

ディミター・ヤルナゾフ
京都大学大学院経済学研究科

東欧諸国におけるコーポレート・ガ バナンス

RIEB セミナー
神戸大学経済経営研究所
2009年1月16日

研究課題と発表の内容

- 東欧諸国におけるコーポレート・ガバナンス (CG) はどのように形成してきたか
 - (1) 国有企業の私有化 (私有化方法)
 - (2) 新しい法律の制定や制度の導入 (アメリカやEUからの制度移植)
- 東欧諸国におけるコーポレート・ガバナンスの特徴は何か
- ハンガリー、ロシアとブルガリアの事例
- 近年の動向

主要な概念 (1)

東欧諸国について

- ❖ 中東欧(8カ国)、南東欧(8カ国)、CISの一部
- ❖ 1989-1991年まで社会主義体制(国有企業、共産党の支配、中央集権的な計画経済)
- ❖ 1990年代:民主化、国有企業の私有化、会社法、証券法、及び会計法の制定、証券取引委員会の設置、など
- ❖ 2004-2007年:中東欧8カ国及び南東欧2カ国がEU加盟

主要な概念 (2)

コーポレート・ガバナンス (企業統治)

❖「会社が指揮され統制されるシステム」: 経営者の
チェック体制、取締役会

“The system by which companies are directed and
controlled” (Cadbury Report, 1992)

❖「会社は誰のものか」: 株主の利益 vs. 利害関係者
の利益 (“Shareholder value vs. Stakeholder value”)

❖OECDの「コーポレート・ガバナンス原則」、各国の
コーポレート・ガバナンス規範 (OECD corporate
governance principles、national CG codes)

- CGと株式所有の集中、または分散 (英米型と
ヨーロッパ大陸型CGの相違)

国有企業私有化と株式所有の集中

- 東欧諸国におけるCGに大きな影響を与えた第一の要因
- 私有化の主な方法
 - I. Cash sales: 株式の大半を外部投資家 (outside investors) に現金で売却する → 所有の集中
 - II. Mass privatization (大衆私有化): 全成人が無料で受け取ったクーポンを株式に交換する → 所有の分散
 - III. MEBO (従業員や経営者による買収): 株式の大半を内部者 (insiders) である従業員や経営者に売却する → 所有の分散、または集中

1. 外部投資家への売却

- 中東欧では、外資（主に多国籍企業）への売却（1990年代前半、ハンガリーとエストニア）
- ロシアやウクライナでは、政治家・官僚と密接な繋がりを持つ人（「オリガルヒ」とも呼ばれる特定の国内資本家）への売却
- 旧国有企業をリストラ・再生できる新しい所有者の登場 → この方法は強力なCG体制をもたらす可能性が高い
- 問題点：外資に買収された企業は上場廃止になる、「オリガルヒ」に買収された企業の少数株主（e.g. 一般の投資家、政府）が被害を受ける

II. 大衆私有化 (1)

- 中東欧では、チェコとスロバキアが代表的な事例
 - ❖ 一般国民 → 「私有化ファンド」 → 旧国有企業
 - ❖ 所有の分散 → 所有の集中

3つ、4つの私有化ファンドが企業の大株主へ

- CISでは、ロシアが代表的な事例
 - ❖ 従業員や経営者 → 旧国有企業
 - ❖ 所有の分散 → 所有の集中
- 一人、数名の経営者が企業の大株主へ

II. 大衆私有化 (2)

- (1) 大衆私有化後に所有の分散が続く → 不明確かつ不確実な所有権（インサイダー・コントロール） → 「資産の流失」
- (2) 大衆私有化後に所有は集中されるが、その過程で様々な不正が発生 → 新株予約権は特定大株主にのみ付与される
- しかし、新しい所有者は旧国有企業をリストラ・再生できない → 倒産、または外資への売却
- この方法は脆弱なCG体制をもたらす可能性が高い

III. MEBO

- 中東欧では、ポーランドとスロベニアが代表的な事例で、CISではロシアやウクライナ
- この方法のCG体制への影響は様々である
- 大衆私有化と同様に、当初は所有が分散していても、時間が経つにつれて所有の集中が進む
- しかし、新しい所有者（一人、数名の経営者）は旧国有企業をリストラ・再生できない → 倒産、または外資・オリガルヒへの売却

