

証券市場の不完全性とガバナンス

——規制とガバナンス・コスト

小 山 明 宏

1. はじめに

(1) 問題の所在

いわゆる先進諸国におけるコーポレート・ガバナンスの状態が、当該国における証券市場の発達あるいは成熟の程度と関係があることはしばしば指摘されている。そのような証券市場の「未発達さ」あるいは「未成熟さ」は、それに対応した、更にはそれを補うための規制、および資本配分メカニズムを引き起こすことになり、現在の各国の制度が発生していると考えられることができる。

この問題に対するアプローチのひとつの方法として、「組織の経済理論」によるものが挙げられる。取引費用理論、エージェンシー理論などによる考え方によって前述の諸問題に取り組んでみると、従来曖昧に解釈されていた現象が、整理されて説明されることがしばしばある。例えば、ガバナンス及び資本供給において銀行が果たす役割は、アメリカよりドイツ、そして日本において重要なものであるし、持株会社はドイツで非常に発達した。それは、「市場」か「組織」かという、効率的な資源配分に最も適した資源配分「メカニズム」が、各国が持つ歴史、文化そして今なおひきずっている過去により、強く規定されているからであると考えられる。本稿では、このような見地から、ウィリアムソン以来の新制度派経済学の考え方にしがたい、ドイツにおけるこの分野での研究の中心となっているミュンヘン大学のアーノルド・ピコー（Arnold Picot）と、ウィリアムソン、ピコー両門下のヘルムート・ディートル（Helmut Dietl）による主張を再吟味し、日独資本市場の制度的および実証的な比較の予備的な考察を行う。¹⁾

(2) 基本的なスタンス

本稿での考察のバックグラウンドとなるフレームワークについて、簡単にレビューしておく。資源配分が行われるとき、そこには何らかのメカニズムが必要である。すなわち、交換や取引などのプロセスを経て、資源配分がなされる。そして、その際には交換や取引を「調整」する必要が生じてくる。これは、財やサービスが、その利用権が移動するという事象を「交換」と呼ぶことにすれば、前述の資源配分メカニズムにおいては、何らかの形でその交換のネットワークの中で、取引を希望する者同士を引き合わせる（調整する）必要があることを意味している。そのような交換を、「（経済的）取引」と呼ぶならば、「取引」には必ず費用が発生している。それは、取引のために契約を結んだり、調整を行うのに要する費用などである。コース（1910～）は、このような思考の筋道から、取引に伴うこの費用を「取引費用（transaction cost）」と名付けた。取引のためのシステムの一方の極（代表）は市場であり、そこでの調整装置は価格メカニズムであ

る。もう一方の極は組織であり、オーソリティが調整装置の役割を果たす。こうして、ある交換取引が、市場取引によるのか、組織を使って行われるかは、その取引を行う際に生じる取引費用が、どちらを使った方が安くて済むかによって決まるであろう。ウィリアムソン（1932～）の「取引費用の経済学」はこのテーマをより詳しく取り上げたものである。

ウィリアムソン（Oliver Eaton Williamson）は「取引費用の経済学」を中心とする現代における企業理論の代表的な研究者で1932年アメリカ、ウィスコンシン州スベリオル生まれである。1963年カーネギー・メロン大学でPh.D.（Economics）を取得し、1968年ペンシルヴァニア大学教授となり、現在カリフォルニア大学バークレイ校教授で、前述のディートルはそのもとで学んだドイツ人研究者である。ウィリアムソンは、1960年代始めから、伝統的な経済学における企業概念に、現代組織理論の成果を土台とした新しいアイデアを導入し、経営者の存在を明確に考慮した「裁量的行動モデル」を提唱して注目を浴びた。また、企業内部における組織形態・構造の研究も注目され、その成果は「内部組織の経済学」として確立した。この頃の重要な成果として“The Economics of Discretionary Behavior（邦訳：裁量的行動の経済学）”，および，“Corporate Control and Business Behavior（邦訳：現代企業の組織改革と企業行動）”がある。そしてその問題意識は更に広げられ、「取引費用」をキーコンセプトとして、資源配分のシステムとしての市場と階層組織を対置させた「取引費用の経済学」を展開するに至った。その成果は，“Markets and Hierarchies（邦訳：市場と企業組織）”として発表され、現在に至るまでこの分野での重要な参考文献となっている。彼の理論は各国で分析ツールとして用いられ新制度派経済学的な経済制度の分析の興隆をもたらしている。

