

〈論 説〉

コーポレート・ガバナンス

企業統治の研究の統合の一試論*

—特にK. スコットの1999年論文「企業統治という諸制度」の紹介を中心として—

宮 城 徹

目 次

- I はじめに
- II K. スコットの論文
- III K. スコットの論文に対するC. メナードのコメント
- IV K. スコットの論文に対するJ. ツェヒナーのコメント
- V 結びにかえて

I はじめに

私は過去15年ほどの間、組織の経済理論＝新制度派経済学（プロパティ・ライツ理論〈プロパティ・ライツという用語は訳さない方がいいほどドイツ語圏でも日本語でも適切な訳語がないのが現状である〉、取引コスト理論、プリンシパル－エージェント理論を指す）の方法と成果を経営学の領域に導入し、それによって企業の諸問題を検討し直すことを私の主な仕事としてきた（宮城1985；1987；1989；1993；1997；1999；2000）。もちろん、それ以外の分野についても研究し、その諸成果はすでに公刊した。ここではそれらの詳細は省く。

※ 本稿は、1999年8月19日、UCI（カリフォルニア大学アーバイン校）で脱稿したものである、ことをここに記しておく。

その間、組織の経済理論の陣営の企業統治の分野の研究から、企業の諸問題を検討しようという試みが、欧米を初めとして、特にこの10年間にわたって急激に増えてきた。

そもそも、資本市場に特有の取引は、資本の所有者が資金と引き換えに企業の運営による将来の剰余金に対して請求権を受けることにあることは言うまでもない。ところが、このような請求権の価値は経営者がどんな政策を採るかに大いに依存する。また、その請求権の価値は経営者が資本の所有者の利益を軽視して、主として、自分自身の利益のために行動すると下がることもありうる。だからこそ、機会主義的な経営者が所有者の請求権を侵食することから所有者に対して安全保障をする、という問題がいわゆる企業コントロールという表題の下で検討されることになるのである。

〔機会主義とは、取引において誠実さ、正直さが欠如しているために、ある当事者が今以上に利益を得ようとすることである。すなわち、それは経済学で通常とられる仮定よりもやや深い私欲追求仮定である。宮城 1989、90ページ〕。

周知のとおり、新古典派企業理論では、上のような問題はかなり軽視されてきたのである。というのはつまり、その理論は完全市場と対称的情報に立っているのです。そのような問題には妥当性がない、とみなすことになるからである。

ところが、最近の組織の経済理論の展開で、情報の非対称性が市場取引に影響を及ぼすことがすでに分かっている。また、このような洞察がこの新しい理論分野の基礎になっている。それと同時に、市場取引の法的・制度的枠組が特に注目されている。すなわち、組織の経済理論の観点からインセンティブが両立するような契約をデザインすることが重要な問題になっているのである。従って、取引の法的側面を考慮に入れないとだめだ、ということになっている。

さて、ここで私が紹介し、検討を加えねばならないと考えているのは、スタンフォード大学のK. スコット (Kenneth Scott) の1999年論文「企業統治という諸制度」(Institutions of Corporate Governance, in : *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 155, No.1 March 1999, PP. 3-13) である。11ページから成るこの短篇論文は、新制度派経済学第16回国

際セミナー（16th the International Seminar on the New Institutional Economics）で報告された巻頭論文である。このように短い論文ではあるが、企業統治の分野を大局的に概観した上で、最近の研究を統合しようという野心的で非常に刺激的な論文である。それは企業統治の具体的な諸問題とそれにかんする研究の現状についての知識を与えてくれる点においても、きわめて大きな意義をもつ労作である、と私は信ずる。

さて、K. スコットの1999年論文は、株主との取引の根底に横たわっている契約の条項は必然的に漠然としたものにならざるをえないが、株主との取引を実行可能にするのに役立つような法的ルールと統治の道具を論じている。そればかりでなく、彼の論文で何よりも注目すべき点は、後段で詳しく述べるとおり、現在の国際競争相手国である、アメリカ、日本およびドイツの企業統治のシステムを比較することに焦点を当てているところにある。ちなみに、今日では、このような比較制度の研究方法がきわめて重要であり、妥当であることを否定する人などいない。「比較制度論（comparative theory of institutions）は、伝統的経済学や社会諸科学とは根本的に違う新しいパースペクティブを与えてくれる。その顕著な特色は制度、人間行動および現実的な代替案の比較のコンビネーションである…。それは数学に追いまくられずに、“ハードな”分析を使い…大いに経験的に志向している。Frey 1984, P. 14)」からである。ここにも組織の経済理論を追求する値打ちがある。

くり返し強調するが、K. スコットのこの論文は短篇である。だからこそ逆に、そこには彼の研究のいわばエッセンスが集約されている、と言うべきである。そこでここでは、K. スコットの論文をできる限りそのまま引用しながら、この論文に対するパリ第一大学のC. メナード（Claude Menard）のコメント *ibid.* PP. 14-18とウィーン大学のJ. ツェヒナー（Josef Zechner）のコメント *ibid.* PP. 19-21、さらに、K. スコットの論文を理解する上で便宜をはかるために、私のこれまでの研究との関連性や見解などを適宜織り込みながら、K. スコットの論文の特徴と疑問とすべき点を示したいと思う。

なお、文中〔……………〕で表した部分は紹介者たる私の見解である。

II K. スコットの論文

K. スコットの論文の全容は次のとおりである。

企業統治の分野を大局的に概観し、最近の研究を統合しようというのが本稿の目的である。企業統治は、他者がコントロールしている企業で外部の少数株主から株式投資を得る場合につきもののエージェンシー・コストの角度から考察される。こうしたエージェンシー・コストを制限するための2つのメカニズム、すなわち、企業をコントロールする者に課せられる法的（受託者の）義務と株主の投票権の行使を検討する。本稿はこれらの異なる統治システムに対する評価の一試論である。

A

本稿は、企業統治の分野を大局的に概観して、最近10年間にわたって急激に増えた研究の一部を統合するための一試論である。筆者は、検討しなければならぬと思う重要な問題が何であるかを定めた後で、アメリカ、日本およびドイツの企業統治のシステムを注意深く見て、然るのちに、比較と評価の問題に取り組むつもりである。本稿はK. Scott (1998a ; 1998b) を大いに参考にしている。

一連の企業統治の制度を整合的に評価するためには何が目標であるかを明示する必要がある。技術進歩と規模の経済を利用する現代企業は、多額の資本投資を要する大規模組織になっている。そして、それに必要な資本額はおびただしい投資家の貯蓄をプールして調達されるしかない、ということが多い。その際、投資家たちは自分たちの投資を管理し、企業を運営する者を信頼せざるをえない。投資家の信頼を支えたり、この信頼の根底に横たわっている制度——それは法的ルールとインセンティブと行動の特有のセットである——の上に成り立っているのが企業統治のシステムである。

筆者は、企業統治のシステムの目標は企業の経済的効率性にある、とみなす。企業統治にかんする議論は、それとは異なる問題、たとえば、独占的支配力とか寡占的支配力、特定の構成員の厚生あるいはまたマクロ経済の安定性に取り組んでいるように思われる。そのような関心事はすべて妥当なものである。ところが、企業統治のデザインはあまりそれらの関心事を取り扱うための直接的あるいは有効な方法ではない。企業統治のデザインは経済的効率性を築きあげるのに本当に重要な貢献をしたけれども、経済的効率性とは異なる多くの問題にはわずかししか関係がない。

〔たとえば〕企業統治のデザインとは異なるさまざまな制度と諸力も企業の運営に関係をもつようになり、企業をもっと効率的に突き進めていく、という点を銘記すべきであろう。とりわけ、製品や要素市場の競争から生起する強力な圧迫が最も有力である。国内的にも国際的にも、完全競争があれば、このような圧迫や圧迫とは異なる多くの問題はなくなることになる。ところが、完全競争はないので、こうした圧迫は注目に値する問題であり続ける。

筆者は、経済的効率性の見地から、企業の外部株主資本のコスト、すなわち、企業が外部の投資家を説得してその企業の株を買わせようとしてつけるような期待収益という意味の価格に焦点を当てることにする。株主が、きわめて漠然とした条件で、多額の金を経営者に運営するように特殊な資産に進んで投資するのはなぜなのであろうか。企業の経営者は、株主がいつ自分の金を取り戻すかとか、その金を使ったことに対してどのように補償するか、については株主に告げない。

〔株主と企業を結びつける契約は、はるかにインフォーマル（略式）である。というのは、それは、株主がどのくらい支払われるのかとか、いかなる条件の下で支払われるのかについては何も明示しないし、株式を買い戻す条項を設けていないからである。また、大部分の議論の仲裁は、所有者と経営者グループ内部でおこなわれたり、内外のモニターの混合物たる取締役会でおこなわれる。このように、契約のもつ非特定のインフォーマル（略式）な性質とその内部実施という2点が企業の主たる特徴である。このように、経営者に供されて

いる現在の契約関係に固有の責務の非明示性を所与とすれば、経営者が配当をゼロにしたとしても、それを止めさせるものは何もない。さらに、企業が十分な内部留保をもち、株式資本市場へあまり依存しなくなれば、経営者が株主に対してもつところの非明示的な責務に固有の倫理感の欠如に基づく行動、機会主義、経営者の自由裁量、エージェンシー問題が特に重要になる。あるいは、所有と経営の分離問題の「新名称」ともいべき「プリンシパルとエージェントの分離問題」の立場を代表しているジェンセン＝メックリング (Jensen = Meckling, 1976) のように、逆に、経営者は株式資本市場にたえず依存し続けると仮定したとしても、普通株の投票権が委任し続けられる限りは、やはり、投票権はそれほど重要ではなくなる。こうして、現代企業を妥協によって、処理していくインフォーマルな(略式)契約関係から、配分効率と分配の結果、それからまた、分配コンフリクトが生じる。宮城 1989、102-103ページ)。

