

アジア市場経済化のコーポレート・ガバナンス制度構築の評価手法

金子由芳*

<目次>

- I. 本稿の目的
- II. 「移行」過程のコーポレート・ガバナンス評価研究
 - 1. 移行研究の動向
 - 2. EBRD 法整備指標
 - 3. EBRD コーポレート・ガバナンス領域評価事業
 - 4. OECD 国有資産コーポレート・ガバナンス指針
- III. 「開発」におけるコーポレート・ガバナンス評価研究
 - 1. 世銀・IMF コーポレート・ガバナンス評価事業
 - 2. OECD アジアにおけるコーポレート・ガバナンス白書
 - 3. 金融法制比較研究のアプローチ
- IV. 新たな方法への示唆
 - 1. 評価目的に従う評価項目選択
 - 2. 回答誘導性を避ける評価方式

I. 本稿の目的

本稿の目的は、「市場経済化」と「開発」の同時追求を図るアジアの市場経済化諸国にとって、コーポレート・ガバナンスのあるべき制度設計を評価検討する方法論の探究である。アジア市場経済化諸国が「市場経済化」「開発」の両課題の追求を迫られる現実に着眼し、旧ソ連東欧地域とは異なる分析枠組みを論じる視点はすでに先行研究のあいだに存在するが¹、移行戦略をめぐる理論研究が主流であり、制度基盤の各論的探究はあくまで個別事例研究や動向分析にとどまる傾向にある。本稿は移行研究全体が各論的な制度研究への関心を深める流れのもとで、あえてアジア市場経済化諸国のコーポレート・ガバナンスを法制整備とその実施態様という一定の切り口においてとらえる実証研究を志し、その方法論を論じるものである。

すなわち中国に続き、ベトナム・ラオス・カンボジア・モンゴルといったアジア諸国はそれぞれの「市場経済化」を歩むなかで、国有セクターを改革し民間セクターを伸ばす制度構築を課題とし、コーポレート・ガバナンスをめぐる法整備はその重要な関心領域とされてきた。他方でこれら諸国は、コメコン体制崩壊とともに国際開発援助体制にとりこまれ、近隣アジア発展途上諸国と同様に、世界銀行・国際通貨基金（IMF）・アジア開発銀行（ADB）等の国際機関に「開発」政策を指導される立場に置かれている。とくに1997年勃発の「アジア危機」を一つの契機として、国際開発機関はアジアの企業セクター改革に

* 神戸大学大学院国際協力研究科教授

執念を燃やし、1998年半ばに「OECD コーポレート・ガバナンス原則³」が公表されて以降はこれを具体化する法整備支援が活発化し、市場経済化諸国もまた同様の改革気運の標的となっている。本稿の視座は、こうした「移行」由来のコーポレート・ガバナンス研究と、「開発」の文脈で展開するコーポレート・ガバナンス改革との交錯地点で、先行する各種の評価・研究事業の批判的検討を試み、もってアジア市場経済化諸国に相応しいコーポレート・ガバナンス制度分析の有効な方法を考察する点にある。

この際、対象領域は狭義の会社法制に留まらず、およそ企業活動を取り巻く法制分野を鳥瞰する必要がある。アジア市場経済化諸国の制度構築を既定する一つの特色は、体制転換を経て制度構築を進めたビッグバン諸国と異なり、社会主義政治体制の継続のもとで経済の市場主義化をめざす二重構造を余儀なくされる点である。このことは法制度の面で、憲法以下の公法秩序における社会主義理念の堅持と⁴、民商法秩序における私有権・営業の自由の公認⁵、という二重性として現れる。コーポレート・ガバナンス法制においても、国有企業私有化を回避し国家保護・管理を継続する政策意図が会社法制・国有企業法以下の法制設計を既定し、結果、民間企業のガバナンス健全化とは矛盾する設計を来すおそれを伴う。さらにこれら諸国の「開発」課題に鑑みると、こうした政治・経済体制の二重構造は、開発戦略の舵取りを大きく介入主義的政策選択に向かわせやすい動因と考えられる。

とくにASEAN加盟などを契機に、開発独裁色を色濃く残す近隣アセアン諸国の産業政策運営の影響が浸透し、会社法制のみならず企業活動を取りまく労働法制・競争法制など制度構築全般に影響を与える側面を見落としがたい。現地適的なコーポレート・ガバナンス制度のありかたは、このような政治・経済体制の現実を踏まえて、総合的に探究されねばならない。

なお本稿は、法学・経済学の学際的アプローチに依拠し、かつベトナム・ラオスの法学者・経済学者の協力を得て行う共同研究「アジア市場経済化におけるコーポレート・ガバナンス法制の実証研究」（以下「本研究」という）の準備作業の一環である⁶。

以下Ⅱ.ではまずは、移行研究の過程で浮上したコーポレート・ガバナンス制度の評価事業や制度モデルを分析する。ソ連・東欧崩壊以降の移行研究においては、各国の経済パフォーマンスの相違が露呈するなかで、しだいに構造改革・法整備・ルールといった制度構築面の各論に注目が集まり、制度モデル構築や改革達成度の指標化が模索されている。とくに代表的なものとして、欧州復興開発銀行（EBRD）の「法整備指標」、また「OECD コーポレート・ガバナンス原則」を受けて制度モデルの詳細化を図った同じくEBRDの「コーポレート・ガバナンス領域評価事業：チェックリスト」、また2005年現在検討段階にあるOECD「国有資産コーポレート・ガバナンス指針草案」を取り上げたい。

いっぽう以下Ⅲ.では、「アジア危機」を一

つの契機とする、「開発」の文脈でのコーポレート・ガバナンス改革モデルに目を向ける。まずは、世銀・IMFが各国制度構築状況の指標化評価手段として推進中である“Report on the Observance of Standards and Codes: Corporate Governance (ROSC)”事業の一環で、コーポレート・ガバナンス分野の制度モデル提示を図った「コーポレート・ガバナンス国別評価テンプレート」とその実施実態に注目する。さらにOECDコーポレート・ガバナンス部会がアジア特殊の改革課題に沿って自ら「OECDコーポレート・ガバナンス原則」を精緻化した、2003年公表「アジアにおけるコーポレート・ガバナンス白書」を検討する。さらに昨今これら国際機関の方針に強く影響を与えつつある「金融法制比較研究」の実像を探って、世銀開発研究所・ハーバード経済研究所周辺のLa Porta, Shleifer, Djankov & Vishinyらの共同研究の立論に注目する。

IV.では、以上の評価事業・制度モデルを改めて横断的に比較し、これを受けて、アジア市場経済化諸国に適合的なコーポレート・ガバナンスの分析・評価枠組みを独自に検討する。

II. 「移行」過程のコーポレート・ガバナンス評価研究

1. 移行研究の動向

ロシア・東欧諸国は体制転換以降急進的に欧米流の資本主義法制導入を進め「ショック療法」とも称されたが、経済運営は難航を極

め、いっぽう中国・ベトナムなどアジアの市場経済化諸国は「漸進主義」を採用し、結果として安定的な経済成長を継続した。そこで主流派経済学を中心とする移行研究においてはもっぱら市場経済化のスピードや順序をめぐる移行戦略が論じられ、ことに国有企業改革手法の相違に注目し、急進的な私有化と漸進的な経営改革手法とが盛んに対比された⁷。さらに各国毎の経済パフォーマンスが大きく分かれるなかで、より各論的な比較に関心が向かい、改革前からの産業構造・制度条件等の各論的相違に着眼する「初期条件論」⁸、制度構築の先行の必要性を説く「ポスト・ワシントン・コンセンサス」⁹、さらに市場経済化パターンの多様性を認めつつ進展度を測る共通基準として制度構築面の指標化に意を砕く傾向が強まった。EBRDの例年公表する「移行指標」(Transition Indicator)は、制度構築面を評価項目の中心に位置づける指標化の代表例である¹⁰。当然ながらこうした指標化作業に基礎データを提供する法整備動向調査が必要となり、後述の「法整備指標」(Legal Indicator Surveys: LSI)が考案された。かつこうした調査の評価基準を明示する趣旨で各種法制モデルが公表されるに及んだ。

コーポレート・ガバナンス制度は、競争法や債権回収法などと並んで、こうした指標化評価や法制モデルの提案が優先的に推し進められた焦点領域の一つとなった。すなわちロシア・東欧諸国におけるコーポレート・ガバナンス法制の指標化を図った、EBRD「コーポレート・ガバナンス領域評価事業」である。

現在までに公表されている評価報告書は、1999年報告¹¹、2002年報告¹²、2003年報告¹³の3件である。またとくに後2者の依拠する質問票として、2000年“Principles of Corporate Governance and Corporate Governance Checklist”（以下「チェックリスト」という）が存在し¹⁴、これを基準に各国法が比較評価を受けるという意味において一種の法制モデルの提案とみることができる。

2. EBRD 法整備指標

EBRD「コーポレート・ガバナンス領域評価事業」は、EBRDが1995年以降実施した支援対象諸国の法整備状況の比較評価事業である「法整備指標」（Legal Indicator Surveys: LSI）の一環であるため¹⁵、まずはこの「法整備指標」の性格を理解する必要がある。

すなわち EBRD の法整備支援活動においては、究極目的は民間投資促進にあるとされることから¹⁶、支援対象領域は投資促進に資する経済法制（破産法・コーポレートガバナンス・民営化コンセッション・担保法・通信法等）に絞り込まれ、これら領域毎に国際基準（international standards/best practice）の移入が目標とされた¹⁷。「法整備指標」は一義的には、こうした経済法制の国際化、なる目標の実現度を評価する手法として要請されたわけであり、こうした要請がその基本的性格を既定している。

第一に、「法整備指標」の評価対象は投資関連法制に限られ、かつ相互に分断され、市場法制基盤の全体に及ぶ総合的視点が不足す

る。1995年初回および1996年第二回の評価対象領域は外資法のみであったし、1997年以降の評価対象は現在に至るまで会社法・担保法・破産法を柱とする限定的射程が維持されている。

第二は、評価項目の偏面性のおそれである。具体的な評価項目は総じて投資家の関心優位に選定され、回答誘導的な性格を含んできたおそれがある。

第三に、評価基準および判定方法の主観性が挙げられる。「法整備指標」の調査方法は基本的に、各国の渉外実務弁護士に対する質問票回答の集計という主観的調査である。事務局の記述する調査方法によれば¹⁸、立法内容（Extensiveness）のみならず、行政能力や司法制度といった法の実施度（Effectiveness）を評価する狙いに発し、回答者がそれぞれの面で四段階の指標化評価を行う。この際の評価基準は当初は明示されず回答者のもつばらの主観に依存していたが、のちに後述「チェックリスト」などの法制モデルが提示されるようになり、「新法整備指標」と称されるに及んでいる。いずれにせよこれら生のデータは基本的にそのまま集計され、とくに主観的属性等を勘案した客観化処理が施されることもなく、ただ単に調査事務局の見解による「調整」なるものを経たのち、指標として公表されていく¹⁹。このように指標とは称すれども本質は回答者の主観判断を多分に含み、安易な国際比較の根拠として一人歩きする場合の危険性は留意を要する。

3. EBRD コーポレート・ガバナンス領域 評価事業

「法整備指標」それ自体がかくして射程・項目・基準面で問題を含むなかで、ではその一隅を形成するコーポレート・ガバナンスの指標化はどのような手法で実施されてきたのか。以下具体的に、「コーポレート・ガバナンス領域評価事業」における「1999年報告」「2002年報告」「2003年報告」の3報告書、および評価項目・評価基準の明確化を図った2000年公表「チェックリスト」に依拠して特色を整理する。

(1) 評価の射程

まずは「1999年報告」は、1997年 EBRD 公刊のガイドライン “Sound Business Standards and Corporate Practice: A set of guidelines”²⁰ の基本原則に立脚したと自称するが、しかしその実際の射程は1997年ガイドラインの想定する広範な射程に及ぶべくもない。すなわち1997年ガイドラインは会社のありかたを、株主・経営陣のエイジェンシー関係を軸とする狭義のコーポレート・ガバナンスを超えて、消費者・労働者・取引先・地域社会・政府との関係といった総合的な視野で捉える見解を強く打ち出し (p. 4～6)、各論部分で商事取引法・消費者法・競争法・労働基準法・労働関係法・地方自治・環境法・行政手続法などおよそ会社をとりまく多様な法制基盤に言及する内容であった。しかし「1999年報告」の射程は狭義のコーポレート・ガバナンスにとどまり、また EBRD 「法整

備指標」の関連領域である外資法・破産法・担保法などへの配慮すら問うていない。

いっぽう「2002年報告」「2003年報告」の依拠した評価項目である2000年「チェックリスト」は、1998年 OECD 公表「コーポレート・ガバナンス原則」の枠組みを全面的に踏襲し、同原則の抽象的な記述をより具体的な制度設計として特定する内容となっている。それだけに、同原則（前文第3・第4パラグラフ参照）が主に狭義のコーポレート・ガバナンスを論じる方針を、そのまま受容している。

(2) 評価項目

「1999年報告」の評価項目は、必ずしも細部が公開されていないが²¹、株式会社設立手続、株主権の保障、経営責任、監査制度、有効な法の実施の諸点に絞り込まれ、いずれも具体的な詳細項目は示されず回答者の自由記載に委ねられていた模様である。

いっぽう「2002年報告」「2003年報告」は評価基準として2000年「チェックリスト」に依拠した。「チェックリスト」は既述のように、1998年 OECD 公表「コーポレート・ガバナンス原則」の各条をパラフレイズする構造となっている。それだけにまずは OECD 原則そのものの内容的特色との対比で、「チェックリスト」の特色を理解する必要がある。