2. ドイツの証券市場の概観

(1) ドイツの証券市場の未発達さ

ドイツの証券市場の未発達さについては、その原因をまず銀行システムのありように求めるのが通説となっている。周知の通りわが国とドイツの銀行システムの違いは、ドイツにおけるユニバーサル・バンク・システムの存在という一語に要約できる。ドイツのユニバーサル・バンク・システムはコマーシャル・バンキング、インベストメント・バンキング（証券発行業務、証券ブローカー業務）、そして最近では更にコンサルティング・バンキングという3つの柱から成っており、このようなドイツ独自の制度のために銀行は企業に対する強い影響力を持ちやすくなっていると言われており、元来「ユニバーサル・バンク」という言葉は、ドイツの3大銀行（ドイツ銀行、ドレスナー銀行、コメルツ銀行）が証券業務を始めて以来、使われるようになったと言われている。そして、ユニバーサル・バンク・システム（間接金融面）が企業の資金調達において主流となればなるほど、これに対応する直接金融、すなわち証券市場の発達は促進されなくなるであろうことは明らかである。まず、銀行は貸付資金の源泉として預金に頼っていることから、証券業務、特に顧客へ証券の購入を強く勧めることに対しては、相対的に消極的であるといわれる。また、企業の新規資金調達にあたっては、ユニバーサル・バンクとしては自らが兼営する貸付業務と証券業務のうち、資本市場を経由した調達よりも、自らが貸付を行うことに対するインセンティブの方が強くなることは考えられるからである。一方、企業の立場からは、手続きやコストの面で煩わしく、かつ負担になる証券発行よりも、手軽な銀行借入れに頼ることにより、資本市場へのアクセスには消極的になっているとされる。²⁾

（2）ドイツ証券市場の歴史的背景

ただしドイツの銀行が、このようなユニバーサル・バンクという形態をとっている背景を理解するには、ドイツにおける企業の資金調達（ファイナンス）の歴史を理解することが不可欠である。すなわち、資本主義国としては発展が遅れ、イギリスにくらべて半世紀ほど後から産業革命をある意味で強引に、急速に展開するために、銀行業務と証券業務を一体として行うユニバーサル・バンク・システムは、ドイツにとって避けられなかった金融制度だったといえるのである。19世紀におけるドイツの産業革命の進展に合わせて、国内（プロイセン）の富裕階級の資金を吸収し、産業地域へと投入する機能、そして国外からの資金が証券投資という形をとってドイツへ入って来る際の仲介という機能、この2つの機能を銀行が果たしたことが、今日のドイツにおけるユニバーサル・バンク・システムの始まりである。

第1次大戦後の不況、ナチスの台頭、そして第2次大戦での敗北を経験した後、ドイツ経済は周知の通りめざましい復興を遂げた。このような戦後ドイツの復興は、1950年代の高度成長、1960～70年代の安定成長という表現によって要約することができる。そしてここにおいても銀行は重要な役割を果たした。すなわち、1950年代の高度成長においては、政府の自己金融促進政策とともに、資金調達における銀行借入の伸長、証券発行の停滞などの徴候のもとで、連合軍によって一度は解体されていた3大銀行が、1952年および1956年と相次いだ緩和の立法によって完全に元の姿に戻り、大いに企業との結びつきを深めたのである。

さらに、このようなユニバーサル・バンク・システム（UBS）の存在による影響だけでなく、元々ドイツに固有の事情で、資本市場の発展に対してプラスにはならない要因もある。すなわち、ドイツでは、様々な制度的制約の結果、株式会社形態の企業が多くないということである。たとえば、ドイツにおける企業の発展史で欠くことのできない、そして現在も数多い同族会社は、ディスクロージャー（財務を中心とした企業情報の開示）を好まないため、この点での制約・要件が厳格である株式会社よりも有限会社形態をとることが多くなり、資本市場が利用されない傾向がある。また、1976年共同決定法の成立以来、その適用を受ける株式会社では監査役会（Aufsichtsrat、監督役会と訳すこともある）の構成（従業員代表の参加）に関して経営側にとって都合の良くない事態が生じる可能性があるということで、ますます株式会社ではなく、その適用を受けない有限会社が好まれる傾向が現れている。³⁾ その結果、株式会社の数は、1960年の2,558社から、1983年には2,118社まで減少した。その後、1989年末には2,508社まで増加し（この時点で有限会社は401,687社）、さらにそれが1991年には2,806社となって、そのうち660社の株式が上場されている。1994年には上場会社数は666社である。これがわが国の株式会社、そして証券取引所に上場している企業の数と比べて極端に少ない、あるいは偏っていることはいうまでもない。すなわち、marketabilityという観点からは、ドイツの証券市場の未発達性は先進諸国の中では際立ったものと考えられる。

