

アメリカ会社法学に見る経済学的思考

仮屋 広郷

I はじめに

現代アメリカ会社法学において、主流的アプローチは何か？ この問に対しては、「それは法と経済学のアプローチである。」と答えることができよう。⁽¹⁾そこで、本稿においては、ここ約四半世紀のアメリカ会社法学の議論の底流にある経済学的思考の鳥瞰図を作成してみようと思う。⁽²⁾そうすることにより、本稿は、わが国の会社法研究に対して、幾許かの貢献をなし得るものと考ええる。

想定されている貢献の第一は、比較法的なものである。比較法的研究の目的の一つには、わが国の法律制度を考察するための示唆を得るということが考えられると思う。わが法への示唆として、単純に思い付くこととしては、制度の

移植があげられるが、その可能性を探るためには、次の二点が考察されなければならない。⁽³⁾第一は、ある法制度が、検討の対象とされている国において、どのように機能しているか、あるいは、機能していると考えられているか、ということについての考察である。第二は、その法制度が、わが国においてどのように機能すると予想されるか、という点についての考察である。本稿は、この比較法研究の第一段階への貢献を念頭に置き、アメリカにおける判例/学説の諸議論をより良く理解し、分析するために必要であると考えられる基本的思考を整理し、彼の地において会社法が如何に機能していると考えられているかを探ってみようという試みである。

また、そのような試みを通じて、わが国の会社法学に対するアプローチ面での示唆も得られるのではないかと思っている。これが、本稿で想定されている貢献の第二である。

本稿のあらましは以下のものである。まず、IIにおいて、現在のアメリカ会社法の経済学的分析の理論的支柱となっているパラダイムが、それ以前のパラダイムとの対比で概観される。次に、IIIでは、その新しいパラダイムに基づく分析が、アメリカ会社法学における二つのホットなトピック——会社法の強行法規性の問題と会社法をめぐる州間の競争の問題——について、どのような議論を展開したか、さらにIVで、そのような議論に至る思考が何故にアメリカ会社法学に大きな影響を及ぼしたのかということが論じられる。そして、Vにおいて、そのパラダイムの修正と位置付けられる最近の議論を紹介し、VIで若干のまとめを行って論文を終えることにしたい。

II マネジリアリストの理論からエージェンシー理論へ

現代の巨大化した公開会社の支配は、所有者である株主によってではなく、経営者によって行われており、また、

その経営者による支配は、細分化されているため組織的に有効な手だてをとることのできない株主の制御を實際上免れている、という指摘が Berle & Means の古典的業績⁽⁴⁾においてなされていることは周知の通りである。この業績以降のアメリカ会社法学の議論の焦点は、経営者が正当⁽⁵⁾に行使しうる裁量権の範囲の確定と、株主による経営者の監視と制御の問題の二点に絞られてきたといつてよいだろう。この節においては、これらの点を当てた二つの理論を概観する。その一つがマネジリアリストの理論⁽⁶⁾であり、もう一つがエージェンシー理論⁽⁷⁾である。この二つの理論を対比することにより、アメリカ会社法学における議論の根本的問題点が捉えやすくなるものと思う。

(i) マネジリアリストの理論

マネジリアリストは、Berle & Means の指摘から出発して、企業活動の中心的役割を演じる経営者の行動に光を当てる。彼等は、経営者が経営上の判断を行う際に際しての認識能力の制約⁽⁸⁾とそこから生じる経営者の裁量的行動を強調する。つまり、経営者は、経営上の問題に直面した場合、認識能力の制約ゆえに最適な解を導き出すことができないため、とりあえず満足できる解を得ようとするというのである。言い換えると、経営者は、経営成果に納得できない株主その他の会社関係者の介入がなされない程度の収益をあげようという行動をとると想定されているわけである⁽⁹⁾。したがって、マネジリアリストの目から見ると、経営者は、企業の投資や収益の分配に関して、ほとんど何の制約も受けない広範な裁量権を享有していることになるのである⁽¹⁰⁾。このように広範な経営者の裁量権が所与のものとされると、例えば、経営者が、株主の利益を最大化するようなものではない投資計画でさえも、自己の報酬の増大ないしは地位の安定のための企業規模の拡大という目的のために推進しようとする、といったようなことが憂慮されることになる⁽¹¹⁾。そこで、マネジリアリスト的な視点で企業を眺める会社法学者は、経営者の裁量権は、積極的法の介入

によって制御されるべきであるとの立場をとった。⁽¹²⁾ マネジリアリストの理論は、一九七〇年代の中頃まで影響力があったようである。⁽¹³⁾

(ii) エージェンシー理論

一九七〇年代の中頃から、エージェンシー理論が発達し始め、経済学者／法学者の間で一九八〇年代以降最も有力な企業理論となった。⁽¹⁴⁾ エージェンシー理論は、経営者が、自己の効用最大化を優先して、必ずしも株主の利益を最大化する行動をとるとは限らない、と仮定する点はマネジリアリストの理論と共通している。しかし、エージェンシー理論は、経営者が絶大な裁量権を保持しているがゆえに、法による介入が必要であるという主張については反対の立場をとる。すなわち、株主と経営者の間には不可避免的に利害衝突が存在し、経営者は当然に株主の利益を優先させるわけではない。その結果として、経営者の行動監視のための費用その他もろものコスト——いわゆるエージェンシー・コスト (agency cost) ——が、株主と経営者双方によって負担されることになる、ということを経ージェンシー理論は認める。それにもかかわらず、この理論の目標は、その負担されているコストのレベルが、社会的に最適な状態にまで削減されているということを示すことであつたといえる。⁽¹⁵⁾

エージェンシー理論は、株主も経営者もエージェンシー・コストを削減することにより便益を受けると考えられるから、彼等はこのコストを削減しようとするインセンティブを持つているはずである、と考える方が合理的であるところから出発する。そして、このようなインセンティブを持つて当事者によって契約が結ばれ、かつ、さまざまな市場によって経営者の裁量権が制約される結果、エージェンシー・コストが、これ以上縮小することはできないという状態にまで減殺された均衡状態が達成されていると現状を分析するのである。この理論において特筆すべきは、

広範な経営者の裁量権を抑制するメカニズムが自生的に存在していることを指摘している点である。このメカニズムが如何に機能しているかを理解するためには、エージェンシー理論が、企業を契約の連鎖 (nexus of contracts) と捉え、⁽¹⁶⁾ 企業内の契約関係 (≡ 企業内取引) も企業外の契約関係 (≡ 市場取引) と同様に解する点に注意しておく必要がある。⁽¹⁷⁾ そのような理解が、エージェンシー理論家をして、市場の力による経営者の抑制に目を向けさせることとなった。エージェンシー理論によれば、経営者の裁量権の濫用を防ぐ市場の力はあらゆる局面で働いていると考えられている。