すなわち OECD 「コーポレート・ガバナンス原則」は²²、その序文が示唆するように、ロシア東欧地域の市場経済化過程あるいはアジア経済危機の解消過程で、企業セクターの

抱える問題性が論争対象となり、世銀・IMFの該当諸国向けコンディショナリティにもコーポレート・ガバナンス改革が中心課題として盛り込まれるといった経緯に触発されて登場している。それだけにその総論的な問題関心は、狭義のコーポレート・ガバナンス論が対象としてきた上場企業のみならず、アジアの企業セクターで顕著な「私企業」の問題、また市場経済化諸国や発展途上国が重視する「国有企業」の問題をも射程に置く、包摂的なものとなっている（前文第一パラグラフ）。また狭義のコーポレート・ガバナンス論には見出しにくい、より比較法的な見地で、多様な制度設計の探究を示唆し、各国の経済社会の実情に応じた実効性の高い制度選択を喚起する基本姿勢がある（前文第7～第9パラグラフ）。しかしながら同原則の具体的な各論面は、株主権の保障、株主平等待遇、ステークホルダーの役割、開示・透明性、取締役責任、の各章からなり、全体として上場企業を想定し株主・経営陣のエイジェンシー関係を軸とする狭義のコーポレート・ガバナンス論に重点特化している。しかも各条項は全般にきわめて抽象的であって具体的な提言が乏しく、意欲的な総論の狙いとの間でかなりのギャップを示している。

それだけに EBRD「チェックリスト」が OECD「コーポレート・ガバナンス原則」をパラフレイズするに当たっては、果たしてこのギャップの狭間で、同原則の総論の精神を具現化するのか、あるいは各論の狭い射程を踏襲するのか、方針選択しだいで様相は大き

く異なることになる。この点、EBRD「チェックリスト」は、各論面を具体化する方針をとった。ただし OECD 原則の各論面にもユニークな制度探究の可能性を示唆する箇所があり、「チェックリスト」はこれらの可能性を忠実に探究する一面をも示している。

たとえば OECD「コーポレート・ガバナンス原則」（以下項目引用は1998年版による）では、株主権の保障対象は単なる利益享受にとどまらず、少数株主の経営参加を実質化する狙いがあり、株主総会の重要経営事項の専決権（I-B項）や総会招集・採決手続の実効的設計（I-C項）を重視する。いっぽうで、市場型ガバナンスの基盤整備にも厳格であって、米国等における近年の規制緩和傾向に対抗するかのよう、「経営支配権争奪市場」を適正機能せしめる株式公開買付制度整備、また敵対的買収への防御策の制限を主張し（I-E項）、また機関投資家の安定株主化の風潮に抗してウォールストリート・ルールの貫徹を主張し（I-F項）、かつこれら市場アクティビズムの基盤をなす情報開示やインサイダー取引規制に意を砕く（II章）。他方で、非上場企業にも通底する比較法的な制度探究を重視し、具体論は避けながらも債権者・労働者・取引先等ステークホルダーの役割を論じ（III章）、情報開示の対象・範囲を問い直し（IV章）、また取締役責任をめぐる制度設計の比較法的多様性を強調している（V章）。

このように OECD「コーポレート・ガバナンス原則」各論面が含有するいくつかの比較法的な制度探究のヒントを、EBRD「チェッ

クリスト」の項目立てはかなりの程度、真摯に受け止め具体化に取り組んでいる。たとえば少数株主の経営参加をめぐる（I-A～I-D項）、株主総会専権事項の特別多数決化、少数株主の持株比率保障としての第三者割当増資制限、株式買取請求権、定足数・採決基準の適正化、といった具体項目を掲げ、のみならず項目解説部分“Guidance and Comments”では、発行済み株式総数51%基準の定足数、同75%の特別多数決、株式持ち合いの10%規制、といった数値基準さえ付して評価意図の明確化を図っている。また市場型ガバナンスの強化趣旨でも、敵対的買収防御策を制限すべく、株主総会特別多数決による事前承認などの具体的制度設計を提案する（I-E項）。ステークホルダーの役割についても、共同決定方式、従業員持株制度、倒産手続を介した債権者の経営参加など具体的論点を取り上げる（Ⅲ章）。また情報開示では、非上場企業にも通底する具体的提案が目につき、すなわち財務諸表監査の一律義務化（IV-A項）、内部監査役の実効性確保手段（IV-B項）、また情報開示の請求主体として1%保有株主以外にステークホルダー一般を挙げるなどである（IV-C項）。

ただし留意すべきことに、こうした精緻化された詳細項目は、けっしてそのまま評価結果に反映されるわけではない。「チェックリスト」の自由記載欄“Assessment”にはEBRD自身による項目間の重要度の判定（Highly Desirable/Desirable/無記載）が付記されており、つまり最終的な指標化に際

して、項目間で異なる比重が与えられることが予定されているのである²³。こうした重要度の設定をつぶさに見ると、ある種の主観的方针が浮かび上がる。たとえば株主総会権限（I-A項）については、取締役選任や配当決定権は‘Highly Desirable’の評価を与えられるが、監査役選任は単に‘Desirable’とされ、また配当規制の関連は無記載扱いとする。また市場型ガバナンス（I-E項）をめぐるのは、敵対的買収における通知は‘Highly Desirable’だが、強制公開買付の制度化は単に‘Desirable’であり、いっぽう経営陣による防御策の制限可否は無記載扱いである。またステークホルダーに関する項目（Ⅲ章）はすべてが無記載扱いである。情報開示（Ⅳ章）に関しては、財務諸表の監査は‘Highly Desirable’だが、連結財務諸表の開示は単に‘Desirable’とされ、また監査制度の実効性を確保する制度措置については無記載扱いである。いっぽう取締役責任（Ⅴ章）のすべての項目が‘Highly Desirable’であるが、しかしその内容面はOECD「コーポレート・ガバナンス原則」をなんら深めることなく具体論を欠いているため、どのような制度をもって非常に望ましいとするのか不明である。

このような項目間の濃淡の付け方は、総じて、上場企業を想定し、市場における大衆株主擁護や情報開示、また防御策や経営責任の規制緩和をめぐるbest interestなどを論点としてきた米国法モデルを‘Highly Desirable’なものとして浮き立たせるかたわら、

たとえば大陸法系会社法がより重視する配当規制・資本充実の配慮、内部監査制度、ステークホルダーの経営参加・情報アクセス、といった比較法的な論点を一貫して軽視する傾向が浮かび上がる。なおこうした濃淡を正当化する根拠として、最近の金融法制をめぐる経済学の一連の比較研究が、国際的標準としての英米法モデルの優位性を主張しつつある動向が言及されているが²⁴、これら研究の深刻な問題性については後述する(Ⅲ-3.)。

このように「チェックリスト」は、OECD「コーポレート・ガバナンス原則」の各論項目に沿って忠実に制度選択肢を詳細化し、ことにOECD原則が含有する制度探究の可能

性を膨らませる一面を見せるが、しかし最終的には各項目間に意図的な濃淡が付され、結果として米国法モデルの推奨方針に帰着している。

(3) 評価方式

「コーポレート・ガバナンス領域評価事業」における評価方式の詳細(回答者数・選定方法・回答分布等)は公表されず、いわばブラックボックスのなかである。明らかなのは、回答者がそれぞれの質問項目について五段階評価(OECDコーポレート・ガバナンス遵守度がA極めて高い・B高い・C普通・D低い・E極めて低い)を求められ、これら回答を単

表1 EBRD コーポレート・ガバナンス領域評価事業の結果推移

1999年報告				
A	B	C	D	E
	ハンガリー カザフスタン スロベニア	ブルガリア マセドニア モルドバ ポーランド ルーマニア ロシア スロバキア共和国	アルメニア クロアチア チェコ共和国 エストニア ラトビア リトアニア グルジア キルギス共和国 ウクライナ ウズベキスタン	アルバニア アゼルバイジャン ボスニアヘルツェゴビナ ベラルーシ

2003年報告				
A	B	C	D	E
	アルメニア ハンガリー カザフスタン ラトビア リトアニア マセドニア モルドバ ポーランド ロシア	アルバニア ブルガリア クロアチア チェコ共和国 エストニア キルギス共和国 セルビア&モンテネグロ スロバキア共和国 スロベニア ウズベキスタン	ボスニアヘルツェゴビナ グルジア ルーマニア トルクメニスタン	アゼルバイジャン ベラルーシ タジキスタン ウクライナ

純集計した結果が国際格付け表として開示されている点である。²⁵ 国際格付け表の結果は経時変化しているが、以下では参考までに1999年報告と2003年報告の結果を転記する。

漸次評価が向上している諸国もあるが、多くは足踏みし、なかにはスロベニア・ルーマニア・ウクライナなど評価が低下を続ける諸国もある。こうした評価の根拠をめぐって、各報告書の講評はけっして各論的分析に立ち入らず、もっぱら自由記載回答を総括する総評を語るばかりである。しかもこれら総評は、「リトアニア会社法が定款の自由を拡げる英米法的修正を実現して評価を浴びた」「監査会・取締役会の設置を任意法規化したことが評価された」「カザフスタン会社法改正は公開会社と私会社の別を廃止して歓迎された」「ポーランドの過熱する市場アクティビズムが却って専門家の不安を煽った」などと、もっぱら規制緩和を是とし、強行法規の縮小と定款自治の拡大を旨とする主観的立場で一貫している。このような一貫した規制緩和的立場は、画一性を避け多様な制度探究を喚起するOECD「コーポレート・ガバナンス原則」やこれを受けた「チェックリスト」の見地とは異質であり、あくまで回答を寄せた涉外弁護士らの主観的立脚点を反映している。

かくして涉外弁護士への質問票回付という評価方式においては、評価結果が回答者のバイアスを伴う主観的判定基準に依存せざるを得ない限界が明らかである。にもかかわらず、ひとたび公表された集計結果はあくまで客観的結論のごとく一人歩きを開始する。他方、

各国制度が具体的各論面でどのような問題を有するのか、「チェックリスト」の個別項目に沿った詳論はもっぱら不問に付されてしまう。

4. OECD 国有資産コーポレート・ガバナンス指針

(1) 国有企業特殊の効率課題

上記 EBRD 「コーポレート・ガバナンス領域評価事業」は、最終的評価結果のバイアスはともあれ、少なくとも「チェックリスト」の掲げる評価項目については、既述のように1998年 OECD 公表「コーポレート・ガバナンス原則」をパラフレイズする一つの試みであった。いっぽうで OECD 自らも「コーポレート・ガバナンス原則」をパラフレイズするいくつかの試みを推進中であり、2005年5月閣僚会議に上程予定の OECD 「国有資産コーポレート・ガバナンス指針草案」もまたその一つである。²⁶

「指針草案」は、1990年代を通じて牽引された市場経済化・民営化の経済的成果に対するある種の批判的な揺り戻しのなかで浮上している。²⁷ すなわち「指針草案」は国有企業(State-Owned Enterprises: SOE)の一定の存在意義を、少なくとも民営化完了までの過渡的選択として、あるいは自然独占・公共政策領域で、あるいは発展途上国の開発政策手段として肯定したうえで(前文3節・4節)、これら国有企業の効率向上に資するコーポレート・ガバナンスを積極的に提言する意図に立つ。この際、上場済みの国有企業にとっては

すでに行政抑圧から解放され市場内存在と化しているのに、民間企業を想定した OECD 「コーポレート・ガバナンス原則」が十分有効であるとし、しかし非上場国有企業ではいわゆる「ソフトな予算制約」や行政管理の複雑重畳性など、民間企業とは異なる効率上の障害が存在することから、特殊のコーポレート・ガバナンス指針を必要としているという(前文7節)。

こうした「指針草案」の認識に依拠すれば、アジア市場経済化諸国はとくに、市場経済化の過渡期にあり、かつ開発政策上の必要性から、国有企業の存在を二重の意味で必要としていることになり、民間企業とは別の特殊コーポレート・ガバナンスを論じる要請も高いということになる。では「指針草案」の提言する特殊コーポレート・ガバナンスとは具体的に何が特殊であるのか。

(2) 会社所有者たる国家

「指針草案」が最も強調するのは「所有者としての国家」なる枠組みである。つまり国家の国有企業に対する管理監督権限を、あくまで支配株主としての株主権発動という、会社法一般のコーポレート・ガバナンスの枠組みのなかに取り込み、もって国有企業経営の自立を確保する狙いである。つまり同じ株主権をめぐって OECD 「コーポレート・ガバナンス原則」は株主権の積極的行使を喚起するが、「指針草案」は株主権行使の限定的側面を強調するのである。

すなわち、国家は株主権の行使基準を公表

し (I-A 項・V-A 項)、また権限行使担当部局を集約し (I-B 項; II-A 項)、かつ政府の他部局と完全分離し (II-D; II-E 項)、また国有企業形態の法的根拠を簡潔に一本化せねばならない (I-D 項)。株主権発動においては日常経営事項に容喙してはならず (I-C 項; II-B 項)、あくまで株主総会参加・取締役選任・外部監査制度の監督といった基本事項にとどめ (II-C 項)、代わって経営決定権は国有企業の取締役会に集約され (VI-B 項; VI-F 項)、その独立や報酬が保障されねばならない (VI-C 項; VI-I 項)。つまりは「所有と経営の分離」の基本構造のもとで、かつ株主権行使を国有資産管理専門部局へ集中することにより、国有企業を主管官庁による策介入やソフトな予算制約といった濃密な関係から解き放つ点に最大の狙いがある。