事業にインプットを提供する者は支払合意についてはそれほどあいまいではない。

株主のプロパティ・ライツがこのように不完全に定められているのはなぜなのであろうか。

[プロパティ・ライツとは、第1に、財に付随する法的権利(Handlungsrecht)と処分権(Verfügungsrecht)である。第2に、法秩序、契約に基づいて、「経済主体」に帰属する法的権利と処分権である。こうした権利を創り出したり、帰属させたり、行使することによって、取引コストが惹き起こされる。宮城 1997、269ページ。次も参照。宮城 1985)。

株主の本質的な機能のために、そのような条件にならざるをえない、というのが通例の解答である。株主は企業の残余リスクの持参人であるので、他者はもっと明確な条件で契約できる。すなわち、株主の請求権は、その他のさまざまなすべてのコンティンジェンシーと請求権を満たした後で最後に出てくるのである。だからこそ、コンティンジェンシと請求権をすべての状況下で詳しく示そうとするのは実際的ではない。

[契約当事者たちは限定された合理性に立っているからである。宮城 1997、

272ページ]。

株主の地位は非常に不完全契約のパラダイムになる。すなわち、不完全契約のために、株主は無能な経営者とか、自分自身の利益のために行動する経営者に対して、潜在的にきわめて弱い立場のまま放置されることになる。株主は債務保有者がより完全な特有の契約を結んだ保護捺印契約(protective covenants)から特典を得る場合もありうる(Drukarczyk=Schmidt 1997)。ところが、金銭債務と持分の利害対立もある。貸主は企業統治で役割を演じるが、株主の保護を目的とするものではない。

[K. スコットはプリンシパル-エージェント理論をその分析枠組にしているが、不完全契約を強調している点は取引コスト理論にきわめて近い。宮城]。

株主の立場が契約で十分に保護されないとすれば、その立場はどのように存立するのであろうか。プリンシパルにはこのような機能を果たす2つのメカニズムがある。その1つは法(律)である。すなわち、取締役や役員(エージェント)は1番、株主(プリンシパル)の利益のために活動しなければならない、という受託者のルールである。もうひとつは、統治である。すなわち、株主が投票権を行使して、企業の業務をコントロールしている者が株主の利益を重視せざるをえなくなるような一連の条項である。

事業を100%所有している経営者にとって企業統治が問題にならないのは明らかである。また、取締役会をコントロールしたり、いつでも経営者を解雇できるような過半数所有株主(あるいはグループ)にとっても、企業統治はあまり問題ではない。そのような企業で少数所有株主の利益を保護するのは、主として、受託者のルールに由来する。というのはつまり、このような少数株主の投票権には、一般的に言って、効果がないからである。そこで、いわゆる経営者支配の企業では企業統治は、主として、少数株主のために問題になる。経営者支配の企業では、株主は、自分たちの利益を守るために、潜在的には取締役会をコントロールできる。ところが、一緒に行動したり、実際にコントロールしようとする、取引コストや不適切なインセンティブの点で容易ならざる困難に直面する。

〔インセンティブについて言うならば、次のようになる。すなわち、人間の（観察できる）行為の背後にはたくさんのモチーフ（動機）があるけれども、その動機の1部だけがインセンティブによって活性化できる。インセンティブによって活性化されたすべての動機の和がモチベーションとなる。従って、仕事の状況では、どんなインセンティブが動機を活性化するのか、つまり、仕事のモチベーションを引き起こすのか、にかんする指針が定められる。ところが、動機とインセンティブは仕事とは別の生活世界からも派生する。宮城 2000、第9章5節〕。

〔言うまでもなく、インセンティブは企業自体によって、具体的に言えば経営者によって左右される。宮城〕。

だからこそ、企業統治は、実際的な意味では、主として、高度に分散した株主が所有している企業で、株主を犠牲にして、自分自身の利益のために行動する経営者が押しつけるコスト——エージェンシー・コスト——を切り詰める手段として重要になる。そうだからといって、どのくらい大きな関心事になるのでしょうか。それはそのような企業がどのくらい広まっているかに依存する。だからこそ、国によって違うであろう。株式による外部からの資金調達に依存する現象は広い範囲に及んでいる。その範囲を説明するのは、この分野の研究と論争の主要な分野の1つになっている。

そもそも企業はなぜ株式による外部からの資金調達に依存したがるのかを探るのが出発点となる。株式市場から資金を調達した方が比較的安あがりになる、というのが例の解答である。というのは、ポートフォリオ投資家は非体系的な、あるいは企業特有のリスクを多角化するのに対して、発行者は体系的あるいは残存しているリスクに対してだけリスク・プレミアムを支払うからである。またそうなると、潜在的に膨大な資本が供給されるからである。企業あるいは国民経済にとって資本コストが比較的安いということは収益性、経済成長および国際競争力に影響を与える。

ところが、公的資本市場に頼ると、所有者はエージェンシー・コストにかなりさらされる。そこで、経営者が企業を誤って管理する（mismanage）程度

や、経営者が株主の富を転用して「コントロール・レント」を引き出す程度を制限するためのルールや企業統治の制度がもっと必要になる。このようなエージェンシー・コストを切る詰めようという目標が望ましければ、なぜ物議をかもすことになるのであろうか。それでは、このようなエージェンシー・コストを切る詰めるにはどうすれば最も良いのであろうか。

B

すべての国と経済システムは、どのようにプリンシパル-エージェント・コストを節約するかという問題に直面しているので、1つの答えの1つの解決策は世界中を見て、それがどのように扱われてきたかを考えてみることである。比較アプローチは最近10年間にわたってかなり注目され、アメリカ、日本およびドイツという最も発展した最大の経済に焦点を当ててきた。これらの3ヶ国にはそれぞれ独特の一連の制度があるが、法的権利の内容とそれを実現するメカニズムは異なっている。その点を十分に記述しようとする、非常に長くなり、本稿の範囲を越えて進むけれども、アメリカ、日本およびドイツはそれぞれ「理念型」で特徴づけられるのが通例である（理念型はそれぞれの国にある実際の多様性と複雑性を反映するものではないとはいえ）。

アメリカでは、バーリー＝ミーンズ（1932）の企業が理念型となる。すなわち、株式所有権は多くの小株主に分散しているので、自己永続的な経営者がたいていがっちりコントロールしている企業である。

〔すでに早くも1913年に下院のプージョ委員会（Pujo Committee）は、多くの、かつ散在している株主をもっている巨大企業では、「経営者は、事実上、自己永続しており、任命権（power of patronage）、株主の無関心およびその他の影響力を通じて、株主の大多数をコントロールすることができる」、ということに気づいた。宮城、『企業の政治理論序説』、税務経理協会、1983、22ページ〕。

経営者にかんする規律の程度は、おどし、また時には、委任状合戦、敵対的

合併および買収専門投資会社（LBO）で規定される

〔LBOについての詳細は次を参照。宮城 1999、第5章4・5〕。

法的ルールはまた、取締役と役員に受託者の義務を課する。特に、利害が対立する状況では、取締役や役員は、自分たちの利益ではなく、1番、株主の利益のために行動「しなければならない」という忠誠の義務を課する。そのような一般的な警告（admonition）はくり返し起こる多くのパターンで発展したので、法律家が株主のためにもたらした民事責任の訴訟で行われている。

その理念型の下には多くの問題がある。すなわち、そのような理念型はアメリカ経済にとってどのくらい正確なのであろうか。今では、個人投資家に対立するものとしての機関投資家がアメリカの株式市場全体のほぼ半分を所有している。ところが、機関投資家はたくさんある（たとえば、年金基金、オープンエンド（型）投資信託〈mutual funds〉、保険会社、信託会社、財団、慈善団体、養老保険）。機関投資家の団結した行為はどのくらい深刻な問題にならないのであろうか。アメリカの最大25社では、平均すると、普通株の27.5%は機関投資家によって占められている。ところが、資本化の規模が小さくなるにつれて、機関のシェアは一般的に減少するが、しかし広範囲にわたるデータが不足している。また、金融・証券法は機関投資家の重要な保有物（holdings）と調整された行為に法律上の一連の技術的障害を課する。もっとも、証券法は1992年に幾らかゆるめられたが。

金融・証券法は受託者の義務にかんしてどのくらい有効なのであろうか。状況に応じていろいろなルールがたくさんある。こうしたルールは、盗罪や横領に対する刑事罰から、「不公正な」自己取引に対する民事責任とか、持株会社を形成するにあたって少数株主を公正に取り扱うための無定形の警告にわたるものである。民事の実施はまた、団結した行為とかただ乗り問題に直面するが、派生的訴訟や集合代表訴訟のやり方を取り扱う。そして、こうした訴訟にはそれ自体のエージェンシー・コストがある。

日本では系列が理念型となる。系列とは、安定した相互持株と売り手と買い手の関係でつながれているさまざまな会社の集団である。親会社とかメインバ

ンクがその集団の管理者 (administrator) の役割を演じることになっているので、そのメンバーである企業の経営者の成果をモニターしたり、財政難の場合には介入する (Aoki 1994)。

〔系列についての詳細は次を参照。宮城 1999、第5章4・4〕。

非メンバーの持株はそのメンバー企業の大部分の所有権に対して実質的に少数になっている。ところが、敵対的合併のような市場メカニズムがほとんどないので、大衆株主は投資家や規律としては活動しない。

