

Ⅲ-5. ドイツにおけるコーポレートガバナンスの変革

【要約】

- ◆ ドイツにおいては、1990 年代後半以降、世界的なコーポレートガバナンス改革の潮流の影響や、経営環境の変化への対応を迫られた金融機関の行動、シュレーダー政権におけるコーポレートガバナンス改革の遂行等を経て、コーポレートガバナンスが変革を遂げた。
- ◆ コーポレートガバナンスの変革に伴い、従前は株式保有と監査役派遣を通じて事業会社のガバナンスに大きな影響力を有していた金融機関の役割が低下し、代わりに外国人を中心とした機関投資家の影響力が増大した。機関投資家からの株主価値向上のプレッシャーは、ドイツ企業に資本効率を重視した経営を意識させ、事業ポートフォリオ転換を通じた構造改革・成長を促した。
- ◆ 一方、従業員代表が経営に参画する共同決定制度や、特定の大株主への株式所有の集中など、変革を経ても変わらずに維持・強化された点も多かった。斯様な点は、ステークホルダー間のバランスのとれた経営や、中長期目線での意思決定を支え、変革に伴う効果と同様にドイツ企業の持続的成長の実現に寄与した。
- ◆ ドイツ企業は、株主からの規律をガバナンスの主軸に据えるアメリカ型のコーポレートガバナンス・システムとは一線を画しながらも、持続的成長を実現しており、目指すべきコーポレートガバナンスのあり方は一様ではない事が示唆される。日本企業には、まずは「稼ぐ力」向上による持続的成長に資する自社の強みをしっかりと見極めた上で、斯様な強みを活かすために求められる株主・従業員等のステークホルダー毎の役割・位置付けを明確化し、バランスのとれた関係性や経営資源配分の独自の考え方を Explain することが求められよう。

1. はじめに

本稿では、ドイツのコーポレートガバナンスの変革の概要、変革後の姿、及びドイツ企業の対応について考察

ドイツにおいては、1990 年代後半以降、世界的なコーポレートガバナンス改革の潮流の影響や、経営環境の変化への対応を迫られた金融機関の行動、1998 年から 2005 年のシュレーダー政権下におけるコーポレートガバナンス改革の遂行等を経て、コーポレートガバナンスが変革¹を遂げた。近年、ドイツ企業は製造業を中心に持続的な利益成長を実現しているが、その要因の一つとして、斯様なコーポレートガバナンスの変革が指摘されている。コーポレートガバナンス改革を主導したシュレーダー前ドイツ首相も、以下のように述べている。

「(日本においては)株式持合いが依然存在し、企業の経営者が個々の投資家、株主から守られるという状況をつくっていますが、約 20 年前、ドイツの企業制度もそうでした。しかしドイツでは改革が行われ、企業が持つ(潜在的な)価値を開放し、成長のダイナミクスを促進し、それぞれの企業の経営を尊重していくことになりました。最も重要なステップの一つは、持ち合い株売却の譲渡益を非課税にするインセンティブを導入したことです。これで、きちんとドイツの企業が自己規制を実施しながら改革を前進させることができました。さら

¹ 本稿では、コーポレートガバナンスの変化について、シュレーダー政権における取組み等、政策的に行われたものについては「改革」と呼び、一方で、ドイツにおける 1990 年代後半以降の変化については、政策的取組みに加えて金融機関等の自律的取組みによって起こった面もあることから、「変革」と呼び、区別する。

に弾みをつけたのがコーポレートガバナンス・コードです。企業のよきガバナンスを促すコードで、明文化された法律ではありませんが、ベストプラクティスが十分に認識された基準となっています。日本も株主構造を再編成し、企業統治を改革リストに加える絶好の機会だと思います。」²

1990年代には欧州の病人と揶揄されていた状況から、コーポレートガバナンスの変革等を経る事で成長を遂げたドイツの過程は、失われた20年からの転換が求められている我が国においても参考にすべき点が多いとして、日本において、株主ガバナンス強化によるコーポレートガバナンス改革の遂行を求める際には、ドイツにおける改革の事例が引き合いに出される事が多い。

一方で、ローランド・ベルガー氏³はドイツにおけるコーポレートガバナンスの変革を「株主価値経営とステークホルダー経営の合成・統合」と表現しており、これは、変革によって株主集権的な所謂アメリカ型コーポレートガバナンス・システムに移行した訳ではなく、ドイツ固有の新たなコーポレートガバナンス・システムを再構築したことを意味していよう。ドイツにおいては、変革を経ても、変わらずに維持されたものも相応にあり、そういった側面もドイツ企業の利益成長の実現に寄与しているのではないかと推測される。

昨今、日本においてはアベノミクスのもとで「稼ぐ力」の向上のための施策として株主ガバナンスの強化を主な手段として用いたコーポレートガバナンス改革が進められており、日本企業は改革への制度的対応や株主との関わり方の見直しといった対応に迫られている。本稿では、ドイツにおけるコーポレートガバナンスの変革の概要、変革後の姿、及びドイツ企業の対応について考察を行う事で、足元のコーポレートガバナンス改革に対し、日本企業がいかにして向き合うべきか、検討の一助としたい。

2. 変革前のドイツのコーポレートガバナンスの特徴

ステークホルダー間のバランスの取れたシステムと、金融機関の役割の大きさが特徴

変革前のドイツのコーポレートガバナンスの特徴としては、大きく2点が挙げられる。1点目は、株主だけではなく、従業員が企業のガバナンス主体として経営に参画する事により、ステークホルダー間のバランスの取れたガバナンスシステムを構築している点である。この点は、経営の監督を行う監査役会と事業執行を行う執行役員会⁴からなる二階層コーポレートガバナンスシステムと、監査役会に従業員代表が加わって経営に参画する共同決定制度によって支えられている。2点目は、事業会社の経営における金融機関の役割の大きさである。金融機関は、事業会社の株式を所有する事で議決権を通じたガバナンスを効かせるとともに、監査役派遣を通じて、人的支配によるガバナンスも実施していた。加えて、資金調達においても金融機関の役割は大きく、事業会社の資金調達は銀行からの借入に多くを依存していた。本章では、以上2点について詳細を考察する。

二階層システムと共同決定制度に基づき従業員が経営参画

まず1点目のステークホルダー間のバランスのとれたコーポレートガバナンス・システムだが、その成立の前提となっていたのが、経営の監督を行う監査役会と事業執行を行う執行役員会からなる二階層型のシステムである(【図表1】)。ドイツにおける株式会社の監査役会の役割は経営の監督であり、執行役の選

² FACTA 2014年1月号より抜粋

³ ドイツを代表する経営コンサルティング会社ローランド・ベルガーの創業者であり現会長。

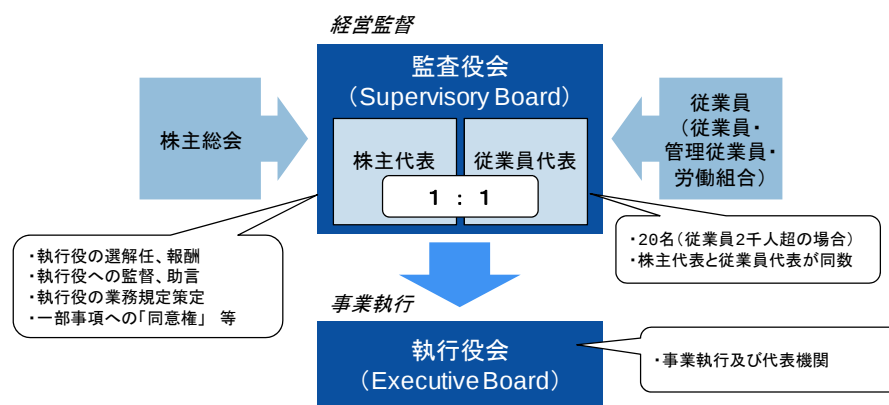
⁴ ドイツで事業執行を行うVorstandは、日本においては「取締役会」と訳される事が多いが、経営の監督ではなく事業執行を行う機関である事を明確にするため、本稿においては「執行役員会」と訳することにする。

