

## フランスにおける企業間関係と企業統治の有効性

吉 森 賢

### 基本的問題：

- ① ドイツおよび日本と比較してフランスにおける企業間関係の特質は何か。
- ② フランスの企業間関係はいかなる影響を企業統治の有効性に与えるか。
- ③ フランスの企業統治制度はいかなる方向へ向かうか。

### 要旨：

企業間関係の視点から、フランス資本主義の特質はアングロ・サクソン資本主義とドイツ・日本のいわゆるライン資本主義の中間に位置することにある。フランスがドイツ・日本と共有する企業間関係の特質は敵対的買収防止のための安定株主の存在およびこれらとの間の株式持ち合い、その結果としての企業支配市場の未発達である。またこれによる証券市場における低水準の流動性、透明性、効率性も共通点である。このためフランス大企業の企業統治の有効性も日本、ドイツと同様にアメリカに比較して低い。この結果多くの大企業不祥事が最近年間において発生した。

フランスがドイツ・日本と最も大きく異なる点は経営破綻時の救済機能を発揮する主取引銀行が存在しないことである。その背景は第一に大企業の経営破綻時における救済措置および規模・範囲拡大のための資金提供は国の経済計画および産業政策の一環として政府が直接に企業に実施してきたからである。第二にユニバーサル銀行の歴史は浅く、ドイツにおけるほど銀

行・産業関係は緊密化しなかった。したがって、パリバおよびスエズの両投資銀行を除けば、フランスの銀行はアメリカのそれと同様に取引先企業に対して中立的であり、その役割は敵対的企業買収防止のための持ち株および長期的取引関係に限定される。保険会社も同様の役割を有する。

ヨーロッパ連合における市場統合の実現、単一通貨の導入および米英の機関投資家の持ち株増大およびグローバル化によりフランスは日本よりも早期に国際競争にさらされてきた。したがってアングロサクソンの企業統治への関心も高く、その実効性も向上しつつある。企業間関係を中心とするフランス資本主義が今後いかなる方向へ発展するかについてはフランスの研究者自身も明確な展望を予測しえないでいる。しかしフランス資本主義がアメリカ資本主義へ収斂する可能性は部分的にとどまると予測される。その根拠は第一にフランスの銀行・大企業間の株式の持ち合いおよび同族支配により、敵対的企業買収が可能な企業が少ないからである。第二にフランス大企業における最高経営責任者には上級官僚出身が多く、これらの間の結束力は堅く、取締役会役員の相互派遣により彼らの地位を脅かす敵対的企業買収を阻止しうるからである。これは他の先進工業諸国には見られないフランス固有の国家資本主義の特質であり、その変革は急速には進まないと予測される。

**検索語：**フランス，企業統治，コーポレート・ガバナンス，所有構造，支配形態，企業間関係，主取引銀行，メインバンク，国有企業，官民関係，敵対的企業買収，安定株主，持ち合い，経営者，機関投資家，持株会社，資本主義

### 問題提起の背景

フランスにおける通説によれば，フランスには支配的な企業統治の型がなく，アングロサクソンモデルとドイツモデルの中間に位置し，そのいずれのモデルに一体化していないとされる<sup>1)</sup>。1991年に刊行され日本でも話題となった「資本主義対資本主義」の著者アルベールによれば，フランスの資本主義がドイツと日本に代表される「ライン資本主義」(capitalisme rhénan)と，アメリカに代表される「ネオ・アメリカ資本主義」(capitalisme néo-américain)のいずれに属するかを判断することは困難である。フランス資本主義の性格ががこのように漠然として，分類困難である原因は，第一に労働組合がマルキシズムの強力な影響の下で，階級闘争を展開してきたこと，第二にコルベール主義，すなわち国家の存在が大きいため，市場経済が他国に比較し十分発展しなかったことが指摘される<sup>2)</sup>。

おそらくこのようなフランス資本主義の性格のゆえに，フランスが経済大国であるにもかかわらず，日本，アメリカ，ドイツ，イギリスに比較して企業統治に関する国際的な研究調査の対象とされることが少なかったのであろう。日本およびドイツにおける企業間関係，とりわけ銀行と非金融企業との資本的，人的，取引関係はアメリカ・イギリスにはない特質として国際的にも関心と呼び，企業統治の視点からもこれまで多数の研究業績が発表されている。しかしフランスに関する実証的研究は本国においてさえ少ない。したがって，われわれはフランスの企業統治の実態に関しては十分に理解するに至っていない。

フランスはドイツ・日本と共に企業間関係と

企業統治においていくつかの重要な特質を共有する。すなわち企業自体の存続・発展を企業目的とする企業概念，敵対的企業買収の阻止手段としての持ち合い，片持ち合い，役員相互派遣，証券市場の未発達，経営者市場および企業支配市場の未発達，企業統治の有効性の相対的低水準などである。

日本における企業統治の発見はバブル経済破綻後の90年代初頭であろう。続出する大企業の巨額赤字，違法行動，非倫理的行動がその原因である。しかしフランス大企業経営者による企業統治の重要性の認識は日本よりも遅く，1995年前後と考えられる。このことは企業統治が英語のままle“*corporate governance*”として使用されてきたことでも明らかである。最近に至りla *gouvernance des entreprises*，ないしle *gouvernement des entreprises*なる二種類のフランス語による用語が使用されるようになったが，まだいずれかに統一されるに至っていない。また今日なお英語もしばしば用いられる。

企業統治がフランス産業界の関心を集めるようになった背景は日本と同様に大企業による不祥事の相次ぐ発生である。クレディ・リヨネの巨額損失の発生と公的資本の注入，フランス最大の電気・電子機器企業アルカテルの社長の会社資産濫用による取り調べと辞職に代表される大企業の違法，非倫理的行動である。1995年がフランスにおける企業統治元年とするもう一つの象徴的出来事は一般にヴィエノ報告Rapport Viénotと称される「上場企業の取締役会」(Le Conseil d'administration des sociétés cotées)なる報告書の発表である。これはフランス経団連(CNPF)とフランス私企業連盟(AFEP)の委嘱により，ソシエテ・ジェネラル銀行のヴィエノ会長の議長のもとに13人のフランスの代表的大企業の最高経営責任者から構成される委員会がフランスの企業統治の現状分析を行いとその改善点を検討し提言した。おそらくイギリスのキャドベリ報告に範を取った

ものと思われるが、この報告はフランスがより高度な資本主義へ移行するためには持ち合いを廃止し、役員相互派遣を削減すべきだと提言し、取締役会の中にアメリカで最も普及している監査委員会、報酬委員会、人事委員会などの設置、取締役に自社株の購入を義務づけること、取締役会役員との会議出席状況の公表など画期的提案を行った<sup>3)</sup>。

他の国におけると同様に、フランスの企業間関係と企業統治もその資本主義の特質の表現に他ならない。したがって、本題に入る前に制度的枠組の第一の要素としてフランス資本主義の性格と実態を把握することがこれらの問題を理解するために不可欠である。

### 1. フランス資本主義の特質

フランス人はしばしば「フランス的資本主義」(capitalisme à la française) および「例外としてのフランス」(l'exception française) なる言葉により彼らが考えるフランス資本主義の特異性を表現する。その内容は人により異り、一定していない。フランスにおいて伝統的な、産業への国家の介入度の高さをその特徴と考えるフランス人にとっては国家資本主義 (capitalisme de l'État) がフランス資本主義の特質である。仕事上の食事、取締役会での顔合わせ、社交クラブやスポーツクラブでの交歓などを通じての経営者どうしの人的関係、持ち合い、役員相互派遣を特質と考える人々にとってはフランス資本主義は「人脈資本主義」(capitalisme de réseaux) であり、これら人脈が特定大学出身者である官僚・経営エリートに集中し、これらの堅い結束を通じて排他的特権階級を形成する「カースト資本主義」(capitalisme de caste) ないし「仲間資本主義」(capitalisme de cooptation) であり<sup>4)</sup>、フランスの株式市場の未発達、同族支配の過多、それによる企業の自己資本不足、持ち合い解消の受け皿となるべきフランスの年金基金の不在を指摘する人々にとっては「資本無き資本主義」(capitalisme sans cap-

ital)<sup>5)</sup>であり、同族企業の多さに注目する人々にとっては「同族資本主義」(capitalisme familial)<sup>6)</sup>である。これらのいくつかはフランス資本主義に固有の特質とは限らず、程度の差こそあれ日本やドイツにおいても観察される特徴である。しかしこれらの特質の中で国家資本主義と同族資本主義はフランス資本主義の最も顕著な特質であるといえる。これは以下に示す大企業の所有構造によっても明らかである。

#### 1) 国家資本主義と同族資本主義

一国の資本主義の性格はその大企業の所有構造により規定される。したがって企業間関係および企業統治の実態と有効性も所有構造により決定される。図表1に示されるように、フランス大企業の所有構造は日本のそれと比較して三つの特質を呈する。第一に国有企業の比重が大きい。第二は同族企業の多さである。第三に外国投資家の比率が大きい。

第一の特質はアルベールを始め多数のフランスの識者が指摘する既述のコルベール主義、すなわち国家資本主義あるいは混合経済 (économie mixte) を示している。これはフランス資本主義が日米英独の資本主義と一線を画す基本的特質であることに疑いを容れない。コルベール主義とはルイ14世の財政総監であったコルベール (1619-83) がとった国内産業保護と保護主義を柱とする重商主義に象徴される国家資本主義体制である。それはその後三世紀にわたりフランス経済の中心的要素となり、1936年、1946年の国有化、そして1982年のフランスの史上最大規模の国有化政策実施により頂点に達した。これらの国有化はすべて社会党政権により実施された。

1982年の国有化により、国有企業の比重は製造業において、売上の31%、従業員の23%、付加価値の28%、輸出額の30%、投資額の49%、固定資産の53%を占めるに至った<sup>7)</sup>。その後1986年の保守党政権の誕生による再民有化の実施とヨーロッパの市場統合に伴う国際化の進

図表1 所有構造日仏比較 (%)

	1991 日本	1996 フランス
同族	10.5	34.2
国営	2.0	19.7
経営者支配	87.5	27.6
外国法人	—	17.1
その他	—	1.3
	100.0	99.9

出典：

●日本：三戸 浩 日本大企業の所有構造の変容—平成3年の所有状況を中心として「横浜経営研究」第14巻第1号，1993年，95-104ページ。原資料は昭和11年，31年，41年，51年，平成3年についての時系列比較。著者の同意を得て，原資料の「単一会社」，「複数会社」，「dominantな所有者なし」を経営者支配に分類し，合計した。調査対象企業は非金融企業のうち資産額で最大200社。

