

< 翻 訳 >

マグダレーナ・イエジェモフスカ著

(グダニスク大学経営学部経済分析学科教授)

ポーランドにおけるコーポレート・ガバナンスの主要な特徴

訳者 小 山 洋 司

要 旨

本論文の目的は、ポーランドにおけるコーポレート・ガバナンスの主要な特徴を述べることである。まず、国有企業が民営化されたプロセスおよびポーランド企業の所有構造についてのこれの帰結が述べられる。次に、ポーランドの資本市場の再確立および企業ための法的枠組が記述される。そして「ワルシャワ・グループ」によってまとめられ、最近定式化されたポーランドのためのコーポレート・ガバナンス規則の主要原則が略述される。

序

1989年に、ほぼ50年ぶりにポーランドは発展しつつある市場経済の国々の家族に復帰した。当時、ひどい経済的かつ政治的危機、ハイパーインフレーション（月間50%に及ぶ）、非効率的な金融システム、財の配給、および（コメコン崩壊による）貿易の崩壊を経験しており、この国の状況は非常に悪かった。この危機を克服するために、効率的な市場経済を樹立する行動と国家からのその分離を導入することが不可避であった。企業の効率性をいかに改善するかという問題および国際的市場での競争を可能とする実績がきわめて重要となった。よいコーポレート・ガバナンスは、その点で主要な役割ではないにしても、非常に重要な役割を演じると考えられている。良く統治された経済になることの重要性は、EUのメンバーになる（2004年5月）ためにポーランドがとっている努力、ならびにコーポレート・ガバナンスだけでなくその他に関するEUやその他の国際的規則と実践に従う必要によって、強められている。民営化の進展、外国資本の流入および資本市場の発展もまたポーランドにおける良いコーポレート・ガバナンスの要請を生み出した。その結果、現在、それは学界や実業界において多くの論争を生み出している。ルールを作り出し、その分野における最良の実践を定義してほしいという強い要請がある。

「コーポレート・ガバナンス」という用語はごく最近の起源のものであるが、それは本質的

には、現代企業における所有と経営の分離の帰結に関わるものである。その先駆は、アダム・スミス（1776年）、マーシャル（1920年）およびバーリーとミーンズ（1932年）の著作にまでさかのぼることができる。これらの著作は、現代のプリンシパル－エージェント文献－それは、イェンセンおよびメックリング（1976年）に由来する－のための足場を提供した。

コーポレート・ガバナンスは、投資家（プリンシパル）の利益を彼らのために企業を経営する経営者（エージェント）と調和させる一連の制度やメカニズムと見なしうるかもしれない。これらの制度やメカニズムは、ビジネス環境、法的環境および文化的環境における差異を反映して、それぞれの市場経済ごとに異なる（OECD, 1999）。

違いが存在するにもかかわらず、コーポレート・ガバナンスの2つの基本的モデル、すなわち、アングロ・アメリカのモデルおよび大陸のもしくはヨーロッパ的/日本的モデルが文献を支配している。これらのモデルの主要な特徴は次のように特徴づけることができよう（Campbell, K. and Jerzemowska, M., 1998）。

アングロ・アメリカのモデルでは、株式所有は広く分散しており、経営陣に対する株主の影響力は弱い。コーポレート・ガバナンスは、経営陣の実績に不満を持つ場合に株式市場で自分の株を売る株主をかなり頼りにしている－「退出」戦略。アングロ・アメリカのモデルは、株主たちはいかなる特定の企業においても平均保有額はあまりにも小さく、企業の出来事には直接的には介入しないので、こうして「アウトサイダー」システムとして特徴づけられる。

対照的に、大陸のヨーロッパならびに日本における投資家たちは相当の株式を所有し、これらのコア投資家は、経営陣を直接的に監視することにより自分たちの「発言力」を行使する。コーポレート・ガバナンスの大陸ヨーロッパ/日本モデルは、株主たちが企業の経営において積極的な役割を演じるので、こうして「インサイダー」システムとして特徴づけられる。このモデルは、投資家たちが「フリーライダー」問題を克服するのを可能にする。銀行の役割の重要性ならびに株式の相互持合は、従業員たちの監査役会への参加と並んで、このモデルに典型的である。

最近行なった調査は、コーポレート・ガバナンス・モデルの収斂傾向を指摘する。それは多分、グローバリゼーション、日本経済やその他の発達した経済の危機、およびコーポレート・ガバナンス問題の最善のもしくは最適の解決策を生み出そうとする努力が合成された結果であろう（Campbell, K. and Jerzemowska, M., 1999）。

