは，依然として敵対買収はまれである。とはいえ，状況は徐々に変化しつつある。

クルップによるティッセン買収攻勢の際に明らかになったように，銀行は敵対買収を阻止する役割を放棄したようにみえる[31]。というより，今やM&Aの仲介は，ドイツの大手商業銀行にとって重要な収益源である。会社法や証券取引法，さらには税制の改正も，所有の分散化や小数株主の保護，情報開示の推進を通じて企業支配のための市場の確立を促している。こうした状況の下では，経営陣にとってshareholder valueの追求は，株主やアナリストの批判をかわし，解任や敵対買収の恐れを極小化すると同時に，自己の報酬の極大化を図る上で，益々欠かせないものとなっている。それは，ドイツの大企業が，信用格付を変えず，株主資本を増やさないために，エクイティではなく，負債（debt）の発行によって資金調達を行っていることや，自社株の積極的な買戻しを行って

いることにも表れている。

かくして，企業支配のための市場の成立によって，ドイツの大企業の経営者は，益々 shareholder value の追求へと駆り立てられるようになっており，そのことを通じてドイツの企業統治を支えてきた機能的，制度的枠組みが徐々に侵食され，企業統治のアングロサクソン化が進行している。

Ⅲ．ドイツの企業統治の行方

それでは，ドイツの企業統治は，果たして今後より一層アングロサクソン化の方向に進むのであろうか。本節では，ドイツの企業統治の行方を占う上で最大の鍵を握ると思われる，共同決定（Mitbestimmung）の行方と，ドイツの中小企業の企業統治に深いかかわりを持つローカルな中小金融機関の再編の見通しについて見ることにしたい。

1. 共同決定の行方

ドイツの共同決定は，従業員ないし労働組合代表の監査役会への参加を通じた経営の意思決定への関与，工場レベルにおける経営者と職場協議会による労働・雇用条件の決定，さらには産業別かつ地域別に行われる労働組合と経営者団体との間の集団交渉を通じた賃金決定の3層からなる。ドイツの共同決定は，1世紀にわたる厳しい階級闘争の末に，階級間の融和を図り，労使間で制度化された協議を保障する機構として生み出された。その特長は，労働者を経営者，株主と並ぶ会社の重要な stakeholder と位置づけ，その役割を法的に明確にしたことにある（共同決定法）[32]。ドイツにおいて企業とは，経営者と従業員，株主およびその他の stakeholders からなる共同体に他ならず，その意味で，共同決定はドイツの社会市場経済ないしコッポラティズムの象徴でもある。

これとは対照的に，アングロサクソン諸国では，従業員は企業の意思決定に関しなんら発言権を与えられていない。アングロサクソン諸国においては，企業は専ら株主のものであり，経営者は株主からの委託を受けて経営を任されている。そのため，アングロサクソン諸国の企業統治において問題とされるのは，専ら株主と経営者の関係であり，それが代理人理論（principal-agency theory）や shareholder value のコンセプトに典型的に現われる。従業員の会社の意思決定への参加は，株主の財産権の侵害と見なされ，組織的に排除される。けれども，ドイツの大企業ではまさに共同決定こそが，経営者と従業員そして株主の間の社会的連帯を可能にしてきた[33]。ダイムラーもクライスラーと合併した際に，ドイツ企業として法的地位を維持することを選び，全米自動車労組の代表を合併会社の監査役会に受け入れた。

けれども，共同決定は，単に労使の融和を促す機構であるばかりではなく，ドイツの製造業の強い国際競争力の源泉でもあった。というのも，ドイツの製造業の強い国際競争力の源泉は，質の高い労働力にあり，それは安定した労使関係の下で，労働者の技能の組織的，継続的な向上を通じて初めて可能であったからである。なるほど，ドイツの経営者は，共同決定のあり方について常々不満を口にするが，共同決定のうち，特に工場レベルにおける職場協議会との間の労働・雇用条件の協議については，十分にその意義を認めている。というのも，グローバルな市場で競争している企業にとって，市場環境の変化に如何に迅速かつ柔軟に対応す

るかが成功の鍵を握っており，「多品種高品質生産」を競争力の源泉としているドイツ企業の場合，その対応能力は，工場レベルにおける従業員との安定した協力関係如何に懸かっているからである[34]。