また、理念型である以上、系列のパターンが現在の日本経済をどの程度表わしているのだろうか、という問題がある。多くの文献は記述的であり、断定的でもあり、数値的あるいは経験的なものではない。メインバンク (どんな会社でも5%以上所有できない) の役割は1989年の終りに崩壊する前にはあまり試練に合わなかったし (特に、日本の会計・銀行監督 (accounting and bank supervision) には金融上の損失を開示するのではなく、穏す傾向があるとすると)、その後、決定的に分析されたことはあまりない。それは現在、経済的に困窮しているので、大きく変化しようとしている、と言えよう (Sheard 1997)。

相互持株と取引関係は、潜在的な利害対立と外部株主持分の危険に苦しんでいるが、相互持株と取引関係がどうなったかは分からない。日本の法体系は経営者が1番、株主の利益のために行動するための一般的な受託者の義務を重視していない (傍点、宮城)。その代りに、取締役には、監督する義務を初めとして、自分たちのはなはだしい職務怠慢に対する責任がある、と言えよう。ところが、そのような義務と責任は会社にあるので、派生的訴訟の施行が比較的新しい現象になっている。

ドイツでは、標準的計算は、証券取引所に上場し、かつ従業員2000名以上 (彼らは監査役会の半数を選任する) の会社に必要な二重委員会制 (監査役会と取締役会) の下で運営している数百の大企業を調べるのが理念型となる。主な (25%以上の) ブロック所持人^{ホルダー}が標準 (企業の85%以上) になっている (Franks=Mayer 1994)。ブロック所持人^{ホルダー}の議決権の見地からみると、企業の

ハウスバンクとその他の銀行の役割はさらに重要になる。ユニバーサルバンクとしてのドイツの銀行はアメリカの銀行と違って、会社の株式を所有できる。その上、ドイツの銀行は持参人払式株 (bearer shares) のシステムで大衆株主の主な受託所になっているので、こうした株主の委任状を投票する。ドイツの銀行はまた、投資基金を運用してその分け前を票決する。その結果、ドイツの銀行は、1992年には、最大24社の株主総会の投票の平均84%を票決したのである (Baums 1996a)。

そうなると、ドイツでは、銀行法は株主の利益のために有効な制度的モニターの役割を果たすことになるのであろうか。その答えは決して明らかではない。というのはつまり、この構造はそのまま銀行自体に当てはまるからである。最大5行のユニバーサルバンクは1つのグループとして1992年にそれらの銀行が所有している株主総会での投票の54%から64%を票決した。もっとも、5行のうちの1行もその総会で絶対多数ではなかったけれども。銀行の経営者が銀行以外の株主とか株式市場によって比較的制約されていなければ、この経営者たちの自由裁量は誰の利益のために行使されるのであろうか。

この法体系はドイツの企業統治で役割の多くを演じているとは思えない。大陸法は英米法の正義衡平法 (equity law) という受託者の幅広い概念とは性質が違っているのである。監査役会の理事には本当は多くの意思決定の責任はないので、共同決定はそれ自体のモニタリングの有効性を次第にそこなうものだと批判されてきたのである (Pistor 1997)。

[誤解を避けるために一言つけ加えておくと、共同決定の効率性についての研究は、Fritzroy = Kraft (1985)、Gerum = Richter = Steinmann (1981)、Michaelis = Picot (1987)、Kaulmann (1987) などによって行われたが、その評価は依然としてあいまいなままである。宮城]。

[実は私はこの論文を清書している最中に、フリック = シュペクバハー = ヴェントゲスのこの分野にかんする最新の興味深い研究、「従業員の共同決定と現代企業の理論」(von Bernd Frick, Gerhard Speckbacher und Paul Wentges, Arbeitnehmermitbestimmung und moderne Theorie der Unternehmung,

1999, in : *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Nr. 7, Juli 1999, S. 745 – 763, に奇しくもめぐりあった。大急ぎで目を通したが、その論旨の1部は次のようになる。すなわち、法的に統治を委任された共同決定が企業の成果に有益なのか、有害なのか、またどの程度かという問題は、どちらかといえば、議論の余地のある理論的論争の中心であったし、今だにそうである。こうした問題は経験的に答えるのが最もよいけれども、これという経験的な証拠資料は非常に矛盾しており、この矛盾はデータと方法論上の難しさに起因する、と言う。宮城]。

取締役会の理事は怠慢になったり、不法行為を行わうであろうが、しかし、派生的訴訟とか集合代表訴訟の制度は知られていない。そのような状況では、株主は経営者を相手どって訴訟を起こすためには、株主総会で過半数を占めるか、あるいは法廷へ訴状を提出するために少なくとも10%を占めることになるが、それはまれである。

最も高度に発展した市場経済の世界を立ち去って、あまり発展していない国や立ち上がりつつある市場経済の世界へ入ってみよう。さて、その典型的パターン（経済が国営化していない程度）は、会社設立の発起人やその同族や仲間がたくさん保持したり、支配している会社の1つである。株式による外部からの資金調達の役割はわずかである。すなわち、その事業は内部留保や特に金銭債務によって調達される（政治的あるいは補助金の基礎の上にあることが多い）。経営者に対する法体系の有効な制約条件は弱かったし、存在しない、と言ってよい。その点でロシアの例が挙げられる。

上のようなすべての違いは何を説明してくれるのであろうか。納得させるだけの説明はない。その理由の1部は、世界中の企業統治の違いのすぐれた実像さえないからである。英語で仕事をしている研究者には、アメリカとイギリスについては経験的情報がかなりあるが、最近になって、ドイツと日本についてのそれもいくつかある。それは体系的に収集されたことがないので欲求不満を起こさせるギャップになっている。その他のヨーロッパ、アジア、ラテンアメリカおよびアフリカについては英語の文献はわずかしかない（一般的に母国語

でもそうだと思う)。

もちろん、広範囲にわたる情報がなくても推測できる。以上のようなさまざまな制度的構造を創り出すには政治的要素がたくさんある。〔たとえば〕ロオウ (Roe 1994) が力説したのは次の点である。すなわち、アメリカは経済権力の私的集中に反感を持っているために、銀行業を地理的に分断したり、銀行と保険会社に株式を所有させないようにしたり、銀行と保険会社がドイツや日本のそれらの対応物の役割を演じることを有効に阻止する制定法を産み出したのである、というのがそれである。ドイツは、19世紀の終りまでには、全国的な大きなユニバーサルバンクと産業のサービスを受ける側の密接な関係を進展させた。ところが、銀行は、直接的にも間接的にも、パブリックな証券市場の成長を妨げてきたのである。日本では、政府が第2次世界大戦で銀行業の支配権を握って工業部門に資本を配分するために銀行業を利用したのである。戦後は、民間の資本が非常に不足して、大きな株式市場がなかったのも、また、政府の政策は銀行債務で工業生産の成長の資金を調達し続けざるをえなかったのも、メインバンクがそのグループのサービスを受ける側の企業に対してもつ権力を支援したのである。

以上のような簡単な記述からも明らかなおおり、企業統治のシステムを理解するということは、経済的効率性を強く求める圧力を越えて、政治闘争、過去の経路依存性およびその他の要因を考察することになる、ということをおこす。

〔そもそも、ヒエラルヒー自体が権力の源泉となるので、純粋な契約主義の下では、十分説明できない企業内部の諸関係を理解するためには、政治理論(権力)も重要になる。そこで、契約関係をはじめとして、制度的合意(institutional arrangement)を定める諸力をもっと幅広く理解するためには、取引の特徴と取引コストの議論にとどまってはならない。ともあれ、取引コスト理論の基本的な特徴の1つは、効率性を強力にリバイバルさせている点にある。これが現代企業の分析のメイン・テーマの1つである。宮城 1997、273ページ〕。

C

それではどんなシステムが望ましいのであろうか。そのような問題に答えることさえできるのであろうか。データが利用できないとか、収集され一覧表にされたことがないという問題はすでに述べておいた…。

ところが、もっと根本的なレベルに難しさがある。すなわち、国家間の企業統治の有効性の測定をどのように、始めることになるのであろうか。またどのように、エージェンシー・コストを切り離して測定するのであろうか。1980年代には、日本とかドイツの経済成長率がアメリカより高かった時はいつでも、企業統治はそれに介在している要因の1つであるから、日本とかドイツのシステムがすぐれているであろう、と単純に言う傾向があった。1990年代にそのパターンが逆になった時はいつでも、その結論は逆になるのであろうか。企業統治の効率性のすぐれた直接的測定がないので、いくつかの研究は委員会や経営者の顔触れの変化とか、自由裁量による支出とか、フリー・キャッシュ・フローとか、株式公開買付けや買収の見込みといった代用物を使った。これらの代用物すべてにはそれぞれ欠陥があるので、方法論が問題であり、関心事であり続けている。この段階では、もっともらしい^{ストーリー}所説の方がテストされた仮説より多い。

そればかりでなく、企業の統治構造のシステムと提言に対する批評家たちは、こうしたシステムと提言にはコントロール・レントと誤った管理を減らすことによるベネフィットだけでなく、考慮に入れなければならないコストがある、と主張する。市場に基づく規律は、経営者が長期的な投下資本利益率や成長ではなく、短期的な株価の成果へ向かうことによって、好ましくない方向づけを作り出す、というのがアメリカのシステムのコストである、と主張した。そのような議論は、株式市場は近視眼的である。すなわち、株式市場は価格決定会社の長期的な期待キャッシュ・フローや収益率を一貫して不当に割引くのだ、という命題に基づいている。非対称的な情報や短期的バブルの理由のさまざまなモデルがあるが、一貫した割引きの近視眼的な考え方の証拠資料は弱い

