

ドイツのコーポレート・ガバナンス・コードと その準拠表明

田 渕 進

Ralf BEBENROTH

1 はじめに

「コーポレート・ガバナンス」という英語の表現は日本においてもドイツにおいても1990年代の半ばより急速に拡がり、企業に関連する法律、経済、社会、倫理など殆どあらゆる分野において用いられるようになった。その背景には経済活動と資本市場のグローバル化に従い企業活動の透明化がますます要請されること、IT技術の発展と相俟って国際間の競争も激しくなったこと、さらにはアメリカだけでなくドイツや日本においても大企業の不祥事が発生したことなどが挙げられる¹⁾。

日本では「企業統治」という訳語が使われるがそのニュアンスは異なったものである。ドイツにおいても「企業体制 Unternehmensverfassung」という研究対象の接近した単語があるが、やはりその意味が若干異なるので英語のまま用いられている。

ドイツのコーポレート・ガバナンスの象徴ともいえるコーポレート・ガバナンス・コードックス²⁾ (Deutscher Corporate Governance Kodex=DCGK, 以下においてコードと表現する)は2002年2月に成立し、同年11月、2003年3月、さらに2005年6月に若干の修正を受けて今日に至っている。このコードはよりよいコーポレート・ガバナンスを導くためドイツの証券市場に上場している企業の監査役と取締役に対して行動規範を説明し、企業管理と監視のあり方を透明にすることを目的に作成されている。このコードの規定の中には、「守らなければならない muss」現行法と同じ項目、「守るべき soll」ことを強く奨める勧告の項目、そして、「守ったほうがよい sollte または kann」と示唆する推奨の項目があり、守るべき項目を守らない場合には、いわゆる comply or explain の原則にしたがってその旨を表示すべきことが定められている³⁾。このようなコードの規定に対して、これを守ったか守らないかという準拠表明 Entsprechenserklärung を行うことはどのような意味があ

1) Witt, P. (2004): The Competition of International Corporate Governance Systems—A German Perspective, in: MIR, Vol. 44, S. 309-333.

2) www.corporate-governance-code.de ドイツ語だけでなく英語、フランス語、イタリア語でも表示されている。

3) Strieder, T. (2004): Erläuterungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex, in: Finanz Betrieb, No. 1, S. 13-27, 15.

るのだろう。コードは2002年以降実施されているが上場企業はどのように準拠しているのだろう。また、これらのコードの守るべき項目とそれぞれの企業の経営成果との間にはどのような関係があるのだろう。この論文は2においてドイツのコーポレート・ガバナンス・コードの生成について述べ、3においてコードの概要について述べ、4ではコードの勧告と推奨のもつ意義について説明し、5では準拠表明の対応状況に関する先行研究とともにわれわれの調査を提示し、6においてこの調査の限界と今後の研究方向について考察するものである。

2 ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの生成

「コーポレート・ガバナンス」はすでに多くの異なった意味に解釈されているが、以下においては「企業の経営管理と監督のための法律上のおよび実際の秩序の枠組」⁴⁾ という概念で理解しよう。この意味においては、特に株式法において株式会社の監査役と取締役に関する数多くの規定があり、株式法の改正ごとに頻繁に議論がなされているものである。こうした厳密な多くの規定がある上に何故、屋上屋を重ねるように行動規範としてのコードが作成される必要があったのか。その背景として二つの要因を考えることが出来よう。

一つには90年代において日本と同じく度重なる大企業の破綻が生じたことであり、たとえば、メタルゲゼルシャフト、バルザム、ホルツマンなどの事件を挙げることができる。2001年のアメリカにおけるエンロン他の事件はドイツの状況をも強く反省させる原因となっている。ここで問題となるのは、こうした不祥事ないしは経営破綻が発生することは単に見識で無能力な経営者がいたためなのか、それとも企業の管理・統制のための法律システムに弱点があるためかということである。二つ目には90年代において大企業の金融環境が大きく変化したことである。ドイツ企業は伝統的に内部金融と銀行からの信用を主な資金調達源としてきた。会計規則の保守的な原則により多くの内部留保を利用できたこと、そして、銀行の信用を用いるためにハウスバンクとの緊密な人的提携が行われたことなどが知られている。こうした中、資金調達源としての投資家の資本を利用することが急速に注目されることとなる。日本では間接金融から直接金融へという表現が用いられるが、ユニバーサルバンクの制度を持つドイツではこの表現はあまり見かけられない。いずれにしろ、アメリカの年金基金や保険会社の巨額の資産はドイツの株式会社にとって大きな関心の的であり、こうした機関投資家にとってもドイツの企業は好適な投資の対象と考えられるようになる。しかし、アメリカのようなSECもなく、小規模の資本市場で400箇条もの株式法の規定を持つドイツの上場企業に対してそのガバナンスのあり方がどうなっているのか不信感を持たれても不思議ではない。たとえば、ドイツの監査役会と取締役会は二層制であり、多くの国が取っているboard制とは大きく異なっている。こうしたことから、ドイツの上場企業すべてに対してその経営管理と監督のあり方を簡明かつ透明化して開示