同様の観点から，産業ないし地域レベルで高度に組織化された経営者団体と労働組合との間で行われる集団交渉も，ドイツの経営者にとって重要な意義を有する。というのも，労働組合との協力に基づく労働市場の共同管理は，熟練労働者をめぐる企業間の競争（人材の引抜き）を抑え，賃金水準を調整し，技能養成コストの均等な配分を通じて，労働市場の安定に貢献するからである。個別の企業レベルを超えた，より高度の次元で行われる経営者団体と労働組合との交渉が，さもなくば衝突を引き起こすかもしれない微妙な問題をひとまとまりに扱い，労使の対立を非人格化することを通じて，個別企業ないし工場レベルでの協力を支援する[35]。産業ないし地域レベルでの経営者団体と労働組合の間の集団交渉なくして，職場協議会との労使協調の維持は困難となる。その意味で，工場レベルでの共同決定と，集団的賃金交渉の間には，明確な補完性（complementality）が存在している。だからこそ，ドイツの経営者たちは，集団的な賃金交渉を通じた画一的な賃金決定に対して，かねがね不満を持ちながらも，他方でその継続的な維持に努めてきた。2002年の春闘でも労働組合側が4％の高率の賃上げを経営者側から引き出すことに成功したことからも明らかなように，現時点でもそうしたスタンスは変わっていない。ドイツ企業の経営スタイルが，短期収益や株価重視を重視するアングロサクソン系の企業のそれに徐々に近づきつつある中で，労使関係については，伝統的な協調体制が維持され，アングロサクソン諸国の敵対的なそれに移行する兆しは窺えない。そのことを以って，ドイツの企業統治の伝統的なスタイルは維持され，アングロサクソン型のそれには向かわないとする見方もある[36]。

しかし，ドイツの共同決定にまったく変化が見られないかというと，決してそうではない。例えば，ダイムラー・クライスラーは，昨年10月に，監査役会とは別に，社外の経営者や識者，株主代表から構成され，執行役員会の監視もしくは助言を行う任意組織である「取締役会」を新たに設立した。その背景には，監査役会を通じた共同決定を事実上骨抜きにすることによって，アメリカ流の最高経営責任者（CEO）を頂点とするトップダウン方式に基づく経営スタイルを取り入れる狙いがあるといわれている[37]。ただ，監査役会レベルの共同決定は，元々象徴的な意味合いしか持たないとの見方もある[38]。というのも，監査役会におけるキャスティング・ボートは，株主の代表から選出される監査役会の会長が握っており，株主の同意さえあれば，従業員や労働組合代表の反対があっても，経営者は自らの経営プランの執行が可能であるからである。

むしろ，ドイツの企業統治にとってより重要な意味を持つのは，職場協議会との共同決定，ならびに産業レベルでの経営者団体と労働組合の集団交渉の行方である。このうち，前者については，ドイツ企業が競争上の優位を発揮する上で，むしろより一層その重要性が高まりつつあることを見た。問題は後者のほうである。

産業別の集団的賃金交渉は，当該産業に属する経営者団体と労働組合が毎年州単位で交渉し，その妥結結果は州を越えて当該産業全体に波及する。90年代半ばの時点で，賃金協約は社

会保険提供の義務を負う全ての経営者の約80%をカバーしているといわれ，その経営者の下で働く従業員がその対象となる。しかし，経営者団体といっても，そこに属する企業のタイプは様々で，経営規模や労働生産性，収益は異なる。にもかかわらず，同一産業の同一職種には原則として同一の賃金水準が適用され，しかもその賃金水準は，当該産業のうち規模が大きく労働生産性の高い企業の水準に応じて決定されることが多いために，より規模や労働生産性の劣る企業の経営者にとっては，その分負担が大きくなる。その結果，画一的な賃金水準の決定に不満を募らせた企業の経営者は，経営者団体から離脱の道を選ぶことになる。金属・電機産業をカバーするドイツ最大の経営者団体であるゲザムトメタルは，80年代には旧西ドイツ企業の半分以上を組織していたが，90年代に入り急速に組織率を低下させている[39]。また，旧東ドイツでは，零細企業が多いこともあって，旧西ドイツの水準に準じた高率の賃金水準の適用を嫌い，経営者団体への参加は民間企業のわずか25%に留まっている。さらに，新規に設立されたドイツ企業の中には，経営者団体に参加しないか，仮に参加するにしても，賃金協約遵守義務を課さない経営者団体への参加を選ぶ企業が多い[40]。

