

## 企業のエージェンシー問題と経営政策の 関連性に関する基礎的研究\*

——経営意思決定の日独比較研究のために——

小山明宏

はじめに

すでに2回にわたり、筆者は「エージェンシー問題」と呼ばれる、企業内外の利害関係集団をとりまく関係（エージェンシー関係）と、それによって生じる企業内での意思決定への影響について考察してきた<sup>(1)</sup>。すでにいままでの論述により、企業内外でのエージェンシー問題の発生のメカニズムについて、そしてそのような影響関係の視覚化、及び過去の一連の実証研究についての検討はひととおりなされてきたと思われるのであるが、これらの後をうけて、本研究では、純粋に所有と支配の分離について行われた、「エージェンシー問題」という観点からではない諸研究について、特に昨今注目を集めつつある、西ドイツにおける企業法体制改革という大きな問題をめぐる論争を中心として、考察を行うこととしたい。これらの諸研究は、本来は Berle=Means の古典的な調査研究を土台として行われた最近の西ドイツについての、所有と支配に関する実態調査をめぐる議論であり、論争の主体となっている諸氏にとっては、これが、問題の本質として「エージェンシー問題」

にあたるものになっているなどということは、ほとんど意識の外にあるものと思われるが、我々にとっては、まさしく興味の直接の対象となっているトピックにほかならないものである。そこでの議論を通じて少しでもエージェンシー問題の実態と、エージェンシー問題に対する実務的意識の態様にふれることができれば好都合と思われる。また、このような問題意識は西ドイツにおける、エージェンシー理論に関する研究者にとってはやはり共通の研究対象となっており、彼らの研究もおおいに示唆的であることに注意しなくてはならない。

\*本稿の執筆にあたり、筆者は西ドイツに長期留学し、実際に彼らの考え方を知る機会に恵まれた。このようなチャンスを与えて下さった学習院大学に感謝するとともに、貴重な示唆を与えて下さった西ドイツ、トリアー大学経済学部のラインハルト・H・シュミット教授、ハルトムート・ヴェヒター教授のお二人に感謝の意を表したい。また、本稿は筆者が所属する企業財務に関する研究会における共同研究の成果の一部でもある。この研究会のメンバーは、花枝英樹（成城大学経済学部教授）、松井美樹（横浜国立大学経営学部助教授）、上田 泰（明治大学商学部専任講師）そして筆者を含めた4人である。また、この論文の基礎となった研究は、昭和61、62年度文部省科学研究費補助金（一般研究B）を受けたものであり、本稿はその成果の一部にあたるものでもある。

(1) 小山明宏・上田 泰、「エージェンシー問題と経営政策(I)」学習院大学経済論集、第22巻第3号、1986・3、および、小山明宏・上田 泰、「エージェンシー問題と経営政策(II)」学習院大学経済論集、第23巻第3号、1986・12

## 1 西ドイツにおける、所有と支配の分離にまつわる論争について

### ① 西ドイツにおける所有と支配に関する実態調査

Berle=Means が 1932 年に発表した歴史的・古典的研究は、系統的かつ周到な実態調査にもとづき、従来は私的財産の所有権と結合されていた財産処理権 (Verfügungsrecht) が、現代の文明の最先端の、重要な担い手であるところの大企業 (巨大株式会社) においては相互に分離するようになり、「支配なき富の所有」と「所有なき富の支配」という状態が現実のものとなったという事実を指摘し、もって問題提起としたものであったことは周知のとおりである。Schreyögg & Steinmann [1981] および Steinmann, Schreyögg & Dütthorn [1983] は、基本的には前述のごとく、Berle=Means と同様の発想に基づき、部分的には合衆国とは異なった西ドイツ特有の企業形態の分布という実状に合致させるべく独自の分類基準を考案して、「所有者支配」と「経営者支配」という、支配状況の分類を行っている。以下、これらについてレビューしてゆくこととする<sup>(2)</sup>。

まず、最近におけるこの種の研究としては、シュタインマン教授によるとプロス (Helge Pross) による大がかりな統計的分析がその「草分け」である、ということになる (Pross [1965])。ここでは、1958 年時点で売上高を基準とした 110 の大企業に関して、その支配のタイプを調査しており、次の表のような結論を得ている。(表 1)

既に 30 年も前のデータであり、現在の西ドイツにおける状況とは必ずしも一致したものとは限らないが、それによると、経営者支配に分類される企業のうち、持株比率が 1% を超える株主の存在しない企業は 11 社であり、そのほかの 11 社は 1% 以上を所有する株主がいる。更にその 11 社のうちで 4 社は、「少数阻止能力 (Superminorität)」たる持株比率 25% を超える株主はおらず、その他の 7 社についてはそれに該当する株主はいるもの

の、現実にはそのような行動を実行してはいない。シュタインマン教授らはこの調査結果へのコメントとして、西ドイツにおいては合衆国ほどはっきりとした傾向は生じてはいないものの、そこでの諸企業の売上高のうち 27% が経営者支配カテゴリーの企業によって占められており、また、公的機関が過半数所有となっている企業までそれに算入すると、売上高の比率は 40% にまで達して、支配的な立場とまではいかないまでもかなり分離現象が進んでいるというひとつの証拠とみなしている。すなわち、公共所有持分 (Interesse in öffentlicher Hand) というのは、シュタインマン教授らは経営者支配のひとつとみなしているのである。これは、トップマネジメントの交替などで監査役が替わってしまっても、経営政策の基本方針は通常は変わらず、公共所有企業が負う給付責任の遂行が優先されること、および事実上経営者の裁量権が確立されているとみなしうるために、このようなグルーピングが行われているのである。そのほか、カッシール (Cassier, Siegfried, C.) は、1958 年のデータについて 136 社の支配のタイプを調査した (Cassier [1962])。それによるとバ

表 1 1958 年時点での大企業 110 社のコントロール・タイプ

支配のタイプ	企業数	売上高の割合 (%)
純粹所有者支配	5	6
過半数支配	61	51
過半数所有者の内訳		
(公的機関)	(19)	(13)
(外国企業)	(17)	(18)
(国内企業)	( 8)	( 4)
(同 族)	(17)	(16)
少数派支配	21	16
経営者支配	22	27
分類不能	1	—
合計	110	100

ーリ＝ミーンズやプロスほど明確な結論が出ているわけではないが、製造業 65 大企業についてはその 41.2%が公開企業によって占められていると述べている。これらの過去の調査結果をふまえて、シュタイマン教授らは 1981 年、1983 年の 2 回にわたり、西ドイツ企業の所有状況の調査を発表して来ている。そこでは、時系列的な比較研究という形で 1972 年と 1979 年の 2 時点について統計的調査を行っている。サンプル数は 300 社と十分に多く、その内訳は製造業 230 社、サービス業 20 社、商業 50 社であり、それぞれの業界で売上高基準で上位から順番にサンプルがとられている。またここでは銀行 25 社（総資産上位 25 社）と保険会社 25 社（保険料収入上位 25 社）がとりあげられている。

支配形態分類のための細かな基準、あるいはそのための手続きなどについては、ここでは重要であるものの、そのこと自体が目的ではなく、またこの点だけでも本来は相当の検討を要することであるので、本稿では簡単にふれるにとどめ、むしろその結論の検討を中心にとりあげることにする。すなわち、シュタイマン教授らの調査では、企業間の支配関係をその分析に偏りなくとりこむ

ために、通常の支配類型による分析（バーリ＝ミーンズの研究などはその典型である）を「第一段階の分析」という形でとりあげ、さらに親会社の所有支配下にある企業について「第二段階分析」を行っていることが注目される。いかえれば、支配（所有）を行っている親企業にまで遡り、その支配状況を調べて、元の企業の本質的な支配の実体を親企業の支配状況の延長のうえにとらえたのである。バーリ＝ミーンズの調査の当時には昨今ほどは問題視されてはいなかった、企業による企業の支配という状況を明示的に検討のフレームワークに組み込んでいるところにひとつの大きな価値があると言える。

さて、まずサンプルについて見ると、第一回調査（1972 年）と第二回調査（1979 年）でサンプル企業の入れ替わりがある。これは各年について売上高基準により上位 300 社を選んだことによる。これらの企業の法的形態は次の表のようになっている。（表 2）

周知の通り、西ドイツでは有限責任会社が大多数を占めており、会社数についてはこれに合名会社、合資会社を加えると圧倒的な比率を占めるわけで、これだけでも株式会社には大企業が多いこ

表 2 対象企業の法的形態

法的形態	1972	1979
株式会社 (AG)	51.8%	46.7%
有限責任会社 (GmbH)	25.8%	31.3%
株式合資会社 (KG auf Aktien)	0.3%	1.3%
合資会社 (KG)	8.4%	8.0%
有限合資会社 (GmbH & Co. KG)	2.0%	4.7%
合名会社 (OHG)	1.0%	1.0%
個人会社 (Einzelfirma)	2.3%	3.0%
協同組合 (Genossenschaften)	3.0%	1.3%
その他	5.4%	2.7%
合計	100.0%	100.0%

とがわかる。

こうして行われた、1972年の300社に関する第一段階の分析の結果は次の表の通りである。なお、これを売上高を基準として行った分類も挙げられており、これも併せて掲げておく。企業数との対応を見ると、その内訳が自明となり、興味深い。

(表3および表4)

すなわち、支配のカテゴリーごとに売上高基準で分類し直すと経営者支配企業は一気に全体の25%を占めることになり、また純粋所有者支配企業の比率は37%に下落することが解る。

この結果に更に前述の第二段階分析を行った結果が次の表である。(表5)

上位300社について行った調査もあり、そこでは企業数では経営者支配と所有者支配は、実は半々になっているのだが、前表のように上位100社についての結果は明らかに経営者支配企業に大企業が多いことを示している。すなわち、上位300社の中でも更にその中の上位100社と101位以下では所有者支配—経営者支配の分布が全く逆転し