解任や報酬の決定、監督・助言、業務規定策定といった執行役の監督機能が主な職務として挙げられる。監査役会においては、報酬委員会や監査委員会・投資委員会等、各種の専門委員会を設置して、専門的知見に基づく意思決定をする事が求められている。監査役会の選任・監督の基に事業執行を行うのが執行役の職務である。監査役の事業執行及び執行役との兼任は禁止されているが、定款もしくは監査役会が定める一部の重要事項に対しては同意権を有することになっている。対象事項は企業毎に定めることにはなっているものの、重要事項に対しては事業執行にも関与することになっており、監査役会の権限・責任が大きいのがドイツのコーポレートガバナンスシステムの大きな特徴である。日本語において「監査役会」と訳される事が通例になっているものの、執行役の業務の適法性監査と、会計監査を行う日本の監査役会とは、位置付けが大きく異なり、ドイツにおける監査役会と執行役会の関係性のイメージは、日本の指名委員会等設置会社における取締役会と執行役との関係性に近い(【図表 1】)。

この二階層システムの基で、従業員から選出される従業員代表が監査役となり経営に参画するのが共同決定制度である。1976 年制定の共同決定法に基づき、従業員 2 千人以上の会社は監査役会を 20 名で構成する必要がある、その内訳を株主代表と従業員代表とで 10 名ずつ、同数とする事が定められている。株主代表については株主総会にて選出される。一方、従業員代表については、当該企業の従業員及び労働組合から選出され、当該企業の従業員については、従業員 8 千人超の企業においては間接選挙で、それ以下の企業においては直接選挙で選出されるのが原則である。監査役会議長は株主代表から選出することになっており、デットロック時には議長が 2 票目を投じる事が定められているため、最終的な意思決定権は株主側に留保されている。一方で、執行役の選任においては監査役の 3 分の 2 以上の決議が必要であるため、従業員代表監査役からの賛成も必要になるなど、経営における従業員の位置付けは大きい。

二階層のシステムと、そのシステムを前提とした共同決定制度に基づき従業員がガバナンス主体として経営に参画するという、ステークホルダー間のバランスのとれたガバナンスシステムを構築しているのが、ドイツのコーポレートガバナンス・システムの大きな特徴であった。

【図表 1】ドイツの二階層コーポレートガバナンス・システム



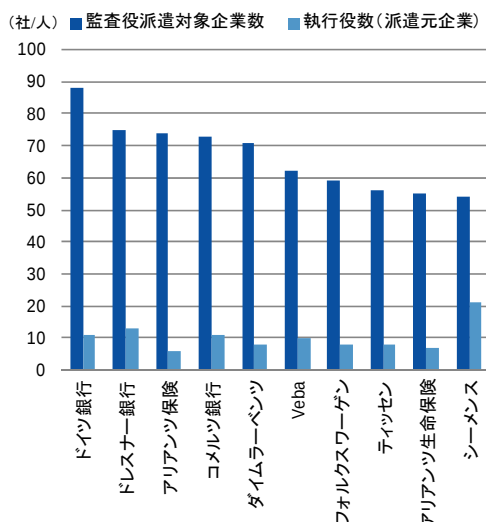
(出所)みずほ銀行産業調査部作成

金融機関がガバナンスと資金供給を通じて、事業会社の経営に大きく関与

2 点目はガバナンスや資金調達を通じた、事業会社の経営における金融機関の役割の大きさである。変革前のドイツにおいては、金融機関が多くの株式を保有しており、株式の議決権を通じてガバナンスを効かせていた。欧州委員会の調査によれば、1996 年時点でドイツ上場企業の株式の 26%は金融機関（銀行・保険）によって保有されており、金融機関による事業会社の株式保有、及び金融機関同士の株式の持ち合いが多いのが特徴であった。加えて、ドイツの銀行は寄託議決権制度に基づき、自らが保有しない株式についても議決権行使を行っていた。ドイツにおいては銀行が証券業務も行うユニバーサルバンク制のもと、顧客からの株式の寄託業務を行っており、株主からの指図が無い限りは、寄託された株式の議決権を行使する事が出来た。斯様な株式保有と寄託議決権制度を通じ、金融機関が実質的な大株主として、事業会社に対してガバナンスを効かせていた。

金融機関の事業会社へのガバナンスは、監査役派遣を通じた人的支配によっても行われていた。ドイツの監査役会は 10 名の株主代表監査役の選任が求められているため、監査役の確保が大きな課題であり、企業間の監査役派遣が数多くみられた。その供給源として最も大きな役割を果たしていたのが、金融機関である。金融機関は、融資先である事業会社への経営監督と企業情報の入手による、債権保全強化も兼ねて、監査役派遣を積極的に行っていたと言われている。吉森(1998)の調査(【図表 2】)によれば、1989 年時点において監査役派遣企業の上位はドイツ銀行・ドレスナー銀行・アリアンツ保険・コメルツ銀行といった金融機関が占めており、一人の執行役による数多くの事業会社の監査役の兼任もみられた。

【図表 2】 監査役派遣企業上位 (1989 年)



(出所) 吉森賢「ドイツにおける銀行、保険会社、非金融企業間の資本的・人的関係と企業統治の有効性」(1998)より
みずほ銀行産業調査部作成

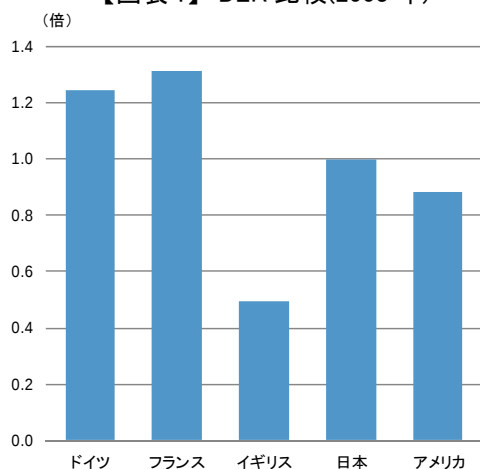
銀行を中心とした金融機関は、資金供給を通じて事業会社の経営に影響を及ぼしていた。前述の通り、ドイツではユニバーサルバンク制のもと銀行が証券業務も行うため、金融機関の中でも銀行の役割が大きかった。実際の事業会社の資金調達においては、株式市場からのエクイティ調達や、社債市場からの直接調達よりも、銀行からの借入に多くを依存していた。結果として、ドイツの事業会社のレバレッジは他国に比べて相対的に高く、有利子負債の直間比率においても借入れの比率が高いという特徴があった(【図表 4、5】)。

【図表 3】 コンチネンタル監査役構成 (2000 年)

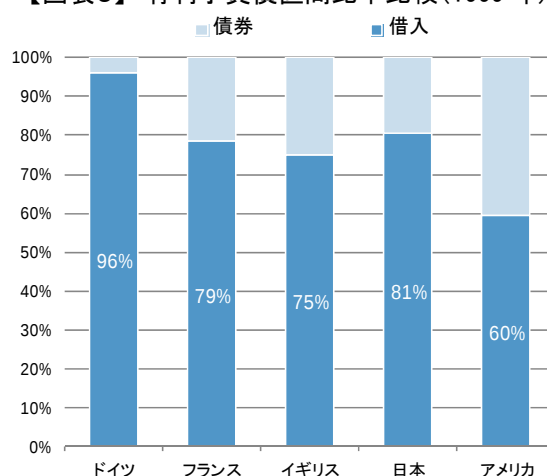
経歴	
1	Hubert von Grunberg Continental 元CEO
2	Manfred Bodin Norddeutsche Landesbank Hanover CEO
3	Diethart Breipohl Allianz 監査役 (元Allianz執行役)
4	Werner Breitschwerdt コンサルタント (元Daimler執行役)
5	Michael Frenzel Preussag CEO
6	Hans-Olaf Henkel ドイツIBM 監査役 (元ドイツIBM社長)
7	Fred G.Steingraber A.T.Kearney CEO
8	Giuseppe Vita Schering CEO
9	Bernd W.Voss Dresdner Bank 執行役
10	Ulrich Weiss 元Deutsche Bank執行役

(出所) コンチネンタル IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表4】 DER 比較(2003 年)



【図表5】 有利子負債直間比率比較(1999 年)



(出所)ロイター社データよりみずほ銀行産業調査部作成 (出所)日銀統計・Eurostat よりみずほ銀行産業調査部作成

3. コーポレートガバナンスの変革

ドイツのコーポレートガバナンスは1990年代後半以降に変革を遂げた

世界的なコーポレートガバナンス改革の潮流が、ドイツへも波及

ドイツのコーポレートガバナンスは、1990年代後半以降、世界的なコーポレートガバナンス改革の潮流の影響、企業の不祥事・大型倒産に伴う従来のドイツ型のコーポレートガバナンス・システムへの批判、政策的に実施されたコーポレートガバナンス改革、ガバナンスにおいて重要な役割を占めていた金融機関を巡る経営環境の変化等を受け、変革を遂げるようになった。