東欧諸国における制度的環境 (1)

- 東欧諸国におけるCGに影響を与えた第二の要因
- 「制度的環境」: 企業を取り巻く**公式と非公式制度** (formal and informal institutions)
- 政府の能力 (国によって異なる) → 法の支配、所有権の保護、契約の履行
- 1990年代にCGに関する新しい法律 (会社法、証券法等) が制定され、証券取引委員会も設置された
- しかし、政府の能力が弱体化した南東欧やCISでは法律を執行できない状況 → 条文上の法制度 (“law on the books”) と実効性ある法制度 (“effective legal institutions”) の相違

東欧諸国における制度的環境 (2)

- CGに関する新しい制度構築 → 法律執行 (law enforcement) の問題
 - (1) 新しい法律や制度は海外(アメリカ、EU)から移植された → 執行するのに必要な知識が不足
 - (2) 新しい法律や制度の執行を妨げようとする「抵抗勢力」(旧国有企業の経営者、オリガルヒ)の力
- その結果、様々なCG問題 (e.g. 企業資産の流失、特定大株主のみを優遇する増資、大株主保有比率を開示しない、株式公開買付けなしで少数株主の保有比率を引き下げる、など)

東欧諸国におけるCGの特徴 (1)

－ 所有の集中 －

- **株式所有の集中度が高い** → 株式の50%以上を持つ支配株主、所有と経営の一体化
 - (1) メリット: 経営者のチェックができる、旧国有企業のリストラ・再生ができる
 - (2) デメリット: 支配株主をチェックできる仕組みがない (e.g. 取締役会は機能しない)、利害関係人との取引 (related party transactions)
- **支配株主の正体**: 外資 (多国籍企業の本社)、旧国有企業の経営者、持株会社 (オリガルヒ、旧私有化ファンド)

東欧諸国におけるCGの特徴 (2)

– 投資資金調達、法制度の有効性 –

- 投資資金を主に自己資金（内部留保、など）、または外資で賄う
- 投資資金調達のために、銀行から借り入れたり、株式・社債を発行したりするのが少ない
- 自由に売買できる株式 (free float) の比率は小さい、敵対的買収は殆どない
- CGに関する法律や制度 (e.g. 上場企業による情報開示、少数株主の保護、インサイダー取引等の規制) は先進国並み
- しかし、海外 (アメリカ、EU) から移植された法律や制度 (ベスト・プラクティス) はうまく機能しない

ハンガリーの事例

- 大企業の半分において、支配株主が株式の50%以上を保有している
- **支配株主は主に外資（多国籍企業）**
Ex. MOL – ドイツのEON (51%), MATAV – ドイツエ・テレコム (40.32%), BorsodChem – アメリカのAES (63%)
- **私有化方法**: 外資（多国籍企業）に現金で売却 → 外資はブダペスト株式市場に上場している企業の株式時価総額の72%を持っている
- 投資資金はアメリカ、EU、日本に立地している多国籍企業の本社、またはハンガリーにおける外国銀行の融資から賄う
- CGに関する法制度は比較的有効である

ロシアの事例

- 大企業の70%において、支配株主が株式の50%以上を保有している
- 支配株主は旧国有企業の経営者、またはオリガルヒ
- FIGs（金融産業グループ）→ オリガルヒはジブラルタル、バハマ諸島等のオフショア金融センターに設立した法人を通じてロシアの大企業を支配
- Ex. Alikperov – “Lukoil”, Khodorkovsky – “Yukos”, Deripaska – “Rusal”, Potanin/Prohorov – “Norilsk Nickel”
- 1990年代において（プーチンが大統領になる前）、法律の執行問題、政府能力の弱体化 → 上述のCG問題