4) v. Werder, A. (2003): Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance, in: Handbuch Corporate Governance. (Hrsg) P. Hommelhof /K. J. Hopt /v. Werder, A. Stuttgart, S. 4.

することが強く要請されてきたと考えられる。

こうした背景のもとに1998年には「企業領域におけるコントロールおよび透明性に関する法律 KonTraG」が制定され、監査役会・取締役会の責任が強化ないし明確化が規定されている。コーポレート・ガバナンスについては2000年にフランクフルト大学の Baums 教授の委員会（バウムス委員会）が政府の諮問を受けることにより2001年に株式法と商法の改定に関する130の提案を行うとともに、コーポレート・ガバナンス・コードの作成を提案している。この提案は同じ年に採択されて2001年にティッセン・クルップ社のクロメ Cromme 社長を代表者とする政府委員会（クロメ委員会）にコーポレート・ガバナンス・コードの作成が依頼され、これが2002年2月に答申し法務大臣に提出されて成立したものである⁵⁾。この委員会の13人の中、経営学のヴェルダー von Werder 教授と法学のルッター Lutter 教授の他はすべて有名企業の重役であり、全員民間人よりなっている。同じ年2002年の7月には株式法および会計法の改正に関するいわゆる「透明性・開示法 Transparenz- und Publizitätsgesetz」が制定され、株式法 § 161の規定によってコーポレート・ガバナンス・コードのゾル soll 勧告に対する準拠表明をすべきことが定められることとなった。

3 ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの概要

コーポレート・ガバナンス・コードの目的はドイツの上場企業の経営をより透明にし、国際化する資本市場においても一層魅力のある投資の対象とすることである。その場合、ドイツ企業のガバナンスがもつ他国と違った特徴として

- 1) 取締役会と監査役会の二層制 (Two Tier-System)
- 2) 取締役会の合議制 (Kollegialprinzip)
- 3) 共同決定法 (Mitbestimmungsgesetz)

の3つを挙げることができる⁶⁾。1)の取締役会と監査役の二層制とは会社の機関としての board system が英米系の会社では一層制であるが、ドイツでは監督ないし監査の役割をもつ監査役会 Aufsichtsrat と業務執行の役割をもつ取締役会 Vorstand が分離していて、監査役がより大きな権限をもっている制度のことである。日本の監査役とはしたがってその性格が大きく異なっている。2)の取締役会の合議制とは、全員一致の意味に近く代表取締役も取締役も共同の責任を有する意味をもっている。ドイツの取締役は全員一致した意思決定が強調されるのに対して、英米のCEOは単独での権限がより強く、それだけ個人で株主の意見を代表出来るという特徴がみられる。そして、3)のドイツ特有の共同決定法では従業員2000人以上の企業の監査役会において、その半数は従業員ないしは労働者側の代表を置くこと（従業員500~2000人の場合は3分の1の代表）が定められている。従業

5) これらの経緯については海道ノブチカ『ドイツの企業体制——ドイツのコーポレート・ガバナンス——』森山書店 2005年、23~33頁。

6) V. Werder, A (2005): Corporate Governance in Deutschland in: Deutsch-Japanisches Symposium, (Fachvortrag) 日独公開シンポジウム—マネジメント— (予稿集) S. 131.

