

株主主権論の一考察

—— その歴史的形成と理論的根拠を中心に ——

後藤 伸

目次

1. はじめに
2. 株主主権論の起源と変遷
3. 株主主権論への賛否
4. 株主主権論と契約の束説——諸刃の剣？
5. エージェンシー関係について——むすびに代えて——

1. はじめに

「会社は誰のためのものか」という問いは、明確な答えをだすことが難しい問いである。¹ 「誰のためのものか」を答えることは、ただちに「会社の目的は何か」を答えることになるからである。それはあたかも「人間の(生きる・働く)目的は何か」に答えることと同じく、簡単に確定的な答えがえられるものではない。一つの答えはただちに複数の問いを生み、その答えもさらなる問いを派生させることになる。この限りなく外延的に広がる問いに対して、これまで唯一分かりやすい答えをだしているのが、株主を中心として会社を考える見方である。この見方によれば、会社の取締役や経営者は出資者である株主の利害を第一に考えるべきであり、その利害を最大化するという単一の目的に向けて会社の経営をおこなうべきであるとされる。このような会社に対する株主第一主義の考え方を、ここでは株主主権論と呼ぶことにしよう。²

1 ここでいう「会社」とは、株式会社、それもその株式が取引所をとおして売買されている公開会社を指すものとする。

2 株主主権 (shareholder primacy) あるいは株主主権論 (shareholder primacy norm) という用語はおもに会社法学の研究者によって使われているが、この用語に統一的な定義があるわけではないようである。株主主権論はまた株主価値最大化論 (shareholder wealth maximization norm) と同義とされるが、後者はおもにエコノミストが使用する用語となっている。本稿では、法学の知見も踏まえた視点からの考察を意図するため、株主価値最大化(論)という極大化表現よりも、所有-経営の関係をよりよく表現する株主主権あるいは株主主権論という表現を用いることにしたい。

株主主権論をエコノミストとして最初に明言した者として、あるいはすくなくともその最初の一人として、ミルトン・フリードマン(Milton Friedman)を挙げることに異論はないであろう。すなわち、フリードマンは1970年9月13日付の『ニューヨーク・タイムズ・マガジン』誌に掲載した論文「ビジネスの社会的責任とはその利潤を増やすことである」において、つぎの点を主張した。³

- ①「私的所有に基づく自由企業体制の下では、企業の経営者とは、企業の所有者の雇われ人である」。したがって、経営者の責任とは、「雇い主の欲求に従って企業を運営することである。」
- ②「一般に雇い主の欲求とは、法律や倫理的慣習で具体化されている社会の基本的なルールを守りつつ、できるだけ多くのお金を稼ぐことである。」

ここでは、「企業の所有者」が誰であるかを指示していないが、同じ論文の後の箇所です「株主にとって企業の経営者を選出する理由は、経営者が代理人として株主本人の利益のために働いてくれるということに尽きる」⁴という表現からもうかがえるように、「企業の所有者＝株主＝経営者の雇い主」という等式で考えているとみて間違いのないであろう。そして、その「雇い主の欲求とは、……できるだけ多くのお金を稼ぐこと」、つまり株主の利害を最大化することにあるというわけである。フリードマンが、株主主権論を主張する、初期の代表的なエコノミストである所以といえよう。

フリードマンの主張はこのように明確である。その明快さは、会社の所有者は株主であるという、「私的所有に基づく自由企業体制」を前提としていることにある。つまり、会社の所有者である株主はその私的財産の運用を雇った経営者である「代理人」に委託し、代理人は雇用主である株主「本人」のためにその利益を最大化する義務を負うという、私的所有財産の信託・受託関係が株主と経営者との間に成立していると考えられているのである。しかしながら、このような前提は、じつは、それに到るための二つのステップをさらに前提としている。第一に、私的財産の所有者「本人」がその財産の運用を自分でおこなうのではなく「代理人」に委ねるという、会社経営のあり方の変容が前提とされている。いわゆる、所有と経営の分離あるいは所有と

3 フリードマン[1970=2005]:84.

4 フリードマン[1970=2005]:86.

支配の分離である。⁵ 第二に、そのような分離のもとでも、「代理人」たる経営者は他の利害関係者 (stakeholders) ではなく、株主 (stockholders) の利害を最優先すべきであるという前提である。

フリードマンの議論では当然であるとして明示的に示されることのなかった上記二つのステップは、株主主権論を再考する場合に重要な手掛かりになると考えられる。株主主権とはそもそもどういったコンテキストの中で語られたのか、それは所有と経営 (支配) の分離とどのような関係にあるのか。また、所有と経営 (支配) の分離の中で、株主主権はなぜ他の利害関係者に優る規範たりえるのだろうか。本稿では、これらの問題について歴史のおよび理論的な考察をおこなうことで、株主主権論の意味とその限界を明らかにすることを目的とする。以下、次節では株主主権が唱えられた歴史的なコンテキストを紹介する。第3節では、株主主権の規範としての優位性をめぐる賛否の主張をみていく。第4節では、近年の企業論の一つである「契約の束」説と株主主権論との関係について考察をする。最後の節では、株主主権論や契約の束説の前提となっているエージェンシー関係について若干の考察をおこなうことで、本稿のまとめとしたい。

2. 株主主権論の起源と変遷

企業の取締役や経営者は出資者である株主の利害を第一に考えるべきだとする株主主権の考え方は、いつごろ形成されたのであろうか。国によって事情は異なるのは当然だが、株主主権論が喧伝されるアメリカでよく参照されるのは、1919年に出版された、*Dodge v. Ford Motor Company* の訴訟におけるミシガン州最高裁判所の判決である。最高裁の判決内容をみる前に、この訴

5 フリードマンは、現代企業における所有と経営との分離によって引き起こされる、いわゆるエージェンシー問題について、後の世代のエコノミストほどに鋭敏ではない。たとえば、初版が1960年代に出版された著作での、つぎのような叙述を見よ。「現代の企業では所有と経営が切り離されているとの不満の声がよく聞かれる。企業は所有者におかまいなく好き勝手をする組織になってしまい、幹部連中は無責任で株主の利益を考えない、というのだ。この非難は、いまのところは当たっていない。だが、企業の慈善目的の寄付を認め税控除の上限を引き上げるような政策が実現すれば、まちがいでなく企業の所有と経営は切り離される。」フリードマン[2002=2008]:252-253。波線は引用者補。