(Abarbanell=Bernard 1995) ので、企業統治の問題をはるかに越える問題を提起することになる。

この論文で分析されたような企業統治に対するもうひとつの批判は、企業統治は、資本コストや株主の富ともいうべき経済的効率性の観点から判断されるべきではなく、経済的効率性とは異なる「構成員」、すなわち、従業員、供給業者、顧客、経営者および地域社会全体に対する影響を考慮に入れるべきだ、というものである (Williamson 1985 ch. 12)。すべての者が「ステークホルダー」と呼ばれるので、そのような企業統治システムはどのようにすべての利益を十分に生むのに役立つのであろうか、ということに基づいて判断すべきものである。株主に焦点を当てるということは、株主とは異なる上のようなステークホルダーのコストを考慮に入れないということになる。このような株主以外の利益自体がどの程度まで契約で保護できるのであろうか、経営者の収奪いかなによって決まるような企業特有の長期的なサンク投資を行わないのであろうか、のいずれかの考察がそのような議論には入っていない。

[K. スコットの把握においては、株主以外の広汎なステークホルダーの行為が企業統治からオミットされることになる。この論点は、K. スコットのよって立つプリンシパル・エージェント理論が新古典派企業理論の方法論的ノスタルジアに駆られていることに起因する、と私は思う。専門経営者によってコントロールされている企業は、経済的制度であるだけでなく、今やまさに準政治的組織、社会的制度にまでなっていることを忘れてはならない。従って、K. スコットのこのような狭い考え方が果たしてまたどの程度まで妥当であるか、ならびに企業統治の諸問題の考察においてどれほど有効であるかは疑問とすべきである、と思う。宮城]。

私たちは出発点に戻った。つまり、まず株主の請求権が特異であるということは、その請求権が長期的で残余的なものであるので、必然的に十分に定められない、という事実にある。

D

ところが、企業統治のルールをどのようにセットした方が良いのか、という問題に対しては、ことによると論理的かつ分析的な解答に達することができなくてもよい。〔というのは一方では〕製品市場の競争は最も効率的な統治構造への進化を促進するものではないか、という経済的サバイバル・テストを利用できる〔からである〕。〔また他方では〕政治力（political forces）は利用できる経済的選択に根本的な制約条件を課すことができる、という議論を行わう資格のあることを銘記しておいた〔からである〕

そうなると、アメリカあるいはドイツあるいはまた日本のシステムがその他の国にとって最善のものであろう、とは主張しがたい。これらのシステムはそれぞれ主導企業の資本蓄積、投資および経済成長を支えるのにかなり十分にうまくいったのである。アメリカ、ドイツおよび日本の違いではなく、それぞれに共通している要素を調べると、次のような幾つかの仮の結論を引き出せるであろう。

(1) アメリカ、ドイツおよび日本の法制度について何と言ってよいのであろうか。筆者はアメリカを越えて進むのは楽だと思いのではなく、少なくともいくつかの印象を与える。まず法的ルールとコントロールを実行に移す能力を区別すべきである。また、法的ルールが経営者に強制執行できる義務を課して、株主に代わって（補完的に）コントロールする。改善を提言するのは難しくないけれども、アメリカ、日本およびドイツにはそれぞれ、株主の投票権とコントロール権を確立しているかなり発展した一連の法がある。この点はいくらか有効な企業統治システムとなるための最低必要なものだ、と思われる。ところが、それが無い国もある。

受託者の義務とかそれに相当するものの重要性はこれまであまり研究されることがない。利害対立はあまり激しくならないが（またおそらく法的ルールはあまり重要ではなくなる）、コントロールする者と外部の所有者の間の利害対立を生む連続した状況の流れを仮定してよい。1つの極端をとってみると、あ

からさまざまな盗罪、横領および背任があるであろう。このような場合には、有効な法による制裁がなかったら、だまされやすいということは所有者のマネーを手放すことになるというにすぎない。経営者と企業との自己取引は同じ目的を達成する場合のやや不透明な形である。コントロールしている当事者は、あまりにも安く買ったり、あまりにも高く売って、富を企業から自分自身に移せるのである。ところが、そのような事態は非標準的資産の複雑な取引でわけが分からなくなったり、大小いろいろな価格の不公正を免れない。エージェンシー・コストには限界があるにしても、〔自己取引を〕実現するのはもっと難しくなるが、やはりきわめて重要だ、と思われる。企業の機会の専有、極端な報酬、経営者の特典の食い尽くしはもっと判断すべき材料 (judgmental) になりうるのに、法的ルールはおそらくあまり有効ではない。ところが、重要性の等級もそれほど有効ではない。あまり能力のない経営者の的はずれな多角化とか自己維持といった事業の正規の運営に非常にからんだコンフリクトに達すると、受託者の忠誠の義務 (あるいは日本の監督義務) はおそらくほとんど〔株主の〕保護を申し出ない。

アメリカは、日本とかドイツより、上のような連続した流れに沿ってかなり進んでいる、と思う。ところが、どのくらい効率的であるかは測定しにくい。この件はごく最近まであまり考慮されなかった (Shleifer = Vishny 1997 ; La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer = Vishny 1997)。ところが、外部資金調達を維持していこうとするどんな企業統治システムも、特に、過半数支配の株主とかグループがあるような会社はその問題を見逃すことができない。やはり、コントロールする者は、名声を考慮したり、度重なる取引の必要性によって、ある程度まで制約されることもありうる。ところが、そのような制約要因は取引を一方的に停止することに従わなくてはならない。インセンティブ報酬制度のような装置は経営者と株主の利益を十分にピッチャリ合わせることはできない。すなわち、そのような装置は、問題を改善できるけれども、取り除くことはできない。

(2) 3つのシステムはすべて、細分化した議決権には効果がないということ

を克服するために、コントロール権を結合して大きなブロックにする方法を見つけた。ドイツでは、大きなブロックは多額の投資家の形をとっている。彼らには時として議論される委任状コントロールによる投票に対する権力がある。日本では、大きなブロックは調整されたネットワークの形をとっている。すなわち、社長会やメインバンクのような制度を介して行動している。日本とドイツでは大ブロックにかんする合意は比較的安定している。それに対して、アメリカでは集計はアドホックであることが多い。すなわち、議決権は、委任状合戦とか公開買い付けあるいはまた買収専門投資会社（LBO）で臨時に集められる。アメリカ、ドイツおよび日本のテクニックは違うけれども、有効な企業統治システムに共通の必要性に取り組んでいるように思われる。言うまでもなく、このような合意が安定している場合には、外部の少数株主に不利になる。

結局のところ、多くの理由で、それぞれのシステムが最もすぐれていると示すことはできない。欠陥を確認したり、改善を提唱するための基礎はいくつかある。ところが、非常に独特の多くの制度的合意は、少なくとも、かなり、また、おそらく十分に等しくうまくゆくように思われる（Kaplan 1994a ; 1994b）。市場を基本としたシステムはかなりすばやい適合とイノベーションを促進する、と言えよう。それに対して、銀行志向のシステムには、いくつかの状況下では、経営者のエージェンシー・コストを切る詰める利点がある、と言えよう（Milhaupt 1997）。そうすると、以上のようなシステムのうちのどれかたった1つのシステムを採用したり、確立するのではなく、できれば、そのようなシステムのどれかに根を下ろす機会を作り出す戦略が提案され、特別な地位とか独自の生産技術のためでしかないとしても、それがすぐれていることが実際に示されている（Roe 1994）。

そうすると、アメリカでは、金融機関がもっと大きなブロックを築く法律上の障害やブロック所持人がモニタリングで協力する法律上の障害を取り除くということになる。また必要ならば、経営者に取って代ることになる。ドイツでは、証券市場を深めたり、株主が経営者（現在は、5年契約でオフィスに保護されているのが通例である）を追放する能力を鼓舞するということになる。日

本では、敵対的な公開買い付けの役割やその他の形態の資本市場の規律を受け容れるということになる。

もちろん、アメリカ、ドイツおよび日本にはそのような改革に対して、経営者や時として労働組合が率いる政治的障壁があるので、上に述べたことは達成できないこともありうる。ところが、企業統治を高めて恩恵にあずかる者もあるので、そのような立場の者にとっては賢明な戦略であろう。そうだからといって、過去の歴史が違ってもかかわらず、若干混合的で、かなり効率的なモデルへ収斂する可能性があるとか、見込みさえもある、と唱えられるのであろうか。アメリカでは、この種の議論はさまざまな州間の一般的な企業の規定にかんして行われた (Romano 1993)。EUでは、理論的には、それは競争力ではなく、委員会の指令で起こるであろう。それは興味ある展望であるが、今にも起こりそうだと思う人などいない (Baums 1996b)。

E

最後に、以上のようなさまざまな制度、洞察および不確実性のコレクションは何を与えねばならないのであろうか。…改革の提唱を評価するにあたって、利用できる一連の経験から、少なくとも、仮に引き出せる原則は次のようにたくさんある。

(1) 取引の利害対立からの法による保護の状態に注意を払わねばならない。投票権の行使という狭義の統治はコントローリング・ブロックに立ち向かう少数株主には直接的にはほとんど役に立たない。この点はシリコンバレーのような^{スタート・アップ}新設のテクノロジー企業に関心を寄せると、特に重大である。すなわち、ベンチャー・キャピタル企業は中期的な投資家であるので、とりわけ、積極的な新規株式公開 (IPO) 市場の形態へ投資するために退出が必要である (Gilson=Black 1996)。

(2) ハウスバンク、メインバンクあるいは社外重役あるいはまた監査役会が経営者を有効にモニターする権力をもっている、と銘記するだけでは十分とは

いえない。これらが有効にモニターするためのインセンティブを良く検討した上で、その成果を実際に観察しないとだめである。インセンティブがあからさまに混ざっていたり、不十分な場合には、どの場合もそうだが、大いに期待をかけるのはまちがっている、と言えよう。モニターが企業の成功に、主として、経済的利害関係をもつのが最もよい。