ほとんどの発達した国々では所有の集中がますます進展していることが指摘されなければならない。1970年代初め以来、個人による株式保有から金融部門、すなわち、銀行、証券会社および機関投資家（投資信託、保険会社、年金基金）による株式保有への顕著な変化が見られ、このような状況は非常に重大な反響を生み出している（Jerzemowska M., 2002, pp.147-170）。

ポーランドでは、コーポレート・ガバナンスは、OECDコーポレート・ガバナンス原則（OECD, 1999）と一致したやり方で理解され、定義されている。株主の観点が採用されるべきか、それともステーク・ホルダーの観点が採用されるべきかという若干の議論があるが、後者の立場

が有力となり始めている (Rudolf S., Janusz T., Stos D. and Urbanek P., 2002, p.19)。ポーランドで発展しつつあるコーポレート・ガバナンス・モデルはヨーロッパ的/日本のモデルである。2層制の役員会、銀行の重要な役割、証券取引所の不十分な地位、集中した所有、役員会への労働者の参加（国家が株式を所有する会社における）が、モデルの上記の分類を可能にする主要な特徴である (Rudolf S., 2000, p.348)。しかし、ポーランドのコーポレート・ガバナンス・モデルを構築する過程はまだ進行中だということが指摘されなければならない。それは、効率的なシステムを生み出すことをめざすためにたえず変化している。

ポーランドにおけるコーポレート・ガバナンスを特徴づけるためには、次のような分野を分析することが重要である (Koladkiewicz I., 2001)。

- ・民営化過程
- ・資本市場の発展
- ・法的規制の枠組

本論文の目的は、ポーランドの現実におけるこれらの諸要因を考察し、コーポレート・ガバナンスの具体化に及ぼすそれらの影響を指摘することである。

I 民営化過程

第1の分野に関する限り、民営化は次のような文書によって制約されてきた、ということが言及されなければならない。1990年7月13日に発表された国営企業の民営化に関する法律が、ポーランドにおける民営化を開始した¹。この法律は1997年4月7日まで有効であった。やがて、1996年8月30日付けの国営事業体の商業化と民営化に関する法律²が、民営化過程を規制する。同様に、1981年10月25日の国営企業に関する法律³、1991年10月19日の国庫の農産物不動産管理に関する法律⁴、および1993年4月30日の国立投資基金とその民営化に関する法律⁵もまたその過程を具体化している。

ポーランドにおける所有転換の主要な目標は、経済の効率を高め、経済を国家から粘り強く分離すること(45年間中央計画経済のもとで経験した経済と国家の合体の後)を保証することであった。他の目標は、発達した経済に存在しているものに似た所有構造を獲得すること、そして民間企業の設立、存在、発展を可能にするような条件を作り出すことに集中している。民営化に関する諸困難のほかに、ポーランド経済は再民営化の諸問題—所有者への資産の返還—を解決しなければならない。この非常に困難な過程は、まだ多くの物議や議論を呼び起こしている。