要するに，集団的賃金交渉に関しては，経営者の側で次第に業界内部の利害調整が難しくなっていることが窺える。その影響は，当然のことながら，他の面にも及ばざるを得ない。職場協議会と共同決定の重要性が高まっている理由の一端も，まさにそこにある。というのも，それによって，中央集権的な集団交渉の制約を受けずに，個別企業の状況に見合った労働時間や雇用条件の柔軟な調整が可能になるからである。職場協議会との共同決定は，今や企業にとって経営戦略の一環に他ならず，その本来の役割が労使関係の融和にあったことを想起すれば，そのことは職場協議会との共同決定の意味合いが，ドイツ企業を取り巻く経営環境の変化の中で大きく変化してきていることを物語っている[41]。

しかし，個別の企業レベルでの裁量権の増大は，同時に中央集権的な集団交渉を侵食し，アングロサクソン諸国のように，産業別組合を弱体化させる危険を孕んでいる。そうでなくとも，ドイツ最強の労働組合であるIGメタルも，趨勢的な組合員の減少に悩まされている。また，経営者団体と労働組合の間の中央集権的な集団交渉の衰退は，個別企業レベルで回避ないし緩和されていた労使対立を再び先鋭・顕在化させる可能性もある。さらに，中央集権的な集団交渉の衰退は，産業別労働組合の弱体化だけでなく，既に始まっている経営者団体の弱体化を加速しかねない。そうなれば，経営者団体の持つ利害調整機能が失われ，個別企業間で熾烈な競争が引き起こされることにより，当該経営者団体ないし当該産業が一種の「公共財」として持っていた，業界レベルでの人材の訓練・養成機能や技術開発能力が失われてしまう可能性もある。そのことは，ドイツ企業の持つ競争上の優位を掘り崩すことにもつながりかねない。今のところ，そうした危機が差し迫っている兆候はない。しかし，変化の波は，ドイツの企業統治ないしドイツの社会経済モデルの中枢をなす共同決定制度にも確実に及んでいる。

2. ローカルな金融機関再編の行方

ドイツ企業の圧倒的多数を占めるのは中小企業である。既に見た大企業の場合とは異なり，

ドイツの中小企業にはアングロサクソン的な経営スタイルの影響はほとんど及んでいない。ドイツでは，株式会社形態を取る中小企業の数は限られており，97年に中小企業向けに設立され，一時は活況を呈したノイヤー・マルクトも，株価の低迷により新規上場はこのところ頭打ちである。ドイツの中小企業には，有限会社（いわゆるGmbH）や同族会社が多く，大企業とは対照的に，自己資本比率は低い。そのため，外部資金源泉として銀行借入への依存度が高く，より小規模の企業を中心に，90年代に入り銀行借入への依存をより高めている[42]。

しかし，ドイツの場合，中小企業の借入先は，商業銀行ではなくて，専ら貯蓄銀行や地方銀行，あるいは信用組合である。商業銀行とは違い，これらの銀行グループは，通常の業務目的に加えて，公共の福祉に合致した目標を追求する責務を課せられている。すなわち，貯蓄銀行や地方銀行の場合には，すべての地域が十分な金融サービスが受けられることを保証することや，産業政策遂行のために地方銀行を用いることがそれである。公法に則った金融機関として，貯蓄銀行は地域社会によって，また地方銀行はそれぞれの州や自治体政府によって業務の支援を受ける。これらの公的組織や機関は，損失をカバーする資金の保証人になることで，これらの銀行に対して無限責任を負い，それによって追加保証を提供する。他方で，これらの銀行は，州政府や自治体に対して，抵当ローンや債券の引き受け通じてファイナンスを提供する。その原資は，預金ないしは債券（公的保証付）の発行で調達された資金である。また，信用組合の場合には，その目的は，伝統的に民間顧客や小口の製造・小売業者である組合員の扶助にある。信用組合は，組合員が組織に対し持分の出資に応じて個人的に責任を負うことによって保証されている[43]。

