

【研究論文】（投稿）

ドイツにおける投資信託と コーポレート・ガバナンスとの関係について

— 投資信託の制度とその役割を中心に —

富 田 洋 介
(中央大学・院生)

【要 約】

本稿は、ドイツの資本市場について現状を概観した上で、投資信託が資本市場においてコーポレート・ガバナンスの一役を担うことが可能であるかどうかを議論するものである。共同決定制度によりドイツの企業は監査機能を内部に持っている。それ故、今まで市場からのコントロールを然程必要としてこなかった。その結果、有限会社が主な企業形態として発展し、株式会社においても所有構造は一定の株主に集中している。しかしながら、近年外国人や投資信託の株式保有比率が上昇したため、市場から企業をガバナンスする方法を制度的に模索している。そのような背景の中で、株主としての投資信託の意見は市場の総意の一部として企業に一定の影響力を与えるようになったと考える。しかしながら、市場からのコントロールを重視する制度的変革はドイツの既存の制度と適合させる形で行う必要があり、慎重に議論されねばならない。

キーワード：ドイツの資本市場、金融制度、投資信託、コーポレート・ガバナンス、共同決定

はじめに

ドイツにおける経済政策の理念は、一般的に社会的市場経済（Soziale Marktwirtschaft）と言われている。高田（2005）によれば、経済学者である Walter Eucken と経済法学者である Franz Böhm を中心とするフライブルグ学派（Die Freiburger Schule）がドイツにおける社会的市場経済の主な理論的根拠を提示してきた。彼によれば、フライブルグ学派はこれまでのドイツ歴史学派による歴史的研究と新古典派の理論研究を融合させ、政府による中央指導経済の形態と、市場原理の形態の組み合わせによって類型化する形態学（Mor-

phologie）的な方法を提示している。高田（2005）によれば、Eucken は政府と市場との関係を、「経済政策の目標を成す経済形態（Wirtschaftsform）」と「個別経済主体の経済活動の集合としての経済過程（Wirtschaftsprozess）」の2つに峻別し考察している。「経済政策の目標を成す経済形態」とは、競争秩序を中心とする望ましい経済秩序の確保とその維持に向けられるべき秩序政策による経済形態である。一方、「個別経済主体の経済活動の集合としての経済過程」とは、市場参加者および利害関係者が本来自己の判断と責任において行う経済主体の経済的行為の集合である。Eucken によれば、望ましい経済秩序を実現する構成的原理（Die Konstituierenden Prinzipien）

としての競争秩序は、個々人に個人的責任を持たせなければ機能しないというものである。したがって、企業の支配的立場である人物が重要な決定を行うにもかかわらず、責任のみが従属的な企業全体を意味する法人に背負わされることは競争秩序に反するとしている。

上記の議論は、大手電機メーカーである AEG の Walther Rathenau の企業概念である「企業それ自体 (Das Unternehmen an Sich)」においても論じられていると考えられる。吉森 (2001) によれば、Rathenau はあらゆる国家・社会制度により、大企業を私的な組織から多くの利害関係者を含む公益のための組織へと変革すべきことを主張している。

ドイツにおいて企業の利害関係者を広域に捉える多元的企業モデルは、「共同決定法 (Mitbestimmungsgesetz)」の適用範囲の拡大とともに広域に議論されてきた。海道 (2001) によれば、Schmidt (1969) の「企業用具論」は多元的企業モデルの先駆的な業績として重要な意義を持つ。「企業用具論」とは、企業はあらゆる利害関係者が個人の目標を実現するために利用する用具であるとする考え方である。ここでの利害関係者とは自己資本出資者、経営者、従業員、他人資本提供者、顧客、供給者、競争相手、労働組合、政党、国家、地方自治体、公共機関などとされている。その意味でドイツの企業は、出資者のみを重視するコーポレート・ガバナンスというよりもむしろ、広域な利害関係者を重視するコーポレート・ガバナンスであるといえるであろう。

本稿の目的は、企業の利害関係者を多元的に捉えるドイツにおいて採用されている、共同決定制度の中で、株主が行う資本市場からのコントロールはドイツの企業に対して如何程の影響力を持っているのだろうかということを議論することにある。特に本稿では、投資信託が市場の総意の中の一部を担い、企業に対して影響力を行使する

ことが可能なであろうかという部分に焦点を当て、そのドイツにおける投資信託の制度を中心に議論を進めていきたい。

本稿の第1節では、まずドイツのコーポレート・ガバナンスにおいて重要なポイントとなる共同決定制度について概観する。共同決定制度⁽¹⁾は企業内に具体的な監視機構を設置することで経営者をコントロールする方法である。その共同決定制度の持つコーポレート・ガバナンス上の問題点を、資本市場を経由したコントロールを用いることによって監視機能を補完しようとする最近の動きについても見ていきたい。第2節において、ドイツの資本市場の現状について、企業形態および所有構造を中心に概観する。その後、第3節にて投資信託の制度を概観し、第4節において、投資信託の制度的な問題点を指摘する。その上で、実際に投資信託を運営するにあたって、一般的なガイドラインとなっている行動規範を紹介する。第5節において、これらの議論を基に投資信託の制度について批判的検討を行い、投資信託の役割について議論する。最後に第6節にて議論を纏めた上でインプリケーションを示す。

1. ドイツのコーポレート・ガバナンスについて

正井 (2003) によれば、ドイツにおける共同決定制度の概念は、1951 年のドイツ法律家会議 (Deutscher Juristentag) において検討されている。ドイツ法律家会議において、企業の内部組織をどのように形成すべきかを理論的に検討した際、大企業はもはや資本家の所有する私的な存在ではなく、多元的な利害関係者を含む公的、もしくは準公的な存在であることを確認し、大企業の公的性格を認識している。この議論は共同決定制度の概念に大きく影響することとなったとしている。

共同決定制度の特徴は、業務の執行と監査を複

層制 (Mehrstufigkeit) によって行うというものである。企業は業務を執行する執行役会 (Vorstand) と、その業務に対する監視を行う監査役会 (Aufsichtsrat) の二層制によって運営される。共同決定制度の下での株主総会は、直接業務を執行する執行役会役員の選任・解任権を有してはいないが、業務の監視を行う監査役会の選任・解任権を有しており、株主は監査役会役員の選任・解任により企業を間接的にコントロールする。

1951 年に制定された「石炭・鉄鋼共同決定法 (Montan-Mitbestimmung)」は、従業員 1,000 人以上の石炭および鉄鋼業企業を対象としている。監査役会は 11 人、15 人もしくは 21 人のメンバーにて構成される。メンバーはまず資本側の代表と従業員側の代表が同数選出され、選出された監査役会役員の過半数の同意により中立的な立場をとる議長が選出される。

1952 年に制定された、「経営組織法 (Betriebsverfassungsgesetz)」は従業員 500 人以上の企業に適用され、1972 年に共同決定法が制定されるまで、石炭および鉄鋼業以外の企業における経営体制を規定したものである。経営組織法は、現在では従業員が 500 人以上であり、共同決定法の範囲外である 2,000 人未満の企業が適用される。経営組織法では監査役会の構成は資本側の代表 2 に対し、従業員側の代表 1 の割合で構成される。また、従業員 5 人以上の事業所や職場においては、事業所単位で労使利害関係に関する諸問題を議論する経営協議会 (Betriebsrat) の設置が認められている。共同決定法の適用を受けない中小企業において、経営協議会は労使の共同決定の場であると言えるであろう。

1976 年に成立した共同決定法では、従業員 2,000 人以上の企業を対象としており、監査役会の役員数が株主などの資本側の代表と従業員側の代表が同数となるよう選出する。また、監査役会の総役員数が最大で 20 人となるように規定され

ているのと同時に、執行役会役員と監査役会役員の兼任は「株式法 (Aktiengesetz)」105 条により禁止されている。決議において対立があった場合、資本側が選出できる議長が裁決権を保有する。石炭・鉄鋼共同決定法、経営組織法および共同決定法についての略図を図表 1 に示した。

吉森 (2001) は執行役会の行う業務を監査役会が監視する二層制の問題点について、下記のように指摘している。

第 1 に、監査役会の監視機能は執行役会会長からの情報の量、および質に左右されるため、情報の非対称性が生じ易い。仮に、執行役会会長に情報抑留行動があった場合には、監査役会は機能しないとしている。佐久間 (2007) においても、執行役会と監査役会の二層制の問題点は、監査役会と執行役会との間で情報の非対称性が生じるという点に加え、企業形態が株式会社である場合、出資者である株主と監査役会との間でも情報の非対称性が 2 段階で生じるということを指摘している。

第 2 に、役員の兼任による業務量の過多について指摘している。特に銀行の監査役会役員や執行役会役員は他社の役員を兼務することが多く、適切な監視機能を果たしているのかが疑問視されている。

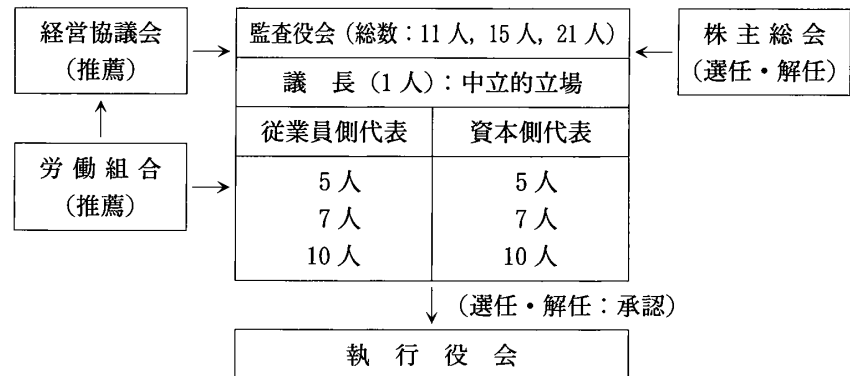
第 3 に、監査役会役員の保有する業界知識や経験、情報の少なさについて指摘している。例えば、銀行出身の監査役会役員であれば銀行業界以外の業界知識について疎い場合がある。一方で従業員代表の監査役会役員が、経営戦略や投資計画などの検討される議題についての専門知識を有しない場合も考えられる。また、社外からの監査役会役員についても同様な点が指摘されている。