¹ 1990年7月13日付けの国営企業の民営化に関する法律、『法律雑誌』第51号、第298項。

² 1993年8月30日付けの国営企業の商業化と民営化に関する法律、『法律雑誌』第118号、第561項。

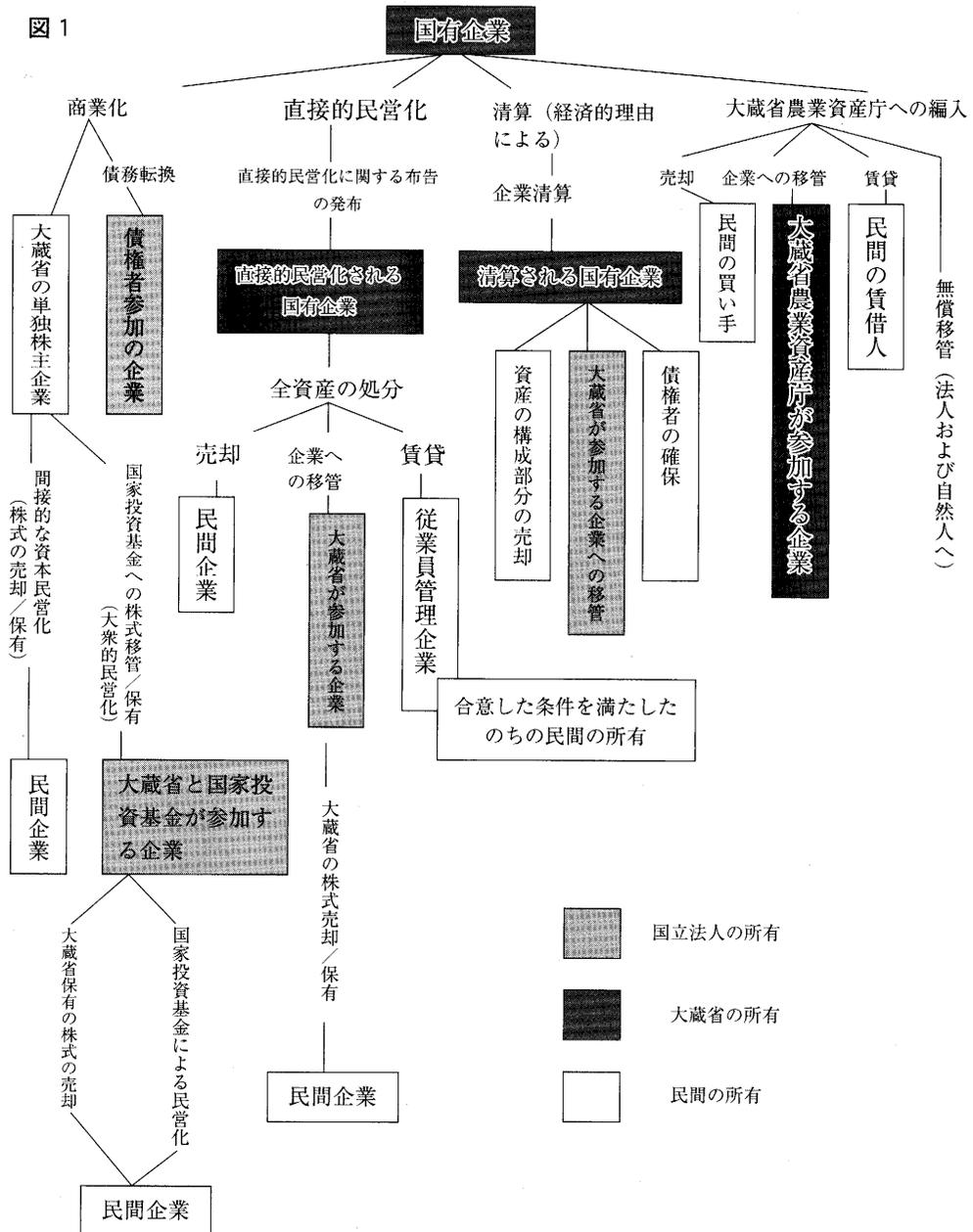
³ 1981年10月25日付けの国営企業法、『法律雑誌』第18号、第80項ならびにその後の改正。

⁴ 1991年10月19日付けの国庫の農産物不動産管理に関する法律、ならびに若干の法律改正。『法律雑誌』第107号、第464項ならびにその後の改正。

⁵ 1993年4月30日の国立投資基金とその民営化に関する法律、『法律雑誌』第44号、第202項。

国家大蔵省が民営化の過程を集権的に管理していることが想起されなければならない。1990年における民営化過程の冒頭から⁶、次のような2つの基本的民営化経路が追求されている。資本民営化（間接的民営化）および清算を通じた民営化（直接的民営化）。この過程は図1によって示されている。

図1



⁶ 国有企業の民営化に関する法律，前掲書。

方法の選択は、年間取引高、予定された財務的指標および生産指標、ポーランド人ならびに外国人投資家に会社を売却する可能性、および従業員数という企業の規模に依存する⁷。資本金民営化は、大企業ならびに中規模企業のために選択される基本的な転換方法であった。それは、当初はすべての株式が国家大蔵省によって保有されたまま、株式会社もしくは有限会社のいずれかへ転換される、いわゆる「商業化」もしくは「法人化」であり、そして次に民間セクターへ移管される、という2つの段階からなる。清算を通じたもう一つの形態は、より急速なもので、通常比較的良好な財務的条件にあり、民間資本を見出す見込みのある中小企業に一般的に適用された。

しかし、ポーランドにおける民営化過程全体を大いに押し上げたのは、1994年12月におけるいわゆる大衆的民営化プログラム（MPP）の実施であった。MPPはもともと1991年に考えられたが、民営化のペースをめぐる政治的論争によって引き起こされた遅延のせいで、数年間実施されなかったのである。MPPのもとで、ポーランド工業の広範囲の分野にまたがる512の中規模企業のコントロールが、新たに創設された15の国家投資基金（NIFs）に移管された。後者は、株式会社として登録された投資信託会社であった。これらのNIFsは中核的投資家に相当し、経営のコントロールに積極的に参加するインセンティブをもつ。

