

株主はもはや企業の所有者ではない!?

—— アグリエッタ＝ルベリユの所説を中心にして ——

三 浦 隆 之

目 次

はじめに

1. 財産権の衰退
 2. 流動性と支配権のトレードオフ
 3. 財産権理論とエージェンシー理論
 4. 横取りの哲学
 5. 利潤を取得するのは誰か?
 6. リスクを負担するのは誰か?
 7. 取引コスト理論と企業統治
 8. 株主価値批判の萌芽
- おわりに

は じ め に

企業統治、資本市場、経営文化などの日米欧における制度上の違いがなおも存在するにもかかわらず、企業形態に関する基本的な法制度は、すでに高度の均一性をもつまでに到達しており、19世紀以降からの収斂化傾向は近年さらに強まってきている。たとえば、1980年代までは、日独米の間にはまだ独自の制度が存在したが、いまやその違いはかなり薄れてしまっている。かくして、この世紀転換期に、株式会社に関する法的な整備が先進各国においてほぼ完了したかに見えることをハンズマン＝クラークマンは「会社法の歴史の終焉」と象徴的に表現した。それは「株式会社立法の歩みの完了」と

いった意味なのであるが、それはまた、国別の違いが消滅していく歩みでもあった。その意味で、世紀転換期に重ねられてきたわが国における商法等の改正とその集大成ともいべき新しい会社法の制定（2005年公布）は、まさしくわが国における企業法制の「欧米化の完了」であったといえなくもない。こうした収斂化傾向の主たる推進力となったのは、「企業経営者はおもっぱら株主の経済的利益のために行動すべきである」という規範的なコンセンサスの全面的な浸透であった。

アグリエッタ＝ルベリユは、日米欧の先進各国における企業法制上の上記の意味での収斂・到達を精密に跡づけたハンズマン＝クラークマンの研究に触発されながらも、これをハンズマン＝クラークマンが企業法制上の「歴史の終焉」と表現したことは、誤解を招きやすいのではないかと懸念する。なぜなら、株主価値を基礎とした企業法制上の収斂化の進展・到達は、それ自体必ずしも企業法制上の望ましい方向性を自動的に表現し、かつ保証するものではないからであるし、また、そのようなものとして「終焉」していいのかどうかそが問われなければならないからである。つまり、株主価値は、本当に企業法制上の基礎となりうるにたるものであるのかどうかを今問い直さなければならないと考えるのである。

本稿は、アグリエッタ＝ルベリユによる「歴史の終焉」論批判を日本の実情を若干加味しながら検討しようとするものである。

1. 財産権の衰退

ハンズマン＝クラークマンによれば、19世紀末には、企業法制上の世界的な収斂化はすでにかなり進展していたので、株式会社の特質とされるものは、そのすべてが確立されてからほぼ1世紀を経ていることになる。ハンズマン＝クラークマンの指摘する株式会社の特質は、(1)企業の所有者と区別されるべき完全な法人格、(2)所有者と経営者の有限責任、(3)出資対象の分担所有、

(4)取締役会に委譲された経営, (5)譲渡可能な持分, 以上の5点である。

こうした特質は、多数の所有者によって大規模会社を効率的に組織・運営するのに不可欠な特質なのであるが、19世紀初頭以前に上記5つの特質をすべて備えた企業は、ほんの一握りの特許会社だけであった。企業法制上の先進国、英国においても、一般の事業活動のために譲渡可能な持分を備えた株式会社は1844年まで存在せず、有限責任が加えられたのは1855年のことであった。アメリカのいくつかの州では、企業法制の面で英国よりも若干先行したが、上述の5つの特質をすべて備えた株式会社企業があらゆる事業活動の標準的な企業形態として定着したのは1900年前後のことであった。そして、いまや株式会社形態は世界的に普及し、その5つの特質は株主価値を守る砦となっている。

ハンズマン＝クラークマンは、株式会社の法制上の確立過程において、株主の利害を尊重するあまり、株主以外の参加者（利害関係者）たる従業員、債権者、供給者、顧客、社会全般の利害についてはほとんど規定されることがなかったこと、および支配株主と非支配株主の利害がぶつかる場合の規定がほとんどなかったことが今日の株式会社をめぐる議論を活発化させたと見るが、他の大半の論者と同じく、株主を企業所有者として捉えていることには変わりがない。

アグリエッタ＝ルベリユは、ハンズマン＝クラークマンと同様に、株式会社の確立過程を株主価値の確立過程と見る。しかし、アグリエッタ＝ルベリユは、ハンズマン＝クラークマンと異なり、株主を企業所有者として捉えずに、株主がもはや企業所有者でないにもかかわらず、株主が企業所有者であるという前提のもとに法制化が進められてきたことを問題視するのである。

では、株主が企業所有者でないとする根拠は何か？アグリエッタ＝ルベリユは、その根拠を所有と支配の分離に求める。大恐慌のさ中に公開されたバーリ＝ミーンズの『近代株式会社と私有財産』（1932年）は、近代株式会

社において伝統的な私有財産権がもはや行使できなくなったことを明らかにした。私的財産の所有者は、伝統的な概念では、自己の所有対象物によって生み出された富の受益者であると同時にその所有対象物をどのようにでも処分しうる唯一の人間であった。ところが、近代株式会社においては、株主は、特定持分の所有者であって、その持分に依じて取締役の選任に参加することができても、その企業を支配するほどの権利は持ち合わせていないのである。

つまり、財産権には、もともと所有権と支配権が不可分に含まれていたが、分散所有の進展にともない、近代株式会社の財産権には、ついに実質的な支配権が引き剥がされて、かろうじて名目的な所有権が残ったのである。アグリエッタ＝ルベリユは、これを「財産権の衰退」と表現する。かくして、アグリエッタ＝ルベリユは、上記5つの特質のうち(3)の分担所有（ひいては分散所有）を近代株式会社の決定的な指標とみなしていると思われる。

しかしながら、こうした財産権の変容にもかかわらず、法制上の株式会社は、株主がなおも企業所有者であり続けているかのように、伝統的な所有概念にしがみついてきているのである。したがって、先進各国の会社法において、株主主権すなわち株主第一主義（利害関係者の中における株主の第一位性）は揺るがざるべきものとして、繰り返し再確認されてきた。つまり、実態からかけ離れているにもかかわらず、法制上、株主は企業所有者として想定されてきたにすぎないのである。それにしても、実質的な支配権を株主から奪いながら、いかにして株主に名目的な所有権を与え続けることができたのであろうか？