員の意見が経営に反映される利点がある反面、経営にとっては従業員側が反対意見をもつ場合その意思決定が必ずしも迅速に行われないことになる。

こうした特徴を伴いながら多くの法律の規制を受けるドイツの企業のコーポレート・ガバナンスがどのように維持されているかを出来るだけ簡単明瞭に分かり易く説明する目的をもってコーポレート・ガバナンス・コードが作成されている。その全文はドイツ語でA4の用紙13頁であり、内容の目次は次のようである⁷⁾。

1. 序文
2. 株主と株主総会
 - 2.1 株主
 - 2.2 株主総会
 - 2.3 株主総会の招集・議決権代理人
3. 取締役会と監査役会との協力
4. 取締役会
 - 4.1 任務
 - 4.2 構成および報酬
 - 4.3 利害対立
5. 監査役会
 - 5.1 任務および権限
 - 5.2 監査役会会長の任務と権限
 - 5.3 委員会の設置
 - 5.4 構成および報酬
 - 5.5 利害対立
 - 5.6 効率性の監査
6. 透明性
7. 会計報告と決算監査
 - 7.1 会計報告
 - 7.2 決算監査

序文においては、まずコードが上場企業の経営管理と監督に関する重要な規定が述べられ、責任あるよい経営管理の国際的および国内的基準がここに含まれることから始められ、コードが会社に必要な自己資本を提供して企業のリスクを担う株主の権利を明確にすることをうたっている。実質的な規定は2の株主と株主総会から始まっているが、この位置づけは株式会社における株主の重要性を示している。3においては多くの重要なガバナンスの課題は業務執行の役をもつ取締役会と監督の役をもつ監査役会の緊密な協力関係なしには解決できないことが示される。4と5においては会社機関としての取締役会と監査役

7) 日本語の訳には次のものがある：正井章作『ドイツのコーポレート・ガバナンス』成文堂 2003年、315-333頁。関孝哉=アンドレアス・メルケ訳「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範」『商事法務』No. 1675、95-100頁。

会の特別の課題として協力関係、役員報酬、そして利害衝突の問題が取り上げられる。監査役会では監査役代表の権限、委員会設置、そして、監査業務の効率監査について述べられている。6と7は企業の透明性と会計報告、そして、決算報告に関するガバナンス問題を取り上げて結んでいる。

つぎに、このコードはドイツの法律によって定められたコーポレート・ガバナンスについての情報を伝達すると同時に、上場企業とその機関に対して行動規範を与えることによってガバナンスを向上させることをも目的としている。したがって、コードの内容は序文にも示されているよう3つの規定表現の種類が区別される⁸⁾：

- 現行法の規定 (muss 規定)
- 勧告 (soll 規定)
- 奨励 (sollte または kann 規定)

最初の muss 規定は上場企業に対して経営管理と監視に関する現行法を周知せしめる役割であって、コードは殆どその半分は現行法を書き直したものである。法律で定められているので当然「しなければならない」という意味になる。たとえば、5.1.2では「監査役会は取締役会のメンバーを任命・解任する。」とあり、5.2では「代表監査役は監査役会の業務を調整しその委員会を統率する。」とあるがこれらは株式法の内容と同じものである。二番目の soll 規定の soll は第三者がもつ要求・指図・命令を表現する「するべきである」の意味をもつものであって勧告 Empfehlung に相当する。コード規定の40%は上場企業の取締役と監査役に向けられた行動規範の勧告である⁹⁾。こうした勧告は全部で60あるが、法律の規定によるものではなく政府委員会がよしと考えた good practice の原則によるものと推定される。三番目の sollte または kann は、もし出来るなら「したほうがよい」という意味であって奨励ないしは推奨する内容のものである。こうした行動奨励は約10%あり、政府委員会は今日それが best practice であると主張はしていないが、いずれその方向へ展開すると信じているものである。その例として、2002年のコードの4.2.4では取締役の俸給は個別に公表した方がよいという奨励の規定があった。15ヶ月経った2003年3月の改定によりこの規定は勧告になっている。

これら三種類の表現によるコードの内容は上述の目次の順序とは関係なく、それぞれの章の項目において述べられる文章の内容に応じて soll が使われたり sollte が使われたりしているものであって、soll に関する部分と sollte に関する部分をまとめて別個に述べているものではない。たとえば、2.株主と株主総会の章において2.3.1では「取締役会は株主に対して株主総会の報告と資料を開示するだけでなく日程とともにインターネットに掲載するべきである soll」と述べ、2.3.4.では「会社は株主に対して株主総会の経過を、たとえばインターネットのような伝達手段によって跡づけることを可能にしたほうがよい

8) Bebenroth R. (2005):ドイツのコーポレート・ガバナンスと共同決定, 大阪経大論集, 第55, 6番, 3月, p. 215-224, p. 221.