おのおのの企業の当初の株式保有構造は次のとおりであった。

- ・33% 「主導的」NIFが保有
- ・27% 他のすべてのNIFsに平等に分配
- ・25% 国家大蔵省が保持
- ・15% 従業員に無償分配

理論では、NIFsの創出は、コーポレート・ガバナンスの見方からは3つの重要な利点を持つ。第1に、個別企業の経営者を拡散した株主によって調整し、モニターするさいの「フリーライダー」問題は、1人の大株主を創出することにより、軽減される。第2に、MPPのもとで作られた二重構造のゆえに、NIFsの経営陣はその監督委員会に説明責任を負い、それゆえ、監督委員会で代表されるすべての「ステークホルダー」、つまり、従業員、政府ならびに株主の利益に奉仕しなければならない。最後に、コントロールは「インサイダー」から、企業に資本利益をもつ「アウトサイダー」へ移る（Campbell, K and Jerzemowska, M., 1998）。NIFsは1997年6月にワルシャワ証券取引所WSEに上場したが、これは一挙に株価を30%を引き上げた動きであった。

⁷ 次の文献を参照のこと。

Campbell, K and Jerzemowska, M., Corporate Governance in Transitional Economies: The Czech Republic and Poland, International Conference on Corporate Governance, Naples, 1998.

表 1 民営化過程に組みこまれた固有企業

	1990-2000	1990	1995	1999	2000
合 計	6,711	130	501	302	246
商業化					
大蔵省が単一の株主である企業に	1,487	58	246	83	37
債権者が参加する企業に	13	n.a.	n.a.	6	1
直接的民営化	1,863	44	113	160	149
うち民営化	1,791	15	127	142	132
清算	1,694	28	133	53	59
うち清算	800	3	108	47	43
大蔵省の農業資産ストックへの編入	1,654	n.a.	9	n.a.	n.a.

出所：Rocznik Statystyczny, 2002

前述の諸要因は、民営化に関わるポーランドの経験がユニークであり、興味深いものだということを確証している。所有と統制の集中、創業者/経営者によって行使される統制の優勢、個人によって所有される非上場企業、および外国人戦略的投資家への長期的な傾向も認識されている。1996年以降、ポーランド企業がますます集中する傾向がある。また、企業の資本構成に関わる若干の特殊性も強調されなければならない。1990年代、ポーランドの大企業は、銀行からの融資もしくは若干の形態のノン・バンク融資に依存した。それらの多くは、短期債務、いわゆる借り換え融資を用いた。株式発行による資本調達は、1990年代末まで企業の資本調達の主要な源泉であった (Jerzemowska M., 1999)。

S. クレーセンス、D. キングビールおよび M. ルブラノによれば、その傾向は、他の多くの新興市場において重要なコーポレート・ガバナンス問題やリスクな金融構造を引き起こした所有構造に向かうものであり、まだ国家は企業セクターにおいて大きな役割を維持している。機関投資家はポーランドの資本市場においては比較的小さな役割しか演じてこなかった (Claessens S., Kingebiel D. and Lubrano M., 2002)。だが、機関投資家、とくに年金基金の役割は非常に重要になるものと期待されていることは指摘されなければならない。

II 資本市場の発展

ポーランド企業の民営化は資本市場の機能と緊密に結びついていることは明かである。所有転換により、証券の売買を可能とする証券取引所を設立する必要性が生じた。資本市場で起きつつある出来事および過程は多くの要因によって規定されており、それらは内的（国民的）要因と外的（国際的）要因とに分けうる。内的諸要因の分析は、グローバルな環境の広範な分析によって豊富化されなければならない。それは、国際市場で外国資本を求めて競争し合うさいに、必要であり、重要である。

1991年3月22日付けの証券の公開取引および信託基金に関する法律は、ポーランドで証券を取引し、資本市場の機能を規制するのを可能にする基礎的文書であった。それはまた、市場への証券の導入の方法を規制し、第1次ならびに第2次市場、証券取引所と信託基金を定義した。証券市場の機能の諸原則および範囲に関わるいっそうの規制は、1997年8月21日付けの法律によって定義された。

もともと1817年に設立されたワルシャワ証券取引所はほぼ52年間の空白の後、1991年4月16日に再開された。その再建以来、取引所は着実に規模を拡大し、よく規制されていると広く認められており、このことは海外のファンド・マネージャーの関心を引きつけるのに役立った。ワルシャワ証券取引所は株式会社の枠組で、証券の公開取引および信託基金に関する法律、ワルシャワ証券取引所定款、およびワルシャワ証券取引所の規則集に基づいて機能している。