ている。101~230位では前者が66%、後者が34%、売上高基準でも64%対36%となっている。このような規模の差がなぜ発生するのか。ここにひとつの興味が湧く。過去の文献によれば、経営者というものは、権力的動機から、所有者としての企業家よりも売上高志向的にふるまう傾向があり、経営者支配企業と所有者支配企業の規模の差はこのようなコントロール状況の違いの結果である、とシュタインマン教授は結論づけている。そして、そのような異なったコントロール状況になった理由として、大規模な計画を実現するための資金需要の問題を挙げている。すなわち、そのような大規模な資金需要を満たすことは、単一の資本提供者では不可能で、多数の少額資本の開拓が必要になるであろう。「資本のポンプとしての株式会社」と呼ばれる所以である。そして更に、公開会社における経営者支配という現象の発生に関する重大な説明根拠として、経済的プロジェクト(大型技術、採鉱、鉄道、販売網の構築等)の分割可能性の不足が挙げられている。そして更に、個々

表3 第一段階の分析による300大企業のコントロール状況

支配のカテゴリー	企業の絶対数	%
純粋所有者支配	159	53
過半数所有者による支配	63	21
少数所有者による支配	47	16
経営者支配	31	10
合計	300	100%

表4 第一段階の分析による300大企業の売上高によるコントロール状況

支配のカテゴリー	売上高(10億 DM)	%
純粋所有者支配	189	37
過半数所有者による支配	95	19
少数所有者による支配	97	19
経営者支配	126	25
合計	507	100%

の市場の成長率がとりわけ高いことから、常に資本需要が生じると述べている。更に彼らは、この経済的プロジェクトの産業間差異をも考えて、下の表のような、業種別の分類も行っている。(表6および表7)

この表をよく見ると、極端な所有者支配優位産業として出版業、その正反対の極端な経営者支配優位産業として銀行業が挙げられているが、これらを別として一般的に言えることは、やはり企業数で見ると数字よりも売上高で見ると数字では、経営者支配企業の占める比率が例外なく高まる、ということである。この意味で、売上高基準でも所有者支配企業の比率が高いのは、出版、繊維、機械、食品・嗜好品の4つの産業に過ぎない。ただ、この4つの産業に共通していると思われるのは、生産技術の分割可能性が高く、経営規模のたえまない変動を経験して来ていることである。これらの産業では必ずしも一度に多額の資本を導入して経営規模の拡大を図ることは必須条件ではない。すなわち徐々に成長を経験し、外部資本の導入は経営者の管理可能範囲内におさえつつ事業を存続することが可能である。

シュタインマン教授らは前述の通り、1979年についても同様の調査を行い、1972年との比較では次表のような結論を得ている。(表8)

サンプル企業の内訳に若干の出入りはあるが、

明らかに経営者支配企業は増加しつつあり、特に売上高基準で見るとその傾向はいやがうえにも顕著である。また、全体として経営者支配企業は所有者支配企業よりも度数グループの中で安定した地位を持つ傾向があり、これは経営者は所有者よりも危険回避度が傾向的に高いことにより説明されうること、また、経営者支配企業においては企業の意思決定に及ぼす銀行の力が強く、それにより高い危険回避度が(債務契約の保証のため)生じ得ることを、シュタインマン教授らはあげている。

以上の一連の時系列的調査から、単に経営者支配企業が増加しつつあるという事実のみならず、さらに問題視される検討対象が発生して来る。次節ではこのテーマをとりあげる。

(2) Schreyögg & Steinmann [1981], 及び Steinmann, Schreyögg & Dütthorn [1983] による。なお、以下の叙述は、筆者(小山)が1985年11月に西南学院大学で行われた証券経済学会第24回全国大会に参加した際に、生駒道弘教授(当時和歌山大学、現在近畿大学)が発表された「西ドイツ大企業における所有と支配」と題する報告を聞く機会を得て行ったメモ及び資料によるところが大きい。また、このときの発表は、後に、3つの形で公刊されるにいたり(生駒[1986a, b, c]), 筆者はこれらの諸論文に啓発されるところが大であったことを付記せねばならない。

表5 製造業100大企業における経営者支配対所有者支配(括弧内は公共所有企業)

支配のカテゴリー	企業の絶対数	%
所有者支配	36	36
経営者支配	64(14)	64(14)
合計	100	100%

支配のカテゴリー	売上高(10億 DM)	%
所有者支配	97	29
経営者支配	235(61)	71(18)
合計	332	100%

表6 様々な産業分枝における所有者支配と経営者支配：概観（企業数）

業種分枝(カッコ内一企業数)	所有者支配	経営者支配	(公共所有企業)
出版 (n = 5)	100%		
繊維 (n = 16)	94	6%	
機械 (n = 36)	66	34	2%
食品・嗜好品 (n = 22)	64	36	
鉄鋼 (n = 18)	56	44	11
自動車 (n = 6)	50	50	16. <sup>2/3</sup>
化学 (n = 32)	50	50	3
金属 (n = 12)	50	50	16. <sup>2/3</sup>
建設・建材 (n = 21)	43	57	5
電子 (n = 19)	42	58	
食品販売 (n = 20)	25	75	
保険 (n = 25)	24	76	
エネルギー (n = 25)	4	96	72
銀行 (n = 25)		100	68

表7 個々の産業分枝における所有者支配と経営者支配：売上高基準による

業種分枝(カッコ内一企業数)	所有者支配	経営者支配	(公共所有企業)
出版 (n = 5)	100%		
繊維 (n = 16)	93	7%	
機械 (n = 36)	65	35	1%
食品・嗜好品 (n = 22)	55	45	
鉄鋼 (n = 18)	49	51	10
自動車 (n = 6)	36	64	36
化学 (n = 32)	20	80	7
金属 (n = 12)	27	73	21
建設・建材 (n = 21)	35	65	14
電子 (n = 19)	22	78	
食品販売 (n = 20)	18	82	
保険 (n = 25)	+	+	
エネルギー (n = 25)	1	99	60
銀行 (n = 25)	+	+	

② 企業体制改革の必要性の主張と、それに対する反論

前節の調査結果を検討する前に、ここではさらにもう一つ、西ドイツの企業について、経営者支配企業と所有者支配企業の分布及びパフォーマンスの比較を行った研究を紹介する必要がある。ただし、そのためにはそれらの研究においてどのような命題が設定され、それをいかに取り扱っているかに注目するべきであろう。以下、ここで取り上げたのは、対象は西ドイツではないが、この種の研究としてはもっとも初期のものにあたる Monsen, Chiu & Cooley [1968] を初めとする4つの実証研究と、ここでの中心的対象となる、西ドイツ企業を対象とした統計的計測である、Thonet & Poensgen [1979] の実証研究である。

《1》 所有構造に関する他の実証分析の例

① Monsen, Chiu & Cooley [1968] における例  
Monsen, Chiu & Cooley が行った実証分析においては、経営者支配型の企業と所有者支配型の企業の収益性の比較を行うべくコントロール・タイプのカテゴリを次のように行っている。

まず、議決権のある株式のうちの10%以上を所有する株主が、支配権をもちつつ存在していることが知られているとき、その企業は所有者支配と考えることにする。実質的な支配権の証左として、取締役会もしくはマネジメントにおける代表権の存在を考えている。そのような代表権が存在しなかったり、それ以外の実質的な支配権の存在が明らかでない場合には、20%以上が一つの株主により所

有されているときには所有者支配の状態であるとみなしている。この分類に入れる際には、所有の集中度が高ければ高いほど望ましいし、支配がより実質的に顕在化しているほど望ましい。なお、議決権のある株式の相当部分が他の会社によって所有されている場合は、そこでの「他の会社」が、デュボンファミリーのクリスチアーナ・セキュリテイズのような目的で設立されている持株会社でなければ、不適格とみなされる。会社支配の会社は、特殊なケースとみなすか、あるいは一種の経営者支配とみなす。特に、持株会社が経営者支配のときはそのようにみなしている。

これに対して、5%以上の所有をする株主がないか、実質的な所有者支配の記録がない場合には、経営者支配の企業とみなしている。以前、所有者支配だったという記録があっても、最近の状態として株式の相当部分を所有している株主がない企業は「一応」適格とみなし、分類のうえでは経営者支配ということにする。いずれにしても、5%に近いような特殊な株主が存在する場合よりは、より特殊比率が小さい企業の方が、この場合は分類のためには好ましいものである。

要約すると、Monsen, Chiu & Cooley における支配の分類基準は、次のようになる。

○所有者支配

1. 議決権のある株式の10%以上を所有する株主が、取締役会もしくはマネジメントの代表権を持つか、その他の形で支配している。
2. 議決権のある株式の20%以上を所有する株主が存在する。ここでは「株主」の意味としては、個人、家族、家族的持株会社等々を意味する。

○経営者支配

1. 議決権のある株式の5%以上を所有する株主がない。
2. 最近の記録として、所有者支配が行われていない。

以上のような基準で Monsen, Chiu & Cooley は企業のコントロール・タイプを二つに分類し、

表8 1972年と1979年の絶対的結果の比較(括弧内は公共所有企業)

	企業数		売上高(10億 DM)	
	1972	1979	1972	1979
所有者支配	148	128	175	271
経営者支配	151( 40)	172( 40)	329( 80)	723(192)
	299	300	504	994

さらに産業の効果，時間の効果，規模の効果を考慮しつつ分散・共分散分析を行っている。すなわち，ここでのコントロール・タイプの「数量化」は0-1分類に相当すると考えられる。

## ② Kamerschen [1968]における例

1960年代に発表された，所有と支配に関する研究のうち，今日でも最も高く評価されているものとして，Larnerによる論文がある。Larnerは非金融機関の200社（製造業，鉱業，商業，輸送業，電力，ガスなど）のデータを集め，1963年時点での経営者支配の程度を調査して，それをBerle & Meansによる1929年時点での調査の結果と対比しているのである。

Kamerschenの論文は，このLarnerの研究にヒントを得たもので，内容としては，Larnerによる「Berle & Meansが1929年に観察したものは，進行中の経営者革命であり，30年後の今日では少なくとも200社の大規模非金融企業の範囲内で見れば，その革命は完成に近づいているように見える」という結論に疑問を持ち，それを反証すべく実証分析を試みたものとなっている。

そこでの関連変数の定義は以下の通りである。彼は税引後純利益の自己資本に対する比率を算出し，被説明変数としているのであるが，それを説明する諸変数のうちの二つが，所有構造に関するものとなっている。

$X_2$ ： 究極的な支配のタイプ：経営者支配でなければ0，経営者支配であれば1。

$X_3$ ： 究極的な支配のタイプの変更：1929年から1963年までの間に支配のタイプに変更（すなわち，非経営者支配から経営者支配，あるいはその逆）がなかったら0，変更があったら1。）

