

第四章 ロシア企業における所有・支配とコーポレート・ガバナンス

溝端 佐登史

はじめに

企業はその成長期にも、後退期にも経営システムの有効性が問われる。1980年代後半期、世界規模で競争力を強め、その後企業経営の不祥事や経営規律の弛緩、企業破綻というドラスチックな変化を経験した日本企業は、権力の分散化、市場メカニズムへの信頼、適正な会計処理と情報の開示に貫かれたアメリカにおけるコーポレート・ガバナンス（企業統治）改革（田村達也，2002，pp. 20-23）とその世界的な浸透（グローバリゼーション）の流れのなかで、経営システムの変革を迫られている。しかし、アメリカのモデルとその輸入が必ずしも有効なわけではなく^(注1)、企業システムは再編途上にあると言えよう。

企業の所有・支配と経営システムの問題は、社会主義経済システムから資本主義への体制転換においても注目されている。国有から私有に所有権が急激に転換し、企業のあり方そのものが急変したからである。体制転換諸国の中心に位置するロシアでは、1992年以降の転換直後から所有権に専ら焦点があてられたが、その後、とりわけ1998年金融危機以降、経営システム、コーポレート・ガバナンスにたいする関心が著しく高まっている。S. Guriev, O. Lazareva, A. Rachinsky, and S. Tsoukhlo（2002）は、「なぜ今ロシアでコーポレート・ガバナンスが問題なのか」を自問して、ロシア経済は1999年から2001年に20%ほど成長していると言われるが、経済成長の制約要因に投資拡大と資金循環という問題があること、それゆえロシア企業のコーポレート・ガバナンスは持続可能な経済（sustainable economy）をロシアに根付かせるうえで決定的な問題となっていることを主張する。

ロシアでは、持続可能な経済とグローバリゼーションとの関係は両極端に議論されている。一方で、グローバリゼーションに適合して、欧米のモデルが積極的に受容されており、実際に政府は、経済政策、法制度の立案に欧米モデルを利用するとともに、WTO加盟、国際会計基準の導入^(注2)なども提起している。欧米がロシアを市場経済と認定することもこのような動きにたいするひとつの国際評価である。他方で、国家の影響力、オリガルヒと呼ばれる大規模な統合ビジネス集団の交渉行為などからロシアにおける企業行動の独自性が強調され、グローバリゼーションにたいする懐疑的な見方は根強い。パルシェフ（А.П.Паршев）の著書『なぜロシアはアメリカではないのか』は、もっとも端的にロシア経済が世界経済から孤立することによる経済効果を主張している^(注3)。

経営者にたいする規律づけという意味で（小佐野広, 2001, p. 1）、ロシアにおけるコーポレート・ガバナンスは、1998年金融危機以後のロシア経済の回復、プーチン政権下での安定した経済政策により、改善されている。それにもかかわらず、そして急進的な市場経済化政策が実施されたにもかかわらず、ロシアの典型的企業像は、コーポラティズム型の資本主義^(注4)、クラン資本主義^(注5)など、株主主権型の欧米モデル、あるいはドイツ、日本のモデルとは大きく異なる企業像を描きだしている。一体、このような企業像はどのような所有と支配のうえに存しているのだろうか。

本稿は、ロシア企業の所有・支配・経営について、どのように制度が編成されているのか、体制転換を経てどのような実態が存するのかを明らかにすることによって、ロシアにおける会社は誰のものか、ロシア企業におけるコーポレート・ガバナンスの改革は可能なのかという問いを考えることを課題としている。

1. ロシアの企業法制度におけるコントロール・メカニズム

ロシア企業の中心的な企業形態は法人企業（とくに株式会社）である。まず、株式会社をめぐる法制度にもとづいて、コーポレート・ガバナンスの制度上の基盤となる企業内での意思決定のあり方を考えてみよう。

ロシアの株式会社（Т.Г. Долгопятова, 2002, стр.53-56）は、1500ほどの標準的法令、民法、株式会社法に依拠しており、もっともベースになる法令は株式会社法である。株式会社法は1994～1995年に策定されたものであり、すべての株式会社に適用される^(注6)。法律は全体として大陸法の伝統にもとづいているが、公開株式会社と閉鎖株式会社を区分する形式はアングロサクソン法の影響も指し示している^(注7)。法律の策定では、アメリカ法（1984年の企業法人法モデル）がより強く参考にされており、実際にロシアとアメリカの専門家が株式会社法法案の策定にかかわったからである（Р.С. Кравченко, 2002, стр.36）。

取締役を重視するという法の性格も加わって、当初の会社法は投資家の利益・権利を十分に保証せず、管理者（経営者）の立場を強めるものであった。とくに2つの事情が法に作用した。第1は民営化による所有権の配分で、従業員、経営者が優先的な条件を手にしたことであり、第2は証券市場が未成熟であり、株式の流通は限定的であったことである。このような初期条件のもとで株式会社が組織されると、企業内部のステークホルダーであるインサイダー（従業員や経営者）の意思が企業経営だけでなく企業の法制度そのものに影響しやすい。

ロシアの株式会社形態とその管理機構は、規模すなわち、株主の数、最低資本金額で区分さ

れている。企業形態は、中小企業に多い有限会社形態を別にすれば、主要には、公開株式会社、閉鎖株式会社、その変種形態である人民企業に分けられる。これらの意思決定メカニズムは株式会社として共通するが、人民企業のみ1人1票で、ほかの会社における1株1票の意思決定方式とは異なる。ロシア経済の変動、株主の権利保護の要求、証券市場の整備などに応じて、株式会社法は1996年、1999年、2001年に改正されており、もっとも大きな改正は2001年のそれであった。

企業内部のコントロール・メカニズムは、第1図にあるように、最高の意思決定機関である株主総会、取締役会・監査役会、執行役会（最高経営責任者）、会計監査などからなる（以下、С.Э. Жилинский, 2002, И.В. Дойников, 2002, М.Г. Ионцев, 2002, Л.С. Бляхман, 1999, А.П. Сливко, Л.И. Котиева, И.Л. Борова, 2002を参照）。

会社組織におけるもっとも中心的なコントロール・メカニズムは議決権を持つ株主の意思、株主総会である。株主総会では、取締役会に振り向けることができない排他的な権限と振り向けることができる権限が区別され、前者には定款の変更、組織の再編、清算、取締役会・監査委員会の選任、増資の決定など、会社の存続や株主の地位にかかわる決定が含まれる。株式会社法は株主総会の強い権限を規定しているにもかかわらず、株主総会は上記の排他的な権限を取締役に委譲することができる。そのため、ロシアでは支配株をもつ（あるいは管理する）ものがすべてを決め、少数株主の権限は無視されやすい、すなわち株主の議決権の大きさにもっとも強く影響する増資の決定が、経営者の手で決定され、株主の権利は侵害されやすいという制度上の問題があった。2001年株式会社法改正のひとつの焦点は、株主の権利・利益を確保すること、とくに臨時株主総会の際あるいは増資などによる企業再編の際における株主の不利益を取り除くことにあった。改正により、これまで閉鎖株式会社の株主にのみ与えられた権利、すなわち、株式会社の再編の際に、株式を証券市場に売り出す場合、自分の持分に応じて増資される株を優先的に購入する権利が株主に与えられること、25%を越える規模での追加の株の発行は公開（内部申し込みではなく）によること、優先株所有者の権限を制限する定款の変更は困難になったこと（株主総会で75%以上の賛成）、50名を越す株式会社は2002年7月初めまでに登記しなければならないことが定められている。少なくとも、このような改正内容は、既存の増資による株主と経営者との間での所有権紛争を回避させる可能性をもっており、資本の浸食にとっての障壁を作り出すことで、証券市場を安定させ、個人投資家の利益を保護する機能をもってしていると評価することができよう。

株主総会は年1回行われる。会計年度は12月31日に終了するので、3月初から6月末の間に

(大部分は納税時期を考慮して4～5月に)株主総会が開催される。これ以外に取締役会・監査委員会、10%以上の株主の要求にもとづいて臨時株主総会が開催される。実際には、株主総会は取締役会の許可なしに開くことはできない(Г. Клейнер, Независимая- Политэкономия, №8, 8 мая 2001)。

第2のコントロール・メカニズムは、取締役会(監査役会)である。取締役会(監査役会)は一定の期間集团的に指導するために選出された執行・監督機関であり、株式会社の権限配分において株主総会から取締役会に重心が移動する傾向が見られる。取締役会は会社を管理・指揮するが、多くの株主に抗する強力な反動勢力に転化する場合もある。議決権を持つ株主数が50名を下回る場合、取締役会は構成されず、株主総会自体がその任にあたる。

取締役会の権限には、事業の優先領域の選定、株主総会の招集、増資(株主総会の決定により)、執行役会の形成などが含まれるが、会社の改組や増資、株の分割と結合、大口取引の承認、会社が売り出した株の取得などは2002年初に、取締役会の専権から株主総会への取締役会の提案事項となった。取締役会の構成は定款あるいは株主総会で決められるが、員数は議決権をもつ株主数による。取締役(株主・投資家・労働者集団を代表する)は株主総会で選出され、1000名を越える株主数では7名以上、10000名を越える場合9名以上の取締役になる。合議制執行役員が取締役会構成において1/4を越えて参加することはできない。執行役員が組織されることで、経営の監督(取締役)と執行は分離することができるが、実際には取締役会は執行役会の長(社長)によって支配される(Г. Клейнер, Независимая- Политэкономия, №8, 8 мая 2001)。慣習的には、取締役の2/3以上の部分は株主から選ばれ、代表取締役は株主でなければならない。取締役の選出にかんし、1000名を越える株式会社では累積投票制度が利用され、それ以外では株数によって割り当てられる直接投票が利用される。

会社の経常的な経営は合議制あるいは単独の執行役員によって行われ、この機関は取締役会および株主総会に報告義務を負う。実際には企業の主たる管理スタッフが執行役員を構成しており、執行役員は取締役会と契約を結ぶ。代表取締役は執行役会の長(最高経営責任者)を兼ねることはできないが、実際には兼ねて、権限が集中するケースが検出される。合議制執行役員は伝統的にロシアの企業に存する「作業打ち合わせ会議」に近いが、その構成は株主総会あるいは取締役会により決定される(М.Г. Ионцев, 2002, стр.196)。このほか、監査委員会は財務・会計監査を目的としており、その構成員は株主総会で決せられ(3人、3年未満)、取締役を兼ねることはできない。なお、2001年株式会社法の改正では、執行役会の形成にたいする株主総会の決定が加えられ、ここでも株主の権限が強くなっている。

企業の意味決定組織は、管理機関の組み合わせによって次の4類型に区別される（M.Г. Ионцев, 2002, стр.101-106, 第2図）。

第1は、意思決定者と所有者が重なる閉鎖株式会社に利用される型（1）である。50人を越えない株主の会社、とりわけ5人程度の株主の会社にとって効率的な経営組織と言われる。会社の規定では、有価証券発行の国家登記基準が厳格になったために、また株の発行の国家登記にたいしモスクワで月額労働報酬10ヵ月分の手数料が導入されたため、閉鎖株式会社の有限会社への転換も生じている。第2は、もっとも広範に普及している取締役に含まれる経営者の権限を強める型（2）で、小規模な株式会社には適しない。取締役会は株主と経営者との仲介機能を果たす。第3は、経営機能制約型（3）であり、執行機関の経営への影響力は制限される。第4は、経営責任を強める型（4）であり、株主数が50名に満たない（49人以下）ケースに当てはまる。

第3のコントロール・メカニズムは労働者（従業員）集団である。株の75%以上が株主従業員に属する人民企業では、株主総会、監査役会議長が労働者の意思と重複する。ユニタリー企業および国有が50%を越える企業では労働者集団の権限は大きい（С.Э. Жилинский, 2002, стр.108）。また、民営化では、労働者の持株が優先されたので、かれらは株主として意思決定に影響する。とくに、雇用や労働条件にたいする労働者（労働組合）の影響力は強いが、2001年労働法典は解雇や弾力的な配置転換にたいする雇用者への制約が緩和されている（S. Ashwin and S. Clarke, 2003, pp.111-114）。このほか、労働者は社会的パートナーシップによる交渉も認められているが、実際の経営にたいする影響力は限られている（OECD Steering Group on Corporate Governance, 2002, p.18）。労働者集団総会は株式会社法に規定されていない実体のないものであるが、抗議状況におけるストライキの形であらわれる（Г. Клейнер, Независимая-Политэкономия, №8, 8 мая 2001）。

最後に、国家（中央・地方）が企業経営にたいするコントロール・メカニズムになりうる。国家の持株の場合を別にして、国有化法など多様な経路で国家は企業に影響している^{（注8）}。

ロシア企業ではリベラルな法制度が導入されたにもかかわらず、ソ連企業の惰性、未発達な証券市場を前提にして、独自の会社組織が編成されている。労働者の経営参加を可能にする人民企業、国家が直接に経営する企業などもまた、独自性のあらわれである。企業経営では、大株主、取締役会（インサイダー）が企業経営に強く影響しているが、1998年金融危機以後の会社法改正では株主の権限が強められている。