ドイツのコーポレートガバナンスの変革を促した要因の一つは、アメリカにおける改革に端を発する世界的なコーポレートガバナンス改革の潮流である(【図表6】)。アメリカにおけるコーポレートガバナンス改革は、角田・船橋(2014)⁵に詳しいが、端緒となったのは年金改革の一環として制定された1974年のERISA法である。同法を基に投資顧問会社などの年金運用の受託者は、厳格かつ広範な受託者責任を意識した運用が求められるようになった。更に1979年のERISA法改正による「投資に関する義務(Investment duties)」条項の追加に伴い、受託者による分散投資が実質義務化され、年金資金が株式や投資信託へ流入する大きな要因となった。

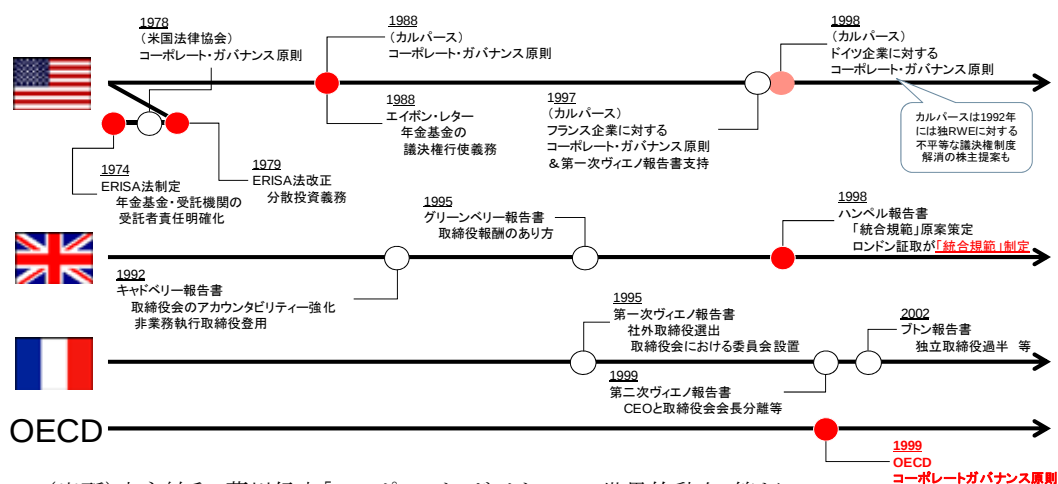
1988年にはAvon書簡により、年金基金の議決権行使が義務化された。斯様な年金改革とコーポレートガバナンス改革に伴い、年金基金の機関投資家化と「物言う株主」としての株主価値向上に向けたプレッシャーの高まりに繋がった。米国年金基金の株主アクティビズムの影響は米国企業に留まらず、その矛先は欧州企業に対しても向けられた。例えば、米国最大の公的年金基金であるカリフォルニア州職員退職年金基金(通称「カルパース」)は1988年に米国企業に対する独自のコーポレートガバナンス・コードを策定したが、1997年にはイギリス・フランス企業に対して、1998年にはドイツ企業に対してコーポレートガバナンス・コードを各々策定し、コーポレートガバナンス改革及び株主価値向上を求めた。実際に、RWE等のドイツ企業に対する株主提案も行われた。

⁵ 2014年6月18日発行「みずほ産業調査45号」米国の競争力の源泉を探る (【Focus 3】リスクマネー供給の実効性・多様性の背景分析)

欧州におけるコーポレートガバナンス改革は、1990 年代以降、イギリスにおいて始まった。イギリスでは 1992 年に、取締役会のアカウンタビリティ強化と非業務執行取締役登用を求めるキャドベリー報告書が提出され、1995 年には取締役報酬のあり方についてのグリーンベリー報告書が提出された。1998 年にはハンペル報告書によって、コーポレートガバナンスの原則と、機関投資家の最善行為規範から構成される統合規範の原案が策定され、その後、ロンドン証券取引所において統合規範が上場規則の一部とされた。イギリスでの改革は、欧州大陸諸国へも波及し、フランスでは 1995 年に第一次ヴィエノ報告書が提出され、社外取締役選出や取締役会における委員会の設置等が求められた。当報告書は、カルパースが策定したフランス企業に対するコーポレートガバナンス・コードの中でもポジティブに評価されたことから、その実効性が高まった。1999 年には、第二次ヴィエノ報告書において、CEO と取締役会会長の分離が求められた。

国際レベルでも議論が行われ、OECD においては 1996 年からコーポレートガバナンスについての議論が始まり、1999 年には国際的なコーポレートガバナンスの指針として、OECD コーポレートガバナンス・コードが制定された。斯様な世界的なコーポレートガバナンス改革の潮流や、機関投資家からの株主価値向上のプレッシャーを受け、ドイツにおいてもコーポレートガバナンス改革の機運が高まっていた。

【図表6】 コーポレートガバナンス改革の世界的潮流



(出所) 末永敏和・藤川信夫「コーポレート・ガバナンスの世界的動向」等より
みずほ銀行産業調査部作成

企業の不祥事・
大型倒産に伴う、
従来のドイツ型コ
ーポレートガバナ
ンス・システムへ
の批判の高まり

企業の不祥事・大型倒産も改革の機運を高めた。1993 年のメタルゲゼルシャフトの石油先物取引失敗による経営危機や、2002 年の当時ドイツのゼネコン大手であったフィリップ・ホルツマンの倒産など、ドイツ大手企業による不祥事や大型倒産が散見された。メタルゲゼルシャフトは、ドイツ銀行が債権者であるとともに大株主・監査役会会長を兼ね、更には金融事業における提携先でもあったことから、銀行や監査役会によるガバナンスの機能不全が指摘された。また、1990 年代から 2000 年代半ばに至るまでドイツ経済は「欧州の病人」と揶揄されるほどの長期的停滞に直面しており、構造改革が求められていたことも相まって、従来のドイツ型コーポレートガバナンス・システムへの批判が高まっていた。

シュレーダー政権下でのコーポレートガバナンス改革の実施

世界的なコーポレートガバナンス改革の潮流や、従来のドイツ型コーポレートガバナンス・システムへの批判の高まりに伴い、ドイツにおいては主に 1998 年から 2005 年のシュレーダー政権のもとで資本市場改革やコーポレートガバナンス改革が行われた。

資本市場改革としては、1990 年から 2002 年に至るまでの計 4 回に亘る「資本市場振興法」制定により、インサイダー取引規制や情報開示強化による証券市場の透明性向上、投資信託解禁・多様化及び上場基準緩和などが定められた。2001 年には「有価証券の取得及び買付に関する法律」により公開買付けに係る制度が整備され、更に同年の「資金調達を容易にするための法律」により、IFRS の任意適用の容認や、国際的に承認された会計原則に従う場合の国内会計基準決算書の作成義務免除が定められたことで、国際的な会計基準の導入に弾みがついた。斯様な改革により、欧州統合やグローバル経済化が進む中でのドイツ資本市場の活性化が企図された。

コーポレートガバナンス改革としては、1998 年の「企業領域における監督及び透明性に関する法律」により、執行役による監査役会への事業計画の報告義務付けや、執行役に対するリスク管理体制及び内部監視システムの構築義務付けが定められると共に、ストックオプション制度の導入も行われた。2002 年の「透明化法・開示法」では、執行役が一定の業務を行う場合の監査役会の同意取得義務付けや、執行役から監査役会への情報提供内容の充実が定められた。

コーポレートガバナンス改革の象徴的な取組みとしては、2002 年のコーポレートガバナンス・コードの制定が挙げられる。ドイツにおけるコーポレートガバナンス・コード策定の試みは、当初は大学教授を中心とする民間グループによる取組みから始まったが、株主価値をより重視するグループや、従来のステークホルダー主義的思想を重視するグループなど基本的見解に乖離がある主張が乱立し、民間主導での調整は困難な状況であった。

然しながら、このような民間での取組みは政府による検討を触発し、2000 年には政府がコーポレートガバナンス・コード策定に向けた専門委員会（通称「バウムス委員会」）を設置した。バウムス委員会は、フランクフルト大学のバウムス教授を委員長とし、政府・学界・企業経営者（監査役・執行役）・労働組合・証券業界からの代表で構成され、産・官・学一体となった検討の場であった。バウムス委員会は、OECD 原則も踏まえた上で、2001 年に報告書を策定し、当該報告書に基づき策定委員会が設置され、2002 年 3 月にコーポレートガバナンス・コードの公表に至った。主な内容は【図表 7】の通りだが、株主の権利・平等性の確保や、監査役会・執行役会の機能の明確化、監査役・執行役の基準の明確化が盛り込まれた。コーポレートガバナンス・コードの内容は、法的拘束力を有するものではないが、2002 年制定の「透明化法・開示法」によって順守状況の説明・開示が義務付けられ、所謂「Comply or Explain」の原則に基づく対応が求められることとなり、ドイツ企業のコーポレートガバナンスの透明性向上に貢献した。