経営者の裁量権の濫用を防ぐメカニズムとして、一番重要な機能を果たすのが、会社の支配権市場 (market for corporate control)⁽¹⁸⁾ である。会社の支配権市場は、企業買収の市場に代表されるものである。⁽¹⁹⁾ エージェンシー理論は、この市場における敵対的買収の存在によってもたらされる経営者のインセンティブに着目する。すなわち、効率的な経営が行われていない (≡ エージェンシー・コストの削減の余地がある) 企業の株価は、その非効率を反映して下落し、結果的に他の企業の乗取りを招くことになってしまう。そうなると、自分たちも首を切られるということになりかねない。この敵対的企業買収をかけられるかもしれないという潜在的な脅威により、経営者は、企業経営を効率的に行うインセンティブを有している⁽²⁰⁾ のである。

次に重要なものが、資本市場による制約である。⁽²¹⁾ もし、ある企業が経営者の怠慢あるいは自己利益の追及によって多大なエージェンシー・コストを被っているとすると、潜在的な株主である投資者たちは、このコストを割り引いてその企業の株に投資することになる。そのため、その企業の資金調達は高くなる⁽²²⁾ ことになってしまい、エージェンシー・コストを削減する努力を行っている企業に対して、資金調達における競争力を失ってしまうことになる。

経営者の労働市場も制御装置の一つとしてあげられる。⁽²²⁾ なぜなら、この市場が存在する限り、エージェンシー・コ

ストを小さくするような努力をしない経営者は、自主的に現在雇われている企業をやめた場合、あるいは、解雇されたような場合に、次の就職を見つけないことが困難になると予想されるからである。

より直接的な経営者の制御装置として、製品市場が考えられる。⁽²³⁾ 経営者が、自己の利益の追及のみに専念して、マネジリアリストが仮定するように、企業価値の増大を伴わない企業拡大のための投資にばかり重点を置くようであれば、その企業によって競争力のあるような製品が生産される確率は低くなり、そのような企業は淘汰されてしまうと考えられるからである。

上述の市場メカニズムに着目した議論に共通するのは、競争を通じて自然淘汰されていくという進化論の論理である。つまり、株主の利益に重点を置かないような企業およびその経営者は、あらゆる市場における競争によって淘汰されてしまう、というのがエージェンシー理論の基本的発想なのである。その反対解釈として、競争を勝ち抜いた結果として現在存続している企業／経営者は、最適なものであるということが推定されることになるのである。⁽²⁴⁾

ここで我々は、経営者の株主利益からの逸脱を制御する装置として、特に重要な役割を担っている会社の支配権市場と資本市場において、エージェンシー理論が主張するような進化論のメカニズムが働いた場合には、ある仮定が前提とされていることに注意しておく必要がある。それは、削減され得るエージェンシー・コストが、株価に反映され得るものであるということである。これは、企業価値に影響を与える周知の要因は、すべて価格に反映される、という証券市場の認識に基づくものである。このような前提要件は、一九六〇年代以来、数多くの実証研究結果により、多くの経済学者／法学者に受け入れられてきた効率的資本市場仮説 (efficient capital market hypothesis) の存在により、真表性を帯びることとなったものと思われる。⁽²⁵⁾

以上のような現状認識から、当然のことながら、Berle & Means 以来のコーポレート・ガバナンスに関する問題

に対して、エージェンシー理論のレンズを通して企業を見る会社法学者は、マネジリアリスト的な視点を有する会社法学者とは正反対の立場をとることになる。すなわち、企業に対する積極的法の介入は、契約を通じての市場の機能を阻害し、状況を悪化させてしまうだけである、というのが彼等の基本的な視点なのである。

この節で整理したエージェンシー理論の基本的な視点を念頭において、次節においては、この理論が、アメリカ会社法学における二つの重要な問題に対してどのような結論を導いているかに目を向けて見ることにしよう。

III エージェンシー理論とアメリカ会社法学二つの論点

アメリカ会社法学上大きな議論を呼んでいる問題として、会社の強行法規性をめぐる問題と、会社法の制定をめぐる州間の競争の妥当性に関する問題の二つがあげられよう。これらの問題は、アメリカ会社法の規制が、次の二つの原理を前提としていることに起因するものと思われる。²⁶⁾ 第一に、アメリカ会社法は、基本的に州法によって構成されており、州ごとに異なっているということ。第二に、会社は、どこの州に設立するかという選択を通じて、自由に適用される法を選ぶことができるということ、である。言うまでもなく、このアメリカ会社法の前提は、わが国のそれとは異なるものであるが、アメリカ会社法のコンテキストを理解するのに極めて重要である。

この節においては、このアメリカ会社法の根本原理にかかわる問題に対して、エージェンシー理論を拠り所とする法学者が、どのような議論を行っているかについて概説する。

(i) 契約の連鎖としての企業観と会社法の強行法規性

会社法の強行法規性に関する議論に対してのエージェンシー理論をとる立場からの主張⁽²⁷⁾を理解するためには、先に述べた契約の連鎖としての企業モデルと、その中で契約/市場が果たす役割についても少し詳しく見ていく必要がある。まずは、この点を説明することにしよう。

エージェンシー理論に依って立つものは、企業を単なる契約の連鎖であると見る⁽²⁸⁾。つまり、金銭的資本、人的資本、原材料、その他を供給しようというものが、自由意思に基づいて契約を結んでいき、企業は、それらの契約が集結しているポイントにすぎないことになるわけである。そして、これらの契約は、あるいは直接に、あるいは証券市場を通じて間接的に交渉が行われた結果として結ばれたものであると捉えるのである。ここで、直接的交渉はあくとしても、証券市場を通じての間接的交渉とはどういうことであろうか。実は、ここで用いられているトリックを理解することが、彼等の理論を把握する上で非常に重要なのである。

まずは、前節で述べた、企業価値に影響を与える周知の要因は、すべて価格に反映されるという彼等の証券市場に対する認識を思い起こして頂きたい。このような認識に立つものに言わせれば、企業が事業活動を行うに際しての選択は、すべて市場において評価され、価格が決定されることになるのである。⁽²⁹⁾この文脈での選択は、単に、直接生産にかかわるような選択のみに限られない。例えば、会社法が任意法規であったとして、ある企業の定款に、いわゆる忠実義務に反するような規定が置かれていたとしよう。そうすると、その企業の株価は、このような企業の選択さえも反映して、忠実義務に反するような規定を置いていない企業の株価よりも低い値をつけるだろうと考えるのである。⁽³⁰⁾この場合、一般の投資者にこのような規定を評価できる程度の合理的判断能力があるかといった疑問がある。しかし、このような立場をとるものからは、重要な企業の選択に関する要因は、証券アナリストや機関投資家等のより洗練された専門的投資家によって評価されることになるので、必ずしもすべての投資家にそこまでの判断能力があるかない