訟問題について簡単に紹介しておこう。⁶

周知のように、フォード社(Ford Motor Company)はHenry Fordが1903年に創設したアメリカの自動車会社である。創業者のHenry Fordは58%の株式をもつ大株主であり、社長ならびに取締役員を兼務していた。創設時の出資者として、Dodge兄弟(John F. DodgeおよびHorace E. Dodge)が含まれており、フォード社に自動車部品を供給していた。Dodge兄弟の株式所有比率は10%であり、いわゆる少数株主であった。⁷1916年、Henry Fordはリヴァー・ルージュ新工場の建設を中心とした設備投資のために、フォード社がおこなってきた特別配当の支払いを今後停止することを発表した。この特別配当は、定期的な株式配当以外に払ってきた配当であり、1913年から15年の間に、毎年10~11百万ドルが支払われていた。Dodge兄弟は、フォード社の稼得した利益の相当部分を配当として支払うべきこと、および新工場建設の差止めを求めて、フォード社を提訴した。⁸下級審の裁判は1917年5月に始まり、同年12月に結審した。下級審裁判所の判決は、Dodge兄弟の求めを二つとも認めるものであった。これを不服とするフォード社は、ミシガン州最高裁判所に上訴した。同州最高裁の判決は1919年に出された。

その判決内容によると、下級審の判決が認めた工場建設(溶鉱炉建設)の差止めについては覆された。その理由についてはつぎのように述べられている。

フォード自動車会社事業が提案している拡張にわれわれ〔裁判官〕が干渉すべきとは確信しえない。……大規模事業の最終成果は確実に推測できるものではない。裁判官は事業の専門家ではない。事業計画は、長き将来にわたって、予想される競争に対して、またすぐに利益があがる事業と同じく継続的に利益があがる事業について、作成されなければならないことが認められる。フォード自動車会社の経験は、この問題の取扱いにおいて有能であることを示している。⁹ ([] 内は引用者補)

6 以下の叙述は、断りのない限り、<https://www.law.illinois/edu/aviram/Dodge.pdf>に転載された判決文(一部抜粋)によっている。なお、同文書は2016年11月2日に取得したが、2017年1月14日現在、同サイトからは削除されている。

7 Dodge兄弟は、1903~1913年の間、フォード社の取締役会のメンバーであった。取締役員の辞任後もフォード社の株式は保有しつづけた。Henderson [2009]:37.

8 このDodge兄弟の提訴は、配当金そのものを要求するというよりも、Henry Fordが計画した新工場が、自社(the Dodge Brothers Motor Car Company.1914年設立)が製造・販売する車にとって競争上重大な脅威になることを危惧して、その差止めを行なうためであったといわれている。Henderson [2009]:56.

9 注6に同じ。

裁判官は事業の専門家ではなく、したがって事業に関する意思決定については専門経営者の裁量に委ねるべきであるとの判断は、いわゆる「経営判断の原則 (business judgment rule)」と呼ばれるものである。¹⁰ ミシガン州最高裁もこの原則にしたがって、新工場建設の差止めに関する下級審の判決を覆している。

他方、稼得利益からの特別配当については、下級審の判断を支持し、配当の支払いを命じた。その根拠については、つぎのように述べられた。

取締役が会社資金の詐欺や不正使用の罪を犯していると思われることが明瞭であるとか、事業に差し障りなく株主に配当できる純利益の余剰があるときに配当の公表を拒否したり、またそうすることを拒否することが詐欺とみなされるような、あるいは株主に対して実行することを義務づけられている誠実の違反とみなされるような裁量権の濫用に等しい場合以外、エクイティ法廷は取締役の経営に干渉することはない。¹¹

すなわち、州最高裁が下級審と同じく配当の支払いを命じたのは、フォード社の場合、取締役 (= Henry Ford) が利益処分に関して裁量権を濫用したと認めたことによるものといえよう。くわえて、この判決では、取締役や経営者に関する行動基準が企業目的との関連で述べられた。すなわち、

自分や株主が公衆に対して負っているとフォード氏が考える義務と、異議を申し立てている少数株主に対して自分やその共同の取締役が法律上負っている義務と、混同すべきではない (混同している証拠がある)。営利法人は株主の利益を主として、そのために組織され運営される。取締役の権力はその目的のために用いられるはずである。取締役の裁量は、その目的達成のための手段の選択で行使されるべきであり、他の目的に利益を捧げるために、利益目的それ自身を変更したり、利益を削減したり、あるいは株主間の利益配分をなしとすることまでにおよぶものではない。¹²

10 アメリカの経営判断の原則とは、裁判所は、取締役と会社との間に利害対立がないこと、および取締役の意思決定過程に不合理がないことだけを審理すべきであり、その判断内容の合理性には一切踏み込まないこと、といわれる。江頭[2015]:466。これは、不確実性のもとで下される経営者の経営判断を事後的・結果論的に評価してその責任を問うことは、経営者の意思決定を萎縮させかねない、との理由によるものである。同上、429ページ。

11 注6に同じ。

12 注6に同じ。

営利法人は株主の利益のために組織され運営される、取締役は株主利益を実現するための手段を選ぶために経営上の裁量権を働かせるべきであり、その裁量権は利益目的そのものの変更にはおよばない、というこの判決文は、株主主権の考え方と酷似している。実際、この判決は、株主主権論を支持するものとして、会社法の解説やロー・スクールで繰り返し引用されてきたという。¹³

しかしながら、*Dodge v. Ford Motor Company*事件の判決でだされた、この企業目的と取締役の裁量権に関する文言を、後の世代が「株主主権論」を打ち出した画期的な判決と評価することについては重大な疑義が提起されている。つまり、ミシガン州最高裁が特別配当の支払いを命じた主たる根拠は、株主主権論がいう株主利益の最大化にあったというよりも、現代でいう少数株主の抑圧という事実認定にあり、その是正を求めたことにあるという。これを説くGordon Smith[1998]によりながら、説明しよう。

Smithによれば、アメリカの営利法人をめぐる裁判において株主主権 (shareholder primacy) がほぼ確立される時期は、1830年代以降であるという。¹⁴ この場合、株主主権の内容をなすのは、①株主の受益権 (配当) および議決権、②経営者の株主への信任義務、③派生訴訟の発生、である。①の株主の受益権とは、利益配当請求権のことであり、利益を配当として支払うことを規定する定款がしばしば作成されたという。また、株主の議決権についての焦点は取締役の選出にあった。¹⁵ ②の信任義務は、経営者と株主の関係を受託者と信託受益者との関係になぞらえたことによるものである。取締役の信任義務は株主の財産権に関わるものとして捉えられた。¹⁶ ③の派生訴訟 (derivative suit) とは、取締役に損害賠償を求める場合、会社に代わって株主が請求権を求めて提訴する訴訟のことである。これは、取締役を株主の信託者として捉える②の視点と不可分である。株主の利益のために企業を運

13 「*Dodge v. Ford Motor Company*事件は、この命題〔経営者や取締役は株主利害を推進する法的義務を負うとする命題〕に対する唯一の法的権威として常套的に用いられている。」あるいは「アメリカの会社法は株主のための利潤最大化を法的義務として会社取締役に課していると主張しようとする解説者にとって、*Dodge v. Ford Motor Company*事件は証拠物件Aの役割を果たしている。」Stout [2008]:165, 172.

