

ブラジルにおけるコーポレート・ガバナンス改革と研究動向

岩波文孝

1990年代以降、新興国ブラジルにおいて、コーポレート・ガバナンス改革が推進されている。本稿は、ブラジルにおける近年のコーポレート・ガバナンス改革の動向とブラジル・コーポレート・ガバナンスに関する経営学的研究の課題・論点提起を目的とする。コーポレート・ガバナンス改革の特徴を明らかにする際、コーポレート・ガバナンス原則の策定動向や2000年のサンパウロ証券取引所株式市場改革と関連付けて検討している。近年のブラジル企業の株式所有構造とブラジル株式市場構造の特徴を明らかにし、ブラジルのコーポレート・ガバナンス研究動向の検討を通じて、ブラジル・コーポレート・ガバナンスの経営学的研究課題の考察を試みている。

keywords : コーポレート・ガバナンス、所有構造、支配株主、少数株主、エージェンシー問題

目次

はじめに

1. コーポレート・ガバナンス改革
 - (1) コーポレート・ガバナンス原則
 - (2) ブラジル株式市場改革
 2. ブラジル株式市場の動向
 3. コーポレート・ガバナンス研究の動向
 - (1) コーポレート・ガバナンス研究のパスpekティブ
 - (2) コーポレート・ガバナンス研究の展開—エージェンシー問題を中心として—
- おわりに

はじめに

新興国ブラジルは、1993年にはインフレ率2,400%を経験し、ハイパー・インフレ抑制・脱却を目的としたリアル・プランを実施し、市場開放、国営・州営企業の民営化など多様な経済政策を施行した。90年代以降、資本市場においても、国内金融市場の流動化・金融市場への投資誘因・資金流入を目的として資本市場の改革が推進された。サンパウロ証券取引所（以下BOVESPAと称す）¹は、証券市場の整備に際し、新規に開設した市場への上場企業に対してコーポレート・ガバ

ナンスの強化を求めた。具体的には、BOVESPAはレベル1（Nível1）、レベル2（Nível2）といった異なるセグメントおよびノボ・メルカード（Novo Mercado）の上場基準にみられるように上場企業に対して一定のコーポレート・ガバナンス水準を要求している。また、民間機関による「コーポレート・ガバナンス原則」の策定が実施されるとともに、CVM（a Comissão de Valores Mobiliários:証券取引委員会）による「コーポレート・ガバナンス勧告」が策定された。他の諸国・地域と同様に、90年代以降、ブラジルにおいてもコーポレート・ガバナンス改革が急速に進展したのである。

ブラジルのコーポレート・ガバナンス研究は、多様なブラジル企業形態に対応して展開されている。コーポレート・ガバナンス研究は、他の諸国・地域での研究と同様に、公開会社を対象として展開されるが、ブラジルの現状に対応して同族（所有型）企業のコーポレート・ガバナンス（governança corporative em empresas de controle familiar）研究や国営企業のコーポレート・ガバナンス研究が展開されている。

本稿は、コーポレート・ガバナンスを「コーポレート・パワー」を行使するシステムや手法を表現

¹ サンパウロ証券取引所（Bolsa de Valores de São Paulo）は、2007年に株式を新規公開し、2008年にはブラジル商品・先物取引所（Bolsa de Mercadorias e Futuros）と合併し、BM&F Bovespaとなった。

する用語」(仲田 [2008] 25頁)として理解したうえで、ブラジルにおけるコーポレート・ガバナンス改革を2000年の株式市場改革と関連付け、近年のブラジル企業の株式所有構造と株式市場構造の特徴を明らかにするとともに、ブラジルのコーポレート・ガバナンス研究動向の考察を通じて、ブラジル・コーポレート・ガバナンスの経営学的研究の課題を明らかにしたい。