第 4 に、監査役会の開催数の少なさについて指摘している。現在では年 4 回以上の開催が規定されているが、後述する 1998 年に「企業のコントロールと透明化に対する法律 (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich :

図表 1 共同決定制度について

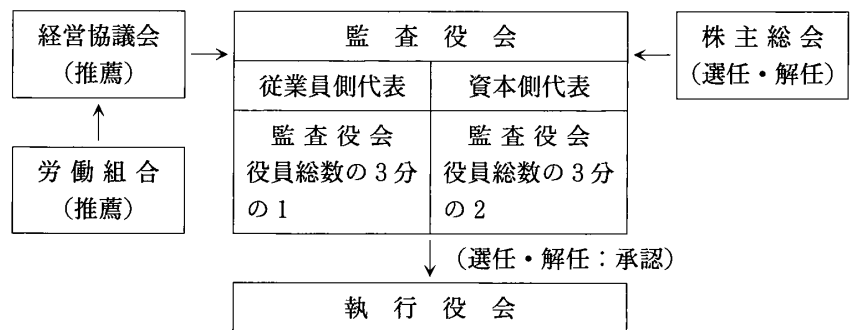
石炭・鉄鋼共同決定法（1951）

適用分野 石炭・鉄鋼業
 適用企業形態 固有の法人格
 資本金会社
 株式会社
 有限会社
 従業員数 1,000人以上



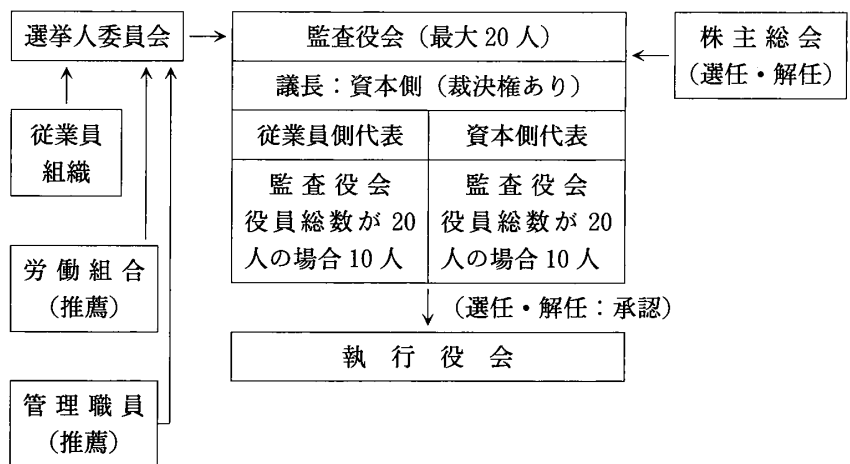
経営組織法（1952, 1972）

適用分野 石炭・鉄鋼以外の産業分野
 適用企業形態 固有の法人格
 資本金会社
 株式会社
 有限会社
 従業員数 500人以上
 2,000人未満



共同決定法（1976）

適用分野 石炭・鉄鋼以外の産業分野
 適用企業形態 固有の法人格
 資本金会社
 株式会社
 有限会社
 従業員数 2,000人以上



出所：丑山，熊谷，小林（2005）および海道，風間（2009）を参考に著者作成

KontraG)」が制定される以前では、監査役会の開催回数は年に2回が通常であり、多くても4回であったとしている。

第5に、監査役会と執行役員会との相互依存関係を指摘している。主取引銀行と取引先企業との間

に組織的、個人的依存関係が存在するため、銀行からの監査役会役員は取引先企業の監視に積極的ではない場合があることを指摘している。

1998年に制定された、企業のコントロールと透明化に対する法律は上記のような従来の二層制

の問題点を是正するとともに、新たに株主によるコーポレート・ガバナンスの制度を導入しようとするものである。その例として、企業のコントロールと透明化に対する法律では、株主総会決議事項に対して拒否権を持つ黄金株の廃止など、1株1票を促進するよう規定されている。また、監査役会の権限強化として監査役会役員の兼任会社数を数える際に、監査役会議長に就任する場合は1社ではなく2社扱いとし、兼任可能企業数を合計10社までとしている。さらに、上場企業においては、監査役会の招集頻度を従来の年2回以上から年4回以上へと増加させた。株主総会における監査役の株主への報告義務においても強化されており、監査役会役員の候補者は現状の兼任状況を公開するとともに、株主総会にてその兼任状況を報告することが規定された。さらに、ストックオプションの制度および自社株購入の制度が導入されるとともに、上場企業が他の企業の株式を5%以上保有している場合には、その保有状況を年次報告書に記載しなければならない。銀行が保有する株式については、自身の株式保有状況と監査役会構成員を開示することや、銀行が5%以上保有する企業の監査役会役員の開示を求められるようになった⁽²⁾。

さらなる株主によるコーポレート・ガバナンスの導入の動きとして、2001年9月に司法省はドイツにおけるわかりやすいコーポレート・ガバナンス・システムの構築を目標とし、大手鉄鋼メーカー Thyssen Krupp の Gerhard Cromme 監査役会会長を委員長とする「コーポレート・ガバナンス規範策定委員会」を設置した。これを受けて、2002年に同委員会は「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範⁽³⁾ (Deutscher Corporate Governance Kodex)」を答申し、2002年2月26日に、同規範が正式に施行されることとなる。外国人投資家に対してもわかりやすいコーポレート・ガバナンス・システムを構築することがこの規範の目

標である。同規範は監査役会と執行役会の二層制を前提として規定されている。規範は強制的なものではなく、ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムに対して「ベスト・プラクティス：最良の行動基準」を示すためのルールであり、必要があれば毎年見直されることとなっている。

この規範は、2つの規定表現が用いられており、勧告規定には *soll* (shall)、奨励規定では *sollte* (should) または *kann* (can) といった助動詞が使用されている。従って、企業はこの勧告規定および奨励規定を遵守する必要はない。ただし、勧告規定 *soll* については、遵守しなかった理由を年次報告書において表明しなければならないことが株式法161条により規定されている。この表明を行わない場合や、虚偽の表明をした場合は株式法93条2項の義務違反となり、株主に損害賠償請求権が生ずる。

コーポレート・ガバナンス規範がドイツにおいて施行されたのは、正井(2003)によれば、資本の流動化が世界的に促進され、資本市場間の競争が以前より活発化したことに対応し、外国人投資家から見れば不明瞭な二層制についての理解を促す目的のためである。連邦政府としてもドイツの金融立地としての地位を維持・確保する必要に迫られ、資本をドイツに引き入れる前提のひとつとして、ドイツの法制度を国内外の投資家に認識させ、ドイツの企業経営に対する信頼強化を図る狙いがあるとしている。

2. ドイツの資本市場の現状について

ドイツにおける、主要な企業形態や株式の所有構造について見てみたいと思う。図表2ではドイツにおける2008年時点の企業形態別企業数と売上高を示したものである。企業形態として最も多いものは個人企業 (Einzelunternehmen) であり、企業数全体の70.09%を占めるものの、個人

図表 2 企業形態別企業数および売上高

(企業数, Euro, % (2008 年時点))

売上高別 企業数	個人企業	合名会社	合資会社	株式会社*	有限会社	経済協同 組合	公法上の 法人団体	その他	合 計	%
250 Mill. 以上	9	61	701	345	822	24	25	183	2,170	0.07
%	0.41	2.81	32.30	15.90	37.88	1.11	1.15	8.43	100.00	—
1 Mill. ~ 250 Mill.	85,156	28,241	60,902	3,933	139,238	2,699	1,917	10,125	332,211	10.42
%	25.63	8.50	18.33	1.18	41.91	0.81	0.58	3.05	100.00	—
1 Mill. 以下	2,148,602	237,566	75,550	3,584	325,634	2,469	4,344	54,748	2,852,497	89.51
%	75.32	8.33	2.65	0.13	11.42	0.09	0.15	1.92	100.00	—
合 計	2,233,767	265,868	137,153	7,862	465,694	5,192	6,286	65,056	3,186,878	100.00
%	70.09	8.34	4.30	0.25	14.61	0.16	0.20	2.04	100.00	—
売 上 高 (Mill. Euro)	535,956	231,683	1,250,983	1,037,478	1,947,514	62,379	33,789	309,317	5,412,240	100.00
%	9.90	4.28	23.11	19.17	35.98	1.15	0.62	5.72	100.00	—

* 株式合資会社を含む

出所：Statistisches Bundesamt, Statistisches Jahrbuch (2010)

企業の売上高全体に占める割合は 9.90%と少ない。次に有限会社 (Gesellschaften mit beschränkter Haftung : GmbH) が企業数全体の 14.61%を占め、売上高においても 35.98%と最も多い。株式会社 (Aktiengesellschaft : AG) (株式合資会社 (Kommanditgesellschaft auf Aktien : KGaA) を含む) の企業数については全体の 0.25%と少なく、売上高全体に対する割合は 19.17%である。上記のように図表 2 から、ドイツにおける主要な企業形態は有限会社ということが言えるであろう。

では、ドイツにおける有限会社について、概略を説明したいと思う。図表 3 に法人形態による設立条件の相違が示されている。有限会社は最低資本金が 25,000 ユーロで設立することが可能であり、株式会社の最低資本金の 50,000 ユーロより少額である。「有限会社法 (Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen)」6 条 3 項によれば、有限会社の代表者である取締役 (Geschäftsführer) は、通常定款および社員総会決議によって任命されるが、出資者ではない者に対して任命することも可