(3) 経済システムの「正統性」を高めるために、さまざまな構成員すなわちステークホルダーの利益を「バランスさせる」法的権限のある負担賦課管理(charging management)とか委員会は、誰でもほかの人に対する明確な^{オブリゲーション}債権債務関係を作らなかったら、株主に対して法的拘束力のある責任を減らすはずである。アメリカではそのような法律は、敵対的合併の状況で株主の選好を無視するに足る経営者の自由裁量を大きくしようという経営者によって用いられてきたのである。その結果は潜在的なコントロール・レントの範囲やエージェンシー・コストを増すことになる。

(4) エージェンシー・コストを支払うのは誰なのであろうか。それは市場で〔株式を〕購入する新しい株主ではなく、企業の現在の所有者である。現在の株主が払う代償は企業の期待キャッシュ・フローのうちの彼らの分け前が減る、ということ反映する(Jensen=Meckling 1976)。そこで、ファミリー企業の所有者は公衆に比較的高い価格で株式を売ると、有効な法的ルールや企業統治の受益者になる。それと分かるなら、このような事実は「株主」保護を容易にすることになるのが通例である。

(5) 最大の受益者は国民全体である。というのは、経営者が成果を改善したり、経済の資本コストが下がるということは、国内の生産性と国際競争力で国民を助けてくれるからである。

Ⅲ K. スコットの論文に対するC. メナードのコメント

K. スコットの論文のコアになっているのは、さまざまなタイプの企業統治の効率性である。このような問題が経済分析の最も重要なものの1つであるこ

とは、最近のアジア経済の危機でもう一度強調されてきたのである。その論文は、比較方法をとって、アメリカ、ドイツおよび日本で採用されている制度的合意の類似性と相違点を検討している。このようなやり方の選択は非常に重要で妥当だと思う。すなわち、比較は、長期的なさまざまな制度のそれぞれの成果を実際に理解する唯一の方法である、と言えよう。

筆者は、このコメントで、K. スコットの論文の主要な点のいくつかを強調して、部分的に解釈し直したい (A)。筆者は、K. スコットが展開した基本的アプローチを共有しているけれども、論争的展開か、余分なあるいは補完的な展開が必要になるか、のいずれかであるようなK. スコットの分析の側面について疑問を提起してみよう (B)。

A

K. スコットは企業統治を制度だと定義して出発する。すなわち、その制度とは、多くの投資家だけが提供できるような外部株式資本が企業に必要なと現われるエージェンシー問題を取り扱うことを目的する一連のルールとインセンティブである。言うまでもなく、それは制限的な定義である。ところが、そのように定義すると、経営者と株主の関係とか株主間の関係という特定の問題に焦点を当てるという大きな利点がある。現代企業には多額の外部資本が必要であるのに、現代企業がそのような資金提供者と結ぶ契約が非常に不完全な契約になるのはなぜなのだろうか。株主の権利は非常に不完全に定められているのに反して、投資に合意するのはなぜなのだろうか。株主は弾力性による利益を期待するのであるから…経営者を理解するのだ、というのがその答えとなると、次のような点が問題になる。すなわち、株主は自分たちが理解したとおりに経営者が行動するかをどのように確かめることができるのであろうか。すなわち、投資家の権利を保護するためには、どんなメカニズムが実効あるものになるのであろうか。K. スコットは次のような2つの主なメカニズムを確認している。その1つは1番、株主の利益になるよう行動する義務を取締役に

対して負わせるという受託者のルールである。もうひとつは統治構造である。これによって投資家は経営者の事物管轄権と決定を多少コントロールできるように内部装置を徹底させる。そうなると、株主間の関係のもうひとつの問題が提起される。取締役会をコントロールしている過半数株主（あるいはグループ）は、経営者を雇用したり、解雇したり、また経営者の決定を変える可能性を与えてくれるような統治構造に大いに依存するであろう。ところが、少数株主はどのようなのであろうか。彼らの権利の保護は、どちらかといえば、あいまいなものであり続けがちな受託者のルールや市場の課する規律、書類で控え目に述べられる側面にたいして依存する。

筆者が正しければ、K. スコットは実際には異なる2つの問題を提起しているのである。すなわち、一方では経営者と株主の関係、他方では株主間の関係の問題がそれである。K. スコットの論文は、そのような2つの問題を、混乱していないわけではないが、同時にさばいている。

K. スコットの分析は比較方法をとっている。それは、アメリカ、日本およびドイツのそれぞれの経験に基づいて、M. ウェーバーの言う意味での「理念型」に取り組んでいる。分散した所有と経営者のコントロールに立つバーリー＝ミーンズ（1932）の企業がアメリカの理念型ということになる。エージェンシー問題はたいして法的ルールで、すなわち、経営者に何らかの形の義務を課す「公的命令」（public ordering）で処理される。また、機関投資家の役割が増えることに対しては、分散した株主の「集団化」やおどし（敵対的合併など）と関連して、金融市場で処理される。「系列」が日本の理念型ということになる。系列とは、介入している会社間の緊密なネットワークを作って、外部の株主をほとんど保護しないという相互持株と売り手と買い手の関係である。最後に、ドイツは、従業員代表を含む二重委員会の掌中にある形式的権力のシステムという特徴をもっている。しかし、実際の権力は、公衆の株主の主たる受託者の役割を果たし、しかも少数株主からコントロールのほとんどすべての可能性を取り除く一握りの銀行の掌中にある。K. スコットは、以上は「理念型」と言い張るけれども、以上のような「^{ストーリー}所説」の妥当性はどれほどあるのだら

うか、という中心問題を解決しないで放置している。その所説は現状の複雑性に近似しているであろう。ところが、経験的テストはあまり利用できずにとどまっている。K. スコットが認めているとおり、以上のような「所説」を裏づけたり、それに挑戦するデータは無きに等しいのである。K. スコットの言葉で言えば、「この段階ではもっともらしい所説の方がテストされた仮説より多い」のである。

〔経験的テストが経験科学である経営学の任務であることは言うまでもない。経験的資料、データが、結局のところ、経営学者の認識をコントロールするのであるから、やはりデータの不足は科学的研究の最大の欠陥である。逆に、経験的資料が少なければ少ないほど、大胆に一般化しようと試みることもできるだろう。宮城〕。

ところが、K. スコットは、以上のような所説に基づいて、どのシステムが好ましいのであろうか、というきわめて重要な問題をさばいてみせる。K. スコットはきわめて慎重に答えているが、2つの方向に展開されている。「一方の方向」には答えはない、と言えよう。というのはつまり、諸国間や時間の経過とともに、いろいろなタイプの企業の比較効率性を測定する必要があるからであろう。もう一度データの不足に直面する。「他方の方向」の答えは、論文の終りの方で述べられているが、それはこうである。すなわち、「非常に独特の多くの制度的合意は、少なくともかなり、またおそらく十分に等しくうまくゆくように思われる」、と言う。とは言っても、比較と評価を展開するために使われる特定の判定基準を少しも議論しないで、最初の可能性〔かなりうまくゆくように思われるという可能性〕を述べているということに気づかねばならない。それに対してまた、第2の可能性〔十分に等しくうまくゆくように思われるという可能性〕は確証されずに述べられているが、改革（アメリカは、銀行が株式市場で、また企業をモニタリングする上で積極的になるようにするとか、日本とドイツは、市場によるコントロールをもっと導入するとか、少数株主の権利をもっと導入する、というように）を推奨している同論文の同じセクションの別の行文と矛盾している、と言えよう。

〔優劣を客観的に判定するための基準が見い出しにくいとしても、K. スコットの推奨があくまで試論的なものであることを率直に認め、それを今以上に精密化することをはからねばならない、と私は思う。宮城〕。

B

K. スコットの論文についての筆者の読み方で分かるとおり…そのような短編論文 (short piece) だが、考えるべきことがたくさんある。また、それで非常に注目すべきものになっている。ところが、それはまた議論の余地のある見解を提唱しているので、いくつかの主要問題を展開する必要がある。筆者は次の3つの側面を手短かに論じたい。

第1に、ここでエージェンシー理論から何を学ぶのだろうか。K. スコットは、エージェンシー理論を彼の分析の妥当な枠組と言う。すなわち、株主（プリンシプル）が経営者（エージェント）をどのようにコントロールしたり、モニターするかを理解するための道具そのものだと言う。どのようにモニターするかという問題は、エージェンシー理論をはるかに越えて進むのであって、アダム・スミスとかアルフレッド・マーシャルによって篤と論じられたのであった。エージェンシー理論が与えてくれるものは、エージェンシーにまつわるインセンティブ面を強調して、問題を新たに考察することである。どんなタイプの契約による合意が多岐にわたる利害を両立させるのであろうか。この問題はK. スコットの論文自体では議論されていない。もっとも、その問題を議論すると、非常に興味深いものになるが。すなわち、アメリカ、日本およびドイツの大企業の採っているいろいろなインセンティブの仕組は見直されているのであろうか。ある国のインセンティブの仕組が他国のそれよりあらゆる状況で（それがエージェンシーの見解である）効率的になっているのであろうか。あるいは、インセンティブの仕組の効率性は制度的環境（これは新制度主義者が力説しているものにほかならない）に大いに依存するのであろうか。