かは問題にならないと考えられているようである。⁽³¹⁾

この程度にまで市場価格が情報を十分に反映していることが前提とされるならば、あとは如何に取引（契約）——つまり、企業の形成——がなされやすい状況を作り出してやるかということに意が用いられることになる。それは、次のような理由による。十分に情報が流布している市場で、自由に交渉が行われた結果として契約が結ばれるならば、その契約は当事者双方にとって望ましいものであると考えられるからである。具体的に説明しよう。例えば、A、Bの二人が、ビジネス・パートナーとしてやっていった方が双方にとって利益になるのであれば彼等はパートナーになるであろうし、そうでなければならぬであろう。同様に、A、Bがパートナーになったとして、これにCが加わった方が各々の利益になるようであれば、彼等はそうするであろうし、そうでなければパートナーにはならないであろう。完全な情報の中で、交渉が自由に行えるのであれば、そうすることが人間の合理的な選択であると考えられるからである。したがって、そのようなプロセスを繰り返して、いづれ均衡状態が訪れるわけであるが、この均衡状態はパートナー関係に入ったすべてのものの利益になっているはずであるということになるのである。そして、この均衡状態こそが企業にはかならないのである。

ここで、私的交渉に関連する、企業を契約の連鎖と捉えるものの政策論的視点として、重要なポイントを指摘しておく必要がある。それは、交渉が自由に行える環境が存在している——取引費用 (transaction cost) が存在しない——ならば、私的交渉によってもたらされる結果は効率的なものであり、その交渉結果は、初期的な法的ルール設定に依存しない、というコースの定理⁽³²⁾の影響である。⁽³³⁾すなわち、コースの定理の存在により、企業を契約の連鎖と捉える論者には、取引が円滑に行われている市場が存在しているならば、私的自治こそ最も効率的な結果をもたらすものであり、法による政府の介入の必要性は極めて小さいという先入観が常にあるのである。⁽³⁴⁾

それでは、以上のような論理から見て、会社法の役割は一体どのように捉えられることになるのであろうか。これを解く鍵は、彼等の論理において、私的自治が効率的な結果をもたらすには何が前提とされているかを考えることにある。すると、その前提は、交渉が自由に行われること、つまり、取引費用が極めて小さいことであることは明らかである。したがって、会社法の役割は、ビジネス関係（＝企業）が形成されるために必要なコストを削減してやることであることになるのである。⁽³⁵⁾ その目的を達成するために、会社法がなすべき最も重要なことは、契約の標準型を提供することである。そうすることにより、企業家、株主、その他が事業を組織するコストを大きく縮小することができからである。実際、事業を組織しようというような長期的契約関係に入ろうとしている当事者にとってみれば、不確実な将来を予測して、すべての条件を契約に折り込もうとすることは、交渉その他に相当のコストがかかることが予想される。そこで、投資その他の効率的な資源分配を望む社会は、これらの当事者によって採用されるべき、既成の標準的契約モデル⁽³⁶⁾としての役割を、会社法に求めていると考えられているのである。

このように、会社法が、既成の標準的契約モデルにすぎないということになると、個々の企業が、その必要に応じて、会社法の規定を排除できると考えても何ら不思議ではない。要するに、企業を契約の連鎖と捉える論者は、会社法は強行法規ではないと考えるわけである。彼等の視点によれば、企業関係に入った契約当事者が、特別に契約条項を定めておくようなことは割に合わないことであると判断して、ある事象が起こった場合の条件を何ら確定しておかなかった⁽³⁷⁾にもかかわらず、その事象が生じたような不測の事態に、そのような状況がどのように処理されるべきかのルール⁽³⁸⁾を提供することが、会社法に望まれることであるということになるのである。つまり、個々の企業によって、特定の事象について交渉がなされることなく、その事象については会社法の規定が採用されるということになれば、取引費用は大きく削減される⁽³⁹⁾ことになるし、また、会社法が強行法規性を持たないことにより、当事者が少

ないコストで契約条項を作成できるのであれば、それが優先されることにより、効率的な結果がえられることになる⁽⁴⁰⁾、といった具合に、社会的に望ましい状態が達成されると解されているのである。

企業が、個別的に、そのニーズに従って会社法の規定を排除し、私的な合意を優先させることができるという環境は、具体的には以下のようなメリットを持っていると考えられている。第一は、会社法に強行法規性がないとすれば、外界の変化に適応して、柔軟かつ革新的にガバナンス・ルールが変更されうるであろうことである。その理由は、まず、事業に関して、企業経営者の方が政府の立法者よりも、情報ならびに専門知識を有していると考えられるからである。それゆえ、企業の経営者にイニシアチブを取らせた方が、迅速かつ低いコストでルールが設定され、柔軟な対応が可能になる⁽⁴¹⁾。さらに、経営者は、企業価値を高めるようなルール設定を行うインセンティブを持っていると考えられるので、これが革新的なガバナンス・ルールを生み出すことにつながる⁽⁴²⁾。

第二は、強行法規が持つ硬直性を回避できることである⁽⁴³⁾。会社法の任意法規性を主張するものは、如何なる企業の戦略あるいはガバナンス機構も、株主の利益にとって両刃の剣としての側面を持っているという点に着目する。詰まるところ、彼等の議論のポイントは、会社法が強行法規とされて、特定のルールが、すべての企業に対して状況にかかわらず適用されるということになると、中には株主の利益を害されてしまうような企業も出てくるのではないか、という点にあるのである。したがって、会社法は、既成の標準契約として、取引費用を削減し、株主利益を増大するという重要な目的を担っているものではあるが、企業には、その株主の特定のニーズに応じて、この既成の標準契約を変更することが認められるべきである、ということになるのである。

これまで見てきたように、契約の連鎖としての企業モデルをとる立場からは、基本的に、会社法は任意法規であるべきとされ、それによって、株主、さらには社会全体に効率的な結果がもたらされる、と主張されるのである。

会社法が強行法規であるべきか否かの問題は、実は、この節の初めに述べた、アメリカ会社法の根本原理⁽⁴⁴⁾と牽連性がある。企業は、ある州の会社法の規定が意にそぐわないものであれば、他の州に再設立(reincorporation)を行うことにより、その適用を回避することができる。したがって、理論的に一貫性を持たせようとするなら、真に会社法が強行法規であるとの立場からは、州ごとに会社法の規定が異なるということは受け入れられないことになるはずである。逆に、任意法規であるとの立場からは、州ごとに規定が異なるということは、企業の選択の余地が多くなる(「ニーズに答えている」という意味において望ましいということになりそうである。このことを頭の片隅におきながら、次の節においては、会社法の制定をめぐる州間の競争の妥当性について、企業を契約の連鎖と見る立場からどのような主張がなされているかに光を当てて見ることにしよう。⁽⁴⁵⁾

(ii) 契約の連鎖としての企業観と頂点への競争

周知のように、アメリカの大企業のひとつは、Delaware州に設立されているし、企業が再設立を行う場合の目標地もそのほとんどがDelaware州であるといった状況がある。このため、企業に逃げられることを恐れる多くの州は、Delaware州会社法のルールの多くを採用するといった傾向も見られるようになった。このような現象を背景として、各州が、革新的なルールを自ら創造したり、あるいは、他の州が作り出した革新的なルールを採用することに關して競争を行うこと——より直接的には、この競争のチャンピオンであるDelaware州会社法——は、果たして株主の利益になっているのかどうかということが、会社法学者の間で長い間議論されてきた。