14 Smith [1998]:296.306.

15 Smith [1998]:298-299.

16 Smith [1998]:301.303.

営する取締役が、その利益に反した行為によって損害をもたらした場合、株主は損害の補償を求めて、会社に代わって取締役を提訴する。裁判所がこれを受理することが慣行化したことが、株主主権の形成に寄与したというわけである。¹⁷

これら株主主権の形成が行われた1830年代前後は、営利法人が一般に閉鎖会社であった時代である。ここでいう閉鎖会社 (closely held corporation) とは、株式会社でありながら、その株式の流通市場がないために実質的に株式の譲渡性が閉ざされている会社を指す。¹⁸ とくに産業企業の場合、19世紀を通じて閉鎖会社として運営されることが常態であったといえる。これら閉鎖会社にあつて、経営者の経営権限をめぐり利害対立が発生するとすれば、それは株主間においてであった。創業者やその一族は当該営利法人の過半数株式を所有し、また経営権も掌握する。大株主である経営者は、会社経営についての自らの判断を多数決の原則にしたがって実行しうる。その経営判断と実行は、場合によっては少数株主の利害と対立する可能性がある。まさに、Dodge 兄弟とフォード社の対立はこれに該当する。当時のフォード社は、ここでいう閉鎖会社であった。多数株主であり経営権を掌握していたHenry Fordは、リヴァー・ルージュ新工場のために多額の資本を必要とし、そのため特別配当の支給停止を決定した。ミシガン州最高裁が下した配当支払い命令は、1830年代を境に形成されたという株主主権を踏まえての判断であったといえよう。すなわち、株主の配当請求権や経営者の株主に対する信任義務を踏まえての判決であった。すでに引用した判決文の中で、「自分や株主が公衆に対して負っているとフォード氏が考える義務と、……少数株主に対して自分やその共同の取締役が法律上負っている義務と、混同すべきではない」という文言、そしてまさにHenry Fordが「混同している証拠がある」と断じた文言は、この株主主権を指すものである。それは閉鎖会社において、多数株主 (= 経営者) が自らの利益のために少数株主の利益を抑圧することを禁じる根拠として、株主主権を主張するものであった。つまり、株主はその持株数の多寡にかかわらず公平にあつかわれるべきとする根拠が、株主主権に求められたのである。

Smithの結論的な考察によれば、①株主の公平なあつかいの問題は現代で

17 Smith [1998]:304.

18 Smith [1998]:305, note138.

は少数株主抑圧の問題としてもっぱら論じられて、株主主権とのリンクが切断されてしまった、②閉鎖会社における株主主権はその後公募会社にまで拡張され、そこでは株主間の利害を調整する規範としてではなく、非株主(債権者、従業員、サプライヤーなどの利害関係者)に対する株主の優位的な取り扱いを主張する規範として展開されていった、という。¹⁹

産業企業にける閉鎖会社から公募会社への転換、またそれにとまなう所有と経営(支配)との分離は、アメリカではいわゆるビッグ・ビジネスと呼ばれる大規模産業企業の成立を通してなされた。この過程は経営史の分野では1880年代ごろの現代企業(modern enterprise)の成立の歴史として、また法学と経済学の分野では大規模企業の所有権と支配に関する分析によって明らかにされている。²⁰ 本稿では、この点を指摘するにとどめておき、より直截的な問題として、公募会社においてなぜ株主が他の利害関係者に対して優位性をもつべきとされるのか、その主張の根拠について検討していこう。

3. 株主主権論への賛否

株主の利害が非株主の利害に優先すべきことについては、さまざまな理由が表明されているが、ここでは代表的な二つの見解を取り上げよう。第一の見解は、株主が残余請求権者(residual claimant)であることに求めようとするものである。たとえば、株主の自益権の一つである配当請求権は、剰余金である当期利益が生みだされてはじめて行使が可能となる。言うまでもなく、損益計算において、当期利益は売上高収入から諸費用を控除した残りとして計算される。諸費用のなかには、従業員への給与、借入先への利払い(金利、社債利子)、仕入れ先への支払いなどが含まれる。これら支払いについては、あらかじめ決められた固定した額がそれぞれの関係者に支払われる。また、支払われない場合は、契約にもとづいて支払いを法的に強制することが可能となる。これらの固定請求権者(fixed claimant)への支払いをした後に剰余金が残る場合、株主はそれに対する配当請求権者となる。また、株主の自益権の一つとして、残余財産分配請求権がある。これは、会社清算時に、固定請求権者への債務弁済をおこなった後に財産が残る場合、株主はこの残余財

¹⁹ Smith [1998]:320.323.

²⁰ 代表的な著作として、チャンドラー[1977=1979]、バーリ=ミーンズ[1932=2014]を参照のこと。

産に対する分配請求権者となることができるというものである。²¹しかし、会社がその事業活動において常に利益を確保できるわけではない。欠損となれば、株主は株式への配当を断念しなければならない。また会社が永続的に存続できるというわけでもない。債務超過で倒産した場合、株主の残余財産に対する請求権は無に帰する。このように残余請求権者としての株主は、会社の事業リスクを負担する者となる。それゆえ、会社の意思決定が事業の収益性や継続性に大きな影響を与えると考えるならば、会社の経営成果のゆくえんにもっとも高い関心と利害をもつ利害関係者は、残余請求権者である株主ということになる。そのため、株主は会社の意思決定者——取締役や経営者——に株主利益を最大化する義務を課するとともに、それに応じた誘因（報酬）を提供することに、他の利害関係者よりもより大きな負担（コスト）を支払う用意があるという。²²

株主の利害を第一に優先すべきと主張する第二の見解は、企業目標の単一性が多極性よりも優れているということである。²³経営者は意思決定上さまざまな選択肢をもつが、それら意思決定をおこなう際にはより良いこと（better）に関する規準をもたなければならない。そしてその規準としては、単一であること、また測定が可能であることが求められる。たとえば、利益最大化と市場シェア最大化という測定可能であるとしても、トレードオフの関係にある複数の目標が掲げられる場合、経営者はどの範囲で意思決定をすべきかが分からなくなる。市場シェアを増やすためには製品開発、宣伝広告あるいは製品価格の引き下げが有効と考えられるが、それらの方策は利潤を減らすことになるかもしれない。複数の目標の間にトレードオフの関係がある場合、それをどの地点で決めるかの解決方法が見つからないのである。²⁴単一であり測定可能という意味で規準として優れているのは、企業価値最大化という目標であるという。ここでいう企業価値とは、企業に関する金融的請求権（株式、負債、ワラント債など）の市場価値総額を意味する。その最大化を目指すということは、企業が経済から取り出してきた追加的1ドルの資源（＝従業員、サプライヤー、債権者などへの支払い）が、消費者によってその生産物の追加部分が1ドル以上に評価される（＝アウトプットとイン

21 江頭[2015]:128-29.