1. コーポレート・ガバナンス改革

(1) コーポレート・ガバナンス原則

ブラジルのコーポレート・ガバナンス改革²は、BOVESPAにおけるレベル1、レベル2およびノボ・メルカードにおける上場基準、民間機関により策定された「コーポレート・ガバナンス原則」、CVMの「コーポレート・ガバナンス勧告」、ADR's (American Depositary Receipts: アメリカ預託証券)市場への参入企業によって牽引されている。

会社法について、2001年には株式会社法 (Lei das Sociedades por Ações) が改正された。改正法 (Lein° 10.303/2001) では、支配株主ではない株主の保護や少数株主に対するタグアロン権 (o direito de tag along: 売却参加権・少数株主の買取請求権) の付与が規定されている。また、ガバナンス改革に際して、民間機関であるIBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa: ブラジル・コーポレート・ガバナンス研究所)の「コーポレート・ガバナンス原則 (o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa)」、ANBIMA³ (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais: ブラジル金融資本市場協会) やブラジル銀行のPREVI年金基金 (a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil) のコーポレート・ガバナンス行動規範など諸機関によりコーポレート・ガバナンス原則が策定・公表されている。また、CVMも同様に「コーポレート・ガバナンス

スに関するCVM勧告 (Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa)」を策定・公表している。

(2) ブラジル株式市場改革

BOVESPAは、2000年には、上場規則が異なるセグメント (レベル1・レベル2) とノボ・メルカードを開設し、2001年には、BOVESPAはコーポレート・ガバナンス指数 (IGC: Índice de Governança Corporativa) の指標化を導入した。レベル1およびレベル2セグメントとノボ・メルカードのコーポレート・ガバナンスに関連する上場規則は、ドイツの新市場 (Neuer Markt) の開設方法を参考に導入された。ドイツの新市場システムを参考にした新規セグメント開設は、従来型市場 (mercado tradicional) へ株式公開・上場済みの企業に影響を及ぼさないように制度設計されている。

したがって、従来型市場に上場している企業は新たなガバナンス機構構築義務を負う必要がなく、ガバナンスに関する異なるセグメントやノボ・メルカードに上場する企業はガバナンス基準の遵守義務やBOVESPA管理により上場企業の投資に対する信頼・品質を保障する機能を果たしている。そのため、レベル1、レベル2、ノボ・メルカードの上場規則は、各セグメントの上場企業に対する投資信頼性を保証することになり、BOVESPAへの投資誘因機能を果たしているのである (Carvalho [2002] p.27)。

BOVESPA株式市場は、従来型 (Tradicional)、レベル1、レベル2、ノボ・メルカード、主に中小企業対象のマイス (Bovespa Mais) の5セグメントに分類されることになる (表1)。レベル1、レベル2、およびノボ・メルカードの上場規則のうちコーポレート・ガバナンス関連事項に絞って、紹介しておこう。