〔プリンシパル－エージェント理論は、インセンティブをデザインしてしま

えば、コストを事前に回避できる、という立場に立っている。すなわち、当事者たちはただ一回限り交渉 (negotiate) するだけであり、契約締結後は、当事者たちは、その^{オブリゲーション}債権債務関係を問題なく果たすと仮定する。ここでは、プリンシパルとエージェントの各れかの契約後の機会主義は現われない。従って、裁判所が^{オブリゲーション}債権債務関係の遂行を実現することになる。これは完全な契約 (古典的契約) であるので、「メカニズム・デザイン・アプローチ」とも呼ばれる。宮城 1997, 271ページ}。

…K. スコットの論文の多くは、実際には、少数株主はどのように自分たちの利益を保護するかについて論じながら、経営者と株主の関係に注意の焦点を当てているように思われる。この第2の問題を把握するのにエージェンシー理論がどのくらい役立つのかは筆者には不明確である。

第2に、筆者は「制度的環境」の状況について批判的コメントを加える。K. スコットが「制度」に重大な関係のある次の2つのレベルを強調している点は本当に良いと思う。すなわち、第1のレベルとは企業の合意の範囲内でルールをデザインすること (これを「私的命令」 private ordering という) である。

[私的命令とは、平たく言えば、取引当事者たちが、機会主義的行動をとりません、と事前に合意した保証である。宮城 1997, 271ページ}。

もうひとつのレベルとは法体系に基づいて企業の構成員に課される制約条件である (それは「公的命令」の1部である)。ところが、それらのルールのセットの類似性と相違点を比較したり、理解したり、それらの影響を測定するためには、かなり精密さが必要になる。2つの例を挙げてみよう。

(1) 株主に与えられる保護の程度を理解するためには、いろいろな法体系が「契約」をどのように実行させるのか、株主と経営者の間の、あるいは少数株主と過半数株主の間のコンフリクトや紛争をどのように解決するか、また、どのように、いつ裁判所が介入するのか、などについての最小限度の情報が必要であろう。アメリカについてはいくつか指摘されているが、日本とかドイツについてはない。

(2) K. スコットの^{ストーリー}所説には経路依存性がたくさんあるように思われる。ア

アメリカ、日本およびドイツの特殊な歴史的発達に基づいた…企業統治の制度と形態はどの点まで適してしるのであろうか。相違点を説明する上で歴史は重要だが、結果はあまり違っていない（すなわち、すべての形態は比較的かつ等しく十分に働く傾向がある）ということはどういうわけであろうか。

〔歴史的には重要な相違点があるにもかかわらず、類似性、いわば最大公約数的立場をとっているのがK. スコットの基本的立場である。私はK. スコットのこのような立場を基本的に受け容れる。宮城〕。

(3) 筆者は経済学者なので、測定の問題に戻ってもK. スコットは驚かないであろう。筆者は大企業の比較研究のスペシャリストではない。K. スコットが、いろいろな統治のやり方のそれぞれの成果を比較するために妥当なデータが非常に入手しにくい、と強調する時、筆者はK. スコットを完全に信頼する。しかし、この点は研究議題では重要だと思うが、大企業の成果を測定したり、比較するための現在の代用物をもっと大いに使うべきだと思う

〔この点はK. スコットの主張とはまったく違う。宮城〕。

驚くべきだと言う人もあろうが、大企業の長期的な成果にかんする経済学者の研究は無きに等しい。ということはまた、関与していないのに等しい、と思われる。これは悲しいことである。

〔ウイリアムソン 1988が経済学者は組織を真剣に研究する必要がある、と指摘しているのと同じである。宮城〕。

筆者はそれが難しいことを自覚している。企業の境界線は時間の経過とともに移動しつつある。すなわち、データが連続していないので、物理的指標（たとえば生産性）や金融指標は一致しないことが多い。以上のような困難性にもかかわらず、そのような方向に緊急に知的資源を投資しなければならない。測定問題にはここで述べておかねばならないもうひとつの次元もある。統治のやり方とそのやり方の制度的環境が国によって大きく変るならば、K. スコットが納得のいくように主張しているとおり、その結果として生じる取引コストの違いを無視できない。

〔制度的環境 (institutional environment) と制度的合意 (institutional

arrangement) は関連しているけれども、区別した方が有益である。(1) 制度的環境とは、生産、交換および分配の基礎を樹立する基本的な政治的、社会的および法的根本原則のセットである。選挙を統治するルール、プロパティ・ライツおよび契約権は、経済環境の基礎になる根本原則のタイプの例である。このような制度的環境が公的・私的部門における公正競争のルール（ゲームのルール）を樹立する。(2) 制度的合意とは、経済単位が協調および競争あるいはその一方のやり方を統治する合意である。このような制度的合意は、「制度」という用語の最もポピュラーな用法とまったく符合している。この合意は、フォーマルな合意かインフォーマルな合意かのいずれかのものでありうる。また、暫定的あるいは恒久的合意でもありうる。ところが、制度的合意は、次の2つの目的の「少なくとも1つ」を達成するためのものでなければならない。すなわち、(イ) そのメンバーが、その制度的枠組では入手できないような追加所得を得るために、協調できる制度的枠組を定めること。あるいは、(ロ) 企業（あるいはグループ）が合法的に競争してさしつかえないやり方を小さく変更することを目的とする、法とかプロパティ・ライツを大きく変更させることのできるメカニズムを規定すること、という2つの目的である。L. Davis = D. North 1971, PP. 6 - 7 ; 別の言い方をすれば、事後的問題を統治するために、前もって、制度的合意を取り交わそうと努力するのである。宮城)。

制度が違えば、取引コストが違うことになるので、一方の企業統治が他方のそれより比較優位になる、ということは理論的見地から分かる。

〔私は、日本経営学会60周年記念大会（1986年）の統一論題報告で、取引コスト理論の立場に立って、「いろいろな社会・文化間の効率性の競争は、制度の競争という性格を帯びてくるし、そうなれば、結局のところ、企業制度の均等化への強制が増大することになるであろう。宮城 1987、111ページ〕、と言った。この私の見解は現時点から見ても正しいと思うだけでなく、上述のC. メナードのコメントとその軌を一にする。

またこの点との関連でいえば、「プロパティ・ライツ理論が研究対象にしている制度的枠組すなわち法的権利と処分権の条件が、取引コスト理論とプリン

シパルエージェント理論では与件となる。プロパティ・ライツ理論は、経済システムの効率性を制度の観点から検討して、取引関係を調整するための制度を選択する。宮城 1997、270ページ」。

「プロパティ・ライツは、私的保証を含めて、プロパティ・ライツ特有の保証書 (guarantee instruments) を付した所有権の制約条項 (ownership conditions) とみなされる。従って、取引コストが正の場合には、このような保証書が企業の統治構造や組織全体に強い影響を与えることになる。取引コスト理論もこのプロパティ・ライツ観を認めた上で、さらに進んで、プロパティ・ライツの束と保証は、企業の生産コストと取引コストの和を最小化するように確立されると言う。宮城 1997、273ページ」。

さて、ここでC. メナードのコメントにもう一度もどることにしよう。

アメリカの株主が、自分たちの利益を守るために訴訟を起こすコストと、ドイツのシステムの銀行と取引するコストを、どのように比較するのであろうか。アメリカで支配的な株式市場による取引の管理コストは、ドイツのシステムで行われているような銀行間の合意による管理コストより、安いのであろうか。このようなコストを測定するのはきわめて難しい。現在の知識状態では、満足のいく近似値を得ることさえ不可能だと言えよう。それにもかかわらず、その方面で堅実な進歩をとげなければ、いろいろな種類の企業統治のそれぞれの成果と、いろいろな制度的合意のそれぞれの役割を、理解できなくなるのは明らかである。

そのような視角から、比較分析は大いに役に立つのである。比較分析は、理解を高めたり、実際に、「企業統治という諸制度」を改善する唯一の方法である、と言えよう。…筆者がK. スコットの論文を非常に刺激的だと思ったのは、それがその方面に動かしてくれるからである。

以上がC. メナードのコメントの全容である。

〔測定問題について私なりに言えば次のとおりである。すなわち、K. スコットのよって立つエージェンシー・コストも取引コストと同様に計量化しにくい効率性の判定基準である。プリンシパルエージェント理論は、今までのとこ

ろ、基本的には、取引コスト理論より、傾向についての主張（＝定性的・経験的立場）に限定されるか、その理論の根底に横たわっている仮定を厳しくするか、のいずれかにとどまっている。仮定を厳しくした場合の成果は、形式的には正確になる（＝計量的・モデル理論的立場）。ところが、それでは経験的内容や実際に利用する可能性は増えない。宮城）。

IV K. スコットの論文に対する J. ツェヒナーのコメント

K. スコットは企業統治を定義して次のように言う。すなわち、投資家が企業を運営する経営者に対する信頼を支援するようなルールのセットである、と。K. スコットの言うところによれば、企業コントロールを実効あるものにするための次の2つの主なメカニズムがある。すなわち、第1のメカニズムとは企業の受託者のルールにかんする法（律）である。第2のメカニズムとは企業統治である。条項に基づいた企業統治があるので、株主は議決権を行使して、株主の利益を重視せざるをえなくなるようにすることができる。K. スコットの論文の主な焦点は…アメリカ、日本およびドイツの企業コントローにかんする上の2つの制度を比較することにある。

最初に、アメリカのシステムを分析している。アメリカのシステムの企業コントロールの主たる制度は、乗取り、委任状合戦、買収専門投資会社（LBO）である。ところが、その企業統治システムは、経営者が株主に忠誠心を示さなければならない受託者の義務、という強力な法的概念で補足されている。

それと対照的に、日本の企業コントロールのシステムは系列と相互持株に基づいている。ところが、日本の法律は経営者の受託者の義務の基盤にはほとんどなっていない。

最後に、ドイツの企業統治のシステムは、ハゥスバンクの役割を大いに重視している。日本のシステムと同様に、ドイツの法律でも受託者の義務は十分に定められていない。このような見解はドイツの監査役会の限られた責任と一致している。