能である。さらに、株式会社では監査役会の設置が義務付けられているが、一方で有限会社は従業員数が 500 人未満の場合、監査役会の設置が義務付けられていない。共同決定法の適用を受ける従業員数 2,000 人以上の有限会社の監査役会は取締役の選任および解任について権限を持つが、経営組織法の適用を受ける従業員数 500 人から 2,000 人未満の有限会社における監査役会は取締役の選任および解任についての権限は無く、業務の監督に関する権限のみ保有している。

海道 (2005) によれば、有限会社の情報開示は、1985 年に成立した「決算基準法 (Bilanzrichtlinien-Gesetz)」により、会計報告上では株式会社と同様の開示を求められるようになったが、決算基準法成立の 1985 年以前では「開示法 (Publizitätsgesetz)」の適用を受ける大企業以外では、株式会社ほど会計報告規制は厳しくなかった。

デュッセルドルフ日本商工会議所⁽⁴⁾によれば、基本的に、有限会社法は企業を設立する際の簡易性を重視しているため、登記に要する期間も短く、また設立費用も株式会社より比較的低い。しかしながら、有限会社に対するドイツにおけるイメー

図表 3 企業形態とその設立条件

資本公司			
企業形態	最低限必要な出資者数（社員）	最低資本金	債務責任範囲
有限会社 (GmbH)	出資者社員 1 人	25,000 Euro	固定資本の範囲内のみ責任を負う
有限責任事業者会社 (UG)	出資者社員 1 人	1 Euro	固定資本の範囲内のみ責任を負う
株式会社 (AG)	出資者社員 1 人	50,000 Euro	実物資本の範囲内のみ責任を負う
株式合資会社 (KGaA)	無限責任社員 1 人 株主 1 人	50,000 Euro	無限責任社員：個人の財産も引き当てに無限に責任を負う 株主：株式を購入するのに出資した総額分のみ責任を負う
人的会社（パートナーシップ）			
企業形態	最低限必要な出資者数（社員）	最低資本金	債務責任範囲
公法上の組合 (GbR)	出資者 2 人	必要なし	出資者は無限の責任を負う
合名会社 (OHG)	出資者 2 人	必要なし	出資者は無限の責任を負う
合資会社 (KG)	無限責任社員 1 人 有限責任社員 2 人	必要なし	無限責任社員：個人の財産も引き当てに無限に責任を負う 有限責任社員：出資分のみ責任を負う
有限合資会社 (GmbH & Co. KG)	無限責任社員（有限会社）1 人 有限責任社員 1 人 （無限責任社員＝有限会社に 対する出資者は、有限合資 会社の有限責任社員になる）	必要なし	無限責任社員（有限会社）：個人の財産も 引き当て無限に責任を負う 有限責任社員：出資分のみ責任を負う

※（ ）内は略称

出所：Germany Trade and Invest を参考に著者作成

ジについて、ドイツにおいて優良な大企業が有限会社形態を採用していることなどから、株式会社形態と比較してもイメージ的に差異は無く、徒に株式会社形態を採用する必要がないとしている。

上記のようなドイツの企業を取巻く環境が、有限会社をドイツにおける主要な企業形態としたのではなかろうか。

有限会社は株式会社と異なり、発行済みの出資証券が証券取引所などを通じて不特定多数の市場参加者に売買されることはない。したがって、有限会社に対するコーポレート・ガバナンスは市場を通じて外部から規律付けられるというよりも、むしろ共同決定制度により企業内に監視機構を設置することで規律付けられているのであろう。

次に、ドイツにおける株式会社を取巻く環境について見ていきたい。図表 4 は、株式会社の所有構造を示している。2010 年時点で、事業会社が発行済み株式時価総額の 43.9%を保有しており最も保有比率が高い。ドイツの株式会社は事業会社による保有が多いため、事業会社同士で相互の株式を保有する持合いのような構造となっていることが指摘できる。銀行について言えば、1991 年には 11.7%であったが 2010 年時点では 8.0%となり、保有比率は減少傾向にある。保険会社に関して言えば保有比率は 3.5%であり、1991 年から見て増減はあるものの、概ね一定水準で推移している。投資信託などを含むその他金融機関の保有は 11.4%であり、1991 年の 4.1%から見ると大幅に

図表 4 株式保有分布割合

(%)

年	銀 行	保険会社	そ の 他 金融機関	事業会社	家 計	政 府 公共機関	外 国 人
1991	11.7	4.7	4.1	43.6	19.7	5.4	10.9
1992	12.2	5.1	4.7	43.1	19.0	5.3	10.6
1993	12.7	6.1	5.5	41.3	19.0	5.2	10.2
1994	11.9	5.9	6.4	42.8	19.2	4.8	9.1
1995	11.7	6.0	6.0	44.3	18.6	5.3	8.1
1996	13.1	6.0	6.8	43.4	17.9	4.2	8.6
1997	13.4	6.6	8.4	40.5	17.4	4.1	9.5
1998	12.8	7.0	9.7	38.1	17.1	4.2	11.0
1999	12.2	4.4	11.8	39.2	17.1	3.6	11.7
2000	12.2	4.7	13.6	35.1	16.5	3.0	14.8
2001	11.8	5.4	13.5	37.8	15.6	2.2	13.7
2002	11.4	5.8	13.0	39.5	13.6	2.3	14.3
2003	10.8	5.8	13.8	36.6	13.4	3.1	16.5
2004	9.2	5.1	13.5	38.1	14.7	3.1	16.2
2005	10.1	4.9	13.5	37.8	14.7	2.8	16.1
2006	11.3	4.1	14.2	36.3	13.9	2.2	17.9
2007	11.0	3.5	13.0	35.5	13.4	2.0	21.6
2008	10.2	3.8	11.5	38.8	12.2	2.2	21.2
2009	9.7	4.1	11.2	42.0	10.0	2.5	20.6
2010	8.0	3.5	11.4	43.9	10.3	2.2	20.6

出所：Deutsche Bundesbank

図表 5 付加価値産出上位 100 企業の所有構造

(企業数)

年	過 半 数 以 上 の 所 有 者							合 計
	100 大企業	外国人	政 府 公共機関	個人・同族・ 私 的 基 金	50%以上が 分 散 所 有	その他	過 半 数 所有主体なし	
2002	0	25	11	19	22	8	15	100
2004	0	24	11	22	21	9	13	100
2006	0	28	12	21	20	7	12	100
2008	2	27	12	23	21	8	7	100

出所：Monopolkommission (2010, 2008, 2006)

増加させている。一方で、家計は 2010 年時点で 10.3%、政府は 2.2%と保有比率を減少させている。外国人保有比率は 20.6%となっており、2000 年頃から保有比率を上昇させている。

図表 5 は付加価値産出額が上位 100 企業の所有構造を示したものである。図表 5 では 2002 年から 2008 年までのデータが 2 年毎に示されている。過半数以上の株式を保有する所有者⁽⁵⁾において、

2008 年時点で外国人保有分が 27 企業と最も多く、個人・同族・私的基金が 23 企業と次に多い。50 %以上が分散所有となっている企業は、付加価値産出額が上位 100 企業に入るような大企業においても 21 企業となっており、個人・同族・私的基金の保有する企業数より少ない。また、株式が広く分散していることを示す、過半数以上の保有者がいない企業については 2008 年では 7 企業となっ

ており 2002 年から見るとその数を減少させている。ドイツにおける株式の所有構造は特定の投資家に集中的に保有されていることが分かる。

これまで議論されてきた、ドイツにおける制度的な特徴、および資本市場の特徴を下記に整理してみた。第 1 に、企業の利害関係者は多元的であり、共同決定制度を基本とする執行役会と監査役会の二層制に基づいて制度が構築されているということである。第 2 に、有限会社は企業数および売上高でみた場合、ドイツにおいて主要な企業形態であることが指摘できる。第 3 に、ドイツの企業の所有構造は集中的であり、近年においても事業会社による保有が多く、所有構造は事業会社同士の持合いになっているということである。しかしながら、近年その他金融機関の株式保有比率が増加してきたとともに、2000 年以降には外国人保有比率も増加してきた。その為、今まで企業の株式を集中的に保有してきた既存の投資家の他にも外国人や投資信託などのその他金融機関の意見を市場の総意の一部として反映させることが求められるようになったのであろう。それ故、今まで以上に外国人や市場関係者からドイツの制度に対する説明が求められ、企業のコントロールと透明化に対する法律やドイツ・コーポレート・ガバナンス規範を制定し、今まで企業の株式を集中的に保有してきた既存の投資家による意見の他にも外国人やその他金融機関による意見も取り入れ、企業に対するガバナンスをどのように強化していくべきかを模索しているというのが現状までの大きな流れではなかろうか。

外国人としてみれば既に構築されたドイツの企業間関係や既存の商習慣に溶け込んでいく必要があるが、1 国の制度は複雑であるために外国人が溶け込むには時間が必要であろうし、難しいことでもある。その結果、企業に対して株式を売却することで圧力を加えたり議決権を圧迫的に行使したりすることで、手っ取り早く企業に対する影響

力を保持しようとするであろう。しかしながら、外国人とは異なり、ドイツ国内で近年株式保有比率を増加させている投資信託が既存の制度の基でどの様にドイツの企業をガバナンスし得るのかを議論することは意義のあることであると考え。同時にドイツにおいて新たに保有比率を増加させてきた投資家たちの意見は市場の総意の 1 つとして反映されるのであろうかという点についても議論していきたい。