●フランス：Sophie Cancel, Qui contrôle les grandes entreprises françaises?, *Alternatives Économiques*, juin 1998, pp.34-35. 調査対象は銀行，生命保険，その他金融機関および非金融企業で自己資本による最大100社。上記日本の調査結果と同一条件で比較するために，銀行，保険会社，その他金融機関24社を除外した非金融企業76社についての所有構造。

展により，国家の影響力は減少しつつある。とはいえ，再民有化された大企業の多くの最高経営責任者は天下った元上級官僚 (pantoufflards) であり，したがって，国家の介入度は他国に比し依然として大きい。この理由により官民関係を視野に入れることが，フランスの今日の企業間関係を理解するために重要である。

第二の同族企業の比率が高い特質はドイツと共通している (図表1, 2, 3, 4)。図表3におけるフランスにおける株式所有の集中度の高さはこれを示すものと思われる。同族大企業においては同族が支配的株主であるため，敵対的企業買収を防止するために他社と持ち合い関係を築く必要性が希薄である。より高い成長率を達成しようとする場合，キャッシュフローだけでは不十分であれば，同族企業は一般に上場よりは持株会社の活用により同族支配を希釈しない形で資金調達を行う。この点は後に持株会社に関連して詳述する。企業統治の視点からは，同族企業において支配的株主自身が経營業務を執行する場合，代理問題 (エージェンシー問題) は生じないと考えられる。しかし同族経営者と他の同族株主との間，そして同族経営者と非同族の少数株主との間にはいぜんとして代理問題

は存在しうる。フランスの同族大企業に関しては，図表2に示すように同族企業がそれ以外の支配形態の企業に比較してより高い自己資本利益率を示している。したがってこの標本に関するかぎり，これら同族企業の代理費用 (エージェンシー・コスト) は株式が広く分散し，そのために経営者が持ち合いにより敵対的企業買収を講じる大企業におけるよりも低いと結論づけられる。

第三の外国法人の所有比率に関する最近の資料によれば，CAC40の40社における外国人の所有比率は37%に上り，そのうち32%は外国機関投資家である<sup>8)</sup>。外国企業による支配形態においては外国企業自体の支配形態がそのままフランスの企業にも反映される。図表2の製薬企業ルセル・ユクラフにおいてはドイツのヘキスト社が支配的株主であり，ヘキスト社自体が株式分散企業であるので，経営者支配と考えられる。しかし大企業において外国企業が支配的株主である例は多くはなく，むしろ少数株主ではありながら活発な株主活動を展開するアメリカ，イギリスの機関投資家，とりわけ年金基金の持ち株が企業統治の観点からはより重要である。

図表2 株式時価総額最大40社の支配的形態と経営成果  
(株式時価総額の大きさに順に配列)

	業種	支配形態	自己資本 利益率% 1991-95年	株式時価総額対 簿価比率 1996年5月30日時点
ルイヴィトン・モエ・ヘネシ	飲料他	同族	19.1	3.35
ロレアル	化粧品	同族	17.8	4.10
エルフ・アキテヌ	エネルギー	持ち合い	5.7	1.29
カルフル	流通	同族	22.2	6.70
トタル	エネルギー	大株主なし	8.6	1.68
アルカテル・アルストム	電子機器	持ち合い	2.4	2.07
ジェネラル・デ・ゾ	給水他	持ち合い	9.5	2.17
エール・リキド	工業ガス	大株主なし	13.7	2.67
アクサ	保険	国内企業	7.2	1.66
ダノヌ	食品	大株主なし	12.5	1.49
ソシエテ・ジェネラル	銀行	持ち合い	9.7	0.94
サンゴバン	化学	持ち合い	8.9	1.32
BNP	銀行	持ち合い	4.3	0.76
パリパ	金融	持ち合い	0.1	0.94
ローヌー・プランク	化学	大株主なし	6.9	1.25
ルノー	自動車	国有	11.0	0.77
プジョー	自動車	同族	5.0	0.66
ピノー・プランタン・ルドウト	流通	同族	13.0	2.65
UAP	保険	持ち合い	3.7	0.88
スエズ	金融	持ち合い	-2.0	0.77
ルセル・ユクラフ	製薬	外国企業	16.7	3.51
シュネデル	機械他	大株主なし	4.2	1.97
ラファルジュ	セメント	大株主なし	10.8	1.35
リヨネーズ・デ・ゾ	給水他	持ち合い	6.7	1.77
ミシュラン	タイヤ	同族	2.4	2.52
カナル プリュス	テレビ	国内企業	25.7	3.64
アバス	広告	大株主なし	11.0	2.30
プロモデス	流通	同族	18.9	3.83
エドリアン ベギンーセ	製糖	外国企業	11.2	1.18
ルグラン	電機	同族	16.9	4.52
Accor	ホテル	大株主なし	8.2	1.62
ユジノール・サシロール	鉄鋼	大株主なし	-3.6	0.80
AGF	保険	持ち合い	6.2	0.83
ベルノ・リカール	飲料	同族	14.9	2.07
ペシネ	アルミ	大株主なし	2.0	1.25
トムソン・CSF	電子機器	国有	2.4	1.26
Bic	筆記具他	同族	14.2	3.50
カストラマ	流通	同族	20.3	4.33
ソデクソ	給食	同族	20.9	3.99
ドックドフランス	商業	同族	19.6	4.30

出典：OECD, *Economic Survey-France* 1997, p.127 「持ち合い」とは二社持ち合いおよび環状持ち合い関係における中心的企業。原資料省略。各企業の時価総額は省略。業種を追加。

図表3 所有集中度

最大5株主の株式所有比率	(%)				
	日本	フランス	ドイツ	アメリカ	イギリス
平均	33.1	48.2	41.5	25.4	20.9
中位数	29.7	50.7	37.0	20.9	15.1

出典：ibid., p.113, 標準偏差, 最高, 最低値および原資料省略

図表4 フランスの大同族企業

自己資本最大100社における順位

10	ブジョー	65	ブイグ
21	LVMH	74	ルグラン
25	ロリアル	77	ダッソ・ブレゲ
33	カルフル	79	BIC
36	オーシャン	82	クリスタル・アルク
40	ミシュラン	84	ソデクソ
42	ピノー・プランタン・ルドウト	88	ラリ
53	ヴァレオ	89	レクセル
54	ペルノ・リカール	94	カストラマ
55	アデコ	96	レミ・コアントロ
59	カジノ	99	ボングラン
60	プロモデス	97	セフィメグ
61	CAPジェミニ	100	セブ

出典：Qui contrôle les grandes entreprises françaises? *Alternatives économiques*, juin, 1998, pp.34-35

図表5 フランス大企業における外国人株主の持ち株比率—1996年

		銀行		非金融企業		(%)
		ソシエテ・ジェネラル	34	Accor		42
		BNP	30	ブイグ		30
		パリバ	35	エルフ・アキテヌ		47
		CCF	36	ロリアル		43
		Cie. bancaire	20-25	ローヌ・プーランク		40

出典：Plihon, Dominique. *Les banques-nouveaux enjeux, nouvelles stratégies*, 1998 p.14

本稿においてはフランス経済に大きな影響力を有する国有化後に民有化された大企業と同族大企業に焦点をあてて、これらの企業間関係と企業統治を考察する。

## 2) 主取引銀行の不在とその背景

国家資本主義の第一の結果は後述するパリバおよびスエズの両投資銀行を除けば日本のメインバンクやドイツのHausbankの意味での主取引銀行の不在である<sup>9)</sup>。これがフランス資本主義が日本・ドイツの資本主義と最も大きく異なる特質として指摘される。その背景として二つの要因が指摘できよう。第一は要因は、国家が産業政策を通じて大企業に対して直接的に優遇金利による資金供給を行い、また経営不振、経営

破綻に陥った企業に対して救済を行ったことである。すなわち日本やドイツでは主取引銀行が行う機能をフランスでは政府が果したのである<sup>10)</sup>。1982年の大規模な国有化が実施される以前においても、政府は経営不振に陥った大企業の救済を資金注入により行っていた。1967年以来政府は鉄鋼産業再編成計画に基づき合計27億フランの低利長期融資をユジノール、サシロール両鉄鋼企業へ提供したことはその典型的例である。それでも両社は経営不振を克服することができず、1977年フォーチュン誌の世界主要企業番付けによれば両社の損失額は世界最大となった。1978年ついに政府は貸付金を出資金に変換せざるを得なかった。両社はこのようにして実質的に国有化されていた。また国際

競争に耐えうる企業規模を実現するため、いわゆる国家的代表企業 (champions nationaux) に乗り出し、UAP, GAN, BNP, エルフ・アキテヌなど後に国有化された企業の再編成を行った<sup>11)</sup>。1982年国有化も当時既に経営不振にあえいでいたルノー、ロース・プーランクなどの救済策としての性格を有していた。

銀行の国有化は政府が産業政策と金融政策をより有効に達成するための手段であった。すなわち1945年に中央銀行であるフランス銀行を始め最大の民間銀行クレディ・リヨネ、ソシエテ・ジェネラル二行を国有化し、さらに別の二行の合併によりBNPを新設しこれを国有化した。1981年保守党に替り社会党政権が成立し、新政権は選挙公約にしたがい1982年国有化法に基づきフランスの歴史上最も大規模な国有化を実施した。銀行については外国銀行を除き、預金高10億フランを越える銀行が国有化され、この結果国有化された銀行は36行、2投資銀行に達した。これらの二回にわたる銀行国有化により、1984年の時点で、国有銀行は124行に達し、これらは普通預金および当座預金残高の87%、融資残高の76%を占めるに至った<sup>12)</sup>。この国有化の結果ほとんどの大銀行は財務省理財局の所轄となった。しかしその後1986年に保守党連立政権が成立するまで財務省の指導の

下で銀行による「非公式のカルテル」が形成され、ほとんど見るべき構造改革がなされなかったとされる。その背景には財務省高官の天下り先の確保があったと指摘される<sup>13)</sup>。

フランスにおいて主取引銀行が発達しなかった第二の要因は、第二次世界大戦後から1967-8年に至まで銀行が貯蓄銀行 (banque de dépôt) と投資銀行 (banque d'affaires) に分離されていたことである。前者は個人、企業からの預金吸収と信用供与などに限定されていた。また貯蓄銀行による非金融企業の株式取得には制限が加えられていたため、貯蓄銀行と非金融企業間の関係は金融取引に限定され、その意味で中立的であり、日本やドイツにおけるような役員派遣、株式取得、経営破綻時の救済などをも行う主取引銀行は発達しなかった。図表8が示すようにフランスにおいては銀行による株式所有が日本とドイツに比較し、非常に低い。これに対して投資銀行は非金融企業への資本参加、財務戦略に関する助言、合併・吸収、新株の引受け業務および上場業務に従事した。投資銀行として今日 Paribas (パリバ) の社名で知られるパリ・オランダ金融会社 (Compagnie Financière de Paris et des Pays-Bas) とスエズ金融会社 (以下スエズ, Compagnie Financière de Suez) の二つが圧倒的な地位を占めており、銀行を中