1) 財産権の意味の変質を問う際には、(3)の分散所有制が諸特質のうちで第一義的な位置を占めるにしても、株式会社の歴史的な成立契機としては(2)の有限責任制（大塚久雄『株式会社発生史論』1938年）が、資本の動化をもたらす契機としては(5)の譲渡可能性（馬場克三『株式会社金融論』1965年）が、それぞれ最重要視されることになる。

2. 流動性と支配権のトレードオフ

高度分散所有を基本的な背景としながら、近代株式会社の所有は、個人株主だけではなく、各種の機関株主によって大きく支えられている。機関株主の中には、その背後に場合によっては匿名化した無数の分散所有相当分を束ねただけの大株主も存在している。しかし、そうした機関株主は、自己の名目的かつ集計的な分担所有持分に応じた発言権を有するにしても、所有対象企業の実質的な経営を担わないかぎり、あくまでも「他人のファンドシものを言う」大株主なのであり、無機能資本家の域を一步も出るものではない。企業持分の高度分散によって、多数の無機能資本家たちが近代企業の基礎的な土台として引き込まれ、その上に、あるいは横に、個々人の無機能資本家たちを束ねる各種の無機能・機関株主たちの大小のピラミッドが乗った複合ヒエラルキーが形成されてきたのである。

近代株式会社の株主が、実質的な支配権を経営者に譲り渡した根拠は、ただたんに所有の高度分散化現象だけにあるのではなかった。株主は、より大きな流動性を獲得することを取引条件にして、企業の支配権を失うことを受け入れたと見るべきであろう。株主にとって保有持分の流動性は、上述の(5)の特質の持分の譲渡可能性に端を発したものであるが、株式会社が譲渡可能証券としての株式を発行することだけで完結するものではない。その株式を証券取引市場において上場し、広く一般に取引対象として公開して、その株式の流動性は初めて確保される。かくして、ひとたび流動性を獲得した株主は、その分、支配権を失うにいたったのである。つまり、株主は支配権を流動性と交換したのである。こうした観点からすれば、株主は、もはや企業の支配権をあらためて法制的に求めることができるような立場にあるはずがないのである。それにもかかわらず、株主主権の原則を金科玉条とする人々は、持分保有者に支配権を取り戻すことをねらって、支配権と流動性とのあいだ

にあるトレードオフ関係の存在を認めようとはしないのである。

しかし、事実上、株主が支配権を失った分、経営者が支配権を獲得した。近代企業は、株主価値原則が思い描くように、今でも財産の対象でありながら、財産を動かす主体は、株主から経営者に変化したのである。かかる財産の対象である企業を運営しながら、経営者は、思う存分に個人的な富を追求しやすくなったのである。株主主権が経営者主権よりも尊重されるべきだとしても、企業における経営者への権力の集中は、株主主権の名のもとに批判されるべきものではないし、株主が資本市場における流動性を手離すことに同意しないかぎり、財産権を守るという名のもとに批判されるべきものでもないのである。法制的に経営者を律することができないのであれば、それは株主主権に限界があることを露呈するものである。とりわけ流動性が人間と財産の完全な分離を前提条件にしているかぎり、財産の主体者である株主と財産の対象物である企業とのリンクを法制的な枠組みだけで再構築することは不可能であろう。

ただし、バーリ＝ミーンズは、経営者によって主観的・恣意的な方法で行使される権力をなんら抑止の効かないままにほうっておこうとしたわけではなかった。彼らは、前掲書の最終章（第4篇第4章）「株式会社の新概念」において、産業家にしてワイマール共和国の政治家であり社会理論家でもあったヴァルター・ラテナウの「所有権の非人格化、企業の客観化、所有者からの財産の分離、こういったことのどれもが企業を国家によく似た制度に性質上転換していくというひとつの点に導いている」という表現を引用している。バーリ＝ミーンズによって推奨された解決策は、経営者の権力に制約を設けるにしても、権力を行使する側の利害においてではなく、権力行使の影響を受ける側の利害において規定されなければならないというものであった。伝統的な所有権の概念は、これとは対極的である。ある対象を所有するものは、その対象に対する主観的な権力をもつので、所有者がその対象

によって望むものが何であれ、所有者は何でもすることができるというのが、これである。しかし、ラテナウにとって、権力の行使は、諸々の手続きを踏んだ上での民意に従うものでなければならない。ラテナウの考えを支持するバーリ＝ミーンズによれば、企業における権力の行使は、国家における権力の行使と同様に、その構成員のために行使されねばならないのである。バーリ＝ミーンズにとって、経営者は、もはや株主のためだけに責任を負うのではなく、その企業のすべての利害関係者に対して責任を負うべきであった。彼らにとって、企業は、もはや財産の対象ではなく、上述のごとき規範性を帯びた制度なのであった。

バーリ＝ミーンズのこうした規範的な主張の部分に賛同する論者は必ずしも多くはなかったが、所有と支配の分離に関する彼らの実証分析の部分は、大変な反響を呼び、広い範囲にわたって受け入れられてきた²⁾。バーリ＝ミーンズの研究以降、およそ30年以上にわたって、所有と支配の分離を前提にした現代資本主義経済の主要な担い手としての経営者の行動を考察する業績が数多く上梓されてきた。その集大成というべきものが、ウイリアム・ポーモルの『企業行動と経済成長』(1959年)、オリバー・ウイリアムソンの『裁量的行動の経済学』(1964年)、ロビン・マリスの『経営者資本主義の経済理論』(1964年)、ケネス・ガルブレイスの『新しい産業国家』(1967年)などであった。ポーモル、ウイリアムソン、マリスの3人の業績は、バーリ＝ミーンズの提示した経営者への権力配置が企業の投資行動にどのような影響をもたらしたかを分析するものであり、従来の単純な利潤極大化仮説に対するそれぞれの修正的なアンチ・テーゼ(売上高極大化仮説、経営者効用極大化仮説、

2) ただし、人口に膾炙されることの多い「所有と経営の分離」では、所有者と経営者の人的分離が強調されて、「所有者＝株主」の観念を払拭しがたいのであるが、「所有と支配の分離」であれば、所有権からの支配権の剥離が強調されて、株主がもはやオーナー(企業所有者)ではなくて、シェアホルダー(持分所有者)にすぎないことが認識されやすくなる。

成長率極大化仮説)を提起するものであった。ガルブレイスの業績は、企業経営の担い手として、従来の個人的な企業家が後退して、集団的な「テクノストラクチャー」が台頭してきたことを指摘するものであった。