3. 「不完全性」と「規制」の概念

（1）伝統的規制理論とリレーショナルな規制理論

多くの場合、「規制」は市場での競争に任せておく（放任）と資源配分が非効率になる場合になされる。すなわち、市場の「不完全性」を補うべく「規制」がなされる、ということである。⁴⁾ ここでの「規制」のタイプには、片方の端に伝統的な理論、もう一方の端にリレーショナルな理論がある。

伝統的な規制は、いわゆる（新古典派）経済学的な理論背景に依拠する。そこでは完全競争的なすべての市場が希少な資源を効率的に配分するとされる。完全競争の資本市場では、諸企業が発行する証券は、

- (1)資本の（期待）限界生産物の価値と等しく、
- (2)投資に対する各投資家の（期待）限界効用に等しく、
- (3)マーケットをクリアーする、

ような価格で、発行されることになる。しかしながら、そこでの諸過程のほとんど、たとえば市場参加者が完全に情報を与えられているとか、価格操作は起こらないとか、価格受容者のみとかいう仮定は、現実には成立せず、たいていの市場は大きな不完全性が存在している。結果として前述の理論は現実には存在している市場の不完全性をできるだけ無視して進められることになる。

資本市場の場合は、このような伝統的な規制理論の目的は、まず市場参加者の間に存在する情報的な非対称を減少させることであり、たとえばそのために、広範な、巧妙にデザインされた会計原則や、情報開示、監査のルールを十分に施行させるということである。インサイダー取引の禁止は、さらに残る情報的な非対称を中立化しようとするものと考えられるし、市場操作への厳しい規制法はフェアな取引を保証するだろう。分散投資の要件、乗っ取り禁止の規制、ユニバーサルバンキングの禁止は、資本市場の参加者が個別的にマーケットパワーを得られないようにして、完全競争市場での理想的な状態が起こるよう仕向けることになる。これらの議論が現実には夢のようなものであるとしても、それをフレームワークとして、この種の議論の主張者は話を進めることになる。

これらの伝統的な規制理論では資源配分の効率性が第一に注目されるが、リレーショナルな規制においては、ガバナンスの効率性に集中する。リレーショナルな規制の理論的な基礎は財産権理論、エージェンシー理論、ガバナンスの経済学である。これらの理論のフレームワークでは、所有権の集中、市場操作、インサイダー取引などの資本市場の不完全性は、投資ガバナンスへの影響という観点から吟味される。リレーショナルな観点からは、伝統的な経済学で言われる市場の不完全性は、必ずしも害毒を及ぼすものとは考えず、ガバナンス・コストを節約する手段とみなされる。たとえば、企業の所有権の集中の試みは、公開企業でのガバナンスの不備・欠陥への効率的な反応とみなされる。所有権の分裂化とそれに伴う財産権の希薄化により、市場参加者はコーポレート・ガバナンスへの投資の意欲をそがれる。もし財産権が希薄化されるならば、活発な（能動的）投資家は、ガバナンスの便益の大部分が他人（主として受動的投資家）に帰することになる一方で、ガバナンス・コストすべてを負担せねばならなくなるだろう。このような状況下では、コーポレート・ガバナンスへの投資は正の収益をもたらさない。

(2)投資に関連したコスト………ガバナンス・コストについて

投資における様々な相手との関連を設定し、統治するためには投資関連コストが発生する。それは、Dietl (96) によると、①誤配分コスト（Misallocation Cost）、②ガバナンス・コスト（Governance Cost）、の二つから成る。

誤配分コストは希少な資本が、最も高い利益率をもたらすような投資対象に投入されない時に発生する経済的な損失である。不正確な知識の故に投資家は投資ポートフォリオの期待値を真の値よりも高くあるいは低く見積もることになる。結果として、不正確な知識のおかげで、資本の誤配分が起こるかもしれない。ただ、ここでの「正確な情報」は「完全な情報」ではない。完全