とはいえ、このような国有企業の独立強化の趣旨からする「所有と経営の分離」方式は、アジアの市場経済化諸国にとってなんら目新しいものではない。中国・ベトナムをはじめ市場経済化の「漸進主義」を採用した諸国は、国有企業改革においてロシア・東欧流の急進的な民営化(私有化)を避け、まさに「所有と経営の分離」を強調する経営自主権拡大や「会社化」を、主たる改革手段として実践してきたのである。²⁸ OECD 「指針草案」の提言は、こうしたアジア市場経済化諸国の実験成果を踏襲するものに過ぎない。

(3) 第三者的監視圧力の重視

ただし「指針草案」にアジア市場経済化諸

国にとって有意義な示唆が残るとすれば、ステークホルダーの扱いであろう。「指針草案」は少数株主権配慮、債権者利益配慮、労働者経営参加、また経営方針の社会公衆への開示といった、いわばステークホルダー重視の文脈で、国有企業と主管官庁との既存の癒着関係にさらに多様な第三者的監視の杭を打ち込む狙いがうかがわれる。

すなわちまず国家という強力な支配株主の存在のもとでもことさら少数株主の経営参加機会を保障すべく、国有企業は一般会社法の規定を上回って、取締役選任方式や株主総会参加の実質化の制度配慮を行わねばならないとされる(Ⅲ-C項)。また債権者利害との関連では、民間企業と同一の倒産法適用を要請する(Ⅳ-D項)。さらに労働者経営参加をめぐっては、労働代表の取締役会参加の実質化を明確に要請し(Ⅵ-D項)、OECD「コーポレート・ガバナンス原則」のステークホルダー規定にみる曖昧な内容とは一線を画している。また、社会一般に対する情報開示といういわば公衆による監視体制が強調されており、所有者たる国家の権限行使基準(Ⅴ-A項)から会社財務・非財務情報に及んで(Ⅴ-C項)、開示事項の細目が明示されている。

これらステークホルダーの役割の重視は、ロシア・東欧の市場経済化過程でさまざま模索されてきた経緯があるが、アジアの市場経済化諸国では少なくともコーポレート・ガバナンス強化の視点からは必ずしも積極的に取り組まれてはこなかった側面である。少数株主権の擁護はたとえばロシア1995年「株式

会社法」が重視した見地であり、とくにバウチャー方式私有化の進んだ旧国有企業での少数株主権強化は、従業員持株制度を介した労働者の経営参加機会向上の意図を有した²⁹。この点、中国1993年「会社法」やベトナム1998年「企業法」は少数株主権や労働者経営参加の若干の規定を置くも、運用上の形骸化を許す中途半端な規定ぶりにとどまる³⁰。単に社会主義的理念の打ち出しに留まらず、コーポレート・ガバナンス強化という実益の見地で制度設計を見直すべしとする「指針草案」の提案には、一定の示唆が含まれている。

Ⅲ. 「開発」におけるコーポレート・ガバナンス評価研究

1. 世銀・IMFコーポレート・ガバナンス評価事業

(1) ROSC事業の射程

世銀・IMF共同のコーポレート・ガバナンス評価事業は、アジア危機を一つの契機として開始された一連の金融基盤法制評価プログラムである、“Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC)”を母体としている。ROSCはコーポレート・ガバナンスのほかに、会計監査制度、債権回収法、および倒産法を射程に置いており、それぞれの領域で一定の法制モデルを評価基準として想定したうえ、これに対する各国毎の達成度を評価・公表する活動である。こうした評価基準として、会計監査制度では一連の国際会計原則 (ISA) に依拠し、また債権回収法・倒産法では1999年世銀公表の “Principles

and Guidelines for Effective Insolvency Systems”等が存在する。コーポレート・ガバナンス領域の評価基準としては、上述 OECD「コーポレート・ガバナンス原則」(2004年改訂)を ROSC 独自に詳細にパラフレイズして作成された一種の法制モデルである「コーポレート・ガバナンス国別評価テンプレート」が適用されている。³¹

すなわち2003年6月改訂第三版「テンプレート」によれば、OECD「コーポレート・ガバナンス原則」を詳細化する B~E 章合計170余りの評価項目を提示する。ただしこれに先立って、“Capital Market Overview”と題する A 章を設け、資本市場の規模や M&A の頻度、上場企業の分布(国有企業・外資・機関投資家・ファミリー所有・金融系列等)、国内投資ソース、関連法令、証券市場監視機関の権能と実態、などの詳細情報提示を求めている。このことは、「テンプレート」の想定するコーポレート・ガバナンスが基本的に上場企業を対象とし、証券市場の価格メカニズムを介する市場型ガバナンス制度であることを示唆している。全体に証券市場の健全な機能なくしては働かない機構であるだけに、A 章において証券市場じたいを点検し改善を迫っているのである。

このことは逆に、「テンプレート」の限界として、私企業や国有企業といった非上場企業のコーポレート・ガバナンスを十分扱えないのみならず、証券市場が未発達ないし問題を抱える国については上場企業のコーポレート・ガバナンス制度としても限界を有するこ

とを、示唆している。

(2) 評価項目

「テンプレート」B~E 章の掲げる具体的な評価項目は、OECD「コーポレート・ガバナンス原則」の章立てに従うが、株主権につき75項目、ステークホルダーにつき17項目、情報開示につき38項目、取締役会責任につき40項目、といった比重の置き方に、すでに OECD「コーポレート・ガバナンス原則」そのものとは別個の、あくまで市場型ガバナンス中心の独自の評価方針が表れている。

たとえば株主権(B章)については、敵対的買収(12項目)、インサイダー取引規制(14項目)など、もっぱら市場を介した上場企業の経営支配権争奪戦の文脈にもっとも多くの項目を割く。いっぽうで OECD「コーポレート・ガバナンス原則」が重視する株主経営参加の文脈では、少数株主権(8項目)・総会参加手続(6項目)については一問一答式に簡潔に言及されるのみである。むしろ機関投資家・議決権制限・株主間契約・委任状勧誘などの多数派形成による投票行動のアクティビズムに関心を集中するが(14項目)、こうした多数派形成が安定株主化工作に墮する危険への配慮はない。

情報開示(D章)でも市場型ガバナンスが本旨である。およそ投資家への迅速正確かつ広範な情報開示は、証券市場の価格メカニズムを企業パフォーマンスの正確なバロメータとして機能せしめる制度基盤として、とくに重視されている。OECD「コーポレート・ガ

バナンス原則」(IV-A.1項)がわずか1項目で扱う財務情報開示について、「テンプレート」(D.1~D.8項)は、情報開示対象書類の内容から当局の制裁措置に及ぶ8項目30余りの詳細な質問を設ける。またこれら財務諸表の信頼性を高める監査制度にも22項目の比重を置き(D.17~D.38項)、外部監査の独立性・任免権限、会計原則、監査委員会の任免・権限、法定検査役、経営陣の不実記載責任、内部監査役の資格・実態・任免、に及ぶ多様な評価項目を列記する。いっぽうでOECD「コーポレート・ガバナンス原則」(A.2~A.8項)が掲げる、非上場企業にも通じるその他一般的な非財務情報(会社目的・株主支配構造・取締役報酬等・利害相反取引・リスク情報・ステークホルダー情報・ガバナンス構造・配当政策)については、一問一答式のごく簡潔な扱いにとどまる(D.9~D.16項)。

他方で、ステークホルダーの役割(C章)については、具体像が見えない。ステークホルダーとは従業員・労働組合・債権者・顧客・取引先企業・消費者・地域社会などの主体を広く含むとされながらも、具体的な制度設計への言及は薄い。例えばOECD「コーポレート・ガバナンス原則」(IV-C.項)が重視するステークホルダーの経営参加については、具体的法制への言及はない。むしろ従業員持株制やストック・オプションなどのインセンティブ制度(C.5~C.6項)に着眼し、また社会的行動指針(C.7項)、社会的財務諸表(social balance sheet)等の情報開示(C.8項)、企業の社会的責任(corporate social

responsibility)(C.10項)などのようにあくまで非拘束的な自治型制度を論じようとする。債権者の役割に関しても(C.12~C.17項)、むしろ既存法制の債権者利益保障規定に疑問を投げかけるかのように、倒産法は債権者優位の設計にされているか、債権者の配当異議手続や法定資本金制度の存在理由はなにか、などと問いかけるトーンである。

取締役会の責任規定(E章)も必ずしも焦点が定まらない。OECD「コーポレート・ガバナンス原則」は取締役の注意義務・忠実義務に言及しながらも具体的な取締役責任追及メカニズムについては詳述しないが、「テンプレート」(E.1~E.6項)はむしろ、取締役責任追及の主体は誰か、取締役は経営責任原則(business judgment rule)や保険制度で守られているか、さらに少数株主やステークホルダーが有する追及権(E.7項)、行政的監視項目(E.8~E.9項)、その他取締役の追及的責任の有無(E.10項)などをつぶさに知ろうとし、もっぱら取締役の法的な責任追及範囲を具体的に確定ないしは制限しようという強い関心を示している。こうした視点からすれば、業界団体作成による行動指針(E.17項)ほかの企業の社会的責任(CSR)の論点もまた、取締役の責任追及の拡がりや法的なものから社会的・道義的なものへと置き換える文脈で理解される。いっぽうで企業内の経営機構を通じた内部型経営監視システムについては(E.27~E.40項)、もっぱら経営監視・執行体制の分離、社外取締役制度、執行委員会制度、といった米国型の分権的な自己監視型

ガバナンスを前提する。支配株主の存在（E 32項；E.38～40項）など経済実態しだいで実効性の限界を匂わせるが、かといって米国型とは異なる内部型ガバナンスの選択肢に言及する向きはない。

このように「テンプレート」の評価項目は、上場企業についての市場型ガバナンスに重点を置くいっぽう、各種利害当事者による経営参加や取締役責任追及、また内部型経営監視機構といった非市場型ガバナンスの側面では、具体論に乏しい。

(3) 評価方式：インドネシア評価を例に

以上のような評価項目の内容的問題とは別に、回答評価方式への疑問も生じる。「テンプレート」の設問は全般に yes/no の端的な選択回答形式が中心だが、設問毎に yes/no いずれの回答に肯定評価を与えているのかわからないで、政策選択の明白な一貫性は見出せない。たとえば敵対的買収の公正化趣旨で公開買付制度があれば yes 回答だが、各種防御策が存在しても yes 回答であり、設問の意図が敵対的買収の促進にあるのか阻止にあるのか不明といった具合である。したがって回答結果の判定に際して、設問じたいからは読みとれない不明瞭な設問者側の裁量判定が介在する。

また「テンプレート」は制度内容のみならずその実施態様の評価に意を砕く点が一つの特徴であり、yes/no の設問形式で権利行使手段の適否や行政的救済・司法制度の質といった制度実施面の質問項目が並ぶほか、さらに多くの個別項目毎に実施実態・違反制裁・実

施手続の効率性についての自由記載を求めている。問題はこうして得られる回答結果に対する評価方式のありかたである。

こうした点を検証する意味で、「テンプレート」を受けた具体的な評価実施例を参照したい。2005年3月現在、「テンプレート」による評価実施済みの諸国は、ブルガリア・チリ・コロンビア・クロアチア・チェコ共和国・エジプト・グルジア・香港・ハンガリー・インド・インドネシア・韓国・ラトビア・リトアニア・マレーシア・モーリシャス・メキシコ・モルドバ・モロッコ・フィリピン・パナマ・ペルー・ポーランド・スロバキア・スロベニア・南アフリカ・トルコ・ジンバブエ、に及んでいる。一例としてアジア発展途上国のなかからインドネシアの評価報告書を取り上げてみる。³²

まずは「テンプレート」A章の、市場型ガバナンスの制度基盤たる証券市場そのものの実態について、インドネシアの規制上では上場各社の浮動株式（free float）が35%以上（拒否権に相当する）なければならないが現実には20%以下であり、機関投資家の活動余地もない実状が指摘されている。かくして市場型ガバナンス中心の「テンプレート」の評価項目と、証券市場が成熟せずファミリー支配はびこるインドネシアの実状とのミスマッチを、まずは認識せねばならない。そのうえで「テンプレート」B～E章の判定結果に注目するなら（Annex A）、まず株主権保障では、オランダ由来の会社法基盤を有するインドネシアならではの結果というべく株主の経

営参加面は評価が高いが、情報開示・機関投資家・経営支配権争奪といった市場型ガバナンスの制度基盤は一様に評価が低い。市場型ガバナンス中心の「テンプレート」とのミスマッチをさらに際立たせる結果である。

しかしこのほかの評価項目では判定結果はすべて「並み」（5段階評価の3）であり、自由記載で挙げられている多くの深刻な問題点が判定上ではなんら反映されていない。自由記載ではたとえば株主代表訴訟の実例が皆無に等しいなど少数株主権の実施メカニズムが問題視され、またステークホルダー関連では労働法制の実施頓挫をNGO等の自治型制度が補う現実を指摘し、また情報開示では開示内容の法制面・実態面の限定性が問題視され、また取締役責任では責任根拠規定の乏しさやコミサリス（業務監査役）の実効性の問題が指摘されているが、しかしながら数値的判定結果はいずれも一様に中間的評価というわけである。こうした実態と判定結果との乖離は、おそらく「テンプレート」のyes/no形式の回答方式の限界に由来するものと想像され、単純な集計結果の数値が自由記載欄の指摘とは噛み合わない結果をもたらしたのであろう。

この結果は改めて「テンプレート」の評価項目立ての適否を疑わせる。市場型ガバナンスに意を砕く「テンプレート」が他方で非市場型ガバナンスの詳細化に真摯でなかった態度が、インドネシアのように証券市場が未成熟で非市場型ガバナンスに依存せざるを得ない対象例について適切な評価項目を設定しえ