【図表7】ドイツにおけるコーポレートガバナンス・コード概要

1. 序文	○1株1議決権の原則の徹底
2. 株主及び株主総会	○執行役会と監査役会は、企業の戦略アプローチについて協議し、その現状について定期的に議論を行う
3. 執行役会と監査役会の協力	○執行役会は、経営戦略等について、定期的に監査役会へ報告 ○経営上の重要事項の決定における、監査役会の同意
4. 執行役会	○執行役の報酬については、監査役会がその総額を決定する ○執行役の報酬額についての考え方 ー 固定部分＋変動部分で構成、従業員報酬との関係性の考慮
5. 監査役会	○監査役会は、企業の重要な意思決定に関与しなければならない ○監査役会は、執行役選任時に多様性を考慮(特に女性の登用を適切に検討) ○監査役会には、十分な人数の独立した監査役を含めるものとする (当該企業の執行役出身者は2名迄)
6. 透明性	○執行役が他社の監査役に就くことができるのは、3社迄とする
7. 年次財務諸表の提出・監査	○情報開示は、全ての株主に対して平等に、遅滞なく実施する ○企業にとって重要な他社株式を保有する場合、その会社のリストを公表するものとする(会社名・本店所在地・保有株式額・資本金の額・過年度業績を開示)

(出所) みずほ銀行産業調査部作成

金融機関は経営環境の変化への対応の中で、株式売却や監査役派遣削減を実施

以上のような政策的な取組みに加え、従前はドイツのコーポレートガバナンスにおいて大きな役割を担っていた金融機関は、経営環境の変化への対応を迫られる中で、株式売却や監査役派遣の削減を行った。

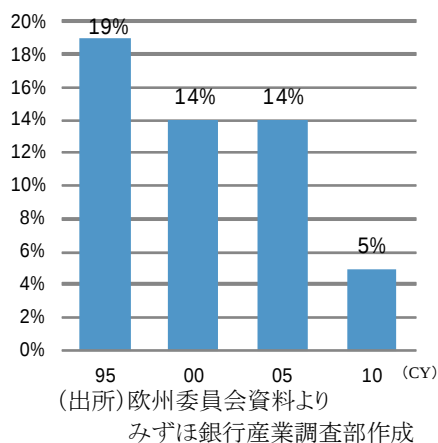
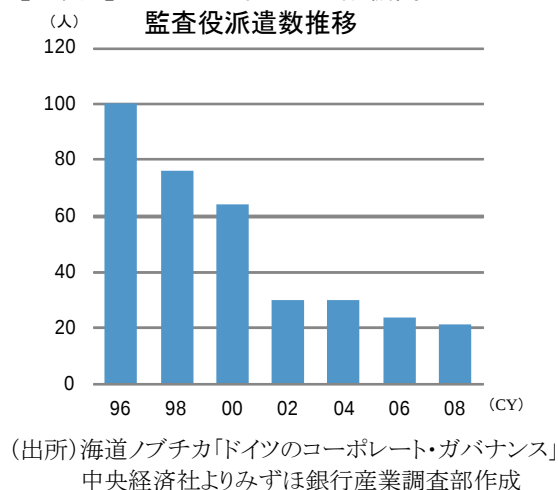
1990年代に入ると金融・資本市場のグローバル化や、EUにおける金融市場自由化・通貨統合の影響を受け、金融機関の競争環境が激化した。その中で、ドイツ金融機関は生き残りをかけて海外展開や投資銀行業務・資産運用業務の強化を迫られることになった。その中で、ドイツ金融機関は M&A による競争力強化を目指す事になり、ドイツ銀行による米国バンカーズ・トラスト買収や、アリアンツ保険によるドレスナー銀行買収などが行われた。一方、金融機関にはバーゼル規制に基づき、自己資本比率の維持・拡充が求められており、M&A の投資原資をいかに確保するかが、ドイツ金融機関の経営課題に挙げられていた。斯様な環境下、ドイツ金融機関は事業会社や金融機関の株式を売却する事で、投資原資を確保するとともに、売却による含み益の実現により自己資本拡充を図ることになった。

また、株式保有と監査役派遣を通じた金融機関と事業会社との強すぎる結び付きは、M&A のアドバイザー業務における利益相反関係など、金融機関による投資銀行業務強化の戦略遂行において、足枷となるケースも出てきた。加えて、前述した資本市場改革・コーポレートガバナンス改革における企業の情報開示強化の流れの中で、監査役派遣まで行わずとも企業の情報を入手可能な環境が整備され始めていた。

このように、ドイツ金融機関は、自らの戦略的観点から、保有株式の売却や監査役派遣削減を遂行していたが、シュレーダー政権におけるコーポレートガバナンス改革も、それを後押しすることになった。1998年の「企業領域における監督及び透明性に関する法律」によって監査役の兼任社数が10社まで、監査役会議長においては兼任社数が5社までに制約されることになり、金融機関による監査役派遣削減が促進された。2002年に定められた株式売却に係るキャピタルゲイン非課税措置も、金融機関による株式売却を促進する事になった。

結果的に、【図表 8、9】の通り金融機関による株式保有と、監査役派遣は大きく減少した。加えて、1998 年の「企業領域における監督及び透明性に関する法律」において、銀行が5%超の資本参加を行っている企業に対しては、株主からの指図が無い限りは寄託株式の議決権行使が禁止され、寄託株式を通じたガバナンス機能も低下した。

【図表8】 金融機関株式保有比率

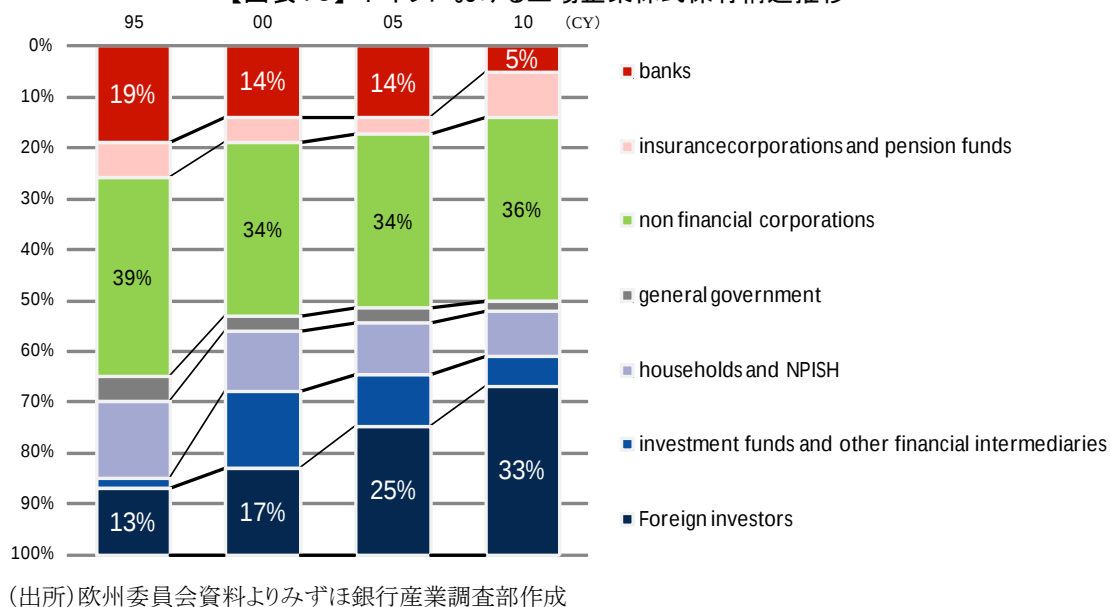
【図表9】 100 大企業への金融機関の
監査役派遣数推移

4. コーポレートガバナンスの変革に伴う影響

金融機関の株式保有比率が低下と、外国人を中心とした機関投資家の台頭により、株主価値追求のプレッシャー向上

コーポレートガバナンス改革の遂行や、経営環境の変化への対応を迫られた金融機関の自律的なアクションにより、ドイツ上場企業の株式保有構造は、【図表 10】の通り大きく変化した。銀行を中心とした金融機関の株式保有比率が大きく低下する一方で、その受け皿として外国人を中心とした機関投資家の保有比率が大きく上昇した。純粋に株主価値向上を期待し、且つ議決権行使や株主提案を通じて「物言う株主」としての株主アクティビズムを展開する株主の保有比率上昇により、ドイツ上場企業は株主価値を追求するプレッシャーに晒されることになった。