議論の発端は、一九七〇年代のCaryとWinter⁽⁴⁶⁾の論争⁽⁴⁷⁾に遡る。Caryは、この論争において、Delaware州は、州内に企業が設立されることによって得られる収入に大きく依存しているため、株主の利益よりも経営者の利益を優先

する会社法を制定するという、どん底への競争 (race for the bottom) を他の州と行い、そのチャンピオンになっていると主張した。Cary の目には、Delaware 州およびそれに追従する州は、株主の利益を無視して、経営者に会社を州内に設立させるインセンティブを与えるように、会社法を利用している、と捉えられたわけである。⁽⁴⁸⁾ それゆえ、彼は、株主を経営者の搾取から守るために、いわゆるコーポレート・ガバナンスに関して、相当程度の連邦による会社法規制が必要であるとの結論を導いたのである。⁽⁴⁹⁾ Cary の見解は、何年もの間、アメリカ会社法学者の間で通説的立場となっていた。⁽⁵⁰⁾

しかし、この通説的な立場を占めるに至った Cary の議論には、致命的な欠陥があった。それを指摘したのが、Winter である。その欠陥とは、企業が活動を行うあらゆる市場を持つ、株主救済の効果を Cary が見落としていたことである。⁽⁵¹⁾ Cary は、会社法が株主保護のための唯一の拠り所であると考えていたのである。これに対し、Winter は、経営者の機会主義的な行動を抑制する市場の力が存在していることにより、会社法の制定をめぐる州間の競争は、株主の利益を高めるような会社法のルールを州に採用させるべく機能しているものであり、株主の利益に寄与するものである、との結論を導いたのである。このように、Winter は、Cary に対するアンチ・テーゼとして、市場が株主と経営者の利益を一致させるべく機能しているので、会社法の制定をめぐる州間の競争は、どん底への競争ではなく、頂点への競争を創出している、と主張したのであった。⁽⁵²⁾

Winter の市場分析は、以後、会社法の制定をめぐる州間の競争を擁護する論者に、理論的な枠組を提供することとなった。市場重視という新古典派経済学的思考をする、エージェンシー理論／契約の連鎖としての企業モデルの論者が、Winter に与したとしても不思議ではないだろう。⁽⁵³⁾

頂点への競争を唱えるのも、Cary と同様に、Delaware およびその他の州が、リベラルな会社法を用いて、ど

の州に会社を設立するかという経営者の意思決定に影響を与えようとしてきたという事実を認める。⁽⁵⁴⁾ しかしながら、この意思決定が、株主の利益と乖離したものになっているという仮定に反対するのである。⁽⁵⁵⁾

頂点への競争の論旨は、本稿においてはこれまでにおなじみの、以下のようなものである。経営者が、株主の利益を犠牲にして、自己の利益を優先させることができる余地のある会社法を採用する州に会社を設立したとすると、それは、会社が敵対的企業買収の危機に曝される可能性を高くし、彼等が現在有しているさまざまな便益を失うことを意味する。さらには、彼等の将来的な便益の獲得にまでもマイナスの影響を与えることになる。⁽⁵⁶⁾ これを考慮して、経営者は、そのような州に会社を設立しようとするインセンティブを抑制されることになる。要するに、会社をどこの州に設立するかという意思決定については、市場の力によって、経営者と株主の利益が一致させられている、と考えるのである。したがって、各州は、株主の利益を最大化させるための会社法を提供しよう、と、激しい競争を繰り広げていることになり、これはまさに頂点に向かっての競争ということになるのである。⁽⁵⁷⁾ そうすると、当然のことながら、Delaware州会社法は、文字通り最適なルールを採用しているがゆえに、競争を勝ち抜いたのだということになる。⁽⁵⁸⁾

上の論理にも、重要なキーとして、これまたおなじみの進化論の論理が用いられていることに気がつく。すなわち、現在ある会社法は、頂点への競争を勝ち抜いた結果存在しているのであるから、基本的に効率的であるということが推定されている、⁽⁶⁰⁾ という論理である。したがって、Casperが主張したような、連邦政府による介入など必要ないことになるのである。

しかし、このような立場をとる論者を混乱させている問題が一つある。それは、各州が、企業買収を抑制するような会社法の採用についても競争を行っていることである。なぜなら、州によって制定されている企業買収規制法は、会社の支配権市場を阻害すると考えられ、このような企業防衛手段は、すなわち、非効率を意味する。⁽⁶¹⁾ したがって、

頂点への競争の論理からすれば、州はそのような規制を採用しないはずである。それにもかかわらず、多くの州がそれを採用しているからである。⁽⁶²⁾

そこで、頂点への競争の立場をとるものも、企業買収規制法に関しては、例外的に、州の競争が経営者の機會主義的な行動を完全に排除することができず、最適な会社法を提供しているとは言えないとしている。⁽⁶³⁾しかし、彼等は、州の競争によって経営者の機會主義的な行動が消し去られることはないけれども、少なくとも抑制はされているとして、連邦政府による会社法規制よりは望ましい規制を提供しているとしている。要するに、彼等によると、会社法の制定をめぐる競争が行われることは、会社法の効率性が最適であることを保証はしないかもしれないが、少なくとも効率性を高めることには寄与する。翻って、連邦による会社法規制にはこの様な競争のメカニズムが存在していない。それゆえに、企業買収規制法というコンテキストにおいても州の競争は望ましいものであるということになるのである。⁽⁶⁴⁾さらに、彼等の指摘によれば、州による企業買収規制法の制定は、比較的最近の出来事であり、そのような規制が今後も持続していくと判断するには時期尚早であるともされている。⁽⁶⁵⁾

IV エージェンシー理論のアメリカ会社法学への影響の背景

これまで、エージェンシー理論とそれに基づく会社法学上の基本的な思考を概観してきた。現在のアメリカ会社法学上の議論は、多かれ少なかれ、このような思考の影響の下に展開されているといつてよいだろう。この節においては、なぜエージェンシー理論の如き市場論が、アメリカ会社法学に大きな影響力をもつに至ったのかについて、若干指摘しておきたいと思う。

本稿で整理されたところから、エージェンシー理論の思考の特徴として、少なくとも次の三つに気がつくのではないだろうか。1 株主中心思考、2 合理的行動をとる個人を重視する思考、3 進化論的思考、である。私は、これらの特徴こそが、アメリカ会社法学に対して、エージェンシー理論が影響を持ちえた理由なのではないかと思うのである。以下、順に述べることにする。

(i) 株主中心思考

アメリカにおいては、伝統的に、企業は所有者たる株主のものであり、経営者は、株主に対して受託者としての義務を負うものであると解されてきた。⁽⁶⁷⁾したがって、経営者の使命は、株主の利益を最大化することであり、⁽⁶⁸⁾会社法の目的は、これを達成させるべきコーポレート・ガバナンス機構を整備することにあると考えられてきたのである。言い換えると、アメリカの会社法は株主中心の思考でもって組み立てられてきたのである。