な情報のケースでは、投資家はすべての利用可能な投資プロジェクトの将来のキャッシュフローを知るだろうが、「正確な情報」は投資家が、利用可能な投資ポートフォリオの期待収益率とリスクを正しく推定することを意味している。要するに、完全な知識は将来の世界の状態を知っていることを意味し、正確な情報とは、あり得る将来の世界の状態と、それぞれの確率を知っていることを意味している。完全な知識のケースでは、リスク分散化の必要はないであろう。

ここまでは、ガバナンスの問題は無視されてきた。誤配分コストは、企業の執行役員が常に投資家の最大の利益を求めて行動することを前提に計算されてきた。この前提は成立しないから、投資関連コストの二つ目の構成要素としてガバナンス・コストが導入されるのである。

ガバナンス・コストは投資に関係する両者、すなわち一方が投資家、もう一方が企業の執行役員、がともに矛盾する目標を追求する時に発生するすべての経済的損失を包含する。企業の執行役員は常に自動的に投資家の最大の利益を考えて行動するわけではない。投資家が自らの投資価値の最大化をめざす一方で企業の執行役員は、投資家の支出の下に自らの地位を強化し、レジャーの時間を増やし、自らの富を高めようとする。このような潜在的な利益のコンフリクトからガバナンス・コストが発生し、それはエージェンシー・コストと非分散化コストから成る。エージェンシー・コストはシグナリング、スクリーニング、モニタリングのコスト、そして残余損失から成る。

非分散化コストは、十分に分散化されない投資ポートフォリオを所有することによる経済的な損失を表す。投資のガバナンスを改善しようとするうちにリスクの分散化の最適なレベルを見過ぐす投資家はアンシステマティック・リスクにさらされる。リスクにさらされることによるこの種の経済的な損失も、ガバナンス・コスト全体の内の一部として考慮されねばならない。

シグナリング・コストは企業のみによって直接負担される唯一のガバナンス・コストである。投資家は、なんらかの投資関係に入ると潜在的な「着服の危険（appropriation hazards）」にさらされる。それは、企業の執行役員は機会主義的に行動し、投資家の資本を部分最適、あるいは更に価値を失うようなやり方で利用するかもしれないからである。このような行動の不確実性から資本コストの増加や信用割当を引き起こすかもしれないため、執行役員が誠実に行動するような企業は資産の質の良さ、行動の信頼性や信用の価値の高さなどをシグナルするために信頼性の約束を潜在的な投資家に提供する強いインセンティブを持つ。シグナリングコストは、そのような信頼性の約束を企業が潜在的な投資家に提供する際に起こる経済的な荷重である。

スクリーニングコストは、投資家が投資関係に入る前に企業とその執行役員の性格を識別する試みに際しての情報活動から発生する。モニタリングコストは事前的スクリーニングコストの事後的等価物である。モニタリングコストは投資家が、投資関係にある間に投資における機会主義をみつけ、罰するのに行われる情報活動と規律づけの手段から生じる。

シグナリング、スクリーニング、モニタリング活動にもかかわらず、企業の執行役員により機会主義的なやり方で追求される裁量的な自由の余地があるかもしれない。このような行動の不確実性の結果として生じる経済的な損失は「残余損失」としてくられる。

これら4つのガバナンス・コストの間には、トレードオフ関係がある。あるカテゴリーのコストが増えれば他のカテゴリーのコストは減るだろう。たとえば、スクリーニングコストを多くかける投資家は、モニタリングコストと残余損失を減らせるかもしれない。また、シグナリング、スクリーニング、モニタリングのコストを節約すれば、残余損失が増えるかもしれない。

ここまでガバナンス・コストは単一期間投資関係という time horizon で論じられてきた。金

融仲介機関の場合、ガバナンス・コストは各ステージで発生するかもしれない。投資家の観点からは、仲介エージェントは機会主義的に行動するかもしれない、スクリーニングとモニタリングが必要である。一方エージェント自身はこのような情報の非対称を減らし、信頼性の約束を提供するために、シグナリングコストをこうむるかもしれない。企業の観点からは、仲介機関は投資家を代表するもので、スクリーニング、モニタリング、そして非分散化のコストをこうむるだろう。

このようなシステム化によれば非効率的なリスク分散化は誤配分コストと非分散化コストにくられるかもしれない。非効率的なリスク分散化が不正確なリスク期待によっているその程度によって、それは誤配分コストの一部となる。それがガバナンスによって引き起こされた所有権の集中によるならば、その経済的な損失はガバナンス・コストの一部としての非分散化コストによって示される。