ず、実態と数値的結果との乖離を生んだとみることが可能であろう。じじつ本報告書冒頭‘Executive Summary’では、インドネシアの今後の改革課題を総括するに当たって、行政罰の強化、税務監査の強化、コミサリス（業務監査役）の合議体化や社外コミサリス導入、少数株主権の強化など、まさに「テンプレート」の評価項目とは無関係な論点を中心的に論じており、実際的评价と数値的結果との乖離を集約している。しかしながら、現実には数値的結果のみが一人歩きし、安易な国際比較の材料などとされ、いずれ個別の問題は不問に付されていく顛末が多いに予想される。このような顛末は、およそROSC事業全般の信頼性を疑わせると考えられる。

2. OECD「アジアにおけるコーポレート・ガバナンス白書」

(1) アジアの特殊課題

OECDは1998年OECD「コーポレート・ガバナンス原則」の公表以降、これを地域特殊のコーポレート・ガバナンスの改革課題に応じて精緻化する目的で、いわゆる地域円卓会議（Regional Corporate Governance Roundtable）をアジア・ロシア・中南米・南東欧・ユーラシアに関して設置している。このうちアジア円卓会議が、2003年に「アジアにおけるコーポレート・ガバナンス白書」を公表し、³⁸もってアジア危機以降に論じられた地域特殊の改革課題を集約するとともに、関連諸国の制度比較結果を掲載した。

同白書の指摘するアジア特殊の課題は、①

コーポレート・ガバナンスの重要性の周知徹底、②関連法制の実施強化、③情報開示の促進、④取締役会の機能強化、⑤支配株主・インサイダーによる少数株主搾取の回避、⑥金融機関のコーポレート・ガバナンス強化、の6点に総括されている³⁴。すなわちアジア経済はファミリー財閥や国有企業の席卷を特色とし、このことがアジアのコーポレート・ガバナンスを歪めていると見る基本的認識が示され（総括第⑤点）、周知徹底・実施強化・情報開示・取締役会強化といった一連の課題は、こうした歪みを是正する目的にとっての手段ともいうべき位置づけで具体化されている。

こうした基本的認識は、たとえばロシアや南東欧など他の地域円卓会議の報告書が一般的なコーポレート・ガバナンス原則の枠組みに依拠し、ことさら地域特殊のアプローチを強調しない姿勢との対比で、いっそう特色が際立つ。

(2) 改革項目

上記のように「アジアにおけるコーポレート・ガバナンス白書」は、アジア経済がファミリー財閥や国有企業による席卷を特色とし、このことがアジアのコーポレート・ガバナンスを歪めているとの認識に立ち（総括第⑤点）、この視点はOECD「コーポレート・ガバナンス原則」をパラフレイズする同白書の具体的な改革項目に一貫して反映されている。かつ各項目では、周知徹底・実施強化・情報開示といった改革手段が繰り返し強調されている。

まず株主権の文脈（Ⅰ／Ⅱ章）では、支配株主等による少数株主の搾取を問題視する（本文63項）。この問題意識にしたがって、まずは少数株主の経営参加手段である投票権行使に注目し、各種の阻害慣行を禁止する立法改革とその実施貫徹を求め（85～86項）、また少数株主間協定による委任状集中行使や機関投資家のアクティビズムを促進し（90～91項）、また横行する利害相反取引に対する徹底した情報開示を要求するとともに（112項）、利益相反取引の個別承認手続よりもむしろ実体的禁止類型の強化を重視し（117～134項）、さらに少数株主の救済手段として、従来型の行政的救済・刑事的制裁に加えた民事的救済の制度強化を要請し（84項）、派生訴訟や、クラス・アクションないしオンブズマンによる直接請求などの制度化を詳細に提言する（139～152項）。なお市場型ガバナンスについては期待が薄く、そもそもアジア市場では大株主支配を維持したままの上場が許容され敵対的買収を阻んでいることから、防御策の制限云々を論じるまでもないとする現実認識を語り（82項）、むしろ利害相反的な企業再編行動を批判し情報開示の徹底を要求する（81項）。

ステークホルダーの役割（Ⅲ章）についても、ファミリー支配を想定するアジア特殊の視点から、債権者の機能をとくに重視している。なかでも倒産法の見直しに焦点を絞り、アジア危機以降に先進諸国の倒産法の風潮を取り入れて導入された債務者救済型手続や私的整理促進枠組みについて、倒産法の基盤を

確立しないまま安易に先進国的風潮を取り入れたとして批判的であり、改めて債権者利益に依拠した倒産法の再強化を要請する点が特記される（160～162項）。具体的には取締役の破産責任・否認制度・破産手続強化を求め、かつ再建型手続については常に債務者救済優先ではなく、破綻初期にはしかりだが、後続過程では債権者の関与を強化し経営陣交替を迫るべきだとし、もってアジア危機の教訓を銀行業務の近代化に結び付けていく抜本改革を呼びかけている（163項）。いっぽうで、債権者以外のステークホルダーの機能には多くの期待を向けていない。たとえば労働者については経営参加や情報開示になんら言及はなく、単に労働法の実施強化（164～168項）、従業員持株制やストック・オプションなどインセンティブ制度への言及にとどまる。企業の社会責任（CSR）の文脈でも、国際的な行動指針（Code of Conduct）群の有効性に若干言及する程度であり（171項）、むしろ、アジアではインフォーマルな倫理よりもフォーマルな法的規制こそが当面の課題だとする基本認識を強調する（155～157項）。こうした白書の立場はやはり、労働運動が抑圧され消費者行動がいまだ主体的に根付かぬ、アジアの市民社会形成の実態への認識に由来するであろう。

情報開示（IV章）についても、アジアの情報開示の枠組みがアジア危機以降急速に整備されているも、問題はその内容的充実だとする認識がまずは掲げられている（183～185項）。この趣旨で、財務情報に限らず非財務情報の

開示強化を要請し（189～194項）、またとくに行政の責任による情報開示法制の実施・周知徹底・監視強化を再三求めている（208～222項；234～241項）。ただし白書の基本認識においては、このような強い情報開示への要請は、基本的に企業資金調達必要性から導かれており（180～182条）、したがって主に上場企業を対象とする証券市場サイドの開示制度を想定する。アジアに根強い「私企業」については必ずしも正面から論じず、あくまでファミリー財閥系上場企業で横行する系列内取引を利用した損失隠し・資産隠しを阻む文脈で、「連結情報開示」の強化や抜け道対策を求めるのみである（188条）。「私会社」問題を正面から取り上げるならば、一般的な会社登録制度の見直しや、監査制度の改善などが論点となるべきところ、これら論点は後述の国際比較参照表で若干触れられるにとどまる。

取締役会の責任（V章）についても、まずは基本認識として、ファミリー支配や国有企業の比重などアジア企業の特異状況に触れるとともに、英米法・フランス法・ドイツ法といった法系入り乱れる各国会社法の多様性が特記されている（261項）。かつアジア危機後の新たな動きとして、独立取締役制度、ストック・オプション、クラス・アクションを通じた取締役責任追及、などの進展に注目し、これらの方向性を実質的に追求する制度改革を示唆している（262項）。たとえば独立取締役制度については、単なる先進国の制度模倣にとどまらず、支配株主からの実質的な「独立」

を確保するアジア特殊の困難さに繰り返し言及し(267~270項; 320~327項)、対策として、徹底した情報開示(320項)、また行政主導の人材育成(321条)、といった提言を行っている。なおここでも一つの限界は、あくまで上場企業と連結子会社が議論の対象とされており「私企業」の問題が正面から論じられない点であり、本来たとえば私企業における独立取締役・独立監査役の制度化、またステークホルダーによる取締役責任追及といった論点が浮上しえたはずだが、言及はない。

(3) 評価方式

OECD「アジア白書」には、EBRD「チェックリスト」や世銀ROSC「テンプレート」のように各国コーポレート・ガバナンス制度の指標化評価を意図する向きはない。ただし国別の比較参照表(Appendix A: Quick-Reference Table on Corporate-Governance Framework in Asia)を末尾に添付している。比較の対象国は、バングラデシュ・中国・香港・インド・インドネシア・マレーシア・パキスタン・フィリピン・シンガポール・韓国・台湾・タイ・ベトナムの13カ国に及ぶ。比較項目は「OECDコーポレート・ガバナンス原則」の章立てに沿って、上記本文で論ぜられたアジア特殊の状況認識を反映した各種論点を網羅的に列挙する趣旨で、設問は80項目あまりに及んでいる。

繰り返すが「アジア白書」はこれらの比較結果になんらの指標化評価を与えておらず、単に事実として掲示するのみである。「アジ

ア白書」においては、評価項目の設定時点で独自のアジア状況認識を明言して一定の主観的選択を行ない、いわば評価項目そのものが評価基準の明示を果たしている。その項目に沿って行われた点検結果については、いたずらな数値化を図ることなく、あえてありのままの情報提供に徹し、むしろオープンな研究・議論を喚起する方針と見受けられる。

なお一点問題を指摘するとすれば、比較参照表の挙げる比較項目が、本文で論じられた論点とときおり相互に齟齬を示す点であり、「アジア白書」本文の状況認識を個別の項目立てに置き換えていく作業過程で論点の摺り合わせがより緻密に行われるべきであったと憾みが残る。具体的には例えば、ステークホルダーの役割の関連で、比較参照表(Ⅲ.2.1項)は労働者の経営参加形態にも関心を払っているが、本文ではこうした点での期待が薄く、結果として比較参照表の内容を中途半端なものにしている。また情報開示でも、比較参照表では証券市場における上場企業の情報開示のみならず、企業登録制度を通じた非上場企業をも射程に含む制度基盤に言及しているが(Ⅳ.4.3項)、本文がこうした論点を取り上げないため、比較参照表でも結果として十分掘り下げられていない。いっぽう逆に、取締役会責任の関連では、本文(267~270項; 320~321項)が提起した独立取締役・委員会制度といった米国流ガバナンスの有効性に対する疑問とその解決策としての「独立性」の開示強化・人材育成といった独自の論点が、比較対照表では十分取り上げられておらず、

単に米国流ガバナンスを鵜呑みにする項目立てにとどまる（V.3～5）。また本文（283～294項）が詳述する取締役の注意義務の具体化・経営判断原則排除・影の取締役責任といった一連の論点、比較対照表では触れられず、むしろ取締役責任の免責や保険といった責任回避の論点が浮上している（V.6.5～6.6項）。こうした齟齬箇所は、コーポレート・ガバナンス制度のありかたをめぐる思想が錯綜するなかで、一貫した方針を選び取り具体的項目に倒していく作業の難しさを改めて物語っている。

3. 金融法制研究のアプローチ

(1) 企業金融研究における法制への注目

以上のような国際機関主導の実際的なコーポレート・ガバナンス評価・研究事業とは別に、経済学における最近のコーポレート・ガバナンス研究に目配りする必要がある。組織経済学の系譜や金融のミクロ理論で興味深い議論が展開され、開発理論にも深く影響を与えつつある。³⁵

組織経済学のコーポレート・ガバナンス研究が、企業経営構造の基本を英米法の伝統講学に従って株主—取締役間の代理契約関係と見做したうえ、その利益相反に注目する「エイジェンシー理論」に発することは知られている。情報の経済学はこの代理関係のモラル・ハザードの解明に貢献した。³⁶ 議論はこのモラル・ハザードを解消し企業効率の向上を図るガバナンス・メカニズムの探究に向けられ、80年代には敵対的買収を通じた経営支配権争

奪を主役とする市場型ガバナンスが重視された。³⁷ しかし英国とは別に、米国では敵対的買収への防御策が解禁されていくなか、しだいに市場型ガバナンスの有効性が否定されてゆく。³⁸ 代わっておりから North 他の契約理論の隆盛を受けて、株主—取締役間契約よりもモラル・ハザードの危険が小さいと見做される負債契約によるガバナンスに期待する「不完備契約理論」が浮上し、その論点は、債務不履行時に再交渉ないし制裁装置として発動する倒産法、負債契約上の財務制限条項や情報開示規定の効果を補償する基本的な契約履行制度基盤（契約法や司法メカニズム）、といった法制度の各論に及んだ。³⁹

いっぽうで効率的な企業資金調達のあるかたを探る企業金融研究の側からも、いわゆるモディリアニ・ミラーの定理（資金調達方法が株式でも負債でも企業価値は不変）をめぐる論証・反証過程で、金融の効率性評価をコーポレート・ガバナンス制度と結びつける議論が行われている。株式調達か負債調達かの選択議論は、確かな前提をさぐって金融制度基盤の各論に立ち入る「金融のミクロ理論」に結びつき、さらに各論的制度設計の可否を、金融仲介→経済成長のマクロの因果関係立証に結びつける新たな金融仲介理論を導いている。⁴⁰

こうして企業理論と金融理論の交錯地点でコーポレート・ガバナンスの各論研究に関心が集まるなか、おりしも昨今、世銀開発研究所・ハーバード経済研究所周辺の La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A.,

Vishny, R. W. & Djankov, S. らのグループが一連の金融法制比較研究を公表して注目を浴びている。⁴¹ グループは組織経済学による法制研究に体系的な基礎データを提供する役割を主張するかたわら、⁴² 自らを別途「比較経済体制研究」の系譜に位置づける。⁴³ 世界各国の金融法制を主要な法系グループに分類のうえ、それぞれの経済成長寄与度の相違を論じようとする。金融法制とはここで、負債型資金調達と市場型資金調達をともに射程に置く「投資家保護法制」とされるため、倒産法・債権回収制度のみならず、コーポレート・ガバナンスにおける株主権を論点としている。しかしグループは、しばしば大いに概括的で誤謬を含んだ法制理解に依拠しており、あるいは意識的な結論誘導とも思われる節があり、いずれにせよ法制の精緻な各論研究に関心を寄せる企業理論・金融理論の要請には厳密には合致していない。これらの結論が一人歩きする状況は非常に危険であり、その評価項目・評価方式の当否を改めて点検する必要がある。