K. スコットは、アメリカ、日本およびドイツのシステムには相違点があるにもかかわらず、経済成長と効率性の類似したパターンを産み出しているように思われる、と指摘している。従って、彼の論文の残りの部分はアメリカ、日本およびドイツの相違点ではなく、類似性に焦点を当てている。アメリカ、日本およびドイツのシステムに共通しているものとみなされる主な特徴は、十分に確立された株主の投票権とコントロール権であり、また、コントロール権をすばやく結合して大ブロックにする可能性である。

アメリカ、日本およびドイツのシステムにはそれぞれ、一定の事情があれば、著しい特別な利点があるので、K. スコットは弾力的な企業コントロール・システムを推奨しているのである。そうなると、経済はアメリカ、日本およびドイツの企業コントロール・システムのそれぞれの比較優位をいろいろな状況で引き出すことができる、ということになる。

K. スコットの論文では、企業コントロールは、企業の株主が高度に分散している場合の経営者のセルフ・インタレストによるコストを、みずから下げる能力があるかどうかという点で、評価される。このパラダイムは、企業統治の重要な多くの面をとらえているので、この分野の文献の大半の基礎になる。ところが、アメリカ以外のたいていの国では、株主の投票権がかなり集中しているからこそ (Becht 1998 ; La Porta, Lopez-De-Silanes = Shleifen 1998)、上に述べた文献の主な前提がない。つまり、株主が経営者をモニタリングできなかったり、難しくなるようなただ乗りの問題がある。(傍点、宮城)。

〔規模と多角化は、経営者の乱暴な行為 (managerial indiscretion) が見受けられる場合でさえ、会社の業績の詳細を隠したり、効果的な行為を妨害して、経営者に相当な自由をあたえることができる。……つまり、このことは、経営者の自由裁量を測定するために株式所有の集中を用いても、企業行動の多くの次元は理解できない、という主張につらなる。……分配コンフリクト問題にとって特に重視されるのは、次のような発見である。すなわち、買収に対するマイナス収益にもかかわらず、合併による成長と経営者の所得との間には正の関係がある (Firth, Takeovers, shareholder returns and the theory of the firm,

Quarterly Journal of Economics, March, 1980)。

このように、企業収益の規模とその分配の両者をコントロールするのは経営者であると認識すると、経営者は、みずからの分配増大と引き替えに、総収益を縮小させることもありうる。…こうして、効率性は経営者自身の分配増のため犠牲にされることがありうる。このような成長への誘因は、巨大企業で再投資される内部資金が株主のオポチュニティ・コストよりはるかに低い収益を得ていることの理由を説明する。…また、マイナスではないにしても、控えめな投資収益の幾多の証拠を向うに回して、企業の経営者がきわめて危険な買収を計り続けていることの理由を説明できる (Mueller, *The Modern Corporation*, Wheatsheaf Books, 1986)。

プリンシパルとエージェントの分離問題は、……本質的には、「ただ乗り」問題である。……したがって、その問題の存在と範囲はライダーの「数」にかかってくる。こうして、エージェントが契約を仲裁するとすれば、他の条件が等しければ、エージェントにはプリンシパルの数を増大させようとする誘因が働く。そして、彼は、各プリンシパルが情報を収集して彼を監視しようとする誘因を減らそうと努力する。こうして、エージェント（経営者）には、効率性を越えて、企業を拡大、多角化しようとする誘因がある。宮城 1989, 105-106ページ]。

従って、大株主がモニタリングしないと、そのような国の企業コントロール・システムが克服しなければならないような重要な摩擦にはならないであろう。

最近の経験的分析が明らかにしているとおおり、アメリカ以外の多くの国は、投票権がかなり集中する以外に、キャッシュ・フローの権利と投票権の大きな違いを示している。たとえば、グークラー＝シュトムペア＝ツェヒナー (Gugler＝Stomper＝Zechner 1998) は、オーストリアでは、オーストリアの上場企業の最大投票ブロックの所持人のキャッシュ・フロー権に対する投票権の平均的割合は151%であることを実際に示している。このような分離は、株式の利乗せ、無議決権株、投票協定などで起こる。興味深いことには、投票ブロックの所有者のタイプが重要だと思われる。たとえば、キャッシュ・フロー

権に対する投票権の割合は、特にブロック所持人がファミリーである場合はことさらに高い。こうして、多くの国では、エージェンシーの主なコンフリクトは、経営者と小株主の間ではなく、多大の投票ブロックの所有者とキャッシュ・フロー権のかなり分散した所有者間にある、と言えよう (La Porta, Lopez-De-Silanes and Vishny 1998)。

所有権と投票の集中の発展は、企業コントロール・システムが異なるにしたがって異なってくるようである。そのことによって、制度の統治構造にありうるような欠陥を埋め合わせていく。そうなると、わずかしか違わないような研究上の問題はそれぞれのシステムで扱われないとだめであろう。たとえば、分散した所有権と分散した議決権に基づくシステムでは、研究は、経営者が確固たるものかどうかという問題に、乗取りの結果、効率性はどれほどなのか、また、なぜ乗取り活動が非常に周期的なのか、という問題に焦点を当てるであろう。

議決権の集中および投票権とキャッシュ・フロー権の違いという特徴をもつ環境では、この研究上の問題はわずかしか違わない問題に焦点を当てるであろう。すなわち、投票のブロック所持人はレントをしぼり取ることがあるのだろうか。投票権の所有者のアイデンティティーは重大な関係があるのだろうか。そのような所有権の構造をどのように説明できるのであるだろうか。機関投資家といった多大なモニターに対するエージェンシー問題は重要なのであろうか。

これまでのところ、文献であまり探求されずにとどまっている1つの重要な問題は、いろいろな企業システムは、新しい投資にどのように資金を配分するか、という問題である。いろいろな企業コントロール・システムがたとえ、経営者および多大な投票ブロック所持人またはその一方が同額のレントをしぼり取ることになるとしても、また、経営者の類似の規律化になるとしても、このようなブロック所持人が資金を新しい投資に配分する効率性はやはり違う、と言えよう。どんな企業統治システムでも、新しい投資は、主として、内部留保で調達される。ところが、ヘルヴィク (Hellwig 1998) が指摘したとおり、資金の配分にかんしては、今だに、大きな違いがある。アメリカのシステムでは、

資本の大部分は、キャッシュ・ファイナンス乗取りによって、企業部門から家計部門へつねに戻され、それから家計によって新しい投資に再配分される。それと対照的に、日本とかドイツのような統治システムでは、新しい投資への資金の配分は、経営者の掌中にかかなり大きく集中しているように思われる。

〔資本市場や……それと密接に関係している投資決定と企業の内部構造や市場行動を決定し、貫徹する能力・機能をそなえた人びとが一般に経営者 management ; Unternehmensleitung ; Unternehmensleiter ; salaried manager ; angestellte Unternehmerである。宮城 1989、92ページ〕。

新しい投資がいろいろな企業統治システムで決定されるメカニズムの分析は、今後の研究にとって、特に実り豊かな分野になる、と思われる。

要約すれば、K. スコットの論文は、主要な企業コントロール・システムにはいろいろな長所と短所があるように思われるので、たった1つのシステムが支配するということはない、と力説している。これからなすべきことは、どんなタイプのエージェンシー・コンフリクトがいろいろなシステムで非常に重要になるかとか、企業統治のシステムが資金の配分に及ぼす幅広い影響はどれほどであろうか、についての詳細な経験的分析である。

以上がJ. ツェヒナーのコメントの全容である。

V 結びにかえて

以上でK. スコットの論文とそれに対するC. メナードとJ. ツェヒナーのコメントの紹介を終る。それらに含まれる具体的な主張については、必要に応じて、私見をつけ加えておいたことから分かるとおりに、内在的批判の余地があることは否定できない。しかし、企業統治の研究を統合しようと努力しているK. スコットの論文の価値はきわめて大きいと言わねばならない。K. スコットの論文とそれに対する2人のコメントを通読し、その教示のもとに、今後また機会をえて、特に、K. スコットのこの論文の基になっている、*The Role of Corporate Governance in South Korean Economic Reform, Journal of*

Applied Corporate Finance, 10, 1998a, 8–15 ; Agency Costs and Corporate Governance, PP. 26–30 in : P. Newman(ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Macmillan, London 1998bおよびK. スコットの研究の今後の展開を検討してみたいと考えている。今回はとりあえず、企業統治の研究の重要な面を代表するものとして、K. スコットの論文を紹介した次第である。

[参考文献]

宮城 徹〔1985〕「企業制度とプロパティ・ライツ理論」『商学研究科紀要』（早稲田大学）第20号23～52ページ。

企業制度に対する現在の研究関心と方向の究極の源泉であり、その基礎となっているのは1960年代前半にアメリカで展開されたプロパティ・ライツ理論である。この理論をもって企業制度の効率性を判断しようとする要請が高まっていることを踏まえ、この理論が企業制度の分析にどの程度用いられるかに理論的考察の焦点をあてている。そしてこの理論がさまざまな企業形態におけるプロパティ・ライツ構造を分析し、取引コスト、利害関係者の個人的効用性向、効率性への有用な一般的洞察力を与えてくれることを明かにしている。

宮城 徹〔1987〕「情報と企業経営の理論的諸問題」日本経営学会編『情報化の進展と企業経営』（日本経営学会60周年記念特集、統一論題報告）千倉書房、105～117ページ。