2. 企業における所有と支配

ロシアにおいて、会社は誰のものか、誰によって支配されているのかは、コーポレート・ガバナンスの中心命題である。ここでは、所有権とそれ以外の支配の可能性を検討してみよう。

(1) 持株規模と企業経営への影響力

企業内部のコントロールにおいて、取締役会などを介して経営者にもっとも強く影響するのは所有権（株式所有）構成である。集団編成や経営参加の際に、株主はどのような強度で支配権を獲得しているのであろうか。企業形態や株の分散度によって事情は異なるが、概して、株式会社では次の持株比率を基準にして、支配の度合いが測定される（第1表）。

まず、完全所有会社の場合（100%）を別にすると、完全な支配は75%以上の所有権をもつときである。会社定款の改正、清算や再編といった最重要決定が所有者に帰属する。さらに、実効支配を確保できるのは51%以上であり、経営者の選出、大口取引の実施に影響できる。一般に、支配株という場合、この大きさを示す。親会社の子会社に影響するうえで有効な規模として、株主総会の望ましくない決定を阻止する「ブロック株」、「サブ支配株」がある。一般に33%以上の株を意味するが、20~25%程度でも同じ機能をもちうる^(注9)。さらに、20%以上は会社が従属していると見なされる規模であり、会社は資料公表義務を負う。もっとも小さい規模での影響力は10%以上で、臨時株主総会の招集を求めることができる。ただし、株式の相互持ち合い、在外子会社やオフショア会社を交えた法人所有の連鎖によって、ロシアの株式所有構成は複雑な所有の垂直的連鎖関係を形成している。その場合、株式所有と企業の支配は必ずしも一致せず、支配の所在が不明確なものになりやすく、とりわけ分散所有下での少数株主は意思決定から排除されやすい。

株主が効率的な所有者になりうる条件は、会社の決定、とくに管理機関の決定に影響しうる規模（経営者をモニタリングするコストを埋め合わせるに十分な大きさ）の株数をもっていること、投機的な短期的関心ではなく長期的関心をもっていることである（A.N. Лякин, 2001, стр.28）。

ロシアの株式所有には相反する2つの力が働いている。一方で、所有権の不透明さによって経営における所有者（とくに少数株主）の権能は制限され、そのうえ企業内部の経営者、国家に代表される非所有者が意思決定に影響する可能性が存しており、株式所有による支配へのインセンティブは削がれる。他方で、大株主は支配権の安定した確保のために所有権を集中化させる。後者の場合、とくに所有権を有する経営者の株式保有にたいする関心は強く、株式の集

中化が進行する。株式を集中化する方法として、親会社－子会社間での株の統一、非公開の株の追加発行による株式資本の「希薄化」(capital dilution)、会社の合併や分割を介した再編の実施、強制的な株の買収、分散した株の買収などがあり、多くの場合、それらは少数株主を排除する方法として用いられる。とくに、株の買収では、株式会社法第77条は取締役会が定める市場価格にもとづいて実施されることを規定しているが、実質的に取締役(経営者)が買い手であればこの買収は経営者に有利なものとなりうる^(注10)。なお、株の集中化などはすでに、民営化の開始時点から実施されてきたものである(A.N. Лякин, 2001, стр.30)。

さらに、株式所有には法による制限が存在する。人民企業の場合、従業員がもつことができる株は5%を上限としている。金融機関には持株制限がある。ただし、これは子会社を介して回避することができる。また、金融機関やテレコム部門などへの外資の持株制限もある。

(2) 企業の所有と支配に影響する他の因子

企業のステークホルダーは株主に限定されない。債権者、従業員、取引相手、政府、地域住民などを含み、それらの経済的利害もまた企業経営に影響している。ロシアでは大規模な所有権の保有が支配と所得の権利を意味しているが、所有権の取得だけで企業の支配権が完全に確保できるわけではない(C.B. Авдашева, 2000, стр.97-98)。多様なステークホルダーは何れも多様な経路で企業経営に影響し、とくに2つの経済主体が株式所有を含めて、意思決定に強く影響する。

第1は、所有権の有無にかかわらず企業内部の経営者と従業員である。このインサイダーには、企業を退職した年金生活者や地元の取引業者など地方の圧力集団も含まれ、実際にインサイダーは企業の所有権の再配分では優先対象になった。

第2は、それぞれの企業に対応した権力機関、地方自治体、地域(連邦主体)、連邦執行機関である。とくに、企業城下町の場合、地方の権力機関と企業の相互依存関係は強く、国家の企業経営への介入度は大きいと考えられる。

その結果、会社における支配では、必ずしも所有権だけが経営者に影響力しているわけではない。

第1に、取引、決済によって、取引関係にある企業・金融機関の間で緊密な結合が形成される。ロシア経済では、市場移行後、厳しいマクロ経済政策による流動性不足だけでなく、企業の生産維持のための行動にもとづいて相互の未払い、代用通貨、バーターなど非通貨決済が形成され、その規模が拡大した。企業間の決済の連鎖は所有権を伴わなくても相互に結びつく強

い内在的契機をもっている。メインバンク制もまた企業集団の結びつきに観察される。

第2に、負債をとおしたコントロールであり、債権・債務関係によって企業の所有権が移転する^(注11)。ただし、債権者と所有者の力関係は必ずしも前者に優位というわけではではない。S.M. Guriev, D.M. Manaenkov, S.V. Tsukhlo (2002) の実証研究によると、所有者と経営者は債権者にたいして所得隠し行動をとり、債権者は自己の権利を保証されていないと言われる。債権－債務関係における典型的な所有権移転は、1990年代後半期に展開した企業吸収方法としての破産メカニズム（破綻処理）の利用である（A. Радыгин, 2001, стр.32）。破産企業^(注12)の経営は外部管理におかれ、債権者サイドから役員が派遣される。

第3に、従業員は安定したインサイダーによるコーポレート・ガバナンスの必要条件として、経営に静かなコントロールを働かせる。かれらは株の持分に相応しい影響力をもっていず、特別の利害をもつ少数株主の役割を果たす。とくに、外部の少数株主とは違って、配当が賃金から支払われると考え、配当を請求しない。すなわち、かれらは配当よりも福利厚生維持、公共財の提供に関心をもち、その維持のために企業経営に影響する。企業は一時的補助および規則的な補助を労働者に提供しており、住宅や食事などの提供も行う。こうした公共財は地域政府によってもまかなわれており、地域政府と労働者は公共財の確保を求めて企業経営に影響する（第2表）。第3表もまた現物賃金が賃金総額に占める比重の大きさを示している。社内福祉システムは経営者にとって沈黙した協力者を確保する手段になるが、大株主が従業員の見えざる力を無視した場合、労使紛争が生じ、物言わぬ株主が反対勢力に転化する。1999～2000年に激しいストライキを伴う労使紛争が生じている^(注13)。

このように、いずれの場合でも、株主の利害だけではなくステークホルダーの利害、すなわち取引、債権－債務関係、労働者への福利厚生などが企業経営に影響する因子になっている。

3. 株式所有構成の変動

(1) 民営化と合併・買収

ロシアにおける企業は、企業家の創業による私企業よりもむしろ多くはソ連期に存した国有企業の再編、民営化に依拠して形成された以上、民営化政策とその初期条件がもっとも強くコーポレート・ガバナンスに影響した（溝端佐登史, 2001）。さらに、1990年代半ば以降、民営化された企業の所有権の再編成、企業間の結合を再編する合併・買収が進行している。民営化政策とその後の企業再編（合併・買収）は現代ロシア企業における株式所有構成を考察するうえで基盤に位置している。まず、第4表にもとづいて、ロシアの民営化政策の主要な特徴を考

察しよう。

民営化の第1の特徴は、体制転換が生ずる前に自然発生的民営化が先行し、国有資産の私企業への移転が当該企業のステークホルダー（主にインサイダー）の手で行われたことである。自然発生的民営化とは1980年代末に主に既存の官僚・経営者が公式・非公式の経路で国有部門を基礎にして商業銀行、私企業を設立する場合であり、市場経済移行はすでに、ペレストロイカ期に開始していたと解することができる（溝端佐登史，2001）^(注14)。

民営化の第2の特徴は、民営化政策において、買取り権付き賃貸借、従業員（インサイダー）への優遇措置、バウチャーの配布による大衆民営化などが実施され、インサイダー（従業員と経営者）の所有と支配の形成を刺激したことである。このうち、1992年以後、証券市場が未熟な初期段階では、株式会社化は内部申し込みといった閉鎖的な方法で設立され、ここでも企業内部のアクター（とくに既存の経営者）がその影響力を温存した。既存の経営者の力が温存されたという意味で、ロシアの民営化はノメンクラトゥーラ民営化とも呼ばれる。それゆえ、1995年頃までの株式所有構成では、インサイダー、とくに従業員所有の比率が高いが、かれらは企業内福祉と引き換えに潜在的株主として経営者にとってパートナーの役割を果たしている。こうした結果には、社会主義企業の惰性が存在したこと、政府がポピュリスト的な処方箋を示したことが強く働いていた。

民営化の第3の特徴は、大企業化、所有権の再編による企業集団化が1995年以降に進行したことである。1994年以後、貨幣による有償売却が進められたが、証券市場の整備の遅れから十分に株式が売却されず、1995年担保型民営化を契機に所有構成、大企業と銀行の相関関係は大きく変容した。銀行・大企業が政府に貸し付けた信用にたいする担保として連邦政府の所有する有力企業の株を取得する担保型民営化では、大企業自身がインサイダー化を強めるか、有力銀行が石油、資源関連、運輸などの企業の株を取得し、企業間の資本関係の緊密化（法人所有化）、企業集団の形成が可能となった。同時に、持株会社法や金融・産業グループ形成に関連する法制度は集団の形成にとって規制緩和・促進の役割を果たした。

こうして、政府は所有権の放出を促すとともに、私的所有における所有権の再編が進行した。1997年4月「連邦資産の個別民営化プロジェクトの実施手続きについて」政府決定により、最大限の歳入、企業経営を改善する投資誘導、資産の効率的利用を目的として大企業の民営化が促進された。その結果、大規模な企業・銀行の影響力が増幅し、法人所有、株の相互持ち合いなどにより、オリガルヒ（統合ビジネス集団、Я. Ш. Паннэ, 2000）と呼ばれる大規模な経営ネットワークあるいは垂直統合型の企業間結合が形成された。2002年12月には有力石油企業「ス

ラヴネフチ」社の株74.95%（18.6億ドル）が売却され、所有権の放出と企業間結合を形成するプロセスはなお進行している。ただし、国家の影響力の拡大から、国防部門など安全保障に関連して、国有化法もまた提起されている。

民営化の第1段階と呼ぶべきバウチャー民営化が完了した1990年代半ば以降に、所有権の再編、企業の合併・買収が始まる（A. Радыгин, 2002, стр.96-98）。合併・買収の初期段階は1990年代半から1998年金融危機までの時期で、金融・産業グループの形成とともに、非公式の銀行買収のように別の企業を買い取る買収方法が利用された。この時期の合併は、資金の集積を要しない部門で行われ、株式資本の整理、買収を拒否するようにリストラを強いるという意味で、経営効率に積極的な効果をもっていた。

次の合併・買収の段階は危機後の合併ブームであり、1999年から2002年の活況期にあたる。株式資本の集中、工業企業集団の拡張がこの時期の合併推進力となった。石油会社が推し進めた合併は、鉄鋼・非鉄金属、化学、石炭、食品、薬品、木材、機械工業と幅広く浸透した。しかし、2002年以降、合併・買収の再編期（低下期）に入っている。株の集中化や企業再編が一段落し、既存の持株会社が合法化された結果である。3つの合併・買収の段階で注目すべき点は、持株会社グループの編成と結びついて、ロシアにテイクオーバー（敵対的買収）が広く見られたことである。ロシアの証券市場は未成熟であったにもかかわらず、実際にはコーポレート・コントロール市場が存していたのである（A. Радыгин, 2002, стр.98）。

このように、企業所有にかんして、バウチャーと従業員優先型の初期の民営化から株式資本の再編と集中、企業集団の形成とM&A市場の形成への転換点を1995年と1998年に見出すことができよう。

（2）株式所有構成の変動

民営化と合併・買収の展開に対応して、ロシアの株式会社における所有構成は大きく変動する。以下では、第5表、第6表、第7表、第8表を手がかりにして、持株構成から企業の主要な所有主体が誰なのかを考察しよう。持株構成の大きさは調査機関のデータ（調査対象）によって大きく異なるが、1992年以後の傾向はこれらから十分に読み取ることができ、1995年と1998年を画期としてとらえておこう。

まず、民営化政策の結果、民営化の初期にはほぼすべての企業でインサイダー（従業員・経営者）が何らかの影響力をもっていた（第5表）^{（注15）}。概して言えば、1990年代前半期には、2／3の株をインサイダーが所有し、そのうち大部分は従業員所有であった。民営化政策、証

券市場の未整備、ソ連の遺産は所有権の変動に作用していたのである。同時に、国有は20%程度存し、アウトサイダーの所有は限定的な規模であった。所有構成は進化的な変化ではなく、政治的選択（民営化）の結果、急激に変化したのである（Т.Г. Долгопятова, 2002, стр.18）。