(2) 金融法制比較研究の評価項目

以下ではこのグループの方法論を代表するものとして、La Porta et al. (1996)・同(1997)の用いる評価項目に注目する。⁴⁴ かつ彼らの依拠する法制理解の偏頗性の由来を明らかにする意味で、Shleifer et al. (2003)を参照する。またこのグループの法制理解・評価結果が一人歩きし後続の金融理論に与える危険を物語る例として、いくつかの後続研究を参照する。

まず La Porta et al. (1996-1997) の意図は、世界49カ国の金融法制を英米法・フランス法・ドイツ法・スカンジナビア法の4つの法系に分類のうえ、それぞれの法制設計の相違が企業資金調達拡大ひいては経済成長に寄与する度合いを比較分析する点にある。こうした意図そのものは興味深い、しかし最大の問題は分析の対象とされる法制設計の認識の当否である。この点で、一つ目に、法系の分類の適否が疑問である。二つ目に、法制設計の比較項目の内容的妥当性が問題である。

第一に法系について、グループはルネ・ダヴィット等の比較法学の伝統に依拠して法系を分類したとするが、現状の金融法制の内容に沿った分類ではなく、きわめて大まかな法制史的見地から、つまり主要先進諸国法を判例法主義か法典主義かなどの歴史的経緯で主要4法系に分け、その他諸国法については植民地宗主国関係などの「移植」経緯に応じてこの4法系のいずれかに突っ込むという具合である。⁴⁵ まずかかるような法系分類は、先進諸国の現代法が（とくに制定法に依拠し刻々変化する会社法・金融関連法制では）、過去の法制史的経緯を大きく踏み越えて相互に接近し、違いはすでに相対化している事実を度外視するものに他ならない。つまり法制設計の分類は対象諸国の現状の客観的分析に発すべきところ、歴史的な法系を根拠とする議論じたいがすでにフィクションである。

さらに、こうした意図的な法系分類に振り分けられる各国法の選択と割り振りが恣意的で不正確である。まずなぜに49カ国のみを対

象として選択したかの理由は、1993年時点で非金融系の地場系上場企業が5社以上ある国を選び、かつ体制移行国をはずしたゆえだとされるが、非金融・地場・非体制移行といった限定条件の根拠はなんら説明されていない。かつ後続研究がいまだにこの1993年時点の限定的データに依存することはきわめて問題である。さらにこれら選択された諸国の法系分類への割り振りは問題だらけであって、それじたい既述のようにフィクシヤスな法系分類に、さらに19世紀に遡る「移植」という歴史的出発点のみに基づいた各国法の割り振りが行われ、今日に至る各国法独自の展開（制定法・行政法規・判例・法典改革）を度外視しているがために、現実の法制との乖離が甚だしい。たとえば会社法・倒産法の主要論点で相違する米国法諸国と英国法諸国とを安易に同一扱いすること、フランス法系ではナポレオン法典「移植」後に独自展開して久しい諸国を一括し、とくに経済パフォーマンスで問題の多い旧スペイン植民地など発展途上諸国をことさら多く数えあげ、結果フランス・スペイン・オランダといった法系内先進国の高い経済数値を不当に希釈しフランス法系の否定的結論を誘導する効果があること、ドイツ法系で重要な体制移行諸国を排除すること、など疑問は尽きない。

第二に、法制設計の具体的な比較項目（La Porta et al. 1997, Table-1）であるが、グループのいう「投資家保護法制」の各論は、「取締役への対抗権」として代理投票制・株主総会前株式寄託の不採用・累積投票制度・

買取請求権等圧力行使手段・株式保有10%以下の総会招集権の最高5点評価、「一株一票制度」として最高1点評価、および「債権者権利」として再建型倒産手続への債権者異議・有担保債権者別除権・再建型倒産手続での経営転換・破産配当における有担保債権者第一順位の最高4点評価、から成り立つ。また法制の実施状況を反映する指標として、“International Country Risk Guide”の投資家アンケート結果に依拠する「司法の質」「法の支配」「腐敗」「収用」「事情変更」につき各々最高10点評価を加える。以上はしかし、本稿上記でみた国際機関の評価項目との対比で見てもきわめて限定的・偏面的であり、言い換えればグループのいう「投資家保護法制」なる射程の意味が不透明である。「取締役への対抗権」ではそれが少数株主の経営参加権やその集団行使を保障する意味であれば、多くの追加項目（総会招集手続・定足数・総会権限事項・特別多数決・株主間協定・委任状行使規制・情報開示・インサイダー取引規制等）が必要であろうし、さらに株主による圧力行使手段を論じるならば買取請求権の射程や株主代表訴訟・集団訴訟の根拠たる取締役責任内容・手続要件など実効性ある制度基盤の点検が必須であろう。またそもそも証券市場の資金調達を論じながら市場型ガバナンスの制度基盤を一顧だにしない態度は疑問である。⁴⁷「債権者権利」についても、倒産処理過程のみならず通常経営時の経営監視趣旨で、違法配当・減資・企業再編等への異議制度、また財務制限条項の実施が期待しにくい

(「法の支配」指標が弱い) 場合を見越した情報開示規定などが必須であろう⁴⁸。また倒産処理過程でも、再建過程の実体的権利放棄の限界など必須の追加論点は多い。さらにいえば大口資金調達のみならず、労働者・取引先等ステークホルダーが少数株主あるいは運転資金債権者として企業金融過程に関与する局面を射程に置けば、たとえば解雇権濫用法理であるとか、倒産過程における先取特権や配当順位などの複雑な論点も浮かび上がるはずである。

グループの評価項目はこうした多様な論点を捨象し、なぜに上記の数点だけを取り上げるのであろうか。グループは「従来論じられてきた最も基本的な項目中のいくつか」だと断じるが⁴⁹、組織経済学の法制研究はより多くの論点を頻繁に論じてきたはずである⁵⁰。また「投資家擁護か経営陣擁護かの判定が明解な項目のみ取り上げた」とするが⁵¹、そのような判定可能な項目は他に数多あるから説明にはなっていない。この限定性はグループ独自の判断に由来すると考えざるを得ない。この由来を探って、同グループによる Shleifer et al. (2003) を参照するならば、資本主義経済を支える法制体系を大きく「独裁」と「無秩序」の両軸で囲まれる象限のなかに位置づける独自の比較経済体制論の枠組みのもとで、市場的規律・私訴重視の英米法、および行政規制・国有支配重視の大陸法をそれぞれプロットし、後者は市民革命期の社会的秩序の危機を克服する過程でことさら生み出された危機対応の制度だと断ずる (Shleifer 2003, Figure-2)。

さらにこれら先進諸国法を母法とする「移植」を受けた発展途上国法の拡がりを示すが (Shleifer 2003, Figure-5)、このうち大陸法系の移植を受けた多くの諸国では過剰な行政規制が経済的不効率を生じ、いわば「独裁」型制度がむしろ「無秩序」を拡大していると、今後は規制緩和型の英米法の導入が望ましいと示唆する (p.25~27)。すなわちグループの関心は、規制緩和型の英米法 (主に目下の米国法の展開) を中南米諸国はじめ大陸法系の発展途上国に改めて移植し、既往の大陸法系的基盤と置換していくという一貫した方針にあると見られる。La Porta et al. (1996-1997) の偏面的な項目選択もまた、こうした方針に正当化根拠を加える回答誘導意図を浮き彫りにする。グループの取り上げる株主総会前株式預託・累積投票制度・株主買取請求権・再建型倒産手続・有担保債権者に先んずる先取特権といった項目はいずれも、英米法 (とくに英国法諸国) と大陸法 (とくに大陸法系発展途上国) との距離が顕わな論点である。しかも上述のような意識的な法系分類のもとでは、たとえば米国法の特殊性が英国法諸国のあいだで希釈され、逆に (実体内容は米国に接近している) 中南米諸国がフランス法系諸国の数値をさらに低めるといった効果を生んでおり、英米法系優位の結論はより強調される結果となる。いっぽうで米国法が規制緩和過程で後退しつつある市場型ガバナンス、取締役責任内容、倒産法の実体規制といった論点は、むしろ大陸法系諸国との距離が表れにくいがゆえに排除されているかにも

られる。

以上のような問題含みの分析枠組みのもとで、La Porta et al. (1996-1997) の結論は以下のとおりである。株式資金調達では英米法諸国が最も成功しており、「取締役への対抗権」法制の充実との相関性が示唆されること (La Porta et al. 1996, Table-1)。負債型資金調達ではドイツ法諸国が充実し英米法諸国がその次位に着くが、ただ運転資金調達をも加味すればドイツ系・英米系の相違はほとんどないと考えられ、いっぽう「債権者権利」法制では英米法諸国が最も充実していることから (同Table-2)、ここでも法制設計と経済成果との因果関係が確認されること。フランス法系は総じて投資家保護法制の設計が弱く、経済成果と負の因果関係が認められること。

総括すれば、本来、法制の分類は前提でなく結果、つまり検討対象とする金融法制の現実の制度設計の相違に応じて分類を行うべきところ、LLSV グループにおいては逆に、法系という過去の歴史的な分類を意識的に前提として先行させ、結果として評価項目の選択を法系分類にとって有意なものに限定することで結論誘導が行われている。つまり英米法系が優越するという一般的結論が誘導されるかたわら、金融法制の具体的な実像に沿った各論的比較研究を封じ込めていると言わねばならない。

LLSV グループの法系分類のさらなる危険性は、これを無批判に受け継ぐ後続研究が相次いでいる点である。たとえば「新たな金融

仲介理論」を展開する前掲 Levine (1998) や Demirgüç-Kunt & Levine (2001) は、La Porta et al. (1996-1997) が1993年時点で作成した法系分類をまったく踏襲したまま、その問題ある評価項目をいっそう簡素な数式でまとめ、もって各種多様な経済指標との相関性分析の便宜を高めている。他方、グループ自身が自らの法系分類を未修正のまま踏襲しつつ、法系分類にとって有意な評価項目 (フランス法系と英米法系の違いが出やすい国有銀行制・企業参入規制・司法行政・労働行政など) をさらに追加する方向に進んでいる⁵²。もって上記 Shleifer et al. (2003) の主張する英米法系の優位性が、磐石な結論として強化され続けているわけであり、たとえば上述 EBRD 「チェックリスト」の評価項目に英米法優位のバイアスを与えた例に見るごとく、現実の影響力を振るっている。

(3) 評価方式

このように昨今隆盛する金融法制比較研究は、評価項目の設定にきわめて問題を含んでおり、その結論誘導性は危険である。しかしグループが論証手段として用いる数量的な相関性評価の手法そのものは、法制研究の客観的手法として活用することも可能である⁵³。評価項目が結論誘導的ではなく適切に選択されうるならば、得られた数値的結論をもとになんらかの相関性分析に進み、その成果を国際比較の一つの手段として用いることも是認されうるだろう。

もちろん法制設計と経済成果との相関関係

の判定方法には、各種の技術的問題がつきまとう。La Porta et al. (1996-1997) が外生変数として前提した「法系」は論外だが、法制設計の個々の評価項目と経済成果との相関性判定したいも技術的配慮を要し、さらに前者を原因とし後者を結果とする因果関係の判定となればよほど精緻な立論でも無理であり、こうした飛躍的な立論したい特定の結論誘導の目的を体現しよう。経済指標じたいの正確性、国際比較評価の前提確保（たとえば産業構造や発展段階に応じた資金需要度の違いなどの補正）といった困難な課題も山積する。

IV. 新たな方法への示唆

1. 評価目的に従う評価項目選択

(1) 評価項目の示唆する主観的目的

以上見た「市場経済化」「開発」それぞれの文脈におけるコーポレート・ガバナンス評価研究の試みを、改めて横断的に総括してみれば、まずは評価項目の選択の異同、ひいてはそこに表れた評価の主観的目的の相違が浮かび上がる。その最たる例は上記 LLSV グループの金融法制比較研究であり、英米法系の優位性の主張という主観的狙いに発した項目設定が顕著であった。しかしこの他の例でも、評価項目の選択には各々の主観的意図が見え隠れする。このことを確かめる趣旨で、以下ではとくに OECD 「コーポレート・ガバナンス原則」という共通原則に依拠しながらも、これを精緻化する評価項目の設定で大いに異なる個性を示しあった、EBRD 「チェ

ックリスト」、世銀 ROSC 「テンプレート」、および OECD 「アジア白書」を取り上げ、比較検討したい。

評価項目設定の個性は、下表のように、論点領域毎の項目数の比較からも顕著である。まずは株主権をめぐる異同の焦点は、株主総会を通じた少数株主の経営参加保障に項目を割く EBRD 「チェックリスト」と、同じく株主総会の経営参加過程に注目しながらも機関投資家・委任状集中行使など多数派形成によるアクティビズムに関心をおく OECD 「アジア白書」、さらにこうした企業内の経営参加過程よりも敵対的買収を中心とする市場型ガバナンスに関心を向ける世銀「テンプレート」の、それぞれ立脚点の相違である。