ところで、これらの投資関連コストを計量化する「コスト」は、ほとんどの経験的状況で非常に高いものではあるが、投資関連コストのレベルというものは、資本配分と投資ガバナンスの代替的な様々なモードの比較的な効率性を評価する目的からは有用な基準である。人間の身長がしばしば尺度なしに評価されうるように、資本配分と投資ガバナンスの代替的な様々なモードも、投資関連コストの比較的な分析に基づいてランキングされうる。更に、もし投資関連コストの額と投資関係の計量可能な特性との統計的な相関関係がわかれば投資関連コストは間接的に測定されるかもしれない。そして、そこで第一に考えられているのは、「投資家の利益の最大化」であり、そのための“Organisational Response”は、ドイツではユニバーサル・バンクであり、持株会社だった、ということになる。

4. ドイツにおける規制——ドイツ資本市場における「不完全性」の表れ

リレーショナルな規制で最も重要な要素は、特権を与えられたユニバーサル・バンキングである。リレーショナルな規制環境では、リレーショナルな規制の下での資本市場の非効率性へのOrganisational Responseにおける議論に従うと、ドイツに関しては所有権の集中と特権を有するユニバーサル・バンク、そして保険会社が有力であるため、リレーショナルな資本市場での投資ガバナンスが強まっていると考えられる。

前節まで展開された議論に従い、ドイツの証券市場は「リレーショナルなマーケット」あるいは「リレーショナルな規制」と名付けられる。こういう位置づけは現状の追認とも受け取れるが、それが形成されてきた背景、すなわち歴史や文化、過去などをもとに、それらにしたがって形成されてきたものであることを考えると、これがガバナンス・コストを含むコスト全体を最も抑えうる資本配分メカニズムなのであろう、という結論に達することになる。様々な原因でマーケットメカニズムを介した資本配分が最適なものにならない、ということによる。ユニバーサル・バンキングの容認などは、リレーショナルな規制の「賜物」、あるいは「落とし子」ということになりそうだが、しかし、ではそのような銀行は、証券市場の「不完全性」をカバーしうるものだろうか、ということが次の問題となり、これは、銀行規制の問題となる。

ドイツにおいては、EC 金融市場の中核としての役割期待から、直接金融市場へのドイツ政府の肩入れが目立つようになり、大企業にとって銀行との関係を再吟味する意味がある、ということになって来ている。

コーポレート・ガバナンスという見地からは、現在ドイツで取り上げられているトピックは

何か、ということになるが、バウムス (94) によると、次の3つの問題が取り上げられている。

- ①金融機関による企業の株式保有は制限されるべきか、
- ②寄託議決権制度は改変あるいは修正されるべきか、
- ③監査役会の機能を実質的、実体を伴うものへと持って行くにはどうすれば良いか、
そして、次の二つも特筆すべきである。
- ④金融機関と企業との人的・資本的関連は問題にされるべきか、というテーマに関する公聴会が実際に開かれたこと (1993年11月8日)。
- ⑤子会社などの企業集団に関するコーポレート・ガバナンスについての法、あるいは規制への関心の高まり。

ドイツにおいても銀行にとっての環境変化 (企業の銀行離れ) がかなり drastic に起こっており、銀行にとっては従来のように安閑としてはいられなくなりつつあるのは日独共通である。一方また、この④の議論に見られるように、問題が直視され、公の土俵の上に乗せられるということは、わが国との大きな差異であると言える。この点については、

I 日独両国の国民性の違い (例えば、阿吽の呼吸、などという言葉に代表される高コンテクスト文化の日本と、正反対の低コンテクスト文化のドイツ、すなわち曖昧さを美德とするかどうか、など)

から始まって、

II 戦後の体制変革に対する姿勢の違い (ナチスに対する姿勢に見られるように、是々非々の態度を貫くドイツと、あくまで体制側の立場から戦後も一貫してその維持をねらい続けた日本、など)

III 文化・地理的事情の違いによる開放性 (あるいは閉鎖性) の違い (例えば、島国であるため国境の概念が希薄で、ドイツにおける対EC諸国との関係にあたる概念が、日本にはない、また、その意味で侵略という言葉に対する意識も異なる (希薄である) など)、
など、様々な定性的な側面を考慮する必要がある。⁵⁾