3. ドイツにおける投資信託について

ドイツにおける投資信託は、投資家の特別財産 (Sondervermögen) を投資会社 (Kapitalanlagegesellschaft) が運用指図する契約型投資信託である。証券投資会社を設立し、その証券投資会社自身の資本および負債により証券投資を行う会社型投資信託の方式ではない。投資会社は投資会社自身の資産と投資家の資産である特別財産を分別管理しなければならないことが、「投資会社法 (Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften : KAGG)」の 1 条、および 6 条により規定されている。すなわち、ドイツの投資信託は日本の投資信託と同様に、投資家の財産を分別管理しなければならない。日本では「投資信託及び投資法人に関する法律」により、信託形式を採用しているが、ドイツの投資信託は日本のような信託に関する法律が存在しないため、信託形式ではなく、寄託形式によって管理されている。日本の場合では、投資信託委託会社 (年金特定金銭信託等の場合は投資家) は信託銀行などの資産管理受託機関 (実際に資産を管理している機関は再信託銀行であることが多い) と信託契約を締結し、その資産管理受託機関が管理する信託財産を、投資家から運用を委託された投資信託委託会社や投資顧問会社などの運用委託会社が資産管理受託機関に対して運用指図を行う契約型投資信託となる⁽⁶⁾。しかしながら、ドイツ

の投資信託における資産管理受託機関は寄託銀行 (Depotbank) であり、寄託銀行は信託形式ではなく寄託形式にて特別財産を管理する。寄託形式とは資産の所有者が、他人に所有権を移さず、有価証券を資産管理受託機関に保管するものである。寄託された資産は、混蔵寄託の形態をとって保管される。投資信託の場合、販売会社を通じて払い込まれた投資家の資金は、特別財産として形成されることが投資会社法の 6 条 1 項に規定されている。この特別財産の持分権 (Anteilrecht) は受益証券 (Anteilscheine) 化され、投資家の持分として所有される⁷⁾。

投資会社法では特別財産は投資対象資産によって 3 種類に分類されている。つまり、有価証券特別財産 (Wertpapier-Sondervermögen)、参加特別財産 (Beteiligungs-Sondervermögen) および土地特別財産 (Grundstücks-Sondervermögen) の 3 種類である。有価証券特別財産として投資会社法の 8 条に規定される投資対象資産は、ドイツ証券取引所 (Deutsche Börse) 等に上場している有価証券である。参加特別財産とは特別財産を匿名持分 (Stille Beteiligung) として市場を通じて資金の調達が出来ない企業に出資を行うものである。所謂、プライベートエクイティファンドやベンチャーキャピタルファンドである。土地特別財産は土地への投資のほかに土地に関する類

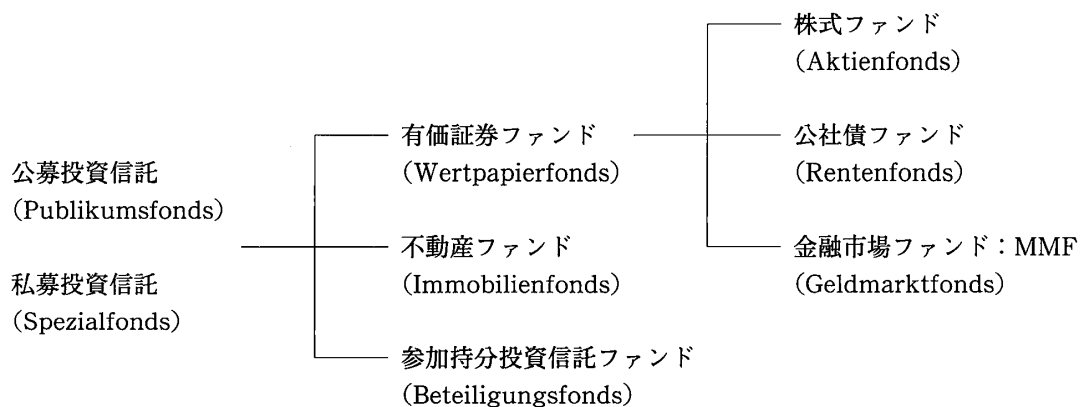
似資産についても投資するものである。

ドイツにおける投資信託は公募投資信託 (Publikumsfonds) と私募投資信託 (Spezialfonds) に分類できる。私募投資信託は個人投資家向けに公開される公募投資信託と異なり、投資会社法の 1 条 2 項にて 10 人未満の自然人ではない者に所有される特別財産と規定されている。以上のようなドイツにおける投資信託の法制度上の分類を図表 6 に概略として示しておいた。

次に、ドイツにおける投資信託の時価総額およびファンド数の推移を見てみたい。図表 7 は 1991 年から 2009 年までの公募および私募投資信託の時価総額とファンド数を示したものである。図表 7 の推移をグラフに置き換えたものが図表 8 である。公募投資信託と私募投資信託の時価総額の合計は 1991 年時点では 1,579 億ユーロであったが、2009 年には 1 兆 3,806 億ユーロと増加傾向にある。公募および私募投資信託のファンド数の合計をみても 1991 年時点の 2,193 ファンドから 2009 年時点では 10,377 ファンドへと増加している。

公募投資信託の時価総額の推移を示したものが図表 9 に、公募投資信託のファンド数の推移を示したものが図表 10 に示されている。公募投資信託の発行時価総額に占める各種ファンドの時価総額の割合を示したものが図表 11 に示されている。図表 9 の 1991 年から 2009 年までの時価総額の推

図表 6 ドイツにおける投資信託の分類



出所：日本証券経済研究所 (2008)

移を見ると、株式ファンドの時価総額は変動があるものの、増加傾向を示しており、他のファンドについても概ね増加傾向にある。公募投資信託のファンド数を示した図表 10 を見ても、増加傾向

を示している。図表 11 を見ると、2009 年時点で株式ファンドの時価総額が全体の 28.01% を占めており、最も高い割合となっている。債券ファンドは 21.21% である。バランス型投資信託は全体

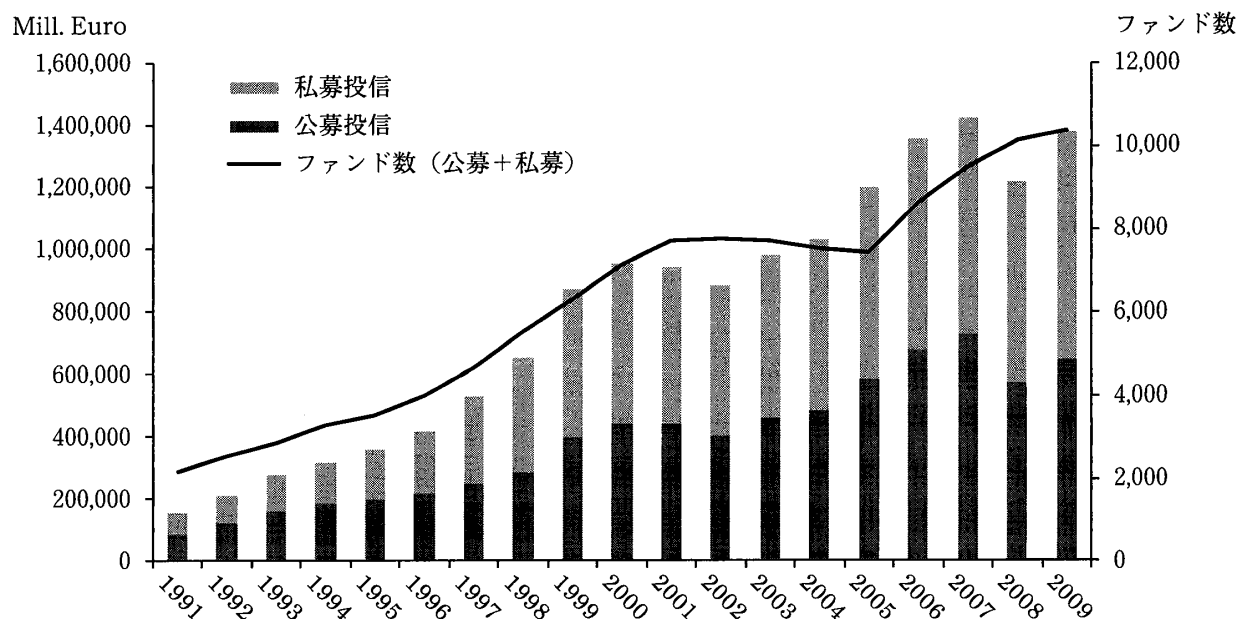
図表 7 公募投信および私募投信の時価総額とファンド数

(ファンド数, Euro)

年	公 募 投 信 ファンド数	Mill. Euro	私 募 投 信 ファンド数	Mill. Euro	ファンド数 合 計	時価総額 合 計
1991	381	86,977	1,812	71,020	2,193	157,997
1992	547	123,600	1,986	84,607	2,533	208,207
1993	667	160,124	2,197	119,693	2,864	279,817
1994	793	187,583	2,482	130,688	3,275	318,271
1995	919	200,379	2,609	157,955	3,528	358,334
1996	1,058	219,241	2,931	201,238	3,989	420,479
1997	1,188	251,725	3,467	281,011	4,655	532,736
1998	1,343	288,370	4,208	369,209	5,551	657,579
1999	1,524	397,871	4,771	474,101	6,295	871,972
2000	1,876	444,564	5,264	508,412	7,140	952,976
2001	2,219	444,090	5,490	501,119	7,709	945,209
2002	2,429	407,038	5,325	480,373	7,754	887,411
2003	2,502	462,162	5,183	516,353	7,685	978,515
2004	2,717	488,612	4,805	539,537	7,522	1,028,149
2005	2,836	585,269	4,589	614,842	7,425	1,200,111
2006	4,305	683,413	4,341	669,512	8,646	1,352,925
2007	5,302	731,061	4,181	691,618	9,483	1,422,679
2008	6,166	575,827	3,960	641,651	10,126	1,217,478
2009	6,477	651,608	3,900	729,032	10,377	1,380,640

出所：BVI_Bundesverband Investment und Asset Management (2010)