ロシアの4人のオリガルヒ



ロシアの大企業集団: RENOVAグループ

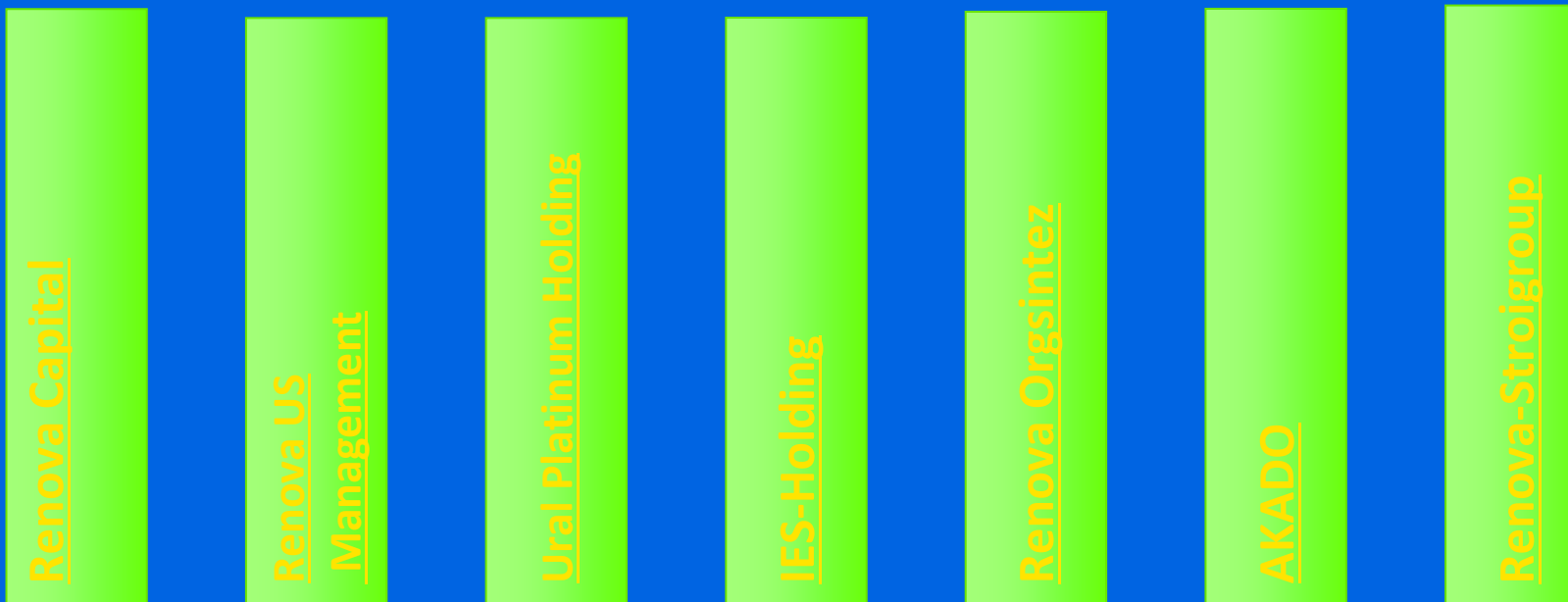


Trust company (holder of RHL stock) → TZ Columbus Services Ltd (Virgin Islands)

Central managing company → Renova Holding Limited (Bahamas)

Assets \$17,9 bln.
Sales \$4,2 bln.

Managing Companies



ロシアの大企業の株式所有: Norilsk Nickel

| | | |
|---------------------------------|--------|---------------------------|
| Bektanco Holdings Co Limited | 12.5% | Potantin |
| Pharanco Trading Co Limited | 12.5% | Potantin |
| Dimonsenco Holdings Co. Limited | 12.5% | Prohorov |
| Rinsoco Trading Co. Limited | 12.5% | Prohorov |
| EUROASIA Bank (nominal) | 10.05% | Bank of New-York |
| EUROASIA Bank (nominal) | 9.58% | Credit Swiss First Boston |
| “Interros” holding company | 7.15% | Potantin-Prohorov |
| Terlay Holdings Co. Limited | 2.1% | ??? |
| Safizer investment, Limited | 1.53% | ??? |

ブルガリアの事例

(2004年及び2007年に実施したアンケート調査の結果を含む)

- 株式所有の集中度が高い: 2007年の調査によれば、支配株主の平均株式保有比率は60%
- 支配株主は外資*、旧国有企業の経営者、持株会社(オリガルヒ、旧私有化ファンド**)