9) Lutter, M. (2003): Deutscher Corporate Governance Kodex, in: Handbuch Corporate Governance (Hrsg.), P. Hommelhoff /K. J. Hopt /A. v. Werder, S. 737-748, S. 741.

sollte」としている。

勧告と奨励が soll と、sollte または kann の表現によって区別されることはコードの序文の中で明記されている。会社は勧告を逸脱し、準拠ないしは遵守しなくてもよいがその場合には毎年準拠しないことを公示せねばならない。いわゆる comply or explain の原則である。奨励は準拠しなくてもよく、これを公示する必要もないことが示されている。

4 勧告に対する準拠表明

2002年5月に施行された透明性・開示法 Transparenz- und Publizitätsgesetz によって、ドイツの上場企業は株式法161条の規定によりコードの中の行動勧告について準拠したかしなかったかという準拠（ないしは適合）説明 Entsprechens-Erklärung を提出することが義務づけられることになった。これは準拠表明をすることによりコードと法律が結合され、上場企業がそのガバナンス規準を資本市場に対して一層明解に伝達することを期したものである。準拠表明は特定の報告形式でなされるものであって年度決算書の一部となるものではない。この報告は公示義務をもつものであって連邦広報 Bundesanzeiger に公示され、商事登記所にも提出されねばならない。年度決算書の付属明細書には、準拠表明が提出され株主が入手可能であることを記さねばならない。

準拠表明を呈示するに際して企業には基本的に異なった対応の仕方がある。すべての勧告が受け入れられるときは無条件の受容モデルとなる。これに対して全部の勧告を拒否する場合は拒否モデルである。全部を拒否することは法律上可能ではあるが、コードの勧告には当然のことも含まれているので全部の拒否は実際的とは云えない。企業がコードの中のあるものを遵守しない場合にはその部分を述べることになっている（選択的解法）。そして、企業が自社だけのコーポレート・ガバナンス原則を作成してこれを実施するときにはどこが公的なコードと異なっているかを説明することになる（代替的解法）。

以上のような形式と内容からも分かるようにコードは次の二つの役割をもっているといえよう：

- a 情報伝達の機能 Kommunikationsfunktion
- b 秩序付け機能 Ordnungsfunktion

である¹⁰⁾。まず情報伝達機能とは複雑な法律環境を出来るだけ簡潔に述べることである。すなわち、コードは2002年の透明性・開示法に定められたように現行の株式法を述べるだけでなく、証券取引法 WpHG と証券売買・合併法 WpUG などの資本市場に関する法律を説明している。ドイツの法律は詳細な内容に関わる記述が多く、これを理解することは外国の投資家にとって費用のかかる至難の業であるが、コードはドイツのコーポレート・ガバナンスのシステムを極めて簡明・的確に伝える役割を果たしているといえよう。

つぎに、秩序付け機能として、現行法律を説明する muss 規定の他に、勧告の soll 規

10) v. Werder, A. (2005): Corporate Governance in Deutschland in: 日独公開シンポジウム予稿集132頁。

定と奨励の sollte 規定を示していることはこのコードの大きな特徴であって現行法を円滑に履行ないし補完させる意味をもっている。一般的に法律は立法府において制定されて対象となる国民にとって拘束力をもつ法律となる。しかし、こうした正規の法律ではなく、準法律的 untergesetzlich の概念として守られるべき規範が存在している¹¹⁾。形式的な守るべき法律ではないが、一定の秩序を保つためのガバナンスの規準という意味で soft law と呼ばれるものがこれである。たとえば、3.4の「監査役会は取締役の情報提供義務と報告義務をより詳しく確定すべきこと」、また5.3.1の「監査役会委員会を設置すること」、5.6の「監査役活動の効率性を定期的に吟味すること」などは法律にはないが、企業管理の性格をより向上させることを目指したものである。これらは best practice としての実務界の率先的行動によるものであって、多かれ少なかれ企業の自律的な行動ないしは自主規制として現行法を補完するものである¹²⁾。個別の企業においてもガバナンスの規範を作って公表しているものもあるが、コードは上場企業全体を対象に作られた、準法律的なガバナンスの規範である。