レベル1の上場規則では、①発行株式は普通株と優先株とすること、②発行済株式のうち25%以

² ラテンアメリカにおけるコーポレート・ガバナンス改革について、小島・牧野 [2008] はラテンアメリカ諸国の制度比較検討を行っている。

³ ANBIMAは2009年にANBI (Associação Nacional dos Bancos de Investimentos) から名称変更された。

表1 BOVESPA セグメント別の主要上場規則

	Novo	N2	N1	bovespa mais	tradicional
株式発行	普通株の発行	普通株と優先株(新株引受権付き)	普通株と優先株(法規制通り)	普通株の発行のみであるが、優先株の発行も認められている	普通株と優先株
浮動株	発行済株式の25%以上を浮動株	発行済株式の25%以上を浮動株	発行済株式の25%以上を浮動株	上場後7年まで25%の浮動株、あるいは最低限の流動性を条件とする	規制無し
兼務禁止	会長と社長あるいはCEOの兼務可(3年以内)	会長と社長あるいはCEOの兼務可(3年以内)	会長と社長あるいはCEOの兼務可(3年以内)	規制無し	規制無し
取締役会構成	最低5名、そのうち20%は任期2年までの独立取締役	最低5名、そのうち20%は任期2年までの独立取締役	最低3名の取締役(法規制通り)	規制無し	規制無し
取締役会の義務	敵対的買収に関する報告	敵対的買収に関する報告	規制無し	規制無し	規制無し
財務諸表	英文表記	英文表記	法律通り	法律通り	法律通り
年次株主総会	開催義務	開催義務	開催義務	随意・任意	随意・任意
tag alongの付与	普通株の100%	普通株100%と優先株100%(2011年5月9日まで普通株100%、優先株80%)	普通株80%(法律通り)	規制無し	規制無し
追加公表情報	有価証券の取引と行動規範政策	有価証券の取引と行動規範政策	有価証券の取引と行動規範政策	規制無し	規制無し

出所) BM&FBOVESPA[2011] *Comparativo dos Segmentos de Listagem*, BM&FBOVESPA より作成。

上は浮動株とすること、③取締役会 (Conselho de Administração)⁴ の構成員は最低3名とすること(会社法規程通り)、④タグアロン権の付与について、普通株80%とすること(会社法規程通り)、などと定められている。レベル2の上場規則では、①株式発行は普通株と優先株(新株引受権付き)とすること、②発行済株式のうち25%以上を浮動株とすること、③取締役会は最低5名の構成とし、そのうち20%は任期2年までの独立取締役とすること、④取締役会の義務、⑤財務諸表は英語でも公表すること、⑥タグアロン権の付与について、普通株100%と優先株100%とすること(2011年5月9日まで普通株100%、優先株80%)、などと規定されている。ノボ・メルカードの上場規則では、①普通株のみの発行とすること、②発行済株式のうち25%以上を浮動株とすること、③取締役会は最低5名の構成とし、そのうち20%は任期2年までの独立取締役とすること、④取締役会の義務こと、⑤財務諸表は英語でも公表するこ

と、⑥タグアロン権の付与について、普通株100%とすること、⑦上場廃止する場合、全株主から株式を購入すること、などと規定されている。コーポレート・ガバナンス基準は、レベル1、レベル2、ノボ・メルカードの順に強化されているのである。

1990年代以降の株式市場とコーポレート・ガバナンス関連の主たる動向について、みておこう。1990年代には国営企業の民営化が進展した。1995年には、IBCAが設立され、1997年には、会社法改正(Lei n°9.457/1997)が行われ、国営企業民営化処理を推進するために少数株主に対するタグアロン権が廃止された。1998年には、ブラジル開発銀行設立計画の一環として、国家投資ファンドが設立された。1999年には、IBCA改革によりIBGCが設立され、IBGCのコーポレート・ガバナンス原則第1版が公表された。2000年には、BOVESPAに複数セグメント(レベル1、レベル2、ノボ・メルカード)が開設され、IFC(Inter-

⁴ 会社法研究者の中川和彦([1980] 26~27頁)は、Conselho de Administraçãoを監査会、Diretoriaを取締役会と訳出していた。近年では、中川([2004] 11~12頁)は、監査会と監査役会(Conselho Fiscal)との混同を避けるためおよびブラジル日系企業関係者間での訳語「経営審議会」が定着しつつあることから、Conselho de Administraçãoを経営審議会と訳している。同様に、阿部博友([2013] 13頁)はConselho de Administraçãoを経営審議会、Diretoriaを取締役会と訳出している。