しかし、1995～1999年にインサイダーの比重は低下し、アウトサイダーの比重が増加している。所有権の移転では、国家から非国家株主へ、インサイダーからアウトサイダー（法人および自然人）へ、インサイダー内部では従業員から経営者への移転が観察される（第6表、第7表）。ただし、株は分散化しているわけではなく、集中している。少数株主の権利を保護する措置の欠如、株主総会の恣意的な運営と取締役の専横、企業の欠損と不確かな情報が少数者への集中化を促している（Р. Капелюшников, 2000）。

インサイダーからアウトサイダーへの株主構成の変化は、1998年以降にも継続する。経済省の調査（ロシアの中・大株式会社における所有構成、第7表）によると、インサイダーの比重はとくに1998年以後に減少し、逆にアウトサイダーの比重は倍増し、2000年にその地位は逆転している。もっとも、こうした所有権のドラスチックな変動は必ずしも、経営効率の著しい変動、リストラをもたらさなかった。このことは、アウトサイダーが「効率的な所有者」ではないことを示唆している（А.Н. Лякин, 2001, стр.31-32）。

統計データにもとづいて、次のように株式所有構成の変動を結論づけておこう。

第1に、初期条件としてロシア企業におけるインサイダー所有・支配は大きいだが、1995年と1998年の2度の画期を経て、インサイダー所有の比重は低下し、さらにその内部構成にも変化が生じた。インサイダー内部では、経営者の持株が増大し、従業員の持株が縮小し、両者の大きさは近い水準にあると推定される。

第2に、2つの画期をとおしてアウトサイダーの比重は増大し、データによってはインサイダーと地位の逆転さえ示している。アウトサイダーのうち、個人の一般株主を別にすると、金融会社と非金融会社はそのアクターになる。金融アウトサイダーは、将来性のある民営化企業の支配、大規模な内外投資家向けの株の買占め、手数料および投機利益を目的として保有規模を拡大した。1998年以降には、債務補償による株の取得、大規模な工業企業による株の取得が観察される。1998年金融危機は国債投機から株式市場に資金を振り向ける転機になったと考えられる。

第3に、国家の持分が低下したが、10%ほどで安定している。第8表にあるように、国防企業でさえ、国有部門の比重は1998年を画期にして急減し、国家の参加しない企業の比重が増加しているが、1999年以後国有の比重は安定的である。

第4に、大規模な持株の再配分が1999～2002年の金融危機後の景気回復期に生じている。そこでの特徴は、工業における所有と支配の集中^(注16)であり、株式の相互持ち合い、持株会社が利用されている。株の集中化は多様に行われており、アウトサイダーの所有する持分の増加によって生じている場合もあれば、インサイダーの所有が強められている場合もある。概して、名目的な所有者（インサイダーかアウトサイダーかにかかわらず）の手への大規模な株の集中化が進行している。また、この時期、外国企業^(注17)の株式保有への参入が国債離れと結びついて拡大している。これは形式上株式の分散化を進めるが、実質的にはロシア国内の持株会社と結びついて集中化を促す。こうして、金融危機以降、大規模な企業集団を中心にして、財産的な結びつきが企業間の広範な統合メカニズムになっている（T.G. Долгопятова, 2002, стр.39）。

ロシア企業の支配者を考えるために、さらに1998年金融危機後における株式所有構成の変化を、複数の実証研究にそくして考えてみよう。

この過程では、大規模商業銀行の破産と財務状態の悪化から、金融機関の株式保有は低迷し、その資産が大規模工業持株会社へ移転された。また、外資による投資の低下と国内企業の活況から、国内所有者への株式の集中化が進んだ。ルーブル切り下げ、輸入の縮小と価格競争力の上昇が多く工業部門に生産と利益の上昇をもたらした、それが株式保有に変動をもたらした。とりわけ、エネルギー、金属などの輸出部門において、切り下げと輸出価格の上昇からドルベースでのコスト削減が利潤の増大を導いた。その結果、輸出部門は遊休資金の所有者になり、別の工業企業資産を取得することにその資金が利用された。さらに、金融危機は効率的な企業と非効率的な企業への階層分化をもたらした、後者に破産か新規の投資家の探索を強制した。こうして、1998年金融危機は急激な株式所有構成の変動を引き起こしたのである（T.G. Долгопятова, 2002, стр.23-27）。

第9表は2000年の工業部門での所有構成であるが、危機前の一般的な傾向、すなわち国有・公有セクターの比重の低下、インサイダーの比重の低下とアウトサイダーの比重の増大、といった特徴が維持されているとともに、金融危機の結果として、非金融機関の比重の増加、金融機関の比重の停滞といった特徴が検出される。

2000年以後の株式所有構成をデータから確認しておこう。政府経済景気センターの調査結果によると、2000年第1四半期に18%の企業で支配株が労働者集団に保有され、4%は管理部で、全体としてインサイダー支配が22%の企業で検出されたが、この比率は2001年第1四半期に順に15%、5%、20%と低下し、アウトサイダーが増大している。同時に、株の統合化・集中化が進んでいる。平均の持株の大きさにかんして、2000年初に、経営陣21.5%、非金融会社40.7%、

金融機関32.2%、外資41.2%であり、この比率は民営化開始時期に比べていずれも上昇している。とくに上昇しているのは外資である。これにたいし、従業員36.1%と連邦権力機関23.1%であり、両者の平均持株は民営化開始以来減少している。平均持株の変動は所有構成の推移を明確に表しており、完全支配を目標とする外資は別にすると、非金融会社の持株は他に比べて大きいといえる。また、ブロック株が一人の株主に属する企業は民営化開始時期から倍増しており（13%から26%）、支配株が一人の株主に属する企業も倍増している（5.5%から10.3%）。国家統計委員会によると、支配株が一群の所有者に属する株式会社数は2000年だけで22.5%増加し、ブロック株をもつ外部所有者がいる企業数は6%減少している。このように、非金融会社の株式保有の増加、株式所有の集中化は金融危機以後、明瞭に進行している（T.F. Долгопятова, 2002, стр.20-27）。

さらに、2002年の企業調査（S. Guriev, O. Lazareva, A. Rachinsky, and S. Tsoukhlo, 2002）は次の特徴をあげる。①企業規模の影響力は大きい。②5%以下の小株主のシェアは増大している（株の分散化）。③所有権の集中はガバナンスの改善効果をもつ。ただし、50%以上が経営者かアウトサイダーの所有である場合には、集中は否定的な効果をもつ。④内部留保による投資が主であって（2001年に77.6%）、コーポレート・ガバナンスは投資源泉に影響しない。⑤法制度にたいする経営者の適合性は高くない。

金融危機後の株式所有の変動結果から、企業の支配面に見られる特徴を5点に取りまとめておこう。

第1に、インサイダーの支配は縮小していることは明らかだが、維持されている。問題はインサイダー所有とインサイダー支配が異なる意味をもつということである。民営化当初の1995年頃までは、インサイダーは企業内部の従業員と経営者を指し、アウトサイダー（旧ソビエト企業の外部株主）との対抗としてインサイダー支配が観察された。初期のアウトサイダーは、意思決定から排除されており、管理機関によって資産が1998年までに漸次汲み移されていった。実際に、形式的な所有者と経営者（管理機関）の紛争事例は観察される。しかし、合法的に所有権が確立されると、アウトサイダーが支配権を取得したとしても、かれらは別のアウトサイダーにたいするインサイダーの役割を演じた。すなわち、経営者と従業員ではなく、企業の情報を握り、意思決定過程にかかわる所有者こそが企業においてインサイダーと位置づけられるようになったのである。こうして、1999～2001年には新しいインサイダー（大規模な外部所有者または合法的な所有者となった経営者）による集中された支配が確立した。なお、支配形態は、私企業（主要所有者＝経営陣）、集団経営者所有（支配株が4～6人の最高経営責任者に

集中)、集中した所有者をもつ企業(外部所有者が支配株をもち、雇われ経営者あるいは少数株主が経営にあたる)、所有分散化企業(実質支配は経営者の手中にあるが、形式的所有は小規模)に分類される(Т.Г. Долгопятова, 2002, стр.38-40)。

第2に、資本の集中度は強まった。大規模な民営化企業における所有権は60~70%まで経営者に集中している。ロシア企業の平均3大株主の所有規模はおよそ75%の水準で、欧米に比して著しく高い(Т.Г. Долгопятова, 2002, стр.39)。その結果、株式所有構成では企業の支配的所有者と最大所有者は異なっている。アウトサイダーが支配的所有者の場合にはその大部分が最大所有者であるが、インサイダーが支配的所有者の場合には最大所有者がインサイダーの場合は半分程度でアウトサイダーや国家の場合も多い。支配的所有者は民営化後の初期段階(1995年まで)に従業員であったが、その後、経営者と非金融会社(アウトサイダー)が比重を拡大させている。一方、最大所有者については、1999年初にインサイダー27%、アウトサイダー60%、国家13%で、アウトサイダーの比重が大きい。インサイダー支配の場合には株の分散化傾向が強く、金融および非金融会社のアウトサイダー支配の場合には株の集中化傾向が強い(P. Капелюшников, 2000)。

第3に、所有にかかわらず概して経営者支配傾向が強く、その所有者化が進行している。経営者の所有者化は、所有と経営の分離が、所有と経営の一致の方向に変化していることを意味する。例えば、中央数理経済研究所の企業調査^(注18)もまた、ロシア企業に経営者支配が強いことを結論している(Г. Клейнер, Независимая- Политэкономия, №8, 8 мая 2001)。工業部門では、管理部(経営者グループ)に議決権のある株3.7%が属し、4%が株式会社自身に保有されこの部分も管理部の支配下にある。12.8%は国家の手にあり、20.4%は従業員が保有するが、任意あるいは強制で管理部に信託される。こうして、管理部は40%を越す株を手中に収め、このほかに17%を越す株主は存しない。この結果、管理部は株主総会に責任を感じずともないし、労働者集団にも、市場にも責任を負わない。

さらに、経営者は支配権を強化するために多様な方法を用いた。株主に株主総会への通知を行わない、外部投資家を取締役会から排除する、取締役を株主総会で再選しない、独立した会計監査に抵抗する、総会での発言基準を遵守しない、配当分配で少数株主の権利を侵害する、株の交換の際に株主の権利を侵害するなどの違法行為が存する。この他、転換社債の発行、株の集中化、親子会社間での資産の再配分などの措置、新株発行による資本の希薄化といった方法も、経営者が支配権を取得する手段となった(溝端佐登史, 2001, pp.78-79)。

第4に、インサイダーの浸食とアウトサイダー所有の集中の傾向は産業部門ごとに異なり、

部門独自の所有構成を示している（第10表、第11表）。軽工業では従業員持株が高く、非金融会社の持株比率が低く、建設資材部門では持株会社化が進んでいる。食品産業では経営者および取引相手の所有比率が高い。機械工業、電力では国家機関の比重が高く、金属部門では非金融会社の比率が飛びぬけて高い。このように、市場経済移行後の落ち込みと回復は産業部門ごとに異なり、そのパフォーマンスの格差によって産業部門ごとに独自の所有構成が形成されているのである。概して、回復・成長の大きい産業部門では法人企業所有が高いが、低迷している産業部門ではインサイダーの所有比率が高い。

また、持株の格差は企業規模にも関連する。大規模化すると、従業員と経営者の比重は低下し、連邦権力機関の比重は増大し、外部所有者（法人）の比重もまた増大する。これにたいし、中企業（100～500人）では、大企業よりも集中化が低く、インサイダーの比重が高い。小企業の所有構成では、国家の比重は低く、自然人の比重が高く、非金融会社外部所有者の比重も十分に高い（Т.Г. Долгопятова, 2002, стр.27-31）。

第5に、ステークホルダーとして労働者の影響力は存する。この場合、インサイダー支配が強いにもかかわらず、少数株主としての労働者の経営参加は低い。ステークホルダーとして意思決定にかかわる度合いが低いのであるが、かれらの経営に及ぼす影響は強く、労働者を温存しようとする（リストラを回避しようとする）企業の意味は相対的に強い。しかし、こうした影響力は安定的ではなく、金融危機以降低下し、下からの「自然発生的リストラ」（Л.Я. Косалс, 2001, стр.2）が進行している。

このように、ロシアでは市場経済化過程において株式所有構成は大きく変動してきた。民営化によってインサイダー（従業員・経営者）所有・支配化が進行したが、これはロシアのコーポレート・ガバナンスがソ連企業の遺産・惰性を引き継いでいること（溝端佐登史, 2002）、民営化など経済政策に経済主体が反応した結果であること、国家の所有者としての影響度は小さいこと、インサイダーによる支配は国家（とくに地方政府）と結びついて存し、レントシーキング行動を生み出す基盤になることを意味している。しかし、1995年の経済安定化（担保型民営化と個別民営化）と1998年金融危機を画期として、企業の所有構成と所有の集中度に変化が見られる。アウトサイダー化と経営者の影響力の拡大、（とくに非金融会社による）所有の集中が観察される。所有と経営の分離は一致の方向に向かったのである。そのうえ、経営者支配はその内部での世代交代をも伴っていた。1992～1999年に71%の企業で経営者の交代が生じ、新しい世代の経営者が輩出されている。それでも、民営化開始以前の経営者が自己の地位を維持した事例は24%もある（А. Радыгин, С. Архипов, 2000, стр.121）。ロシアの株式所有・支配は