一方、エージェンシー理論／契約の連鎖としての企業モデルに依る立場はというと、これまで概観されたことから分かる通り、やはり、株主中心思考であるといえよう。ただし、彼等が株主中心主義を唱える理由は、伝統的理解とは異なっている。この点には、注意が必要である。

企業は、実在するものではなく、単なる契約の連鎖にすぎないという彼等の立場からすれば、所有という概念は、もはや重要ではなくなる。そして、株主もその他の企業活動のインプットの供給者同様、単なる資本の供給者にすぎないということになってしまうのである。⁽⁶⁹⁾

それでは、なぜ株主中心の思考が生じるのであろうか？ それは、企業活動が、さまざまなインプットの供給者のチーム・プレーであるからである。つまり、チーム・プレーがなされる場合には、チーム内の情報の非対称性に乗じ

て、誰かがずるいこと、あるいは、手抜きをするかもしれないという可能性（「エージェンシー・コスト」が常に存在し、それを防ぐための監視メカニズムが必要となるからである。⁽⁷⁰⁾ 企業においては、チーム・プレーとしての企業活動の監視は、一般的に、経営者によってなされるわけであるが、経営者もずるいことをする可能性が十分にある。それでは、この監視者たる経営者は誰によって監視されるべきか？ 誰かずるいこと、または、手抜きをするインセンティブをもたない監視者が存在するだろうか？ 実は、この問いに答える究極の監視者が、株主なのである。なぜなら、株主は、残余財産請求権者であるため、彼等の得られる利益は、まさに彼等がどれだけ監視者としての役割を果たしうるかということにかかっていることになる。したがって、彼等は、企業活動における他のメンバーのインセンティブを防ぐ（「エージェンシー・コストを削減する」）のに最適なインセンティブを持っていると考えられるからである。⁽⁷¹⁾ 要するに、株主が、経営者を監督し、ある意味で企業をコントロールする権限は、企業を構成するさまざまな契約との相関関係において捉えられているのである。

以上のように、結論に至る論理は異なるけれども、エージェンシー理論は、株主中心思考である点において、アメリカ会社法学の伝統的思考と合致しているのである。

さらに、株主中心思考との関連で指摘されるべき点がもう一つある。それは、伝統的立場において、経営者は、株主の受託者である（厳密に言うと、会社の受託者ではない）とされているところからも分かるように、法人論としては、実体論（entity theory）に立っていないことである。⁽⁷²⁾ この法人論に関する結論においても、エージェンシー理論は、伝統的立場と一致することになるのである。なぜなら、そこにおいては、企業は、単なる契約の連鎖と捉えられており、その実在は、当然のことながら否定されることになるからである。

このように、エージェンシー理論は、株主中心主義というアメリカ会社法学における伝統的理論と軌を同じくしつ

つ、それをさらに洗練したものといえる側面があるのである。⁽⁷³⁾これゆえに、エージェンシー理論は、現代アメリカ会社法学において、大きな影響を持ち得るに至ったのではないかと思われるのである。

(ii) 合理的行動をとる個人を重視する思考

上述したように、エージェンシー理論は、会社法を任意法規としての既成の標準的契約モデルと見て、ビジネスにおける私的な秩序構築を促進させようとする。その理由はというと、もし会社法がそのように捉えられるならば、ビジネス関係に入ろうとする各個人が、それぞれの必要に応じて状況に対応し、自由な交渉を行う結果、交渉以前よりも望ましい社会状態が創出される、と考えられるからである。

以上のような、私的自治こそ最高の美德であるという、エージェンシー理論の基本的視点は、何も目新しいものではなく、Herbert Spencer 的な古典的自由主義のパラダイムに見ることができ⁽⁷⁴⁾る。古典的自由主義のパラダイムにおいては、各々自分自身のよき生活を追及するべく合理的な行動をとる個人によって、社会が構成されているとされる。そのような社会にあつては、平静を維持し、所有権および契約を確定し、保護する、そして、私的交渉がうまく機能しない場合に問題をよりよく処理するために、法制度が存在していると考えられるのである。

このように見ると、エージェンシー理論のパラダイムは、古典的自由主義の現代会社法版であり、その根底には、合理的な行動をとると考えられる個人への信頼があるのである。つまり、エージェンシー理論の底流にある、個人の合理的行動を前提とし、個人の自由な活動を尊重するという思考は、Locke 的な個人主義の伝統を継承する、アメリカの中心的な価値観と一致するものである。

私は、エージェンシー理論が、基本的な部分で、アメリカの伝統的な個人主義と価値観を共有していることが、ア

アメリカ会社法学において影響を持ちえたもう一つの理由であるように思うのである。

(iii) 進化論的思考

エージェンシー理論が、あらゆる市場の機能と絡めて、進化論の論理をしばしば用いていることは、前に見た通りである。そこでの基本的な発想は、競争を勝ち残ったものは、効率的であることが推定される、ということである。なぜならば、もし非効率なものであるとしたら、あらゆる効率的な競争者と競り合うことにより、淘汰されてしまっただけだからである。

より効率的なものに向かっている進化というパラダイムは、ある程度成功していると考えられるような現状を肯定する場合に、一番利用価値が高い正当化のためのロジックであるといえよう。それゆえに、アメリカ社会にとっては非常に受け入れられやすい論理なのである。⁽⁷⁵⁾ なぜなら、世界でもトップの水準にあるアメリカの経済状態を考えると、アメリカのビジネス・システムが、ひどく非効率なものであるとは考えにくい。ここでは、何らかのシステムの効率性を裏付けるような説明が最もしっくりくる。加えて、アメリカ人には、生来的に、小さな政府を望むという傾向があるからである。これは、まさに、進化論にとって格好の舞台であったといえよう。

エージェンシー理論は、このような背景の中、アメリカのシステムの効率性を唱え、政府の法による介入を排除するといった議論を展開したのである。そうして見ると、エージェンシー理論が、アメリカ会社法学に大きな影響力をもつに至ったのは、至極当然のことであったといえよう。

以上が、私の考える、第三の理由である。

V 近時の視点

これまで、本稿においては、アメリカ会社法学における主流的な経済学的思考の枠組みを整理し、なぜそれらが大きな影響を持つに至ったのかを見てきた。当然のことながら、如何なる理論も完璧なものではない。この節においては、これまで見てきた、いわゆる新古典派経済学的思考に対して、どのような批判がなされ、それに基づいて、どのような議論が展開されているか、ということに関して、アメリカ会社法学上の最近の動向を紹介することにした。なお、ここで紹介する議論は、新古典派経済学的思考の最も説得的であると思われる側面（つまり、IVの思考）に向けられているところが興味深い。