図表 8 公募投信および私募投信の時価総額



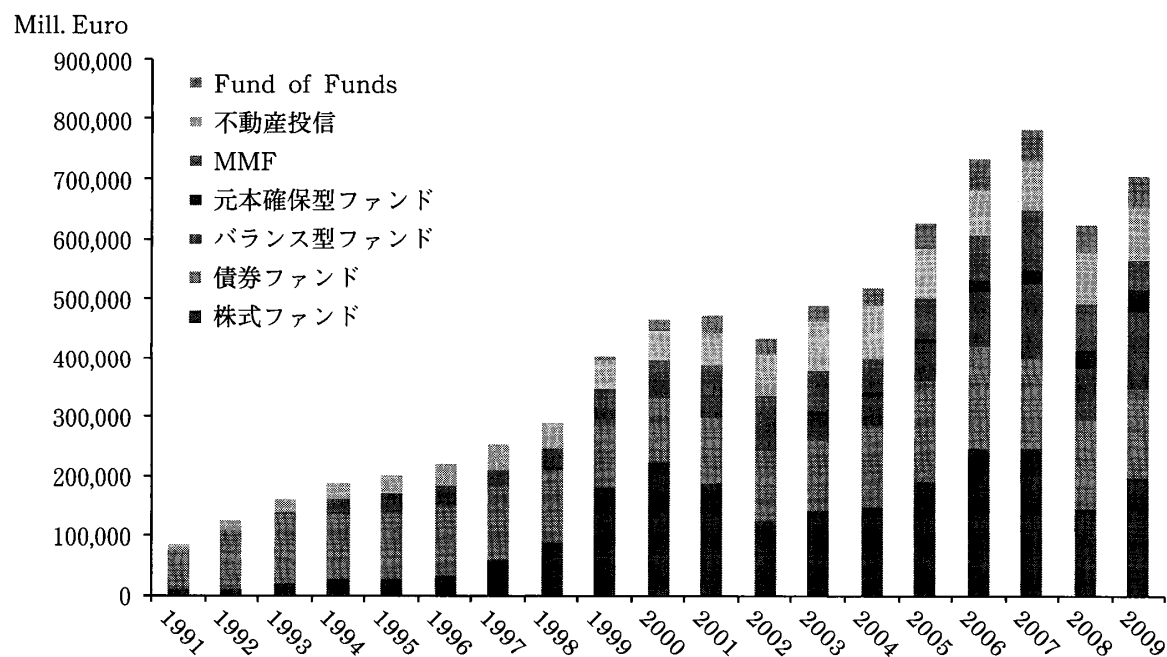
出所：BVI_Bundesverband Investment und Asset Management (2010)

の18.61%を占めている。バランス型投資信託とは、株式や債券などの伝統的資産の他に、場合によっては高リターンの資産や不動産投資信託などを組み込んだファンドである。元本確保型投資信託についてはおよそ4.90%、MMFについては7.25%、不動産投資信託については12.34%となっ

ている。

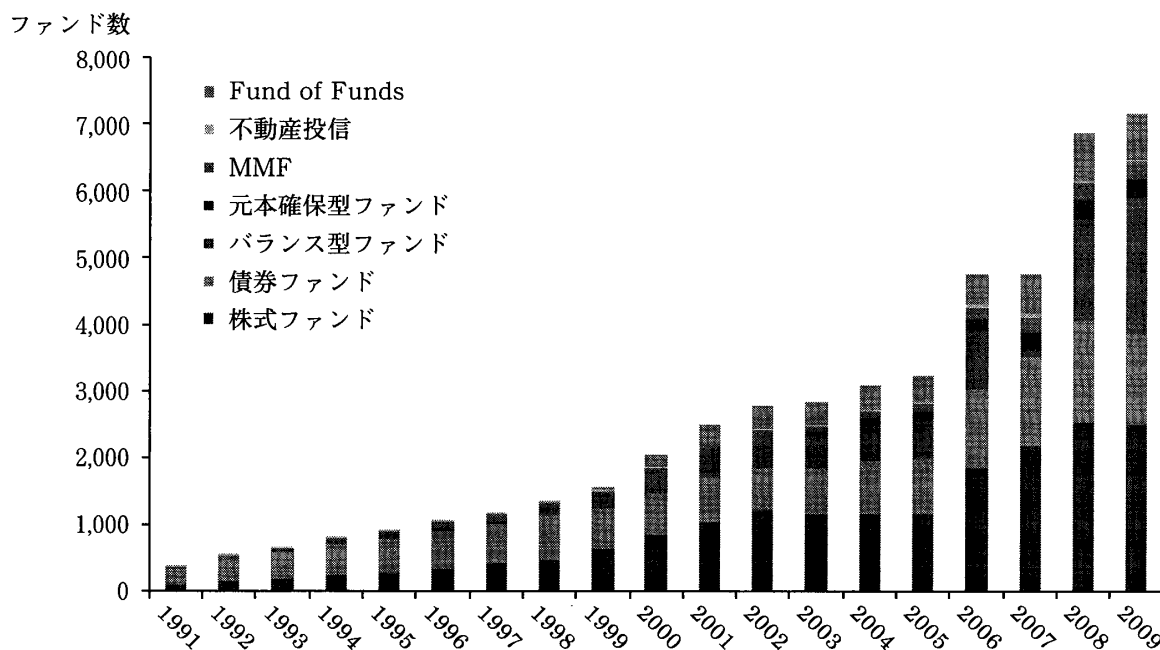
発行済み株式時価総額に占める投資信託の保有する株式時価総額の割合が、図表12に示されている。また、比較のために図表13において日本における株式保有分布を示しておいた。図表12を見ると、投資信託が保有する株式の時価総額は、

図表9 公募投信時価総額とその内訳



出所：BVI_Bundesverband Investment und Asset Management (2010)

図表10 公募投信のファンド数



出所：BVI_Bundesverband Investment und Asset Management (2010)

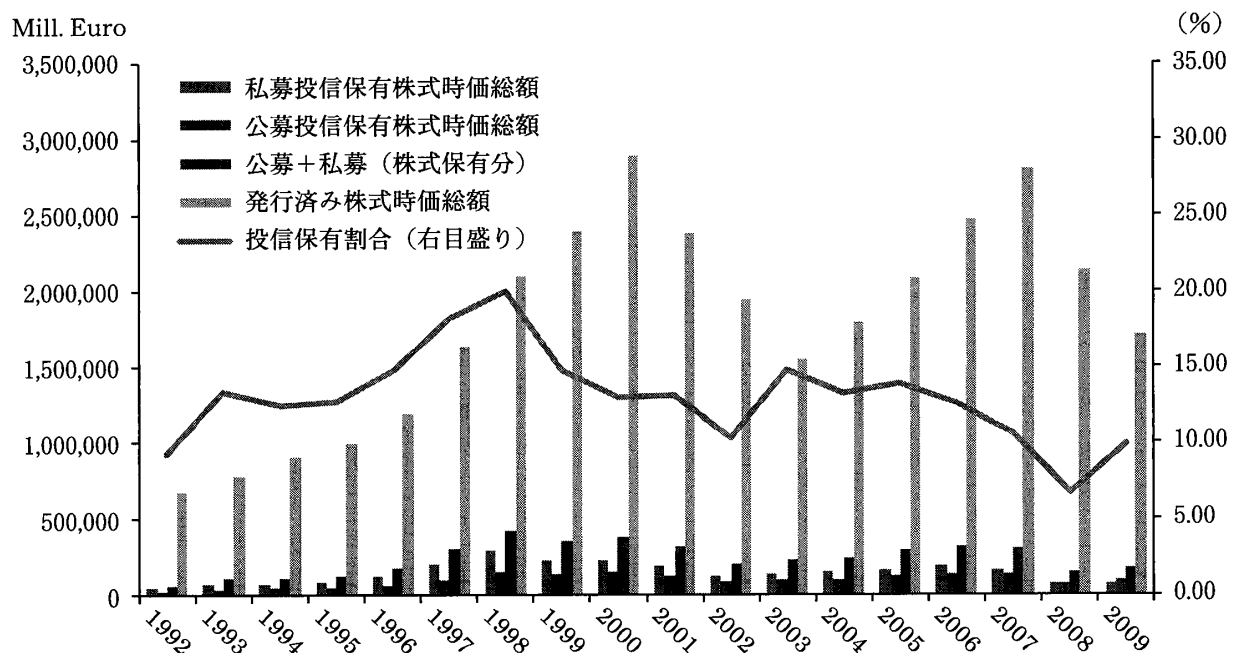
図表 11 公募投信時価総額に占める割合

(%)

年	株式ファンド	債券ファンド	バランス型 ファンド	元本確保型 ファンド	MMF	投資信託 不動産	Fund of Funds
1991	9.80	77.11	1.82	0.00	0.00	11.28	0.00
1992	7.87	80.17	0.89	0.00	0.00	11.08	0.00
1993	12.30	72.63	1.43	0.00	0.00	13.64	0.00
1994	13.25	58.34	1.32	0.00	13.36	13.73	0.00
1995	13.06	55.86	1.39	0.00	14.88	14.82	0.00
1996	15.20	54.21	1.95	0.00	11.74	16.89	0.00
1997	23.85	48.88	2.40	0.00	8.78	16.09	0.00
1998	30.20	42.42	2.96	0.00	9.46	14.96	0.00
1999	44.67	28.14	5.00	0.00	8.26	12.48	1.45
2000	48.02	22.97	7.53	0.00	6.71	10.30	4.48
2001	39.55	23.99	8.22	0.00	10.71	11.87	5.66
2002	29.08	26.88	8.24	0.00	13.54	16.47	5.78
2003	29.22	23.57	8.98	1.41	14.04	17.45	5.32
2004	28.85	26.15	9.62	1.39	11.59	16.85	5.55
2005	30.36	27.30	10.36	1.45	10.53	13.62	6.38
2006	33.74	23.26	12.81	2.43	10.58	10.29	6.89
2007	31.54	19.72	15.67	2.86	12.86	10.65	6.70
2008	23.34	24.13	14.27	4.69	12.69	13.56	7.33
2009	28.01	21.21	18.61	4.90	7.25	12.34	7.68

出所：BVI_Bundesverband Investment und Asset Management (2010)

図表 12 発行済み株式時価総額に占める投資信託の保有する株式の時価総額



出所：Deutsche Bundesbank

図表 13 日本における投資部門別株式保有比率の推移

(%)