3. 財産権理論とエージェンシー理論

バーリ＝ミーンズの業績に対する最初の厳しい批判は、まず1960年代に、いわゆる財産権理論と呼ばれる学派の発展過程において、次いで1970年代に、いわゆる実在的エージェンシー理論と呼ばれる学派の発展過程において試みられるようになった。これら2つの学派の理論体系は、バーリ＝ミーンズの業績に対して、ことごとく対立するものであった。実証研究のレベルでは、所有と支配の分離それ自体が疑問視されたし、規範的なレベルでは、バーリ＝ミーンズの前掲書第4編の結論とは正反対の株主主権の原則が再確認されたのである。

コースの先駆的な論文「社会的費用の問題」(1960年)によって開拓され、デムゼットの論文「財産権の理論に向けて」(1967年)、アルチアンの論文「企業経営と財産権」(1969年)、フルボトン＝ペジョヴィッチの論文「財産権と経済理論」(1972年)によって発展した財産権理論は、取引コストの作用を考慮しつつも、あらゆる企業行動を財産権システムに結びつけることによって新古典派経済学のフレームワークを修正しようと試みるものであった。ここでの議論との関連からいえば、株主による支配権の喪失は、市場の規律的な役割を考慮していけば極小化されうる、という考え方である。この学派のリーダーであるアルチアンは、前掲論文の中で「公開競争市場における資本の動きの及ぼす影響力を無視あるいは否定してきたところに所有と支配についての論述および近代企業経済についての論述の根本的な誤りがある」と断じている。財産権理論学派の人々は、M&Aを「企業支配のための市場」の作用と考え、敵対的な買収が果たす役割をとくに重視するのである。株価

を下落させて株主に嫌がられた経営者は、乗っ取りの脅威にさらされて資本市場の罰を受けるというわけである。こうした観点からすれば、バーリ＝ミーンズは、経営者の行動の自由を制約する資本市場のメカニズムを過小評価したとみなされたのである。

実在的エージェンシー理論学派の人々は、バーリ＝ミーンズのテーマに対してさらにラディカルとっていいほどの批判を投げかけている。ジャンセン、メックリング、ファーマ、クラインといった論者たちによって形成された実在的エージェンシー理論は、とくに1980年代後半期に、株主のパワーに回帰するための理論的な基礎を提供した。たとえば、ジャンセンの業績は、アメリカにおける敵対的買収を正当化するのに貢献し（1986年）、LBOのようなかなか複雑な金融構造を正当化するのにも貢献した（1989年）。

財産権理論と実在的エージェンシー理論との違いは何であろうか？アグリエッタ＝ルベリユは、これを次の2点に集約する。第1の違いは、財産権理論が所有の概念を中心的な理論構成要素にしているのに対して、実在的エージェンシー理論ではこれをのっけから排除していることである。たとえば、ファーマ（1980年）は、「企業は所有者をもつという典型的な前提をわれわれは何か意味のあるかたちで採用するようなことはしない」と述べている。だとすれば、株主は、もはや他の利害関係者たちよりも上位に位置づけられるようなことはなくなり、企業は、生産諸要素間の契約の連結網とみなされる。そして、株主は、持分を所有するだけで、企業の富を構成する具体的な有形資産や暖簾のような無形資産を所有するわけではないのである。企業それ自体が、法人として、そうした財産権の唯一の所有者であるということになる。これが、エージェンシー論者ファーマの主張から導かれたアグリエッタ＝ルベリユの推論である。

一方において、財産権理論からすれば、それぞれの株主は、その企業の純資産の総体に対して各人の所有比率（自己の持株数÷発行済み株式総数）に

応じた財産権をもつと主張するであろうし、極端な場合、ほとんど実務的な意義はないにもかかわらず、個々の有形・無形の資産に対しても所有比率×純資産比率（純資産÷総資産）に相当する財産権を主張しうるのであろう。

他方において、実在的エージェンシー理論にしても、いまだ上述のようなアグリエッタールベリユの推論に導かれているわけではない。彼らにとって、プリンシパルがエージェントの行動を支配するパワーを保持しうる関係こそがエージェンシー関係のエージェンシー関係たるゆえんなのである。プリンシパルの要求に応えるのがエージェントの義務であるとするところが、エージェンシー関係が他の信頼関係と異なる点であろう。それにしても、株式所有の高度分散によってもたらされるコストを「エージェンシー・コスト」と表現するが、そうした表現の存在自体が、プリンシパル（株主集団）がエージェント（企業経営者）の行動を支配（制御）するのに必ずしも成功していないという事実を反映しているのではないだろうか。

今日、実在的エージェンシー理論をあからさまに支持する論者の数は限られている。この分野における諸々の業績のあいだに共通する論理の組立てや方向性が欠けているからではないかというのが、アグリエッタールベリユの推測である。とはいえ、企業統治が論じられる際には、ジャンセンが規範的エージェンシー理論と呼ぶ理論がしばしば展開される。この理論は、合理的選択理論にもとづき、情報の非対称性が存在する状況下において契約の最適性を検証しようとするものである。実在的エージェンシー理論とは異なり、規範的エージェンシー理論は、ミクロ経済学的なモデル分析を多用しながら、主として株主と経営者のあいだのエージェンシー関係の適切性を検証しようとする。単純化のために、株主集団の効用関数としてしばしば株価が用いられるが、それがキャピタル・ゲインの期待値を左右するからであるにしても、規範的エージェンシー理論によれば、企業が株主の富を最大化する場合に、企業は最適な方法で行動しているとみなされるのである。

プリンシパル（株主集団）はエージェント（経営者集団）を制御するのに必ずしも成功していないという事実にもかかわらず、エージェンシー理論の中心に位置する「経営者は株主のエージェントである」というメッセージは、いたるところで幅を利かせるにいたっている。そして、経営者の利害を株主の利害に連結させようと思われたあらゆるメカニズムが企業の効率を改善するにちがいないと信じられたのである。

財産権理論と実在的エージェンシー理論の第2の相違点は、そうした利害連結のメカニズムをどこで捉えるかにかかわっている。財産権理論にとっては、規制手段としての市場の役割があくまでも中心にあって、場合によってはそれがすべてであった。これに対し、実在的エージェンシー理論では、そのことを再確認した上で、企業統治の内部メカニズムにも焦点をあてるのである。たとえば、ファーマとジャンセン（1983年）は、取締役会がもっぱら株主によってコントロールされる状態を効率的な企業統治とみなした上で、さらに株主の利益のために経営執行チームの行動を監理・追認することによってエージェンシー・コストを縮小するのが取締役会の制度的な役割だと考える。ファーマとジャンセンの論文は、取締役会の構成メンバーをどうするかということが企業統治上の主たる論点として浮上するきっかけとなった。株主価値の防護策や株主－経営者のエージェンシー関係が、しばしば「株主の手先」として取締役会をみる観方と強く結びついて論じられるようになったのである。もっとも、他方において、取締役会を株主でない人にも開放すべきであるという別の統治原則も生み出すことになったのであるが。