図表6 国有化と民有化の歴史

1936-37	1944-46	1982
フランス銀行の民主化 兵器企業39社 ホチキス (機関銃) シュネデル (大砲) ルノー (戦車部門) サントロペ (魚雷) その他 鉄道 (フランス国鉄)	ルノー (乗用車) フランス銀行 (中央銀行) ウイエ・ド・ノール (石炭) スネクマ (航空機) クレディ・リヨネ (銀行) ソシエテ・ジェネラル (銀行) BNP (銀行) EDF, GDF (電気, ガス) エール・フランス 保険会社39社 海運企業	製造業5企業集団 CGE (電子・電気機械) サンゴバン (化学) ペシネ・ユジヌ・クールマン (化学) ロース・プーランク (化学) トムソン・ブラント (民生電子機器) 銀行39行 ソシエテ・ジェネラル クレディ・リヨネ BNP その他 投資銀行2行 パリバ スエズ

出典: Blanc, Jacques et al., *Les nationalisations françaises en 1982*, 1983その他。図表7も同じ。

図表7 民有化の過程

第一次民有化 1986-88年 シラク保守党内閣	第二次民有化 1993年以降 バラデュール保守党内閣
CGE (電子・電気機械) サンゴバン (化学) 銀行2行 ソシエテ・ジェネラル CCF 投資銀行2行 パリバ スエズ HAVAS (広告他) TF1 (テレビ放送) マトラ (防衛機器) BTP, BIMP, Sogénal	ロース・プーランク (化学) BNP (銀行) ルノー (乗用車) ユジノール・サシロール (鉄鋼) SEITA (煙草) UAP (保険) エルフ・アキテヌ (石油)

図表8 普通株所有構造

(%)

	日本	フランス	ドイツ	アメリカ	イギリス
金融機関	48.0	7.8	29.0	44.5	61.8
銀行	18.9	3.8	14.3	0.1	0.6
保険会社	19.6	1.9	7.1	6.0	17.3
その他	9.5	2.1	7.7	38.4	43.9
非金融所有者	52.0	92.2	71.0	55.5	38.2
非金融企業	24.9	57.9	38.8	—	3.1
個人	22.4	19.5	16.6	51.4	17.7
政府	0.7	3.7	3.4	—	1.3
外国人	4.0	11.1	12.2	4.2	16.3
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

出典：OECD, *op. cit.*, p.111 原資料省略

心とする企業間関係はこれら二行のそれに限られてきた。このようにフランスにおけるユニバーサル銀行の歴史は浅く、このため投資銀行以外の銀行はドイツほど密接な関係を製造・サービス分野の企業を構築することはなかった。また多数の投資対象企業を有効に管理する技術、経験も乏しく、これが後述するクレディ・リヨネによる非金融企業への投資の失敗につながる一因となった。

1986年成立したシラク首相による保守党連

立政権は自由主義的経済政策を掲げ、民有化と規制緩和を推進した。その目的は国家の民間部門への介入による市場における競争条件の歪曲を是正すること、国民の余剰資金をこれら企業の株式購入へ誘導し、それによりパリ証券取引所を発展させ、最終的に政府の歳入を増加させることにあった。民有化は総計2千億フランから3千億フランと見積もられた市場価値を有する65社について実施された。この政策により1986年から1988年間に50万人を雇用する合計

1100社が民有化された。1992年末の時点で残った国有企業は105社に上り、国家の影響の下にある企業は2750社に達し、子会社を含めたその総雇用数は174万人であった。金融機関に関しては1986年から1998年の間にソシエテ・ジェネラル、スエズ、パリバ、CCFなどを含む4分の3の銀行が民有化され、預金および融資に占める国有銀行の割合は25%に低下した<sup>14)</sup>。

### 3) 政府主導による安定株主の形成

今日のフランスの金融機関を中心とする持ち合いおよび役員相互派遣は既述の民有化された企業を外国資本による敵対的企業買収から保護するため政府により構築されたものである。このように政府みずから安定株主を形成したことは、フランス国家資本主義の象徴的側面である。

1986年3月国民議会選挙において保守党が過半数を占めた結果、シラク首相の保守政権が誕生し、これに先立つ4年前に社共連立政権が実施した国有化政策が否定され、民有化が推進されることになった。その民有化計画は1982年に国有化された企業5社とCGCT（電話）、ピュル（コンピューター）、マトラ（防衛機器）、1946年-82年に国有化された39銀行、パリバ、スエズの投資銀行2行、1946年国有化の13保険会社、エルフ・アキテヌ（石油）、アバス（広告他）、TF1（テレビ放送）を対象とした。

この計画に基づき、1986年から1988年の保守政権時代に12の企業、銀行、金融機関とその傘下の子会社を含め1100社が民有化され、約50万人の従業員が民間部門へ移行した<sup>15)</sup>。

しかし88年ミテラン大統領が再選され、政権を取戻した社会党はロカール首相の下で新たな国有化も民有化も実施しないという、いわゆる「ni-ni政策」(ni nationalisation, ni privatisation)を打ち出し、民有化は一時中止された。

1993年再び保守政権が選挙で勝利し、バラデュール首相の下で民有化が再開された。その後4年間で銀行としてはBNP、クレディ・ナシオナル、その他大企業7社が民有化され、自動車のルノーの株式の一部が公開された。政府は民有化された国有企業が外国企業に買収されることを阻止するために、数社より構成される安定株主集団を形成し、これらに国有企業の持ち株を譲渡し、この株式の売却に際してはこれら集団内の他社に先買権を与えることを義務づけた。これら企業は安定株主を意味する「中核企業」(“noyaux durs”)と俗称される(図表9)。これら政府主導による企業間関係において1986-88年間に民有化されたパリバおよびスエズの二つの金融グループが中心的役割を担った。特筆すべきは民有化された銀行、企業の最高経営責任者には多くの場合上級官僚が就任したことである。その後敵対的企業買収に対する防衛をさらに強固にするために持ち合い関係も強化され、経営者による自己支配が確立された。

図表9 1993年以降民有化された国有企業の安定株主による持ち分

	BNP	ローヌ・プーランク	エルフ	UAP	ルノー	SEITA
政府持ち分	—	—	10.5	—	50	10
安定株主の持ち分%*	15.0	6.0	8.0	10.0	5.0	25.0
小計	15.0	6.0	18.5	10.0	55.0	35.0
安定株主数	15	5	9	8	4	10
他の安定株主持ち分%**	15.0	17.9	1.5	26.6	—	—
合計%	30.0	23.9	20.0	36.6	55.0	35.0

\*政府により決定 \*\*民有化後の企業による決定

出典：Bancel, Franck. Le processus de privatisation: la spécificité française, in Dion, Fabrice. *Les privatisations en France, en Allemagne, en Grande Bretagne et en Italie*, 1995, p.40

これは天下った上級官僚の地位を安定化するためであったとされる。この方式はその後実施された民有化の対象企業にも適用された<sup>16)</sup>。

フランス政府は当初は1986年の民有化法の中でこれら「中核企業」における外国投資家の持ち株を20%に制限した。その後この制限は1993年にはヨーロッパ連合加盟国に対して、1996年にはその他の諸国に対して撤廃された<sup>17)</sup>。図表10は今日における民有化された大企業を中心とする資本関係である。

#### 4) 官僚エリートの民間企業への影響

国有化が資本の私的所有から公的所有への移行とすれば、フランスの国家資本主義の他の一つの側面は人、すなわち上級官僚の天下りを通じての民間企業支配である（図表11）。先進5カ国の中でこれがほとんど制度化されている国はフランスのみである。ほとんど制度化されているという意味は、このような天下りが120年以來の「国民的伝統」であり、かつ大規模に行われており、しかも大部分の国民から当然、しかも望ましいとさへと考えられ、最近に至るまで世論の批判の的になることはほとんどなかったからである<sup>18)</sup>。フランス語で天下りを示す *pantouflage* なる言葉は技術系上級官僚をほぼ独占的に供給してきたエコール・ポリテクニク（略称 X, *École polytechnique*, 理工科大学）の学生用語としてすでに1878年に存在していた<sup>19)</sup>。このような上級官僚はこのエコール・ポリテクニクと事務系上級官僚のための ENA（エナ, *École nationale d'Administration*, 国立行政大学）により教育、養成される<sup>20)</sup>。フランスの大学教育制度は上級官僚養成を目的とするこれら二校の超エリート大学を頂点とするグラン・ゼコール（*grandes écoles*）と高校卒業時受けるバカロレア（大学入学資格試験）に合格すれば入学試験なしで入学できる国立の一般大学（*Universités*, パリ大学および全国の主要都市に存在する大学）よりなる二本立てである。

既述二大学の出身者は他の先進工業国には例を見ない数段階にわたる徹底的な選抜試験を経て抽出された知力の結晶といえる。卒業後の職業的経歴は最終的にはそれぞれの大学における卒業席次によりほぼ自動的に決定される。ENAの場合、首席から15位の卒業席次者は大蔵省財務監督局および行政裁判所、25位までは会計監査院それ以後75位までは外務、知事他に就職する。これらは超上級官僚（*Grands corps de l'État*）であり、これ以下の席次の卒業生とは単なる上級官僚（*non-Grands corps de l'État* または *Corps de l'État*）として峻別される。同様にエコール・ポリテクニクにおいても首席から10位はエコール・デ・ミーヌへ進学し（図表15中 X-Mines）、12位から35位まではポン・エ・ショセへ進学し、（同 X-Ponts）また最上位のうち2名は ENA へ進学する（同 X-ENA）。これらは ENA の場合と同様に超上級官僚とされ、これ以外の席次の卒業生とは別格の地位、所得が約束される<sup>21)</sup>。

フランスでは日本とは異り、社外取締役が取締役会において占める割合が大きい。しかしこれら社外取締役は複数の企業を取締役を兼務することが一般的である。エコール・ポリテクニクと ENA の出身者は取締役兼務数の多さでも圧倒的である。CAC40 を構成するフランスの代表的大企業40社の会長兼社長（P.D.G.）の出身大学は図表12に示すようにエコール・ポリテクニク出身者が17人、42.5%と圧倒的に多く、次いで ENA が9人、22.5%であり、両校合計65%に達する。これらのほとんどは元上級官僚と考えて差支えない。したがって、約三分の二が上級官僚出身者である。また図表13に示すように、兼務数が大きくなるにつれ、両大学出身者の割合も増大する。さらに、図表14によれば最高経営責任者が超上級官僚出身であれば取締役会における超上級官僚の比率も他の出身形態に比較して大きい。このことはエコール・ポリテクニクおよび ENA の卒業生である超上級官僚が同窓の中から取締役会役員を