本稿では、BOVESPAの*Formulário de Referência*(葡語版): BM&F BOVESPA [2014b] / *Reference Form*(英語版): BM&F BOVESPA [2014c]に記載されているポルトガル語の英語表記(葡語Conselho de Administração/英語Board of Directors、葡語Diretoria/英語Board of Executive Officers)に基づいて翻訳している。将来的に日本・米・ブラジルのコーポレート・ガバナンス比較研究を行う研究計画であり、英語表記との混同をさけるために、本稿では英語表記に準じてConselho de Administraçãoを取締役会、Diretoriaを執行役会と訳出している。

national Finance Corporation：国際金融公社）とOECDによって提唱された第1回ラテン・アメリカ・コーポレート・ガバナンス会議が開催された。2001年には、株式会社法が改正（Lei n° 10.303/2001）され、タダアロン権付与と少数株主保護が規定された。2002年には、ノボ・メルカードに2社が新規上場し、2004年には5社がノボ・メルカードに上場した。2005年には、ブラジル最初の株式分散・有力株主不在企業：Lojas Renner（小売業）が出現した。2006年には、Sadia（食品産業）によるPerdigão（食品産業）の吸収合併が行われ、ブラジル最初の敵対的買収事例となった。また、2004年から2007年にかけて、IPOブームが起こった。2009年には、リーマン・ショックの影響により、Aracruz（製紙業）とSadiaのような巨大企業のデリバティブ取引による数十億レアルの損失が発生し、ブラジル企業のガバナンス機構に関して、資本市場・投資家の不審感を強めることになった（Silveira [2010] pp.178-181.）。

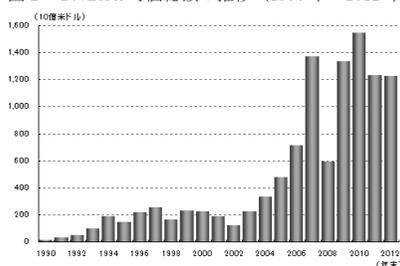
2. ブラジル株式市場の動向

ブラジル資本市場は、BOVESPAの株式市場改革以降、株式市場に投資資金が流入しており、とくに2004年から2007年にかけて生じたIPOブームの影響がみられる。2008年には、リーマン・ショックの影響により株式時価総額は低下したが、2009年以降回復基調にある（図1）。

ブラジル株式市場における近年のIPO動向をみておこう（表2）。2004年から2013年にかけて、ノボ・メルカードには112社、レベル2には20社、レベル1には8社、マイスには2社、従来型市場であるトラディショナルには9社のIPOとなっている。2004年から2013年までのIPO151社のうち、87.4%（ノボ・メルカード：74.2%、レベル2：13.2%）であり、新規上場の大部分はノボ・メルカードへの上場であった。上場規則上コーポレート・ガバナンス基準が相対的に厳しいセグメントへのIPO数が多くなる傾向にある。

ブラジル上場企業の株式所有構造について（表

図1 BOVESPA 時価総額の推移（1990年～2012年）



出所) 野村アセットマネジメント[2014]「ブラジル関連情報—ブラジル株式市場の情報」

表2 BOVESPA における IPO 数の推移（2004年～2013年）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Novo	5	7	20	42	3	5	10	10	2	8
N2	2	2	4	7	0	1	1	1	0	2
N1	0	0	0	8	0	0	0	0	0	0
Mais	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
Tradicional	0	0	2	6	0	0	0	0	1	0

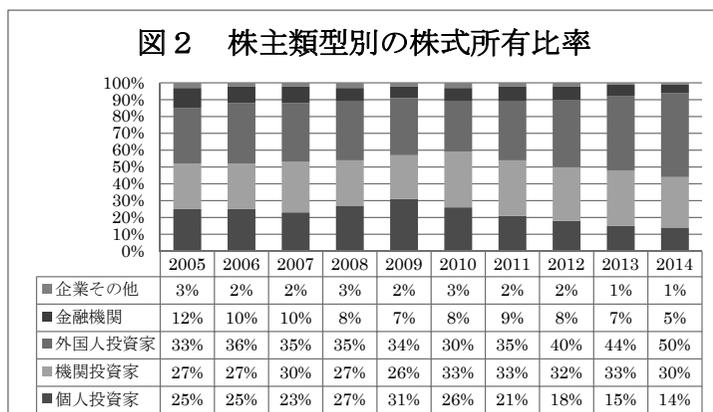
出所) BM&FBovespa[2014a]Estatísticas das Aberturas de Capital na BM&FBOVESPA より作成。