【図表10】 ドイツにおける上場企業株式保有構造推移



株主価値をより意識した経営は、ドイツ企業の事業構造転換を促進

斯様なプレッシャーの高まりは、ドイツ上場企業に対し従来に比べて株主価値をより意識した経営を志向させ、資本効率向上に向けた事業ポートフォリオ変革による事業構造転換を促進した。

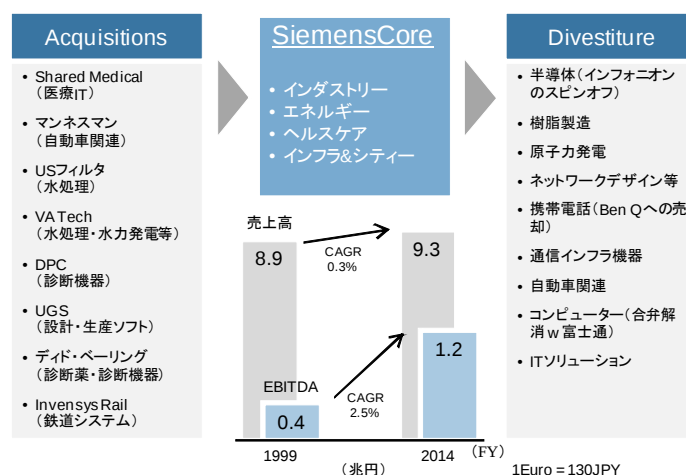
具体例としては、シーメンスの企業改革が挙げられよう。1990年代の当社は業績が低迷しており、株主からのプレッシャーも強く受けていた。株主総会においては、ドイツの大手機関投資家 DWS からピーラーCEO への批判やコアビジネスへの集中の提案を受け、また少数の株主からはピーラーCEO の解任も提案されていた。斯かる状況下、ピーラーCEO は「テン・ポイント・プログラム」を打ち出し、株主価値向上も意識した企業改革を実施した（【図表 11】）。ピーラーCEO は「株主利益と利害関係者利益は矛盾しない。収益力の高い企業のみが従業員の雇用を保証でき、雇用が安定であれば従業員の働く意欲も高くなる。従業員の意欲が高まれば、収益力も向上する」と述べ、株主価値向上の規律を企業改革に活用した。シーメンスは「テン・ポイント・プログラム」におけるEVAの導入や、その後の「ワン・シーメンス」におけるROICの経営管理指標への採用など、より収益性を意識した事業ポートフォリオ運営を行って、大規模な事業構造転換を断行する事により、利益成長を実現した（【図表 12】）。

【図表 11】「テン・ポイント・プログラム」概要

1. 半導体事業の安定化
2. “TOP+プログラム”の策定と推進
✓ EVAの導入等
3. 事業の撤退・売却
4. 事業ポートフォリオの強化
5. 事業分野の再編成
6. 事業に関する資産の圧縮
7. 資本構成の改善（種類株の廃止）
8. 米国会計基準（USGAAP）への変更
9. 米国証券取引所への上場
10. コスト削減とリストラ

（出所）シーメンス IR 資料より
みずほ銀行産業調査部作成

【図表 12】シーメンスの事業構造転換



化学業界においては、株主価値向上も意識した事業ポートフォリオ変革により、業界再編が進展した。業界内における株主価値向上に対する考え方は、温度差があったが、化学業界の中でも、最も株主価値重視の経営を行っていたと言われているのがヘキストである。1994年に、米国での事業経験も有するドルマン氏がCEOに就任すると株主価値向上に向けた経営に邁進し、事業報告書に「ヘキスト株の価値および国際的な資本市場による評価は、我々にとっては企業の成功の尺度である」とも記載した。当社は化学事業の大半を売却する事で、ライフサイエンス事業に事業領域を特化し、最終的にはフランスのローヌ・プーランのライフサイエンス部門との合併により、ライフサイエンス企業アベンティスへの転身を遂げた。一方で、BASFは当時のユルゲンCEOが「BASFは長期的視野に立った経営をいつも心掛けている。（中略）株主に報いるといっても、長期にわたって満足してもらうことが肝心だと思っている。だから株主や市場を重視することと長期的視点に立つ経営とは何ら矛盾しない」と述べる

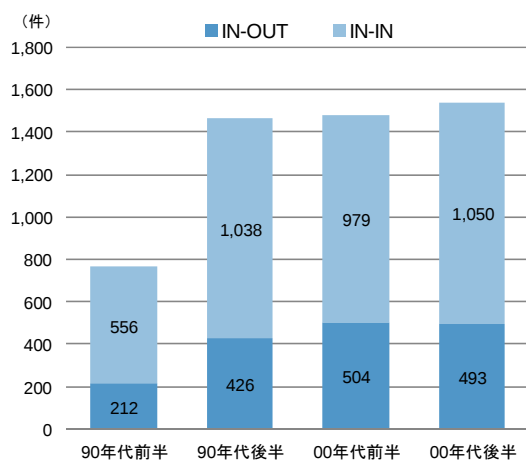
など、株主価値を重視する度合いは、他のドイツ化学企業に比べると低かったとはされている。然しながら業界再編の潮流の中で、汎用石油化学や医薬品を売却する一方で、機能製品を強化するといった事業ポートフォリオ転換を実現した。詳細はⅡ－1－2.「化学－欧州化学産業が示唆する我が国化学産業の成長戦略の方向性」にて触れているが、このような業界再編の結果、化学業界においては事業領域毎のメガ企業やトップ・ティア企業が誕生し、現在におけるドイツ化学企業のポジションを築く一つの要因となった。

その他にも、電力業界においては、フェーバが株主価値アプローチを支持し、EVA の導入等、株主価値を意識した経営へとシフトし、積極的な事業売却やフィアグとの合併により、イーオンの創設へと繋がった。電力市場改革も相まって、コングロマリットから総合エネルギー企業への転換を遂げた。

ドイツ企業による
M&A と海外展開
が加速

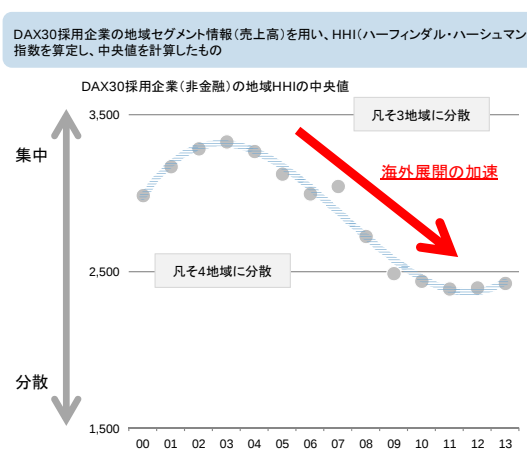
ドイツ全体でみても、ドイツ企業による M&A は IN-IN・IN-OUT とともに、1990 年代後半から大幅に増加している。海外展開についても 2000 年代半ば以降加速され、地理的分散も拡大した（【図表 13、14】）。単一市場の創設・ユーロ導入といった EU 統合政策の進展に加え、株主価値向上のプレッシャーを受けたドイツ企業による、収益性や成長性を意識した経営の遂行が、ドイツ企業の持続的な利益成長実現に大きく寄与しているものと言えよう。

【図表13】ドイツ M&A 件数推移



(出所)ロイター社データよりみずほ銀行産業調査部作成

【図表14】ドイツ企業地理的分散



(出所)ロイター社データよりみずほ銀行産業調査部作成

5. 維持・強化された側面

変革の中でも、変わらずに維持・強化された側面は多く、斯様な側面もドイツ企業の成長を支えた

これまで述べてきた通り、ドイツにおいてはコーポレートガバナンスの変革に伴い、機関投資家からの株主価値追求のプレッシャーが高まり、企業の構造改革・成長が促された面がある。但し、こういった側面は、近年のドイツ企業の好調を支える要因としては、あくまで一面に過ぎないかもしれない。コーポレートガバナンス・システムについても、株主からの規律を経営へのガバナンスの中心に据える、アメリカ型のシステムへとシフトした訳ではないし、ドイツ企業が株主価値向上を中心に据えた企業経営へとシフトした訳でもない。コーポレートガバナンス改革を経た 2000 年代半ばにおけるドイツ企業の経営者のコメントをみても、従来からの思想であるステークホルダー主義的思想は残存