選定していることを意味する<sup>22)</sup>。これは既述の仲間資本主義の実態に他ならない。

次に最高経営責任者の出身大学と企業業績との関連を見てみよう。図表15は最も高い業績を実現した10社の中にこれらいわゆるエリートないし超エリート大学出身者が社長である企業は4社しか入らず、過半数の6社はそれ以外の大学出身者である。不完全ではあるがこの資料で判断する限り、上級官僚出身の最高経営責任者が経営する大企業の業績はそれほど高くはないといえる。

以上の考察により、フランス大企業の大部分の最高経営責任者の正当性は超上級官僚としての経験であり、次いで所有であり、企業内の経営実務経験は最も評価されていないことが明らかである。このことは既述のフランス資本主義の一つの特質、すなわち国家資本主義を鮮明に反映しているといえよう。

## 2. 企業間関係の特質

### 1) 銀行の中立的役割

日本、ドイツにおいては銀行が企業間関係の構築に大きな影響力を行使してきたが、フランスの銀行は非金融企業とはこのような関係を有することは少なく、その取引先企業との関係は資金の提供と少数持ち株以上の役割を越えず、その意味でアメリカ、イギリスの銀行と同様に中立的である。銀行と非金融企業との株式所有関係に関する実証的研究はほとんど存在しない

とされるが、バンセルによる調査によれば5最大株主に銀行が一行でも存在する非金融企業は月末決済市場企業で32.37%、即時決済市場企業で17%、第二市場企業で21.79%、場外市場企業で11.38%に過ぎない。しかしこれら%値には銀行系持株会社が含まれており、これらを除外すればこの%値はかなり低くなると推定される<sup>23)</sup>。

銀行がいかなる目的のために非金融企業の株式を保有するかに関しては、同調査によれば、共通かつ明確な目的は確認されず、銀行はそれぞれ個別の事情により非金融企業の株式を保有するに至ったものと推定している。さらにこれら株主である銀行が企業の取締役会に役員を派遣している事例は銀行の持ち株が大きい場合に限られており、それ以外においては極めて少ないとしている。結論としてバンセルは、フランスの銀行による非金融企業に対する影響力は他の株主のそれを上回るものではないとする<sup>24)</sup>。ただし銀行と保険会社の持ち合い関係は明確な戦略に基づいている。その目的は第一に保険会社による銀行の株式取得を通じて銀行は自己資本を充実しうること、第二に銀行の支店網を通じての保険商品の販売という相乗効果の利用である。パリバと保険会社AXA、またBNPと保険会社UAP間の持ち合い関係はその例である。

しかしフランスにおける銀行と非金融企業との関係を観察すれば、非金融企業が敵対的企業買収の標的となることを防止ないし阻止するた

図表11 フランス大企業40社の取締役会役員の出身形態

(%)

	1985	1989	1993	1996	平均
同族出身	28	34	32	31	31
官僚出身	41	44	47	43	44
超上級官僚	28	30	36	30	31
上級官僚	13	14	11	13	13
企業内昇進	31	22	21	26	25
合計	100	100	100	100	100

出典：Bauer, Michel et Bénédicte Bertin-Mouroit, *Administrateurs et dirigeants du CAC 40*, 1997, p.16

図表12 フランス大企業40社の社長の出身大学

	人	%
エコール・ポリテクニク	17	42.5
ENA	9	22.5
小計	26	65.0
一般大学 (Universités)	5	12.5
外国大学	4	10.0
HEC	2	5.0
その他	3	7.5
合計	40	100.0

出典：Basini, Bruna. Ces analystes qui dissèquent les patrons, *Le nouvel Économiste*, 27 fév. 1998, pp.52-55 のp.55の表に基づき作成。フランスの大学教育を受けて外国の大学に留学した者はフランス大学卒業者として分類。エコール・ポリテクニク出身者17人の内9人は卒業時席次が上位35位までの超上級官僚（本文参照）で、公職経験後民間企業へ天下りしたと推定される。HECは経営、経済の専門大学でこの分野の大学としてフランスではもっとも高い威信を有する。一般大学 (Universités) は高校卒業時受けるバカロレア（大学入学資格試験）に合格すれば入学試験なしで入学できる国立大学。外国大学出身者の中には外国人も含む。

図表13 フランス大企業39社の取締役会役員におけるエコール・ポリテクニクとENA出身者の比重

取締役兼務数2社以上	63%
同3社以上	67%
同4社以上	79%

出典：Bauer, Michel et Bénédicte Bertin-Mouroto, *op.cit.*, 1997, p.31

図表14 最高経営責任者の出身形態と取締役会における超上級官僚の構成比率

	<10%	10-19%	20-39%	40-49%	50%+	
同族	75.0	12.5	12.5	—	—	100.0%
超上級官僚	—	—	62.0	38.0	—	100.0
上級官僚	25.0	—	50.0	25.0	—	100.0
企業	20.0	20.0	60.0	—	—	100.0

出典：Bauer, Michel et Bénédicte Bertin-Mouroto, *op.cit.*, 1997, p.45

図表15 フランス最大製造企業50社の出身別社長と経営成果との関連性 (1994年)

	収益性	
	人数	上位10社中
スーパー・エリート	19 人	2 社
エリート	16	2
その他	15	6
合計	50 人	10 社

出典：Moatti, Gérard. La France contre ses élites, *L'Expansion*, 7-20 déc. 1995, p.96

原注：収益性は売上高純利益率。スーパー・エリート (superélite) とはX-Mines, X-Ponts, ENA-Inspection des finances (財務監督官) またはX-ENA, HEC-ENA。エリート (élite) とはX, ENA, Normale Sup. (高等師範大学), HEC, Essec, ESCP (パリ高等商業大学), École centrale (エコール・ソントラル)。その他とは一般大学 (Université), 外国大学, その他である。

めの安定株主となることが銀行の重要な役割である。この点ではフランスの銀行が日本・ドイツの銀行と変わることはない。以下においてこの視点から銀行と非金融企業との関係を考察する。

## 2) 銀行-産業関係構築の失敗—クレディ・リヨネの破綻

クレディ・リヨネは1989年から1993年間にドイツのHausbankを範にとり非金融企業との関係を株式取得により強化しようと試み、経営破綻に陥った著名な事例である。1993年において同行の投資先企業は350社以上に上り、その子会社を含め1500件に達する持ち株関係を有した。しかし1992-1993年に巨額損失を計上するに及び、頭取は辞任した。新頭取はこの戦略をとりやめ、銀行本来の業務に経営資源を集中することを決定した。同行は短期的収益率向上に寄与しない新規事業はすべて不採用とする方針を実施しつつある。この失敗により、フランスにおいて他の銀行がこのような非金融企業との持ち株戦略を実施することは将来ないであろうとされる<sup>25)</sup>。

クレディ・リヨネによる非金融企業への積極的な株式保有戦略は次の目的を実現することにあった。すなわち取引先企業の株式取得により、株主として取引先企業の経営者の戦略や行動をより詳細に把握すること、これにより銀行の融資リスクを減少させること、そして取引量の拡大と安定化である。同行は新株発行や吸収・合併に際して幹事銀行となり、他の銀行よりも大きな手数料を期待した。このことは国民議会の調査委員会の質問に対するアブルール前頭取の答により明らかである：「有力銀行が非金融企業の株式の5%を取得すれば、銀行は経済・金融専門家、調査専門家、コンサルタントを有するので、当該企業とその業界の将来性をより正確に評価することができる。これにより他の株主も企業に関するより正しい情報と評価を得ることができる」<sup>26)</sup>。

クレディ・リヨネの他の一つの動機は、同行が取引先企業の株主となれば企業の信用度は向上し、株価は上昇し、よって同行が値上がり益を実現することにあった。このことに関し同頭取は「大企業への貸し出し金利は0.2から0.25%であり、配当はこれをわずかに上回るに過ぎない。しかし株価が上昇した際に持ち株を売却すれば値上がり益を実現できる。」と同委員会では答えている。

しかし1992年同銀行の損失は18億フラン、翌1993年には69億フラン、94年121億フランに達し、92年から94年までの損失合計は210億フランに上った。持ち株の含み損を算入すれば、損失額は1995年において600億フランに達した。クレディ・リヨネの破綻の第一の原因は国有銀行として政治と行政の介入を排除できなかったことにある。これは同行の頭取が財務省理財局長出身の経営者であったことも大きく影響している。すなわち政治的考慮によりクレディ・リヨネがトリガノ社（余暇産業）のように経営破綻に陥った企業の救済を買収の形で行わざるを得なかった。その他の原因としては、クレディ・リヨネによる非金融企業への持ち株比率が大きすぎ、リスク分散が不十分であったこと、同行の内部統制の機能不全、株主・公認会計士・行政との不透明な関係があげられる。そしてドイツの銀行と最も大きく異なる点が非金融企業への持ち株を管理する専門的能力、経験の欠如であった<sup>27)</sup>。

クレディ・リヨネの経営破綻は銀行に対する監視機関である銀行委員会の監視機能の不備をも浮き彫りにさせた。同機関の50人ほどの陣容は大銀行の適切な監査には弱体であり、クレディ・リヨネの破綻による損失の全容は2-3年越しの調査でようやく明らかにされた。その後同委員会の銀行監査機能は強化され、過大なリスクを負っていると判断される銀行、業務遂行状況が不適切と評価される銀行などに対しては頻繁な抜き打ち検査および徹底した調査が行われるようになった<sup>28)</sup>。

### 3) 投資銀行と非金融企業との関係

#### ーパリバの事例

既述のようにパリバとスエズがフランスにおいては日本・ドイツの主取引銀行に最も近い役割を担う。以下パリバを取り上げて非金融企業との関係について考察する。パリバを事例として選ぶ理由は同行が企業統治においてフランスで最も先進的な企業統治を実施している企業であり、その年次報告書の情報が詳細であることによる<sup>29)</sup>。

パリバの事業は三部門にわたり、産業投資部門 (Paribas Affaires Industrielles, PAI)、資産運用 (法人、個人) および金融サービス (リースその他) である。その主要事業部門は製造企業、サービス企業への資本参加を行う産業投資部門である。この部門が同行の最大収入源であり、全収益の33%を占める。1977年度において産業投資持ち株時価総額は490億フランに達し、実現値上がり益は31億フランであった。持ち株比率の大きさにより産業投資は四分類され、最も大きな比率を占める投資は支配的持ち株で、次いで優良企業への少数持ち株、投資対象企業の発展を支援するための持ち株、そしてベンチャー・キャピタルが続く。

パリバの産業投資の方針は長期的視野から投資対象企業の企業価値を向上させることであり、経営不振に際してもこれを支援すると年次報告書に表明されている。事実パリバは損失を計上した投資対象企業 Eiffage 社 (建設工事) にてこ入れし、非関連分野の事業売却などの再建支援により黒字に転換させている。この点でパリバはドイツや日本の主取引銀行に近いといえる。パリバが支配的株主である企業は十数社あり、これらにおける同行の持ち株比率は最低で18.5%、最高で100%と高い。