いずれにしても、わが国の上場企業経営者の多くは、株主のエージェントである以上に、従業員の内部昇進者であるし、たとえ従来の取締役から制度的に執行役を分離独立させたところで、取締役の多くは内部最高経営者（内部最高昇進者）であり続けてきているのである。欧米型のエージェンシー理論がわが国における実情にうまくかみあわないゆえんである。

4. 横取りの哲学

実在的エージェンシー理論は、企業統治をめぐる議論に決定的な影響を与えたのであって、この理論が現在大勢を占める企業統治解釈の基本的なフレームワークを構築したことは間違いない。企業統治は、たとえ専ら（排他的に）とはいえないにしても、主として、株主と経営者の結びつきにおいて論じられ、対応されるものとして定着してきたのである。しかも、株主と経営者の結びつきは、もとより階層的な様相を呈していた。経営者は株主の恩義に与る者であり、取締役会と敵対的買収の果たすべき義務は、経営者の役務（サービス）の質を保証することであった。

わが国を含む近代社会が、とくに開拓者の精神で発展してきたアメリカ社会が、経済発展をつかさどる国民的なダイナミズムの中心ベクターとして、私有財産制度の保護を重視することは理解できる。しかし、バリー＝ミーンズの業績以来、繰り返し確認されてきたように、近代株式会社においては、株主は支配権を喪失し、株式所有は分散しているのである。株主は、これまでどおり、その所有持分に応じた企業における合法的なパワー保持者なのではあるが、そのパワーは、企業内部のヒエラルキーの最上部に位置する経営者集団によって横取りされているのが現実なのである。かかる状況は、次のような問題を生むことになる。

経営者に株主の利害にそった経営をしてもらうために、経営者にストック・オプションのような株価連動型の報酬を与えるようなことが試みられてきたが、そうした試みが一般株主の利益を本当に拡大したかどうかはなはだ疑問である。そうすることによって、株主の利益は、かえってますます経営者に横取りされてきたのではないだろうか？ 現在、数多くのアメリカ大企業において、一般株主や一般従業員の利益を蝕むほどの経営者の高額報酬の拡大傾向、乗っ取りの脅威を薄めるほどの経営者の大型ゴールデン・パラ

シュートの準備と使用，インサイダー取引の巧みな行使などが，これまで以上にますます蔓延してきているのである。さらに，経営者集団の独善的暴走を防ぐはずの社外取締役の選任も，既存の社内取締役の社外にいる「お友達」の中から選ばれるようなことでもあれば，株主の利益のための措置がごとく経営者だけの利益を助長することになりかねない。

5. 利潤を取得するのは誰か？

それにもかかわらず，企業の利害関係者のなかで株主に企業法制上の優位性を与え続けてきたのはなぜだろうか？なぜ経営者は株主の代理人であり続けてきたのだろうか？なぜ企業の中心的な意思決定機関としての取締役会はもっぱら株主利益代表団として組織され続けてきているのだろうか？

こうした問いに答えるには，まず企業利潤を誰が取得するのか，そして，企業リスクを誰が負担するのかをあらためて確認した上で，そのための組織的な枠組みとその変化を認識しなければならない。

利潤が資本の提供者への報酬であるかぎり，株主価値は正当化される。しかし，そのことが単純に適用されるのは，企業者型企业であって，経営者型企业ではないのである。ここで企業者型企业というのは，(事業を知り，市場を知り，不確実性に対処する) 企業者，(企業を組織する) 経営者，(生産手段を所有する) 資本家，そして労働者という4種類の人的役割をひとりの同一人が遂行する企業なのである。つまり，アグリエッタ＝ルベリユの規定する企業者型企业は，いわゆる個人企業のことなのである。他の生産要素への報酬支払がなされたあと企業者の手に残る収益は，彼もしくは彼女が独り占めできる利潤とみなされる。この利潤には，経営者としての仕事に対する賃金，非経営者としての現業業務に対する賃金，資本的な貢献に対する利子，それに企業者の活動に対する「純粋な」利潤といった異なる役割遂行からもたらされた成果が含まれている。企業者活動に対する「純粋な」利潤こそ，

不確実性のもとで事業を遂行する能力に対する報酬であり、リスク負担への報酬なのである。したがって、企業者型企业（あるいは個人企業）を運営する当事者は、「純粋な」利潤の全面的な取得者なのであるが、同時に、彼または彼女は、その賃金部分と利子部分さえも、その「純粋な」利潤を含む残余収益のうちにすべて未分化のまま受け取るのである。

経営者型企业（あるいは上場企業）の場合は、こうした役割・職能は切り離されて、諸個人によってというよりも集団的な諸単位によって遂行される。企業者と経営者の役割は、ともに経営執行幹部チームに集められる。彼らにはサラリーが支払われる。法的な実体をもつにいたった企業法人それ自身が、生産手段の所有者となる。株主は、契約にもとづき配当のかたちで残余利益を受け取る。その役割は、もはや企業者型企业のものと同等ではない。

さて、ここで利潤の帰属方法が変化したことに注意しなければならない。企業者型企业においては、われわれは、利潤をその発生源によってではなく、その分配先によって認識したのである。つまり、利潤はいろいろな役割の遂行によってもたらされたにもかかわらず、その分け前は中心的なエージェントのもとに行く。ところが、経営者型企业においては、利潤を誰か特定のエージェントに対する報酬として指定することはもはや不可能になってしまっている。今日、株主に配当が支払われるにしても、株主は利潤の一部を受け取っているにすぎないし、従業員は、その報酬にインセンティブ・スキームが含まれる場合には、利潤の一部を受け取っているのである。さらに、利潤は、内部留保され、将来の事業活動のために再投資されている。もはや利潤が株主だけに排他的に帰属するようなことは、法制的にも契約的にもありえないのである。

アグリエッタ＝ルベリユによる企業者型企业と経営者型企业の対比は、理念型的にかなり極端なものと思われるかもしれない。個人企業と法人企業、上場企業と非上場企業、といった対比であれば、それぞれ実在する企業を2

つに大別して類型化することができる。それにもかかわらず、あえて企業者型企業（個人企業）と経営者型企業（上場企業）という両極を対比することによって、かえってその中間に数多く存在する非上場の法人企業に対して、その中間地からのそれぞれの方向性もたらす違いを強く印象づけることはできるであろう。