ステークホルダーについては、OECD 「コーポレート・ガバナンス原則」そのものが各国法の選択を尊重し具体論を避けているので、EBRD 「チェックリスト」も労使共同決定方式や従業員持株制その他の各国法の制度設計を確認する意図にとどまり、世銀「テンプレート」も制度確認が主であって、ストック・オプション等のインセンティブ制度に若干項目を割く程度である。唯一 OECD 「アジア白書」だけが、倒産法の再設計や労働者の権利実現手段といった新たな論点を試みているが、このことは同白書が単なる既存制度の確認に留まらず、アジアの経済実態への問題認識に立って、コーポレート・ガバナンス制度に新たな改革手段としての可能性を見出そうとする態度の表れであろう。

情報開示については、世銀「テンプレート」

表2 評価項目数の比較（数字は項目数）

	OECD 原 則	EBRD チェックリスト	世 銀 テン プレート	OECD アジア白書
I. 株主権：				
証券市場・経済概観	4	—	36	—
株主の基本的権利（情報取得・配当等）	1	12	7	12
株主の経営参加事項（重要経営事項等）	1	3	12	7
株主の経営参加手続保障（通知・投票権等）	4	9	10	16
支配株主の開示	1	4	3	—
経営支配権市場の制度化・防御権の制限	2	6	16	3
機関投資家・株主権行使アクティビズム	3	—	5	4
株主の権利救済手段	—	—	7	5
株主平等待遇	5	3	6	—
インサイダー取引規制	1	2	7	5
利害相反取引規制・経営陣の情報開示	1	7	7	3
II. ステークホルダーの役割：				
ステークホルダーの権利保障	1	1	3	—
企業の社会責任・行動規範	1	—	3	1
ステークホルダーの権利救済手段	1	1	1	—
ステークホルダーへの情報開示	1	—	1	4
労働者経営参加の促進	—	1	1	7
従業員持株制等のインセンティブ制度	1	—	2	—
労働者等の主張機会・不当待遇禁止	1	—	—	3
倒産法その他の債権者の権利実現手段	—	—	5	—
III. 情報開示：				
財 務 諸 表	1	2	6	5
非常財務情報	7	6	8	6
外部監査・会計原則・格付機関	4	3	21	11
平等・迅速・安価な情報取得機会の保障	1	3	1	2
IV. 取締役会（監査会）責任：				
経営機構・任免手続・資格等	—	—	11	26
取締役の注意義務、責任追及と制度	1	2	10	11
取締役の忠実義務、利益相反行為	—	—	3	6
取締役の株主平等待遇・倫理規範	2	—	1	—
取締役会の基本権能	8	3	—	9
独立取締役	1	1	2	5
委員会制度	1	1	3	5
内部監査役その他	—	—	2	—
取締役の情報アクセス確保	2	—	2	—
支配株主・影の取締役の影響	—	—	3	—

がやはりここでも、財務諸表・外部監査・会計制度など、市場型ガバナンスの制度基盤に関心を特化する。いっぽうでEBRD「チェックリスト」やOECD「アジア白書」は、証券市場における開示とは別に、株主のみならず多様なステークホルダーをも意識した対社

会的情報開示機会にも一定の関心を向けているが、これは単に連結財務諸表といった制度移植では対応し尽くせない、国有企業やファミリー企業の経済的現実に応じた情報開示制度への関心を反映していよう。

取締役会の責任については、OECD「コー

ポレート・ガバナンス原則」やEBRD「チェックリスト」は各国法の独自性を尊重して具体論に乏しい。世銀「テンプレート」は取締役責任追及に項目を割きながらもむしろ責任追及範囲を限定する関心を示すのに対して、OECD「アジア白書」は多様な経営責任追及手段に言及し、また（国際比較表では定かでないが本文ではとくに）注意義務を具体化し影の取締役責任をも追及する具体的方策を論じるなど前向きである。経営機構のありかたでは、世銀「テンプレート」もOECD「アジア白書」も独立取締役委員会制度を柱とする米国式経営機構を重視するが、ただし「テンプレート」が支配株主などの阻害要因を挙げて懐疑的であり、内部型ガバナンスより市場型ガバナンスに傾斜するゆえんであるのに対して、「アジア白書」は内部型ガバナンスの障害に対処する制度設計を模索しようとする。

以上の評価項目の対比から評価の主観的目的の相違を抽出するならば、まずはEBRD「チェックリスト」のごとく、OECD「コーポレート・ガバナンス原則」が各国制度の独自性を尊重する立場を踏襲するかのよう、少数株主権や対社会的情報開示といった最大公約数的な典型論点の確認を旨とする謙抑的な方針がある。⁵⁴ つぎに世銀「テンプレート」のように一定の先進モデル（主に米国流の市場型ガバナンスや経営機構）を積極的に打ち出し、これとの乖離を点検し「移植」度を計測する評価目的が挙げられる。上記でみたLLSVグループの金融法制比較研究の誘導的

結論は、こうした特定モデルの推進方針に正当化根拠を付与する関係にある。いっぽうOECD「アジア白書」のように、一般的モデルの移植ではなく、むしろ地域毎の問題認識に応じてその解決策としての制度設計を探究する方針が存在する。すなわち証券市場が未成熟にしてファミリー財閥・国有企業の少数者支配が横行するアジアの現実に依拠し、市場型ガバナンス優位のモデルとは別個に、株主総会投票行動やステークホルダーの監視圧力といった試行錯誤の制度選択努力を導く、いわば問題解決型の制度構築・評価がその目的である。

(2) 本研究の評価目的：問題解決型の制度構築評価

以上との対比で、本研究自身の評価目的は、OECD「アジア白書」に見られるような問題解決型の各論探究方針である。とくにEBRD「チェックリスト」のごとく制度設計の技術的論点を羅列しはするが明確な提言を避ける方針との対比では、問題解決型の方針は政策選択への立ち入りが深い。法学研究は政策判断の明示を忌み嫌い、そのくせ外から与えられる特定の政策判断を従順に受け入れて技術的立論に徹する専門屋の傾向があり、経済学の結論を鵜呑みする「法と経済学」もしかりであろう。この点、上記LLSVグループの金融法制比較研究や世銀「テンプレート」はまさに、規制緩和なり米国型ガバナンス・モデルといった一定の政策判断を法学に指し示し、これに沿った技術論を法学に外注する

関係にある。これは法学にとっては、より受け入れやすい課題である。しかし問題は、既定の政策判断を受け入れた技術的設計が、実体経済の制度的要請と乖離する現実である。OECD「アジア白書」はこの乖離を直視する位置に立ち、現実の問題状況の見極めに発して、個別の処方箋を経験主義的に探究しようと図っている。もちろん「アジア白書」の現実認識が当を得ているとは限らず、処方箋の間違ひは起こりえ、試行錯誤の繰り返しとならざるを得ない。リスク嫌いの法学には、かなり選択しにくい方向性である。しかし本研究は法学と経済学との学際的地点で、あえてこのような問題解決型を試行する。

本研究の対象とする問題状況は、アジア市場経済化諸国のコーポレート・ガバナンス改革である。本稿冒頭で述べたように、アジア市場経済化諸国ならではの制度改革の特徴として、政治体制・経済体制の二重構造に由来する政策選択肢の多様性が、制度設計を歪める側面を意識せねばならない。まず市場経済化一般の国有企業改革の文脈では、ビッグバン諸国におけるような端的な民有化と異なり、国有企業形態を維持・強化する「国有企業法」、また国家所有を維持したなかでの「会社化」後の旧国有企業との競合関係のなかで、民間セクターの育成を検討せねばならない。いっぽうアジア発展途上国としての開発課題、すなわち金融仲介促進や企業生産性向上といった要請の実現にあたって、開発政策の舵取りを介入主義的に取るのか、自由主義的に取るのか、選択次第で制度設計は分岐する。さら

に各国個別の経済実態に立ち入ってコーポレート・ガバナンスを検討するならば、複雑多岐な選択課題が噴出する。たとえばここでベトナムという具体例に言及すれば、国有企業改革、民間企業育成、金融仲介向上、生産性向上、といった基本課題は少なくとも以下のような、しばしば自己矛盾し相互衝突しあう多様なサブ課題を含みうる：

(イ) 国有企業改革：

- ① 国有企業の経営近代化課題（市場経済化の文脈）→国有企業の「会社化」に好都合な会社法制の設計（⇔しかしたとえば「会社化」促進意図の国家支配維持目的の議決権優先株制度や国有独資有限会社が少数株主等の監視契機を阻害する自己矛盾）。あるいは国有企業法において会社法制に学ぶ「所有と経営の分離」強化⁵⁵。さらに会社化国有企業の上場に好都合な市場型ガバナンスの法制設計（⇔しかしたとえば緩和された上場基準や情報開示規制が市場型ガバナンスを弱める自己矛盾⁵⁶）。
- ② 国有企業の保護育成（開発の文脈）→中国と異なる初期条件（集団・民間セクターが未熟で国有セクターが6割を維持）のもと国策として国有企業主導の開発牽引を意図する。すなわち国有企業の大規模化・総公司系列化・国際取引強化であり、競争政策やM & A規制の緩和が想定されている（⇔後述の外資規制・財閥規制政策との矛盾⁵⁷）。

(ロ) 民間企業育成：

- ③ 中小企業育成戦略→国家介入重視の選択

か（行政法規で対応し会社法制では無配慮）、あるいは競争秩序重視の選択か（会社法制で中小企業を意識した会社形態やコーポレート・ガバナンス設計。競争法の厳格化による新規参入確保・優越的地位濫用規制等）に迷いあり。⁵⁸

- ④ 外資規制・財閥規制→国際的な投資自由化・内国民待遇圧力に対応する外資規制廃止と統一会社法制整備が課題。⁵⁹ 他方でこれに伴う私的経済支配に対する監視強化意図で、コーポレート・ガバナンス強化（連結情報開示・対社会的情報開示・企業の社会的責任の文脈でステークホルダー監視強化等）、競争法厳格適用、企業の社会的責任論（corporate social responsibility: CSR）を受けた社会的監視、多国籍企業活動に対する国際ルールや行動指針等の適用が考えられる（⇔しかし上記の国有企業保護政策とのダブル・スタンダード問題）。

（イ）金融仲介向上：

- ⑤ 債権回収法制→対債権者情報開示、資本充実配慮、配当異議等の経営参加、担保法・倒産法による債権回収利益保護⁶⁰、契約履行を保障する司法改革、などの論点が浮上している。⁶¹ これらは総じて債権者による経営監視契機であり、米国モデルと異なり間接金融経済のベトナムではとくに重視に値する。
- ⑥ 証券法制→健全な制度構築は市場型ガバナンス整備に結びつく。市場活性化意図でのいたずらな規制緩和の誤りはアジア危機が実証するところとなった。⁶²

- ⑦ 公的介入のありかた→金融機関・大企業救済における公金投入・行政主導型私的整理などの公的救済は、アジア危機後の文脈でモラル・ハザード問題⁶³、市場経済化の文脈では隠れた「ソフトな予算制約」が問題となる。⁶⁴

（ニ）生産性向上：

- ⑧ 労働者権利保障→生産性要素（資本・労働・技術）のうち、労働と技術はマンパワーの質と動機付けに依存する。労働法制・社会保障法制の実体内容・実施メカニズムの問題を、労働経済学という報酬契約のリスク・インセンティブの設計問題等との接点で論じうる。なお国際的な企業の社会的責任論（CSR）の高まりのもとで、たとえばOECD「多国籍企業行動指針」、ILO・WTO・FTA等における「社会条項」論、また各種の国際規格化の動きなどが国内法制に直接影響を及ぼす。

- ⑨ 経営参加・社会的情報開示→上述EBRD（1997）“Sound Business Standards and Corporate Practice: A set of guidelines”やOECD「国有資産コーポレート・ガバナンス指針草案」が強調する、ステークホルダーによる経営監視強化の視点であり、生産性要素としては「資本」効率化への参加というべきであろう。

アジア市場経済化のコーポレート・ガバナンス研究は、以上のように複雑な政策課題を調和的に敷衍する、制度設計の選択を必要としている。この過程にはある整合的な政策体系の選び取りが介在せざるを得な

い。本研究の評価作業は、現状の政策課題の実現度を基準に、制度設計の可否を測り、その結果をもって次なる政策選択・制度改革へと導く、制度構築の新たな政策立案・評価手法としての目的を有することになる。

(3) 評価項目の選択

そこで本研究の具体的な評価項目の設定も、まさにこうした制度構築目的を体現するものでなければならない。ここで具体的な項目選択に当たって、一つのアプローチとして、従来から行政評価、あるいはODA（政府開発援助）のプロジェクト評価の領域において蓄積されてきた、ロジカル・フレームワーク、すなわち演繹的な目的—手段の因果関係樹に沿った政策—措置の演繹的立案・評価手法を参照したい。

とくに国際援助の領域で開発された評価手法は、各種プロジェクトの成果を点検する事後的な意味での評価に止まらず、むしろプロジェクトの立案段階において、政策目的 (Super Goal)→プログラム目標 (Program Objective)→プロジェクト目標 (Project Objective)→期待成果 (Output)→活動 (Activities)→投入計画 (Input)、と演繹されるロジカル・フレームワークを採用し、同時にこの各レベルで因果関係の達成度を計測する指標をそれぞれ設定しておくことで、プロジェクト実施過程でかかる指標に沿った中間評価を繰り返しつつプロジェクトの修正・改善を常時可能にする、いわば立案と評価のサイクルともいえるべき意味での評価である。日本の