#### 4) 準統合よりは完全統合

図表19で明らかかなように持ち合い関係は銀行が最も多く構築するが、製造企業はほとんど

これを行わない。日本においては自動車産業や民生電子機器産業などの製造企業に観察されるように、商品開発、商標、価格設定などにおいて決定権を有する中心的企業とその下請け企業や部品供給企業との間に持ち合い、役員相互派遣、長期的契約関係、製品開発や生産技術の共同研究・開発、さらに経営者および管理者層間の非公式の情報交換などに特徴づけられる準統合が一般的である。フランスにおいてはこのような関係は少ない。たとえば自動車部品の世界的企業であるヴァレオ社とはルノー、プジョーのいずれの自動車企業も取引関係を有するが、それ以外の持ち合い、役員相互派遣の関係は全くない。

この背景としては一般にフランスの企業が経営方針の自律性、独立性、一貫性を重視し、株主による経営活動への介入を忌避する傾向を指摘できよう。これは仮説に過ぎないが、機関投資家としてのフランスの株主は口を出さない「沈黙の利害関係者」に甘んじることは少なく、経営成果が期待以下であったり、経営方針に納得できないと考える場合はこれに対しては批判ないし反対すると考えられる。後述するスエズの株主総会において同社最高経営責任者がその安定株主として頼っていた企業の最高経営責任者たちから公然と批判された事件はその典型的事例である。フランスの大同族企業が上場に意欲を示さない一つの理由はこれにあると思われる。したがって、フランスの企業が戦略的にどうしても他社の経営資源を必要とする場合は、準統合ではなく過半数ないし支配的な株式取得による完全統合を実施すると推定される。なおこのような産業組織はフランスのみならずドイツにおいても一般的である。このことは後述するように同族企業における持株会社の活用の一つの重要な目的が非同族株主間の共同行動ないし共謀を阻止するためできるだけ株主の数を少なくすることによっても説明できる。

このように完全統合された企業の総体をフランスでは一般に groupe (集団) と称する。こ

図表16 パリバの産業投資部門 (PAI) の  
持ち株比率別投資額比

(%)

支配的持ち株	51
優良企業の少数持ち株	32
成長支援持ち株	16
ベンチャー・キャピタル	1
合計	100

出典：Paribas, Rapport annuel 1997

図表17 パリバ支配下の投資対象企業における持ち株比率

(%)

農産物加工		エネルギー	
Sigal	100.0	COPAREX	95.3
Guyomarchna	66.8	建材	
建設工事		Poliet	34.6
Eiffage	100.0	製紙, 包装	
Ciments Français		Nord Est	43.0
材料		La Rochette	26.9
Carbone Lorraine	23.8	情報処理	
産業機械		Sema Groupe	18.5
Fives-Lille	29.3		

出典：ibid.

図表18 パリバの産業投資と持ち株比率

産業分野	投資対象企業数	持ち株比率範囲 %
農産物加工	10	3.48-100
自動車産業	4	7.68-22.18
建設工事	1	49.82
建材	4	15.00-39.20
産業機械	2	10.05-29.29
電信電話	3	3.00-12.93
観光・ホテル・余暇産業・輸送	3	4.75-40.00
製紙, 包装	4	10.27-43.04
流通	2	2.54-19.34
電気機械	4	3.16-64.46
エネルギー	3	0.51-95.31
化学・製薬・生化学	4	10.58-58.20
サービス・情報処理	7	3.94-50.00
繊維	2	6.93-57.77
メディア	5	4.05-13.42
保険	4	4.82-23.61
持株会社	9	2.06-42.97

出典：ibid. より作成。前表の投資対象企業を含む。

これは大企業とほぼ同意義で広く使われる言葉で、その一般的定義は「相互関係にある企業の総体」である<sup>30)</sup>。専門的視点からはこの用語は「投融資の上下関係により相互に結合されている諸企業の総体」と定義される<sup>31)</sup>。本稿では企業集団と翻訳する。企業集団はさらに「産業企業集団」(groupe industriel)と「金融企業集団」(groupe financier)に分類されるのが一般的である。この意味で groupe はドイツの Konzern とほぼ同意義と言えよう。企業集団が他の企業集団間と同盟関係により持ち合いその他の関係にある場合、これを ensemble financier (資本的系列) と称する<sup>32)</sup>。

### 3. 敵対的企業買収に対する防衛手段

フランスにおいて銀行および保険会社が非金融企業の安定株主としてを敵対的企業買収防止に大きな役割を演じるのは日本、ドイツと同じ

である。敵対的企業買収への防衛手段は株式が少数の支配的株主により所有されている会社と、株式が多数の株主に広く分散し支配的株主が存在しない会社とでは大きく異なる。以下にそれぞれの所有構造の企業における敵対的企業買収への防衛手段において銀行、保険会社が果たす役割を考察する。

#### 1) 支配的株主が存在する企業

##### (1) 非上場持株会社 (Holding non cotée) による防衛

フランスにおいては一部の大企業をのぞき企業間関係が日本やドイツほど発達していなく、緊密でもない他の一つの背景は持株会社の設立が敵対的企業買収に対する防衛手段として有効であるためである。持株会社は他社と持ち合い関係を形成することなしに敵対的企業買収を阻止する有効な方策である。

持株会社の三目的は財務、戦略、支配であるとされる。これにより持株会社は次の四類型に分類される：<sup>33)</sup>

図表19 フランス大企業40社 (CAC40) の持ち合い状況

銀行	
ソシエテ・ジェネラル	16
BNP	12
パリバ	7
スエズ	5
CCF	2
保険会社	
AXA-Uap	16
AGF	7
非金融企業	
リョネーズ・デ・ゾ	8
アルカテル・アルストム	3
エルフ・アキテヌ	3
サンゴバン	3
ミシュラン	2
ペルノ・リカール	2
ルノー	2
ローヌ・プーランク	2

出典：Bancel, Franck. *La gouvernance des entreprises*, 1997, p.65 より持ち合い件数2以上を抜粋。40社同士の持ち合いを示す。

##### ① 財務型持株会社 (les holdings de portefeuille)

この持株会社の主要目的は増資をできるだけ控え、そのかわり税法上有利な条件で配当を再投資して自己資本を増加すること、および有価証券の売却益の節税対策である。

##### ② ベンチャー・キャピタル型持株会社 (les sociétés de capital-développement)

未上場企業へ資本を提供し、その育成をはかるための持株会社である。

##### ③ 戦略型・産業型持株会社 (les holdings stratégiques)

企業集団の持株会社として傘下子会社の戦略を策定し、これらの長期的成長を実現する。

##### ④ 支配型持株会社 (les holdings de contrôle)

垂直多層持株会社 (les holdings en cascade) への少数持ち株により同族ないし複数株主集団の支配を確保するための持株会社である。

非上場持株会社は最後の支配型持株会社の一変型である。株主が持ち株をこれに集中することにより企業を敵対的企業買収から防衛する方法である。非上場持株会社は上場されていないので市場経由での株式取得が当然不可能である。この手段の第一の利点は支配および経営の永続化であり、とりわけ多くの同族企業が利用するが、株式の分散した大企業も敵対的企業買収への防衛手段として利用することがある。

この方式によれば同族株主の相続に際して株式が非上場持株会社内部に保持され、分散しない。第二の利点は、ごくわずかの持ち株により多くの企業を支配できることである。図表20の同族企業ボロレの例が示すようにはわずかに1.7%の持ち株により $(60\% \times 51\% \times 51\% \times 51\% \times 43\% \times 50.1\% = 1.7\%)$ 、売上250億フラン（1995年）のボロレ・テクノロジーとコンパニーデクレナンを支配することが可能である。第三の利点は同族による資金調達に限界に達した場合または同族が増資に応じない場合でも、同族持ち株を希釈することなしに第三者の資本導入が可能である。すなわちボロレ家の例によれば各層の持株会社が外部からの資本を導入しているが、同家の支配的株主の地位は不変である。第四の利点は垂直多層持株会社により各層の持株会社に導入する同族外部の資本提供者の数を意図的に制限することにより、これら非同族株主間の協調行動ないし共謀の可能性をできるだけ小さくすることができる点にある。要するに同族がその支配を維持しつつ非同族の資金を導入する場合は、その都度持株会社を新設すればよいことになる。このような場合に銀行がその資本提供に大きな役割を演じる。

この種の持株会社の最大の欠点は垂直多層持株会社構造の各層の持株会社に少数株主としての同族外部の投資家を募ることが困難なことである。その理由は少数株主として経営方針に関する決定権が限定されていること、この種の持株会社の株価は株式の実態価値より20-30%低いからである。また個人に限らず、株式会社な

ど法人もこの同様の目的のためにこの手段を活用する。

## (2) 株式合資会社の設立

この方法による敵対的企業買収防衛策はヨーロッパディズニー、サンローラン、OCPなどにより採用されている<sup>34)</sup>。株式合資会社（société par commandite par actions）は無限責任社員と有限責任社員により構成され、無限責任社員は会社の負債に対して無限責任を連帯して負い、またその持ち分は自由に譲渡できない。無限責任社員はその中から経営者を選出し、これが経營業務の執行に従事する。有限責任社員は株式会社の株主と同様に出資以上の責任を負わず、その持ち分は自由に譲渡可能である。そのかわり有限責任社員は経營業務に従事することはできない。