インサイダーとアウトサイダーの単純な対立ではなく、企業におけるステークホルダーの利害の摩擦とすり合わせのあり方を反映している。

4. 所有・支配とパフォーマンス

(1) 所有・支配と経営効率

企業における所有権の変動は経営実績とどのように関連するのであろうか。民営化直後から提起された仮説は、インサイダーは非効率な経営をもたらし、アウトサイダー化は責任ある経営者をもたらすというものである。しかし、1995～1999年におけるロシア企業における所有・経営・支配にかんする実証研究は、必ずしもこの仮説を支持しているわけではない。実証研究の結果、ロシア企業の所有・支配と経営実績の相関を考察しよう。

まず、1999年のロシア企業における所有と経営実績の相関関係に限定して考察しよう（P. Капелюшников, 2000）（第12表、第13表）。

第1に、最大株主への平均の集中度が10～20%程度の企業において、業績がもっとも高く、その集中度から上下いずれに乖離しても業績は低下する。とくに集中度が高い企業は非金融アウトサイダー所有の場合と国有の場合であり、そこではバーター指向が強く、企業財務は悪化し、欠損製品比率も高い。個人が分散的に所有する場合（非金融アウトサイダーに含められる）、株の保有は投機を目的とし、経営にたいする関心は薄い。

第2に、最大株主構成について、経営者所有企業の経営実績は良好で、バーターの利用水準は低く、欠損製品比率は低い。離職や解雇は少なく、雇用の増加すら見られる。銀行や投資基金といった金融会社所有企業の経営実績はそれに次いで良好で、リストラ（老朽設備の廃棄と過剰労働力の解雇）にたいして積極的であった。逆に、深刻な経営実績を示したのは、非金融会社所有企業と国有企業で、およそ70%の企業の業績は悪化し、半分の企業が欠損を出している。とくに国有企業のバーター比率（2/3）、欠損製品比率はもっとも高い。しかし、経営実績が悪化している2つの型のうち、国有企業の場合、生産能力とくに雇用の維持が図られ、労働生産性水準が低いという特徴が明らかになる。このことは、社会主義企業の特徴として、資源の集中化・温存指向が作動していることを示唆している。

第3に、企業の投資財源と所有・支配構成の関係では、もっとも業績のよいインサイダー、とくに経営者支配企業は内部資金を原資として活用し、機械・設備、修理および近代化を目的として投資し、投資計画の策定と実施において他の所有・支配形態をリードしている。一方、もっとも業績が悪化している国家支配、国有の場合、商業銀行への不良債務（未払い）は著し

く膨張しており、市場を経由しない補助金や政府からの特恵的な信用（著しく低い利率）といった外部資金に依存している。このことは、ソフトな予算制約と呼ばれた社会主義企業に固有の国家と企業との財務上の連関が部分的にはあれ作動していることを意味する。投資計画は策定されず、たとえ策定されても実施の度合いは低い。この他、株の集中度が高くなると外部資金への依存度が高くなり、銀行にたいする債務が膨張すること、従業員支配企業は内部資金への依存度が高いことも特徴として検出される。

支配株主構成についても同じ特徴が観察され、経営者支配と金融会社支配が高い経営実績を示している。非金融会社支配（個人株主）企業の場合、企業内の経営者の信頼を受けたものや年金生活に入った元従業員がアウトサイダー支配を防ぐために株を保有しており、かれらは経営そのものに関心をもたない。スベルドロフスク州における実証研究によると、大企業が株主となる閉鎖株式会社は当該企業経営者の「ポケット企業」の役割を果たしており（Ю.В.Перевалов, В.Ф.Басаргин, 2000）、経営効率は高くない。これにたいし国家支配企業では、90%の企業が財務を悪化させているにもかかわらず、雇用者数を増加させ、解雇の比率はもっとも低い。新規雇用比率は支配株主別でもっとも高くなり、労働者の温存傾向は最大株主構成でみた場合よりも鮮明に観察される。

所有・支配の変動と経営効率の相関は調査機関のデータによって異なる結果を示すが、概して次の点は共通して指摘される（第3図）。

第1に、従業員所有が相対的に大きい企業では、経営成果は中立的であるか相対的に低い。もっとも、従業員にたいする特恵は全体として低下傾向にあるが、一時的な補助を中心に温存されており、労働者が物言わぬステークホルダーではなく解雇（リストラ）にたいする抵抗が強いことを意味し、経営者もコーポラティズム的な行動をとる。

第2に、経営者支配は投資および経営効率で相対的に高い成果（相対的に低い低下比率）を示しているが、アウトサイダーは外国人所有のケースを除いて必ずしも高い経営効率を示しているわけではない。このことは、民営化開始時点でリベラルな見解に見られた「インサイダー化が非効率で、アウトサイダーが効率的な戦略的経営者になる」という仮説に抗するものである。国内アウトサイダーは投機指向を強めており、かれらは経営改善に必ずしも関心をもっているわけではない。アウトサイダーについては、非金融機関（個人あるいは関連企業）、金融機関、外国資本によって経営効率が異なり、外資のそれがもっともよく非金融機関のそれは必ずしも高くない。

第3に、経営者支配と国有の場合に雇用温存傾向が強く、企業内の人間関係の安定化が重視

されている。それゆえ、雇用と経営実績は必ずしも相関関係にない。

次に、所有・経営と企業行動（不採算・バーター・過剰雇用・投資の低さ）の相関を世界経済国際関係研究所の実証研究（1997年）によって考察しよう（С.П. Лукуционек, А.Е. Батаева, 2000）。

調査企業における支配的所有構成は、大きくはインサイダーとアウトサイダーに区分され、前者は経営者所有企業、労働者所有企業に、後者は金融機関所有企業、非金融機関所有企業にそれぞれ区分される。1997年の所有構成は順に、15%、37%、10%、29%で、国家は7%であった。

国家を除く4つの型のうち、経営者所有企業の生産能力の利用水準がもっとも高く^(注19)、非金融機関所有企業のそれがもっとも低い。同様に、投資の落ち込み幅は経営者所有企業で小さく、非金融機関所有企業のそれがもっとも大きい。ただし、投資について言えば、金融機関所有企業でのみ生産拡張向けが大きく、それ以外では修理・近代化投資向けになっていること、外部金融への依存が経営者所有企業で大きいこと、銀行への債務が非金融機関所有企業と労働者所有企業で大きくなっていることが特徴となる。また、1997年に労働者所有企業のうち、その地位を維持したものが2/3で、1/3はアウトサイダーの支配下に入っている^(注20)。調査はまた、アウトサイダーが積極的に従業員数を縮小する企業の株を保有しているとするJ. Blasi（1997）の見解を否定している。1995～1997年に労働者所有維持企業において、労働者の離職規模は、アウトサイダー支配へ転換した企業の2倍になるという結果が得られる。離職者に占める解雇者数は1995年にアウトサイダー転換企業で大きいのが、1997年には労働者所有維持企業で大きい。アウトサイダー転換企業では1996年末までに解雇を含めて過剰労働力の整理が進行したが、労働者所有維持企業では経営悪化からの自然発生的な労働力流出が先行したのである。

このように、金融機関所有企業と経営者所有企業の経営実績は良好で、労働者所有企業と非金融機関所有企業の場合が劣る。非金融機関には当該企業経営者が信頼しているものあるいは経営者のポケット企業が含まれており、アウトサイダーの干渉からの保護を目的とするケースが多い。戦略的投資家の位置に近いアクターは金融機関所有・支配型で、もっとも困難な位置にあるのは労働者所有型であった。そのために、労働者所有型は外部資金の取得と引き換えに支配権（所有権）を譲渡している。さらに、合理的な経営の結果としてのリストラではなく、自然発生的リストラは独自の様式にもとづいてすべての企業に進行した。

(2) 企業行動の変動

ロシアにおける企業行動の特徴として、不採算下の生産、過剰雇用、バーター（非通貨決済）があげられる（С.П. Аукуционек, А.Е. Багаева, 2000）。不採算性は、ロシア工業企業における受注、在庫、財務状態に明瞭にあらわれる。受注と経営状況は関連しているが、一定水準の在庫は良好な経営実績とかかわる。過剰雇用にかんして、2 / 3 の工業企業が抱えており、労働力の利用水準は1998年金融危機までは80%を下回る。バーターは移行期を通して増加し、大企業ほどその比率が高く、バーターの部門別の不均衡は大きい^(注21)。その結果、ロシア企業は独自の生き残り行動を示す。銀行貸し付け、その他の資金源泉、賃金カットや解雇などのリストラではなく、在庫の一部売却、固定資産の一部売却、国家からの資金取得が生き残り経営戦略の上位にくる。

市場経済移行後、第14表に示したように、ロシア企業は1998年金融危機まで、このような行動を維持しており、「リストラなき市場適合」（Р. Капелюшников, 2001b, стр.156）と特徴づけられる。しかし、その後、労働力利用水準の引き上げなど変化が観察される。いくつかの実証研究を紹介しよう。

S. Aukutsionek, R. Kapeliushnikov（2001）は、経営者の所有が増加し、従業員所有が低下していること、関連会社と外部個人株主が増加していることを指摘し、S. Aukutsionek（2001）は企業の投資活動を分析する。その結果、非投資企業が減少し投資額は増加したが、2000年の投資水準は1992～1993年の投資水準に至っていないこと、投資計画は加速償却の計画失敗などがあり正確に補足できないが、1995年を転換期として、投資実施水準が上昇していることを主張する。また、投資制約要因には大きな変動はなく、資金不足（81%）がもっとも多いが、この制約要因は危機前の水準（63～74%）を大きく凌駕していること、設備の価格上昇（56%）と資本コスト（23%）、大規模な負債（28%）が資金不足要因に続いていることが明らかになる。価格はインフレを反映して上昇しているが、債務、バーターの比重は低下しており、投資源泉では、内部留保への依存度が高いままであるが、銀行借入れへの期待値も大きくなっている。

2001年に状況はさらに改善された。S. Aukutsionek（С.П. Аукуционек, Эксперт, №.39, 22 октября 2001）によると、生産能力の利用水準、在庫量と受注水準ともに上昇し、標準的な水準に近づいている。2002年3月の生産能力利用水準は69で2000年の66を上回り、とくに過剰労働力が整理されるなかで、労働力の利用水準は著しく好転している。在庫および受注水準は1998年経済危機前水準になり、バーターの販売高に占める比重は13%（2002年3月）と大きく低下している。S. Aukutsionekは「静かな」正常化過程が進行していると評価している。

このように、経済主体の市場環境、経済政策にたいする適合度は上昇し、リストラ、投資を進める傾向が観察される。P. Капелюшников (2000, 2001a) では、投資指向がもっとも高いのは経営者支配の場合であり、減税の投資効果が大きいこと、国家支配企業の場合、生産は欠損状態であり、支払われなくても、生産拡大指向をもっていること、投資効果についてアウトサイダー支配は中間的であることを主張する。また、С. Афонцов, Р. Капелюшников (2001, стр.90-92) は、輸出指向企業のパフォーマンスは良好であり、経営者支配では欠損が少なく、アウトサイダー支配の労働力利用水準と受注水準が高いこと、全体として減税の経営に及ぼす効果は大きく、減税の投資効果は経営者支配企業でとくに強いことが指摘されている。

Л.Я. Косалс (2001)、M.D. Intriligator, L. Ya. Kosals and R. R. Ryvkina (2001)、P.B. Рывкина (2000) は、1990年代半ばに国防企業で自然発生的リストラ (spontaneous restructuring) が行われたこと、不必要な部門と非採算的な財の閉鎖と解雇が行われたが、経営者の市場適合の結果と解されることを主張する。

S.M. Guriev, D.M. Manaenkov, S.V. Tsukhlo (2002) の実証研究によると、バーターとコーポレート・ガバナンスの間には相関関係が存する。経営者の所有比率が大きくなると、バーター比率は小さい。これにたいし、所有者としての国家は過剰雇用の温存の観点からバーターを指向する。ただし、経営者と所有者が債権者にたいして所得隠しのためにバーターを用いる。コーポレート・ガバナンスの変動はバーターの存在に影響している。

ロシア企業では、所有・支配の変動と企業行動（不採算性、過剰雇用、バーター）の間には不完全ではあるが相関関係が存し、企業における所有・支配構成の変化は企業の市場適合行動を強める一因になっている。市場における競争圧力は1998年金融危機以降漸次強まっており、市場環境は自然発生的にすべての型の企業経営者に静かなリストラを強いていると考えられよう。

5. 金融機関の回復とコーポレート・ガバナンス改革の行方

(1) 金融機関の回復

企業のステークホルダーのうち、金融機関は所有者・債権者として大きな影響力をもっている。しかし、1998年金融危機の打撃を受けた金融機関は所有者としての地位を低下させ（第6表）、一部の有力な銀行集団は破産するか国家の管理（国有化）下におかれた。その後の実体経済における回復は、債権者としての金融機関の影響力を強め、金融・企業集団の形成を促し、コーポレート・ガバナンスにおける金融機関の影響力は回復・維持されているように見える。