している事が分かる(【図表 15】)。コーポレートガバナンス・コードでも、その序文において「本コードの目的は、ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムを透明かつ分かり易いものとし、ドイツの上場株式会社の経営・監督に対する国内外の投資家、顧客、従業員、一般社会からの信頼を高めることにある。本コードは、社会的市場経済の理念に沿って企業の存続と持続的な企業価値の創出を確保する(企業利益)、という、執行役会と監査役会の責務を明らかにするものである。」とあり、ステークホルダー主義的思想の色彩を色濃く反映している。

株主からのガバナンスを重視するイギリスのコーポレートガバナンス・コードは、その序文において「取締役会は、それぞれの会社のガバナンスに責任を負っている。ガバナンスにおける株主の役割は、取締役と外部会計監査人を任命し、自ら満足できる適切なガバナンス構造が構築されるようにすることである。(中略)取締役会の活動は、法令、規則ならびに株主総会における株主に従う。」とあり、根底に流れる思想の違いが窺える。ドイツのコーポレートガバナンス・コードは内容としても、株主からのガバナンスを強化するというよりも、変革前から有していたステークホルダー主義的思想と、二階層ガバナンスシステムに則り、多様性を確保した監査役会によるガバナンス強化を企図した内容が多い。

このように、ステークホルダー間のバランスを重視して、中長期視点で経営するという、ドイツ企業が従前から有していたものは変わっておらず、こういった側面もまた、ドイツ企業の持続的成長を支えていると言えるのではないのか。そして、このような特徴は、コーポレートガバナンスの変革の中でも、変わらずに維持・強化されていると考えられる。以降はこうした観点について考察を行うこととしたい。

【図表 15】 2000 年代半ばにおけるドイツ企業経営者コメント

ドイツではいまちょうど揺り戻しが来ているところです。8年ほど前に(注:1998年)に、ドイツでは株主重視について大いに議論されたことがあります。ダイムラー・クライスラーが典型的な株主重視企業で、(当時の社長)ユルゲン・シュレンプがさかんに株主重視ということを言っていました。もっとも後になって、「そのバリューはどこに行ったんだ」とみんなが騒ぐことになったのですが……。

ともかくその時代は終わり、いまは均衡しています。つまり株主も大事だが、それがすべてではなく、社員にとっての価値は、社会にとっての価値は、という議論になってきています。SAPの考え方は、まず顧客が第一です。そして私もそれが正しいと考えています。

(中略)短期間のことしか考えなければ、もっとよい数字にすることもできたのです。しかしそれではいつまで続くかわかりません。株主のためによい結果を出すことは重要です。しかしやりすぎることもありえるのです。例えば新製品開発を犠牲にして、今後3年にもっとよい業績を上げることもできるのです。もし私が完全に株主のことしか見なくなれば、人々は私が長期的な視点を失ったと考え、結局は顧客の支持を失うと考えるから、私を支持しなくなるでしょう。

(2006年 SAP CEO ヘニング・カガーマン)

ドイツを21世紀のグローバル経済に適した国にするには、アングロサクソン型の経済モデルを導入する必要はありません。むしろ、ある国の経済モデルをむりやり別の国に当てはめたら、失敗するのは目に見えています。ドラッカーも、ドイツはグローバル経済に適応しなくてはならないが、他の国とは異なる独自の方法で行うべきだとしています。したがって、社会モデルについて議論して時間を無駄にするよりも、改革を実行するのが先決です。

(2006年 ドイツ銀行 CEO ヨゼフ・アッカーマン)

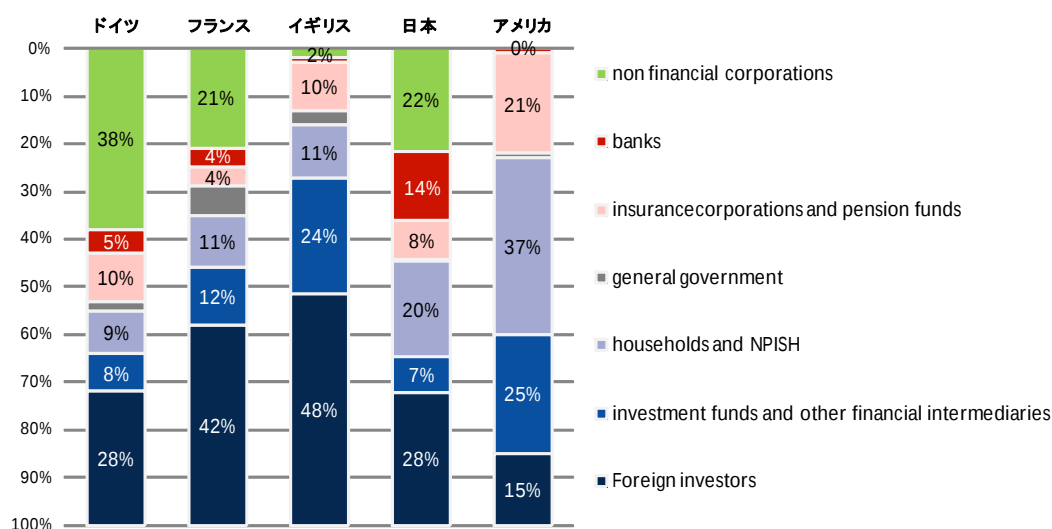
(出所) Harvard Business Review「ドイツ 株主価値経営のジレンマ」(2006年7月)よりみずほ銀行産業調査部作成

ドイツにおける株主価値追求のプレッシャーは相対的には低く留まっている

まずは、株主構成について見てみる。ドイツにおいては金融機関の保有株式の売却と、その受け皿としての外国人を中心とした機関投資家比率の上昇という変化が起こったのは前述の通りである。しかし、機関投資家の保有比率については、他国との比較において、必ずしも高い水準ではない(【図表 16】)。欧州内でも英仏はいずれも機関投資家の比率が過半を占めているし、アメリ

力においては機関投資家の比率こそ 40%であるものの、個人の所有が多いため株式の分散所有が進んでおり、機関投資家からのプレッシャーを受けやすい構造にある。従って、ドイツ企業にとって、過去と比較すると、株主価値追求のプレッシャーが高まったのは事実であるが、水準は、相対的には低く留まっていると言えよう。

【図表 16】 上場企業株式保有構造比較(2012 年)



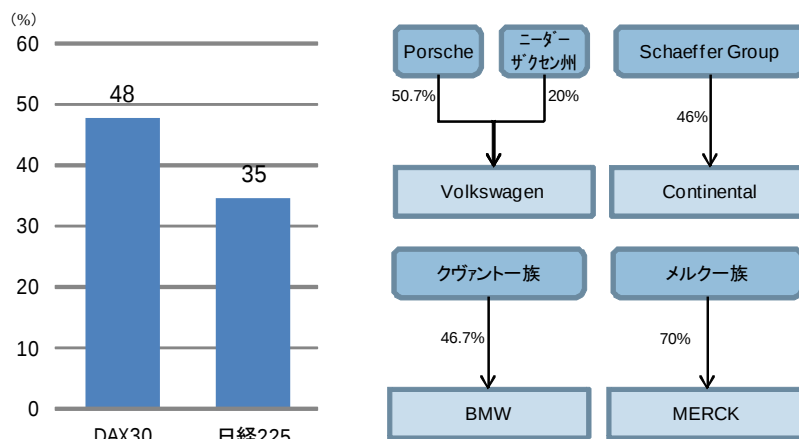
(出所) 欧州委員会資料・東証資料よりみずほ銀行産業調査部作成

なお、足元ドイツにおいて株式保有比率の 38%を占め筆頭株主となっているのは事業法人である。但し、この事業法人の保有は、日本のような水平関係の所謂「持合い」よりも、垂直関係の支配・被支配の関係が多い。親会社や創業一族が設立した財団法人等の特定の株主への株式保有の集中度が高く、上位 10 株主による株式保有比率を日本と比べてみると、日本(日経 225 対象先企業)はその水準が 35%であるのに対し、ドイツ DAX30 構成銘柄においては 48%と約過半を上位 10 株主で占めている(【図表 17】)。日本では事業法人の株式保有が「持合い」を目的とし、株主権の形骸化による株主ガバナンスの低下を引き起こしているが、ドイツでは事業法人もまた機関投資家とは異なる視点から「物言う株主」として規律ある経営を促す存在であると考えられる。そのガバナンスの内容も、短期志向に陥りがちで株主価値向上のみを求める機関投資家との要求とは異なり、企業と目線を共有し、持続的成長や中長期目線での企業としての目指すべき価値提供に係るものであり、斯様なガバナンスが、企業の中長期目線での事業運営を支えているとも言えよう。