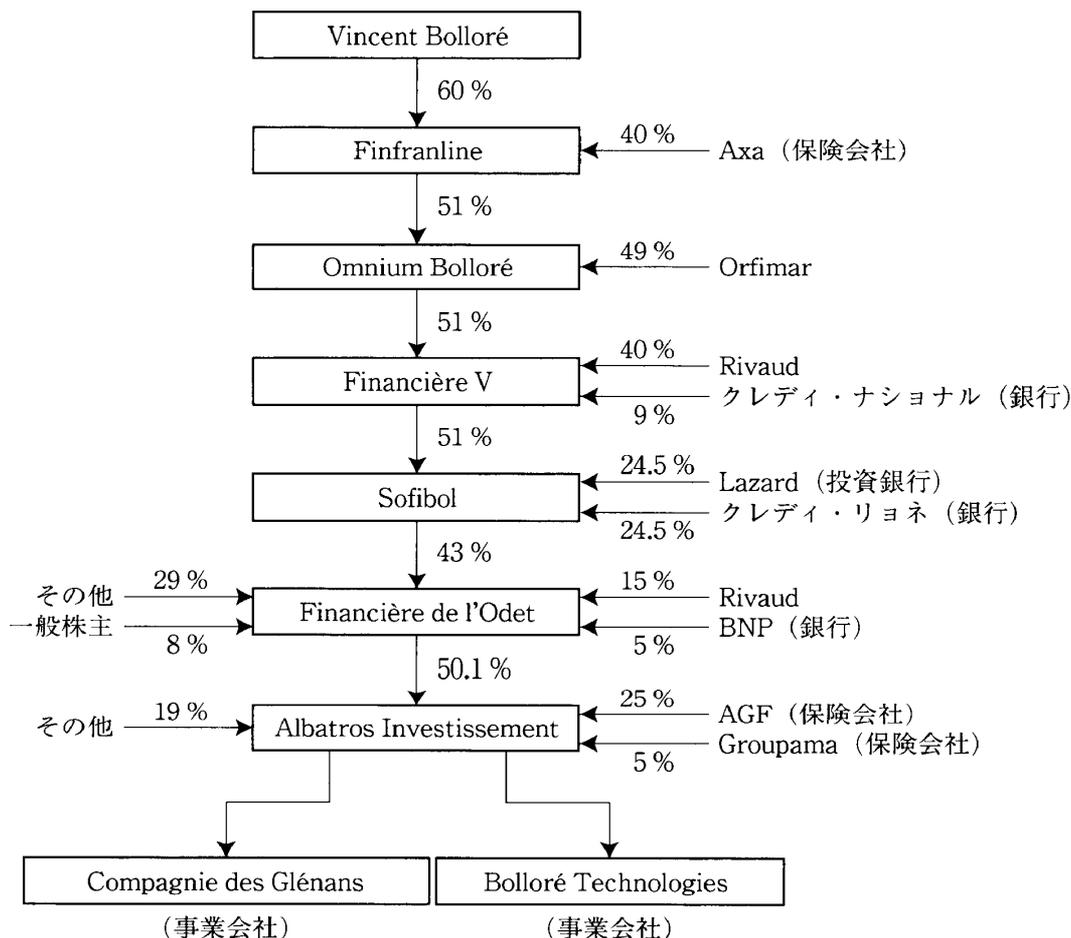
この会社の法的形態は敵対的企業買収に対する有効な手段である。その理由は有限責任社員の持ち分は譲渡可能ではあるが、これを取得しても経營業務を執行できないからである。また会社法により無限責任社員である経営者の解任方法は定款で規定できる。したがって、経営者の解任は無責任社員の全会一致を条件とすることを定款に規定することで、その場合有限責任社員による解任は事実上不可能となる。しかしこの持株会社の欠点は有限責任社員が経営意思決定に参加できないため、また持ち分の譲渡性が制限されているために有限責任社員の候補者を探すことが困難な点である。流通のカジノ社はこれらの理由によりこの方策の採用を見送ったとされる。したがって、株式合資会社による敵対的企業買収の防衛策は少数の企業に限られる<sup>35)</sup>。

## 2) 株式分散企業

### (1) 安定株主の導入

安定株主とは複数の友好企業による株式保有により敵対的企業買収に対抗する防衛策である。このような安定株主としては銀行、保険会

図表 20 同族大企業の持株会社



出典：Perrier, Arnaud et Raphaëlle Scacchi. *Les stratégies anti-OPA*, 1995, p.41

社が最も多く利用される。これにより企業が敵対的企業買収の標的になった場合、株式公開買い付け募集に応じて株式を売却する浮動株主の比率を小さくすることが可能となる。安定株主は通常相手企業の取締役会へ役員を派遣する。これは日本、ドイツにおいても一般的な企業間関係である。既述のように安定株主はフランスにおいては民有化された企業に対して特に利用された。

この方式の危険性は、当初は友好と考えられた株主がその後変節し、持ち株対象企業を支配しようと思いはじめることである。実例としてはフランスの食品企業ダノヌ社の安定株主の一人であったイタリアの自動車企業フィアットの同族経営者アグネリが同社への持ち株比率増加を

要請したことがある。警戒したダノヌ社は後述する複数議決権の導入を決定してこの試みを阻止した。

安定株主の第二の欠点は企業が敵対的企業買収の標的になった場合に、安定株主でなくなる可能性である。安定株主は多くの場合銀行、保険会社などの機関投資家であり、これらはその収益を向上せねばならない。したがって、買収プレミアムを実現するために持ち株を買収企業へ売却することがあり得る。このような欠点を除去するために安定株主とこれを迎えた企業との間に株主協定が締結されることが多い。第三に安定株主の存在は企業統治の有効性を低め、その投資収益率を必ずしも向上させないことが欠点としてあげられる。

安定株主が不安定株主ないし敵対的株主にさえなり得るかを示す事態が1995年に生じた。これはフランスにおいてそれまで考えられなかったとされる事件であり、フランス国内はもちろん、国際的にも大きな反響を呼んだ。すなわち同年6月スエズの株主総会においてほんらい同社経営者の味方であるはずの安定株主UAP（保険会社）およびBNP（銀行）の最高経営責任者が次々とスエズの最高経営責任者の戦略の欠如、前期の損失の責任追及を行ったのである。啞然としたある出席者はその対決の激しさが「OK牧場の決闘」を想起させる程であったと語った。その背景にはUAPおよびBNP両社自体の業績不振とその打開のための三社合併の思惑があった。両社の最高経営責任者はスエズの豊かな自己資本に着目し、BNPの銀行、UAPの保険、スエズの製造企業への持ち株の統合による相乗効果を実現することを目的として、三社の合併により巨大金融企業（TGF, Très Grande Financière）を構築することをスエズの最高経営責任者に提案した。この構想は最も優れたユニバーサル銀行としてドイツ銀行の故ヘアハウゼン頭取を尊敬するBNPのペブロー頭取が抱いたとしても当然である。しかしスエズは製造企業へ資本参加を増強することを理由にこの提案を断った<sup>36)</sup>。この事件は政府主導により設計、実施された旧国営企業の持ち合いがもはや解体の危機に直面したこと、そしてフランスにおいては安定株主はもはや安定していないという最初の信号と解釈された。

## (2) 株主協定 (le pacte des actionnaires)

前項で触れたように安定株主間で株主協定が取り決められることが多い。定款の変更は臨時株主総会において三分の二以上の議決により可能であるが、この手続きを回避するために主要株主間で合意される取決めが株主協定である。その目的は既存の支配構造を永続化することにある。このためにそれぞれの主要株主が持ち株の増加および第三者への譲渡を他の主要株主へ

報知しないで行うことを阻止しなければならない。協定の内容は会社の固有事情により異なるが、以下の四つが基本的な協定事項とされる。

### ① 不可侵条項 (les accords de non-agression)

協定株主が協定締結時の持ち株以上に株式を取得し、会社の主要株主間の持ち株比率を変更しないことを取決める。

### ② 株式先買権 (le droit de préemption)

協定株主が第三者から当該株式の購入申し出を受けた場合、この協定株主は同一の条件で他の協定株主に先買権を与える義務を負う。これは会社が敵対的企業買収の標的となった場合、協定株主が買収企業に持ち株を売却できないようにするための取決めである。

### ③ 株式優先取得権 (les accords de préférence)

協定株主はあらかじめ会社外部の友好企業に株式優先取得権を与えることを全会一致で決定する。協定株主が持ち株の売却を望む場合、これらの企業へ優先的に売却の申し出を行う。売却交渉が成立しなければ、協定株主は自由に持ち株を処分できる。また会社は敵対的企業買収に備えて、防衛資金を銀行に預託し、敵対的企業買収の標的にされた場合には銀行が会社の株式を取得するとともに、協定株主へ優先的に提供する。

### ④ 株式公開買付時の持ち株売却 (les conventions d'apport à une OPA)

友好的企業買収に際して協定株主が買収価格の如何に拘らず持ち株を買収企業に売却することを約束する条項である。これにより会社が望まない第三者により株式が取得されることが防止される。

地中海クラブ社 (Club méditerranée) の株主協定を紹介する。同社の株式は分散しており株式数で60%、議決権で55%が浮動株主、残りは14株主が所有する。1990年同社はクレディ・リヨネ、パリバ、UAPなどを含む9株主を安定株主として、これらと株主協定を締結した。これらの株主により安定化された株式数は

1992年12月の時点で約33%、議決権数で約38%に達した。この協定の主要内容は以下のとおりのものである：

- ① 協定締結当事者である株主は同社の株式を10%以上取得しない。これを越える株式は他の株主へ譲渡する。
- ② 協定締結当事者である株主はそれが所有する同社の株式の譲渡に際して他の協定当事者である株主へ先買権を与える。

### (3) 複数議決権 (le droit de vote double)

フランスにおいては二年以上株式を保有する株主に対しては一株二票の議決権を付与することが法的に可能である。この最低保有年数は四年が限度であり、したがって、企業は二年から四年の間で二票の議決権を行使できるための最低保有年数を定款に規定できる。この規定は企業の安定株主や長期的繁栄に一体化する株主を優遇すると同時に、短期的値上がり益のみを追求する株主の影響力を減殺する効果を有する。これにより経営者は長期的株主の支持を得やすい。したがって敵対的方法により会社を買収しようとする企業は一票の議決権しかない株式を所有することになり、支配的議決権を得るための買収費用が大きくなる。

しかし複数議決権は敵対的企業買収に対する確実な防衛手段とはなりえない。その理由は第一に長期的株主も魅力ある買収プレミアムを実現するために持ち株を買収企業へ売却することは当然考えられるからであり、第二に敵対的株主も2年から4年待てば二票の議決権を得るからである。

複数議決権の導入例として自動車部品のヴァレオ社をとりあげる。同社は現在はフランスの同族企業シュネデルが支配するが、それ以前はイタリアの同族の支配下にあった。同社がシュネデルにより買収される以前の筆頭株主はイタリアの同族企業集団ベネディッティがフランスに設立した持株会社CERUSでその持ち株

比率は30%であった。しかし浮動株主が過半数を占めるので、一株一議決権であれば同社は敵対的企業買収の標的になる可能性がある。そこで同社は定款により4年以上の同社株式保有者に複数議決権を与えた。この措置により持株会社はヴァレオ社に30%の株式を有するにもかかわらずその議決権は45%へと増加した。またその安定株主としての銀行UAP、BNP、クレディ・アグリコルおよびフランス政府の預金供託金庫が行使可能な複数議決権合計は8%に達するので、持株会社と安定株主の議決権合計は過半数の53%に上昇する。

### (4) 議決権行使限度 (la limitation de droit de vote)

議決権行使限度の設定は複数議決権とは逆の効果を有し、定款により株主総会における持ち株の行使可能議決権数を一定の限度に制限することである。この規定はすべての株主に適用されねばならない。この条項が最も威力を発揮するのは、敵対的企業買収への防衛手段としてである。なぜなら議決権が制限されている企業の株式を取得しても無意味だからである。ダノヌ、エルフ・アキテヌ、ペルノー・リカール、ラファルジュなどかなりの数の著名企業がこの方式を採用している。この敵対的企業買収への防衛手段においては銀行、保険会社は特に役割を演じることはない。