基本的に法律による規定は民主的な正当性を持ち、必要とあれば国家的手段によって強制されるが、準法律的なガバナンス規準には柔軟性があり企業にとって自由選択の余地の広いものである。立法府による法律改正は容易ではないが、コードの場合は原則としてその規準の修正をして継続的に発展させることが可能である。コードの規定はしたがってグローバルなガバナンスの発展に則してよりダイナミックに適合させることが出来、法律に連結された企業管理の原則よりも一層柔軟機微にコーポレート・ガバナンスを実施出来るものである。法律の規定は硬直的であって必ずしも規準とはなりにくいが、コードはより詳細な経営管理と監督のあり方を伝えることが出来るものである。この意味においてガバナンス規準は規制緩和を意味するものとも云えよう。このような規制緩和が実際に成功し効率的な管理体制が実現するかどうかは、この規準が企業実務によって受け入れられるかどうかにかかっている。準法律的規準に対して企業の自律性が自発的であればある程、市場への影響力はより大きな意味をもつであろう。コードはより効率的な企業管理と監視を達成させるために勧告を出しているのであるから、これに準拠するかしないかは自由であるが、準拠しないことはマイナスのシグナルを出すことになる。準拠表明を出さない場合はその理由の説明をしなければならない。企業によるガバナンス規準の非準拠ないしは非遵守が、たとえばその企業の株価下落を導いているとすればガバナンス規準はソフト・ローとしての規制の成果を達成することになる。コードの勧告はどの程度準拠され、実際に

11) v. Werder, A. (2003): Ökonomische Grundfragen, in: Handbuch Corporate Governance, S. 16.

12) 組織というものが強制的な法律だけでなく他の要因によって形成されることは新制度論的組織論においても議論されているところであり、ウェーバーによる組織の3類型が区別されている。すなわち、i) 国が法律によって形成する強制的類型、ii) 他の成功している組織 (best practices) を追従・模倣する類型、iii) 大学や専門学校で教えられる規範に従う類型の3つである。Walgenbach, P./Beck, N., Effizienz und Anpassung. Das Erklärungspotenzial der neoinstitutionalistischen Organisations-theorie am Beispiel ISO 9000/in: Der Betriebswirt (2003) S. 497-515, 499.

どのような影響を与えているのかに関心もたれる。

5 コーポレート・ガバナンス・コードと経営成果の実態

コードがどの程度準拠されてその結果がどうなののかについてすでに若干の調査報告がなされている。

ヴェルダー他はコード委員会の委託を受けてベルリン・コーポレート・ガバナンス・センター Berlin Center of Corporate Governance において毎年コードへの準拠状況を調査している¹³⁾。この調査はアンケートによるものであって、2004年にはフランクフルト証券取引所に上場されている715の企業に送られ210の返答を得ている。フランクフルトの上場企業はその規模の大きいものから DAX, TecDAX, MDAX, SDAX, そして、インデックスに関係しない Prime Standard と General Standard というセグメントに分かれているが、回収された割合は大体規模の大きさに準じていること、および、コードへの準拠表明は規模の大きい DAX が一番よく General Standard が一番低いことが報じられている。

オーザー (Oser) 他¹⁴⁾ は DAX30, MDAX, そして公的市場と規制市場の32企業を選びコードの準拠表明を調べた結果、やはり大規模な企業ほど soll 条項の受容する数が多いこと、すなわち、DAX30 での準拠表明の方が MDAX および公的市場と規制市場のセグメントよりも大きいことを報告している。さらに、アメリカで上場しているドイツの企業はドイツだけで上場している企業よりもコードを遵守する率が大きいことも指摘されている。

ノヴァーク (Nowak) 他はプライムスタンダードの337社を対象に調査を行い¹⁵⁾、やはり規模の大きい企業のほうが soll 条項への遵守率は大きい、ガバナンスの質は遵守・非遵守の区別だけでは分からないことを指摘し、独自の方法で準拠表明とともにガバナンスの格付け rating を行っている。

社会全体の制度問題を考察する上で大企業のほうが中小企業よりも法律を遵守し易い傾向があることはエーデルマンも指摘している¹⁶⁾。

バッセン他¹⁷⁾ の調査においては67の soll 条項の他に16の sollte 条項の遵守率も取り上げられている。Sollte 条項の準拠表明は自由であるのでその遵守率の低いことが示されて

13) v. Werder, A./Talaucar, T. Kodex Report 2005: Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. in: DerBetrieb, (2005) S. 841-846.