金融機関のパフォーマンスにかんし、営業銀行数は、1995年のピーク時にたいし2000年にはおよそ半分ほどに減少し（1995年末2598行から2002年前半期末1921行へ）、危機後に免許取り消し行や清算銀行といった非効率な銀行が取り除かれた。その結果、2000年初から2001年初に、銀行部門の総資産は31.8%増加し、資本の増加は41.7%で、90%の金融機関が資本を拡大している。2001年前半期末に、財務が安定した金融機関は総数および資産額で90%にも達している。金融機関の回復度は成功の年と言われる2002年にはさらに著しく、金融危機前の地位を回復している（Независимая, 13 января 2003）。

金融機関の変動は次の構図を描く。

第1に、銀行にたいする国家の影響力が著しく増大した。金融部門では、中心的な6つの国家銀行（ズベルバンク、外国貿易銀行、ロシア開発銀行、ロシア農業銀行、ロシア輸出入銀行、全ロシア地域開発銀行）だけに限っても、金融に占める国家の比重は相当大きい。そのうえ、国家の部門官庁・省は、国有企業を経由して、ポケット銀行として傘下銀行を保有している。もっとも、2002年に国家の参加は後退し、民営化にかんする論争、兆しがあらわれている（Независимая, 13 января 2003）。

第2に、定款資本の5%以上を保有する株主（所有者）がいない金融機関は50大銀行のなかで2行にすぎず、資本の集中度は高い（第15表）。大規模な金融・産業グループのメインバンクは大規模な国有企業が保有する銀行以上にきわめて明瞭な資本構成をもっている。

第3に、銀行は市場への適合性を強めている（第16表）。多くの銀行は生き残りのために自立化を強め、株主から距離をとり、銀行間の合併・買収が進行している。とくに、地方の中小銀行の株主が地方への支店網の拡大を狙うモスクワの銀行に株を売却しており（例えば、2002年6月MDMグループがウラルトラスト銀行の株60%を取得）、銀行の株主構成と経営戦略に大きな変化が観察される。

こうして再編された金融部門の資本は錯綜した構図を描いており、金融危機後の経済回復過程で金融機関のコーポレート・ガバナンスにおける位置はむしろ強くなっている。第4図にあるように、金融機関を中心にした集団が編成されており、ガспロムやルークオイルを中軸にした石油ガスコングロマリット、保険会社を軸にしたサドルジェストヴォ、モスクワ政府に基盤を置くモスクワグループ、銀行を中心に放射線状のMDM、このほかインターロス、ロスプロム、ゴスインコル、アルファといったグループが密接に結びついて編成されている。銀行と有力企業が結びついた大規模な集団ごとに市場が分断され、そこでは国家が関与する領域が大きい。さらに、金融機関はロシアのGDPの80%以上を占めると言われるロシア企業家・産業家

連盟^(注22)にたいする影響力を強めている（Сегодня, 25 ноября 2000）。

最後に、銀行の破産処理は進行しているが、そのための法制度はなお不十分であり、銀行システムにたいする信用度は高まっているわけではない。中央銀行によると、2002年時点で1354行のライセンスが召還され、うち770行は清算を完了している。さらに、召還された残りの銀行のうち、279行は清算手続き実施期間をすでに3年経過している。破産は裁判所の処理案件であり、ARCO（金融機関再編庁）の影響力は限定的になる。そのために、破産処理に入ったにもかかわらず、清算が先送りされるケースが多い。こうして、金融機関にたいする破産処理は法的問題としてなお未整備ということが出来る（Коммерсантъ, 24 октября 2002）^(注23)。

このように、金融機関は金融危機後に、影響力を回復（維持）し、工業企業と結びついた企業集団を形成し、コーポレート・ガバナンスにおける影響力を強めている。

(2) コーポレート・ガバナンス改革の問題点

ロシアにおけるコーポレート・ガバナンスの問題として次の点が指摘される（E. Berglof and P. Westin, 2000）。第1に、資本希薄化であり、これにたいし「証券市場における投資家の権利と法的利害の保護」法（2000年施行）は増資による資本の希薄化からの株主の保護を含んでいる。また、2001年の株式会社法の改正でも、新株発行における株主総会の意思は強められ、株主の承認なしに、増資はできない。第2に、移転価格問題である。親会社と子会社の間での取引により、会社の資産の剥ぎ取りと資産の海外（オフショア、株主の子会社など）への移転が発生する。第3に、情報開示条件の強制である。しかし、3つの問題はいずれも2000～2002年に改善され、その成果は株式会社法の改正、オフショア規制、情報開示の法律と行政的制裁に見られる。会社の報告書（財務諸表等）を公表しない会社数は、1999年後期に50%から25%（発行者にたいする比率）に低下している。とりわけ、企業・銀行間関係の透明化にかかわって、銀行法の改正によるオフショア会社の株保有禁止は企業経営者の経営責任を明確にするもので、コーポレート・ガバナンス改革の有効な手だてになる（Коммерсантъ, 10 декабря 2002, Ведомости, 10 декабря 2002）。

ロシアのコーポレート・ガバナンス白書であり、提言書であるOECD Steering Group on Corporate Governance（2002）もまた改革のための勧告を行っている。この勧告では、「最近まで、貧弱なコーポレート・ガバナンスの慣行はロシアに健全な投資環境を打ち立てるうえで障害となってきた」（p.7）とロシアのコーポレート・ガバナンスについての現状認識を示したうえで、「証券市場だけでなく、適切に機能する会社に必要となる現存の法や規制が有効に作動

するための法的・調節的な枠組みを強化することが最優先される」(p.7)、「立法府も政府も営利上の紛争を処理する司法能力を強めるべきである」(p.7)、「連邦証券市場委員会が規制を強め、有効にする中軸的な機能を果たすに相応しい財源を付与されるべきである」(p.7)といった勧告が並ぶ。ここには、企業法制度そのものを作りなおすというよりも、法制度が運営されるノウハウや条件の整備が提起されている。2001年株式会社法の改正とその後の司法制度、破産法などの整備はこの提言にこたえているということもできよう。

しかし、実際には2001～2002年に企業経営者の責任を問うスキャンダルは数多く報じられており^(注24)、コーポレート・ガバナンスの問題は解消しているわけではない。少なくとも、次の2つの問題は未解決であり、それにもかかわらず提言に触れられていない。

第1に、インサイダー支配すなわち経営者支配は、アウトサイダー支配の場合に比べて経営効率は良好であった(あるいは遜色がなかった)が、経営者支配はコーポレート・ガバナンスの解決策にはならない。実際、経営者支配(とその形成過程)では、株主総会は公式・非公式の手段で形骸化され、取締役会と執行役会の区分は不透明となり、経営者は株主にも、従業員にも、消費者にも責任を負うことはなかった。経営者支配は「権威主義的なメカニズム」と呼ばれ、採択された決定の結果にかんする情報が流れる下から上への連鎖がなく、企業内部に紛争の土壌が形成されること、企業の内部組織間の相互調整が困難で、統一性を失う危険性があること、が指摘される。経営者支配の強さにたいして、企業内での意思決定の「民主化」が求められる(Г. Клейнер, Независимая- Политэкономия, №8, 8 мая 2001)。

第2に、オリガルヒという言葉に代表的な、大規模な企業、銀行、国家間の密接な連鎖があり、これは公式の制度だけでなく非公式の関係のうえに存しており、法制度の改革だけでは解決されない。

それでは、ロシアではどのように、コーポレート・ガバナンス改革に取り組んでいるのだろうか。経営規律を強制できるのであろうか。

ロシアにおいて、コーポレート・ガバナンスは1998年危機後に焦眉の課題となった。2000年秋に経済発展省は政策を策定する公聴会を開き、2001年5月に政府に専門部局が創設された。同時に、連邦有価証券市場委員会はコーポレート・ガバナンス法典を作成した。実際、2001年に、株式市場はこうした動きを反映している。株主との関係を重視する石油企業ユコスの株価は上昇し、逆に重視しないルークオイルの株価は停滞的であったからだ。もっとも、こうした楽観主義は大量の株主の権利を侵害する紛争で吹き飛んでいる。そこでは、行政的な方法が主要な規制方法であった(Т.Г. Долгопятова, 2002, стр.62-63)。

2001年に「コーポレート・ガバナンス法典」が策定された。これはOECDの「コーポレート・ガバナンス原則」を範にしている^(注25)。執行を義務づける提案が行われたが、連邦有価証券市場委員会指導部が策定した最終案（2001年11月に政府で承認された）は勧告的性格をもち、株主が1000名を越える株式会社のコーポレート・ガバナンスにとって最良の実践標準^(注26)と見られている。実業界の法典にたいする反応は、完全な承認から経済管理への官僚主義的傾向を強めるものとして完全な否定まで多様にある。2001年10月に実施された100名以上の大企業経営者の回答によると、支持と反対は二分される。多くの大規模な株式会社（ユコス、シブネフチ、ロシア統一エネルギーシステム）は自己の投資上の名声を改善するためにすでに内部法典を採択し、法典を歓迎するが、株主の圧力や他のステークホルダーのロビーから経営を保護するメカニズムを法典に期待している多くの経営者は落胆の意を表している。法典では取締役会の権限が言及されており、経常・金融リスク管理システムの創出や各種委員会設立も取締役会の機能に含まれる。また、会社の情報政策や株主総会資料の作成などを司る秘書制度、会社の金融・経営計画を監督する監査制度が提起されている（Т.Г. Долгопятова, 2002, стр.58-60）。

さらに、コーポレート・ガバナンスの発展にかかわる文書として、2001年7月10日に採択された政府の「中期（2002～2004年）ロシア連邦社会・経済発展プログラム」も資本の拡大、増資、再編、清算における株主の権利保護、利害紛争や職務上の情報利用を伴うような取引を実施する際の経営者の責任を強める措置を課題と見なしており（Т.Г. Долгопятова, 2002, стр.60-63）、2001年に株の発行における権利乱用にたいする責任を強化する刑法改正案が提起されている。また、2001年6月、「ロシアにおけるコーポレート・ガバナンスの改善プログラム」が提案された（連邦有価証券市場委員会、証券市場・管理研究所、ロシア経営者研究所）。この提案では、連邦有価証券市場委員会が行政法と証券市場法に修正を加え、「系列」法、インサイダー取引法業務を行うと指摘している。

なお、2002年のコーポレート・ガバナンス法典（案）は、株主総会の権利、取締役会の機能、同上の形成原則、構成員と責任、執行機関の機能、情報政策、情報開示形態、財務活動のコントロール、配当、紛争処理の10章からなる。しかし、この法律には拘束力はなく、勧告的な性格に限定されている（Финансовые известия, 9 апреля 2002）。

こうして、国家の側からの法的なコーポレート・ガバナンスにたいする対応は限定的であるが、国家にたいする企業の圧力行動、企業における紛争から、財界自身がコーポレート・ガバナンスに対応処方箋を提起している。2002年10月ロシア企業家・産業家連盟「コーポラティブ・ビジネス倫理憲章」（Ведомости, 21 октября 2002）は、所有者の権利保護と法制度の遵守、交

渉による紛争処理を訴えている。憲章は、ビジネスを整然さと公正さの原則にもとづいて行う、所有制度の破壊を行わない、法を遵守する、社会的緊張を強めない、裁判所・遵法機関に圧力をかけない、違法な競争行為をとらない、虚偽の情報操作を回避する、交渉による紛争解決を図るといった8指針を示している。ここでも、調停者（第三者裁判）は財界自身によって選出されるが、そこでの決定には公式の法的拘束力はない。

財界は自浄力によるコーポレート・ガバナンス改革を指向している。しかし、裁判制度改革は始まったばかりであり、国家にたいするロビー行動、企業の所有と意思決定における不透明さなどから、コーポレート・ガバナンス改革は法制度面よりもその運用面においてなお不透明であると言えよう。

おわりに

ロシア企業において、インサイダー（とくに経営者の所有と支配）の位置は大きく、この支配構造は、企業の経営実績、労働者と宥和を図り、効率よりも交渉による独自の企業行動と結びついている。こうした、企業における所有・支配は、1995年、1998年を画期として、アウトサイダー化、資本の集中化の方向に変化しており、とくに金融危機以降自然発生的に、漸進的に企業の市場適合行動が観察される。こうした変化は市場環境の影響を受けているが、同時に株式会社法の改正など企業法制度改革のポジティブな結果とすることができる。とくに、金融危機後に注目される改革は、少数株主の権利保護、合併・買収、増資など株式会社再編、金融機関とオフショア規制であった。

経営者支配は維持され、企業経営において、相対的に他の支配様式の企業よりも高い経営効率を示し、投資においても（すべての実証データではないが）ポジティブな結果を見せている。インサイダーについて、個々人レベルで見れば少数株主従業員の影響力は限定的であるが、社会的給付や一定の過剰雇用に寛容な行動をとる結果、ロシア企業は「リストラなき市場適合」（Р. Капелюшников, 2001b）下にあるとさえ言われる。このような、インサイダーの利害は、株式所有構成の変動にもかかわらず維持されており、外資が所有権を取得してもそうしたインサイダーの利害を無視することはできない（溝端佐登史, 2000）。もっとも、金融危機後の従業員持株比率の低下は、支配形態にかかわらずリストラを促す一因になっている。