株式のもう一つの制度は、証券の公開取引における公正取引と競争に関わる規則を管理している証券・株式委員会（KPWiG）である。それはまた、証券市場の適切な機能と投資家の保護を保証する行動を組織し、鼓舞し、そして引き受けている。市場経済の発展の初期段階においては、大きくかつ財務的に強力な企業がポーランドの資本市場を支配した。この状況は1993年まで持続した。1993年4月、法律が改正され、副次的市場が創設された（平行的市場、「自由」市場、小企業のための店頭市場、CeTO [入札の中央テーブル] および国立投資基金市場）。

ワルシャワ証券取引所の発展においては次の3つの段階を区別することが可能である。

- I. 1991～1992年
- II. 1993～1997年
- III. 1998年～現在

第1の時期は、証券取引所が存在するのに不可欠な法的、技術的かつ組織的構造を作り出すことに向けられた。第2段階は、ワルシャワ証券取引所にとっては非常にダイナミックな発展であり、とくに1993年には株価は劇的に上昇し、投資家たちは株式市場に非常に関心を持つようになった。1998年以来、発展のペースの鈍化が見られた。値が付けられる企業の数はいくらも増えず、投資家たちの市場に対する関心はかなり限られていたことが指摘できる。1992年から2001年にかけての期間、ワルシャワ証券取引所での平均年間配当額の指数は表2で示されている。

表2 1992年から2000年にかけてのワルシャワ証券取引所の平均年間配当額指数

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	+1.28	+25.98	-1.52	+1.02	+6.02	+0.43	-0.38	+3.3	+0.11

出所：WSE, 2001

ポーランドの資本市場はよく規制されており、ますます重要性を帯びつつある。それは中東欧諸国では最良かつ危険度の少ない市場という評判を得ているけれども、それはまだ未発達で、

発達した市場と比べると、不活発である。そのいっそうの発展は、機関投資家の増加と民営化の完遂、ならびにポーランドがいま苦しんでいる不況の克服によって、なされるべきである。取引の相当部分（しばしばブルーチップス）が近年海外に移動した（国内取引の85%）ことが強調されなければならない。

ポーランドのSEC（証券取引所委員会）は健全で効果的な規制者であり、その能力を発揮することができたと言われる。しかし、証券法を悪用して株主に損害を与える者にはそれは対処する力をもたない。それはもっと捜査および検察の権限を持つこともできよう。ポーランドの株式市場のディスクロージャー・ルールは良好だが、強化することができないことを研究は明かにしている。帳簿の中のデータをかき混ぜ、良い情報もしくは改善された情報だけを提示することはきわめて容易である。ときどき、重要なデータは株主に対してさえ秘密である（Gruszczynski, M and Dambrowska, K., 2002）。

ポーランドの資本市場を評価するためには、われわれは発達した資本市場を特徴づける次のような特質を検討しなければならない。

- ・配分効率
- ・情報効率
- ・取引効率

資本市場は、それが最も良い投資機会を持つ企業への必要な（不可欠の）資本の流入を保証する場合、配分の点で効率的である。資本市場は、企業が相互間で競争し、取引費用を引下げ、そして売買取引はもちろん新規発行も迅速に行なわれる場合、効率的である。資本市場は、それが資本市場のすべての参加者に対する情報の迅速な移動を保証し、どの情報も証券の評価に直ちにかつ完全に含められる場合、情報効率をもつ。結果として、証券の価格はいつもそれらの実質的な価値を反映する。

Ⅲ 法的規制の枠組

そのたえざる発展にもかかわらず、ポーランドの資本市場は発達した市場と比べると、まだ効率性が低い（効率性の最初の段階）。ポーランドにおける非常に重要なコーポレート・ガバナンスは法規制の枠組—前に述べた第3の領域—と結びついている。この枠組は、資本市場規制、会社法および商法上の規制を含んでいる。ポーランドのコーポレート・ガバナンス規制は、商法典、会社法および資本市場（SEC）規制に見出すことができる。それらを、発達した経済で実施されているコーポレート・ガバナンス規制と比較すると、ポーランド、OECDおよびEUの規制の間には重大な食い違いはないと言うことができる。しかし、ポーランドの法律によって省かれているいくつかの分野があり、それらはコーポレート・ガバナンスに関する限り、重大である。こうして、理論においては、ポーランドは投資家の利益を保護する規制および所有