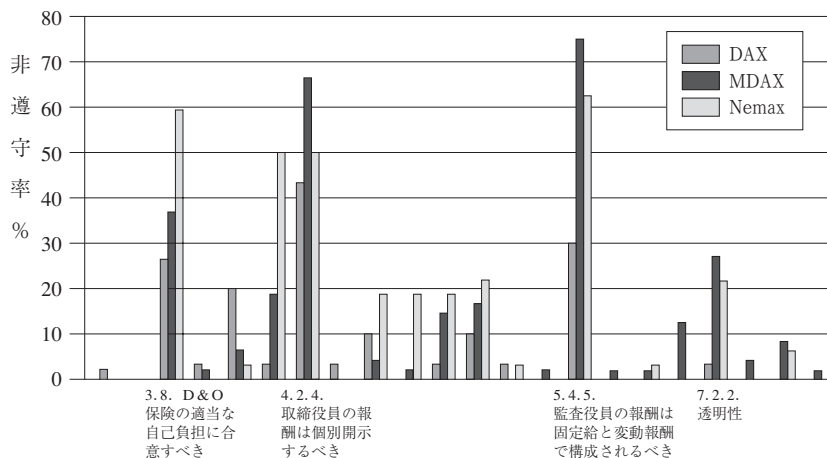
14) Oser, P./Orth, Ch./Wader, D., Beachtung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. in: Betriebs-Berater 2004, S. 1121-1126.

15) Nowak, E./Rott, R./Mahr, T.G., Rating börsennotierter Unternehmen auf Basis des Deutschen Corporate Governance Kodex—Eine empirische Untersuchung zur Akzeptanz und Qualität seiner Umsetzung in der Praxis. in: Wirtschaftsprüfung (2004) S. 998-1010.

16) Edelmann, L. B. Legal ambiguity and symbolic structure, in: American Journal of Society, Vol. 97 (1992), S. 1531-1576.

17) Bassen, A./Kleinschmidt, M./Zöllner, C., Corporate Governance Quality Study 2004—Analyse der Corporate Governance deutscher Unternehmen aus Investorenperspektive. in: Finanz Betrieb 2004 7-8, S. 527-533.

図1 守らない soll 条項と非遵守率



データの出所：Towers Perrin: Corporate Governance Report 2005 より74社、および個別企業22社のホームページより作成。

る。

以下においてはまずコードの soll 条項の中でどのような条項が最も準拠されていないかを調べ、これらの soll 条項を守る企業と守らない企業との間でその業績に差異があるかどうかについて調査した。この調査のために限られたデータの中から無差別に96社を選出した¹⁸⁾。

図1の横軸にはコードの7つの章から36の soll 条項を選んで順に並べ、縦軸にはそれぞれが遵守されなかった数を96で割った非遵守率が示されている。Nemax は MDAX と TecDAX のつぎに大きな規模の企業のインデックスで2004年末に中止となったものである。それぞれの soll 条項について DAX, MDAX, Nemax の順に非遵守率が示されている。

図1を見ると、4つの soll 条項が最も守られていない事が分かる。3.8ではまず取締役と監査役は会社に対して善管義務をもち、これを怠って損失をもたらした場合には賠償しなければならない規則が示された後、会社が取締役と監査役のために D & O (Directors-and Officers) 保険 (役員賠償責任保険) の契約をするとそれに対して適切な自己負担の合意がなされるべきであるという soll 条項がある。しかし、多くの企業がこの条項を遵守していない (DAX 企業では25%, MDAX 企業では37%, Nemax 企業では59%)。

4.2.4では取締役の報酬は固定給部分、成果関連部分、そして長期的作用関連部分の3つに分けて付属明細書に表示すべきであるという内容とともに、この表示は個別の役員について行うべきであるとされている。個別表示すべきであるという箇所は2003年に奨励から勧告に修正されたものである。この条項に対して最も多くの企業が逸脱している (DAX

18) Bebenroth, R. (2005): German Corporate Governance Code and Most Commonly Unaccepted Recommendations: Introduction and Some Explanation. in: Corporate Ownership & Control, Volume 3, Issue 2, Winter 2005-2006, S. 10-14.

表1：soll 条項に関するEPSと株式価格（ユーロ）

	EPS Mean	EPS t-test	Stock price Mean	Stock price t-test
3.8 D&O 保険 (役員賠償責任)	なし=1.52 あり=1.58	0.89	なし=28.5 あり=34.1	0.04
4.2.4 取締役役員	なし=1.96 あり=1.06	0.053	なし=30.2 あり=34.1	0.16
5.4.5 監査役員	なし=1.97 あり=1.18	0.20	なし=28.0 あり=37.4	0.0006
7.1.2 透明性	なし=1.04 あり=1.69	0.25	なし=26.5 あり=33.5	0.038

データの出所：Towers Perrin: Corporate Governance Report 2005より74社、個別企業22社のホームページ、および、One way Anova (mean と t-test) により作成。