ついでながら、一口に株式会社といっても、法人化した企業者型企業もあれば経営者型企業もあるし、株式譲渡制限会社から公開会社まで幅広く存在している。これを1つの会社法で規制しようとするから、シェアホルダー（持分所有者）にすぎない上場企業の株主をオーナー（企業所有者）扱いして、「他人のファンドシでものを言う」無機能資本家が跋扈することになる。

それにしても、アグリエッタールベリユは、経営者型企業、すなわち現代の典型的な大規模上場株式会社企業の利潤が特定の人的範疇だけに帰属しないことをもって、そうした利潤が企業それ自体に帰属することを主張するのである。たとえ経営者型企業が利潤を極大化するにしても、そうした事実認識は、企業が株主だけの利益のために経営されねばならないことをなんら前提していないのである。利潤は、株主への排他的な報酬として留保されるのではない。つまり、経営者型企業の場合には、利潤極大化の原則は、株主、従業員、経営者といった異なる企業活動の構成員の間に利潤をどのように分配するのかという基準をなんら指示するものではないのである。しかし、アグリエッタールベリユは、利潤分配の基準がないにもかかわらず、あるいは利潤分配の基準がないがゆえに、企業利潤は企業それ自体に帰属すると主張するのである。いずれにしても、「企業それ自体」はそのままで動かない。誰かが「企業それ自体」を動かすのである。そこで、われわれは、「企業それ自体」を動かすものは誰か？動かすべきものは誰か？を問わなければならない。實際上、「企業それ自体」という表現の中には、明らかに経営の主体者としての経営者範疇がある。なぜ経営者価値を前面に出さず、あえて「企

業それ自体」とするのか？経営者価値が、経営者の自由裁量行動の拡がりを含意していると捉えられやすいからであろうか？あるいは、多様な利害関係者からの圧力システムの中に閉じ込められた経営者は、みずからもひとりの利害関係者として「企業それ自体」を支えなければならないからであろうか？

6. リスクを負担するのは誰か？

株主価値を正当化するために最も広く用いられてきた根拠は、「株主は企業のリスク負担者であるがゆえに、株主はパワーと利潤の分配において優先権をもって然るべきである」という論理であろう。なにしろ、持分所有者に対する報酬は、賃金労働者や債権者に対する報酬と異なり、契約上あらかじめ確約されたものではないからである。かくして、リスク負担者に支配権を少しでも取り戻させるような制度的工夫が種々施されてきたのである。それは、いわば一種の外部性の内部化にほかならなかった。債権者、経営者、その他の従業員を除外し、株主だけに投票権が与えられている。株主だけが企業収益に対する残余請求権者であり、残余請求権者なるがゆえに、株主だけが裁量的な意思決定をおこなう適切な誘因をもつことができるというわけである。

しかしながら、それにもかかわらず、これから検証するように、リスク負担と支配権のリンクは、実際のところ、株主価値の基礎とするにはあまりにも脆弱な性質をもっている、というのがアグリエッタ＝ルベリュの考えである。株主によって負担されるリスクは、株主報酬の残余的性質から離れれば、一般に想定されているほど強いものではない。第1に、株主の責任は有限なのである。つまり、企業倒産時に株主がこうむる損失は、その資本貢献価値相当分に限定されている。第2に、株式資産の取引可能性ひいては株式市場の流動性は、株主に特定投資先からの退出可能性と投資対象の分散可能性を提供しており、この点は、複数の企業に自己を分散投資しにくい従業員と対

照的である。従業員は、いかなる必要に迫られたにしても、肉体能力の許さざり、せいぜい自己を時間的に分断して複数の企業で働くほかはない。

ところが、最近の企業法制上の改定は、株主の負担するリスクをよりいっそう縮小させる方向ばかりに舵取りされてきたのである。そうした傾向の一端は、株主価値創造の原則の拡がりに見ることができる。拙稿「EVA（経済付加価値）概念の落とし穴」（2007年）で示したように、EVAは株主には最低限報酬が存在するという観念を是認するものにほかならない。株主にとっての最低限報酬としては、市場によって評価される資本コストがこれに相当する。この資本コストを上廻る財務的収益性のみが株主にとっての新たな価値の創造とみなされるわけである。かくして、そうした株主価値の創造に向けた経営戦略が遂行され、株主の相対的な地位がいっそう高められてきた。株主は、残余請求権者としての立場から、EVAのおかげで融資者と同様の特定取り分の最低限保証を取り付けた確約請求権者あるいは「資本コスト相当分 $+ \alpha$ 」の請求権者としての立場に大変身してしまったかのようである。もちろん、そうした保証は法制的・契約的になされるわけではないが、きわめて現実的に行われるようになってきているのである。リスク負担者としての株主の身分は、ますます名目上のものとなり、リスク回避可能者の方向への株主の身分転換が多少なりともはかられてきたのである。注意しなければならないのは、株主の負担するリスクの減少が必然的に別の利害関係者たち、とりわけ従業員の負担するリスクを増加させるということである。株主への利潤分配の在り方の変化は、当該年度の付加価値労働分配率に必ずしも影響するものではないが、次年度以降の労働報酬の原資に対して明らかな影響を及ぼすのである。経営者向けの報酬、ホワイトカラー向けの報酬、ブルーカラー向けの報酬、また本社員報酬とパート・アルバイト報酬といった具合に労働報酬を個別化あるいは差別化する傾向は、そうしたリスク転嫁運動の一端を構成する。労働者報酬の差別化だけではない。労働力構成の比重を本社

員からパート・アルバイト・派遣社員へと移転するだけで、雇用調整のしやすい労働者層に退職金をほとんど払わずにリスクを転嫁できる余地も広がることになる。要するに、株主価値に重きをおく原則は、これまでの伝統的な役割を根底からひっくり返してしまったのである。株主がみずからの所得を部分的に保証されるパワーを発揮するにつれて、従業員はこれまで負担したことがないほどの大きなリスクを抱え込むことになってしまったのである。

アグリエッタ＝ルベリユは、こうしたリスク転嫁運動を裏づけるものとして、アメリカにおける非金融企業の配当性向の最近20年間の急激な高まりを取り上げている。1980年当時24.7%であった配当性向は、1990年には50.1%となり、以後50%前後で推移したのち、1998年以降、利潤は減少傾向に入ったにもかかわらず、配当性向はむしろ上昇して、2003年の第2四半期には87.3%に達したのであった。アメリカの株主は、20世紀最後の20年間で、みずからが引き受けるべきリスクをかなりの程度縮小して、景気後退期でさえもみずからの所得の部分的な保証を獲得するのに成功したのである。かくして、株主はリスクを負担する者であるがゆえに、企業は株主の排他的利益を守るべく経営されねばならないという理屈は、ついにその妥当性を失うにいたったのである。