に由来する諸権利の行使のさいの公正さを何とか作り出してきた。

S. クレーセン, D. クリングビール, M. ルブラノによれば, コーポレート・ガバナンスの法規制の枠組における最も重要なギャップには次のようなものがある。

- ・ 監督委員会の役割と責任という点で, あいまいさが残っている。監督委員会のメンバーが会社の利益ために行動することが実際には何を意味するかということについて, 法曹界には意見の不一致が存在する。どのように, それは株主の義務と異なるのか。株式買戻しのような実践が会社にとってもつ含意は何か。
- ・ 経営者, 支配的株主および監督委員会メンバーによる利害の対立を処理するためのルールはさらに発展させる必要がある。
- ・ 入札募集レジームは大いに強化されてきており, そして, 一致して行動し, 徐々に株式を購入することによってコントロールを獲得する株主のより正確な定義をいまでは含んでいる。だが, ポーランド大蔵省は依然として特権的地位にとどまり, 購入者が入札応募の要件を欠いても, 少数派株主にコントロールを移すかもしれない。
- ・ 新しい商法典は, 監督委員会の最小規模を5人から3人に縮小したが, このことは, 少数は株主の監督委員会メンバーへの任命にとって実践的な制約を生み出すことであろう。ワルシャワ証券取引所はこの論点に関して, 「経営委員会と監督委員会の共同声明」を発表したが, 上場企業の監督委員会は少なくとも5人, 望ましくはそれ以上のメンバーを持つという要件は, 多分, ワルシャワ証券取引所上場規則に含まれであろう。
- ・ 新商法典の「特別目的監査人」規定は実際にはまだうまく働いていない。ポーランド証券取引所委員会および裁判所は, 監査人が監査を要求する少数派株主によって選出されなければならないかどうかをめぐって意見が一致していない。特別監査を要求するのに必要な株式の割合(5%)は株主総会の開催を要求するのに必要な割合(10%)よりも少ない。最後に, 会社に対する監査人の責任のスタンダードが不明確であり, あやふやな結果を伴うその後の訴訟のポテンシャルは, 独立した監査法人が特別監査人として働くのを思いとどまらせるかもしれない。
- ・ ポーランドの法律は, 特定クラスの株式の単一の保有者による投票権の行使に公企業が制限を設けるのを許し続けている。これは, 乗っ取り防止メカニズムとして, 単一株主制限には従わない複数投票権株式を保有する創業者/経営者によって用いることができる。
- ・ 監査機能の監視に対する監督委員会の責任は実際には弱い。内部統制および独立した外部監査人に対するその監視は依然として全般的に不十分なままである。独立の少数派株主が指名した監督委員会メンバーは, 実際には, 外部監査人の選考においては発言力を持たない。

前述のように, 発達した経済で存在するコーポレート・ガバナンス規則とポーランドの規制が一般的に一致しているにもかかわらず, 著者たちは, その分野での不適切な実践の多くの事例を報告している。株主グループと経営者との間には多くの利害対立がある。ポーランドの企

業の実践においてはきわめて頻繁に、少数派株主の利益が尊重されない。また、自己取引、ビジネス機会の横取り、トンネル会社の利用、透明性の欠如、インサイダー取引、法の隙間、そしてとくに自分の目的に都合のよい法律の解釈、株主総会の期間の投票の制限は稀ではない。とりわけ法律の侵害が、ポーランドで起こった資本市場の危機に責任があると考えられている。

コーポレート・ガバナンスに関わる主要な問題は、法律・規則の手段が経営者をしつけるにはまだ不完全であり、そして機関投資家が比較的不活発で、企業および経営者の監視が依然として限定されていることである。その結果、企業の業績および企業の評価は、より発達した市場における同種の企業の業績や評価よりも低い。

これらの事実は、よいコーポレート・ガバナンスを保証するためには法規制では不十分だということを指摘している。アメリカや西ヨーロッパでの最近の企業スキャンダルは、これがどこでも真実だということを示唆している。

表3 ポーランドのコーポレート・ガバナンス規則の一般原則

コーポレート・ガバナンス・フォーラム（ワルシャワ・プロジェクト）
<p>I. 企業の目的： 他のステークホルダーの権利と利益を尊重しながら、株主に属する資産の価値を高めることである。</p>
<p>II. 多数派株主の統治および少数派株主の保護 少数派株主の権利は多数派株主によって尊重されるべきであり、その逆も同様である。</p>
<p>III. 善良の意図および諸権利の支持という原則 会社の意思決定をする際は、法律が尊重されなければならない。一般的な目的は、株主の適法な経済的利益を保護することである。監督委員会は、会社に従属しないメンバーもしくは株主（独立したメンバー）を含むべきである。独立したメンバーの数は、会社法に含まれている事柄に関わる監督委員会の決定で、彼らの同意がなければ、過半数の票を獲得することができないようなものでなければならない。監督委員会メンバーは、義務（機能）を遂行しながら、自分を委任もしくは選出して監督委員会に送った株主の利益と同じように、会社および株主の利益を扱わなければならない。 この規則は、総会の準備および議題に関する非常に詳細な細則ならびに監査委員会と経営委員会の作業手順を含む。</p>
<p>IV. 裁判所のコントロールの原則 総会を担当する会社の機関および人物は、裁判所によって決定されるべき事柄について、決定することは許されない。</p>
<p>V. 情報公開（メディア）に関する適切な手続きと規則 会社は、自社についての首尾一貫した公正な情報を投資家に提供することを保証するような政策を持つべきである。</p>