アルカテル・アルストム社の場合は、定款で一株主につき行使可能の議決権行使限度を一票の議決権を有する株式については8%、二票の議決権を有する株式については16%と規定している。少数株主にとってはこの規定は大株主の影響力を牽制するので有利である。また既存の主要株主が持ち株を増やして会社の支配を狙うことをも阻止できるので、既存の持ち株による力関係を維持したい経営者や株主にとっても有利である。

### (5) 新株引受権付社債 (ワラント債, l'obligati-

tion à bon de souscription d'action)

発行時に設定される行使価格でいつでも発行会社の新株を買い取れる権利がついた社債で、株式時価が行使価格を上回れば株式時価よりも低い価格で新株を取得できる。敵対的企業買収への防衛手段として利用される場合、ワラント債は友好企業のみ割り当てられる。会社が敵対的企業買収の標的となった場合、ワラント債を保有する友好企業はこれにより株式を購入する。企業買収は標的企業の資本金が増加した分だけ買収費用が増加し、買収が困難となる。同時に発行会社にとって自己資本比率が改善される。ダノヌ社は銀行を中心とする安定株主にワラント債保有を依頼し、敵対的企業買収の標的となった際にこれにより増資を行うことにより、1987年時点で22%、1994年において18%の株式を所有できる用意を整えている。

### 3. 企業統治の変革

#### 1) 持ち合い解消への動き

既述のヴィエノ報告において、持ち合いはフランス資本主義発展の過渡的形態であると規定され、そのより高次の発展のためにはこれを払拭すべきだ、という大胆な提言がなされた<sup>37)</sup>。1995年において図表10に示されたフランスの代表的大企業間の持ち合いにより固定化されている株式時価総額は1100億フランから1500億フランに上ると推定されている。日本におけると同様にこのような形の投資は企業の収益性に貢献しないという意識がフランスにおいても強くなりつつある。これを反映して図表21が示すように、持ち合いの比率は下降しつつある。

その背景はフランスにおける銀行間競争の激化である。それは第一には銀行の民有化により生じた。銀行はもはや政府の政策遂行の手段ではなく、したがってその後ろ盾をあてにできなくなり、自己責任による経営を余儀なくされた。第二の原因は規制緩和である。銀行はこれにより与えられた自由裁量を利用して、本来の金融業務中心とする短期的な資本収益率を重視し、

積極的に市場占有率を拡大する戦略を実施し始めた。これに貢献しない非金融企業に対する株式取得は二義的重要性しか与えられなくなった。また非金融企業は銀行を競争させ、できるだけ取引有利な条件を引きだすようになった。第三は非金融企業によるエクイティ・ファイナンスの増大との財務担当者の金融・証券業務に関する知識、経験が高度化し、資金提供者としての銀行への依存度が低下したことである。これを容易にした要因は政府が80年代半ばに実施されたパリ株式市場の改革である。すなわち1983年における第二市場(Second marché)の設立、1986年の株式仲買人の改革、株価指数CAC40の創設などである。また民有化により大量の株式が投資家にとって有利な価格で証券市場に提供されたこと、フランス政府が株式市場で国債を管理すること、などにより株式市場の発展が大きく促進された。これにより銀行の地位は相対的に後退した。第四に1993年発足したヨーロッパ市場統合とその一環である資本の移動のEU加盟国内の自由化である。これによりヨーロッパ的規模での銀行間競争が激化した<sup>38)</sup>。

安定株主の不安定化も顕著になりつつある。それはアルベールによれば協調的資本主義から利己的資本主義への傾向の表れである。1969年BSNがパリバその他銀行の支援を得てサンゴバンに敵対的企業買収をかけた際、サンゴバンの安定株主であるBNP、スエズその他の銀行はこれを阻止した。またパリバがCNMを買収しようとした際、ソシエテ・ジェネラル、クレディ・リヨネなど合計53%の持ち株を有する後者の安定株主団がこれを阻止した<sup>39)</sup>。しかし安定株主である企業自体が激化する国際的競争に生き残るために自社の利益を優先せざるを得なくなった。このことはこれまでの安定株主工作による敵対的企業買収への防衛手段が有効性を失いつつあることを物語る。このことは既にスエズとその安定株主との間の対立に関連して述べた。このような状況のもとに持ち合いは

大きく減少しつつある。

## 2) 国家資本主義の退潮

既述のようにフランス政府は民有化された大企業の安定株主工作までも行った。しかしフランス国民がこのような国家資本主義と訣別しつつあることは、1982年に国有化された企業の民有化が社会党政権の下においても国有化の時と同じ熱意をもって進められていることで明らかである。この状況はおそらく後戻りのない過程であり、それはフランス社会に根強く存在した反資本主義の崩壊過程の一側面である。またその背景としてヨーロッパ連合による「外圧」も決定的影響力を及ぼしている。域内市場における競争条件を歪曲せざるを得ない国有化企業の存続は市場統合の導入により、もはや不可能になりつつある。さらにフランスは単一通貨ユーロへの加盟国として財政赤字を国内総生産の3%以内にとどめる義務を負う。これを越えた場合、国内総生産の0.5%を上限とする罰金規定まで設定されている。したがって、政府支出を増大させる国有化はもちろん、今日なお国有化されている企業の維持はこの点からもきわめて困難となりつつある。この状況はフランスがヨーロッパ連合の一員としてこれまでのように国家主権を自由に主張できないことを意味する。それはまた自国の伝統や価値観に基づいた資本主義を大幅に修正する時が到来したことをも意味する。

国家資本主義の衰退を示す他の側面は90年

図表21 フランス上場企業の株式所有構造 (%)

	1990年	1994年
安定株主	25.4	11.0
個人株主	27.4	30.3
フランス機関投資家	22.5	25.9
外国機関投資家	24.7	32.8
合計	100.0	100.0

出典：Plihon, Dominique. *Les banques-nouveaux enjeux, nouvelles stratégies*, 1998 p.143

代初期から顕著となった上級官僚への権力集中に対する高まる批判である。それは「エリート」の腐敗」として議論の的になってきた。アルベールによれば、上級官僚は昨日までは試験により広く庶民の子女に開かれた貴族であったが、今日では官僚は侮辱され、威信は低下し、士気は低下している<sup>40)</sup>。

## 3) アングロサクソン資本主義への接近

フランスがその伝統的な社会主義・コルベール主義から脱却しつつあるのはフランスがドイツ・日本流のモデルではなく、アメリカ・モデルを選択したためである<sup>41)</sup>。フランスの企業統治制度とそれを取り巻く環境は急速に進化しつつある。フランスにおける企業統治の実効性は経営者による違法行為に対する迅速な取調べかつ厳格な制裁により高く、この点で日本とドイツに比較してもアングロサクソン諸国に最も急速に接近しつつあると言っても過言ではない。

それは1999年5月において次の現象でも明らかである。第一は敵対的企業買収ないし大株主間の対立先鋭化である。金融分野ではソシエテ・ジェネラルとパリバが合併してSG-Paribasを新設することを決定した。両銀行に対してBNPは株式交換申込を行った。その目的は三行の合併により世界最大の銀行を形成することである。これにはソシエテ・ジェネラルとパリバが反対しており、BNPの提案は敵対的企業買収に等しいと認識している。高級ファッション・シャンペン・コニャックのルイヴィトン・モエ・ヘネシはイタリアの同様の業種のグッチに対して敵対的企業買収を進めつつある。建設その他の同族企業ボロレ社の所有経営者ボロレも同じく同族建設企業ブイグ社の10%の持ち株を有する株主であるが、業績低迷と経営方針をめぐって両者間で対立が生じている。

また経営者が業績不振の責任を株主によりとらされる事例も増えている。1997年余暇産業で著名な同族企業地中海クラブ社の二代目社長が損失責任を追及され、大株主により解任され

た。同社長は取締役会に監査委員会を設置するなど企業統治の向上に努力していた。同年、建設その他のサンルイ社の社長も業績不振を理由に解任された。さらに企業の存続のためには大規模な再編成を辞さない経営者も増加しつつある。1997年乗用車企業のルノーは50億フラン以上の巨額赤字を削減するためにベルギーの工場の閉鎖を閉鎖し、3100人の解雇を決定、同時にフランス国内の工場従業員の3000人を解雇する発表した。株価はこれらの決定を歓迎し13%上昇した。同社の株式の1.5%を所有するアメリカの機関投資家 Templeton の圧力があつたとされる。ルノーにおける政府の出資比率が部分的民有化の結果50%に減少したとはいえ、国営企業の性格の濃厚な同社が現社会党政権下にあるにも拘らず、このような大胆な国内雇用の削減を実施したことは、時代の流れを感じさせる。

現ジョスパン社会党政権はストックオプションの普及さへ図ろうとしている。その骨子はストックオプション行使利益に対する税率の低減とこの逡減税率の適用条件としての株式保有期間を5年から3年への短縮である。5年の株式保有期間は前ジュペ保守党政権により国民の反感を予測して決定された。社会党政権によるこの提案に対してフランス経団連 (Medef) が反対しているのは皮肉な現象である。その原因はストックオプションを行使する経営者、管理者が給与を開示しなければならないからである。

#### 4) 企業統治の有効性向上

既述のヴィエノ報告の提言はフランスにおける企業統治改善の先駆となったが、多くの大企業がそれらを実施しつつある。コーン・フェリー社の調査報告によれば、CAC40の40社の87%が昨年中期末までにこれら提言を実施し、37%は3年以前に既に実行済みである<sup>42)</sup>。取締役による他社取締役兼務数を5に制限する提言は特に尊重され、40社の全取締役の中で6社以上の取締役を兼務する者は4人しかいなかった。

た。取締役会委員会の設置については88%の企業が監査委員会と報酬委員会を設立している。これはイギリスやアメリカの90%とほぼ同一である。

この他に四半期報告書の公表、アメリカ会計原則による財務諸表の作成、株主資本利益率などの重視がある。フランスの著名な経営、経済週間雑誌 *Le Nouvel Économiste* は株主利回り、株主資本利益率、少数株主利益の擁護、取締役会の尊重の四種の指標により企業の格付けを毎年行っている。

パリバは企業統治において先進的企業であることは既に述べた。同行は1997年現在の株主資本利益率13%を2000年までに15%まで向上させることを目標としている。CAC40社の中でドイツ式の監査役会と執行役会よりなる二層取締役会を採用している企業は8社であるが同行はその一つである。監査役会には個人株主の利益向上のために活発な株主活動を展開しているコレット・ヌビルが入っている。個人株主利益向上のため個人株主協議委員会 (Comité consultatif des actionnaires) が設置され、経営者代表として監査役会会長、執行役会会長、個人株主代表としてヌビルをはじめ10人の個人株主により構成される。他に監査役会内に報酬委員会 (Comité des rémunérations)、会計・監査委員会 (Comité des comptes et du contrôle)、人事委員会 (Comité des nominations)、国際諮問委員会 (Comité international) が設置されている。報酬委員会、会計・監査委員会、人事委員会は全員社外取締役により構成されている。しかし同行はフランスの伝統的な要素をも残していることは否めない。定款により二年以上の株式保有者は一株二票の議決権を行使でき、これにより同社の5%以上の株式を保有する安定株主は合計12.1%の持ち株数にもかかわらず20.5%の議決権を有する。またアメリカとは異り、経営者の報酬は合計額で示され、個別では開示されていない。