このように，貯蓄銀行や地方銀行，信用組合は，文字通りのハウスバンクとして，地域経済の発展を担う一方，中小企業や地域コミュニティ，そして州政府や市町村自治体を結び付ける社会的紐帯の役割を果たしてきた。ドイツの企業統治のみならず，社会市場経済ないしコーポラティズムの典型をまさにここに見ることができる。

にもかかわらず，ローカルなレベルでドイツの企業統治の中枢を担ってきたこれらの銀行グループは，既に見たように，大手の商業銀行以上に，急速に企業に対する株式の持分ないし議決権ブロックを減らしてきている。これらの銀行グループは，いくつかの銀行を例外として元々大銀行のように大企業の株式を大量に保有していたわけではない。また，大銀行のように，ハウスバンクを捨てインベストメント・バンクキングに経営戦略を転換させたわけでもない。ドイツの中小企業は，90年代に入りむしろバンクファイナンスへの傾斜をより一層強めている。にもかかわらず，企業統治からの後退の兆しが見えるのはいったいなぜだろうか。

その背景には，これらの銀行グループを取り巻く経営環境の変化がある。既に述べた大銀行の場合と同様，これら中小金融機関にも，再編の波が押し寄せてきている。ドイツの銀行業界は，ドイツの他の業界同様，長い間政府による直接的な規制，もしくは業界団体を通じたインフォーマルな自主規制の形で競争が実質的に制限され，地域や業態別の棲み分けを通じて，共存共栄が図られてきた。なかでも，ローカルな中小金融機関は，上記のように州政府や地方自治体によって手厚く保護されてきた。しかし，

金融の自由化や国際化，欧州の文脈ではユーロの導入や金融サービスの自由化の進展によって，金融機関同士の競争が激化し，趨勢的な金利マージンの低下に見舞われるなど，銀行を取り巻く経営環境は厳しさを増している。その結果，商業銀行と公営銀行との間で軋轢が生じ，緊張が高まっている。

こうした対立は，決して今に始まったことではない。しかし，欧州委員会の介入が対立に拍車をかけることになった。1994年にドイツの民間銀行団体連合は，英仏の同業団体連合と組んで，欧州委員会にノルトライン・ヴェストファーレン州による WestLB（Westdeutsche Landesbank：西ドイツ地方銀行）に対する違法な補助金支出の返還を求めて提訴した。欧州委員会はこの提訴を受けて，1999年に WestLB に補助金をノルトライン・ヴェストファーレン州に返還することを求め，同種の補助金の支出がドイツの他の州で行われていないかどうかについて，ドイツ政府に情報提供を要求すると同時に，ドイツの州政府や地方自治体が，公営銀行に対して無限責任保障を提供していることが違法な補助金の提供にあたらないかどうかの，検討に入った[44]。ドイツの中央政府や地方政府，地方銀行はこれに対して激しく抵抗したが，結局2005年以降12の地方銀行に対して無制限の政府保証が撤廃されることになった。その結果，これまで最上級に近い格付（ダブルA）を有していた地方銀行は，格付低下の危険に直面することになった。

無論，格付低下の危機に直面しているのは，地方銀行だけではない。他の金融機関もそうである。ドイツの金融機関は，趨勢的な預金の減少を，金融債や CDs，抵当債といった証券の発行によってカバーしてきた。それゆえ格付の低下は，即リファイナンス・コストの上昇となって跳ね返る。そうなれば，金利マージンの縮小にさらに拍車がかかる。かかる悪循環を回避するためには，収益力の強化やコストの削減に努め，何としても現行の格付を維持する必要がある。そのための手段として，ローカルな中小金融機関は，仕組みファイナンスや，不動産や貸付債権の証券化といった新たな業務分野に進出する一方で，合併や戦略的提携に動いている。後者に関しては，特に貯蓄銀行と信用組合による業界再編の動きが目立っている（表5）。これらの機関は，持株会社方式を通じた合併や，支店の統廃合，商品開発や証券決済，オンライン・ブローカー・サービス機能の統合などに動いている。また，注目すべきは，これらの金融機関の間で業態を超えた統合への動きが見られることである。例えば，ヘッセン・チュービンゲンの地方銀行 Helaba は，広範な販売網と強力な営業力を備えた貯蓄銀行との提携を強化することによって，業務基盤を強化し現行の格付（ダブルA）を維持することを狙っている[45]。