22 落合[1998]:8-9.; 田中[2016]:74-75.

23 以下の叙述は、おもにJensen [2002]の主張を紹介したものである。

24 Jensen [2002]:237-38.

プットの差額として利潤が生まれる)かぎり、その産出を拡大すべきということである。²⁵ 企業価値最大化に向けた経営者の意思決定は、会社を取り巻く利害関係者の間のトレードオフ関係の調整をどういった規準のもとで行うかの判断を可能とするとともに、生みだされた利潤分だけ社会的福利を増大させているという。²⁶

以上、株主主権の優位性を主張する典型的な説を2つ紹介してきた。しかしながら、それぞれの説については、反論ないし適用の限定を付す議論もあり、誰の利益を優先すべきかにおいてかならずしも株主利益を第一とする主張が無条件で通用しているわけではない。以下、それぞれの説に対する反論や異論を紹介していこう。

まず、残余請求権にもとづく株主主権論に対してである。この立論においては、固定請求権者は、事前に確定した額の請求権をもち、履行されない場合は履行を強制する手段がいろいろ整えられており、また一般に事後的な契約改定の余地もあるとされる。したがって、経営者が残余請求権者に対する信認義務にもとづいて株主価値最大化のための意思決定をおこなっても、固定請求権者は影響を受けないということが前提とされている。しかしながら、経営者が株主への信認義務を忠実に果たすことは、固定請求権者の利害を損なうケースが発生することがある。J.R. Maceyは次のような数値例を用いてこれを説明している。²⁷

ある会社について、固定請求権者と残余請求権者の二つのクラスの請求権者がいるとする。企業はある会計期間の期末には固定請求権者に100万ドルの借入金を支払う必要がある。当該会社がある会計期間内に実施可能な事業プロジェクトとその現在価値での予想収益の確率は、以下の表のようであるとする。

25 Jensen [2002]:240.

26 Jensen [2002]:239-240. Jensenは、最大化という考え方が複雑な世界に当てはめるに不都合というのであれば、価値探求 (value seeking) あるいは価値創造 (value creating) という表現に換えることも可能であろうと述べている。 *ibid.*,247.

27 以下の叙述は、Macey [1991]によっている。

事業プロジェクトと会計期間の期末における予想収益の確率

プロジェクト	予想収益とその確率	期待値
A	100万ドルの確率50%、500万ドルの確率50%	$0.5 \times 100万ドル + 0.5 \times 500万ドル = 300万ドル$
B	100万ドルの確率50%、600万ドルの確率50%	$0.5 \times 100万ドル + 0.5 \times 600万ドル = 350万ドル$
C	50万ドルの確率50%、1000万ドルの確率50%	$0.5 \times 50万ドル + 0.5 \times 1000万ドル = 525万ドル$
D	0ドルの確率50%、150万ドルの確率50%	$0.5 \times 0ドル + 0.5 \times 150万ドル = 75万ドル$
E	100万ドルの確率100%	$1.0 \times 100万ドル = 100万ドル$

出所：Macey [1991]:28-31より作成

固定請求権者にとって、経営者が当該期間内にプロジェクトAまたはBのどちらを選択するかについては、無差別である。つまり、無関心である。なぜなら、どちらのプロジェクトにおいても固定請求額の100万ドルは期末に支払われることが予想されるからである。したがって、固定請求権者は、経営者の意思決定に関与することになんの利害関係ももたない。しかし、残余請求権者にとっては、プロジェクトAよりもプロジェクトBが選択されることに利害関係をもつ。明らかに、プロジェクトBの期待値がプロジェクトAのそれよりも大きく、より大きな配当を期待できるからである。したがって、残余請求権者は経営者がプロジェクトBを選択するよう、意思決定過程に関与することに利害関係をもつ。

しかしながら、固定請求権者が経営者の意思決定につねに無関心であるわけではない。たとえば、プロジェクトAとCを比較してみよう。先に述べたように、プロジェクトAの場合、固定請求権者は期末に100万ドルを全額受け取れると期待する。しかし、プロジェクトCの場合、100万ドル全額が支払われる可能性は50パーセントに減少する。その一方で、残余請求権者にとって、プロジェクトCはプロジェクトAよりも魅力的である。期待値がより大きいからである。さらに、表におけるプロジェクトDとEとを比較してみよう。プロジェクトDは予想収益がゼロとなる確率が50パーセント、150万ドルとなる確率は50パーセントである。プロジェクトEは、確実に予想収益100万ドルを上げることができると期待されるプロジェクトである。固定請求権者の立場からは当然プロジェクトEが好ましい。しかし、残余請求権者の立場

からは、配当のための残余をなにも残さないプロジェクトEよりも、プロジェクトDの方が望ましい。しかし、プロジェクトDが選択された場合、プロジェクトEが100万ドルの価値を社会に生みだすのに対して、プロジェクトDは75万ドルの期待価値しか社会に生みださないことになる。

Maceyの数値例によって示されることは、つぎのことにある。残余請求権者である株主の価値を最大化することは、固定請求権者の利害を損なう可能性があるということ、したがってまた、経営者の信認義務は株主価値の最大化に向けられるべきであるとする主張はそのままでは肯定しえないということである。²⁸

株主が会社経営のコントロール権を握って、自己の利害の最大化に向けた経営を求めることは、他の関係者の利害を損なう可能性がある。このことは、株主主権の優位性を主張する第二の説、すなわち企業価値の最大化をもって単一の企業目標とする説の妥当性に疑義を提示するものである。株主価値の最大化が固定請求権者の価値を損なう可能性がある以上、企業価値の最大化に向けて金融的請求権のバランスをいかにとるべきかについて経営者は判断する規準をもたないからである。さらに、単一目標において株主の利害が均一と想定されていることについても疑問がだされている。²⁹ すなわち、第一に、株主の間にも選好する投資時間枠が異なることが当然に想定される。株価の変動を利用して利ざや獲得を目的に短期間のうちに売買を繰り返す株主に比べて、長期間保有する株主は、会社が従業員のスキル開発や製品開発に投資し、サプライヤーとの良好な関係維持に努め、またや顧客の信頼獲得やブランド・ロイヤルティの構築に傾注することを望むであろう。³⁰ 第二に、ヘッジファンドのように、特定少数の会社株式に投資して短期に株価の値上がり求めて経営陣にさまざまな要求を繰り返すアクティヴィストの株主は、広い範囲にわたる会社の株式や債券に投資している分散投資家の利害を損なう可能性がある。分散投資家は、ヘッジファンドほどに限られた会社の株式に集中投資はしておらず、特定会社の内部事情に精通してはいないために、合理的無関心に陥る。ヘッジファンドは、この間隙をぬって、資産の切り売りや会社売却の要求を経営陣に求め、その主張を通していこうとする。³¹