これらの変数を使い，「究極的な」支配のタイプ，その変更，が収益率に有意な影響を及ぼしているかを調べようという試みが行われている。これらは皆，いわゆる「ダミー変数」にあたるものである。

従来からの企業の理論(Kamerschenによれば，Alchian & Kessel, Baumol, Becker, Cyert & Cohen, Monsen & Downs, Simon, Williamsonなどが，この分類に属する)によると，利潤極大化という目標が強力に追究された時，ここでの $X_2$ と $X_3$ は収益率に重要な影響を与える。そして，そのような行動は，それが経営者の利益と一致した時にのみ行われるものでもある。しかし，それらの間に相違が存在する時には，経営者は企業の利益ではなく，自らの利益を最大化するような政策をとるようになる。こうして，その40年間にアメリカで生じた所有と経営の分離は，利益極大化モデルの重要性をそこなわせしめたと考えられている。他の条件が等しければ，経営者支配の企業は非経営者支配型の企業にくらべて，利益極大化に対しては積極的ではないだろうし，非経営者支配型から経営者支配型への変更があった場合には，他の条件が等しければ，利益率の低下に結びついているであろう。いいかえれば，これら従来からの企業の理論では，所有経営者が持つ金銭的な動機と対照的に，経営者の非金銭的な動機の重要性を強調しているのである。

このKamerschenの研究は，前述のMonsen, Chiu & Cooleyとならんで，企業の株式の所有構造の実態と，それに対応した当該企業の利益率の対応関係を初めて定量的に，そして統計学的な考察を加えたパイオニア的な論文であると考えられる。ただし，経営者支配型企業と非経営者支配型企業とを区別する際に用いる基準は独自のものではなく，Larnerが行った分類に従っている。すなわち，Berle & Meansが所有者支配と経営者支配型の分類の境界を，最大株主の持株比率20%においたのに対し，経営者支配型の過大評価を避けるため，境界線を10%に下げ，最大株主の持株比率10%未満の場合のすべてを経営者支配型としたのである。

## ③ Boudreaux [1973]における例

経営者支配型の企業と所有者支配型の企業で，



どちらがより高いパフォーマンスを得ているかを検討する際に、平均収益率を比較するだけでは不十分だとして、もう一つ多く比較の次元をつけ加えたのが、Boudreaux の大きな貢献である。すなわち、これら二つのタイプの企業の間では、平均収益率に違いがあるとしても、もうひとつの「リスク」という次元での差異もあるはずだとして、それにあたる変数をもつけ加えているのである。

これに対し、支配のタイプを表す変数（彼の論文における CP）は、所有者支配か経営者支配かによるバイナリ分類で、その区別の基準は、Boudreaux 自身が Berle & Means における基準と Mosen, Chiu & Cooley でのそれを勘案した結果、後者の基準を採用している。

分析方法は Mosen, Chiu & Cooley と同様で、その結果、やはり所有者支配型の企業が経営者支配型の企業にくらべて高い収益率を示している、という結論が出ている。

#### ④ Palmer [1973] における例

前述の Boudreaux の論文と同じ年に、この Palmer の研究は公表されている。そしてまた、同じようにこの論文では Mosen, Chiu & Cooley, Kamerschen, そして Palmer の研究に独自の改変を加えて実証分析を行っているのである。すなわち、高度の独占力を持つ諸企業の中で見ると、所有者支配型の企業にくらべて経営者支配型の企業の収益率は、有意に低いものとなっている、というのが結論であり、そのための統計的検証に用いられる説明変数のひとつとして「企業の支配のタイプ」というものが入っている。

それによると、各企業は 1965 年、および 1969 年における支配のタイプにしたがい、次の三つのクラスのうちのひとつに分類される。

##### (1) 強度の所有者支配

単一（グループ）の株主が当該企業の発行済普通株のうちの 30%以上を所有しているケース

##### (2) 弱度の所有者支配

(1)のような株主が、発行済普通株のうちの 30%未満、10%以上を所有しているケース

##### (3) 経営者支配

当該企業の発行済普通株のうち 10%以上を所有する単一の株主が存在しないケース

この場合の「単一の株主」の内訳としては、Mosen, Chiu & Cooley などと同様に家族、取締役会、あるいは緊密に結合した、取引上のグループなども含めて考えている。

Palmer は以上のような定義のもとで、独占力、規模などの要因も加えグループ間での収益率の平均値の差の検定や、Mosen, Chiu & Cooley と同様な分散・共分散分析を行い、さきに述べたような有意な差異の存在を報告している。

#### ⑤ Thonet & Poensgen [1979] における例

すでに見てきたように、従来の、会社支配論に関する研究は、その大半がアメリカか、せいぜいイギリスにおける実態調査にとどまるもので、また手法という点でも分散・共分散分析を行うものばかりであった。これに対し Thonet らの研究は西ドイツにおける会社支配の実態を、より直接的に重回帰分析の手法を用いて検証を行っているところに多大なる価値が見出されるものである。

彼らの実証研究は、1961 年から 1970 年までの 10 年間について、製造業に属する 300 社のデータを集め、また所有構造に関するデータは、“Wer gehört zu wem? (Kommerzbank)” より収集されている。そこでの支配に関する定義は以下の通りである。

##### I) 所有者支配

株式の 25%以上が、単一の個人もしくはグループによって所有されているもの。その他に 25%以上の発行済株式を所有する個人もしくはグループは存在しない。

##### II) 経営者支配型

株式のうちの 25%以上を所有するような個人、グループ、その他の会社というものは報告されて

いない。

### III) その他すべて

たとえば株式の25%以上を、他の会社、政府やその他の機関によって所有されているもの。そして彼らは  $OC_{it}$  なるダミー変数を作り、経営者支配ならば  $OC_{it} = 0$ 、所有者支配ならば  $OC_{it} = 1$  というわりあてを行った。自己資本利益率を被説明変数とした単回帰分析、および重回帰分析の結果、 $OC_{it}$  の係数は、一般的な予想に反してすべての式においてマイナス符号となり、T値に若干の問題点はあるものの、西ドイツにおける会社支配の状態の独自性を端的に表す結果となっている。ただし、彼らの研究の問題点として、前述の支配タイプの分類に際しての基準が大変粗いこと、さらに、親会社—子会社の関係の考慮まで分析が及んでいないことがあげられなくてはならない。

### 《2》 従来の諸研究の再検討

こうしてみてきた諸研究は、それぞれの立場から対象企業を経営者支配型と所有者支配型に分類する基準を設け、そのうえで様々に定義された企業利益率に関して、両グループの比較を行っていたことがわかる。その際に、経営者支配型と所有者支配型に分類する切れ目となる持株比率の値をいくつにするか、そしてそのいわば機械的な判断基準では割り切れないようなケースをどのように両グループに振り分けるか、あるいはどのように取り扱うかという点に関してのみ、一定のオリジナリティを発揮する余地が残されていたのだと、考えられる。すなわち、それらの研究においては会社というものを、伝統的なミクロエコノミクスにおける企業の理論でのそれとは違って、専門経営者の存在とそれに伴う彼自身の独自のインセンティブの発生を陽表的に考慮にいれつつ取り上げ、考察を加えていたのではあるが、会社を形作っているコンポーネントについての配慮はそこまで終ってしまっていたからである。

すなわち、所有と経営の分離という事実を認識し、それをふまえて経営者自身の行動目標と企業

の目標との乖離を考慮するところまでは進んだのであるが、その際に企業自身あるいは企業の所有者であるはずの株主そのものを明示的に取り上げるところまでは、議論が進まなかったと思われるのである。このため、実証研究を行う際にも、苦勞してコントロールのタイプについての基準を作り、分類を行っても、あとは従来からの考え方にのっとって経営者支配型の企業グループと所有者支配型の企業グループの間での、パフォーマンスの違いを単に検証しようと躍起になったり、あるいは所有構造を現す変数以外のファクターについて、代理変数の考察とその作成に力を注ぐという方向へ進んでしまっているのが普通である。

この、「所有構造以外のファクター」なるものを考えるとき、常に取り沙汰されてきたのは、経営者自身が独自にもつ目的関数がどのようなものであるか、つまり利益の極大化という伝統的な企業目標ではなく、成長率極大化とか、売上高とかいう、いわゆる現在の時点ではもはや、やや古めかしくなってきたつつある、BaumolやMarrisなどが考案した理論であり、それをいかに数量的に首尾よく取り入れるかをくふうするのがむしろ中心だったといっても過言ではないであろう。

ここでもう一步突っ込んで考えなくてはならないことは、言うまでもなく、このような専門経営者とそれに対応する企業の所有者であるはずの株主との関係である。すなわち、経営者支配型の企業と所有者支配型の企業で、そのパフォーマンスに、仮に差異があったとした場合に、それがどのようなプロセスを経て生じているのかを見極めることが必要なのである。前項で取り上げた諸研究においては、どの論文においても一貫して、経営者支配型の企業においては経営者自身が自らの持つ目的関数にしたがひ、本来の目的であるはずの利益極大化を行わないのに対し、所有者支配型の企業ではそれを目指すために、結果として所有者支配型の企業の方が、一般的には高いパフォーマンスをあげているだろうという仮説が設定され、

大半において支持されているのである。それはそれで皆評価されるべきであるとしても、そこから先、すなわち経営者はいかにして自己の目標を追求するか、あるいは所有者（そもそもそれは本当に株主なのか）はどのようにして経営者と調和し、利益を極大化するのか、という問題を、より力をいれて考えるべきであると思われる。すなわち、かりに経営者支配型の企業の方が一般的にパフォーマンスが低いとしても、そのような企業にも当然株主がいるわけであるから、彼らがそのようなパフォーマンスが低い状態でも経営者にその活動を許していることは、やはり何らかの根拠の存在という事実を認識せざるを得ないわけでもある。そしてこのような疑問に対して一つの解決の糸口を与えてくれるのが、エージェンシー・アプローチであり、従来の研究に欠けていた、より質的な関係を取り上げて考察しうるものであると考えられるのである。これについては次節で詳しく検討する。