しかし，これらローカルな中小金融機関が今後再編を進めていく上で，最大の障害になると見られているのがドイツの連邦主義である。というのも，州単位で設立されているこれら中小金融機関の最大の株主は，各々の州政府や地方自治体であり，彼らは合併や民営化によって支配的株主の地位を失い，ローカルな金融機関に対する影響力を失うことを恐れているからである[46]。州政府の中には，地方銀行と貯蓄機関の提携を積極的に呼びかけているところもあるが，あくまでそれは彼らが引き続き権限を行使することのできる州内のことであって，それ以上ではない。ローカルな貯蓄銀行連合や労働組

表5　ドイツの金融経済界の構造

銀行グループ	機関数			支店数			従業員数		
	1998年	1999年	2000年	1998年	1999年	2000年	1998年	1999年	2000年
すべての銀行グループ	3,232	2,993	2,733	42,037	41,243	39,617	730,000	732,950	735,550
信用銀行	323	315	314	6,833	6,867	6,520	*217,200	*220,600	*221,400
大銀行	3	4	4	4,353	3,114	2,873			
地域銀行	238	223	223	2,405	3,681	3,567			
外国銀行の支店	82	88	87	75	72	80			
地方銀行	13	13	13	430	655	638	33,650	40,800	41,850
貯蓄銀行	594	578	562	18,327	17,667	16,892	287,650	282,150	283,450
協同組合中央銀行	4	4	3	26	24	25	7,300	7,400	7,300
信用組合	2,249	2,035	1,795	16,139	15,793	15,332	171,550	170,950	171,000
抵当銀行	33	32	31	246	216	192			
特殊目的銀行	16	16	15	36	21	18	12,650	11,050	10,550
参考：									
住宅金融金庫	34	33	31	3,172	3,185	3,677	22,550	22,500	22,250
郵便銀行	1	1	1	14,702	14,103	13,629			

（注）＊：私法上の抵当銀行を含む民間銀行業界の従業員。
〔出所〕Deutsche Bundesbank［2001 b］，s. 25.

合も，州を越えた再編や民営化は，戦後のドイツの発展を支えてきた地方分権主義への挑戦であり，大量の失業をもたらすと批判，連邦政府も地方銀行の統合・再編には前向きであるが，すべての地方銀行の合併や持ち株会社への組み入れを提案するまでには至っていない。

貯蓄銀行や地方銀行，信用組合といった中小の金融機関は，これまで地方政府や自治体と緊密に協力し合いながら，地域経済の発展を支え，地域社会の安定に大きな役割を果たしてきた。すなわち，これらローカルな金融機関は，純粋な市場メカニズムではなく，公的権力をバックにした信用の社会的コントロールを通じて，地域間の経済格差是正の上で重要な役割を果たし，そのことによってドイツの連邦主義の一翼を担ってきた。従って，こうしたローカルな金融機関が民営化され，州を越えた合併や再編，淘汰が進んだ暁には，そうした社会的調整機能が失われ，地域経済の衰退が進む可能性がある。そうでなくとも，ドイツの発展地域は，サンベルト地帯といわれるノルトライン・ヴェストファーレンからバーデン・ビュルテンブルク，バイエルン州に至る南西部のラインに偏っている。

けれども，長らく州や自治体ごとに手厚く保護されていたドイツの電力業界では，EUの自由化指令を受けて完全自由化が進み，合併や買収を通じてドイツ国内はもとより欧州レベルでの再編が始まっている。他の多くの業界もそうであり，ローカルな金融機関のみがこうした再編からいつまでも自由でいられるはずがない。先ごろ経営破綻したメディア企業キルヒの場合でも，バイエルン州地方銀行の同社に対する巨額の融資とバイエルン州政府による不透明な関わりが問題となり，ローカルな金融機関の経営の不透明性や融資先企業に対する監視機能の不十分さへの風当たりは強まっている。

よって，遅かれ早かれ，ローカルな中小金融機関の経営の見直しやより大規模な再編は避けられそうにない。というより，既に再編は始

まっている。とすれば，その影響は，株主であり同時に受信者である地方政府や自治体との関係はもちろんのこと，これら中小金融機関の主要な顧客である中小企業や個人，そして地域経済にもいずれ及ばざるを得ないだろう。それがどのような形をとるのか，そしてどの程度の範囲にまで及ぶのかは，未だ明らかではない。