28 Macey [1991]:30-31.

29 以下の叙述は、Stout[2012]によっている。

30 Stout[2012]:69.

31 Stout[2012]:70,93-94.

このような株主間の時間軸や投資選好軸の違いを考慮すれば、どの株主も「株主価値最大化」を求める単一の集合として扱うことを困難とするのである。

以上述べたように、株主主権論の主張を支える、株主の残余請求権者説および株主価値最大化という単一目標説のいずれについても、反論あるいは異論の余地があり、十分な説得性をもつものではない。じつは、その説得性に缺ける重要な理由の一つは、両説とも会社の見方として、「契約の束 (nexus of contract)」説を採用していることにあると考えられる。だが、会社を「契約の束」としてみる見方は、株主主権論を支えるというよりは、むしろそれを掘り崩すものではないだろうか。次節はこの点を検討していこう。

4. 株主主権論と契約の束説——諸刃の剣？

「2. 株主主権論の起源と変遷」で述べたように、当初主張されていた株主主権はいままでいう少数株主抑圧を多数株主(=経営者)に禁じる根拠として司法で取り扱われた(*Dodge v. Ford Motor Company*)。それが閉鎖会社から公開会社へと拡張されるとともに、株主主権は株主価値最大化として喧伝されるにいたった。その変化の時期として、1980年代が境であったと思われる。すなわち、アメリカにおいて「株主価値 (shareholder value)」という語句がビジネス誌や年次報告書で言及される経年的な変化を分析した研究によると、つぎの点が指摘されている。³² ①「株主価値」あるいは類似の言葉は、1965年以前には登場していない、②1980年代初期に徐々に増加し、1980年代後半に急増、③1990年代初頭以降の株式ブームとともに第二の急増期を迎え、ITバブル崩壊とともに減少するもその後また増加する、という傾向がみられた。かくして、「株主価値」は1980年代以降、アメリカ企業においてはビジネスモデルとして確固たる地位を占めるにいたった。

この1980年代は、アメリカの合併史で第4次合併運動の高揚がみられた時期であった。しかも、この合併運動の特徴として、敵対的TOB (hostile takeover bid) がかつてない金額規模と件数でおこなわれたことが指摘されている。³³ 「敵対的」とは、標的企業の現職経営者の同意をえずに、直接株主に高値の公開買い付けを提案し、過半数株式を取得して経営権を握るとい

32 Heibron et al.[2014] ; Taylor[2015]

33 Gaughan [2015]:62-66.

うものである。この渦中には、会社支配を直接の目的とせずに、標的企業となりそうな企業の株式を買い漁り、会社争奪の過程で転売して利鞘を稼ぐ裁定取引業者(arbitrager)も入り交じり、現職経営者と買収企業との間で会社支配権(corporate control)をめぐる熾烈な闘いが展開された。³⁴

アメリカ企業の間では、敵対的TOBを避けるため、買収企業(者)のウラをかく戦術を編みだしたり、あるいは買収に対する法的規制を求めて立法化の動きが盛んとなり、議会も法制化に動いた。³⁵このような動きに対して、金融エコノミストのJensenは、1980年代の敵対的TOBが会社経営に対する外部市場からの有効なコントロール権の形成であるとして、その正統性を主張した。かれが会社支配権市場の形成を正統化する理由は、会社経営に対する株主の主権を回復することにある。その理由付けをいましばらくたどれば、つぎのようである。

Jensenによると、経営者の関心は企業成長に向けられており、それはつぎの点に理由があるという。すなわち、①コントロール下にある経営資源の増大によって経営者の権力が増大する、②売上高増加に関連付けられた経営者の報酬が増大する、③中間管理層の昇進チャンスが拡大する。³⁶つまり、経営者は自らの利害の最大化を目的として経営上の意思決定をおこなうのであり、その経営上の意思決定は株主の利害とかならずしも一致するものではない。両者の利害対立がもっとも先鋭化するのはフリー・キャッシュフローの処分をめぐる点であるという。ここでフリー・キャッシュフローとは、適切な資本コストで割り引いたネットの現在価値(>0)をもつすべての事業計画に資金手当てをした後に残るキャッシュフローのことである。株主は、フリー・キャッシュフローのすべてを自分たちに吐き出すことを期待するが、経営者は事業の拡大のために、このフリー・キャッシュフローを自己のコントロール下におく傾向がある。この結果、経営者はフリー・キャッシュフローを、資本コスト以下の投資計画に費やしたり、精通していない産業分野での

34 1980年代のアメリカのM&Aの有様を同時代的に描いた著作として、マドリック[1987]がある。また、投資銀行によるタバコ・食品会社RJRナビスコの買収劇(1980年代の買収金額としては最高値をつけた)を描いた著書として、バロー=ヘルヤー[1990=1990]がある。

35 ポイズン・ピルは潜在的な標的企業による代表的な防衛戦術であった。Gaughan [2015]: 190-93. このほか、州政府の買収規制法として、二段階公開買付けを制限する法規制、公開買付け者の議決権を制限する法規制、株主以外の利益を導入する法規制などが制定された。Gaughan [2015]:104-05. 徐 [2007]:143-46.