振出人の貧弱なガバナンスがいかなる市場の発展や存続にとっても脅威だということは明らかである。それゆえ、自発的なスタンダードの育成やそれらの実行においてワルシャワ証券取引所がもっと関与することは不可避である。

ポーランドは、発達した経済の経験に基づきながら、コーポレート・ガバナンス規則を作り出した。それは2002年9月10日以来施行されている。その条項は、自発的ではあるけれども、ポーランド企業によって一般的に受け入れられ、用いられるべきものである。それは、ワルシャワにあるビジネス発展研究所が設立したコーポレート・ガバナンス・フォーラムがSEC（証券取引所委員会）および証券・株式委員会と協力して、まとめたものである。表3はその内容の要旨を示している。

この文書が監督委員会の独立したメンバーの導入を提起することは、ポーランドの企業の実践に関する限り、重要かつ革新的である。（それはOECDやその他の規制と合致している。）それは、ステークホルダーの間の、公平な取扱いでないにせよ、バランスの達成を保証し、折衷的決定を作り出すのを可能にするだろう。ディスクロージャーと透明性に関わる規定、財務状況、業績、所有および会社の統治を含む企業に関するすべての物質的事柄のタイムリーで正確なディスクロージャーを保証する規定の欠落は、たしかにポーランドの規則の欠陥である。しかし、これらの事柄は、施行されているその他の法的文書によって規制されている。これらの問題は、とくに創造的な会計が非常に人気があり、財務諸表の監査が問題とされるかもしれない状況においては非常に重要である。ポーランド会計法がEUの要件だけでなく、国際会計基準とも合致するルールを導入しつつあるということを言及しておかなければならない（会計法、1994年およびその後の修正）。

若干の著者たちは、ポーランドにおけるコーポレート・ガバナンスのリスクの指数—異なる時期の異なる国々におけるビジネス環境の質にアクセスするための代理変数である—を確認しようと努めている。G7の国々は、クリフトン＝ミラーおよびウォルマンの公式によれば、21ポイントから28ポイントの間に位置するが、この尺度で14ポイントを得たポーランドはリスクの小さい国として扱われるかもしれない（Gruszczynski, M. and Dabrowska, K., 2000）。

結 論

私見では、ポーランドにとって最も重要な問題は、いかにして企業をしてよい実践の規則を実行し、遵守させるかということである。経営者たちは自発的に、それらの目的を達成する際に自由と創造性に若干の制約を設けなければならないだろう。しかし、他方、これらの制約は、ポーランド企業が外国市場で資本調達するのを助けるか、または可能にするであろう。しかし、経営者たちの熱望、ビジネスへの態度、および彼らの文化がその分野におけるよい実践の履行を規定するということが想起されなければならない。コーポレート・ガバナンスの不適切な実

践の多くの事例がポーランドでは報告されつつある。よいコーポレート・ガバナンスを実践するには、経営者や投資家の側の健全な倫理的諸原則が必要であるが、これは、ポーランドだけではなく企業世界一般においてしばしば欠如している。

この論文を締めくくるにあたって、ポーランドのコーポレート・ガバナンスの実践、とくにその規制が過去10年間に大いに前進したことを強調する必要がある。しかし、ポーランドがまだ自分自身のよいコーポレート・ガバナンス・システムを構築する局面にあるにすぎないことも想起されなければならない。