	政府・地方 公 共 団 体	金融機関	投資信託 ①	年金信託 ②	合計 ①+②	証券会社	事業法人	外国法人等	個人・その他
1998	0.2	41.0	1.4	4.7	6.1	0.6	25.2	14.1	18.9
1999	0.1	36.5	2.2	5.0	7.2	0.8	26.0	18.6	18.0
2000	0.2	39.1	2.8	5.5	8.3	0.7	21.8	18.8	19.4
2001	0.2	39.4	3.3	6.0	9.3	0.7	21.8	18.3	19.7
2002	0.2	39.1	4.0	5.8	9.8	0.9	21.5	17.7	20.6
2003	0.2	34.5	3.7	4.5	8.2	1.2	21.8	21.8	20.5
2004	0.2	32.0	3.8	3.9	7.7	1.2	22.1	23.3	21.3
2005	0.2	30.9	4.3	3.5	7.8	1.4	21.3	26.3	19.9
2006	0.3	30.7	4.6	3.5	8.1	1.8	20.8	27.8	18.7
2007	0.4	30.5	4.8	3.5	8.3	1.5	21.4	27.4	18.7
2008	0.4	32.0	5.0	3.5	8.5	1.0	22.6	23.5	20.5
2009	0.3	30.6	4.7	3.4	8.1	1.6	21.3	26.0	20.1

出所：東京証券取引所：投資部門別株式保有比率（2010）

ドイツでは発行済み株式時価総額のおよそ10%から15%前後を推移している。日本における投資信託の保有分は図表13の2009年時点で4.7%、年金信託は3.4%となっており、合計で8.1%である。前述の図表4において示されたドイツの株式保有分布を見ても、その他金融機関の保有分が2009年時点で11.2%となっており、図表12が示す値と概ね整合的である。

上記で示したように、ドイツにおける投資信託の時価総額やファンド数を時系列に見てみると、共に増加傾向を示してきており、投資信託は今以上に企業に対して影響力を持つ主体となっていく可能性がある。それに伴い、投資信託は証券市場からのコーポレート・ガバナンスの担い手として、無視できない存在となるのかもしれない。

4. ドイツにおける投資信託制度の問題点

投資会社はどのような環境にてドイツの企業をコントロールしているのだろうか。ドイツにおいて銀行はユニバーサル・バンクであるため、銀行本体での証券業務の兼業が認められている。したがって、投資信託業務も投資会社を設立すること

なく銀行本体で行うことが可能である。しかしながら、松田（2005）によると、ドイツの銀行は投資会社と銀行との間に発生する利益相反を回避させるために、投資会社を子会社として設立し、銀行本体の業務と投資信託業務を分離させている。投資信託業務と寄託銀行業務を投資会社と銀行とで分離させていれば、銀行が特定の顧客の利益を優先するあまり、投資会社での運用利益を特定の顧客へ優先的に配分することで、その他の顧客の利益を損なうという問題を回避することが出来るとしている。この問題は、特定の顧客が銀行の預金業務や融資業務の取引先として関係が強い場合に生じる可能性が高くなる。彼によれば、上記のような利益相反の問題に対応するために、1990年代以降、ドイツの銀行は投資信託業務を投資会社として子会社化するようになった。

投資家は直接投資会社へ運用委託を行うか、販売会社を通じて投資信託の受益証券を購入する形で運用委託を行う。山田（1994）によれば、ドイツにおける投資会社は銀行との関係が密接であり、投資信託を投資家へ販売する販売会社や資産を管理する寄託銀行は投資会社と関係の深い銀行であることが多い。具体的には、銀行の子会社である

投資会社の販売会社や寄託銀行は、親会社の銀行本体である場合が多い。それ故、ドイツにおける投資信託の制度のもとでは、投資会社が未だ特定の顧客の利益を優先したり、顧客の利益より親会社である銀行の利益を優先したりする可能性を排除できない。その上、利益相反は投資会社が有価証券の売買注文を、親会社である銀行本体の証券部門に大量発注する可能性についても指摘している。すなわち、投資会社が銀行本体の証券部門に手数料を稼がせるため、頻繁に不必要な取引を銀行本体の証券部門に発注することによって生じるものである。

投資会社と銀行の関係は場合によっては複雑化する。例えば、投資会社は銀行本体の資産運用部門から運用の再委託を請け負っている場合もある。運用を銀行本体から再委託されている場合、投資会社は銀行本体の再委託先となるため、より一層銀行本体との関係が密接となることが予想される。

上記のような関係の中で、投資会社は企業に対して中立的な立場での議決権行使が可能なのである。まず、銀行本体の資産運用部門が株式を保有している企業において、同じ企業の株式を投資会社が保有していた場合、投資会社は銀行の影響力とは無関係に中立的な立場での議決権行使が不可能かもしれない。さらに、銀行本体が企業の発行する有価証券の引受業務を行い、その手数料の支払いを企業から受けている場合や、企業が銀行本体の預金業務や融資業務と関係が深い場合、それらの企業に対して、子会社である投資会社が中立的な立場で議決権を行使できるかどうかについても疑問が残る。また、企業が銀行本体の資産運用部門の顧客となっている場合や、銀行の顧客である企業と親密な関係にある別の企業に対して、投資会社は中立な立場で議決権を行使できない可能性もある。これらの関係について纏めたものが図表 14 に示されている。

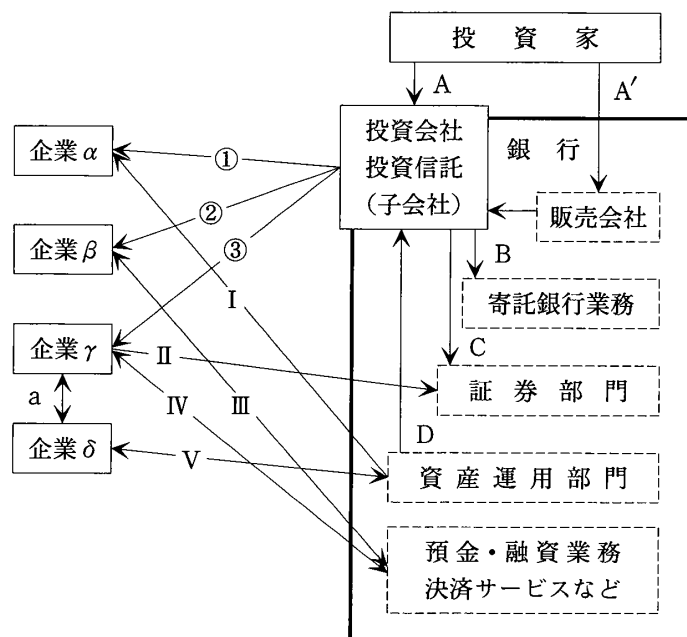
上記において議論された、ドイツにおける銀行

と投資会社固有の問題点の他にも、一般的に投資信託などの機関投資家が抱える問題点についても検討する必要があると考える。例えば、投資信託の商品性によっては、短期的なリターンを追求するファンドが存在するかもしれない。ファンドが短期的なリターンを追求するあまり、長期的な視点を重視する企業をファンドの投資対象から外す可能性がある。もしくは、ファンドが短期的なリターンを求めるあまり、長期的な視点から設備投資を行う経営陣の退陣を要求するかもしれない。さらには、事務処理過多を避けるため、ファンドは保有する銘柄の議決権行使を行わない、もしくは議決される内容について精査しないことも懸念される。

ドイツの投資信託の持つ問題について、以上のような点を指摘することが出来るが、実際にドイツにおいて投資信託はどのような防備策をもって運営されているのであろうか。ドイツでは投資信託と投資顧問業界の利益を代表する機関である投資顧問業協会^⑧（Bundesverband Investment und Asset Management：BVI）から、一般的な行動規範（Rules of Conduct）が公表されている。この規範は「ドイツ投資法（Investmentgesetz：InvG）」や「ドイツ有価証券取引法（Wertpapierhandelsgesetz：WpHG）」に基づいて記載されたものであり、ドイツにおける投資会社の一般的な行動を規定したガイドラインである。この規範は基本的に、投資会社に投資家の利益を優先して守るよう呼びかけている。また、極端な取引等によって市場の機能を喪失させないように、投資会社は行動しなければならないとしている。

上記規範によれば投資会社は顧客からの資産を運用する際、他の第3者から独立して運用しなければならない。利益相反については、投資会社はあり得る如何なる利益相反についても回避しなければならないことが規定されている。例えば、複数の投資家からの資産に対して、特定の投資家だ

図表 14 ドイツにおける銀行と投資会社の関係



- A：投資会社への運用委託
A'：販売会社から投資信託を購入する形での運用委託
B：寄託銀行契約
C：証券売買注文
D：銀行の資産運用部門から投資会社への運用再委託
①，②，③：投資会社のモニタリングおよび権利行使
I：銀行の資産運用部門によるモニタリングおよび権利行使
II：企業が証券引受業務を依頼
III，IV：預金業務や融資業務と関係がある企業
IV：銀行の資産運用部門への運用委託
V：企業が銀行の資産運用部門の顧客である場合
a：企業同士の関係が親密である場合

投資会社のモニタリングおよび権利行使について

- ①：企業αの株式を銀行の資産運用部門が保有している場合、企業αに対して投資会社は中立的な判断が可能か。
②：企業βが銀行の預金・融資業務と関係が深い場合、企業βに対して投資会社は中立的な判断が可能か。
③：企業γが有価証券引受業務などで銀行の証券部門の顧客である場合や、銀行の資産運用部門の顧客である企業δと企業γとの関係が親密である場合、投資会社は企業γに対して中立的な判断が可能か。