36 Jensen [1986]:323.

M&Aに支出する。³⁷しかし、このような経営者によるフリー・キャッシュフローの浪費は企業価値の毀損を招き、株価の低下となって現れる。1980年代の敵対的TOBの到来は、この株価が低迷した企業を買収して、潤沢なキャッシュフローを濫費する現職経営者を企業から追い出すに有効な手段として評価される。³⁸それは、株主が株式市場という企業の外部市場から現職経営者を規律づける手段を手に入れたことなのだと、積極的かつ肯定的に評価された。

フリー・キャッシュフローをめぐる経営者と株主の利害対立において、金融エコノミストであるJensenが後者、つまり株主の側に組して議論していることは明らかである。Jensenの株主主権論の理論的な根拠は、1970年代にMecklingと共同で発表した論文で展開されている。いわゆるエージェンシー理論にもとづく企業理論(契約の束説)である。

Jensen & Mecklingによれば、エージェンシー関係とは、「一人ないしそれ以上の人間(プリンシパル)が自分たちのために、ある業務を遂行することを別の人間(エージェント)と約定する契約」として定義され、それには「一部の意思決定権限をエージェントに委譲することが含まれる」。³⁹この契約関係にある両当事者が効用最大化の追及者であれば、エージェントがプリンシパルのもっとも都合の良いように行動するとはかぎらない。そのため、プリンシパルは、自分たちの利害からの逸脱を防止するために、エージェントに対する適切なインセンティブを設けるとともに、エージェントの行動を確認するための監視コストを負担することになる。⁴⁰このようなエージェン

37 Jensen [1986]:326, 328.

38 Jensen [1986]:327. Jensenによれば、経営資源の配分・運用に関する現職経営者によるコントロール(会社内部のコントロール・システム)は、1970年代における経営環境の大きな変化によって生じた産業内の過剰生産能力の処理や当該産業からの退出の意思決定において効率的かつ迅速に対応できず、結果的に経営資源の浪費に導いたという。Jensen [1997]:22-24.

39 Jensen and Meckling [1976]:308.

40 *ibid.* Jensen & Mecklingは、エージェント側でも状況に応じて、プリンシパルの利害に反する行為はとらないこと、またそのような行為をとった場合はプリンシパルに補償することを確約するための費用(bonding cost)——たとえば、公認会計士による監査や財務報告書の作成にかかわる費用——を負担することを述べている。*ibid.* さらに、エージェントの意思決定とプリンシパルの福利(welfare)を最大化する意思決定との間に乖離があり、それによってプリンシパルがこうむる福利減少の貨幣価値相当分もエージェンシーコストの一つであり、これを残差損失(residual loss)と呼んでいる。かくして、エージェンシーコストは、監視コスト、確約コスト、残差損失の合計額となる。*ibid.*

シー関係をかれらは所有と支配とが分離した会社にも拡張する。つまり、会社の株主と経営者との関係はエージェンシー関係に適合 (fit) するものであり、ここでは株主がプリンシパルの、また経営者がエージェントの地位を占め、会社経営者は株主のエージェントという関係に立つ。⁴¹ このように株主と経営者との関係をプリンシパルとエージェントの間の契約関係と捉えることは、「1. はじめに」で紹介したフリードマンの会社の見方とよく似ている。フリードマンによれば、「企業の経営者とは、企業の所有者の雇われ人」であり、経営者の責任は「雇い主の欲求〔できるだけ多くのお金を稼ぐこと〕に従って企業を経営することである」とされていた。エージェンシー関係の用語を用いれば、フリードマンのいう会社の所有者はプリンシパル、会社の経営者はエージェントとみてよいであろう。

しかし、いうまでもなく会社とは経営者と株主だけで成立するものではない。従業員、債権者、サプライヤーズ、ディストリビューターズ等々の関係を含む。Jensen & Mecklingによれば、これら会社の利害関係者と会社との間の関係も「多数の複雑な契約関係である」という。⁴² かくして、会社を含むほとんどの組織は「個人の間での一連の契約関係の束 (a nexus for a set of contracting relationships among individuals)」として機能する。⁴³ いわゆる、会社は諸契約の結束である、という契約の束説である。すなわち、会社は「法的擬制 (legal fictions)」にすぎず、それは契約関係という枠組のなかで諸個人の相対立する目標が均衡へともたらされる複雑な過程のための焦点として役立つ。この意味で、会社の「行動」は市場の行動と似ており、複雑な均衡過程の結果にはかならない。⁴⁴ さらに、会社を含む組織にとって最適な契約の組合せはそれぞれ異なり、また外的環境の変化によっても組合せが影響を受けることから、会社の「内」と「外」とを区別することになんの意味もないとされる。⁴⁵

エージェンシー関係にもとづいて会社を諸契約の結束とみなす契約の束説

41 Jensen and Meckling [1976]:309.

42 Jensen and Meckling [1976]:311.

43 Jensen and Meckling [1976]:310.

44 Jensen and Meckling [1976]:311. このことから、会社を人格化した表現、たとえば「企業の目的関数はどうあるべきか」とか「企業は社会的責任をもっているか」といった表現は、あたかも会社を動機や意図をもつ個人であるかのように指示するために、重大な誤解を招きやすいという。Jensen and Meckling [1976]:311.

45 Jensen and Meckling [1976]:311.

は、株主主権論を支える理論となっている。しかしながら他方で、それは会社に関する株主主権論的な考え方と背馳する側面をもっている。契約の東説を押し詰めていくと、「法的擬制」たる会社と契約するさまざまな関係者の間で、株主が他の関係者に比べて特別の優先的な地位を占める先天的な理由はないはずである。フリードマンのような古典的な所有権論にもとづく「株主=会社の所有者」論とはことなり、契約の東説においては、擬制たる会社という「焦点」において諸個人が取り結ぶ契約は基本的に対等であり、誰一人としてあらかじめ予約されたような優先的権利を主張することはできない。株主が会社経営に関する大きな権限をもつとすれば、⁴⁶それは株主が残余請求権者の役割を引き受けること、つまり事業経営のリスクを引き受けることに求められていることはすでにみてきた。しかし、経営者が株主利益の最大化だけををはかることは、「3. 株主主権論への賛否」で述べたように、ほかの関係者の利害を損なう可能性がある。つまり、経営者の信任義務が株主だけに向けられるとき、それはほかの関係者の利害を、ひいては会社価値を毀損する危険性があるのである。契約の東説は、契約設計の仕方によっては株主主権論を掘り崩す論拠にもなりうるように思われる。⁴⁷

契約の東説がはらむ問題は、これにとどまるものではない。その説が暗黙裡に依拠する方法論的個人主義は、集合レベルでの組織目的はなにかという問題と整合性を欠くのである。契約の東説によれば、企業を含む組織は擬制的なものであり、したがってもともと実体をもたないものとされる。そこに在るのは諸個人だけであり、かれらは擬制的な企業をとおして契約関係を結び、それぞれの目的を達成するために行動する。それゆえ、企業の行動は(諸)個人の行動へと還元される。すなわち、企業の行動は契約関係をとおして結びついた諸個人の行動の総和として把握される。しかし、この還元主義と総和主義は、ひとたび行動からその目的へと視点を移すと、困難を来たすのである。

一般に、諸個人の行動目的がその効用最大化にあるとすれば、企業を諸個人に還元する契約の東説においては、企業行動の目的も効用最大化にあるは

46 日本の会社法にみられる、株主の経営権に対する独自の権限としては、①残余財産請求権、②取締役の選・解任権、③株主代表訴訟があげられている。大塚[2014]:47-48。