### 《3》 シュタインマン教授らの調査に関する考察

以上のようなアメリカにおける調査、および Thonet & Poensgen らの結果を頭において、シュタインマン教授らの調査結果とそれらでのコメントを要約すると、次のような傾向が明らかになっていると言えよう。すなわち西ドイツの大企業においては「所有と経営の分離」という状態が、すでに一つの既成の事実として定着していると思われる。そこでは経営者支配の企業は所有者支配の企業と同じくらいの比率で現れている。これは既に紹介したプロスの調査結果をさらに現代へ引き延ばし、確認するものでもある。経営者支配企業を少数とみる調査もあるが（たとえば Thonet & Poensgen [1979]）、この相違は基礎データおよびサンプル数の違いと、親会社・子会社関係の分析方法の欠陥、すなわちカテゴリーのくくりかたが粗すぎることによるもの、および、公共所有の私企業の取扱いに関する基本的な発想の違いによる（前項参照）。そしてこのような経営者支配企業は

相対的に売上高が多く、西ドイツ上位 300 社の売上高の半分以上が経営者支配企業によって占められている。これを上位 100 社に限定すると、さらにこの傾向が明確化される。このように、一般に、規模（売上高）が大きくなればなるほど経営者支配企業が多くなる傾向があるが、業種によっては経営者支配という形態あるいは体制になじみやすい業種とそうでない業種があると思われる。また、伝統的に大規模な生産形態をとらない業種、すなわち繊維・出版・機械・食品及び嗜好品などでは、現在もなお所有者支配が優勢であるが、化学やエネルギーなどのいわゆる巨大技術（したがって、同時に多額の資本）が必要な業種では経営者支配が多いという傾向がある。

そしてここで、新しい企業体制の必要性に関する議論が、いよいよ登場して来ることになる。言い換えれば、以上の調査が示している、所有と経営の分離が成立しているとする、必然的に次のような疑問が生じて来る。すなわち、本来は所有者によって果たされていた指揮機能が経営者により果たされるようになり、企業が経営者による特殊利益の追及の舞台になるのではないかという予想である。それは所有者の利益を前提条件とする自由経済の根本的仮定に反する動きであり、この点を経営者支配企業のパフォーマンスの問題点（経営者支配企業のパフォーマンスは低いのではないか、という命題）としてとらえ、資本収益率、売上高、成長率、配当政策、組織構造、資金調達政策などについて各種の実証研究が行われて来ているが、現時点では経営者支配企業と所有者支配企業との間では、各項目について目立った差異は発見されておらず、企業の行動パターンにも大きな違いは観察されていない。調査の中には、経営者支配企業の方が所有者支配企業よりむしろ収益性が高いという結果さえ示されている（たとえば、Thonet & Poensgen [1979]）。ただし、この種の統計的計測にまつわる測定方法の問題が依然存在していることには、やはり注意しなくてはならな

いのと、コントロール・タイプの分類方法にかなりの問題があることは、すでに述べた。

ただし、このような所有と経営の分離という状態が、仮に企業行動に明らかな影響を及ぼさないとしても、企業のパフォーマンスとは別に、経営者の企業支配権を正当化する裏付けとしての根拠はどのようなものかという適法性(Legitimation)問題と企業体制(Unternehmensverfassung)の問題は不可避的に発生する。経営者支配企業が有りうべき所有者の支配なしに高利益をあげうとするならば、自由主義経済における経済活動を通じ、会社の収益達成に不可欠なものとされた生産手段の私的所有とその指揮権限の一体性が本来の意義(意味)を失うことになり、この意味で古典的経済理論における私的所有制がその正当性を疑われることを意味するからである。すなわち、本来古典的資本主義における経済システムは、資本家による生産手段の私的所有を前提条件としており、出資者(=所有者)の側で危険負担・財産処理権(経営権)所有・利益占有権所有がすべて一体となり、集中されていることが前提となっている。この前提のもとで、出資者=経営者(Owner-Manager)は、自己(そしてそれは古典的資本主義経済システムにおいては同時に企業自体でもある)に最も有利なように市場を介して生産・事業活動を行うのであるが、このようにして自己の利益を極大化しようとする活動自体が、同時に自由競争の条件のもとで、社会全体の経済厚生・資源配分の最適性を保証するという思想(一種の均衡思想)が存在していた、と考えられるからである。ところが、西ドイツにおいては前述の通り、市場動向、ひいては経済全体の動きを支配する最上位クラスの大企業の実態調査の結果、危険負担・財産処理権(経営権)所有・利益占有権所有の集中性がくずれ、所有者と経営者が明らかに分離しつつあることが確認されつつあるわけで、とくに大企業ほどその傾向があることが示されている。

そして、ここで、注意すべきことは、繰り返し

言及された所有者支配の理論は前世紀の小規模企業を前提としており、すでに、現在の状況には適合しない、という可能性があることである。それゆえ専門経営者の支配の適法性問題は、彼の所有者経営者行動との一致性やパフォーマンスの一致性などという皮相的な観察、あるいは手直しによって解決する問題ではなく、むしろ古典的資本主義経済システムにおける企業体制の再構成、そして、企業体制の新しい形成(Neugestaltung der Unternehmensverfassung)の問題へと展開されるべきだとシュタインマン教授らは主張している。西ドイツでは従来から銀行の力が非常に強く、寄託株制度の影響もあって企業の意思決定に対する発言力が強いことから、資本所有者の支配体制が確立しているというイメージが一般的であった。しかし、銀行は預託議決権を株主のためではなく銀行自体の利益のために行使する傾向があることをシュタインマン教授は明確に主張している。そして所有と経営の分離の議論は比較的少なかったのであるが、シュタインマン教授らの調査は基本的にほぼバーリ・ミーンズの方法に従って行われたものではあっても、その調査方法を、西ドイツの実体をふまえたやり方に改変し、その結果西ドイツでも株式所有の分散が進み、会社支配の大企業がふえていること、また公共所有の私的企業がふえていることを示して、経営者の力が強くなっていることを明らかにした。すでに述べた通り、大局的にみて徐々に経営者支配への移行が進んでいることは、疑いのないところであるように思われる。

シュタインマン教授によると、現代西ドイツの法企業体制は証券法および商法を中心とする、前述の古典的資本主義経済システム、すなわち資本提供者自らが資本投下リスクを負担しつつ、一方で経営権をも担って企業の事業活動を指揮し、かつその成果を占有するという前提条件のもとに機能しているため、出資者が元来保有しているべき権利あるいはそれを代表する監査役会(Aufsicht-

srat) を基礎としてその上に企業経営が行われることを前提していることを指摘する。しかし、その監査役会での監査役の選出は、実際には、企業の経営関係の利害の観点から取締役会の判断によってなされ、所有者の利害という立場からなされているわけではないことを、シュタインマン教授は主張している。このようにして現代企業の法体制は所有権と経営権の同時所有を前提として機能することを予定されているのに対し、現実の多くの大企業は実態として、前述のように株主あるいは資本提供者の主権が名目化し、執行経営機関たる取締役会 (Vorstand) を中心とする経営者支配体制が確立され、所有権と経営権が明らかに分離しているのであるから、明確に重大な矛盾が発生し、それが悪化していると主張する。ただし、シュタインマン教授は単に経営者支配企業が不正な、あるいは違法な状態を実現しつつのさばっているなどと主張しているわけでは決してなく、経営者支配企業が例えば収益性において所有者支配企業と比較して差異のない成果をあげていることを認め、経営者支配という状況発生に関する根本原因としての経済的な意味での合理性および根拠は認めたいうえで、一方、経営者支配という企業体制と、現時点での法制度上の出資者中心的前提による企業体制概念の間の矛盾は明らかであり、現在の経営者支配企業の経営者達は正当な法的根拠なしに企業を支配しているとしていわゆる適法性問題 (Legitimationsproblem) を提起しているということである。そして生産手段の私的所有にのみ基づく現行の企業体制は、所有者利益はもとより消費者・労働者・債権者・取引関係者・社会的公益等も同列に参加できる新たな法的企業体制構造へと再構成されるべきであると主張している。さらに、明らかに今日の大企業の株主は、もはや自分たちだけの利益を中心とした発想で株式会社全体を左右することはできなくなっており、このことはすでにそれが私企業の域をはみだして準公的機関になっていることを同時に意味していると

いえよう。また、経営者職能の高度化・専門化のために、それが一つの高度な職業として独立化してしまったことも紛れのない事実であり、それが企業というものの私的性格を弱め、それを準公的機関とする原因となっていることは明らかであろう。

このようなシュタインマン教授の主張に対してピコット (Picot, Arnold) 教授は反対意見を大々的に展開している。ピコット教授も経営者支配の実態をある程度は認めつつも、それは企業体制の変革の必要性を全く意味しないばかりか、そのような誤った変革は西ドイツ経済の生産性あるいはより一般に経済効率上むしろ弊害をもたらすと批判している。このような所有と経営の分離という状態は、ピコット教授によれば所有権の一部分である財産処理権 (Verfügungsrecht) を出資者が自発的に専門経営者に譲渡した結果であって、いわば1つの取引としてなされたものである。このような発想は、いわゆる所有権の経済学に特有のものである。すなわち、たとえばすべての小株主は、財産処理権の直接的行使に伴う巨額の取引費用 (小株主全員が一同に会して統一の方針を決定するために要する費用) に耐えかねて、財産処理権の委譲を行うのであり、またそのような委譲は専門化の有利さを所有者が有効に利用していることを意味している、とされる。しかしこの財産処理権の譲渡を通じてまた大きな問題が発生する。それは権限委譲をうけた経営者による権利の濫用である。経営者が株主の権利を無視またはないがしろにして、自らの効用極大化をはかる余地が生み出されるから、これが経営者支配の問題点であると指摘しているのである。しかしピコット教授によれば現実の経済ではそのような経営者の行動を抑制し、株主の利益に沿わせるような力が働いていると主張している。ピコット教授によればそのような諸市場での競争圧力が強ければ、元来資本提供者に帰属する財産処理権の受託に基づく経営者側の自由裁量行動の余地は、実際にはその大部

分が本来の権利所有者または株主の利益のために捧げられねばならないような仕組みになっているという。従って経営者支配という状況において必要なのは有効な市場競争の確保という経済政策であって、企業体制そのものを変更する必要は全くない。もし企業体制を変革して私的所有権を制限すると、企業の生産効率は低下するであろうと警告している。