表3 ブラジル上場企業の株式所有構造

所有構造	定義	2005年までのブラジル上場企業の比率	2009年のブラジル上場企業の比率
過半数支配	議決権付き株式の50%超を保有する過半数所有株主あるいは支配者集団	100%	約90%
少数支配	議決権付き株式の[10%以上]50%以下の少数株主あるいは株主集団	0%	約9%
分散化した株式所有	議決権付き株式の10%未満の最大株主あるいは株主集団	0%	約1%

出所) Silveira A.D.M. [2010] *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*, Elsevier, p.183.

図2 株主類型別の株式所有比率



出所) BM&FBOVESPA[2014d] *Diretoria Relações com Investidores*, BM&FBOVESPA, p.26より作成。

注) 2014年の数値は、2014年7月までの7ヶ月間の平均値である。

3)、2005年以前は、過半数支配の企業は100%であった。そのうち優先株を発行する企業は約90%を占めていた。また、1976年ブラジル株式会社法では、優先株を総資本の3分の2まで発行することが認められているため、発行済株式の約半数を優先株が占めていた。さらに、同族所有型企業が大多数を占めていた。2005年以降、IPOブーム期間に有力株主不在の分散所有型企業の出現、少数支配構造下での企業の急速な成長がみられる。2010年には上場企業の約90%が過半数支配企業である。前述したように、新規上場企業の大部分はノボ・メルカードへの上場であることも特徴としてあげられる。また、有力株主不在の分散所有型

企業が出現するようになるとともに、ブラジル版ポイズン・ピルも採用され始めている。

BOVESPAにおける株主類型別株式所有比率をみておこう(図2)。2000年のBOVESPAの新規市場開設も影響していると考えられるが、個人投資および金融機関(銀行、保険会社など)の持株比率が低下傾向にあること、機関投資家の持株比率は大幅な変化はなく推移していること、外国人投資家の持株比率が上昇傾向にあり、2014年にはBOVESPAで取引される株式の50%を占めている。ブラジル株式市場において、特に外国人投資家の台頭が顕著になっているのである。

3. コーポレート・ガバナンス研究の動向

(1) コーポレート・ガバナンス研究のパーспекティブ

ブラジルをはじめとするラテンアメリカ諸国のコーポレート・ガバナンスに関して、共通して展開される論議がある。

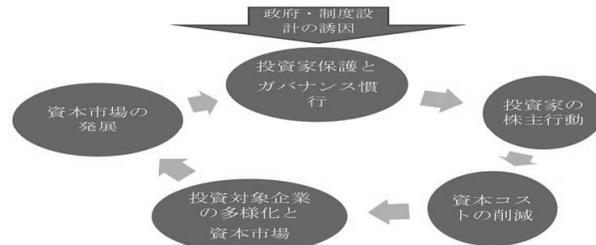
ブラジルを含め、ラテンアメリカの企業制度やコーポレート・ガバナンスの史的状況は、国有企業の民営化、同族の世襲財産や株式所有の集中化、大企業集団の存在、金融システムの再構築、国際化の進展、未成熟な資本市場、年金基金と投資ファンドの台頭、法制度の共通性があげられる (Rossetti e Andrade [2012] pp.378-380.)。R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleiferの1990年代の世界49カ国の株式所有構造の分析結果によると、A. A. Berle and G. C. Means [1932] の命題はアメリカ合衆国とイギリスに限定されたものであり、調査対象となった多くの国において、大株主は、企業を支配し、経営者を選任しており、事実上、同族が企業のキャッシュフローの裁量権を保持しているというモデルが趨勢である。また、金融諸機関は、取締役の選出や融資を通じて影響力を行使する可能性はあるが、支配株主として出現していない。このような状況において、コーポレート・ガバナンスのパラダイム転換がある。すなわち、コーポレート・ガバナンスは、株主利益の保護を推進するだけでなく、支配株主による少数株主の収奪を防ぐことである (La Porta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer [1999] p.502) と指摘している。また、ラテンアメリカにおける資本市場の構造的特質は、特にブラジル、チリ、ペルーにおいて、2006年には、支配資本の50%以上を大株主が保有しており、支配株主が平均60%以上の普通株を保有するとともに、上位3大株主の株式所有比率合計は70%を超えている。特に、ブラジルでは、優先株発行の割合が高く、所有と経営が一体化した企業が多くなっている。ラテンアメリカでは、支配資本の集中化とピラミッド型所有構造をとるような支配構造を構築している企業の割合が高いことを特徴とする (Rossetti e Andrade [2012] p.385.)。