47 会社法学では、会社法が強行法規であるのか任意法規であるのかをめぐる意見が分かれているが、近年の傾向としては前者から後者へと解釈や会社法規が移りつつあるという。玉井[2004]:660-61。

ずである。しかしながら、個人の効用は序列的に順序づけることが可能であっても、それらを基数的に総計することはできない。つまり、諸個人の効用を集合レベルで総計することはできないし、意味をなさない。なるほど、そういった意味では貨幣価値で表示可能な株主価値最大化という目標は、もっともらしい集計レベルでの目的関数のように思われる。しかしながら、それはじつはフィクション以上のものではない。すでに「3. 株主主権論への賛否」で述べたように、株主間においても利害の相違があり、そのことは株主個人の利害＝効用が違っているということに他ならない。それを株主価値最大化という単一指標であたかも集計できるかのように主張することは、一種のフィクションに過ぎない。株主からさらにほかの利害関係者に目を転じれば、諸個人の効用の違いはさらに明らかである。たとえば、従業員の効用はどのように集計できるのであろうか。従業員は、稼得賃金という効用の最大化を求めて行動するといっても、雇用の確保のためには賃金引上げを断念する従業員もいれば、より高い賃金を求めて離職する従業員もいる。あるいは賃金水準にかかわらず、この仕事が好きだから、あるいはこの仕事の技能を高めたいからということで雇用関係を継続するものもいるであろう。稼得賃金の最大化規準から見れば、雇用関係を継続するこのような従業員の行動は不合理と判定される。しかし、それは稼得賃金の最大化を唯一の効用規準として選択したことの結果である。現実の雇用関係はこのような規準ではなく、あるいは少なくともその規準だけではなく行動する従業員によって維持されている、と想定する方がより現実的であろう。もちろん、このようなさまざまな効用をもつ従業員を、株主価値最大化という単一指標のもとに株主の効用と集計化することは、もとより不可能であろう。

契約の束説が想定する、企業は擬制的なものであり実在する諸個人が結ぶ諸契約に還元できるという企業観は、受けいれがたい。それは、遡っていえば、エージェンシー関係をそのまま会社に拡張したことに問題があったと考えられる。最後に、この点について若干の考察をくわえておこう。

5. エージェンシー関係について——むすびに代えて——

契約の束説が依拠するエージェンシー関係とは、すでに紹介したようにプリンシパルとエージェントの関係からなる。このプリンシパルとエージェントの関係そのものについては、さまざま場面で幾多の論者によって取りあげ

られていると思われるが、ここでは社会契約論の創見者ホップズの見方を取りあげよう。

ホップズは『リヴァイアサン』の「第16章 人格、本人、および人格化されたものについて」において、つぎの諸点を指摘する。①その人の発言や行為がその人が代表している人々に帰属する場合、そのような役割を演じる人格は行為者(actor)と呼ばれる。そして行為者の言葉や行為が帰属するものは本人(author)である。行為者は本人の権限(authority)によって行為する。⁴⁸ ②行為者が委任された権限にもとづいて信約を結ぶと、委任した本人がその信約を結んだのと同じ効力が生じる。⁴⁹ ③集団をなす人々の同意によって、その集団が一人の人格によって代表されるとき、その集団は一つの人格をなす。⁵⁰ ④代表者が集団の名において発言し行動することがらの一々について、集団は多くの本人として理解される。集団の各人は、共通の代表者に、自分自身の権限を個々に委任しているのである。⁵¹

ホップズの理解は、今日の社会科学で論じられるエージェンシー関係やその拡張と重なる部分がある。①の行為者と本人の捉え方は、今日のプリンシパルとエージェントの捉え方と同じであり、「行為者は本人の権限によって行為する」という文言も、プリンシパルのエージェントへの権限委譲と同じ意味と考えられる。また集団の人格を論じる③でも、集団を代表する者は人為的人格として捉えられており、それは今日の会社が法人格をもつこと——それが擬制的か実在的かはともかく——と重なる。しかしながら、相違点も明らかである。個人であれ(②)あるいは集団であれ(④)、委任された権限内での行為者(エージェント)の発言や行為は、本人のそれとみなされるということである。したがって、行為者の結んだ信約は、本人が結んだ信約と同じであり、本人がその信約の履行責任を負うことになる。言い換えれば、行為者(エージェント)の発言や行動は、本人(プリンシパル)に帰責することになる。しかし今日、契約の東説に賛同するものでも、経営者の発言や行為は

48 ホップズ[1651=1992]:261.ホップズによれば、発言や行為が本人自身のものと考えられるとき、その当人は自然的人格と呼ばれ、また他人の発言や行為を代表している場合、人為的人格と呼ばれる。同上、260ページ。

49 ホップズ[1651=1992]:261-62. ここでいう信約(covenant)とは、契約当事者の一方が、契約の対象となっているものを相手側に引渡し、相手側が後日所定の期日に契約を履行するまで、相手側を信用する場合、その契約を信約と呼ぶ。同上、221-22ページ。

50 ホップズ[1651=1992]:265.

51 ホップズ[1651=1992]:265.

株主の発言や行為と同一であり、それゆえ経営者の発言や行為は株主に帰責すると主張するものはおそらくいないであろう。

ホップズが17世紀中葉に社会契約論の基礎理論として唱えた人為的人格論がそのまま現代の企業理論の一つである契約の東説に適用できないとすれば、そうなることの考えられる理路は2つある。一つは、「本人－行為者」から「プリンシパル－エージェント」への3世紀以上にわたる展開で、エージェンシー関係をめぐり何らかの理論的な組み換えがあったと考える道筋である。もう一つは、エージェンシー関係をそのまま契約の東説にいう会社論と接続することにはそもそも論理の飛躍があるという考えである。残念ながら、前者の道筋については、寡聞にして筆者の論じうところではない。後者に関しては、さらに二つの問題点が指摘できる。一つは、ホップズの人為的人格論で想定されている「本人」と、契約の東説でいう「プリンシパル」とでは、集団の構成が異なる点である。ホップズの「本人」とは、万人の万人に対する戦争状態である自然状態から脱して、平和裡に生命を維持・向上することを希求する人々であった。その意味ではかれらの利害は同質的であり一致している。それに対して、契約の東説で想定されている「プリンシパル」はさまざまな利害をもち、それゆえ加算することのできない効用をもった諸個人である。かれら各人がプリンシパルとして契約(信約)を結んだとしても、エージェントは一体だれを代表して発言し行動したらよいのであろうか。第二の問題は、ホップズの説では人為的人格という概念を明確に意味あるものとしているのに対して、契約の東説ではこれを斥け、徹底して諸個人(プリンシパル)に還元していることである。もし、人為的人格を意味ある概念とするならば、行為者は集団の人格を代表して発言し行動する権限を委ねられたものとして意味づけることが可能であろう。つまり、経営者は法人格を代表して発言し行動する権限をもつものとして位置づけることができるのである。しかしながら、契約の東説は、会社は擬制的なものにすぎないとしてこの可能性——経営者は会社人格を代表して発言し行動するという可能性が絶たれ、**会社の利害関係者のだれか(諸個人)を代表するしかない**のである。⁵² そのことが、契約の東としての会社論とエージェンシー関係との接続をより困難なものとしていると考えられる。