シュタインマン教授とピコット教授の主張を比較してみると、前者は企業私法制度の改革を主張するのに対して、後者は所有権の経済学の発想に基づき、市場経済的観点から競争市場の力を媒介に経済学的意味では所有と支配が結合されることを主張している。ここでピコット教授らが依拠している処理権理論では所有と経営の分離を株主の自発的意思による取引であるという側面から説明しているが、現実の株主の実態の説明としては説得力が弱いし、たしかに資本提供者は現在、かつての株式会社誕生から揺籃期にかけての設立出資者のように創業者利得を得ることは少なくなり、所有（出資）の報酬としてはたんに利子程度の配当をえるにすぎない。その意味で現在では、株主のみを株式会社の中心（＝最高意思決定者）とみなす見解は、もはや古典的経済学と各国株式会社法の中に残るにすぎず、単なる持分所有者としての株主権の概念は現実との間に重大なギャップを生じていると言ってよい。また、処理権理論は株主が経営者と雇用契約を交渉し、契約を締結するという株主代表の行動主体を想定しており、その下でのみはじめて競争市場の圧力が経営者に及ぶのであるが、経営者支配というのは周知のように、このような確固たる機能主体としての支配株主が存在せず、専門経営者陣が自己永続的存在になっている状況を指していることを思えば、この理論はいまひとつ内部に自己矛盾を含むように思われる。

西ドイツにおけるこのような論争は、いまだに決着はついていないが、いずれにしてもその考察

の対象が株主（株主総会, Hauptversammlung）・経営者（取締役会 Vorstand）・監査役会（Aufsichtsrat）という、企業の事業活動の方向を左右する重要な意思決定機関相互の関係についてであることは大きな意味を持つ。さらに、この問題は、シュタインマン教授のような伝統的なドイツ経営経済学の立場、ピコット教授のような所有権の経済学の立場のどちらでもない、エージェンシー理論という別の立場から検討されうるものである。次章ではこのアプローチを試みることにする。

## 2 現代エージェンシー理論の観点による前記議論の再構成

### ① それぞれの主張の再構築とエージェンシー理論の見地からの検討

シュタインマン教授らとピコット教授らの論争においては、以上の通り、企業内における株主と経営者の間の関係を、彼ら独自の「正当性」という概念を軸にして議論したものであることがわかる。そして、そこでは、両者（株主と経営者）の関係をめぐる最も重大な議論、すなわち、株主と経営者の関係がはたしてエージェンシー関係に当たったものであるか、という議論にも言及していることがみてとれる。ただし、そのようないわば規範的な議論とは別に、少なくとも株主と経営者の間にはいわゆるエージェンシー・コストに当たるものが発生していて、その存在をいかにして処理するか、どのような方策であたるのかという議論がなされつつあるのだということは明々白々である。シュタインマン教授らは、企業体制そのものを根本的に変えてしまい、より株主が企業の運営に関与しうる制度を考え直すべきであるという主張を行なっているわけであるし、これに対してピコット教授らは、現実の経済体制は、制度的にみてもそのような（エージェンシー）コストは市場において、競争原理を中心とした市場メカニズムを通じて除去されうるし、またそのような方向へと経済学的な力が働いているのだという主張を

行っているものと解釈することができる。ここではまず、ピコット教授らが示した、経営者の行動を制約する4つの要因について、エージェンシーの経済学の観点からもう一度検討してみることにする。

#### (1) 経営者の報酬

経営者の報酬が、企業の利益に比例したものになっているとするならば、経営者の行動を所有者（株主）の利益追求行動と一致させることができる、という議論は、エージェンシーの経済学としては最も古くから行なわれているものであることは、周知の通りである。もっとも、経済的誘因だけでは、経営者の十分な動機づけにはならないし、経営者としてはさらに、自らの利益の追求のために利益そのものを操作してしまうこともありうるし、また、当面の利益を増加させるために、長期的には必要であるような投資が行われないうちも有り得るのは、よく知られているところである。前述の通り、「ストック・オプション」は、所有者と経営者の利害を一致させるのに有効であるという主張もあるが、このような「経営者の報酬システム」の議論も、周知の通りジレンマに陥るものである。すなわち、小山（1984）において若干言及した通り、支払いの時期が「事後型システム」にならざるをえないのであるが、この方法だと経営者の職務上の成果は、退職の時点まで判明しない、評価しえない、ということになりかねない。すなわち、報酬システムと経営者の結びつきは現実には長期的なものとなることが多く、株主としては経営者が長期的に利益を追求するように活動することは本来望ましいことには違いないであろうが、当然のこととして、そのような報酬プログラムには経営者が行なう意思決定の善し悪しに対応して報酬を与えるだけでなく、場合によっては罰則を加える必要もあるわけであって、そのようなプラスとマイナスのインセンティブが、経営者の行動に影響を与えつついかに取り込まれるかという問題は、典型的なモラル・ハザ

ードの問題でもあり、経営者の活動の成果の完全な反映とそれに伴うモニタリング活動との関係から、文字どおり、'ambivalenz'となる。ストック・オプションは、この意味で、決定を後々へと引き延ばす効果はあるだろうが、それ以上の運用上のメリット（エージェンシー・コストを減少させる、という意味で）は与えてくれるものではない。

#### (2) 経営者間の競争

所有者（株主）の利益を代表しない経営者はその職を失う危険があり、また

ア) 株式会社における支配機関としての監査役会が、資本所有者としての株主の利益を代表し、その利益から離れるような行動をとる取締役を解雇しうること

イ) 企業に多額の利益をもたらした経営者は、さらに高い報酬をもってスカウトされるチャンスが高くなるし、企業の内部においても経営者の地位をめぐる競争にあたり、有利になる可能性がある

という議論を始めとした、いくつかの主張が示されている。いわゆる「経営者労働市場」の議論として、これもエージェンシーの経済学においては名高いトピックである。すなわち、よほどの長期の任期が保証されているケースは別として、専門経営者同士の間競争があり、それは会社の内外を問わず存在するものであって、所有者利益を代表しない経営者はその地位を逐われる危険がある、というものである。そして、そのような「監視」を行っているのが株式市場である、とされる。仮に一度その職を逐われると、経営者としての評価が下がり、たとえ新しい地位を得たとしても報酬の低下は免れないであろう。これは、彼の経営者としての「市場価値」が下がったからであり、このようにして、経営者市場の力を通じて、経営者による所有者利益の考慮が保証されうる、という論理展開になっている。

もともと、これは、(1)とともに、Fama (1980) で初めて包括的に議論されたものであると思われる

る。西欧諸国においては、このような経営者労働市場はかなり発達しているということであり、特にアメリカでは有能な経営者に対する、いわゆる「ヘッド・ハンティング」は名高いところである。しかし、少なくとも現在のわが国においては、「経営者労働市場」というのはいささかまだあまり熟してはいない概念であり、さらに、その市場自体が競争的でない、ここでの議論は大きく制約を受けることになる点については注意を要する。すなわち、経営者労働市場が完全競争的であることにより、市場の構成メンバーたるそれぞれの経営者の経済学的な価値は正しく pricing されうるわけであって、しかも個々の経営者に関する情報は、常にお互いがお互いをモニタリングしているからこそ得られるものであり、そうでなければ常に莫大なモニタリング・コストを考慮せねばならないこととなる。しかも、ここで再び、「フリー・ライディング」の問題がもちあがる。すなわち、株主は経営者を事後的に、いわば審査して、当該経営の当否を判断しなければならないが、株主はその数も多く、また分散しているので、そこにフリー・ライディングが生じてしまう。実際、経営者は人によってそれぞれ経営に対する心構えも異なるのが普通であるし、複雑な組織を持つ企業内での経営成績を判定するのは容易なことではない。しかも、そのような過去の経営成績が、その経営者の将来性を保証するものでもないであろう。このように、結局経営者の監視は、その労働市場によっては十分にはチェックされないと思われる。

もう一つ、経営者労働市場に関する優れたコメントとして、青木(1984)を挙げねばならない。そして、これは、実質的にはピコット教授らが主張した、市場を経由した経営者に対する監視システムの限界を指摘したものとなっている。

株主の側で経営者の選好に関する完全な情報を保有していないときに、経営者を監視し、規律づけるメカニズムの一つとして経営者労働市場が考えられたのである。青木(1984)での主張は Fama

(1980)での議論とその結論に対するコメントとして与えられている。すなわち、「賃金設定において、契約からの事後的な逸脱を心配する必要はない。というのは、賃金の修正過程はちょうど彼の逸脱しようとするインセンティブを中立化するに十分だからである。」(同論文, p. 297) 言い換えれば、もし経営者が今日怠けて、その結果彼のそこでの限界生産物が彼の契約賃金に達しないならば、その分は将来の賃金契約において完全に斟酌され、彼の将来賃金の総和はちょうど現在の賃金とその限界生産物の間の差に等しい分だけ減少するだろう、という説である。ここでの問題点は、経営者の生産性が実は相当度チーム的な面があり、その内訳をいわば分離的に考える、すなわち経営者の生産性を個人的に彼が占有していると仮定していることにある、とされる。孤立した状態で測られた彼らの限界生産物の市場価値の和は、時間をかけて形成されたチームとしての、企業に特有の集合的価値には及ばない、等しくないものになるであろう、ということである。すなわち彼らの価値を示す(とされる)指標は、彼の個人的な評価指標ではなく、いわば「組織人」としての評価にかかわるものであって、所属組織とペアで、という意味での「条件付評価指標」というものだ、ということになる。

### (3) 資本市場における株式の価値

株価の変動のおかげで、経営者の裁量的な行動の余地はかなりせばめられるものだ、という主張である。すなわち、経営者を所有者利益に沿った行動へと向かわせる力の重要な源泉として、株主が持株を株式市場で売却するかもしれない、という可能性に注目するものである。株価は株式利益によって評価され、その利益は経営者の業績によって左右されるから、経営者の業績が低下することを知ると、株主は持株を処分して他の投資先をさがすだろうから、株価は下落する、という考え方による。(ただし、ここでも、そのモニタリング・コストに関する意識に若干の問題があることは、



(2)の場合と同じである。)ここで、株価の下落が経営者にどのような影響をあたえるかという、まず、株価の下落に伴い、当該企業の金融受け入れ能力が低下することが挙げられる。借り入れが可能な場合でもデフォルト・リスクは高く見積られ、利子が高くなって資本コストが上昇するから、経営者の投資行動可能性は著しく制限されることになる。二つめとして、株式処分によって株価が下落すると、乗っ取り(TOB)をかけられ、経営者の地位が脅かされる、ということがしばしば挙げられる。