日本の場合はどうであろうか？第1表は、わが国における資本金1億円以上の製造法人企業が達成した純利益額と分配された配当金の割合について、1979年度から2006年度にかけての28年間の各年次別の推移を示したものである。

わが国においては、長年、1割配当すなわち資本金に対する年間配当金の割合が1割に保たれることが多いという特質が知られていたし、そうした傾向はたしかに1988年度までは保たれていたが、「失われた10年」といわれた1990年代および2002年度までにかけて軒並み1割以下の配当率となった後、2003年度からは毎年度上昇して2006年度には26.5%の配当率を実現するに

第1表 日本の製造法人企業の純利益と配当金の推移
(資本金1億円以上)

年 度	当期純利益 (百万円)	配当性向 (%)	配当率 (%)
1979	3,150,174	26.0	10.7
1980	3,225,685	27.7	11.1
1981	2,653,534	35.8	11.3
1982	2,809,510	34.6	11.2
1983	3,162,187	33.4	11.4
1984	3,876,218	29.4	11.3
1985	3,784,599	31.6	10.9
1986	2,732,492	43.7	10.5
1987	3,673,654	34.3	10.0
1988	5,390,318	28.3	10.5
1989	6,292,637	26.8	9.6
1990	6,407,814	27.5	8.8
1991	5,311,713	35.9	9.0
1992	3,133,226	55.3	7.9
1993	2,222,340	69.7	6.9
1994	3,073,071	55.0	7.3
1995	4,623,648	38.5	7.5
1996	5,069,622	36.6	7.6
1997	4,268,248	44.6	7.6
1998	1,106,203	162.6	7.1
1999	1,301,075	133.5	6.7
2000	3,531,691	66.0	8.7
2001	-588,432	*	6.8
2002	2,912,528	89.5	9.3
2003	5,478,310	53.3	10.4
2004	7,645,667	47.0	12.6
2005	9,311,741	72.0	23.1
2006	11,502,309	68.2	26.5

資料) 財務省『法人企業統計調査』より作成

*2001年度の配当金は1,886,838百万円だったので、当該年度の配当性向は形式的には-321%、実質的には421%だったことになる。

至った。わが国の配当率は、超低金利時代のさ中に驚くべき上昇を見せたのである。

配当性向すなわち当期純利益に対する年間配当金の割合については、1979年度から1991年度にかけて、ほぼ20%台後半から30%台前半が保たれていた。しかし、1992年度以降、どんなに達成利益が変動しても、配当性向が35%台以下に戻ることはなくなったのである。そして、1990年度から1993年度にかけての4年間、利益は急激に下がり続けて、1993年度の利益は1990年度の3分の1にまで低下したにもかかわらず、配当性向のほうは急激に上がり続けて、1993年度の配当性向は1990年度の2.5倍にまで上昇したのである。このことは、業績悪化にともなうリスク負担を株主が相当程度まで免れることができるようになったことを如実に物語っている。この新傾向は、1990年代後半期には、よりいっそう強化された。すなわち、1996年度から1998年度にかけて、利益は急激に低減して5分の1近くまで下がったにもかかわらず、配当性向のほうは4.5倍にも急上昇したのである。今や株主は、不況期においてさえ、そのリスク負担を大幅に軽減できるまでになったのである。かくして、株主に対する最低限報酬保証制度は、わが国においてもついに確立したかに見えるのである。

達成利益水準は、2001年度を底にして、それ以降着実に拡大してきたが、どんなに利益水準が回復・拡大しても、もはや配当性向が以前の20%台・30%台に戻ることはなかった。むしろ、利益水準が低い場合には、100%を超える配当性向さえ用意され、2001年度にいたっては、5,884億円の純損失を出したにもかかわらず、なんと1兆8,868億円もの配当金が支払われたのである。もともと所有持分の譲渡可能性・流動性を獲得していた株主は、さらに赤字の場合でさえも最低限報酬を保証されて、そのリスクを大幅に軽減することに成功したのである。もちろん、第1表の数値は、集計値である。個別企業のレベルでは、黒字企業だけが配当を実施して、赤字企業は配当を実

施しなかったとしても、総体としての（したがってまた、平均としての）日本のメーカーは、赤字であるにもかかわらず、株主に大盤振る舞いをしたことになる。投資先を分散していた株主にとって、この集計値（および平均値）は、きわめて現実的なものとして受け止められるのである。

かくして、株主のリスク負担が、近年、急激に軽減されてきたことが明らかになった。それにしても、こうした配当性向の高止まりは、内部留保率の低下につながり、ひいては長期戦略の展開を抑制することになりかねないし、労働報酬の原資を縮減することになりかねないのである。

7. 取引コスト理論と企業統治

上述の論議をふまえるならば、特定の利害者集団の相対的な位置づけにおいて、もっぱら当該集団と企業との間の契約だけによって評価されるべきではないということは明白である。株主が唯一の排他的残余請求権者だとすれば、持分契約のみに集中することも許されるだろう。しかし、その場合でさえ、将来の不確実性に完全に対応できるような事前の契約締結は困難であり、事後的な契約履行をコントロールすることも困難である。あらかじめ契約で明確に取り決めて、それを実行していくことが困難であればこそ、企業内部で柔軟にアド・ホックな対応行動のとりやすいメカニズムを構築すれば、契約当事者間の取引コストを節約できるわけであり、そうしたメカニズムの構築が企業統治の主たるテーマとなったのも自然のなりゆきであった。契約の不完全性と環境の不確実性によって、事前に将来の行動を特定化しえない時に、企業統治メカニズムの構築が重要視されるのである。

契約の不完全性仮説は、現代企業理論の中核をなしており、オリバー・ウィリアムソン（1975年、1985年、1996年）によって開拓された取引コスト理論の基礎となるものであったし、グロスマン＝ハーツ（1986年）によって開拓された財産権理論の基礎でもあった。どちらの理論も、契約の不完全性を

前提にして、契約当事者が互恵的な投資のできる方法を探索しようとするものであった。そして、契約当事者たちは、転用・再運用が難しい（やり直しのきかない）特殊な投資を事前契約によって保護されることはないので、一種の投下資本収益率として、その組織の準レントの一部（分け前）を獲得できるような制度を案出するように導かれてきたのである。こうした見地からすれば、取締役会は、投資を確保するための仕組みなのであった。