52 この意味では、株主を超えて会社関係者の利害を広く考えるステークホルダー(stakeholders)論も、同じ発想の枠内にあるものといえる。

最後に、契約の束説をそのまま受け入れるものではないが、同説が切り拓いた企業理論の肯定面を指摘しておきたい。会社を契約の束として捉えることは、会社を諸個人の関係性として捉えるという見方に親和的である。つまり、会社はある目的をもって、その目的達成のために協働する意欲をもつ人々の総意にもとづいて結成される場として捉える見方につながっている。⁵³ このどちらの見方も、会社を「いまここに在るもの」というような実体化した形で捉えることなく、契約「関係」あるいは協働「関係」として会社を捉えている。ただ、契約の束説はその関係の場としての境界も、「内」と「外」の区別は意味をなさないとして取り払ってしまう。市「場」（いちば）への人の出入りが自由なように、会社（組織）への出入りも自由（契約）なのである。ある境界域をもった関係の場としての会社像の構築、これがつぎの課題となる。

53 周知のように、C. バーナードは、組織を二人以上の人々の意識的に調整された活動や諸力の体系と定義した。バーナード[1938=1968]:76。その上で、つぎのように述べている。「組織は物理学で用いられるように「重力の場」または「電磁場」に類似した一つの「概念的な構成体」である。……組織はちょうど電磁場が、電力あるいは磁力の場であるごとく、人「力」の場である。」同上、78ページ。組織は概念的に組み立てられるものであって、そこに在るというような形で個別の實在に還元されるものではないこと、むしろ協働する人々の尽力の「場」であることが指摘されており、大変示唆的である。

参考文献一覧

- バーナード, C.I. (Barnard, Chester I. 山本安次郎・田杉競・飯野春樹訳)
[1938=1968]『新訳 経営者の役割』ダイヤモンド社
- バーリ=ミーンズ (Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means. 森杲訳) [1932=
2014]『現代株式会社と私有財産』北海道大学出版会
- バロー, ブライアン+ジョン・ヘルヤー (Burrough, Bryan and John Helyar.
鈴田敦之訳) [1990=1990]『野蛮な訪問者——RJRナビスコの陥落(上・
下)』日本放送出版協会
- チャンドラー, A. D. (Chandler, Alfred D., Jr. 鳥羽欽一郎・小林袈裟治訳)
[1977=1979]『経営者の時代』(上・下)東洋経済新報社
- 江頭 憲治郎 [2015]『株式会社法(第6版)』有斐閣
- フリードマン, ミルトン (Friedman, Milton. 児玉聡訳) [1970=2005]「ビジネス
の社会的責任とはその利潤を増やすことである」ピーチャム, トム・L.+
ノーマン・E・ボウイ編(加藤尚武監訳) [1997=2005]『企業倫理学1』晃
洋書房, 所収, 83-91.
- フリードマン, ミルトン (Friedman, Milton. 村井章子訳) [2002=2008]『資本
主義と自由』日経BP社
- Gaughan, Patrick A. [2015], *Mergers, Acquisitions, and Corporate
Restructurings*, 6th ed., John Wiley & Sons :New Jersey.
- Heilbron, Johan, Jachem Verheul, and Sander Quak [2014], 'The Origins
and early diffusion of "shareholder value" in the United States,'
Theory and Society, vol.43, issue 1,1-22.
- Henderson, M. Todd [2009], "The Story of Dodge v. Ford Motor Company:
Everything Old is New Again," in J. Mark Ramseyer (ed.), *Corporate
Law Stories*, Foundation Press: New York, 37-75.
- ホッブズ, トマス (Hobbes, Thomas. 水田洋訳) [1651=1992]『リヴァイアサ
ン1』岩波文庫
- Jensen, Michael C. [1986], "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate
finance, and Takeovers" , *The American Economic Review*, vol. 76,
no.2, 323-329.
- Jensen, Michael C. [1997] ,"The Modern Industrial Revolution, Exit, and
the Failure of Internal Control System," in Donald H. Chew (ed.),

- Studies in International Corporate Finance and Governance Systems. A Comparison of the U.S., Japan, and Europe.* Oxford University Press: Oxford, 18-36.
- Jensen, Michael C.[2002], “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function,” *Business Ethics Quarterly, Vol.12, Issue 2*, 235-256.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling [1976], ‘Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,’ *Journal of Financial Economics, vol. 3, no.4*, 305-360.
- 徐 治文 [2007] 『現代会社法理論と「法と経済学」』 晃洋書房
- Macey, Jonathan R.[1991], “An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties.”, *Stetson Law Review, vol.21, no.1* , 23-44.
- マドリック, ジェフリー (Madrick, Jeffrey. 竹中征夫・久世津一訳)[1987=1987] 『企業乗っ取りの時代 買収攻撃と防御の内幕』 ダイヤモンド社
- 落合 誠一[1998]「企業法の目的 ——株主利益最大化原則の検討——」『岩波講座 現代の法 7 企業と法』 岩波書店, 3-32.
- 大塚 章男[2014]「コーポレート・ガバナンスの規範的検討——日本型モデルの機能的分析へ——」『慶應法学』 No28,31-56.
- Smith, D. Gordon [1998],” The Shareholder Primacy Norm,” *The Journal of Corporation Law, vol.23, no.2*, 277-323.
- Stout, Lynn A., [2008], “Why We Should Stop Teaching Dodge V. Ford,” *Virginia Law & Business Review, vol.3, no.1*, pp.163-176.
- 玉井 利幸 [2004]「会社法の自由化と事後的な制約——デラウェア会社法を中心に——(1)」『一橋法学』 第3巻第2号, 659-705.
- 田中 亘 [2016] 『会社法』 東京大学出版会
- Taylor, Blake E. [2015], ” Reconsidering the Rise of ‘Shareholder Value’ in the United States, 1960-2000,” *Economic History Working Papers, no.214*, London School of Economics and Political Science.