(i) 進路依存性 (path dependence) の議論

進路依存性の議論の分析の視角は、非線型力学 (nonlinear dynamics) の分野において発展してきた、カオス理論の影響に依るところが大きい。カオス理論は、もともと、気象のように、一見ランダムに見える現象を予測するためのメカニズムを説明するために生まれ、発展してきた理論である。この理論は、この世には、初期条件に大きく依存する現象が存在していることを教えている。換言すれば、初期条件のわずかな変化が、結果にとてつもない変化を与えることになる可能性を示唆しているのである。⁽⁷⁶⁾ それでは、この自然科学の分野において発展してきた理論からの視点で、本稿で見てきた経済学的思考にどのような影響を与えることになるかを見てみよう。

(1) 歴史的條件への依存

自然現象における、初期的条件に対する敏感な反応とそれへの依存というカオス理論の基本的な視点は、会社法の如き制度論の分野においては、次のような示唆となつて形を表わしている。⁽⁷⁷⁾ 制度というものは、歴史的な初期条件に依存して形成される。つまり、過去の時点においてなされたさまざまな選択（偶発的な出来事も含めて）が、現在の制度を形作り、さらに、現在の制度に将来への選択を与えている、⁽⁷⁸⁾ という言われてみると至極当然のことなのである。しかしながら、このいわば自明の理が、会社法学に与える影響はかなり大きい。

上述のように、エージェンシー理論のような、新古典派経済学的な思考によれば、現在ある企業システム（会社法制度も含めて）は、競争を勝ち抜くことができた——それは効率的であることの証明である——からこそ、今の時点で存在しているのである、とされる。ところが、先に説明したような進路依存性の視点からは、異なった推論が成り立ちうる。すなわち、現在ある企業システムは、過去の時点における偶発的な事柄によって選択され、その進むべき道が、特定の進路に閉じ込められてしまった結果の産物である。したがって、その効率性は必ずしも保証されない、ということになるのである。

具体的に説明して見よう。いま、過去のある時点において、A、B二つの企業システムがあり、何らかの理由によってAが社会に選択されたとする。それから幾年かがたち、ビジネス環境に大きな変化が生じたが、その変化以降のビジネスには、Bのシステムの方がうまく適応できるもの——つまり、環境変化後はシステムBの方が効率的——であったとしよう。この場合、新古典派経済学的な進化論によれば、この環境変化に対応すべく、合理的選択をなすであらう社会は、必ずシステムBを選択し、AはBにとって代わられると推論されることになろう。しかし、進路依存性の視点は、この結論の必然性を疑問視するのである。つまり、最初にシステムAが選択されたとすると、環境変化

が起るまでの幾年間のうちに、社会はシステムAに対して、かなりの投資を行うことになる予想される。そうすると、社会が合理的選択をなし、かつ、システムBの効率性を認識しているとしても、システムAをそのまま選択する——システムBのパフォーマンスを知らながら、システムAのパフォーマンスに妥協する——ということがありうるのではないか、と推論するのである。要するに、社会制度の選択にはこのような慣性が存在している可能性があることに注目するのである。⁽⁷⁹⁾⁽⁸⁰⁾

進路依存性の議論が指摘するような、社会制度の慣性が存在するとすれば、Delaware州会社法は、競争を勝ち抜いた産物であるから、効率的であることが推定されるといったような、エージェンシー理論からの主張は、手放しで受け入れられるものではないといえる。

結局、進路依存性の議論は、新古典派経済学の進化論的なパラダイムを修正する視点を提供するものなのである。⁽⁸¹⁾ここで私は、歴史的初期条件への依存を強調する進路依存性の議論においては、新古典派経済学の進化論的なパラダイム(IV(iii))が、新古典派経済学において前提とされている、合理的選択行動(IV(ii))というパラダイムの中で修正を試みられている点を指摘しておきたい。

(2) ネットワーク外部性 (network externality)

第二のタイプの進路依存性の議論も、その基本的な発想は、カオス理論からの初期条件への敏感な反応とそれへの依存という点にあり、次のような主張がなされている。たとえ、個人の自発的な意思決定に基づく利益の最大化行動がとられる社会が想定されたとしても、ある製品・技術・規格の標準化における、一見とるにたらないように思われるリードが、究極的な市場における資源分配に対して、極めて重要かつ不可逆的な影響力を及ぼしうる。⁽⁸²⁾このよう

可能性を生み出す根源は、ある種の製品がもつネットワーク効果に由来するものである。

ネットワーク効果は、例えば、パソコンを購入する時の状況を想定するとよくイメージできる。⁽⁸³⁾ パソコンを購入する前には、A社、B社、C社のうちのどのパソコンを買うかといったようなことをまず考えるだろう。この場合、A社の製品が、価格が同じであるにもかかわらず、B・C社の製品よりも品質が劣っているとしたら、我々は必ずB社かC社の製品を選ぶだろうか？ 恐らくそう簡単に選択がなされるわけではない。たとえば、製品の質が他社より劣っているとすると、何らかの理由でA社の製品の市場占有率の方が高かったりすると、A社の製品の方が選択される余地が十分にあるからである。なぜなら、パソコンのような製品には、現在多くの人がA社のパソコンを選択していればいるほど、さらに、将来選択される余地が大きければ大きいほどA社のパソコンの価値は高まる、というような効果が期待されるからである。つまり、あるパソコンが汎用されるに至ると、その汎用されているという事実が製品とは独立の価値をもつに至るのである。これが、ネットワーク効果と呼ばれるものである。

このようなネットワーク効果は、いわゆる経済学の用語でいう外部性⁽⁸⁴⁾に該当する。すなわち、上の例で見たように、パソコンの消費者に対する価値は、そのパソコンと同じメーカーのパソコンを使っている消費者の数に依存している。このような場合、ネットワーク外部性が存在するということになるわけである。ある製品にネットワーク外部性が存在する場合、新古典派経済学的な市場モデルの分析は、応用できないことになる。なぜなら、そのモデルにおいては、収穫は逓減するものであるとの仮定のもとに、製品市場においては、次第に減少する限界収益をめぐって競争が行われる。そして、その結果、最適な状態としての均衡が訪れる、と想定されているからである。

これに対して、ネットワーク外部性の存在は、ある製品の限界収益が逓増しうることを示唆している。⁽⁸⁵⁾ このモデルのもとでの均衡点は、どのようなものであろうか？ 先のパソコンの例に戻って見よう。想定されているパソコン市

場においては、パソコンAに均衡点が落ち着くことになる可能性が示唆されている。しかし、これは社会的に見て、最適な均衡点であるといえるだろうか？ 市場が、パソコンAにロックインされることなく、パソコンBあるいはパソコンCを選択していたとしたら、よりよい社会状態が達成されていたのではないだろうか。経済学において、収穫逓増モデルが示唆する重要なポイントは、まさにこの点にある。すなわち、製品市場において到達される均衡点には、進路依存性が存在する場合があります、その均衡点は必ずしも最適なものであるとは言えない、ということなのである。⁽⁸⁶⁾ 収穫逓増のパラダイムは、既成の標準契約として各州によって提示される会社法を一種の製品と同視することによって、会社法学に應用されうる。⁽⁸⁷⁾ それでは、会社法という製品には、どのようなネットワーク外部性が存在するのであろうか。