### 結論—フランス資本主義の将来

もちろん、アメリカ的資本主義への反発、懐疑も大きい。経営とは流行であるとし、アメリカにおしつけられた株主価値もその一つに過ぎず、しかもそれにはリスクがあるとする主張はその典型であろう。その根拠は消費者運動が弱体化し、労働組合も衰退しつつある今日において、利害関係者間の力の均衡が破れ株主独裁主義が台頭するというものである<sup>43)</sup>。

フランスはアングロサクソンの企業統治とドイツ・日本の企業統治とのいずれの方向へ進むのであろうか。フランスにおける企業統治に関する権威の一人シャロー教授は、各国の資本主義はその性格が互いに異なっても長期的には近似した経営成果を達成できるであろうと予測する<sup>44)</sup>。経済学者のポワイエは、フランスの資本主義はたしかに部分的に希薄化しつつあるが、それが将来においてアングロサクソンないしドイツのいずれかのモデルに収斂することはないのであろうとし、異なる資本主義がそれぞれの特質を保持しつつ競争することになるであろうと展望する<sup>45)</sup>。常識的ではあるが最も妥当な見通しに思える。

本稿は平成9—10年度文部省科学研究費補助金による研究成果の一部である。

### 引用・参考文献

- 三戸 浩 「日本大企業の所有構造の変容—平成3年の所有状況を中心として」横浜経営研究第14巻第1号, 95-104 ページ
- 吉森 賢 「フランス企業の発想と行動」1984年
- Albert, Michel. *Capitalisme contre capitalisme*, 1991
- Bancel, Franck. *La gouvernance des entreprises*, 1997
- \_\_\_\_\_. Le processus de privatisation: la spécificité française, in Dion, Fabrice. *Les privatisations en France, en Allemagne, en Grande Bretagne et en Italie*, 1995
- \_\_\_\_\_. Les stratégies de banque-industrie, *Revue d'économie industrielle*, no.77, 3e trimestre, 1996, pp.29-52

- Basini, Bruna. Ces analystes qui dissèquent les patrons, *Le nouvel Économiste*, 27 féb. 1998, pp.52-55
- Bauer, Michel et Bénédicte Bertin-Mouro, *Administrateurs et dirigeants du CAC 40*, 1997
- Belletante, Bernard. *Dictionnaire de la bourse et des marchés*, 1996
- Blanc, Jacques et Chantal Brulé, *Les nationalisations françaises en 1982*, 1983
- Bonin, Hubert. *Les groupes financiers français*, 1995
- \_\_\_\_\_. *La crise bancaire française et mondiale*, 1997
- Bremond, Janine et Alain Geledan, *Dictionnaire économique et social*, 1985
- Cancel, Sophie et Guillaume Duval. La fin du capitalisme à la française, *Alternatives économiques*, No.160, juin 1998, pp.28-37
- Charreaux, Gérard (éd.). *Le gouvernement des entreprises*, 1997
- Chevillon. La fin du capitalisme à la française, *L'Expansion*, no.513, 23 nov.-6 déc., 1995, pp.114-119
- CNPF et AFEP, *Le Conseil d'administration des sociétés cotées*, 1995
- Crouch, Colin et Wolfgang Streeck. *Les capitalismes en Europe*, 1996
- Duhamel, Alain. *Une ambition française*, 1999
- Desbrière, Philippe. *Ingénierie financière*, 1995
- Farnetti, Richard et Ibrahim Warde, *Le Modèle anglo-saxon en question*, 1997
- Fourgerat, Jean-Jacques, *Le capital partagé*, 1992
- Gilly, Jean Pierre et François Morin, *Les groupes industriels en France*, 1981
- Guiramand, France et Alain Héraud. *Droit des sociétés*, 1994
- Lorino, Philippe. Valeur pour actionnaire: une mode à risque, *Alternatives économiques*, No.162, sept. 1998, p.55
- Marinik, Philippe. *La modernisation du droit des sociétés*, Rapport au Premier Ministre, 1996
- Moatti, Gérard. Tempête sur la pantoufle, *L'Expansion*, 10-23 juin 1997 pp.66-73
- \_\_\_\_\_. La France contre ses élites, *L'Expansion*, 7-20 déc. 1995, p.96
- de Montmorillon, Bernard. *Les groupes industriels-Analyse structurelle et stratégique*, 1986
- Morin, François, Le nouveau pouvoir financier en France: ou "l'autogestion" du capital, *Revue d'économie industrielle*, no.47, 1er trimestre, 1989, pp.44-52
- \_\_\_\_\_. et Claude Dupuy. *Le coeur financier européen*, 1993
- \_\_\_\_\_. Le coeur financier français: mor-

- phogénèse et mutation, *Marchés et Techniques Financières*, No.72 juillet-août 1995, pp.27-29
- Nekhili, Mehdi. La discipline par les banques, in Charreaux, Gérard (éd.). *Le gouvernement des entreprises*, 1997
- Le Nouvel Économiste*, Le gouvernement des entreprises, 4 juillet 1997, pp.75-87
- OECD, *Economic Survey- France*, IV. Corporate Governance of French Enterprises, 1997
- Pastré, Olivier. Le gouvernement d'entreprise, *Revue de l'économie financière*, no.31, hiver 1994, pp.15-32
- Perrier, Arnaud et Raphaëlle Scacchi. *Les stratégies anti-OPA*, 1995
- Peyrelevade, Jean. *Pour un capitalisme intelligent*, 1993
- Plihon, Dominique. *Les banques -nouveaux enjeux, nouvelles stratégies*, 1998
- Quatrepoint, Jean-Michel. Le capitalisme sans capital, *Le Nouvel Économiste*, 28.nov. 1997

## 注

- 1) Pastré 1994, Morin et Dupuy, 1993, p.3; Nekhili, 1997, p.356; Bancel, 1995, p.41
- 2) Albert, 1991, pp. 264-266
- 3) CNPF et AFEP, 1995
- 4) Bonin, 1995 p.105
- 5) Quatrepoint, 1997
- 6) Albert, 1991, pp. 268, OECD, 1997, p.125
- 7) Blanc et Brulél, 1983, p.
- 8) Cancel, et Duval. 1998, p.30. CAC40 (Cotation assistée en continu) はパリ証券取引所の株価指数を構成する40社。原資料ORT.
- 9) Albert, 1991, p. 269
- 10) Bancel, 1996
- 11) 吉森, 1984, pp. 76-79
- 12) Plihon, 1998 p.32, Bancel, 1996
- 13) Bonin, 1995 p.41
- 14) Plihon, 1998, p.33; Bancel, 1995, p.36
- 15) Bancel, 1995, p.31
- 16) Morin, 1995, p.28
- 17) OECD, 1997, pp.120-122
- 18) フランスにおいては民間企業への公務員の転職は次の場合には退職後5年間禁止されており, 違反者に対しては2年の禁固刑, 20万フランの罰金が課せられる (刑法432-13)。すなわち在職中に民間企業を監査または監督する職務, 民間企業と契約締結する職務, 民間企業の経営に関して意見を表明する職務に従事していた公務員がこの条項の対象となる。この目的は公務員と民間企業との間の利益供与を防止することにある。しかし実態はこの禁止条項は有名無実と化しているとされる。上級官僚の天下りの第一の誘因は収入の増加とされる。ENA出身者の上級官僚の年間所得中位数は社会保障費本人負担分を差し引き1995年36万6千フランであったが, 民間企業へ天下りした上級官僚のそれは87万5千フランであり, 2倍以上の所得増加となる。第二に, 行政が優れた人材を採用するために, 天下りによる所得増を暗黙の契約としていることである。第三は政権の交代による上級官僚の昇進遅滞への危惧である。上級官僚自体がかなり政治化されており, 保守党が政権に就いた場合は社会党を支持する者が, 逆の場合は保守党支持する者が大量に民間企業へ転出するとされる。 *Le Nouvel Économiste*, 10-23 juillet 1997
- 19) Dictionnaire historique Robert de la langue française. *L'Expansion*, 1997, p.70に引用。語源はスリッパを示す pantoufle に由来。官僚としての正式の活動を靴とし, 天下り後の民間企業でのくつろいだ活動をスリッパで表現したものであろう。天下りした官僚は pantoufflard と称する。
- 20) フランスの大学教育制度と両校の地位, 入試, 上級官僚としての採用過程などに関しては拙著1984, 第3章フランス国家資本主義の運営主体-官僚エリート, および天下りの実態に関しては同書 pp.209-215を参照。
- 21) これらの席次と進路との関係は1980年代前半における状況であるが, 本質的には今日においても妥当すると考えてよい。吉森, 1984年参照。
- 22) *Le Nouvel Économiste*, 4.juillet 1997
- 23) Bancel, 1996
- 24) Bancel, 1996
- 25) Bancel, 1996
- 26) Bancel, 1996に引用。
- 27) Plihon, 1998 p.141-2
- 28) Bonin, 1997 p.119
- 29) 以下 Paribas Rapport annuel 1996, 1997による。
- 30) "L'ensemble des entreprises qui établissent des liens entre elles" *Le petit Robert*, 1985, p.897
- 31) Gilli et Morin, 1981, p.10
- 32) Bremond et Geledan, 1985, p.90
- 33) Perrier et Scacchi, 1995, p.38; Guiramand et Héraud, 1994, p.329。以下の敵対的企業買収への防衛手段に関する記述はこれらによる。
- 34) 同様の手段はドイツにおいても利用されており, このような持株会社は中間持株会社 (Zwischenholding) と称される。ドイツにおけるこれらの実例については拙稿「ドイツにおける銀行・保険会社・企業間の資本的・人的関係と企業統治の有効性」横浜経営研究第18巻第4号1-26ページを参照。
- 35) Perrier et Scacchi, 1995, p.45
- 36) *L'Expansion*, 1995
- 37) CNPF et AFEP. 1995
- 38) Bancel, 1996
- 39) Albert, 1991

- 40) Duhamel, 1999 p.178
- 41) Albert, 1991, pp.264-266
- 42) *Financial Times*, March 19, 1999
- 43) Lorino, 1998
- 44) Charreaux, 1997
- 45) Boyer, 1996  
[よしもり まさる 横浜国立大学経営学部教授]