また、エージェンシー問題に関連付けてコーポレート・ガバナンスが論議されるだけでなく、社会的公平性に基づいてコーポレート・ガバナンスが捉えられており、金融システム、情報の非対称性、債権者と株主、資本市場の低い流動性、企業における資金フローの決定問題、債権者の利益保護、少数株主の利益保護などがコーポレート・ガバナンスに関連付けて検討される (Calvalho [2002] p.20.)。ブラジルにおけるコーポレート・ガバナンスの考え方に関して、経済界・学界においても資本市場や行政機関を主導として、最適なコーポレート・ガバナンスを適用・実行するという考え方が広く普及している。とりわけ、コーポレート・ガバナンスは、経済投資の収益性を保証するために重要であり、いかにして企業への資本供給者にとって投資収益の確実性を高めるのかという論議が展開されている (Calvalho [2002] p.30.)。

政府および資本市場主導のコーポレート・ガバナンスの展開に関して、若干ではあるが、その論点を整理しておきたい。コーポレート・ガバナンスの発展にとって、政府・制度設計主導を重視している点は、ブラジル社会状況に起因していると考えられる。すなわち、ブラジルにおける社会メカニズムに関して、経済学者・カルドゾ政権時行政改革相L. C. Bresser Pereiraによれば、社会全体は統制あるいは調整メカニズムの総体であり、その基本的統制メカニズムは国家、市場、市民社会により構成される。国家は法制度を有し、統制の最も一般的なメカニズムを担う。市場は、競争を通じて現実化する経済システムであるとともに、経済効率性を統制するにすぎないのである。市民社会は、公共利益保障を追求するためにも、統制の本質的メカニズムとなる (Bresser Pereira [1998] pp.139-140.)。

したがって、ブラジルでは、国家は市場を監視規制し、効率性を追求する市場原理を取り入れ、企業ともに事業を営んでいるのであり、市場、国家、および市民社会が相互牽制し、協同して活動を展開しているのである (小池 [2014] 28頁)。そのため、ブラジル社会システムにおいて、国民経済の発展を志向して、政府・市場とコーポレート・ガバナンスが関連付けられると考えられる。

図3ブラジルのコーポレート・ガバナンスの効果的サイクル



出所) Silveira [2006] *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade*, Saint Paul, p.75.

ブラジル国民経済の発展に向けて、ブラジル政府・資本市場とコーポレート・ガバナンスとを関連付けて、コーポレート・ガバナンスのサイクルが提案されている（図3）。A. D. M. Silveiraによると、ブラジルにおいて、政府と制度設計の主導によるコーポレート・ガバナンスの効果的なサイクルの創出が必要とされる。コーポレート・ガバナンスのための効果的サイクルの構築は、国内資本市場の発展にとって重要である。資本市場の発展は、ブラジル企業の国際競争力と成長にとって非常に重要である。経済発展が企業の競争力に依存するために、ガバナンス・サイクルの構築は政府政策に不可欠である（Silveira [2006] pp.74-75.）と論じられている。