結　論

ドイツの企業統治は，アングロサクソン型のそれへと向かうのか，それとも，伝統的な構造を今後も基本的に維持するのか。あるいは，ドイツ型の企業統治とアングロサクソン型のそれとの特徴を兼ね備えたハイブリッド型へと向かうのか。

アングロサクソン型モデルへの移行可能性について懐疑的な論者の多くは，共同決定，特に工場レベルにおける経営者と職場協議会の協調の重要性の高まりや，雇用のための同盟（Bundnis für Arbeit）に見られるような政府・経営者・労働組合3者の協力，換言すれば，労使関係の安定とそれをサポートする政府の役割を以って，その主要な論拠としているように思われる。なるほど，ドイツの経営者は，従業員に対する社会的責任を自覚し，社会民主主義的規範を損ねることを望まないために，対立より協調を重視する傾向にある。それは，ドイツにおける労働者の政治的権力の大きさと福祉国家の伝統の反映でもある。新自由主義化，アングロサクソン化の波が襲っているとはいえ，今のところその強い影響下にあるのは，ドイツでも大銀行やグローバル志向の大企業の一部に限られ，ドイツ経済の大多数を占める中小企業やこれらの企業に融資を提供しているローカルな金融機関には，その影響は及んでいないように見える。しかし，よくよく見ると，決してそうではない。ドイツの中小企業やローカルな金融機関にも，新自由主義化，アングロサクソン化の波は確実に及び始めている。グローバル化や自由化，欧州における経済通貨統合の進展によって，彼らを競争から保護し，雇用や業界秩序，地域社会の安定を保証していた制度上の緩衝装置が徐々に取り払われ，その結果益々厳しい競争にさらされるようになっている。しかし，社会市場経済の侵食とアングロサクソン化の進行は，安定した労使関係を基礎に，長期的な視野に立つ経営によって培われてきた「多品種高品質生産」を特徴とするドイツ企業の競争上の優位とドイツ社会の安定を損なうリスクを同時に孕んでいる。ドイツ企業の中でも一際shareholder value に忠実であったはずのダイムラーの経営陣が，M＆A戦略の失敗による業績不振に喘ぎ，配当の引下げにより株主の厳しい批判にさらされている現状は，皮肉という他ない。かくして，ドイツの企業統治とそれを支えてきた機能的制度的枠組みは，今日重大な岐路に立たされている。

注

1) Becht, M. & Boehmer, E. [1999], p. 39.
2) Baums & Fraune [1995], s. 97.
3) Wójcik [2001]
4) *Ibid*, p. 12.
5) Wójcik [2001] に拠れば，3つの銀行（ドイツ銀行，ドレスナー銀行，ヒポ・フェラインス銀行）と2の保険会社（アリアンツ，ミュンヘン再保険），そして2の公益事業会社（RWE，E.ON）が，ドイツの企業社会の巨人で，株式市場の第1セグメントの市場価値総額の30%以上を占める。これらトップ7企業によって支配される議決ブロックの絶対数は，118から103に減少したが，その相対的価値は不変のままで，市場価値総額の30%以上を占めている。トップ7企業間の相互持合いは58%から64%に上昇し，支配している議決ブロックの絶対的な減少にもかかわらず，彼らの議決権ブロックの相対的な価値は変わらない。これらドイツの中核企業間の相互持合いは，ドイツの基本的な経済的地勢を反映してい

る。トップ7のうち，3企業はババリアから，2つはヘッセンから，2つはノルトライン・ヴェストファーレンからきている。この相互持合の網は，ミュンヘンの保健センターと，フランクフルトの金融センター，そして伝統的な産業センターであるルール地方のデュセルドルフとヘッセンを互いに結び付けているといわれる（pp. 17-19.）。