ODA 無償支援でも独自のロジカル・フレームワークである ‘PDM (Project Design Matrix)’ が開発され、「プロジェクト・サイクル・マネジメント (PCM)」と称する立案・評価の管理サイクルが実施されている。ただしこうしたODA 評価における一つの論点は、単なるプロジェクト実施を超えた政策・措置立案過程への支援（政策型支援）に際して、プロジェクト評価と同様の立案・評価手法をそのまま適用しうるかの問題である。プロジェクト評価という Output—Input 関係の点検のみならず、別途、政策目標の実現度 (Impact/Outcome) を計測する「政策評価」の確立が叫ばれているが、開発が遅れ、たとえば典型的な政策型支援というべき法整備支援活動の現場でも、もっぱらプロジェクト評価の枠組みが踏襲されているのが実状である。

コーポレート・ガバナンスをめぐる制度設計の立案・評価を意図する本研究の課題も、まさにODA 政策型支援と同様、「政策評価」に相当する領域である。そこで本研究ではODA 流のロジカル・フレームワークを借りながらも、独自に、「プロジェクト評価」を超えた政策評価手法のありかたを検討し、もってコーポレート・ガバナンス制度構築における下表のような立案・評価の枠組みを構想した。

すなわち、まずはアジア市場経済化諸国の制度構築にとっての究極的政策目標を「市場経済化の法制基盤構築」と置き、これを敷衍するプログラム（措置）目標＝「市場経済化に資するコーポレート・ガバナンス制度の構

築・実施」を立てるかたわら、これら目標の達成度の評価指標を組み込む。この際、評価指標は、上述のように因果関係の特定が困難で結論誘導的に濫用されやすいマクロ経済指標の採用を避け、むしろ企業設立や設備投資総額といった企業セクターのミクロのパフォーマンス向上を直接的に反映する指標を選択する。

つぎにプログラム目標を敷衍するプロジェクト（個別事業）目標を立てるが、「政策型」事業の常として、抽象的政策課題を具体的施策に落とすこの段階では、目的一手段選択の因果関係は一義的ではなく試行錯誤の側面を避けられないゆえに、徹底した現地調査による問題理解を踏まえた、課題領域の絞込みが必須であると考えられる。本稿の段階ではさしあたり、国有企業の行政管理体質による経営独立・監視不足、会社化後の旧国有企業の経営監視不足、民間企業の閉鎖的経営体質、民間企業の金融アクセス不足、といった現地課題理解を提示しておくが、今後の対象国別の現地調査により修正・追加が大いにありうる。こうして選ばれた個々のプロジェクト目標に応じて、プロジェクト事前事後の企業経営パフォーマンスの動向を測る評価指標を組み込む。

さらにこうした現地課題の絞込みを受けたプロジェクト目標から、さらに具体的な制度構築の各論的設計目標を敷衍する（下表ではODA 評価用語に応じて便宜上「期待成果 Output」と題している）。各論的設計項目は、特定の法制モデルに拘束されることなく、比

較法知識を駆使しておよそプロジェクト目標に資する制度設計を総合する。かつ評価指標として、各制度設計の論点に対応する実施態を計測しうるサンプル企業調査指標を設定しておく。

ODA 評価用語の「活動・投入」に対応するさらなる各論設計においては、比較法的対比をさらに精緻化しつつ個別の条文規定・判例解釈にまで下り至った詳細な制度設計の点検に及ぶ。

さてこうした制度構築枠組みに応じて、まずはコーポレート・ガバナンスの点検項目を究極目標から現地課題抽出を経て活動・投入へと演繹的に敷衍したうえで（下表左列の上→下方向の立案）、つぎに指標の評価を通じて活動・投入レベルから段階的に上位レベルへと目標達成度の点検を積み上げてゆき（下表右列の下→上方向の評価）、ことに設計と評価との乖離状況では必要に応じて当初の制度設計、ひいてはプロジェクト目標そのものの見直しを行う。すなわち具体的には、対象国別にサンプル企業の実態調査を企画し、法制の各論設計・実施態様を個別企業レベルで明らかにしつつ、同じく企業レベルの経営指標や生産性指標等との相関性・因果関係を問うなかで、もって対象諸国の課題解決に資する制度設計を探究する予定である。

制度構築という「政策型」事業において本来必ずしも唯一の結論は得がたく、試行錯誤のなかでより実効的な制度探究を深める中長期的プロセスにこそ政策研究の本旨があるとすれば、このような立案→評価→再設計サイ

表3 アジア市場経済化のコーポレート・ガバナンス制度構築の立案・評価枠組み試案

制度設計の立案	指 標
究極目標：市場経済化の法制基盤構築	企業設立数増加、設備投資総額増加、総売上高増大等
<p>プログラム目標： 市場経済化に資するCG制度の構築と実施促進 (現地事情調査によるCGの問題点：国有企業と主管行政の癒着・監視不足、会社化企業の監視不足、民間企業の閉鎖的ファミリー経営、民間企業の金融アクセス不足)</p>	<p>究極目標を受けた達成度評価： CGモデルの導入の前後比較、また導入企業／非導入企業の比較にみる、企業設立数・設備投資総額・総売上高等の差異</p>
<p>プロジェクト目標： ① 国有企業のCG制度適用・実施 ② 会社化した旧国有企業のCG制度実施促進 ③ 民間企業のCG制度実施促進 ④ 金融法制基盤の構築・実施 ⑤ 競争促進</p>	<p>下記評価項目につき、企業データベース調査： ① 国有企業の経営指標（投資効率等）、導入／非導入比較 ② 会社化企業の経営指標、導入／非導入企業比較 ③ 民間企業の経営指標、導入／非導入企業比較 ④ 民間企業向けの融資額増加、制度導入前後比較 ⑤ 産業組織論による市場構造指標、制度導入前後比較</p>
<p>期待成果（制度設計各論）： ① 国有企業CG： ・国有企業法による所有・経営の分離。株主による監視強化。 ・国有企業法による第三者的監視の制度化（労働者経営参加、債権者への情報開示・異議・倒産手続、企業登録制度ほか） ② 会社化企業CG： ・株式会社の市場的規律（情報開示・M&A規制等） ・株式会社・有限会社の株主総会の手続適正化、少数株主権の強化、株主アクティビズム ・株式会社・有限会社の内部監査制度の適正化 ・株式会社・有限会社のステークホルダー監視の制度化（労働者経営参加、債権者への情報開示・異議・倒産手続・経営責任追及） ・株式会社・有限会社の行政監視（会社登録他） ・株式会社・有限会社の取締役責任追及制度（追及権限根拠・免責・追及手続） ③ 民間企業CG： (上記②と同様) ④ 金融法制： ・企業法における債権者の情報アクセス・異議手続 ・民法典／土地法による不動産担保制度の整合的構築、不動産登記制度の貫徹 ・動産担保制度の整合的構築 ・現行破産法の債権回収利益に依拠した見直し ⑤ 競争促進 ・競争法（カルテル・支配的地位濫用ほか）の実施体制やガイドライン策定による実施強化</p>	<p>プロジェクト目標の達成度を意識した評価指標： ① サンプル企業調査（導入企業／非導入企業） ・経営自由度の拡大（定款上・現実面） ・株主権による経営監視契機の増大 ・財政自律度の向上 ・労働者経営参加の実質化 ・債権者への情報開示・異議申立て等の実態 ・企業登録制度の実施実態 ② サンプル企業調査（導入企業／非導入企業）・事例調査 ・市場規模・環境、情報開示規則内容 ・少数株主権の種類、行使要件の難易度 ・少数株主組織化（委任状争奪戦等）や機関投資家の実態 ・株主代表訴訟の頻度 ・監査制度の社会的評価・事例 ・労働者経営参加の実態、その他労働者権利の実現度 ・債権者による破産申立・経営責任追及の事例 ・経営責任追及の事例（含む派生訴訟の頻度・実例） ・経営責任の追及手続や免責制度の運用実態 ③ サンプル企業調査（導入企業／非導入企業） (上記②と同様) ④ 企業および金融機関へのインタビュー調査 ・債権者の情報アクセスの実態 ・不動産担保の利用増加、また問題点 ・動産担保制度の利用度、また問題点 ・現行倒産制度の利用度、また問題点 ⑤ 事例研究。競争行政・国有企業・民間企業へのインタビュー ・カルテル規制件数（通告・処理・課罰）。事例と社会的評価 ・支配的地位濫用規制件数（同上）、事例と社会的評価 ・合併規制件数（同上）、事例と社会的評価</p>

クルの導入は、一つの有効な制度構築の探究手法を提供するものと考えられる。

2. 回答誘導性を避ける評価方式

(1) 国際機関の評価方式対比

本稿でみた国際機関の各種評価・研究事業は、評価項目の選択で異同を示すのみならず、評価方式でも相違する。

まずは評価項目に応じて基本的に yes/no の回答形式を設定するのが世銀・IMF「コーポレート・ガバナンス評価事業」と OECD「アジア白書」比較対象表であるが、このうち前者は回答結果を受けてさらに設問者側の裁量による指標化（5段階評価）を行ない、いっぽう後者は指標化を避け事実そのままの記述を一般の評価に供している。他方、EBRD「コーポレート・ガバナンス領域評価事業」では評価項目への回答形式じたいが指標化評価（5段階）によっており、基本的にこの平均集計が公表されたうえ、最終的には EBRD「市場経済化指標」に組み入れられ、多様な経済指標との間で相関性分析に供されていく。

なお LLSV グループの金融法制比較研究も、まずは各国毎に評価項目（既述のようにこれじたいが回答誘導的に限定されているが）に沿った数値結果を得るが、これじたいは yes/no 形式の集計であって主観的判定は介在していない。問題はこれら数値を「法系」なる恣意的なグループ別に集計する点であって、この操作を経た集計数値が、後続の各種経済指標との相関性評価に投入されていくの

である。

以上の対比から示唆される留意点は、第一に評価項目の回答結果の数値化・指標化が何らかの形で恣意性に歪むおそれである。EBRD 流の回答者自身による指標化方式では回答者の剥き出しの主観がそのまま数値に反映されるので、いわば回答者の人選次第で数値を操作しうる。また yes/no 回答形式であっても、集計過程で、世銀・IMF 評価事業のように設問者側の裁量的指標化が介在すれば自由記載欄の現実との乖離が起り、また LLSV グループのようにあたかも客観性を感じさせる「法系」なる実際には恣意的なグルーピングを介在させれば、数値は如何様にも加工されうる。一つの行きかたは、OECD「アジア白書」比較参照表のように回答結果には何らの数値的処理もほどこさない、端的な事実記述方針であるが、この場合は次に述べるような情報解析の利用度が格段に劣る。

すなわち第二点として、回答結果の利用方法の相違がある。EBRD 評価事業や LLSV グループでは、数値結果相互の国別・法系別比較もさることながら、これら数値を各種マクロ経済指標との相関性分析・因果分析に投入し多様な比較研究の論証に用いていく。元となる数値結果の恣意性に鑑みれば危険極まりない利用である。いっぽう世銀・IMF 評価事業は当面、数値結果の単なる開示にとどめているが、開示された結果はやはり後続利用に供されていくので恣意的数値の一人歩き危険は同様である。いっぽう事実記述方式

のOECD「アジア白書」比較参照表の利用は定性的評価に限られ、濫用の危険はないとはいえ、収集された情報の利用上の限界が惜しまれる。

(2) 本研究の評価方式

そこで本研究では、回答結果の数値化・指標化に伴う恣意性・回答誘導性の危険を極力回避し、そのうえで適正な定量的評価の有効利用を試みる。すなわちまずは上表3の評価指標の設定にみるように、ミクロの制度設計論を一足飛びにマクロの経済指標に結び付ける飛躍の方法を避け、あくまでミクロの制度選択と直結するミクロの経済事象に結びつける実証研究に徹している。しかし評価過程は単にロジカル・フレームワークの各段階毎の指標評価に留まらず、さらに各段階の指標間の相互の相関性・因果関係を重層的に検証する。もってプロジェクト・レベルの各論設計の達成がプログラム・レベルの課題解決に結びつき、さらに究極目標へと結びつきうるものになっているという妥当性の検証を可能にする。プロジェクト評価手法とは異なる、いわば本研究独自の政策評価・プログラム評価手法の試みである。

V. おわりに

以上本稿は、アジア市場経済化諸国のコーポレート・ガバナンスの制度構築のありかたを分析・評価する方法的枠組みを探って、既往の移行研究、また開発援助の文脈における先行事業を追い、これらの総合的検討・対比

のなかから、独自の評価手法の提言に迫りつた。すなわち評価項目の選定においては、特定の制度モデルの「移植」意図に拘束されず、むしろ政策目的から演繹的に導かれるロジカル・フレームワークを想定し、現地事情調査の知見に依拠しつつ純粋に項目を敷衍する手法を採用する。評価方式については、単にロジカル・フレームワークの採用指標に沿ったプロジェクト評価にとどまらず、指標相互の相関性・因果関係の重層的な検証を伴う政策評価手法の適用を予定する。こうした評価手法の提言は、本研究が今後予定するベトナム・ラオス等の企業セクター研究過程で現実適用されるなかで、具体化・精緻化を進め、有用性を獲得していく予定である。

注

- 1 Sachs, J & Woo, W.T. (1994) "Reform in China and Russia," *Economic Policy*, April 1994, 大野健一 (1996) 『市場移行戦略：新経済体制の創造と日本の知的支援』有斐閣、加藤弘之 (1997) 『中国の経済発展と市場化』名古屋大学出版会、トラン・ヴァン・トゥ (2003) 「移行と開発戦略に関する理論的枠組みの構築をめざして」『比較経済体制学会年報』40巻2号、上原一慶 (2005) 『躍動する中国と回復するロシア：体制転換の実像と理論を探る』高巢菅出版、ほか。
- 2 開発課題を満たしつつ漸進主義的に移行を進める「ツートラック・アプローチ」、統制部門の移行過程に伝統部門の開発過程を組み合わせた「三部門モデル」などの理論枠組みが論じられてきた。
- 3 OECD (1998) "OECD Principles of Corporate Governance" は1998年公表後、1999年OECD閣僚会議で正式採択されたが、のちに世銀・IMF・BIS (国際決済銀行)・IOSCO (国際証券委員会機構) などとの共同作業で改訂され、OECD (2004) "OECD Principles of Corporate Governance 2004" として公表された。1998年公表時点の内容は、株主権、株主平等待遇、ステークホルダーの役割、情報開示