Delaware州の企業買収に関する経営者の義務を例にとってみよう。この州においては、企業買収に際して、会社の売却が避けられない状況となった場合、経営者は、競争的に行動する義務を負うものとされている（いわゆるRevlonルール⁽⁸⁸⁾）。このルールを目にしたとき、企業買収のコンテキストにおいて、どのような状況をもって「会社の売却が避けられない状況」に至ったと判断されることになるのだろうか、といったような疑問がすぐに湧いてくるであろう。このルールがよい例であるように、（会社）法の規定というものは、本来的に抽象的なものである。この抽象性ゆえに、ネットワーク外部性が生じることになる。つまり、Delaware州会社法を採用する会社の数が増えれば増えるほど、判例／実務等が蓄積され、このルールも具体的なものになり、経営者が企業買収に際して行うビジネス判断から不確実な要素が取り除かれることになるからである。⁽⁸⁹⁾ ネットワーク外部性が、経営者の会社を設立する州選択の意思決定に及ぼす影響は甚大なものであると予想される。なぜなら、特に上記の企業買収のごときコンテキストにおいては、巨額の利益の行方が、どれだけ確実な法的アドバイスを得られるかということにかかっているか

らである。

ネットワーク外部性が存在するとすれば、個々の企業がその価値を最大化するような既成の標準契約を選択したとしても、州の会社法制定競争による結果としてのいわば均衡点である Delaware 州会社法は、必ずしも最適なものであるとはいえないことになってしまふ。換言すると、仮によその州の会社法の方が、会社法自体としては企業の価値を高めうるものであったとしても、ネットワーク効果自体が有する価値のために、多くの経営者の会社設立の意思決定が、Delaware 州にロックインされ、それによる進路依存性のために Delaware 州会社法が選択されている可能性があるのである。

以上のように、ネットワーク外部性を基礎とする進路依存性の議論も、個人による合理的な意思決定がなされたとしても (IV(ii))、必ずしも、競争の結果として最適な製品 (会社法) が選択される (IV(iii)) とは限らない、という新古典派経済学的な進化論を修正するという V(i)(1) と同様の視点を提供しているのである。

(3) 認識科学 (cognitive science) の視点

これまでに概観した二つの進路依存性の議論は、人間は合理的選択行動をとる、という新古典派経済学において仮定されている行動仮設の枠組みの中で、進化論のパラダイムを修正するものであった。これとは対照的に、人間の合理的選択行動という仮設自体を疑問視する進路依存性の議論もある⁽⁹⁰⁾。この議論は、認識科学の分野における研究成果を取り込み、人間の合理的選択行動という枠組みを考え直すものとするものである。

伝統的な経済学は、ある個人が初期的に財 A と財 B のどちらを手にしようと、その個人の財 A、財 B に対する嗜好は左右されないはずであるという。そうでなければ、人間は合理的な行動をとっているとはいえないことになるか

らである。したがって、初期的に、サッカーのチケットを好むものが現金を与えられ、現金を好むものがサッカーのチケットを与えられたとすると、必ず取引が成立し、サッカーのチケットを好むものはチケットを手に入れ、現金を好むものは現金を手に入れる、と予想するわけである。

ところが、ある実証結果によると、必ずしも予想されるような結果に至らないことが知られている。つまり、取引が成立しない場合が生じるのである。これは、チケットあるいは現金が初期条件として与えられる以前には、チケット（現金）を愛好していたはずのものが、現金（チケット）が付与されると、現金（チケット）の方を愛好してしまっていることを意味する。伝統的経済学の予想に反する以上のような事実は、現状偏向（*status quo bias*）⁽⁹¹⁾あるいは付与効果（*endowment effect*）⁽⁹²⁾として知られている。

もっとも、上に見たようないわゆる非合理的な行動を人間がとるということは、決定的な事実であるとはいえないようであるが、もしもこのような行動様式を実際に人間がとっている可能性があるとすれば、そのことは、進路依存性が存在することについて重要な示唆を与えるものである。すなわち、現状偏向/付与効果が存在するとすれば、現在ある状況は、過去の時点における現状が存続しただけのものであり、さらにその現在ある状況もただただ将来にわたって存続していく可能性があることを意味しているからである。

ここでの進路依存性の議論が示唆することは、次のように整理できるのではないだろうか。現在ある状況は、単に現状に依存するという人間の非合理的な行動の産物である可能性がある。したがって、現在存続している制度は、効率的であるがゆえに今現在存在しているとは限らず、非効率的なものであったにもかかわらず、単に過去のある時点で現状として存在していたがゆえに今なお存在し続けているだけである可能性を否定できない。要するに、認識科学の視点を取り入れた進路依存性の議論は、先に見た二つの進路依存性の議論とは異なり、人間の合理的な選択行動

(IV (ii)) という枠組みを出て、進化論 (IV (iii)) を修正するというロジックなのである。⁽⁹³⁾

最後に、一つ指摘しておく、V (i) の進路依存性の議論においては、新古典派経済学的思考が前提とする、人間の合理的選択行動や進化論に対しては批判の目が向けられているものの、株主中心思考に対しては、その批判の目が向けられていない。次に見る議論は、この新古典派経済学的思考と結び付いたアメリカ会社法学の大前提を批判するものである。⁽⁹⁴⁾

(iii) 共同体志向の議論

一九八〇年代にアメリカにおいてブームとなった企業買収は、エージェンシー理論から見ると、まさに株主利益のために会社の支配権市場が望ましく機能していると捉えられたわけであるが、⁽⁹⁵⁾ その一方では、企業買収の結果として、株主以外のさまざまな利害関係者にコスト⁽⁹⁶⁾を負担させているのではないか、という認識がなされていたことも事実である。このような認識を背景に、最近のアメリカ会社法学においては、伝統的な株主中心主義の立場を修正しようという動きも見られる。⁽⁹⁷⁾ここでは、この動きの背景にある思考を、エージェンシー理論のそれと対比しながら捉えて見よう。⁽⁹⁸⁾

エージェンシー理論の背後には、Herbert Spencer 的な古典的自由主義のパラダイムがあることは、先に指摘した通りである。⁽⁹⁹⁾そこにおいては、合理性を有する個人によって社会が構成されているものとされていた。つまり、このパラダイムにおける世界観によれば、なによりも先に個人の存在が前提とされているわけである。したがって、個人と個人の関係は契約によって規定され(私的自治の尊重)、国家および法の役割は極めて限定的なものと捉えられ

ることになる。

これに対して、反株主中心主義の立場に立つものたちは、これとは全く対照的な世界観を有している。すなわち、彼等は、まず社会の存在を前提とし、個人はその中において活動するものであると捉えるのである。つまり、個人は社会という共同体の構成員であるのだから、個人間の契約のあるなしにかかわらず、共同体の構成員として相互にある種の義務を負担すると考えるのである。このような義務は、共同体の結び付きを強め、その質を高めると想定されている。このように、社会という共同体の構成員間の相互依存を前提とすると、各構成員はすべての共同体の構成員の生活の質に対しての責任を負うとされることになるのである。それゆえ、このような義務が果たされるべく国家が個人の行動に介入したとしても、それは望まれるべきものであると捉えられるのである。⁽¹⁰⁾