6) *Ibid.*, pp. 13-15.
7) Höpner [2001], pp. 13-15.
8) *Ibid.*, p. 22.
9) *Ibid.*, p. 22.
10) *Ibid.*, pp. 23-24.
11) *Ibid.*, p. 24.
12) Becht [1997], p. 12.
13) Becht, M. & Boehmer, E. [1999], p. 24.
14) Boehmer [1999], p. 6.
15) OECD [2000], p. 5.
16) Berliner Initiativkreis [2000]
17) German Panel on Corporate Governance [2000]
18) Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management [2000]
19) Regierungskommission Corporate Governance [2001]
20) WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP, [2002 b], pp. 91-93.
21) Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex [2001]
22) German Corporate Finance-Key Challenges for Corporate Germany, *A Supplement to Corporate Finance*, July, 2001.
23) Deutsche Bundesbank [2001 b], s. 63.
24) 星野 [2001], 174-175頁.
25) Global Growth for BASF, in German Corporate Finance-Key Challenges for Corporate Germany, *A Supplement to Corporate Finance*, *July*, 2001.
26) *Ibid.*
27) Liedtke [1999], s. 26.
28) 株主指向を示す基準は，次の4つである。第1に，年報の情報の質であり，国際会計基準や米国会計基準で財務報告を提出しているかどうか，資金フロー分析や将来の企業戦略に関する報告も提供しているかどうか。第2に，投資家との関係（Investor Relation）であり，会社内に投資家向け広報のセクションを持っているか，説明会やアナリストとのミーティング，四季報の公刊，質の高い株主総会，機関投資家との一対一の面談などを行っているかどうか（第1および第2基準は，Z変換により標準化される）。第3は，収益性目標の追求であり，肯定の場合は1，否定の場合は0で表される。第4は，どの程度経営者の報酬がストック・オプションなどインセンティブと適合しているかであり，インセンティブと適合していない場合の0から，非常に適合している場合の100までのレンジで表される。個別企業に関する詳細なデータについては，Höpner [2001], p. 39. を参照。
29) Höpner [2001], pp. 16-17.
30) Liedtke [1999], s. 139.
31) クルップによるティッセン買収攻勢の際には，ドイツ銀行の子会社であるモルガングレンフェルが買収の指南役となり，銀行コンソーシアムが買収資金をファイナンスした。他方，クルップとティッセンの両監査役会に席を置くドレスナー銀行は，事態を静観するだけであった（Ziegler [2000], p. 213.）。
32) 76年の共同決定法により，従業員が2,000人を超える企業では，監査役会の半分が従業員ないし労働組合の代表であること，また従業員が500人以上2,000人以下の企業では，3分の1が従業員ないし労働組合の代表であることが求められている。なお，共同決定が最初に導入された石炭・鉄鋼産業では，監査役会の半分を従業員ないし労働組合の代表が占めることになっている。
33) Ziegler [2001], p. 202.
34) Hall, P.A. & Soskice, D. [2001], pp. 21-27.
35) Thelen, K. [2001], pp. 76-77.
36) Rebérioux A. [2002]
37) 『日本経済新聞』2002年4月22日。
38) Charny, D. [1998].
39) Müller-Jentsch, W. [1998], ss. 144-145.
40) a.a. O. s. 146-7.
41) Höpner [2001]; Roth [1998]
42) Deutsche Bundesbank [2001 b], s. 63.
43) Lütz [2000], p. 8.
44) a.a. O. s. 16.
45) Handelsblatt, 24. 12. 2001.
46) Lütz [2000], p. 15.

参考文献

Albert M. [1991] *CAPITALISME CONTRE CAPITALISME*, Editions de Seuil,（邦訳　小池はるひ訳，久水宏之監修『資本主義対資本主義』，竹内書店新社，1992年）

Baums, T. & Fraune, C. [1995], Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung, *Die Aktiengesellschaft* 40.

Becht, M. [1997], Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure, *European Corporate Governance Network*, *Executive Report*.

Becht, M. & Boehmer, E. [1999], *Transpar-*

ency of Ownership and Control in Germany, http://www.wiwi.hu-berlin.de/~boehmer

Berliner Initiativkreis [2000], *German Code of Corporate Governance*, http://www.gccg.de

Boehmer, E. [1999], *Corporate Governance in Germany: Institutional Background and Empirical Results*, http://www.wiwi.hu-berlin.de/~boehmer

Charny, D. [1997] The German Corporate Governance System. *Conference on Comparative Corporate Governance*, *Center for Law and Economics*, Columbia Law School.