(2) コーポレート・ガバナンス研究の展開—エージェンシー問題を中心として—

1990年代以降、ブラジルでは、会社法改正、株式市場の改革、ガバナンス原則の策定・公表など、ブラジル企業をめぐるコーポレート・ガバナンス機構の整備・強化が進展している。近年のコーポレート・ガバナンス研究動向をみておこう。

P. Rogers e K.C.S.Ribeiroにより整理されたブラジルでのコーポレート・ガバナンス研究業績のテーマと研究対象に基づいた近年の研究動向を紹介しておこう（Rogers e Ribeiro [2006] pp.18-20.）。コーポレート・ガバナンス論議を整理する

際、企業の統制メカニズムを企業の内部環境と外部環境に分類している。内部統制メカニズムは、株式所有構造（株式所有の分散）、資本構造、取締役会、経営者報酬システム、高度に多角化した事業構造を対象としている。外部統制メカニズムは、法・規制、会計基準、資本市場による統制、市場の競争圧力、機関投資家の株主行動、株主行動規範を対象としている。

ブラジルのコーポレート・ガバナンス研究は、株式所有の高度な集中化というブラジル企業の株式所有構造の特徴に対応するように、エージェンシー問題が多く取り上げられる傾向がある。特に、株主と専門経営者とのエージェンシー対立というよりも、支配株主である経営者と少数株主との利害対立に焦点が当てられ、コーポレート・ガバナンス研究が展開されている⁵。

ブラジル企業の株式所有構造、支配株主、およびコーポレート・ガバナンスに関して、株式所有の高度な集中化にともない、大株主と少数株主の利害対立が存在しており、特に所有と経営が一体化するようなブラジル企業における支配株主は少数株主の権利を収奪する株主行動を展開する（Silveira[2006]pp.82-83.および Silveira[2010]p.44.）。また、支配株主の機会主義的行動および所有と経営の一体化による経営者の機会主義的行動による少数株主の権利の収奪問題および少数株主の利益保護がコーポレート・ガバナンスの中心的問題の

⁵ ブラジルにおける支配株主は、5 類型：①個人あるいは同族支配、②年金基金のような機関投資家、③金融機関（銀行や保険会社など）、④政府、⑤海外の投資家集団（多国籍企業の本国親会社、他の地域・外国企業により資本参加を受けている企業）に類型化されている（Rogers, Dami, Ribeiro, e Sousa [2008] pp.36-54.）。

一つでもある (Rossetti e Andrade [2012] p.89)。

今日のブラジルにおけるコーポレート・ガバナンス・システムの再構築に向けた論議の基底に株式所有と会社支配の問題、とくに支配株主と少数株主の利害対立が内在している。ブラジルのコーポレート・ガバナンスは、『企業は誰のために、いかに運営されるべきか』といった根本的問題に及んでおり、そうした認識のもとに企業の公正かつ効率的な運営システムを構築していくことが模索されている」(植竹 [1999] 1頁) という論点 が明瞭にあらわれているといえよう。

おわりに

本稿では、ブラジルにおける株式市場改革の特徴および2000年のBOVESPA株式市場改革による株式所有構造の変化が確認された。若干ではあるが、株式の分散化が進行し、少数支配および株式分散型・有力株主不在の企業が出現するようになった。また、株式市場における外国人投資家の株式保有比率が急速に上昇していることも確認された。コーポレート・ガバナンス問題の基底をなす株式所有と会社支配を焦点としたコーポレート・ガバナンス研究に関して、本稿では主にエージェンシー問題に関連する研究を取り上げた。ブラジル企業における支配株主と少数株主の利害対立が研究の焦点の一つとなっていることが確認された。