銀行は資金供給
主体としては、引
き続き重要なス
テークホルダー

銀行を中心とする金融機関は株式の売却や監査役派遣の削減により、ガバナンスにおいてはその役割が低下したものの、資金調達においては従来同様、銀行の役割が大きく間接金融中心の構造は変わっていない。DER は約 1 倍と、相対的に高い水準で推移しており、有利子負債内の構成においても、従来同様、銀行借入れが中心となっている。銀行は、ガバナンスの観点からはその影響力が低下しているものの、資金供給主体としては、引き続き重要なステークホルダーの役割を担っている。

【図表17】 大株主の株式保有状況



(出所) 各社 IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

(注 1) グラフは上位 10 株主の株式保有比率に占める割合

(注 2) DAX30・日経 225 対象先はともに除く金融業ベース

共同決定制度に
基づく従業員の
経営参画は維持

ドイツのコーポレートガバナンス・システムの根幹ともいえる、共同決定制度も、コーポレートガバナンス改革の潮流の中でも、変わらずに維持されている。従業員代表が監査役として経営に参画するシステムは、経営者サイドからは、意思決定方法が複雑でスピード感に劣るとの不満の声が、海外投資家からは、他国のガバナンスシステムに比べて株主の位置付けが低いといった批判の声が聞かれ、見直しを求められていた。一方、労働者サイドは、こうした機運に対する警戒を強めていた。斯様な状況を受け、2005年にシュレーダー政権下で「共同決定現代化委員会」が設置され、共同決定制度の見直しの要否について、検討が行われた。同委員会は、「欧州統合やグローバル経済化からの要請に照らして評価することが必要」という趣旨のもとに検討を行ったが、結果的には「ドイツ企業の国際競争力を維持ないし改善するにはドイツの企業共同決定制度の抜本的な変更が必要だと言うための根拠は何ら存在しない」との調査結果に基づき、「連邦政府にドイツの企業共同決定制度の抜本的改変を提案する理由はない」と結論付けた。

コーポレートガバナンス・コードも、二階層システムに則り、その機能の明確化が一つの趣旨でもあったことから、二階層システムと共同決定制度に基づく、ステークホルダー間のバランスのとれた経営は維持される事になった。

経営の中長期目
線や多様性を担
保する仕組みも
維持・強化

経営の中長期目線や多様性を担保する仕組みも、改革の中で維持・強化されている。前者については、他国の取締役の任期が日本は2年、アメリカ3年、イギリス3年、フランス4年であるのに比べ、ドイツの監査役・執行役は最長5年(再任可)と長く、経営陣が中長期目線で経営ができる法制度であった。それに加え、経営者のインセンティブ付けとしての執行役報酬制度について、中長期目線を担保する仕組みが一連の改革の中で加わった。まずはコーポレートガバナンス・コードにおいて、執行役報酬の業績変動部分は、単年度ではなく、複数年に亘る評価に基づいて決める旨が明記された。リーマンショックを経た2009年には、改正会社法においても同様の内容が定められ、法制度として規定されることになった。また、ストックオプション行使の待機期間についても、2年から4年に延長された。

経営の多様性を担保する仕組みについては、共同決定制度が維持された点は斯様な観点からも評価できよう。加えて、コーポレートガバナンス・コードにおいては、監査役は女性も含め多様性を考慮してその構成を定めるとともに、十分な人数の独立した監査役を確保する旨が規定された。また、当該企業の執行役出身者は 2 名迄に制限するとともに、退任後 2 年間は監査役就任が出来ない旨も定められ、8 名は社外からの監査役選任が必要となった。その結果、株主代表の監査役は、他社の CEO・監査役や、創業家・大株主・経営コンサルタント・弁護士・学者・金融機関等、社外を中心とした多様性に富んだ構成になっている。

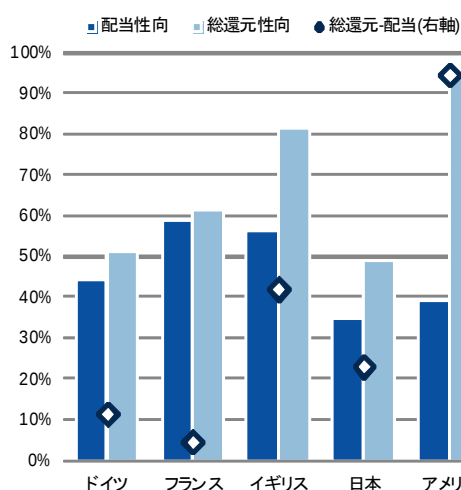
斯様な観点は、結果としてドイツ企業のどのような経営に繋がっているのだろうか。

自己株取得の実
施が少なく、結果
として株主還元
の水準は高くない

まずは財務的観点からのステークホルダーとのバランスという観点から、株主還元について見てみる。【図表 18】の通り、自己株取得も含めた総還元において、ドイツ企業の比率は日本企業と略同水準であり、欧米の他国に比べるとその水準は低い。特に、米英企業は稼いだ利益の大半を株主に還元しており、CF 配分先に占める株主のウェイトが極めて高いのに対して、ドイツ企業においては、そのウェイトは相対的に低い。

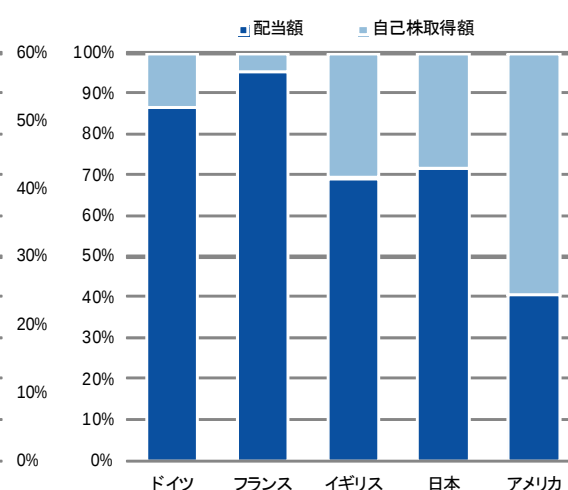
加えて、株主還元に占める配当と自己株取得の比率を見てみると、ドイツ企業の株主還元は、【図表 19】の通り配当が中心であることが分かる。これは短期的な EPS・株価の向上よりも、配当を持続的に行う事に依り、中長期保有の株主に報いることを優先させているとも考えられる。自己株取得額は資本の 10%までという数量規制の存在も大きく影響を与えているのは間違いないが、その制度が存在し改革を経ても維持されている事こそが、斯様なドイツ企業の考えを反映しているのかもしれない。

【図表 18】株主還元比較



(出所)ロイター社データよりみずほ銀行産業調査部作成
(注)データは 2001 年～2013 年累計

【図表 19】配当・自己株取得の比率



(出所)ロイター社データよりみずほ銀行産業調査部作成
(注)データは 2001 年～2013 年累計

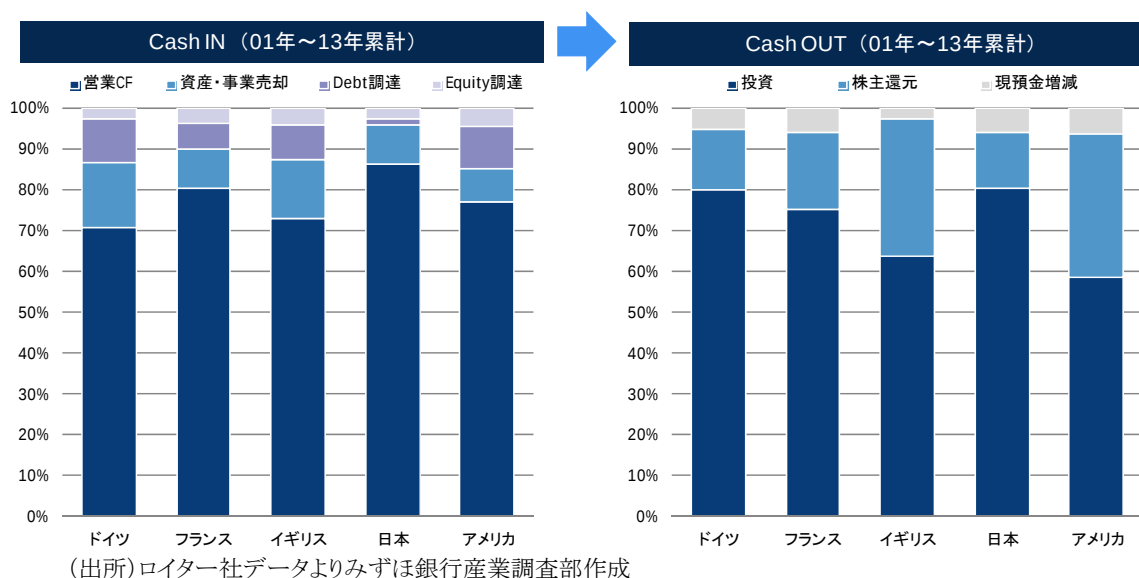
CF 配分は事業投資の比率が高く、R&D 投資も多い

では、株主への CF 配分のウェイトが低い代わりに、残りの CF はどこへ配分されているのであろうか。CF 計算書より、各国企業のキャッシュイン・キャッシュアウトの項目別の比率をみてみたのが【図表 20】である。