もうひとつの、ロシア企業の所有・支配に見られる特徴は、資本の集中化と支配の不透明化、大規模な企業・金融機関の影響力の拡大であり、持株会社、金融・産業グループなどの形での複雑に入り組んだ会社支配と集団の影響力は維持されている。そこには、株式の相互持ち合い、

メインバンク制など日本型企業を想起するようなツールが保持されている。

こうした、経営者と垂直的な企業・銀行の資本関係、企業間ネットワークによって、ロシアでは株主主権モデルとは異なる企業像が描かれる。この企業像は経済主体間のコーポラティブ的な結びつき^(注27)にもとづいており、そのなかではステークホルダーの利害が独自のルールによって調整される。例えば、2002年に銀行協会が中央銀行に提起した「銀行業の倫理的原則法典」(Эксперт, №.34, 16 сентября 2002, стр.90)によると、ロシアの銀行モデルには3つの選択肢がある。①国家が参加する銀行が支配的な国家モデル、②大銀行の発展と合致したオリガルヒモデル、③大銀行と中銀行が同時に発展した競争モデル。中央銀行は③を展望しているが、ロシアのシンクタンク(発展センター)は②がもっとも有望なモデルと見なしている。

インサイダーは市場経済移行に応じて変化し、インサイダーに包摂する範囲は拡大している。インサイダーを企業内部の利害調整者全般にあてはめる見方をとるならば、ロシアにおいてインサイダーはグループのステークホルダーの利害調整者全般にかかわり、これを維持する力は相当強い。その際、法制度改革、市場環境の整備、市場の活況は、企業、グループに、情報の開示と所有関係の遵守を強制するが、同時に安定した既存の利害調和はこの強制を抑制するように働く。それゆえ、一種のコーポラティズム型の意思決定が温存される条件もまた根強い。

－ 注 －

- 1 2001年12月エンロンの倒産はアメリカにおける企業の支配のあり方、コーポレート・ガバナンスの機能不全を示している(奥村宏, 2002)。ロシアのコーポレート・ガバナンスにたいしてOECD Steering Group on Corporate Governance (2002)が提言する法制度の有効な実施・強化は、アメリカにもあてはまる事柄である。
- 2 カシヤノフ首相は2004年初から銀行だけでなく企業も国際会計基準に移るための段階的プランを財務省に委託している。もっとも、移行は容易でなく、財界はネガティブに反応している(Ведомости, 24 июля 2002)。
- 3 パルシェフ(А.П.Паршев, 1999)は、1991年以後のソ連・計画経済システムの崩壊、市場経済移行過程を否定的に論ずる。かれは、資本主義経済システムの形成を否定せずに、ソ連崩壊後にロシアに形成された経済システムは資本主義システムではなく、「新ロシア人」がロシア国内のあらゆる資本を減じようとする過渡的な機構と見なす。「新ロシア人」は原料・資源を輸出し、機械・設備を摩損させるという意味で、反資本家であり(стр.388)、

この状況からの唯一の脱出方法は世界経済システムへの合理的包摂ではなく、合理的訣別であると主張する（стр.389）。

- 4 D.レーン, C.ロス（2001）はコーポラティズムモデルを主張し、企業レベルで同じ主張を展開するのはЯ. Ш. Паппэ（2000）である。
- 5 Л. Косалс（1995）は垂直的に構成された非公式集団をクランと呼び、それがソ連期以来連続的に存してきたことを主張する。ソ連期には「ひとつのクランは、多様な地域に住むがひとつの生産部門の枠内で活動し、ソ連および党の指導者（ボス）と結びついている多数の幹部を含んでおり、国家にたいして、できる限り大量の財政資源・物的資源を取得し、できる限りわずかな義務を負うという共通の利害で統合されていた」（стр.8）が、市場経済化のなかにあるロシアでも異なる基盤でクランが競争している。
- 6 25%以上が国家の手中にある国有企業の民営化過程にある株式会社、黄金株のような特殊な関係が存在する株式会社は法的に特殊で、1997年7月12日「国有資産の民営化についておよび公有資産の民営化の基礎について」連邦法にもとづく。
- 7 一般に大陸法による会社はドイツに典型的である銀行中心のガバナンスを、アングロアメリカ法では証券市場中心のガバナンスを指す。前者は債権者にたいする法的保護が強く、後者は株主にたいする法的保護が強い。ロシアは大陸法にもとづきながら、実質的にはアングロサクソン法の影響が強いことは、取締役会の重視にあらわれている（Г.В. Полковников, 2002, стр.141-142）。
- 8 国家と企業の相関、国家による企業経営へのコントロールについては、本書の拙稿「ロシアにおける企業形態と国家－企業関係」を参照されたい。
- 9 М.Г. Ионцев（2002）は株主総会に実際に影響することができる30%以上と、会社の再編や清算などの重要な決定の採択を阻むブロック株25%以上を区分している。
- 10 株式会社法は改正され、取引に関与する取締役は決定から排除される。1000名を越える株主のいる企業では、取引に関与しない独立した取締役が規定する。国家が2%以上保有する場合、国家の財務コントロール機関が参加する。
- 11 最近のガスプロムが関連するNTV取得やシプルの紛争は、債権－債務関係の結果として企業の所有権の譲渡事例ということができる。
- 12 企業活動を停止する場合、清算と再編がある。清算は企業の権利や義務を別の人格に移さずに消滅させる場合であり、さらに企業の最高決定機関が決定する任意の場合と裁判所の決定による強制の場合がある。清算を決定した場合、国家登記機関に書面で伝えるとともに

に、企業管理の全権を委譲される清算委員会を任命し、手続きを決定する。破産あるいは清算過程は複雑である。破産（支払い停止）は仲裁裁判所（債権者、債務者、第三者、裁判所の申し立て）で認定され、清算も含まれる。審理過程で、和議が結ばれることがある。和議は清算を未然に防ぐ手続きで、債権者が提示する支払いの猶予や分割を前提とする。企業の維持を図る再建措置には、外部管理と救済がある。外部管理（18カ月間）は仲裁裁判所により任命され、外部管理計画により企業は事業を続ける。救済は金融支援による債務企業を健全化する措置であり、仲裁裁判所により決定される。さらに、清算手続きとして、破産処理がある。破産管財人により破産企業の財産が競売に付され、取得した資金が債権者間で配分される。任意の清算の場合、所有者と債権者の合意で清算が実施される。再編方法には、合併、分割、分離、譲渡、改組がある。債権の請求順序は、市民、労働者、取引相手、国家（予算）、その他の順になっている（М.Г. Ионцев, 2002, стр.95-96）。

- 13 ヴィボルグセルロース・製紙コンビナートにおける1999年10月の所有者と従業員の紛争、人民企業への転換をめぐる紛争は、リストラ計画の実施に際して沈黙していた株主従業員の発言力を示す事例である（溝端佐登史，2000）。著名な紛争はこれ以外に、アチンスクアルミナ工場、ロモノーソフ陶磁器工場、カチカナルスク選鉱コンビナート、ニジネサルディンスク冶金コンビナートがある（Т.Г. Долгопятова, 2002, стр.45）。
- 14 ソ連期の経済改革が漸進的に企業の自立性を高め、これが自然発生的民営化の原型であるとするれば、ペレストロイカ期以前にまで民営化の発生ルーツを求めることができよう（溝端佐登史，2002）。
- 15 Р.Капелюшников（2000）によると4.5%の企業だけについてまったくインサイダーの所有権が存しなかった。
- 16 単一の所有者への集中は稀である。
- 17 ロシア人が参加しているものが多い。
- 18 この調査結果は2000年の政治経済景気センターの値に近い。
- 19 経営者所有企業は規模では小企業である。
- 20 労働者所有維持企業では、受注水準も生産能力利用水準も低い。アウトサイダー転換企業では、相対的に受注水準も生産能力利用水準も高い。
- 21 1997年に建設資材が59%ともっとも高く、食品産業が25%ともっとも低い、中間財部門が中間に位置する。
- 22 同連盟は銀行制度改革を提案している。

- 23 破産法、担保法など2002年に法的問題の一部は改革されている（Независимая, 13 января 2002）。
- 24 ガスプロムの子会社であった石油化学持株会社シブルの経営者逮捕や、グシンスキー、ベレゾフスキーのスキャンダルなどがある。
- 25 この原則はすでにロシアの法に反映している。
- 26 管理機関の組織化、情報開示、金融・経営へのコントロール、配当政策、紛争の規制などを含む。
- 27 クランと呼び、ロシアのクランは市場よりも計画（行政）適合的に行動すると見られる。

－ 引用文献 －

- S. Ashwin and S. Clarke (2003) *Russian Trade Unions and Industrial Relations in Transition*, Palgrave.
- S. Aukutsionek (2001) Investment behaviour of enterprises in 2000, *The Russian Economic Barometer*, Vol.X, 3.
- S. Aukutsionek, R. Kapeliushnikov (2001) Ownership structure of Russian industrial enterprises in 2001, *The Russian Economic Barometer*, Vol.X, 3.
- E. Berglof and P. Westin (2000) The Russian economy on the eve of the Putin presidency, *Baltic Sea Business Summit*, 2000 March 29-30.
- J. Blasi (1997) *Kremlin Capitalism*, Cornell University Press
- S. Guriev, O. Lazareva, A. Rachinsky, and S. Tsoukhlo (2000) Demand for Corporate Governance in Russian Industry, The World Bank, *Transition*, Vol.13, No.6.
- M.D. Intriligator, L. Ya. Kosals and R. R. Ryvkina (2001) *Russia's Defense enterprises*, Milken Institute, March 1 2001, No.23.
- OECD Steering Group on Corporate Governance (2002) *White Paper on Corporate Governance in Russia*, 15 March 2002.
- Russian European Centre for Economic Policy (2001) *Russian Economic Trends*, Vol.10, No.2.
- D.レーン, C.ロス (2001) 溝端佐登史・酒井正三郎・藤原克美・林裕明・小西豊訳『ロシアのエリート』窓社。
- 溝端佐登史 (2000) 「ロシアにおける会社は誰のものか？」『ユーラシア研究』第22号。
- 溝端佐登史 (2001) 「ロシアにおける民営化と企業経営」林昭・酒井正三郎・門脇延行編『体

制轉換と企業・経営』ミネルヴァ書房

溝端佐登史 (2002) 「体制轉換からみたソ連社会主義」『比較経済体制研究』第9号。

奥村宏 (2002) 『エンロンの衝撃』NTT出版。

小佐野広 (2001) 『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社。

田村達也 (2002) 『コーポレート・ガバナンス』中公新書。

С.Б. Авдашева (2000) Хозяйственные связи в российской промышленности, ГУ-ВШЭ, М.

С.П. Аукуционек, А.Е. Батаева (2000) Российские предприятия в рыночной экономике, Наука, М.

М. Афанасьев, П. Кузнецов, А. Фоминых (1997) Корпоративное управление глазами директората, Вопросы экономики, №5.

С. Афонцов, Р. Капелюшников (2001) Структурные характеристики предприятий и их налоговое поведение, Вопросы экономики, №9, стр.82-100.

Л.С. Бляхман (1999) Экономика фирмы, Изд-во Михайлова В.А., СПб.

С.М. Гуриев, Б. Икес (2002) Микроэкономические препятствия экономического роста России и стран бывшего СССР, Е.Г. Ясин ред., Модернизация российской экономики, 1, ГУ-ВШЭ, М.

И.В. Дойников (2002) Предпринимательское право, ПРИОР, М.

Т.Г. Долгопятова (2002) Российская промышленность: институциональное развитие, ГУ-ВШЭ, М.

С.Э. Жилинский (2002) Предпринимательское право, Норма.

М.Г. Ионцев (2002) Акционерные общества, Ось-89, М.

Р. Капелюшников (2000) Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности, Вопросы экономики, №1.

Р. Капелюшников (2001a) Собственность и контроль в российской промышленности, Вопросы экономики, №12.

Р. Капелюшников (2001b) Российский рынок труда, ГУ-ВШЭ, М.

Р.С. Кравченко (2002) Корпоративное управление, Спарк, М.

Л. Косалс (1995) Развитие кланового капитализма в России, Знание-сила, №3, стр.5-12.

Л.Я. Косалс (2001) Технологические инновации в постсоветской России, Проблемы прогнозирования, mimeo.

А.Н. Лякин (2001) Эволюция проблемы, Экономический журнал, №3.

Я. Ш. Паппэ (2000) Олигархи, ГУ-ВШЭ, М.

А.П. Паршев (1999) Почему Россия не Америка, ФОРУМ.

Ю.В.Перевалов, В.Ф.Басаргин (2000) Формирование корпоративного контроля на приватизированных предприятиях, ЭКО, №2.

Г.В. Полковников (2002) Проблемы корпоративного управления в России, Е.Г. Ясин ред., Модернизация российской экономики, 2, ГУ-ВШЭ, М.

А. Радыгин (2001) Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе, Вопросы экономики, №5, стр.26-45.

А. Радыгин (2002) Слияния и поглощения в корпоративном секторе, Вопросы экономики, №12.

А. Радыгин, С. Архипов (2000) Собственность корпоративные конфликты и эффективность, Вопросы экономики, №11, стр.114-133.