ブラジル株式市場における株式所有構造の変化と外国人投資家の台頭に関連して、①ブラジル企業の株式所有構造とコーポレート・ガバナンスの実証的研究、②ブラジルのコーポレート・ガバナンス展開の方向性、すなわち新自由主義的な株主価値最大化を追求するアングロ・サクソン型のシェアホルダー志向型コーポレート・ガバナンスへの展開、あるいは、ブラジル「社会自由主義 (Social-Liberal Democrático)」的な国家・市場・市民社会による3つの統制・調整メカニズムを踏襲したコーポレート・ガバナンスへ展開するのかという論点については、今後の研究課題としたい。付記：本稿は駒澤大学「2013年度在外研究」の研究成果の一部である。

【引用文献】

- Berle A.A. and G.C. Means [1932] *The Modern Corporation & Private Property*, MacMillan. (バーリ A.A.・G.C.ミーンズ著 森杲訳 [2014] 『現代株式会社と私有財産』北海道大学出版会)
- BM & FBOVESPA [2011] *Comparativo dos Segmentos de Listagem*, BM&FBOVESPA.
<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br> (アクセス2014年2月5日)
- BM & FBOVESPA [2014a] *Estatísticas das Aberturas de Capital na BM&FBOVESPA*.
<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipsos-recentes/ipsos-recentes.aspx?idioma=pt-br> (アクセス2014年2月5日)
- BM&F BOVESPA [2014b] *Fomulário de Referência* 2013, BM&F BOVESPA.
- BM&F BOVESPA [2014c] *Reference Form* 2013, BM&F BOVESPA.
- BM&FBOVESPA [2014d] *Diretoria Rerações com Investidores*, BM&FBOVESPA.
- Bresser Pereira L.C. [1998] *Reforma do Estado para a Cidadania: A Reforma Gerencial Brasileira na Perspectiva Internacional*, Editora 34.
- Carvalho, A.G. [2002] "Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva", *Revista de Administração da USP*, Vol.37, No.3, pp.19-32.
- La Porta R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer [1999] "Corporate Ownership around the World", *The Journal of Finance*, Vol.LIV, No.2, pp.471-517.
- Rogers, P. e K.C.S.Ribeiro [2006] "Mecanismos de Governança Corporativa no Brasil: Evidências do Controle pelo Mercado de Capitais", *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, Vol.4, No.2, pp.17-28.
- Rogers P., A. B. T. Dami, K.C.S. Ribeiro, e A. F. Sousa [2008] "Corporate Governance and Ownership Structure in Brazil: Causes and Consequences", *Corporate Ownership & Control*, Vol.5, No.2, pp.36-54.
- Rossetti J.P. e Andrade A. [2012] *Governança Corporativa — Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências — 6ª ed.*, Editoria Atlas.
- Silveira, A.D.M [2006] *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade*, Saint Paul.
- Silveira, A.D.M. [2010] *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*, Elsevier.
- 阿部博友 [2013] 「ブラジル企業法の現代的展開」『国際商取引学会年報』第15号、81～92頁。
- 植竹晃久 [1999] 「現代企業のガバナンス構造と経営行動」

植竹晃久・仲田正機編著『現代企業の所有・支配・管理』
ミネルヴァ書房、1～20頁。

- 小池洋一 [2014]『社会自由主義国家 ブラジルの「第三の道」』新評論。
- 小島大徳・牧野雄貴 [2008]「ラテンアメリカにおけるコーポレート・ガバナンス—発展途上国の挑戦—」『国際経営論集』第35号、27～37頁。
- 中川和彦 [1980]『ブラジル会社法』国際商事法務研究所。
- 中川和彦 [2004]「ラテンアメリカ法における法の継受の若干の考察」『ラテンアメリカ・レポート』Vol.21、No.1、3～12頁。
- 仲田正機 [2008]「コーポレート・ガバナンス改革の位相」鈴木幸毅先生古稀記念論文集刊行委員会編『企業社会責任の研究』中央経済社、25～38頁。
- 野村アセットマネジメント [2014]「ブラジル関連情報—ブラジル株式市場の情報」
<http://www.nomura-am.co.jp/emergingfund/brazil/relation/kabusiki/kabu.php> (アクセス2014年2月18日)