たとえば、ドイツにおける銀行の企業に対する影響力の行使は、明文化された制度を直接利用しているところに特色がある。いわゆるハウスバンクにしても、わが国におけるメインバンクのように、陰伏的に、それとなく影響を及ぼそうという態様とははっきりと区別される。これには、前述の文化的あるいは民族的な差異も大きな影響を及ぼしていると考えられる。

日独の「コーポレート・ガバナンス」の比較という見地から述べれば、建て前と本音を分け、実態と外見を区別するわが国の歴史的文化的体質から、日本の銀行がドイツのような役割を果たすのは不可能であると思われる。それはドイツにおける企業と銀行の関係に対する社会の目・規制にあたるものが我が国には全くないことにもよっているであろう。制度的な面に目を向けても、たとえば東京三菱銀行は、合併後、ドイツにおけるユニバーサル・バンクに類似した機能を備えつつあると言われているが、それは純粹に (すなわち機械的な意味で) 業務が類似してきただけで、「リレーショナルな規制」を効果的に実行するために必要な倫理的バックグラウンドは、残念ながら備わってはいない。かけ声だけでない真の「企業倫理」が我が国でも着実に根付く土壌ができない限り、この問題に進展はあり得ない。

[注]

- 1) 以下の議論は、ディートル氏との直接の討論及び示唆によるところが大きい。同氏に心から感謝すると共に、本稿での主張には筆者の個人的見解が織り込まれていることをおことわりしておく。
- 2) Baums (94) では、以上のような、ドイツのバンキング・システムの「特殊性」の強調に対する反論が見られるが、筆者はその主張には同意しない。なお、彼は現代ドイツのバンキング・システムに対する代表的な改革論者とみなされており、その詳細はバウムス (94) に見られる。
- 3) かつて、監査役会 (Aufsichtsrat) と取締役会 (あるいは執行役会, Vorstand) の議長が同一人物であるという記述がなされ、一時流布したが (伊丹 (93), p.78), この兼任はドイツ株式法第105条で厳しく禁じられており、またこの記述が、英語資料によったことによる本人の誤解であったことが明らかになっている。
- 4) 以下の叙述は Dietl (96), p.20以下による。
- 5) これらの定性的なファクターの影響は、ソシオエコノミックスと呼ばれる見地からの検討が必要で、しかもその際には必ず数量的な実証分析がなされなくてはならない。

[参考文献]

- 相沢 幸悦『西ドイツの金融市場と構造』, 東洋経済新報社 1988
- 相沢 幸悦『現代ドイツの金融システム』, 1993
- バウムス,T. 「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス」『商事法務』No1363 1994.8
- Baums,T. The German Banking Systems and its Impact on Corporate Finance and Governance, in : Aoki,M. and Patrick,H. (eds.), *The Japanese Main Bank Systems*, Claredon 1994.
- Dietl,H. : *Organisational Response to Capital Market Inefficiencies, Germany, Japan and the United States in Comparison*, Habilitationsschrift, Universität München, 1996.4.
- 伊丹 敬之『マネジメント・ファイル93』, NTT 出版 1993。
- Koyama,A. : Eigenarten des japanischen Managements, *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 43. Jg. H.3 1991.3.
- 小山 明宏「ドイツにおける実証的経営学研究の動向とその貢献——エージェンシー理論による実証的分析を中心として——」, 鈴木英壽博士古希記念論文集, 森山書店 1994 第3章所収。
- 小山 明宏「資本市場と金融機関の役割」, 高橋俊夫編『コーポレートガバナンス——日本とドイツの企業システム』中央経済社 1995.12。
- Koyama,A : Der Einfluß der Bankregulierung auf die Profitabilität von Unternehmen —— Ein deutsch-japanischer Vergleich, in : Czap,H. et al. (Hrsg.), *Regulierung und Unternehmenspolitik*, GABLER Wiesbaden 1996.3.
- 日興リサーチセンター「欧州諸国における株式所有構造——欧州共同体証券取引所連合の調査報告の紹介」, 『投資工学』1993年秋季号 第8号
- 島野 卓爾「西ドイツ銀行の企業支配」, 『学習院大学経済論集』第27巻3, 4合併号 1991.1。

植竹 晃久「コーポレート・ガバナンスの問題状況と分析視点」,『三田商学研究』第37巻第2号 1994.6。

吉森 賢「ドイツにおける会社統治制度——その現状と展望——」,『横浜経営研究』Vol.15, No3. 1994.12。