これらの点に関しては、シュタインマン教授とピコット教授では幾分主張の差が明らかなので、若干詳しく検討してみよう。すなわち、シュタインマン教授らは、経営者の裁量的な行動に対して資本市場が及ぼすコントロール効果については否定的であって、西ドイツにおいては企業の乗っ取りは少ないし、銀行からの資金調達が大きな役割を演じていることから、その有効性は減じられるであろう、という説をとっている。一方のピコット教授らは、正反対で、経営者は自らの経営活動のパフォーマンスを反映する一つの重要な指標として株価の高低を常に意識しており、その結果、経営者支配企業のパフォーマンスは所有者支配企業のそれよりも高く、これを反映して前述の通りThonet & Poensgen [1979]では、前者の方が後者よりも評価率が一般的に高いという結果が出ている。と述べている。

ピコット教授らに代表される議論では、活発な株式取引市場の存在が、個々の株主による「監視」を一応奨励するとされているが、同時にそこでは、そのような監視努力を一般に有益なものとするための「通報」に水をさす結果となることもある。株主は、自らの調査により経営者の好ましくない行動を知ると、それが株価に反映される前に当該企業の株を売却したほうがキャピタルゲインは多いため、その情報を外に知らしめることがないかもしれないからである。もっとも、さらにこの議

論では資本市場は全体として、問題のある経営者の会社を、第三者による買収やTOBを容易にすることにより、いわばスケールの大きな仕組みで経営者に対する監視を実行し、また、それを動機づけるのだ、ということになっている。

ところが、実はこの議論には非常に大きな致命的欠陥が存在する。すなわち、このような、TOBを経営者に対するチェック機構としてとらえる考え方は、モニタリング・コストに関する問題と、経営者が好ましくない決定を行う可能性とを考え合わせれば、説得力は一気に減少してしまう。

いま、ある会社が他の会社を買収する場合を考えてみると、買収会社自身も多くの株主をかかえる会社であり、自ら監視の問題をかかえている。また、買収によって他の企業の支配権を得た当該企業の経営者は、それによってより利益を得ることができるわけであるから、一層自らの利益を考え、プリンシパルの利益を損なう意思決定へのインセンティブを持つことになり、そのような行動の危険は一層増大するのである。さらに、このような買収によって2つの会社が単一の支配下に結合すれば、そこでの経営者を監視する費用は一層増大するであろう。同時に、株主の数の増大とともにフリーライディングの可能性も増大し、一方、株を所有するという形での経営者の当該企業へのかかわりは減少するので、株主にとって望ましくない行為の可能性は高まるであろう。すなわち、このような意味で、株式市場は経営者の行動を監視する機能を向上させるところか悪化させる結果を生じかねないのである。

#### (4) 財市場での競争

企業が生産する財は、それぞれの財のマーケットで売買される。この財市場での競争が強度であればあるほど、原価管理が重要となり、また、経営者にとっては所有者目的と相容れない、自分だけの目標を実現することはできなくなるだろう、というものである。すなわち、経営者にとっては、自らの企業が所属する産業における競争が激しい

ものであればあるほど日常的な戦術的意思決定、長期的な戦略的意思決定双方に於ける巧拙は、より大きな振幅をもって当該企業の業績の善し悪しに影響を及ぼすであろう、ということである。これは特に原価管理とそれによる製品価格への影響を念頭においている議論である。このため、(1)~(3)の要因とはまた別の方向からの市場圧力が加えられ、経営者にとってはプリンシパルの意に従わない行動を好んでとる余裕は削減されるであろう、ということである。しかし、このような要因がはたして経営者を監視し、規律づけるメカニズムとして機能しうるかどうかにについては、やはり疑問が投げかけられている。

前述の青木(1984)では、この点についても優れたコメントがみられる。そこでは、財市場がどのように経営者に対する規律装置として機能するとされるかが、まず説明される。すなわち、企業家的企業(所有者=経営者が自ら事業活動にあたる企業)と経営主義的企業(経営者支配企業)の2つの種類の企業が存在しているとしよう。前者は生産者(それは概念的には所有者=経営者自身)の利益にしたがって運営され、後者は努力最小化をめざす経営者により運営されているとする。経営主義的企業の所有者は、彼らの企業の原価について不確実な情報しか持たず、したがって経営主義的企業の業績が悪いときに、それが経営者の意思決定のまずさによるものか、あるいは事業自体における不運によるものか、正確には知らないものとする。この場合、原価が低いときには、経営者は自己の効用のみを高めるべく裁量的な行動をとることができるようになり、なおその一方で、利益目標を達成することができるであろう。ただし、もし企業における様々な原価がお互いに相関しているならば、原価が低いことは企業家的企業の拡張をもたらし、その結果、価格の一般的な低下が起こるであろう。そして、一定の利益水準を達成しなくてはならない経営主義的企業の経営者は、自らの企業の原価が、企業家的企業の原価と

どの程度相関しているかにもよるが、その相関の程度に従って、裁量的に行動しうる潜在的な可能性に制約を受けることになるであろうと思われる。このようにして、財市場は、それ自身がひとつのインセンティブ市場として機能しうるのだと主張されるのである。この議論では、よく考えてみると、企業家的企業は財の価格にその原価構造を通して影響を及ぼしうるのに対し、経営主義的企業はそのような影響力が前提されていないことになる。ただ、実際は経営主義的企業は西ドイツでの実態調査からも明らかのように、価格設定力をもつ大企業であり、他方、ここでいう企業家的企業は、一部の業種を除いては価格形成において限界的な役割しか果たしていない、という傾向があるわけで、財市場での競争が果たす、経営者に対する規律装置、およびインセンティブとしての役割は、やはり、条件付きのものになるであろう、ということになる。

## ② 日本における企業の実態

以上で述べられてきた検討のフレームワークのもとで、わが国の企業の「所有と支配」の実態を分析し、考察を加えることとする。そのための第一段階として、まず、過去行なわれた実態調査と、それにまつわる議論に目を向ける必要がある。

### 《1》 わが国企業の株主関係概説

建前としては、株主は株式会社の所有者であり、形骸化したとはいえども、株主総会が株式会社の最高決議機関であって、会社の役員は法的にはこの総会で任免されることになっている。日本の株式会社において、この株主総会が形骸化した理由として挙げられているのは、周知の通り、まず、企業規模が大型化して株主の数が何万、何十万という大変な数にふくれあがり、しかし、その多くは持株数が少なく、その持株の市場価格の上昇と配当の増加を望んでいるだけで、企業の経営は現在の経営者(陣)に委任し、株主総会には白紙委任状を出すにとどまるからである。大株主として

の機関投資家もほとんど同様である。しかもこれらの株主は、必ずしも固定的株主ではなく、配当金を受けとりながら（インカム・ゲイン）、できれば売買差益（キャピタル・ゲイン）を得ようとしている。機関投資家も、その行動の基準は love it or leave it であるといわれており、その企業の現状及び将来性を高く評価する間は株を保有し続けるが、さもないと企業経営方針や政策に自らの意見を反映させようと努めるよりは、その企業から手を引く（持株を手放す）のが常道である。ただその常道が最近では往々にしてとられないで、大株主として発言する例がふえてきたことは、既に知られている通りである。また、いわゆる「特殊株主」なる集団が存在することもよく知られている。

もうひとつの理由として挙げられているのは、時代の進展とともに社会環境の複雑性が増し、それに伴って経営者が果たすべき職能が、飛躍的に多様化したことである。いわゆる「専門経営者」の出現である。そこではもはや、通常の「所有経営者」では、会社の業務を単独で効率的に成し遂げ続けることは、ほとんど不可能となり、ここに必然的に「非所有経営者」が出現したとする考え方である。そして、日本ではこのような「非所有経営者」が、後述のようなわが国の株式会社特有の株式の所有構造に乗って、わが国独特の経営者支配を成し遂げ、その結果として、日本の株式会社の株主総会は無機能化・形骸化した、という説である。このような説は「法人資本主義説」と呼ばれることがあり、少なくとも現時点では最も説得力に富んだ説であろうと思われるものである。

ここで、わが国の株式会社の株主関係の大きな特徴として、ぜひ触れておかななくてはならないことが、もうひとつある。それは、戦後の日本の経営者支配と呼ばれる現象は、終始一貫して、「会社による会社の所有」というものが土台になっていること、しかもそれは、会社の株式の相互の持ち

合いによる「相互の持たれ合い」の体系だということである。しかも、このような会社相互の株式所有という形態は、常に着実に、今なお進行してきており、個人株主の量的な比率の下落、及び質的な変貌、すなわち株式所有の分散度の下落という現象、そして大法人の保有する株式の比率の増大という、相対する現象が、いまや固定化しつつある。この場合、経営者自身は自社株自体を有意な比率、すなわち、支配可能なほどには所有しているわけではないが、彼が代表している企業は、持ち合いの相手たる企業の大株主になっており、それゆえ、彼自身が法人大株主のいわば「化身」として、相手の企業に対応することとなる。さらに、このような経営者たちが一同に参会する「社長会」は、実質的には合同大株主会であり、ここに、遂に、「相互所有による支配」が迂回的なルートを経て具現化されるのである（日本の企業集団の発生）。こうして経営者は、自らの会社を「所有」によって支配するのではなく、相手企業と相互に所有し合うことにより、相手の会社を迂回的に「相互支配」するのである。このように、日本の企業集団における「社長会」は、相互に大株主として、いわば「信認」し合い、支配を行い合う「相互信認」の体系であると言える。このような持ち合いは、アメリカの機関投資家のように、企業が資産の効率的な運用を図ろうという目的で、他企業の株式を保有した結果として生じたものではない。他の会社に自分の会社の株式を取得させることが、いわゆる安定株主工作、あるいは、「株式をはめ込む」という言い方がされることから明らかなどおり、このような相互持ち合いは、「はめ込み合い」というのがその真相である。すなわち、もともとは「株主が会社を選ぶ」のが普通であるところを、わが国においては逆に「会社が自らの株主を選ぶ」ことになっている。しかも、このような法人株主は、通常アメリカの機関投資家のように取締役を送り込んで、経営を監視したりはしない。もしそのようなことを試みても、相手の会社

もこちらの会社の経営に、いわば「対抗的」に干渉することができるから、株式所有に基づく影響力は、事実上は相殺されているのである。しかも、お互いの取引関係の途絶等によって、相互に持ち合いの関係を解消したりするような、まれな場合を除き、相手の会社が必要とする限り、その法人株主はその相手企業の株主であり続けるのが普通である。