参考文献

- Berle, A. and Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Campbell, K. and Jerzemowska, M. (1998). *Corporate Governance in Transitional Economies : The Czech Republic and Poland*, Paper at the International Corporate Governance Conference "Accounting and Governance, Naples.
- Campbell, K. and Jerzemowska, M. (1999). *Corporate Governance in Developed Economies. Accounting and Audit, "Problems of Development"*, University of Latvia, Riga.
- Claessens, S., Kingebiel, D. and Lubrano, M. (2002). *Capital Market Development and Corporate Governance in Poland: The Way Forward*. Conference "Corporate Governance - Institutional Solutions, Warszawa, 13-14 June.
- Efektywnosc nadzoru wlascielskiego w spolkach kapitalowych, ed : S. Rudolf, 2000, Wydawnictwo Uniwersytetu Lodzkiego, Lodz.
- Gruszczynski, M. and Dabrowska, K. (2002). *Corporate Governance Risk in Poland*. Economics Faculty, University of Warsaw.
- Jensen, M. and Meckling, W.M. (1976). *Theory of the Firm. Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*", No 3.
- Jerzemowska, M. (1999). *Kształtowanie struktury kapitalu w spolkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jerzemowska, M. (2002). *Nadzor korporacyjny*, PWE, Warszawa.
- Nogalski, B. and Jerzemowska, M. (2000). *Corporate Governance in Polish Holdings. In Search of Effective Corporate Governance*. Management Studies Center, Warszawa.
- Koladkiewicz I. (2001). *Building of a Corporate Governance System in Poland: Initial Experiences*, *Corporate Governance*, vol. 9, No 3, July.
- OECD (1999). *Principles on Corporate Governance*.
- Rudolf, S., Janusz T., Stos D. and Urbank, P. (2002). *Efektywny nadzor korporacyjny*, PWE, Warszawa.
- Smith, A. (1937). *An Enquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Random House, New York.
- Ustawa "Kodeks spolek handlowych" dated 8 November, 2000, Dz U, No 84, p.1037.
- Ustawa o rachunkowosci dated 29 September 1994 Dz U No 121, p.591 and further amendmends.

訳者あとがき

著者のマグダレーナ・イエジェモフスカ (Magdalena Katarzyna Jerzemowska) は、ポーランドのグダニスク大学の教授であり、経営学部経済分析学科の学科長を務めている。彼女は1952年生まれで、グダニスク大学生産経済学部（現在の経営学部の前身）を卒業し、1975年に修士号、1984年に博士号、1997年に教授資格 (Habilitation) を取得した。

彼女は財務諸表分析、財務管理およびコーポレート・ガバナンスを研究している。ポーランドの企業の資本構造とそれの経営に及ぼす影響を研究するのが彼女の第1の研究課題である。そして、コーポレート・ガバナンスの国際比較が第2の研究課題である。彼女は、コーポレート・ガバナンスの日本モデル、アングロ・アメリカモデル、ドイツモデルに興味を持っているが、とくに日本モデルを実態を踏まえて理解する必要があると感じている。

訳者がイエジェモフスカ教授と初めて会ったのは、2001年5月にスプリット (クロアチア) で開催された第4回国際会議 "Enterprise in Transition" においてであった。彼女は「日本におけるコーポレート・ガバナンス」を研究していて感じたいくつかの疑問点を訳者に質問した。訳者は若干の説明をしたが、答えられなかった点については帰国後資料を送付して説明した。その後、彼女より、「グダニスク大学の学長より調査旅費をもらって日本へ現地調査に行くことが可能になったので、新潟大学で受け入れてもらえないか」という話があった。そこで、訳者が受け入れ教官となり、彼女は2002年10月に2週間、新潟大学に滞在し、研究に従事した。ここに訳出した論文 (The Main Features of Corporate Governance in Poland) は、彼女が新潟大学経済学会の研究会で講演したものである。

ポーランドでは、1989/90年の体制転換と市場経済移行により、旧来の国営企業はいくつかの方法で民営化された。まず株式会社に転換されたうえで、株式は外国人投資家を含む民間人に売却されるという「資本民営化」がある。ある時点で国営企業の財務を清算し、資産売却や従業員所有の新会社への賃貸、または合併事業の設立という形で、別会社が引き継ぐ「清算民営化」もある。これらに加えて、1994年に始まった大衆的民営化がある。512の中規模企業が新たに創設された15の国営投資ファンド (NIF) の管理下に置かれた。NIFの運用は、国際的公募で入札により選ばれたファンド管理チームに委ねられた。NIF自身の株式も1997年1月にワルシャワ証券取引所に上場された。18歳以上のポーランド市民は誰でも、バウチャー (クーポンとも言う) を20ズウォーティで購入することができた。市民はこれを個別の企業の株式とではなく、33ないし35の企業集団を束ねたNIFの株式と交換するのである。民営化されたといっても、分野によっては、国家が依然として大きな影響力を行使しており、それゆえ、いかにしてコーポレート・ガバナンスを発展させるか、また、アングロ/アメリカン・モデルか、それとも大陸ヨーロッパ/日本モデルを採用すべきかは、ポーランドの専門家の間では大きな関心事になっていると推察できる。

ポーランドは約4,000万人の人口を有し、中東欧最大の国である。ポーランドは2004年5月に、

中東欧の他の国々やバルト3国と一緒にEUに加盟することになっており、今後の動向が注目される。