ウィリアムソンにしても、株主だけが企業における唯一のリスク負担者ではないことを認めているのではあるが、その根拠は、上述のような株主から従業員へのリスク移転に基づいているからではなく、労働力の内部にあるリスクの増大に基づいている。それは、近年多くの論者によって指摘されるようになった人的資本の特定性の増加傾向に基づくものである。つまり、労働者の報酬は、人的資本への投資によって生み出された準レントの将来配分に依存するが、その配分方法は基本的にはきわめて不確実なものである。人的資本の特定性すなわちやり直し（効率や賃金を落とさずに他所で再出発すること）の難しさが強まれば強まるほど、準レント配分の（再）交渉の場における従業員の立場を不利なものにしてきたのであった。かくして、契約の不完全性下にあっては、大きなリスクを負担する株主と従業員を異なる方法で保護する可能性が生じることになる。つまり、株主は取締役会に対する支配権をつうじて保護されるべき存在となり、従業員は内部昇進・退職金・上申（内部告発）機会などによって保護される存在となったのである。このように株主と従業員に対する取り扱いの非対称性には驚くべきものがある。一方には弱さの認知に基づいて支配権が与えられ、他方には弱さの認知に基づいて異議申し立ての権利が与えられたのである。しかし、だからといって、取締役会への従業員参加が図られるようなことはなく、ドイツのように従業員代表を監査役会に送り込むようなことが効果を発揮するとは信じられていなかった。ウィリアムソンらの取引コスト理論は、取締役会などの最高意思決

定機関に株主以外の代表を送り込むことになんらの分析的支持も与えていないし、實際上、そうした提案にはかえって注意を呼びかけているくらいである。

8. 株主価値批判の萌芽

ウィリアムソンによって先導された企業統治への不完全契約アプローチは、ジンガーレ（1998年）やブレア＝スタウト（1999年）らによって、さらなる発展が試みられた。彼らは、企業内における価値創造のプロセスについて新しい概念を提起した。彼らによれば、企業が創出した準レントは、究極的には、相互補完的な生産諸要素の集合によって生み出されたものであり、有形・無形の資産の形態をとり、人的資本や財務的資本の形態をとる。彼らにとって、企業は、異なる利害関係者による「特定化投資の連結体」なのである。そして、企業における支配権の配置は、創造された価値の分配において決定的な役割を果たすことが強く意識される。そのため、それぞれの利害関係者は、多かれ少なかれ特定の企業にコミットするように動機づけられるようになるし、そうした動機づけがその企業の準レントの大きさに影響を及ぼすことになる。

異なる利害関係者たちによって形成される諸関係の複雑性と価値創造拠点の複数性を考慮すれば、株主価値の原則から離れてみることも1つの解になりうるというのが、ジンガーレやブレア＝スタウトの提言である。彼らによれば、利害関係者集団は独立した第三者集団である取締役会に彼らのパワーを委譲すべきであって、取締役会の目的は法人体としての企業それ自体の利益に貢献することだとされる。その意味で、取締役は、もはや株主の代理人ではない。取締役の受託者義務は、企業全体に向けて行使されねばならないし、企業の生産的資産は、企業それ自体の利害ののっとなって運用されねばならないとされた。この点が取締役会の役割を株主利益への奉仕においたウイ

リアムソンの理論と比較して新しいところであり、ついにアメリカ国内において株主第一主義が部分的ながらも挑戦を受けるようになったのである。

しかしながら、ジンガーレやブレア＝スタウトにとって、取締役会の究極のコントロールは、その契約上の弱い立場のゆえに、株主の手中に残されるべきだとされたのである。この点において、かつてウイリアムソンが従業員の特定化投資をつうじた価値創造の重要性を認めた後で取締役会レベルでの参加から従業員を排斥した論理の組立てと同じことがジンガーレやブレア＝スタウトによって再び行われたことになる。かくして、ジンガーレやブレア＝スタウトの結論は、経営者の受託者義務の拡張を認めながらも、経営者はこれまでどおり取締役会をつうじて株主によってもっぱらコントロールされるというアメリカ型の企業統治モデルの最適性を支持する立場に結局舞い戻るのである。

しかし、ジンガーレ（2000年）は、さらに一步、歩を進めた。彼は、利害調整のあり方が柔軟になってきていることや価値の創造に労働者の熟練が果たす役割をもっと強調して、株主価値の原則からさらに離れ、人的資本が決定的に重要であるにもかかわらず、雇用契約は高度に不完全なので、企業統治システムの主たる目的は、企業の一体性（集合性）を守ることでなければならないとした。しかし、ジンガーレがそのための解を提出したわけではない。彼の業績は、これまでのところ、既存理論の限界を描出することに捧げられたのである。

また、ダニエル・コーエン（2003年）は、もしナスダック（NASDAQ）が存在しなかったら、マイクロソフトを含む数多くの新企業は存在しなかったとして、金融・証券資本市場の果たす役割を高く評価した上で、株主利益の充足のみを企業経営の目的とすることの危うさを指摘し、企業価値の少なくとも半分は人的資本から形成されるにもかかわらず、そのことが制度的に過小評価されてきたことを批判した。コーエンいわく、「労働権をコストと

してとらえるかぎり、人は協同的な環境を創造するいかなる可能性をも喪失する。人的資本の役割がますます重視されるべき時に、われわれが代わりに作り上げてきた世界は、企業の人的資本を評価するのに最善とはいえない、毒のある世界 (a “toxic” world) であった」。

おわりに

これまでの議論を総括すれば、契約の不完全性を強調すればするほど、経営者に課せられる責任は広くかつ重くなる、ということに尽きるであろう。焦点は、株主利益の保護から企業の一体性を堅持するための集团的経営へと動くかに見える。しかしながら、経営者の責任とパワーの拡大は、契約論議の枠を超えていくことになる。契約が不完全であると指摘することは、契約以外の事柄が調整行動において1つの役割を演じるということを認識することである。すなわち、契約の不完全性が増大するにつれて、契約分析の適用される範囲は縮小していくということである。企業内部の調整行動は、必ずしも契約のかたちでまとめ上げられるとは限らないし、その際に重要なのは、企業の集合的性格を理解することである。アグリエッタ＝ルベリユによれば、フランスには、こうした立場に依拠しながら株式会社にパートナーシップ的要素を取り込む議論が伝統的に見られるようであるが、パートナーシップの限界を乗り越えたのが大規模株式会社であったことからすれば、持分所有がそれほど分散していない株式会社でないかぎり、そうした方向性をたどることは決して容易なことではない。

それに較べれば、株主価値経営を堅持することは、明快な一貫性をもつかに見える。しかしながら、これまで検証してきたように、企業がその株主だけの利益のために経営されるべきだという主張を正当化しうる経済的な根拠はどこにも無いのである。ひとたび流動性を獲得した株主は、もはや企業の所有者というよりも、持分の所有者にすぎない。流動性を獲得した持分所有