まずキャッシュインについて見てみると、ドイツ企業は、資産・事業売却、及び有利子負債調達の占める比率が、相対的に高いという特徴がある。一方、キャッシュアウトについて見てみると、株主還元のウェイトが低い一方で、事業投資(固定資産取得・M&A 等)への配分の比率が欧米他国に比べて高いという特徴がある。株主への配分よりも、企業の持続的成長に向けた事業投資への CF 配分のウェイトが高いのがドイツ企業の特徴と言えよう。

事業投資のみならず R&D 投資についても、その比率が高いこともドイツ企業の特徴である。EU における R&D Top1000 企業においては、フランス企業・イギリス企業の R&D 投資額の合計の占める比率が各々 17%・15%であるのに対し、ドイツ企業の占める比率が 36%と最も高い。また売上高対比での R&D 比率も 3.5%と、フランス企業の 2.5%・イギリス企業の 1.7%に比べて、高い水準となっている。

【図表20】 キャッシュフロー配分比較



大株主による株式保有の集中を背景に、事業投資・R&D は中長期目線で実施

事業投資・R&D については、金額の多寡だけではなく、その目線についても、短期志向ではなく中長期目線で行われている。BMW のハイトホファーCEO は「クヴァント家は筆頭株主として、BMW の株式の 46%を保有しています。一方、残りの 54%を保有する株主の多くも、同じように長期保有を目的とした投資家です。こうした安定株主のおかげで、私たちは四半期決算の結果に左右されず、10～15 年先を見据えた経営ができます。(中略) 私たち経営陣は、監査役に次の 5 年、10 年の計画を説明します」と述べており、大株主へ株式保有比率が集中しているというドイツの株主構成が、斯様な中長期目線での経営資源配分を支えていると言えよう。

共同決定制度に基づく労使協調的な経営が、事業構造転換の円滑な遂行に寄与

共同決定制度に基づく労使協調的な経営も、ドイツ企業の持続的成長を支えている大きな要因と言えよう。

まず挙げられるのが、労働争議である。ドイツは労働争議による労働時間の喪失日数が欧米各国に比べて低く、安定的な事業運営に大きく貢献している。

加えて、ドイツ企業が大規模な事業再編に基づく事業ポートフォリオ転換を実施する上でも、経営陣と経営課題等を共有した従業員代表が経営に参画している事が、大規模な構造改革に伴う摩擦を軽減し、円滑な遂行を可能にした。

例えば、先述のフェーバの事業再編時においても、共同決定制度の存在が大きく貢献している。化学事業売却を例にとると、まずは取締役会から、事業売却と 1,500 人の整理解雇の提案がなされた際に、監査役会において従業員サイドが反対の意向を表明した。一方で、対案として化学事業の売却とパートタイム労働導入・新規雇用停止（整理解雇は実施せず）が従業員サイドから提案され、結果として取締役会の求めていた事業売却とコスト削減が、人員削減を伴わずに摩擦無しに実現された。当時の IR 部門責任者も「強力な共同決定は決して問題ではない。それどころか、株主は我々が劇的なコスト削減計画を摩擦なしに実現できたことに驚いている。投資家は労働者サイドによる大きな抵抗を予想していた。それどころか、共同決定の利点が語られうるように思われる。」と語っている。共同決定制度については、投資家サイドからも「健全な判断力に裏付けられている限りで、素晴らしいことだと思っている。賢明な判断力を持つのは取締役会だけではなく、企業内には素晴らしいアイデアを持って貢献しうる多くの人々がいる」「従業員を意思決定に参加させた方が目標は比較的たやすく社内に伝達される。共同決定、共同関与という基本的考え方自体を私は正しいと思っている。」といった意見がなされるなど、多様性を持った意思決定や、社内の一体感醸成といった面でも寄与していると言えよう。

6. まとめ

変革に伴う株主価値追求のプレッシャー向上と、変わらずに維持・強化された点の両面が、ドイツ企業の持続的成長に寄与

日本企業は変革されたものと、維持・強化されたものの両面に学ぶべき点がある

ドイツにおいては、コーポレートガバナンスの変革に伴い、機関投資家からの株主価値追求のプレッシャーが向上し、企業の構造改革・成長を促した面があった。一方で、共同決定制度や二階層型コーポレートガバナンス・システム、特定の大株主への株式所有の集中など、変わらずに維持・強化された点も多かった。斯様な点は、ステークホルダー間のバランスのとれた経営や、中長期目線での意思決定を支え、変革に伴う効果と同様にドイツ企業の持続的成長の実現に寄与した。

ドイツ企業の持続的成長に鑑みれば、日本企業は、ドイツにおいて変革されたものと、維持・強化されたものの両面から、学ぶべき点が見出せよう。変革された点に着目すれば、株主価値追求のプレッシャーに基づいた資本効率を意識した経営による、事業ポートフォリオ変革の実施が重要であろう。そのためには、事業別業績管理システムや投資・撤退基準の整備といった事業ポートフォリオ管理の仕組みの構築や、M&A の目利き力、PMI 能力といったケイパビリティを強化する事が日本企業には求められよう。

一方で、維持・強化されたものに目を転じれば、中長期目線での経営を担保する仕組みとして、株主から中長期目線で支援・支持を得るための IR への取り組みや、中長期目線でコミットする株主構成の実現に向けた資本政策の遂行、取締役報酬制度の再設計、株主偏重ではなく持続的成長に資する CF 配分ポリシーの明確化が求められよう。加えて、経営における多様性の確保に向け、社外取締役を有効に活用する取締役会改革の遂行も重要である。

持続的成長に資するコーポレートガバナンスのあり方は一様ではない

加えて、ドイツにおけるコーポレートガバナンスのあり方が示唆するのは、持続的成長に資するコーポレートガバナンスのあり方は、一様ではないということである。ドイツ企業は、株主からの規律をガバナンスの主軸に据えるアメリカ型のコーポレートガバナンス・システムとは一線を画してはいるものの、結果としては持続的成長を実現している(【図表 21】)。

【図表21】 米独コーポレートガバナンス比較

	アメリカ	ドイツ
ガバナンス主体	株主	株主＋従業員
株主構成	分散(機関投資家・個人)	集中(事業会社・創業一族)
CF配分の特徴	株主還元が多い	事業投資が多い
成長メカニズム	株式市場のダイナミズムを通じた成長	株式市場のダイナミズム ＋ 中長期目線でコミットする ステークホルダーとの 共創を通じた成長

(出所) みずほ銀行産業調査部作成

日本企業には、「稼ぐ力」向上による持続的成長に資する、独自のガバナンス体制の構築と Explain が求められる

昨今、日本においては企業の「稼ぐ力」向上を企図したコーポレートガバナンス改革が行われている。目指しているものは「稼ぐ力」向上による持続的成長ではあるものの、方法論としては株主ガバナンス強化に寄った傾向が強い。然しながら、最終的な目的は持続的成長であり、求められているのは、Comply or Explain であることに鑑みれば、自社としての独自のガバナンス体制を検討し、Explain する余地は十分に残されている。近年のドイツ企業の好調を踏まえれば、まずは「稼ぐ力」向上による持続的成長に資する自社の強みをしっかりと見極めた上で、斯様な強みを活かすために求められる株主・従業員等のステークホルダー毎の役割・位置付けを明確化し、バランスのとれた関係性や経営資源配分の独自の考え方を Explain することが求められよう。

(事業金融開発チーム 矢澤 一平／豊沢 泰寿)

ippeiyazawa@mizuho-bk.co.jp

yasuhisa.toyosawa@mizuho-bk.co.jp

©2015 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。