企業では42%、MDAX 企業では66%、Nemax 企業では50%)。

5.4.5では監査役の報酬は固定的部分と成果関連部分によって構成されるべきであって、決算書の付属明細書にそれらの構成部分とともに各人の報酬を個別に記載すべきことが記されている。この条項に対して最も多くの企業が準拠しなかったことが分かる（DAX 企業では30%、MDAX 企業では75%、Nemax 企業では62%）。

7.1.2はコンツェルン決算書は取締役によって作成され、決算監査人と監査役によって監査されるが、この決算書は会計年度終結後90日以内、中間報告書は45日以内に公表すべきことが記されている。すなわち、透明性をより迅速に行うための soll 条項のことである。この条項の勧告にも多くの企業が従っていない（MDAX 企業では27%、Nemax 企業では22%）。

次に、統計的な調査として、soll 条項を守る企業と守らない企業の間で資本市場の対応の仕方に差異があるかどうか、すなわち、EPS や株式価格との相関関係があるかを調べる。そのために、この4つの条項について仮説をたて、一元配置分散分析により検定した：

- ・ 3.8 D & O (役員賠償責任) 保険は適当な自己負担の合意があればEPS (一株当たり利益) や株式価格は高くなる。
- ・ 4.2.4 取締役報酬を個別開示すればEPS や株式価格は高くなる。
- ・ 5.4.5 監査役は報酬の中で成果関連部分を開示すればEPS や株式価格は高くなる。
- ・ 7.1.2 透明性の開示期限が守られればEPS や株式価格は高くなる。

図1にあるように4つの soll 条項の非遵守の率が最も高いものは大体50%に近いと考えられる。すなわち、遵守した企業と非遵守の企業の数は大体半々である。したがって、4つの仮説それぞれについて遵守した企業と非遵守企業の2つのグループを区別し、それぞれの企業業績 (EPS と株式価格) との相関関係を調べたものが表1である。

表1において「なし」はコードに準拠しない事を意味し、「あり」はコードに準拠した

事を示している。例えば、4.2.4.取締役報酬を個別に開示しない企業は平均1.96ユーロの一株当たり利益（EPS）を払っている。そして、取締役報酬を個別に開示する企業は平均1.06ユーロの一株当たり利益を払っている。EPSは4つのsoll条項と相関がなかったことが示されている（t-testは0.05以上であるので棄却される）。

一方、平均株式価格は3つの守られるべきsoll条項（D&O, 監査役, 透明性）と相関関係がある（t-testは0.05以下）。例えば、5.4.5監査役は報酬の中で成果関連部分を開示すれば平均37.4ユーロの株式価格があり、成果関連部分を開示しなければ平均28.0ユーロの株式価格しかなかったことが示されている。

このようにコーポレート・ガバナンス・コードの3つのsoll条項に準拠する企業の株式価格が高くなっているという結果が得られた。特に5.4.5監査役の条項の場合は強い相関関係が示されている（t-testは0.0006）。この意味においてsoll条項を守る企業の業績は守らない企業よりもよいことが示唆される。

6 おわりに

以上においてドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの成立の経緯、概要、意義を説明し、その勧告への準拠がどのような意味をもつかについて分散分析による統計調査を試みた。

調査の結果としてまず9割の企業はコードの勧告に準拠しているが、多くの勧告のなかで4つの勧告が最も準拠されず、回避されていることが示された。それはD&O（役員賠償責任）保険、取締役報酬の個別開示、監査役報酬の固定部分・収益連動部分の構成と個別開示、そして、開示期限による透明性の促進である。これら4つのsoll条項とEPSの相関関係はなかったが、平均株式価格は3つのsoll条項（D&O保険、監査役報酬、透明性期限）と相関関係がみられた。この結果はある程度コーポレート・ガバナンスを行う企業はより高い株価を達成することを示唆するものであろう。

コーポレート・ガバナンス・コードは上場企業がその企業管理と監督をより効果的に行い、経営内容を透明にするために作成され、その規定には勧告と推奨の条項が含まれている。これらにより多く準拠ないし遵守する企業ほど資本市場からよい反応が得られることが期待される。コードの準拠と市場での評価はどのような相関関係があるかがこの調査においても試みられた。上述の結果はまだ試論的な段階であり、多くの限界があると思われる。