者は、企業を構成する一員なのであって、たとえその集会的持分が大きな場合でも、従業員などの他の構成員に対して、流動性をもたない企業所有者と同列のパワー・権利をもちうる立場にはないというのがアグリエッタ＝ルベリユの見解なのである。企業における価値は、経営者や取締役の権限下において、特定化した生産資源（人的資源や物的資源）を集会的に組み立てることをつうじて創造される。その際に、企業の経営者は、企業法人の一部の構成員の利益のためではなく、企業法人それ自体の利益を満足させるべく方向づけられる。全体的・パートナー的な企業概念および企業統治概念へのシフトは、企業における経営者の行動をインセンティブの視点からとらえるよりも、事実認識の視点からとらえることによって導かれる。

近代株式会社を公器とみなすバーリ＝ミーンズの規範的な観点は、多くの論者によってほとんど無視されてきたが、アグリエッタ＝ルベリユらのフランス人によって継承されようとしている。バーリ＝ミーンズにとって、そしてアグリエッタ＝ルベリユにとって、株主価値は資本主義の髓にまで刻印されるべき価値ではなかった。株主が享受する流動性は、企業という価値創造体に対する支配権を放棄することと引き換えに獲得したものであった。そして、これを契機にして、企業は自律化したのである。こうした洞察は、バーリ＝ミーンズが訴えた1930年代よりも、投資ファンドなどの機関株主のパワーが証券市場において高まってきている今日こそ、さらに強い認識基盤をもっている。投資ファンドは、そのポートフォリオ上の収益にのみ関心がある。そうした投資ファンドによるある特定の企業への投資は、その法人へのより深い関与を得たいという欲望によって導かれたものでもなければ、その事業や戦略をもっと理解したいという関心によって導かれたわけでもないのである。リスクと照らし合わせてみた財務的な収益性だけが投資選択の基準なのである。したがって、企業が自律的法人体であるという考え方は、バーリ＝ミーンズの時代より以上に、現代のほうがさらに説得力を増してきてい

と思われる。

要するに、株式の譲渡可能性さらには株式市場の流動性は、株主支配から企業を解放する統治形態を要求する。そこで、企業にパートナーシップ的な次元が存在することの意義を再認識しなければならない。そうした次元は、企業にいつその競争力をつける戦略スキル、財務スキル等を結合することからもたらされる。中核となるパワーは経営者・取締役と与えられるが、それは重要な利害関係者である株主と従業員の2つの利害を統合し、なおかつ超越する企業それ自体の利害のために行使されなければならない。したがって、アグリエッタ＝ルベリユの提唱する新しい企業統治の規範は、もっぱら株主代表団によって構成された取締役会の監視の下に、経営者が「株主の代理戦闘士」として株主利益のために限定された行動を求められるような、株主価値の原則にのっとった統治形態とはまったく異なるのである。

筆者も、アグリエッタ＝ルベリユの提唱する新しい企業統治の規範に賛同する一人である。ただし、筆者がこれまでの企業統治規範を批判する根拠は、若干異なっている。これまでの株主価値規範が、実質を反映していないことも問題ではあるが、加えて喫緊の問題は、実質を反映していない株主価値規範を盾にして、一般株主の利益をしのぐほどの経営者利益を稼ぐ経営者が近年アメリカに増えてきているという事実であり、このままでは、近々わが国でもそうした現象が伝播するかもしれないという危惧である。正当な経営者報酬の上昇が問題なのではない。株主価値規範を盾にして、一般株主と一般従業員の利益を犠牲にする経営者の存在を問題にするのである。近年の配当性向の上昇は、当然ながら内部留保率の低下につながり、ひいては短期指向経営を増幅させることになる。また、わが国の上場企業経営者の多くは、株主のエージェントである以上に、一般従業員からの内部昇進者であるために、その実践的能力が高い反面、株主価値規範を経営者自身のために運用しやすい位置にある。それにしても、ここ数年、企業業績が改善・回復してきた中

で、景気回復の実感が一番ないのは労働報酬の上がない一般従業員なのではないだろうか？

References

- Aglietta, M. and A. Rebériox (2005), *Corporate Governance Adrift : A Critique of Shareholder Value*, Cheltenham : Edward Elgar.
- Alchian, A. (1969), 'Corporate Management and Property Rights', in H. Manne (ed.), *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, Washington, DC : American Enterprise Institute for Public Policy Research, pp.337-69 ; reprinted in E. Furubotn and S. Pejovich (eds) (1974), *The Economics of Property Rights*, Cambridge, Mass. : Ballinger Publishing Company, pp.133-50.
- Berle, A. and G. Means (1st edition 1932, revised edition prepared by the authors 1967), *The Modern Corporation and Private Property*, New York : Harcourt, Brace and World.
- Blair, M. and L. Stout (1999), 'A Team Production Theory of Corporate Law', *Virginia Law Review*, 85, 247-328.
- Cohen, D. (2003), *Our Modern Times : The New Nature of Capitalism in the Information Age*, Cambridge, Massachusetts : The MIT Press.
- Fama, E. (1980), 'Agency Problems and the Theory of the Firm', *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fama, E. and M. Jensen (1983), 'Agency Problems and Residual Claims', *Journal of Law and Economics*, 26, 327-49.
- Grossman, S. and O. Hart (1986), 'The Costs and Benefits of Ownership : A Theory of Vertical and Lateral Integration', *Journal of Political Economy*, 94, 691-719.
- Hansmann, H. and R. Kraakman (2001), 'The End of History for Corporate Law', *Georgetown Law Journal*, 89, 439-68.
- Hart, O. (1995), 'Corporate Governance : Some Theory and Implications', *The Economic Journal*, 105, 678-89.
- Jensen, M. (1986), 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *American Economic Review*, 76, 323-29.
- Jensen, M.(1989), 'Eclipse of the Public Corporation', *Harvard Business Review*, 67, 61-74.
- Williamson, O. (1975), *Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications*, New York : Free Press.
- Williamson, O. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, New York : Free Press.
- Williamson, O. (1996), *The Mechanisms of Governance*, Oxford : Oxford University Press.
- Zingales, L. (1998), 'Corporate Governance', in P. Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London : Stockton Press, pp.497-502.
- Zingales, L. (2000), 'In Search of New Foundations', *Journal of Finance*, 55, 1623-53.
- 三浦隆之 (2007), 「EVA(経済付加価値)概念の「落とし穴」——アグリエッタの所説を基軸にして——」『福岡大学商学論叢』51, 453-463.