情報、情報化、情報テクノロジーが企業経営に及ぼすインパクトとは、とりもなおさず取引コストの最小化への方向であるという基本的立場に立って、情報と企業経営の諸問題を論じている。その際、O. ウィリアムソンに代表される取引コスト理論を分析枠組として、取引コストに影響を及ぼす諸変数を解明した上で、現在の企業が国際的にも国内的にも分業関係を随伴

して、拡張的コミュニケーションやコミュニケーション・システムに価値を置いている理由を示し、そして情報問題を克服するために必要な犠牲としての取引コストが決定的になることを明らかにしている。

宮城 徹〔1989〕「経営者論」鈴木英寿編『経営学総論』成文堂、89～106ページ。

タイトルは「経営者論」であるが、内容は新しい企業理論について論じている。すなわち、新古典派企業理論、経営者企業理論、企業の行動理論、プリンシパル－エージェント理論における企業家、経営者の取り扱い方に焦点をあて、これらの理論の欠陥を示した上でとりわけ、所有と経営の分離という基本問題からインプリケーションされる二つの重要な行動問題、すなわち経営者の効用関数は、企業が適用する資源を企業内の諸用途にいかにかに配分するかという資源配分の効率性と所有者と経営者の分配コンフリクトを取引コスト理論の立場から新たに考察している。

宮城 徹〔1993〕「経営学の歴史」藤芳誠一編著『新版・新時代の経営学』学文社、33～53ページ。

本稿の最大の特徴は、企業理論を学ぶ者にとって避けることのできない取引コスト理論の基本的な考え方や問題点を、この理論を代表しているR. コースとO. ウィリアムソンを中心に論じている点にある。この最新の企業理論を検討するに先立って、経営学史研究の基本的意義と視点を明示した上で、アメリカ経営学とドイツ経営学の前史、成立、研究関心と展開傾向および今日の状況を論じている。

宮城 徹〔1997〕「組織の経済理論の基礎構造」日本経営学会編『現代経営学の課題』（日本経営学会70周年記念特集、自由論題報告）千倉書房、268～274ページ。

プロパティ・ライツ理論、取引コスト理論およびプリンシパ

ルーエージェント理論は、その全体の趣旨から見れば、互いに補完的、競合的關係に立ちながら、それぞれの方法論、理論を展開しているのが1つの特徴でもある。これらの3つの組織の経済理論の基礎およびそれらが経営学のどのような分野に応用されるかを論じている。その際、上の3つの理論を比較検討した上で、完全な契約（プリンシパルエージェント理論）、関係契約（取引コスト理論）、プロパティ・ライツ理論の契約観の相違点を明確に示し、さらに進んで、特にプロパティ・ライツと取引コストの關係および取引コスト理論の根本的な問題を明らかにしている。

宮城 徹〔1999〕「第4章 競争のフレームワークとしての市場組織」、「第5章 組織間關係としての組織」宮城徹他訳『新制度経済学による組織入門——市場・組織・組織間關係へのアプローチ』白桃書房、314ページ〈83～138ページ〉(Picot, Dietl, Frank (1997), *Organisation, Eine ökonomische Perspektive*, Schäffer-Poeshel, S. 95～159)。

プロパティ・ライツ理論、取引コスト理論、プリンシパルエージェント理論を掘り下げて論じている。これらの理論は、政府と省庁が行わう制度のデザイン活動の理論的基礎づけとして近年ますます重要性を増している。これらの3つの理論の特色を強調するために、それらを競争理論と独占理論という伝統的アプローチの命題とそれぞれ対比した上で、企業の具体的な諸問題に応用している。

宮城 徹〔2000〕宮城徹訳『情報時代の企業管理の教科書——組織の経済理論の応用——』税務経理協会、652ページ (Picot, Reichwald, Wigand (1998), *Die grenzenlose Unternehmung, Information, Organisation und Management, Lehrbuch zur Unternehmensführung im Informationszeitalter*, Gabler.

国際的な著名なドイツとアメリカの経営学者の画期的な大著(共同研究)である、本書の構成はつぎのとおりである。第1章 情報、組織および管理——境界線のない企業を目指して——、第2章 市場ダイナミックスと競争——情報の決定的な役割——、第3章 情報とコミュニケーションの基本モデル——理解と情報行動の洞察——、第4章 情報・コミュニケーション・テクノロジーが市場で企業を展開する可能性——、第5章 ヒエラルヒーの解体——企業のモジュラー化——、第6章 企業の境界線の解体——共生とネットワーク——、第7章 新しい市場調整形態——電子市場——、第8章 場所の境界線の克服——テレ協調と仮想企業——、第9章 人的要素の新しい役割——組織のなかの人間の成果の範囲の拡大——

- ABARBANELL, J. AND V. BERNARD [1995] "Is the U.S. Stock Market Myopic?", Working paper, Business School, University of Michigan, Ann Arbor.
- AOKI, M. [1994], "Monitoring Characteristics of the Main Bank System : An Analytical and Developmental View", pp. 109~141 in : M. Aoki and H. Patrick(eds.), *The Japanese Main Bank System : Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press : New York.
- BAUMS, T. [1996a], "Universal Banks and Investment Companies in Germany", pp. 124-160 in : A. Saunders and I. Walter(eds.), *Universal Banking : Financial System Design Reconsidered*, Irwin : Chicago.
- [1996b], "Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of Convergence", Working paper, Universität Osnabrück.
- BECHT, M. [1998], "Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure", *European Corporate Governance Network Executive Report*, [http : //www.ecgn.ulb.ac.be/](http://www.ecgn.ulb.ac.be/).

- BERLE, A. AND G. MEANS [1932] , *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan : New York. (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂、昭和45年)
- Davis, L. and North, D. [1971] , *Institutional Change and American Economic Growth*, Cambridge University Press.
- DRUKARCZYK, J. AND H. SCHMIDT [1997] , “Lenders as a Force of Corporate Governance”, Working paper, Universität Regensburg.
- FRANKS, J. AND C. MAYER [1994] , “The Ownership and Control of German Corporations”, Working paper, London School of Economics and University of Oxford.
- Frey, B. S. [1984] *A New View of Economics : Comparative Analysis of Institutions*, *Economia delle Scelte Pubbliche*, vol 1.
- Frick, B., Speckbacher, G. und Wentges, p. [1999] Arbeitnehmermitbestimmung und moderne Theorie der Unternehmung, in : *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Nr. 7, Juli, S. 745~763
- FitzRoy, F. R./Kraft, K (1985) : Mitarbeiterbeteiligung und Produktivität ; Eine ökonometrische Untersuchung. In : *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 55. Jg. (1985), S. 21 – 36.
- Gerum, E./Richter, B./Steinmann, H. (1981) : Unternehmenspolitik im mitbestimmten Konzern. In : *Die Betriebswirtschaft*, 41. Jg. (1981), S. 345 – 360.
- GILSON, R. AND B. BLACK [1996], “Venture Capital and the Structure of Capital Markets : Banks Versus Stock Markets”, Working paper, School of Law, Columbia University, New York.
- GUGLER, K., A. STOMPER AND J. ZECHNER [1998], “Corporate Governance in Austria”, Working paper, Universität Wien, Austria.
- HELLWIG, M. [1998], “Unternehmensfinanzierung, Unternehmenskontrolle und Ressourcenallokation : Was leistet das Finanzsystem?”, Working

- paper, SFB 504, Universität Mannheim.
- JENSEN, M. AND W. MECKLING [1976], "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305--360.
- KAPLAN, S. [1994a], "Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 10, 142--159.
- [1994b], "Top Executive Rewards and Firm Performance : A Comparison of Japan and the United States", *Journal of Political Economy*, 102, 510--546.
- Kaulmann [1987], *Property rights und Unternehmungstheorie*, München.
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER AND R. W. VISHNY [1997], "Legal Determinants of External Finance", NBER Working Paper No. 5879, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES AND A. SHLEIFER [1998], "Corporate Ownership Around the World", Working paper, Harvard University, Cambridge, MA.
- , --, -- AND R. W. VISHNY [1998], "Law and Finance", Working paper, Harvard University, Cambridge, MA.
- MAYER, C. [1990], "Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development", pp. 307--322 in : R. G. Hubbard (ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press : Chicago.
- Michaelis, E. / Picot, A. (1987) : Zur ökonomischen Analyse von Mitarbeiterbeteiligungsrechten. In : *Mitarbeiterbeteiligung und Mitbestimmung im Unternehmen*, hrsg. v. F. R. FitzRoy und K. Kraft. Berlin 1987.
- MILHAUPT, C. [1997], "The Market of Innovation in the United States and Japan : Venture Capital and the Comparative Corporate Governance

- Debate”, Working paper, Washington University, St. Louis, MO.
- PISTOR, K. [1997], “Co – Determination in Germany”, Working paper, Harvard Institute for International Development, Cambridge, MA.
- ROE, M. [1994], *Strong Managers, Weak Owners : The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press : Princeton, NJ.
- ROMANO, R. [1993], *The Genius of American Corporate Law*, American Enterprise Institute : Washington, DC.
- SCOTT, K. [1998a], “The Role of Corporate Governance in South Korean Economic Reform”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 10, 8–15.
- – [1998b], “Agency Costs and Corporate Governance”, pp. 26–30 in : P. Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Macmillan : London.
- – [1999], “Institutions of Corporate Governance”, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 155 (1), 3–13.
- SHEARD, P. [1997], “Financial System Reform and Japanese Corporate Governance”, Working paper, Baring Asset Management (Japan) Limited, Tokyo.
- SHLEIFER, A. AND R.W. VISHNY [1997], “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52, 737–783.
- WILLIAMSON, O. [1985], *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press : New York.
- – [1988], The Logic of Economic Organization, in : *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 4, No. 1, 1988.