- と透明性、取締役会の責任、の5つの章から成るシンプルな基本原則の提示であった。2004年改訂ではこれら基本原則をほぼそのまま踏襲するが、冒頭に「効率的コーポレート・ガバナンス枠組みの基盤確保」なる章を新設するとともに、項目毎の注釈を追加添付した。
- 4 ベトナム1992年憲法（4条の共産党の指導性、10条の労働組織の指導的役割）、ラオス1991年憲法（2条・3条の人民民主主義、5条の民主集中制、7条の大衆参加原則）、など。
- 5 ベトナム1992年憲法（15条の多部門商品経済・私有権容認・21条の営業取引の自由）・1995年民法典（175条の私有権公認）、ラオス1991年憲法（13条・16条の市場経済化、14条の私有権、15条の営業の自由）など。
- 6 文科省科研基盤研究B「移行経済国における市場形成の進展、課題、政策と日本の協力」（駿河輝和代表）の一部を構成する。
- 7 MacMillan, J. & Naughton, B. (1996) *Reforming Asian Socialism: The Growth of Market Institutions*, University of Michigan Press; Sachs, J. D. and Woo (1997) "Understanding China's Economic Performance," NBER Working Paper Series, No.5935など。
- 8 Sachs, J.D. (1996) "Reforms in Eastern Europe and the Former Soviet Union in light of the East Asian Experiences," NBER Working Paper Series, 5404参照。
- 9 Stiglitz, J. (1999) "Whither Reform? Ten Years of Transition," presented for the Annual World Bank Conference on Development Economies, World Bank
- 10 EBRD, Transition Report 各号の「移行指標」は、価格自由化・為替貿易自由化・小規模民営化・大規模民営化・企業改革・競争政策・インフラ整備・銀行部門改革・その他金融部門改革・法整備、の10項目から成る。
- 11 Slavova, S. & Bernstein, D. (1999) "Market perspective of corporate governance-EBRD survey results," *Law in transition*, Autumn 1999, EBRD.
- 12 Chen, H. (Counsel, EBRD) (2003) "Corporate Governance Sector Assessment Project: Report on the 2002 Assessment Results," EBRD at <http://www.ebrd.org>.
- 13 Chen, H. (Counsel, EBRD) (2004) "Corporate Governance Sector Assessment Project: Report on the 2003 Assessment Results," EBRD at <http://www.ebrd.org>.
- 14 EBRD 顧問弁護士団および Ernst & Young 等コンサルタント会社の支援で作成されている。
- 15 なお2003年以降 EBRD は「新法整備指標」(New Legal Indicator Surveys) の構想を公表し、一定の制度モデルを判定基準として明示する点に、旧指標との最大の相違がある。すでに担保法や破産法において明示的に実施されているが、コーポレート・ガバナンスについても、2000年導入の後述「チェックリスト」がこうした判定基準の明示方針を先取りしていた。
- 16 Bernstein, D.S. (Chief Counsel, EBRD) (2002) "Process drives success: Key lessons from a decade of legal reform," *Law in transition*, Autumn 2002, EBRD, p.4-5参照。
- 17 ただし国際基準の端的な移植は避け、法の適切な実施のためにも、現地の法実施体制や経済社会事情に応じた修正が必要であり、かつ現地側の主体性が必須だとする。前掲 Bernstein (2002) p.7。
- 18 Ramasastry, A. (2002) "What local lawyers think: A retrospective on the EBRD's Legal Indicator Surveys," *Law in transition*, Autumn 2002, EBRD, p.15-17.
- 19 前掲 Ramasastry (2002) p.15.
- 20 EBRD (1997) *Sound business standards and corporate practice: A set of guidelines*, EBRD at <http://www.ebrd.org>.
- 21 1999年報告の基礎をなした調査の詳細内容は公開されていないため、ここでは同報告の掲げる主要調査項目（前掲 Slavova & Bernstein (1999) p.33-34）を参照している。
- 22 注1参照。
- 23 前掲 Chen (2003), p.2の 'Rating Methodology' 参照。
- 24 前掲 Chen (2003), p.6他。
- 25 前掲 Chen (2003), p.2の 'Rating Methodology' 参照
- 26 OECD Working Group on Privatization and Corporate Governance of State-Owned Assets (2004) "Draft Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Assets," OECD at <http://www.oecd.org>.
- 27 OECD 民営化部会による2003年報告が民営化の芳しからぬ経済成果を認め、コーポレート・ガバナンス改革を課題として残したことが、同指針の草案作成作業に結びついた経緯につき、前文第1節参照。
- 28 詳しくは金子由芳(2004)「市場経済化における法整備の比較考察—ベトナム・ロシア・中国—(1)」国際協力論集12巻2号参照。
- 29 もちろんロシア旧国有企業の労働者持株制を「インサイダー支配」の温床とみる批判も根強い。安定的大株主化に帰するか、第三者的な少数株主監視として機能するのか、の決め手となる制度条件の議論（たとえば可決要件である過半数の取得を狙うのか、拒否権発動を狙うにとどめるのか等）が必要とされている。

- 30 中国1993年「会社法」(52条2項; 45条2項; 68条2項; 改正67条; 124条2項) 労働者代表の監査会や取締役会への参加を法定するが、最低人数の定めがないなどから、形骸化が批判されている。ベトナム1998年「企業法」は少数株主・労働者経営参加への配慮が乏しく、唯一、株式会社の少数株主の取締役・監査役1名ずつの指名権(53条2項)が目につく。詳しくは前掲・金子「市場経済化における法整備の比較考察……」p.22-39参照。
- 31 World Bank (2003) "Template for Country Assessment of Corporate Governance, Revision 3, June 2003," World Bank at <http://www.worldbank.org>.
- 32 World Bank (2004) "Report on the Observance of Standards and Codes(ROSC): Corporate Governance Country Assessment: REPUBLIC OF INDONESIA," World Bank at <http://www.worldbank.org>.
- 33 OECD (2003) "White Paper on Corporate Governance in Asia," OECD at <http://www.oecd.org>
- 34 同白書 'Executive Summary' 参照。
- 35 筒井義朗編(2000)『金融分析の最先端』11章参照。
- 36 Jensen, M. & Meckling, W. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, p.305-360他。
- 37 Jensen, M. & Ruback, R. (1983) "Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11, p.5-40他。
- 38 *Journal of Financial Economics*, 27 (2000) の敵対的買収特集参照。
- 39 Grossman, S. & Hart, O. (1988) "One Share-One Vote and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, p.175-202; Aghiton, P. & Bolton, P. (1992) "An Incomplete Contracts," *Review of Economic Studies*, 59, p.473-494; Aghiton, P., Hart, O. & Moore, J. (1994) "Improving Bankruptcy Procedure," *Washington University Law Quarterly*, 72, p.811-827; Hart, O. & Moore, J. (1998) "Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt," *Quarterly Journal of Economics*, 113(1), p.1-41他。
- 40 Levine, R. (1998) "The Legal Environment, Banks, and Long-run Economic Growth," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30; Levine, R. and Zervos, S. (1998) "Stock Markets, Banks, and Economic Development," *American Economic Review*, 10, p.323-339; Demirguc-Kunt, A. & Levine, R. (2001) *Financial Structure and Economic Growth*, MIT Press.
- 41 グループの主要論考である La Porta et al.(1998) の主要経済学雑誌における引用回数は100に余る。
- 42 La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1996) "Law and Finance," NBER Working Paper 5661, p.3.
- 43 Shleifer, A., Glaeser, E., La Porta, A., Lopez-De-Silanes & Djankov, S. (2003) "The New Comparative Economics," Institute for Economic Research, Harvard University, Institute Research Discussion Paper No.2002, p.2-6.
- 44 前掲 La Porta et al.(1996)、および La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997) "Legal Determinants of External Finance," NBER Working Paper 5879.
- 45 La Porta et al. (1996), p.8~12
- 46 La Porta et al. (1996), p.8
- 47 La Porta et al. (1996), p.12-13では、市場型ガバナンスは関連する法領域が広いので、別途論じるとしたが、その後この方向は追究されていない。
- 48 La Porta et al. (1996), p.22は、債権者権利の発動契機は多様だと認めながらも、最大の発動は担保権行使であるとし、これを妨害する倒産法規定に関心を絞るとする。
- 49 La Porta et al. (1996), p.13.
- 50 たとえば三輪芳朗他編(1998)『会社法の経済学』参照。
- 51 La Porta et al.(1996), p.13~14.
- 52 La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2000), "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27; La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2002) "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance*, 57, p.1147-1170; Djankov, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, & F., Shleifer, A. (2002) "The regulation of entry," *Quarterly Journal of Economics*, 117, p.1-37; Djankov, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, & F., Shleifer, A. (2003) "Courts," *Quarterly Journal of Economics*, 118, p.453-517など。
- 53 経済学に依拠した法制研究(Law and Economics)とは異なる、法学による経済学的手法を活用である。川濱昇(1997)「法と経済学について」民商法雑誌108~109号参照。
- 54 しかし2003年以降 EBRD が担保法・倒産法

- 分野で導入した新・法整備指標 (New Legal Indicators Survey) では特定モデルの移植度をチェックする性格がより前面に出ている。
- 55 ベトナム「国有企業法」と1998年「企業法」をめぐって前掲・金子「市場経済化における法整備の比較考察……」参照。なお2005年国会で審議中の統一企業法の動きが注目される。
- 56 ベトナム証券市場規制の現状について Nguyen Thi Anh Van (2004) “Toward a Well Functioning Securities Market in Vietnam,” Nagoya University, CALE Books-1参照。
- 57 金子由芳 (2005) 「ベトナム競争法の立法について」国際商事法務35巻4号参照。
- 58 国際協力事業団 (1998) 『ヴェトナム国市場経済化支援開発政策調査(第2フェーズ)』最終報告書他。
- 59 金子由芳 (1999) 「投資自由化議論の動揺とベトナム外資法の対応」アジア経済40巻7号、同 (2003) 「アジア広域 FTA の法政策論的展望—非貿易的関心事項をめぐるデファクト・スタンダードへの対応—(1)(2)」国際協力論集11巻1号・2号参照
- 60 金子由芳 (2004) 『アジア危機と金融法制改革』第三章、同 (2004) 「ベトナムの改正破産法について」国際商事法務34巻11号参照。
- 61 APEC (アジア太平洋経済協力) 傘下の ‘Strengthening Economic Law Infrastructure (SELI)’ 事業は、2003年度に筆者も参加し債権回収法制比較調査を実施し、ベトナムを重点国の一として取り上げ、報告書を還元した。経済産業省 APEC 推進室 (2003) 『APEC 諸国・地域における債権回収手続の実情に関する調査報告書 (日本語版)』。
- 62 前掲・金子『アジア危機と金融法制改革』第一章3節・第五章参照。
- 63 前掲・金子『アジア危機と金融法制改革』第二章参照。
- 64 金子由芳 (1999) 「ベトナム国有企業改革の立法動向」国際商事法務27巻3号参照。

A Study of Evaluation Method on Corporate Governance Systems in Asian Transition Economies

KANEKO Yuka*

Abstract

This study aims at proposing a better evaluation method on the development of corporate governance mechanisms in Asian transition economies. The analysis is composed of two parts.

The first part is a comparative analysis of preceding proposals of evaluation standards by leading international institutions, including the OECD's "Principles of Corporate Governance" (first appeared in 1998, revised in 2004), the EBRD's "Principles of Corporate Governance and Corporate Governance Checklist" (2000), the World Bank's "Template for Country Assessment of Corporate Governance, Revision 3," (2003), and the OECD's "White Paper on Corporate Governance in Asia" (2003), as well as recent active works of economic analysis of financial laws such as La Porta, Lopez-Dè-Silanes, Shleifer, & Vishny (1996) and Shleifer, Glaeser, La Porta, Lopez-De-Silanes & Djankov (2003) providing justifications for standardization of Anglo-American-style corporate governance models. The major finding in this part is that those evaluation standards differ each other in quite significant way revealing each different policy stance in both technical and fundamental levels. For example, in a technical level, the EBRD's Checklist and the WB's Template share the same serious concern on the market-base corporate governance and the less detailed considerations for non-market-base corporate governance, while showing a common strong bias towards Anglo-American standard in the choice of items and indicators for evaluation, which might reflect their basic policy stance to promote and transplant a single sophisticated international standard to every recipient. On the other hand, the OECD's Principle and its

* Professor, Graduate School of International Cooperation Studies, Kobe University.

paraphrase given by the OECD's White Paper in the Asian context take much more multi-optional approaches, while searching for better fit designs for each local socio-economic situation.

The second part of this study, based on critical results of the above comparative study, elaborate own evaluation method to be used for searching out better fit corporate governance designs for Asian transition economies, including China, Vietnam, Laos, and Cambodia, all of which shoulder both tasks of 'transition' and 'development'. Reference is made to the project formation and evaluation methods in the ODA activities such as Project Design Matrix developed by JICA and being improved further especially for the purpose of 'policy-based' aides. Since the framework of corporate governance evaluation is considered as an analytical tool of policy-makings on institutional buildings and hence can be developed in parallel with the evaluation method on 'policy-based' programs in ODA.