Р.В. Рывкина (2000) Приватизация на промышленных предприятиях России, Социологический журнал, №1/2.

А.П. Сливко, Л.И. Котиева, И.Л. Борова (2002) Устав акционерного общества, Ось-89, М.

第1表 株数による株主の権利

持株比率	持株数による影響度
75%-100%	完全支配株
51%-	支配株
33% or 20%-25%-	ブロック株
20%	従属している
10%	臨時株主総会の開催
2%以上	株主総会で2つ以内の提案権
1%以上	欠損補償を求めて裁判所に取締役・取締役会を提訴する権利

第2表 労働者に提供する特恵の種類と企業の比重 (% of Yes enterprises)

	1994年	2000年
規則的補助		
交通補助	26.6	16.3
食事補助	49.2	21.1
製品価格補助	6.6	2.0
住宅補助	12.7	7.8
育児補助	43.9	16.9
年金への付加	7.4	5.9
一時的補助		
物的援助	79.7	70.7
利用料金支払い	45.5	54.7
医療サービス支払い	48.4	28.3
退職給付	73.8	62.9

出所：Экономика и жизнь, №38, сентябрь 2002, стр.2.

第3表 社会的サービスを提供する企業の比重

	1990	1994	1998
食事	55	50	41
保健	64	63	56
休暇施設	62	56	44
職業教育	78	71	59
新しい住宅	45	34	18
幼稚園	66	54	32

出所：С.М.Гуриев, Б.Икес, 2002, стр.223.

第4表 ロシアにおける民営化の経過

1980年代末	自然発生的民営化
1992年	バウチャー民営化・労働者への優遇措置
1994年	貨幣民営化（有償売却）
1995年	金融・産業グループ形成、担保型民営化
1997年	個別民営化による資本再編

第5表 ロシアの株式会社における持株構成（％）

	民営化の 結果	1994	1995 Q4-96Q1
インサイダー計	66	66	58
従業員	47	44	43
経営者	19	22	12
集団信託	-	-	3
アウトサイダー計	10	16	33
法人計			23
銀行	-	-	2
投資基金	3	5	5
納入者・買手			
・子会社	-	-	3
持株会社・			
金融産業グループ	-	-	3
その他	-	-	10
自然人計	3	6	8
外国人	-	-	2
政 府	20	12	9
合 計	100	100	100

出所：M. Афанасьев, П. Кузнецов, А. Фоминых (1997).

第6表 ロシア工業における持株構成 (%)

(The Russian Economic Barometerのモニタリングによる)¹⁾

株主の分類	1995	1997	1999	2001
インサイダー、計	54.8	52.1	46.2	48.2
経営者	11.2	15.1	14.7	21.0
従業員	43.6	37.0	31.5	27.2
アウトサイダー、計	35.2	38.8	42.4	39.7
非金融アウトサイダー、計	25.9	28.5	32.0	32.4
外部自然人	10.9	13.9	18.5	21.1
その他企業	15.0	14.6	13.5	11.3
金融アウトサイダー、計	9.3	10.3	10.4	7.3
国家	9.1	7.4	7.1	7.9
他の株主	0.9	1.7	4.3	4.2
合計	100	100	100	100

1) 1995年調査は136件の回答者で、1997年135件、1999年156件、2001年153件である。2003年の予測ではインサイダーが52.8 (内経営者27.7)、アウトサイダー35.8、国家6.6となる。

出所：P. Капелюшников (2001) Собственность и контроль в российской промышленности, Вопросы экономики, №.12, стр.104.

第7表 ロシアの中・大株式会社における所有構成

	1994	1996	1998	2000
インサイダー	62.5	57.5	53.5	34
アウトサイダー	20.0	32.5	38.5	54
国家	17.5	10.0	8.0	12

注：経済省データ。定款資本にしめる比重：%。

出所：A.H. Лякин (2001) Эволюция проблемы, Экономический журнал, №3, стр.31.

第8表 国防企業の所有構成

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
国有	43	56	56	72	41	42	42	42
国家参加型株式会社	0	29	32	20	33	33	33	33
国家参加のない株式会社	57	15	12	8	26	25	25	25

出所：P.B. Рывкина (2000) Приватизация на промышленных предприятиях России, Социологический журнал, №1/2, стр.6-7, Экономика и жизнь, №26, июня 2002, стр.5

第9表 ロシア工業における株式会社定款資本の株主での分布（年末，％）

	1999	2000
全 体	100	100
内 訳		
当該企業従業員	11.4	9.5
国家・地方権力機関	14.3	11.8
内) 連邦機関	9.3	8.1
連邦構成主体機関	4.6	3.5
地方自治体機関	0.4	0.2
営利組織（金融を除く）	42.6	46.0
金融機関	7.6	7.6
自然人（従業員を除く）	9.6	11.5
その他の株主	14.5	13.6

注：ロシア連邦国家統計委員会構造調査資料

出所：T.G. Долгопятова (2002) Российская промышленность: институциональное развитие, ГУ-ВШЭ, М, стр.24.

第10表 平均持株（2000年，％）

	全サンプル	機械工業	軽工業	食品産業	建設資材
JSC employees	20.4	24.0	29.4	16.9	17.6
of which collective trust	5.6	5.2	10.5	7.9	5.8
Management	7.2	7.4	7.8	11.6	6.7
of which the general manager	3.7	3.7	4.3	6.5	2.7
Stake held by the JSC itself (shown on the balance sheet)	4.0	4.5	6.1	1.0	4.2
Suppliers and customers	6.5	1.3	2.4	17.5	6.0
Other enterprises	16.2	17.6	17.5	14.2	18.3
Holding companies and FIGs	6.2	3.2	0.0	7.5	16.3
Commercial banks	2.2	2.7	0.0	2.3	2.8
Investment funds	4.4	5.1	6.2	0.9	3.1
Pension funds	0.1	0.0	0.0	0.0	0.3
Insurance companies	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Outsiders (individuals)	15.2	15.1	20.8	14.6	19.2
Foreign shareholders	4.7	4.8	0.0	0.0	1.2
Government	12.8	14.3	9.9	13.4	4.3
of which federal government	9.6	11.1	9.1	0.8	4.9
Total	100	100	100	100	100

注：原出所は IET. JSC：株式会社, FIG：金融・産業グループ

出所：Russian European Centre for Economic Policy, Russian Economic Trends, Vol.10, No.2, 2001, p.20.

第11表 工業部門別定款資本に占める株主の比重（1999年，％）

	連邦機関	連邦構成主体・公 的機関	非金融 営利機関	金融機関	自然人
工業全体（法人）	10.4	8.1	41.6	3.2	20.1
電力	3.8	14.8	51.5	2.7	14.2
燃料	4.3	2.0	52.2	1.2	9.0
鉄鋼	0.6	4.1	61.9	4.1	23.2
非鉄金属	5.7	9.9	67.2	1.4	11.2
化学・石油化学	4.2	8.8	49.6	4.1	24.7
機械・金属加工	16.5	7.4	42.5	8.3	17.2
木材・製紙	4.1	5.1	54.6	1.9	27.9
建設資材	4.0	8.1	39.9	1.3	37.7
軽工業	2.8	4.4	29.6	0.2	58.8
食品産業	1.4	6.8	53.1	1.6	22.2

注：自然人には当該企業従業員も含まれる。

出所：Т.Г. Долгопятова (2002) Российская промышленность: институциональное развитие, ГУ-ВШЭ, М, стр.28.

第12表 1999年における企業の経営実績（単位：％）

指 標	単一の大口株主の 株数比重別企業分類				最大株主別企業分類					支配株主別企業分類				
	0-10%	10-20%	20-50%	50以上	経営者	非金融 アウトサイダー	金融 アウトサイダー	国家	不詳	経営者	従業員	非金融 アウトサイダー	金融 アウトサイダー	国家
受注水準（％） ¹⁾	67	82	73	66	85	67	70	77	69	83	76	67	85	101
生産設備利用水準（％） ¹⁾	58	67	55	53	64	57	59	52	50	65	56	51	64	45
労働力利用水準（％） ¹⁾	82	86	78	75	86	78	81	75	64	84	79	78	82	64
販売高に占めるパターンの比重（％）	38	42	52	53	40	45	49	64	51	39	42	50	45	70
生産能力（対前年比） ²⁾	-5	0	-10	-5	-1	-7	-9	-2	-4	-4	-4	-7	-5	-2
財務状態が悪い企業の比重（％）	63	33	68	72	52	68	52	77	71	43	61	71	56	90
総生産額に占める欠損製品の比重（％）	14.1	9.8	18.7	25.7	9.0	18.7	19.7	23.3	23.2	11.1	18.3	17.7	22.0	37.8
最近6ヵ月間赤字企業の比重（％）	23	22	52	52	23	44	43	50	53	23	40	45	38	82
雇用者数の12ヵ月間の変化（％） ³⁾	-1.6	-1.4	-8.6	-0.2	+3.8	-2.6	-9.6	+2.0	-5.8	-2.4	-4.8	-6.8	-3.6	+1.2
離職率（％） ³⁾	14.4	19.0	17.2	18.6	12.6	24.2	24.4	13.0	26.2	23.0	19.8	27.2	22.4	21.6
新規雇用率（％） ³⁾	12.8	17.6	18.6	18.4	16.4	21.6	14.8	15.0	20.4	20.6	15.0	20.4	18.8	22.8
総離職者数に占める解雇の比重（％）	12	15	15	10	8	9	27	8	27	10	18	15	23	9
最近1ヵ月間に賃金をうけていない従業員の比重（％）	14	15	19	19	14	23	14	15	20	0	17	18	19	37
平均賃金（ルーブル）	1086	1121	813	874	1145	914	909	878	889	992	1022	863	1112	761
平均従業員数（人）	593	875 ⁴⁾	751	494	544	946	963	762	511	462	745	851	919	429

1) 1999年2月の値。正常レベルを100%とする。

2) 前年生産能力に対する変化（％）

3) 従業員数に対する比率（％）

4) 当該グループに入る大企業(14,000人従業員)を除く。

出所：P. Капелюшников, Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности, «Вопросы экономики», 2000, No.1, стр.113.

第13表 1999年における企業の信用・投資政策の特徴（単位：％）

指 標	単一の大口株主の 株数比重別企業分類				最大株主別企業分類					支配株主別企業分類				
	0-10%	10-20%	20-50%	50以上	経営者	非金属 アウトサイダー	金融 アウトサイダー	国家	不詳	経営者	従業員	非金属 アウトサイダー	金属 アウトサイダー	国家
商業銀行への債務 ¹⁾	77	67	71	111	77	67	35	127	101	68	47	92	53	213
次期3ヵ月間に銀行借入を行 わない企業の比重	45	38	31	48	35	47	26	31	60	22	43	42	25	55
次期3ヵ月間の信用供与の予 想利率	48	43	42	29	49	36	40	23	28	36	37	36	38	20
投資額 ²⁾	55	50	39	33	61	43	37	45	23	51	36	37	32	30
出所別														
外部資金（％） ³⁾	0	18	14	23	0	4	25	40	26	20	12	18	23	45
内部資金（％） ³⁾	100	82	86	77	100	96	75	60	74	80	88	82	77	55
投資先別														
機械・設備 ³⁾	84	72	69	82	84	75	75	64	71	84	68	77	92	82
建物・施設 ³⁾	16	28	31	18	16	25	25	36	29	16	32	23	8	18
投資目的別														
生産能力拡張 ³⁾	15	24	31	24	36	26	12	19	32	49	29	18	4	15
修理と近代化 ³⁾	85	76	69	76	64	74	88	81	68	51	71	82	96	85
投資計画のない企業の比重 （％）	27	38	31	32	23	28	30	46	33	26	29	40	25	55
過去6ヵ月間に投資計画実施 企業の比重（％）	49	65	50	28	57	40	48	50	36	52	46	40	55	30
投資目的で企業融資を受けと りうる最高利率	9	10	14	10	12	9	13	11	10	14	11	9	16	5

1) 1999年2月の値。正常レベルを100%とする。

2) 過去6ヵ月間の投資額（real terms）で、対前年同期の投資額に対する変化（％）

3) 総投資額に対する比重（％）。

出所：Р. Капелюшников, Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности, «Вопросы экономики», 2000, No.1, стр.117.