まず、soll条項として最も忌避されている4つを取り上げることはコーポレート・ガバナンス全体とどのような関係があるかである。現在ドイツのコーポレート・ガバナンスにおいてこれら4つの問題が議論されていることは、国際的な視点からも興味深い。しかし、これら4つの最も遵守されなかったsoll条項のみの関連でコーポレート・ガバナンス全体の効果を判断できるかどうか、である。すべての条項に対するあらゆる企業の対応を調べ、その業績との関係を調べることは莫大なデータを必要とする実態調査であってこれはドイツの現地にあっても難しい。本研究はDAX, MDAX, Nemax とその他の収集可能な限

られたデータのみによる調査であり、四つの最も非遵守率の高い条項を選んで企業と業績との相関関係を調べたものである。収集したデータは殆ど大企業であり株式価格との相関関係がある程度認められたことはガバナンスの効果がある程度示唆するものといえよう。ただし、株価がどのようにこれらの条項に反応したか、株価がどのような要因に影響されたかは問題としていない。企業の業績としてさしあたりEPSと株価を取り上げたが、その他の指標を用いることも可能と考えられる。

つぎに、このコードは2002年に成立し、その年の末から毎年1回準拠表明をするよう定められたものであるが、まだ今日にいたるまで十分な経験があるとは云えない。企業全体のコーポレート・ガバナンスの効果を調べるにはより継続的な調査が必要とされよう。データとして採択された96社は大企業が主であるが、それらの企業の選択にある程度恣意性がなきにしもあらずである。

さらに、soll条項には必ずしも単純な文章ではなく、前後の記述を含めて「するべきである」という意味が導かれているが、その前後の意味との関連はそれぞれの企業でどのように解釈されているのか明確でない。ヴェルダー他とオーザー他の調査においてもsoll条項の数は異った数になっている。企業によってその解釈の仕方が同じ条項でも準拠される場合と回避される場合が出てくる恐れがある。コードの条項には長い文章があり、どの部分に準拠できなかつたかは判断できない。

こうした限界があるにしろ、ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードはヨーロッパにおいても注目される画期的な企業改革の象徴であり、その効果を研究することはこれからも重要な課題となろう。[この研究は平成15-17年度科学研究費補助金（特別研究員奨励費）による成果の一部である。]

文 献

1. Internetquelle: www.corporate-governance-code.de.
2. Bassen, A./Kleinschmidt, M./Zollner, C.: Corporate Governance Quality Study 2004—Analyse der Corporate Governance deutscher Unternehmen aus Investorenperspektive. in: Finanz Betrieb 2004 7-8, S. 527-533.
3. Bebenroth, R. (2005): German Corporate Governance Code and Most Commonly Unaccepted Recommendations: Introduction and Some Explanation. in: Corporate Ownership & Control, Volume 3, Issue 2, Winter 2005-2006, S. 10-14.
4. Bebenroth, R. (2005): ドイツのコーポレート・ガバナンスと共同決定 (Deutsche Corporate Governance und Mitbestimmung), 大阪経大論集第55巻第6号, 215-224頁.
5. Edelman, L. B. (1992) Legal ambiguity and symbolic structure, in: American Journal of Sociology, Vol. 97, S. 1531-1576.
6. Lutter, M. (2003): Deutscher Corporate Governance Kodex, in: Handbuch Corporate Governance, (Hrsg.) P. Hommelhoff /K. J. Hopt /A. v. Werder, S. 737-748.
7. Oser, P., Orth, Chr. und Wader, D. (2004): Beachtung der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: Betriebs-Berater, 59 Jg. Nr. 21, S. 1121-1126.
8. Strieder, T. (2004): Erläuterungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex, in: Finanz

Betrieb, No. 1, pp. 13-27.

9. Walgenbach, P. /Beck, N. (2003): Effizienz und Anpassung. Das Erklärungspotenzial der neo-institutionalistischen Organisationstheorie am Beispiel ISO 900. S. 497-515.
10. Witt, P. (2004): The Competition of International Corporate Governance Systems—A German Perspective, in: MIR, Vol. 44, pp. 309-333.
11. v. Werder, A. (2003): Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance, in: Handbuch Corporate Governance. (Hrsg) P. Hommelhof /K. J. Hopt /v. Werder, A. Stuttgart.
12. 海道ノブチカ 『ドイツの企業体制——ドイツのコーポレート・ガバナンス——』 森山書店 2005年.
13. 正井章作 『ドイツのコーポレート・ガバナンス』 成文堂 2003年, 315-333頁。関孝哉＝アンドレアス・メルケ訳 「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範」 『商事法務』 No. 1675, 95-100頁.