* ブルガリアの外資とハンガリーの外資の相違

** 大衆私有化後に、旧私有化ファンドは持株会社に改組し、企業グループの親会社として活動を展開

- (ロシアと同様に) 1990年代において、法律の執行問題、政府能力の弱体化 → 上述のCG 問題

ブルガリアの代表的な企業

- (真の)外資が支配している企業の例

Ex. BTC – アメリカのAIG (65%)、Kremikovtsi – インドの Global Steel Holdings (71%)、Neftochim – ロシアの Lukoil (58.4%)

- 持株会社(旧私有化ファンド、オリガルヒ)が支配している企業グループ

Ex. Sinergon Holding, Doverie United Holding, Chimimport, Multigroup

- 上記の持株会社を支配しているのは誰なのか？

Ex. Doverie United Holding – Ognyan Donev, Sopharma のCEO (40%)、Chimimport – TIM Group (86%) – 3人の海兵隊員

近年の動向 (1)

- 2000年以降、南東欧やCISではCGの改善が見られる → CG関連の法律や制度の確立、CG規制の強化

Ex. 公募増資制度及び株式公開買付け制度の定着、少数株主保護の規制強化、財務情報の開示、独立取締役の導入

- CG改善の主な原因

(1) ロシアでは、プーチンが大統領就任後に、政府能力の復帰、1990年代の失敗から学習、新しい制度の学習

(2) ブルガリアでは、EU加盟の影響（学習に関してロシアと同様）

(3) 旧国有企業支配を巡る闘争が終了したことにより、支配株主のインセンティブが変化

近年の動向 (2)

- **他の動向**: (1) 支配株主によるIPO、または free float を増大させる公募増資、(2) 国内機関投資家(年金基金、投資信託)の発展、(3) ロシアでは、企業経営への政府の介入(2003-2004年のYukos事件、2008年のMechel, TNK-BP、など)
- **問題点**
 - (1) 支配株主の行動をチェックできない体制(取締役会の形骸化、独立していない「独立取締役」)
 - (2) CGの公式制度が定着したが、非公式のルールとのギャップはまだ大きい(「ワンマン経営」、不透明な取引、etc.)
 - (3) CG規制強化の逆効果: 上場コストが高くなったため、旧国有企業の上場廃止に踏み込む支配株主が増えている

まとめ

- 1990年代、私有化方法や制度的環境の影響で東欧各国におけるCGには大きな相違点が存在していた
- 2000年代、中東欧及び南東欧におけるCGにはある程度の収斂が見られる → 大企業は外資に支配される、CG関連の法制度は定着している、情報開示や少数株主の保護は改善されている
- ロシアの中東欧及び南東欧とは異なる点：(1) 大企業は、外資にではなく、オリガルヒや政府に支配されている、(2) 近年、政府の影響力が増大している
- ロシアでは、現在の経済危機の影響でオリガルヒの政府への依存度が高まるのではないか (“business capture”)

主要な参考文献

- (1) Andreff, W. (2007). “Transition Through Different Corporate Governance Structures in Post-Socialist Economies”, in H. Overbeek et al., *The Transnational Politics of Corporate Governance Regulation*, London: Routledge, pp. 155-176.
- (2) Berglof, E. and E-L. von Thadden (2000). “The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries”, in Cohen, S. and G. Boyds (eds.), *Corporate Governance and Globalization: Long-Range Planning Issues*, Edward Elgar, pp. 275-306.
- (3) Dolgopyatova, T. (2005). “Evolution of Corporate Control Models in the Russian Companies: New Trends and Factors”, WP1/2005/04, Moscow: SU-HSE.
- (4) Kuznetsov, B. (2008). “Corporate Governance in the Large Russian Corporations”, Lecture at the Faculty of Economics, Kyoto University, 14.11. 2008
- (5) Pistor, K. et al. (2000). “Law and Finance in Transition Economies”, *Economics of Transition*, Vol. 8, pp. 325-368.
- (6) Yakovlev, A. (2004). “Evolution of Corporate Governance in Russia: Government Policy vs. Real Incentives of Economic Agents”, *Post-Communist Economies*, Vol. 16, No. 4, December, pp. 387-403.