このように、自らの企業の株式の過半数がこのような法人株主によって保有されているとき、必然的に「経営」は「資本」の意思から実質的には独立してしまうことになる。

わが国でも、まれには株の買収による会社の乗取りがあるものの（とは言っても昨今はたとえば昨年の国際航業のような「日本的乗っ取り」の例もあるが）、多くは買戻しに應ずるのが例である。アメリカでは、現在の経営方針や経営者を攻撃して株主総会での、多数票の獲得に成功すれば、会社を乗取することは周知の通り珍しくない。そのために華々しい委任状集め（proxy fight）が全国の株主に向かって展開されることになり、この意味でも経営者には油断が許されなくなっている。

しかし、わが国では株主よりも債権者（銀行）の方が経営に関与する例が珍しくない。もっともそれは、多くは銀行が債権を所有する企業が財政的に行きづまったり、経営不振で建て直しの必要に迫られたりしたときに限られている。これは株とちがって、不良債権を売却して手を引くことが、日本的な意味での世間体上、および金額的に、一般に非常に困難であることによるもので、債権保全の必要上の処置であるといえる。平常は株主総会にもめったに顔を出さない銀行が、いざとなると経営者をゆさぶるような行動に出ることが往々にしてある。巧みに株を売り逃げられない株主にとっては、銀行の手で倒産を防いだり、建て直しをしてもらうのは望ましいことではあるかもしれない。

昨今のわが国の大企業の株主数は巨大で、わが国最大の新日本製鐵の株主は1988年9月末で351,854人に達する。それにつぐ三菱重工、日立製作所なども同じ時期にいずれも25万人台を数える。こうなると、企業とこれらの株主との関係は事実上、対内関係なのか、対外関係なのかははっきりしなくなって来ると言わざるを得ない。そこで、例えばアメリカでは、株主も証券業者も投資機関もこれを一括して財務公衆関係（financial public relations）として考える例も少なくない。しかしここでは、株主は当該企業にとっては法的には確かに「所有者（owner）」であるから、それとの関係を対内関係とみることにする。

歴史的に見ると、わが国の場合、終戦後の占領期間中の財閥解体や戦犯追放、それに伴う株式公開などの処理を受けた諸企業は、欧米よりもはるかに所有と経営の分離が進んでいるといえるように思う。しかもそれらの諸企業は、例外なく大きな影響力を持つ大企業であった。欧米の諸企業はこのような処理を経っていないから、一般にわが国の諸企業より比較的に株主関係は親密であると思われる。そして、わが社の株主はわが社の所有者であるという意識がわが国よりもはるかに強い。そして日本と違うところは、たとえばアメリカでは、公衆関係（public relations）を日本では想像しえないほど重視することである。株主は一般公衆よりは、会社にとっては自社に平常最も関心を寄せている公衆であるわけで、気まぐれに自社の製品をときどき買う人としての一般消費者よりは、ずっと大切にしなければならない対象とみなす。このような事情から、アメリカの大方の企業は、株主に対して次のようなことを行なっている点が日本の企業とは著しく異なっている。

① 株主尊重の概念を会社の最高方針に織りこんでいる。

アメリカの大企業では、自社の経営理念の声明を広く世に知らしめるべく、調子の高い文句を力強い社是のような形で掲げていることがよくあ

る。そして、その中で、株主の利益を尊重することを明確にうたっている例が珍しくない。昔は出資者自身が経営にあたるか、または経営者を直接に監督していたから、事業はもっぱら利益の追求のみで済んだが、今日では、企業は極めて多角的な諸関係に十分な配慮を必要とするに至ったので、株主関係は第一の重要項目とはいえなくなっているかもしれないし、株主へ配当する以前に数多くの、果たすべきことがあるが、しかし株主への配当をはっきりと位置づけている点を注意すべきである。

### ② 株主総会の議事の進め方が懇切である。

株主総会はいうまでもなく法的には会社の最高決議機関であるから、もちろんないがしろにできないが、わが国の企業は、むしろそれゆえにこの総会を無事に乗り切ることのみを主眼として議事を進める。したがって議事がスラスラと進んで数十分で済んでしまうのをよしとしている。それを助けるために総会屋を使うこともあったことはよく知られているところである。つまり質問も出ず討議もなく、会社側の説明どおり万事異議なしで進むのを理想としている。法人株主はもちろん、そのような株主総会の運営にとってはなくてはならない重要な原動力になっている。したがって、一般の株主はそんな儀式にはなんの興味もないし、またはじめから株主総会に足を運ぶつもりもない。

アメリカの企業は、株主総会を多数の株主に対して企業を売り込む絶好の機会として、この機をのがさず利用しようとする。そのため、総会の日には会場を飾り、工場の縦覧を案内し、製品を展示して接待するばかりでなく、議事についての質問を歓迎し、その対応には社長自身が懇切丁寧にあたる。

### ③ 株主への年次報告書を重要視する。

アメリカでは、会社の紹介をする最も重要な文書として株主への年次報告書をきままって作成する。大体 A4 判程度の大きさで、会社の現況をカラ

一の挿絵をほとんど毎頁に入れ上質紙に印刷し、そのレイアウトも手の込んだものであることが多い。そして財務報告にも素人にもわかるような解説を添えてある。

わが国では、株主優待として電鉄会社が優待乗車券をある株数以上の株主に贈呈したり、百貨店が割引券を株主に提供したり、繊維会社がときおり自社製品の株主特売をしたり、興業会社が優待観覧券を贈呈したりする例は少なくないが、むしろ、より重要であるべき年次報告書は、まだまだ貧弱なものが多い。

### 《2》 エージェンシー理論の観点からの、わが国企業のモニタリング・システムの検討

本論文のテーマたる問題に対しては、わが国においては商法が、その問題解決の手段としてのフレームワークを与える役割を担っている。わが国の商法の仕組みとしては、取締役が株主総会によって任免される(254条1項、257条)かぎり、株主が「所有に基づく支配」を保持してはいることになっている。すなわち、「所有」行為の属性たる管理の機能が、前述のごとく大規模化した企業経営の複雑さのゆえに、専門経営者に委譲されていることは、所有と経営の分離ではあっても、それだけでは所有と支配の分離とは言えないであろう。ただし、いわゆる経営者支配の理論は、逆に、商法に政策論としての重要なガイドラインを与えてくれるものである。すなわち、前述の通り、経営者は商法上の建前を逆用することによって、株式所有の高度の分散と株主総会の結果的な形骸化に乗って「事実上の支配」を成し遂げ、それにより彼はそれに見合った持株なしに取締役を「自選」しているわけである。こうなると、本来会社法が、株主が企業の実質的な所有者であることを前提、あるいはその出発概念としているものであることから、株主総会の結果的な形骸化が否定できない事実となっているかぎり、本来商法が予定しているところの株主総会の「経営者制御機能」は、全く実効を欠くことになり、経営者の責任追及、お

よび経営者の行状規制を果たし得る、確実性を持った法的な手段の追求が、政策論的な合目的性のとおり、成されなくてはならないということになる。

ここで次に、経営者に対するモニタリング・システムとしての、わが国の株主総会、監査制度について、商法上の規定などを適宜参照しながら検討してゆくことにする。既に再三述べた通り、商法上は、株主総会は、会社の財産・組織等の基本的変更に関する意思決定、および取締役・監査役任免権、そして決算承認権を有しているという点では、株式会社における最高機関としての性質は保持してはいる。しかし、それ以外の、直接的に経営意思決定にタッチする権限は有していないという意味で、全能性は失っているのである。

また、会社業務の執行機関が、取締役会という意思決定機関と、代表取締役という実施機関の2つに分けられ、代表取締役が執り行う会社業務の指揮活動を取締役会が監査するという形で、企業の経営組織が法的にも階層的に定められている。取締役会による業務監査は、内部的自己監査にあたるものである。ただし、このような制度的体制は、あくまで法的な建前にすぎず、事実上は取締役会が代表取締役によって取り仕切られているのであり、この意味では、このような取締役会制度そのものも、株主総会と同様にわが国では形骸化してしまっている。わが国の場合、終身雇用制と年功序列制の2つが、取締役会の形骸化、とくに取締役のモニタリング意欲に対する負のインセンティブとして機能していると思われる。

歴史的にみると、昭和25年の商法改正では、それまで有名無実であった「監査役」の機能を「会計監査」のみに限定し、しかも上場会社については、証券取引法による公認会計士による決算監査（証券取引法193条の2）が、おもな監査手段とみなされることとなった。そして、このとき業務監査機能が監査役から取締役会に移されたのだが、実質的にはこの機能は果たされていなかった。そ

れどころか、監査役による会計監査でさえも、実効ある十分なものとはいえなかったのである。本来、企業の経営活動の成果を、株主を始めとする一般投資家に情報として与えるための手段であるはずの計算書類が、正しく企業の財産および営業に関する情報を、非対称性なく株主・債権者らに与え、適法な配当が行われるためには、まずそれら計算書類が適法に作成されることが、必須の前提条件となる。このために、監査役は企業会計の監査を行い（274条、275条）、場合によっては少数株主に会計帳簿の閲覧権（293条の6）、業務・財産の状況の調査のための「検査役」の選任請求権（294条）などを認めていた。しかし、そこでの監査役の地位は弱いものであり、十分な権威をもって会計監査ができるかどうか確実ではないという状態であった。こうして昭和49年の商法改正で、株式会社の監査機能が抜本的に見直され、監査役の権限を再び取締役の業務執行全般の監査まで拡大して業務監査機能が復活された。そして、本来の意味での監査が可能のように、監査役の地位を強化し（274条～275条の4）、また、計算書類の監査報告書について、その記載事項を法定化（281条の3）したが、そこでは、株式会社を資本規模により大・中・小会社に分類して、株式会社の決算・監査の規制を、会社規模に従って分化させる、株式会社監査特例法（「株式会社の監査等に関する特例に関する法律」、昭49法22号）が設けられている。そこでは、資本金1億円以下の小会社、および資本金5億円以上（ただし当分の間10億円以上）の大会社について、それぞれ商法の特例を設け、小会社については改正前と同様に監査役は会計監査のみを行い、大会社は監査役の監査以外に、会計監査については「会社監査法人（公認会計士もしくは監査法人にかぎる）」の監査も必須と定めた。さらに昭和56年の商法改正ではこの機能を一層強化することをめざしている。すなわち、監査役の権限を明確にし（274条）、取締役会の召集を請求し、また、場合によっては自ら召集