第14表 ロシアの企業行動の変動 (end of the year, %)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
受注期待				45	45	38	47	36	51	53	51	62
財務期待			43	35	32	26	40	28	43	44	50	59
設備利用水準	78	75	69	64	57	54	60	57	65	66	68	69
労働力利用水準				79	73	72	78	78	85	88	85	88
製品在庫		83	104	78	96	88	82	78	73	74	83	94
受注水準		82	74	74	66	61	68	70	77	76	76	75
バーター	8	6	11	18	26	40	47	49	36	19	13	13
貨幣取引							16	19	27	32	26	22
新規銀行借入なし企業			31	48	42	60	56	74	63	56	49	42
銀行債務水準					107	130	95	101	81	74	85	83
2ヵ月以上設備購入のない												
企業比率		50	54	55	58	66	63	65	54	51	41	45
生産制約要因 (企業の比重：%)												
需要不足	4	48	50	42	53	59	50	43	42	40	49	62
原料不足	82	40	14	25	19	22	27	34	30	29	27	15
資金不足	18	56	65	62	68	69	72	67	64	62	54	58
労働力不足	28	6	3	3	2	0	0	3	5	11	10	4
設備不足	16	2	0	4	2	2	5	3	6	10	8	6
投資制約要因(企業の比重：%)												
資金不足	66	68	76	66	75	75	71	88	80	82	80	85
設備価格	73	68	69	62	50	49	50	57	53	60	60	56
高利子	26	16	40	37	32	27	19	20	24	26	25	23
大負債	18	18	25	29	40	32	39	31	24	23	22	28
過剰の能力	4	5	6	11	17	18	21	10	15	11	12	15
低採算性			6	8	4	5	6	5	5	7	6	7
欠損生産比率				9	10	13	14	17	16	14	12	13
非採算物生産企業比率				60	62	74	78	82	76	77	75	82
過去半年欠損企業比率			11	23	21	38	33	48	28	23	23	27
1-2年破産下企業		24	22	32	27	45	29	42	22	21	15	19
1年能力維持企業		26	23	20	27	24	28	27	35	34	37	39
1年能力減少企業		60	60	67	60	65	54	54	35	31	37	31
半年投資計画実施		55	48	46	45	48	56	47	61	65	64	65
半年投資なし企業						42	42	43	37	26	22	22

注：受注期待と財務期待は3ヵ月の期間で改善を期待する工業比率で、2002年は6月末の値。設備利用水準・労働力利用水準・製品在庫・受注水準・銀行債務水準は月正常水準を100とした値。半年投資計画実施は、計画投資額を100としたときの投資規模の大きさ。他はすべて回答工業企業に占める比重。設備利用水準から半年投資なし企業まですべて2002年は3月末の値。

出所：The Russian Economic Barometer, 2002, No.1, 2.

第15表 主要銀行の資本集中度（資本金に占める比重：％）

	最大株主	主要株主	最大株主
ズベルバンク	ロシア銀行	60.6	60.6
外国貿易銀行	ロシア銀行	99.9	99.9
国際工業銀行	M-ストロイインヴェスト	93.6	18.2
アルファ銀行	Monna社	89.5	28.3
ガスプロム銀行	ガスプロム	94.1	87.5
国際モスクワ銀行	Bayerische Hypo- und Vereinsbank	94.6	41.0
スルグトネフチェガス銀行	スルグトネフチェガス	86.4	81.2
モスクワ銀行	モスクワ市国家・自治体資産部	62.7	62.7
ロスバンク	インタロス・エステート	43.7	36.0
信託・投資銀行	NKユコス	37.2	20.0
シティバンク	Citibank Overseas Investment Corporation	100.0	99.9
MDM-銀行	テフノスフェラ	94.9	19.8
プロムストロイ銀行	インヴェルト・ブロック	48.4	18.9
メナテプ・サンクトペテルブルグ	ラグナ	90.9	20.0
ライフアイゼンバンク・オーストリア	Raiffeisen Zentralbank Oesterreich AG	100.0	99.0
バシクレジット銀行	バシコルトスタン共和国政府	98.0	86.0
ペトロコメルツ	NKルクオイル	86.5	86.5
BIN	5%以上の株主を有しない		
アフト銀行	インゴストラフ	48.5	22.7

注：順序は2001年10月初め時点の資産額での上位20行（第19位のBank Credit Service First Bostonを除く）についての集中度。株式会社でなくとも所有者が明確なものは含まれている。原出所は各行の有価証券報告書。主要株主は5%以上の株主を意味し、すべての主要株主の全資本金に占める比重を示している。なお、データの時期は2001年第3四半期あるいは第4四半期に該当する。

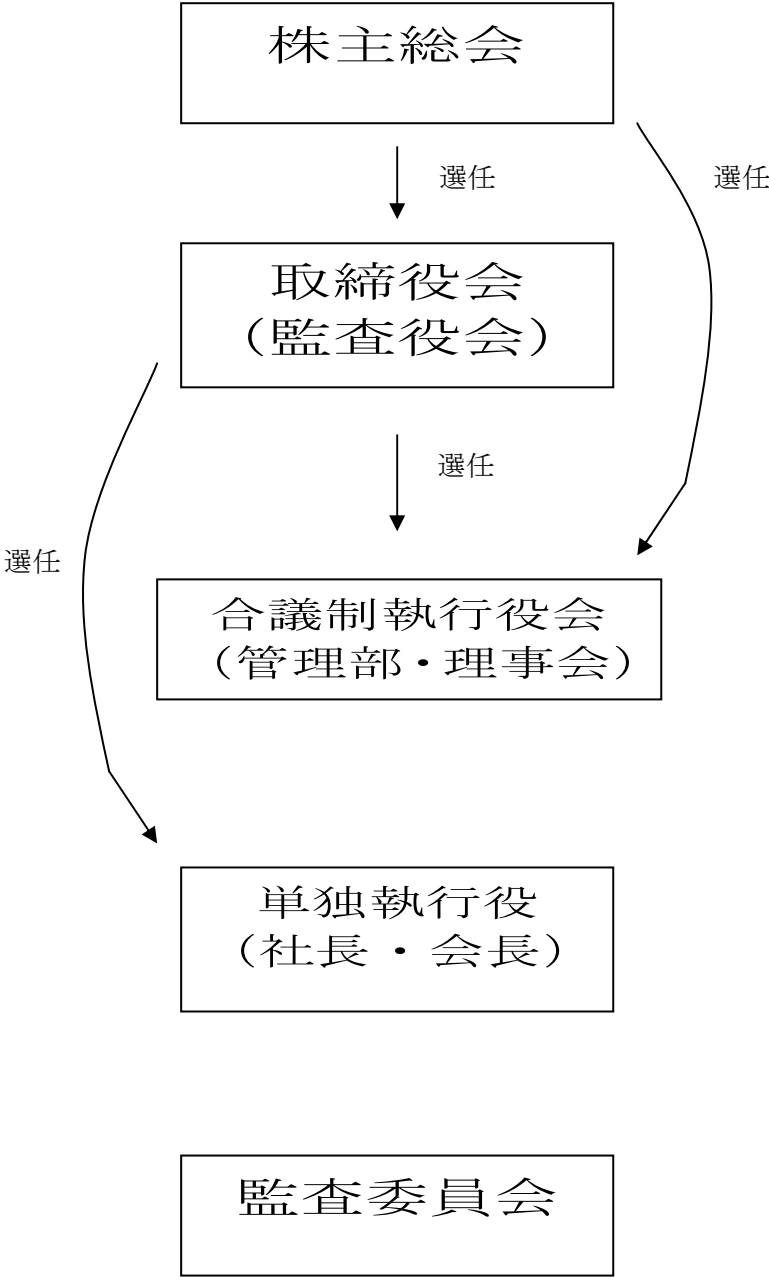
出所：Эксперт, №.46, 19 декабря 2001, стр.112, №.11, 11 февраля 2002, стр.32.

第16表 銀行における株主と戦略の変更

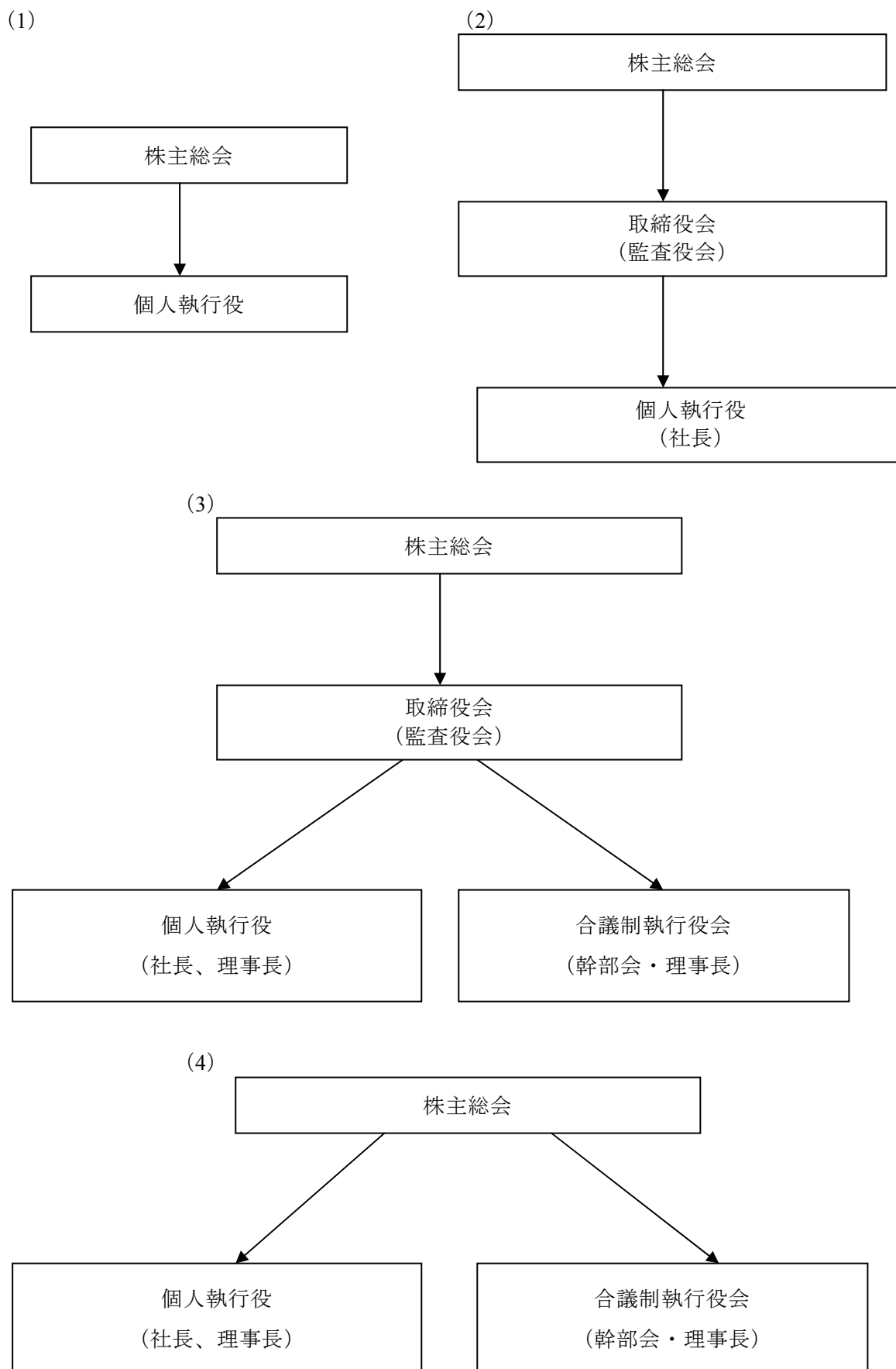
銀行（銀行制度に占める順位）	変更内容
アフト銀行（21）、 インゴストラフソユーズ （107）	「アフト銀行－インゴストラフ」グループがシブアルと関係する会社に売却され、売却の適法性が競争されている。統合ビジネス集団ニクオイル転売交渉が進行している。
アルファ銀行（5）	株主が銀行を外国人投資家に売却する意向を表明。
バルトオネクシム銀行（56）	銀行は経営者と外部株主の支配に移行した。
ウラルシブ銀行 （前バシクレジット銀行）（17）	バシキル域外の業務発展を決める。バシコルトスタンの持ち分を50%+1株にまで引き下げる計画。5つの地域銀行を取得した。
ガспロム銀行（3）	ガспロムと結びつかない業務の割合を50%にまで増加させることによるビジネス拡張戦略を公表。
NRB（30）	ガспロムに属する銀行の30%の株の売却バリエント。
OVKグループ	ビジネスに動態をもたらす複数のパートナーを取り替えたが、結果は期待を裏切っている。
インペリアル（62）	銀行は事実上経営者支配に移った。
コンヴェルス銀行（39）	銀行をとりまく紛争は未解決で、銀行は原子力省の支配下にとどまる。
メトコム銀行（148）	セヴェルスタリが10%の株と交換で、ペテルブルグプロムストロイ銀行に銀行の売却を合意。
MFK（54）	株主がロス銀行にMFKの業務を移管することを決めたが、MFKは法人格を維持する。
ペトロフスキー人民銀行（48）	MDM－銀行に売却。北西でのMDMの他の地域的な取得も同行に合併する計画。
ロス銀行（7）	支配株を拒否することができる持株会社インターロスとの緊密な関係の枠外で発展することを意向。
エフロフィナンス（19）	フランス権力機関の圧力のもとでエフロ銀行はロシア人株主に銀行株の一部を売却せざるをえず、自己の持ち分を10%にまで引き下げた。
トランスクレジット銀行（41）	運輸省は再編過程にあり、政府は銀行資本から運輸主管理局を除くことを計画している。
ゼニト（21）－ Ak Bars（34）－ デヴォンクレジット（107）	3行の合併を公表。その資本の大部分はタトネフチとタタルスタン政府に属する。

出所：Ведомости, 18 июня 2002.

第1図 ロシア企業の主要管理機関



第2図 管理機関の類型



第3図 ロシア企業における支配とパフォーマンス