* 点線は銀行内組織を表す

出所：著者作成

けを優遇するようなことを行ってはならず、如何なる投資家の資産も平等に扱わなければならない。また、投資会社の従業員が個人的に保有する銘柄や、投資家の資産とは別に投資会社自身が保有する銘柄をファンドの資金を用いて購入し、保有銘柄の価格を上昇させることによって利益を得ようとすることも利益相反となるとして禁止している。さらに、寄託銀行もしくはその他の第3者機関が両者の利益にかなわない方法でファンドの購入・解約を行い損失を発生させることや、投資会社と関係のある企業の銘柄をファンドの資金で購入することについても利益相反にあたるため回避しなければならないことが示されている。その他にも、

頻繁に売買を行う回転売買にて手数料がブローカーへ流れることで生じる利益相反や、IPOの割り当てに対して特定の顧客にのみ、新株を割り当てることによって生じる利益相反など、考えられる如何なる利益相反に対しても投資会社は回避しなければならない。加えて、インサイダー取引や相場操縦を禁止しており、マネーロンダリングについてはその防止策を投資会社が持たなければならないとしている。

先程、投資信託の持つ一般的な問題点として、議決権を行使しない場合について指摘したが、投資会社は議決権の行使にあたり議決権行使ガイドラインを投資家へ公表し、そのガイドラインに基

づき議決権行使を行わなければならないことが規範に示されている。仮に、投資会社が第3者へ議決権を委任する場合、委任状の送付相手が適切であるかどうか、利益相反問題が存在しないかをモニタリングしなければならないとしている。

また、投資家に対する運用状況の開示についても規定されている。投資会社がファンドの運用状況を投資家へ報告する際、投資している資産が投資家の投資目的に適合していることを、そのレポート内に記述しなければならない。つまり、投資対象銘柄がエマージング市場において取引されるものであれば、投資会社はそのリスクを説明する必要がある。さらに、特定のマーケットセグメントへ投資するものであれば、その旨を運用状況報告書に明記しなければならない。また、パフォーマンスの算出方法と算出期間の明示や、採用ベンチマークの表示、および格付けを使用する場合、評価機関の記載なども要求している。

同時に、同行動規範は投資会社の監査役会および執行役会に専門性を要求している。監査役会および執行役会はファンドの計理、資産管理、運用指図、第3者機関に対するモニタリングなどの業務を適切に評価できなければならないとしている。投資会社の監査役会および執行役会は、上記のような専門性を持った上で、投資家の利益に基づいてファンドを運営しなければならないことが示されている。

上記規範は、投資会社に対して利益相反や議決権の不履行、投資家に対する説明不足などについて、対策を講じるよう要求しており、制度上の問題点を補正する一定の役割を担っていると考えられる。しかしながら、上記規範の実効性を考えた場合、投資会社によって実行された取引が即座に利益相反にあたるものであるのかを判断することは難しく、議決権についても投資会社が中立な立場で吟味した結果からの議決権行使であったかどうかを判断することは難しいと考える。将来的に

損失が発生し、後に投資会社の行動について利益相反が認められることはあっても、取引直後にその取引が適正なものであったのかどうかの判断はその段階では困難であろう。また、議決権についても権利行使を全うするよう規定されているが、如何にして企業をモニタリングし、企業の行動を評価するかといった点については、各投資会社の判断に委ねられている。したがって、親会社である銀行の影響力が投資会社に対して強く及ぶものであれば、投資会社が中立の立場で議決権を行使できない可能性は依然、懸念材料として残るであろう。さらに、議決権の行使に際して、投資会社は事務処理コストの削減から、株主総会にて議論されるべき議題を吟味せず、無条件に全賛成の指図を行う可能性も払拭できない。

5. 投資信託の制度とその役割

次に、一般的に企業に対して強い影響力を保持していると言われているドイツの銀行について議論してみたい。図表 15 はドイツにおける主要な金融機関が付加価値算出上位 100 企業をどの程度所有しているのかを示したものである。図表 15 を見ると、付加価値算出上位 100 企業の主要株主の中に銀行などの金融機関が存在する企業は、2008 年時点で重複を除けば 100 社中 23 社となる。また、ドイツの銀行は自己勘定にて保有する株式のほかに、主に事業会社から寄託された寄託株式についても議決権行使が可能である。しかしながら、前述の 1998 年に制定された、企業のコントロールと透明化に対する法律において、企業の発行済み株式数の 5%を超えて銀行が保有する株式の銘柄の公開と 5%を超えた資本参加に結び付く寄託株式の議決権を放棄しなければならないことが規定されるなど、銀行の影響力について制限を設ける傾向がある。図表 15 の下の部分に 1996 年時点から 2008 年時点までの各主要金融機関が付

図表 15 付加価値算出上位 100 企業に対する主要金融機関の株式保有比率

(%, 企業数 (2008 年時点))

主要金融機関 主 要 企 業	Allianz SE	Deutsche Bank AG	Dresdner Bank AG	Münchener Rückversiche- rungs-Gesell- schaft AG	UniCredit- Gruppe Deutschland	Com- merz- bank AG	その他の 銀行・金 融機関	金融機関 合 計	事業会社
Daimler AG		2.7						2.7	
Volkswagen AG								0.0	50.8
Deutsche Telecom AG							16.9	16.9	
BASF SE	2.6						6.4	9.0	
E.ON AG	2.6							2.6	
Thyssen Krupp AG						1.7		1.7	
Deutsche Post AG		1.8					30.6	32.4	
RWE AG	3.5			4.6				8.1	0.6
Deutsche Lufthansa AG	3.1						10.6	13.7	
Deutsche Bank AG							5.2	5.2	
Bayer AG	2.4							2.4	
Allianz SE		1.2		2.7			3.3	7.2	
Continental AG							2.5	2.5	
Commerzbank AG							8.8	8.8	
Münchener Rückversiche- rungs-Gesellschaft AG	3.6				2.2		5.2	11.0	
EADES-Gruppe Deutsche- land								0.0	22.6
Evonik Industries AG								0.0	75.0
MAN AG								0.0	29.9
Fresenius SE	9.7							9.7	
K+S AG		8.0						8.0	10.3
Rhön-Klinikum AG	5.0	3.0						8.0	
Fraport AG								0.0	9.9
TUI AG							4.0	4.0	
Bilfinger Berger AG	6.0	3.0					3.3	12.3	
BSH Bosch und Siemens- Hausgeräte GmbH								0.0	100.0
Rheinmetall AG		3.1						3.1	
Heidelberger Druckmaschi- nen AG	13.0					3.0		16.0	9.6
Axel Springer AG		8.4						8.4	
Linde AG	4.4	3.8				4.7		12.9	
主要株主企業数 (2008年時点)	11 社	9 社	0 社	2 社	1 社	3 社	11 社	37 社	9 社
主要株主企業数 (2004年時点)	14 社	5 社	0 社	8 社	1 社	2 社	—	—	—
主要株主企業数 (2000年時点)	22 社	8 社	8 社	6 社	4 社	2 社	—	—	—
主要株主企業数 (1996年時点)	28 社	15 社	13 社	13 社	0 社	6 社	—	—	—

出所：Monopolkommission (2010)

加価値算出上位 100 社の主要株主であった企業数を 4 年毎に示しておいた。1996 年時点と 2008 年時点と比較すると、金融機関が主要株主であった企業数は 1996 年時点の方が多く、2008 年時点の主要金融機関の影響力は 1996 年時点と比較すると低下しているのではなかろうか。

このように、銀行の企業に対する影響力が低下傾向にあるため、投資信託等の機関投資家が企業に対して影響力を強化し、企業の監視役としての役割を担っていくことは、ある一定の意味があると考えられる。

ここで、制度の持つ一般的な特徴について整理してみる。青木（1995）によれば、制度には「戦略的補完性」が存在する。つまり、歴史的初期条件により、ある一定の技術や戦略が発展した場合、企業などの経済主体は「限定合理性」で以って物事を判断するため、自らも同じ技術や戦略を選択することが利得と考える傾向がある。この理由として、発展したある一定の技術や戦略と、企業が意思決定する技術や戦略とが適合しない場合、組織のコーディネーションの効率性は失われ、その結果コストがかかる。したがって、企業は自らも同じ技術や戦略を選択するとしている。企業は取引費用を最小にしようとするので、互いに補完性をもった戦略を「ルール」として強制する制度が生成される。生成された制度は、商習慣や道徳的規制という形態を取ることもあれば、法律的な強制力を持った明示的な制度という形態を取ることもあるとしている。こうして生成された制度の各要素はお互いに強く結び付き、「制度的補完性」を持つようになる。それ故、制度はいったん生成すると、環境変化に対して一定の頑健性を持つようになる。さらに、彼によれば、制度は各国の歴史的初期条件によって発展する技術や戦略が異なるため、複数存在し、多様化するとしている。

上記の特徴をドイツの例で見たい。ドイツでは歴史的に企業の利害関係者は多元的であり、

共同決定制度を基本とする監査役会と執行役会の二層制に基づいて制度が構築されている。このように内部的な監査機能を持つドイツの制度の中で、市場からのコントロールを必要としない有限会社が主要な企業形態となったのであろう。さらに、株式会社においても事業会社同士の株式持合い構造となっており、所有構造についても集中的であるため、市場からのコントロールに対して企業としてみれば然程コストをかけなくても済む制度となっている。

しかしながら、青木（1995）によれば、「戦略的補完性」が存在するものの、ある一定の技術や戦略とは違った戦略を取ろうとする異種的な参加者や革新者が参加してくる可能性があるとしている。

これをドイツに例えてみれば、外国人や投資信託の増勢により、企業に対する影響力の一部分としてこれらの投資家の意見を組み込む必要が出てきたため、ドイツの既存の制度とは異なる、新たな投資家からのガバナンスを制度的に組み込もうとしている。

では、そもそも投資信託が資本市場を通じて企業に対して与える影響力は強いものなのであろうか。ドイツにおいて代表的な投資信託の運用会社である DWS Investments が企業との関係に対する方針を議決権行使ガイドライン^⑨として示している。このガイドラインによれば、一般論として、良いコーポレート・ガバナンスは長期的に良い株価を導くとしており、DWS Investments は企業のパフォーマンスとコントロールに影響する項目について企業と定期的な対話を行っている。具体的には、株式保有先企業に対して最低でも年 1 回 DWS Investments のファンドマネージャーへ企業の戦略的事項や、利益状況と見通し等の報告を行うように要求し、株主価値に配慮した観点から経営が行われていない場合や、配慮する意思がないと判断すれば、議決権を行使すると同時に、メ