する権利を定め(260条の3)、かつその独立性を保持するために、その報酬を取締役と区別すること(279条)、監査の費用を保障すること(279条の2)等によって、有効な監査の実行をめざしている。さらに、監査特例法を改正し、大会社の範囲を拡大し、二人以上の監査役(互選で常勤の監査役を定める)を強制した。また、従来は取締役会の審議事項であった会計監査人の選任を株主総会に移している。ただし、このような改正のかけには、やはり紆余曲折がある。すなわち、法務省によって当初準備されていた「改正商法原案」では、少なくとも一人の監査役は、監査役に就任する以前のある一定期間は、当該会社の取締役、あるいは従業員であることを禁じ、この意味では「外部者」でなければならないことを条件としていたのであるが、結果としてこの条項は、削除されて立法化されたのである。これは、実務界からの強い反対があったからである。実際、わが国の大企業においては、監査役という職位そのものが、トップマネジメント組織に対してかなり不明確な立場にあり、往々にして、いわゆる平取締役以上への昇進の道を残されなくなった人材、あるいは取締役としての任務を果たし終えた人材などへの「救済」のための地位として「与えられる」というケースも見られる。この意味で、改正商法原案がめざしていた経営陣に対する適切なモニタリングという意図とはまた別の、人材的な困難を引き起こす、ということである。

しかし、実はこの規定は、監査役の立場を独立的なものにするためには必要不可欠だったのである。すなわち、この規定のおかげでようやく監査役は取締役に対して独立な、あるいは対等な立場で、モニタリングおよび提言を行うことができるからである。

結果として業務監査は、現在のところはいわゆる内部監査の形で、その意味では従来通りの様式で行われているわけであり、改正商法の「効果」は、この点で、顕在的に観察することはむしろかし

い、といわざるを得ない。

#### 参考文献

- [1] 青木昌彦(1986), 現代の企業, 岩波書店
- [2] 青木昌彦・小池和男・中谷 巖(1985), 企業の経済学, TBSブリタニカ
- [3] 荒川米一郎(1985), 株式会社における所有と支配——支配論の方法をめぐって——, 日本経営学会経営論集, 第55号, pp.3-12
- [4] Berle, A.A. and Means, G.C. (1950), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂, 1958
- [5] Bleicher, Knut (1984), *Unternehmensverfassung und Spitzenorganisation*, *Zeitschrift Führung und Organisation* 53. Jg. Heft 1 S. 21-29
- [6] Bleicher, Knut (1985), *Zur strategischen Ausgestaltung von Anreizsystem für die Führungsgruppe in Unternehmen*, *Zeitschrift Führung und Organisation* 54. Jg. Heft 1, S. 21-27
- [7] Bleicher, Knut, Leberl, Diethard & Paul, Herbert (1989), *Unternehmensverfassung und Spitzenorganisation*, Wiesbaden GABLER
- [8] Boudreaux, K.J. (1973), 'Managerialism' and Risk-Return Performance, *Southern Economic Journal*, 39, S. 366-372
- [9] Cassier, S.C. (1962), *Wer bestimmt die Geschäftspolitik der Großunternehmen?*, Frankfurt am Main
- [10] Demsetz, Harold (1983), *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, June 1983 pp. 375-390
- [11] Demsetz, Harold & Lehn, Kenneth (1985), *The Structure of Corporate Ownership: Cause and Consequences*, *Journal of Political Economy*, Vol. 93 No. 6 pp. 1155-1177

- [12] Hahn, Dietger (1982), Unternehmensführung in Japan, Zeitschrift Führung und Organisation 51. Jg. Heft 9 S. 430-435
- [13] 花枝英樹 (1984), 「エージェンシー費用と企業の資本構成」, ワーキングペーパー No. 2, 関東学院大学経済学部, 9月
- [14] 花枝英樹, 小山 明宏, 松井美樹, 上田 泰 (1989), わが国企業における資本構成の決定要因について, ——日本経営財務研究会研究叢書, pp. 37-57
- [15] Haugen, Robert A. & Senbet, Lemma W. (1986), Corporate Finance and Taxes: A Review, Financial Management, Autumn pp. 5-21
- [16] 平田光弘 (1985), わが国企業の株主総会と支配, 日本経営学会経営論集, 第55号, pp. 13-23
- [17] 生駒道弘 (1986a), 経営者支配対所有者支配, 和歌山大学経済論集, 214号
- [18] 生駒道弘 (1986b), 西ドイツ大企業における所有と支配——支配状況分類の若干問題——, 証券経済学会年報第21号, pp. 231-241
- [19] 生駒道弘 (1986c), 西ドイツにおける所有と経営の分離論——シュタインマン教授らの問題提起——, 海道 進・大橋昭一編『ドイツ経営学の展開』pp. 53-69
- [20] Jensen, Michael C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, AER—AEA PAPERS AND PROCEEDINGS, MAY 1986 pp. 323-329
- [21] Kamerschen, D. R. (1968) The Influence of Ownership and Control on Profit Rates, American Economic Review, 58, S. 432-447
- [22] 神田秀樹 (1984), [紹介] Saul Levmore, Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings, 学習院大学法学部研究年報 19, S. 533-570
- [23] 小山明宏 (1982), 「資本構成と企業リスク」, 証券経済学会年報, 17号
- [24] 小山明宏 (1984), 「企業の資本構成決定メカニズムの研究における新しい視点」証券経済学会年報, 19号
- [25] 小山明宏, 上田 泰 (1986a), 「エージェンシー問題と経営政策(I)」, 学習院大学経済論集, 22巻3号
- [26] 小山明宏, 上田 泰 (1986b), 「エージェンシー問題と経営政策(II)」, 学習院大学経済論集, 23巻2号
- [27] 小山明宏 (1988), エージェンシー理論による企業の財務政策の分析: 序説, 日本経営学会経営論集, 第58巻, S. 256-265
- [28] Koyama, Akihiro (1989), Pricipal-Agent-Problem in Unternehmen——Ein Vergleichstudium zwischen deutschen und japanischen Unternehmen, Arbeitspapier, Trier (in Vorbereitung)
- [29] 正木久司 (1985), 大企業における所有と支配——アメリカ株式会社支配論をめぐって——, 日本経営学会経営論集, 第55号, pp. 67-76
- [30] 松本厚治 (1983), 企業主義の興隆, 日本生産性本部
- [31] Monsen, R.J., Chiu, J.S. and Cooley, D.E. (1968), The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm, Quarterly Journal of Economics, 82, S. 435-445
- [32] Mori, Akio und Albach, Horst (1987), Das Finanzierungsverhalten japanischer und deutscher Unternehmen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 57. Jg. Heft 3 S. 251-296
- [33] 永田 誠 (1985), 経営者支配と企業体制, 大阪市立大学経済学研究, 第30巻2号, S. 95-120
- [34] 奥村 宏 (1984), 法人資本主義, お茶の水書房
- [35] Palmer, J. (1973), The Profit-Performance Effect of the Separation of Ownership from Control in Large U.S. Industrial Corporations, The Bell Journal of Economics and Management Science, 4, S. 293-302
- [36] Picot, Arnold und Michaelis, Elke (1984), Verteilung von Verfügungsrechten in Großunternehmen und Unternehmungsverfassung, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 54. Jg., Heft 3. S. 252-272



- [37] Pross, H. (1965), *Manager und Aktionäre in Deutschland—Untersuchungen zum Verhältnis von Eigentum und Verfügungsmacht*, Frankfurt am Main
- [38] Schmidt, Reinhard H. (1988), *Neuere Property Rights-Analysen in der Finanzierungstheorie*, in Budäus, Dietrich, Gerum, Elmer & Zimmerman, Gerhard (Hrsg.), *Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte*, Wiesbaden GABLER
- [39] Schreyögg, Georg und Steinmann, Horst (1981), *Zur Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt. Eine empirische Analyse der Beteiligungsverhältnisse in deutschen Großunternehmen*, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 51. Jg, Heft 6, S. 533-558
- [40] Steinmann, Horst, Schreyögg, Georg und Dütthorn, Carola (1983), *Managerkontrolle in deutschen Großunternehmen—1972 und 1979 im Vergleich*, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 53. Jg, Heft 1, S. 4-25
- [41] Steinmann, Horst und Schreyögg, Georg (1984), *Zur Bedeutung des Arguments der “Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt”—Eine Erwiderung*, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 54. Jg, Heft 3, S. 273-283
- [42] Steinmann, Horst, Fees, Werner & Gerum, Elmer (1985), *Managerkontrolle und Mitbestimmung*, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 55. Jg, Heft 10 S. 992-1011
- [43] Thonet, P.J. and Poensgen, O.H. (1979), *Managerial Control and Economic Performance in West Germany*, *The Journal of Industrial Economics*, S. 23-37
- [44] 丑山 優(1981), *西ドイツにおける株式所有構造の展開(1)——J. C.レーファクスの所説を中心として——*, *九州大学経済研究*, 第44巻第4・5・6号, pp. 247-261
- [45] 丑山 優 (1982), *西ドイツ——小株主・銀行・大株主の拮抗*, 『現代企業の所有と支配』ミネルヴァ書房, 所収 pp. 127-150
- [46] Wächter, Hartmut (1983), *Mitbestimmung* Verlag Vahlen, München
- [47] 若杉敬明(1983), *株式持合の財務的意義*, ——日本経営財務研究会研究叢書, pp. 61-84
- [48] 若杉敬明(1985), *株式会社制度とエージェンシー問題*, ——日本経営財務研究会研究叢書, pp. 163-179
- [49] 若杉敬明(1986) 「最適資本構成(1), (2), (3)」*東京大学経済学論集*, 52巻3号, 52巻4号, 53巻1号
- [50] Witte, Eberhard (1981), *Die Unabhängigkeit des Vorstandes im Einflußsystem der Unternehmung*, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 33. Jg. Heft 4 S. 273-296
- [51] 山口博教 (1985), *西ドイツ——巨大企業と銀行*, 『現代の巨大企業』所収, 新評論, pp. 151-185
- [52] 山口 博教(1989), *西ドイツの巨大企業と銀行——ユニバーサル・バンク・システム* 文真堂