Coffee, J.C.J. [1999]. The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implication, *The Columbia Law School Working Paper*, No. 144.

D'Alessio N. & Oberbeck, H. [1998] Ist das deutsche Modell der „Corporate governance" am Ende? In Cattero, B.(Hrsg.) *Modell Deutschland, Modell Europa: Problem, Perspektiven*. Leske+Budrich.

Deutsche Bundesbank [2001 a], Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2000, *Monatsbericht*, Sepetember.

Deutsche Bundesbank [2001 b], Bankbilanzen, Bankenwettbewerb und geldpolitische Transmission, *Monatsbericht*, September.

Dörre, K. [1998] Auf dem Weg zum desorganisierten Kapitalismus? Globalisierung, Standortpolitik und Arbeitsbeziehungen in Deutschland, Cattero, B. [1998], *Modell Deutschland, Modell Europa: Probleme, Perspektiven*, Leske+Budrich.

German Panel on Corporate Governance [2000], *Corporate Governance Rules for Quoted German Companies*, http://www.corgov.de

Hall, P.A. & Soskice, D. [2001] *Varieties of Capitalism-The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, OXFORD University Press.

Höpner, M. [2001], Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industiral Relations in Germany, *MPIfG Discussion Paper*, 01/5. Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforshung.

Jacoby S.M. [2001] *Corporate Governance in Comparative Perspective: Prospects for Convergence*. SSRN_ID285949_code011006670. pdf.

Kruse, T.A. [2001], Hostile Takeovers in Continental Europe: An Overview, in Nail, L.A. (eds), *Issues in International Corporate Control and Governance*, JAI.

Liedtke, R. [1999], *Wer beherrscht den DAX?* Eichborn.

Lütz, S. [2000] From Managed to Market Capitalism? German Finance in Transition, *MPIfG Discussion Paper*, 00/2.

Müller-Jentsch, W. [1998], Krise oder Modernisierung der kollektiven Interessenrepäsentation? Über die Zukunft der Mitbestimmung, in Cattero, B. [1998], *Modell Deutschland, Modell Europa: Probleme*, Perspektiven, Leske+Budrich.

OECD [1999], *OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE*, SG/CG [99] 5.

OECD [2000], *Corporate Governance in OECD Member Countries: Recent Developments and Trends*, DAFFE/CA/CG (Revised).

OECD [2001], *Corporate Governance in OECD Member Countries: Recent Developments and Trends*, OECD Steering Group on Corporate Governance.

Rebérioux A. [2002], European Style of Corporate Governance at the Crossroads: The Role of Worker Involvement, *Journal of Common Market of Study*, Volume 40. Number 1.

Regierungskommission Corporate Governance [2001], *Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle und Modernisierung des Aktienrechts*, http://www.bundesregierung.de

Roth, S. [1998], Transformationsfähigkeit oder Erosion? Mitbestimmung bei Globalisierung und schlanker Produktion. in Cattero, B. [1998], *Modell Deutschland, Modell Europa: Problem, Perspektiven*, Leske+Budrich.

Thelen, K. [2001], Varieties of Labor Politics in Developed Democracies, in Hall, P.A. & Soskice, D. (eds.) *Varieties of Capitalism-The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, OXFORD University Press.

WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP, [2002 a], *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States-On behalf of the EUROPEAN COMMISSION*, Internal Market Directorate General.

——— [2002 b], *Discussion of Individual Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States*, ANNEX Ⅳ.

Wójcik, D. [2001], *Change in the German Model of Corporate Governance: Evidence from Blockholdings, 1997-2001*. SSRN_ID 294459_code011219500.pdf.

Ziegler, J.N. [2000] Corporate Governance in Germany: Towards a New Transnational Politics? in Weber, S. (eds) *Globalization and the European Political Economy*, Columbia University Press.

ウォルフガンク・ストリーク [1997],「ドイツ資本主義－それは実在するか，それは存続しうるか」（クラウチ／ストリーク編，山田鋭夫訳『現代の資本主義－グローバリズムと多様性』，NTT出版，2001年。

星野郁 [2001],「ヨーロッパにおける企業金融構造の変化と影響」（田中素香編『単一市場・単一通貨とEU経済改革』，文眞堂）

（國學院大学経済学部教授）