ディアへ DWS Investments の意見を発表し、結果として企業の株式を売却する。企業としてみれば、株式の売却圧力が結果として加わるため、株主価値に配慮した経営を行うように改善せざるを得なくなる。DWS Investments では、議決権行使は一定の基準に基づいて行われる。法律の枠組み、コーポレート・ガバナンス規範、環境問題への取組姿勢や企業が社会的であるかどうかがその基準となる。また、株主総会の議事録の項目については長期的な視点に基づいて、個別に精査するとしている。

上記を見てみると、投資信託は対話を通じて企業をモニターすることで関係を保ち、投資信託の意見が企業において反映されない時には市場の総意の中の一部として一定の影響力を行使することは可能であるように思える⁽¹⁰⁾。

6. インプリケーション

これまでの議論の通り、ドイツの共同決定制度では伝統的に企業の利害関係者を広域に捉え、その利害の調整の場として監査役会が設置されている。この監査役会が企業の内部から企業を監視する役割を持っていたため、市場からのコントロールを然程必要としなかったのかもしれない。そのような理由から、株式会社より設立時の手続きが簡便な有限会社が発展したのであろう。一方、株式会社については、今まで事業会社同士の持合いや特定の投資家による集中的な保有が中心であったが、昨今の外国人や投資信託の保有比率の上昇により、市場の総意の中の一部として彼らの意見を反映させる方法が制度的に模索されてきた。その結果、投資信託の実情を鑑みると、彼らの意見は市場の総意の一部として企業に対して一定の影響力を持つようになってきている。

しかしながら、企業に対する市場からのコントロールを強化する制度的変革は、現時点における

ドイツの内生的制度と適合可能なものであるかを慎重に議論していかなければならない。なぜならば、企業の利害関係者を広域に捉えるドイツにおいて、株主を重視する株主資本主義的な方法を導入することになるからである。市場からのコントロールを強化する制度的変革が、既存の制度に対して制度的な軋轢を生じさせるものであるならば、企業に不必要なコストを掛けさせることになるであろう。しかしながら、近年外国人の持ち株比率が上昇してきたことに加え、投資信託の時価総額やファンド数が増加してきている事実を踏まえれば、将来的に市場の総意の中の一部として彼らの意見を反映させ、企業に対して影響力を行使できるような方法を採用していくべきであろう。例えば、DWS Investments のように企業との対話を重視し、安定的な株式保有者でありながらもガバナンス機能を担う方法が既存のドイツの制度と適合するものであるのならば、より一層実効性のあるものへと改善していくために企業に投資信託の行動を広く認識してもらう必要があると考える。投資信託が市場の総意の一部として企業をガバナンスする役割を担うためには、既存の制度に適合するような形での制度的工夫がより一層求められると同時に、投資信託の選択する行動を共通認識として制度的に広く認識してもらうことで、既存の制度との適合性を高める必要があるのではなかろうか。いずれにしても、慎重に議論をした上で、既存の制度と適合させる必要があると考える。将来ドイツがどのような対応を見せるのか、今後の動向に注目していきたい。

〈注〉

- (1) 本稿における共同決定制度とは監査役会等にて従業員代表や銀行、株主の代表といった利害関係者が利害を調整し得る制度を概して述べる場合に使用する。後述する共同決定法のみを指すものではない。
- (2) 企業のコントロールと透明化に対する法律については、菊澤（2004）に詳しい。

- (3) <http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex/index.html> [2011 年 4 月閲覧]
- (4) <http://www.jihk.de/jp/> [2011 年 7 月閲覧]
- (5) 佐久間 (2007) や海道 (2005) においても、Monopolkommission の同データが紹介されている。そこでは“Mehrheit”を過半数としており、本稿においても先行研究に従って過半数としている。しかしながら、過半数として理解すると「50%以上が分散所有」と「過半数所有なし」の区別が困難である。同データについては過半数を大株主もしくは主要株主として捉えたと理解がしやすいと考える。
- (6) 日本の資産管理受託機関に預けた有価証券の名義は信託口座名もしくは信託口座番号となる。
- (7) 特別財産に投資家個人の名義が記載されることは無く、投資会社が信託的に保有する形式をとっている。
- (8) ドイツにおける投資顧問業協会は 1970 年に設立され、2011 年 3 月現在、投資信託、機関投資家ファンド、投資顧問会社ファンドなど 83 のメンバーを有し、欧州投信・投資顧問業協会 (European Fund and Asset Management Association: EFAMA) の協会員である。投資顧問業協会の主な業務は投資信託などの投資ファンドに関する理解を広めることや、協会員の利益を保護することである。具体的には、協会員への連絡、協会員の利益と権利の保護、金融当局へのアドバイスやサポート、一般大衆への情報提供、その他協会やビジネス組織との関係構築、関係維持を国内国外ともに行うことである。(http://www.bvi.de/de/bvi/index.html) [2011 年 6 月閲覧]
- (9) <https://www.dws.com/About-DWS/Company-Profile> [2012 年 2 月閲覧]
- (10) 通商白書 (2003) は具体的な事例として、Daimler-Chrysler 社と Siemens 社の事例を挙げている。Daimler-Chrysler 社の経営陣に付与されるストックオプションは以前では権利行使まで通常 3 年待たねばならなかったが、DWS Investments との対話を通じて制度をより柔軟で効果的なものへ転ずることに成功したとしている。Siemens 社に対しては、事業分野が非常に多様化した中で、コア・ビジネスに集中できていない状況が経営戦略上あまり好ましくない旨を伝えた結果、2000 年初め頃より、Siemens 社は部分的にはあるが、よりコアのビジネスに特化するようになったとしている。
- Management e.V.
URL: <http://www.bvi.de/de/index.html> [2011 年 6 月閲覧]
- Deutsche Bundesbank
URL: <http://www.bundesbank.de/> [2011 年 7 月閲覧]
- Germany Trade and Invest
URL: <http://www.gtai.de/GTAI/Navigation/DE/invest.html> [2011 年 5 月閲覧]
- Monopolkommission, *Hauptgutachten 2008/2009, 2010*
Monopolkommission, *Hauptgutachten 2006/2007, 2008*
Monopolkommission, *Hauptgutachten 2004/2005, 2006*
URL: <http://www.monopolkommission.de/index.html> [2011 年 5 月閲覧]
- Schmidt, Ralf-Bodo, *Wirtschaftslehre der Unternehmung, Bd.1, Erfolgsverwendung*, Stuttgart, 1969.
吉田和夫監修, 海道ノブチカ訳『企業経済学——第 1 巻基礎編——』千倉書房, 1974 年
- Statistisches Bundesamt, *Statistisches Jahrbuch 2010*,
URL: http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Navigation/Publikationen/Querschnittsveroeffentlichungen/Jahrbuch,templateId=renderPrint.psml__nnn=true [2011 年 5 月閲覧]
- 丑山優, 熊谷重勝, 小林康宏編『金融ヘゲモニーとコーポレート・ガバナンス』税務経理協会, 2005 年
海道ノブチカ『現代ドイツ経営学』森山書店, 2001 年
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
海道ノブチカ, 風間信隆『コーポレート・ガバナンスと経営学——グローバル化下の変化と多様性——』ミネルヴァ書房, 2009 年
- 菊澤研宗『比較コーポレート・ガバナンス論——組織の経済学アプローチ——』有斐閣, 2004 年
経済通産省「通産白書」, 2003 年
URL: <http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2003/index.html> [2012 年 2 月閲覧]
- 佐久間信夫編『コーポレート・ガバナンスの国際比較』税務経理協会, 2007 年
- 高田太久吉「ヴァルター・オイケンの経済政策論についての覚書」『商学論纂』第 46 巻第 3 号, 中央大学商学研究会, 2005 年
- デュッセルドルフ日本商工会議所 (Japanische Industrie-und Handelskammer zu Düsseldorf e.V.)
URL: <http://www.jihk.de/jp/about/> [2011 年 4 月閲覧]
- 東京証券取引所「平成 22 年度株式分布状況調査」
URL: <http://www.tse.or.jp/> [2011 年 6 月閲覧]

参考文献

BVI Bundesverband Investment und Asset

日本証券経済研究所編『図説 ヨーロッパの証券市場
2009 年版』日本証券経済研究所, 2008年
正井章彦『ドイツのコーポレート・ガバナンス』成文
堂, 2003 年
松田健「ドイツにおける企業統治と銀行の役割」経営
学史学会編『ガバナンスと政策 ― 経営学の理論

と実践 ―』第 12 輯, 文眞堂, 2005 年
山田剛志「ドイツにおける銀行業務と投資信託業務の
利益相反について」『証券研究』第 110 巻 pp. 257-
279, 1994 年
吉森賢『日米欧の企業経営 ― 企業統治と経営者』放
送大学教育振興会, 2001 年

What Kind of Impacts Do German Investment Trust Funds Have on Firms?: About Institutional System of German Investment Trust Funds

Yousuke Tomita

(Graduate School of Chuo University)

Abstract

This paper discusses the role of investment trust fund in the German capital market. We focus on whether German investment trust fund can monitor firms from the capital market or not. German firms are managed by codetermination system. And corporate stocks are held mainly by family or group companies. Therefore, capital market players did not use their influence to German companies. But because of the balance of investment trust fund gradually increase, we need to consider how German investment trust fund can control the firms. When we think about reforming German financial system, we do not forget institutional adaptability channel. The reason is that financial system does not work, if German existing institution and assimilated new institution do not match.

Keywords: German Capital Market, Financial Market, Investment Trust Fund, Corporate Governance, German Codetermination