以上のような認識に基づく、単に個人間の契約（ひいては市場）のみによっては、共同体の構成員すべての基本的な必要性すら充足しえない可能性が強調されることになる。なぜなら、共同体の構成員の中には、市場取引に参入すべき資源・財を持たないものも存在するであろうし、仮に参入できたとしても交渉能力の欠落により、必要なものを獲得できないものが存在する余地が十分にあるからである（市場／契約への不信）。共同体志向の論者の視点に立てば、個人の生は、初期的な（出生に起因するが如き）財・交渉能力の分配によって左右されるべきではない基本的な部分があるということになるわけである。それゆえ、個人の自由を尊重するために、契約／市場による解決を強調することは、個人が共同体の中に存在しているという社会的な側面から生じる市民的な義務を見逃していることにならざるを得ない。⁽¹¹⁾

上のような視点からは、ある意味で、新古典派経済学的な進化論的思想も否定されることになる。⁽¹²⁾ これまでに見た共同体志向の論理からすれば、あるものが市場において生き残れないような状況が生じたとなると、それは非効率で

あったのだから仕方がないとして社会から見捨てられるべきものではなく、社会全体の質の向上のためにも救いの手を差し伸べるべき（それが共同体構成員としての市民的義務）であることになるからである。要するに、淘汰という発想は否定されるのである。

このような共同体志向の論者の思考を頭の片隅に置きながら、株主至上主義という会社法上の問題に帰ってみよう。この問題についてエージェンシー理論に立つものは、これまで本稿において見てきたような思考から、次のように言う。経営者が株主の利益を追及することによって、株主以外の利害関係者の利益が害されるとしたら、彼等は自己の利益を守るために如何様にでも株主／経営者と契約を結ぶはずである（個人の合理性／契約に対する絶対的信頼）。現実に行われていないとしたら、それはそのような問題が生じていない証拠である（進化論・存在している制度は効率的）。それにもかかわらず、会社法によって、株主以外の利害関係者の利益を保護するために株主の利益追及を抑制することが認められるとすれば、それは、株主の富を株主以外の利害関係者に対して不当に移転することに他ならない⁽⁸⁾。このような論理からすれば、会社法は従来通り株主中心主義でよいことになる。

これに対して、共同体志向の論者は、そもそも契約に対する不信を抱いているし、進化論に対する嫌悪もある。それゆえ、以下のように言う。現実には株主以外の利害関係者が、自己の利益を守るための契約を結んでいなかったとしても、それは彼等がコストを負担させられていないことの証拠にはならない。なぜなら、これらの利害関係者が、事前に起りうる損害をすべて予見して契約を結ぶというようなことは、とうてい不可能であると考えられるからである（先に見た交渉能力の欠落というポイント）。それゆえ、経営者が株主の利益を追及することによって、株主以外の利害関係者は損害を被っているにもかかわらず、自己の利益を守る術を持っていないと見るのが正しい現状認識である。したがって、彼等の利益を保護するために、会社法による介入が必要とされることになるのである⁽⁹⁾。以上のような論

理からは、株主中心主義が見直されるべきことになるのである。さらに、当然の論理的帰結として、株主中心主義の修正は、強行法的になされるべきであると捉えられている⁽¹⁰⁾。

このように、株主中心主義(IV(i))を修正しようとする共同体志向の論者の背景にある思考は、エージェンシー理論の背景にある古典的自由主義のパラダイム(IV(ii))に挑戦する思考であると理解されよう。

VI むすびにかえて

本稿の目的は、アメリカ会社法学の議論の底流にある経済学的思考の鳥瞰図を作成することにあつた。非常に大まかな図になってしまったような気がするが、アメリカ会社法学における経済学的な議論を理解するのに必要な骨格の部分は紹介できたのではないかと思つている。

鳥瞰図を作成して見て感じることは、アメリカの会社法は、如何に市場を利用するか、あるいは、如何に市場の限界を克服するか、という問題意識から捉えられているということである。そして、このような問題意識はさらに深められ、市場において活動する主体である企業とは何なのか、あるいは、市場または企業で活動する主体である個人はどのようなインセンティブをもち、どのように行動するものであるのか、という根源的な問題に光が当てられ、そこから会社法を演繹的・統一的に説明できるような理論/モデルが模索されているように思う。私は、わが国の会社法学がアメリカ会社法学に学ぶべき点は、まさにこの点にあるのではないかと思う。

わが国の会社法研究においては、これまで規制の対象であるはずの企業あるいは市場について、アメリカ会社法学においてなされているような根源的な問いかけが、それほどなされてこなかったのではないだろうか。規制対象(市

場・企業等)の实体(それがモデル的なものであれ)を把握することなくしては、社会的に望ましい法律制度を構築することなど望むべくもないし、会社法の統一的な理解もおぼつかない。もちろん、規制対象の研究から得られたモデルが正しいとは限らないし、⁽¹⁰⁸⁾それによって会社法学が取り扱うすべての現象を説明できるとも思わない。しかしながら、そうであるからといって、規制対象をモデル化し、その上に法制度の構築を試みるといった類の研究に意味がないということにはならないであろう。

また、比較法研究の第二段階を考えるにあたって、このような研究は重要である。ある会社法制度の移植を考える場合、その制度がわが国において如何に機能するかを予測するためには、まず、わが国の企業の行動様式ならびに市場の機能が把握されなければならないからである。

以上のように考えると、わが国の会社法学が、アメリカ会社法学のアプローチに学ぶ点は非常に大きいと思う。アメリカにおいては、規制対象のモデル化、理解のために、非常に学際的な研究がなされていることは本稿において概観された通りである。もちろん、アメリカにおいては、とにかく新しいアイデアを出し、既成のパラダイムに挑戦するような研究が評価されるという風潮があるので、どの研究者も新しいアイデア探しに余念がないし、ややもすると新しい視点から構築されたモデルに強引にこじつけた議論を展開してしまうといった感じがしないこともない。そのような弊害はともかく、わが国の会社法研究には、学際的な視点が極端に不足していたのではないだろうか。私は、学際的な視点の欠落が、規制対象の实体から出発して、法制度の構築を試みるという研究の不足にも影響しているように思うのである。

本稿で作成された鳥瞰図が、アメリカ会社法理解の一助となり、さらに、今後わが国の会社法学において、前述のような研究がなされるに際して、何がしかの示唆を与えることができたなら、望外の喜びである。

* 本稿は、アメリカ留学期間中に作成されたものです。長期間にわたる留学の機会を与えて頂いた一橋大学、特に商法エリアのスタッフの方々、および、受入先の Harvard Law School, East Asian Legal Studies、ならびに、資金的援助を頂戴した村田海外留学奨学会に感謝申し上げます。なお、本稿の内容に関連する邦文文献は、引用されている若干のものを除いては、全く参照されていないことを御了承いただきたい。

(一) See, Allen, *New Directions in Corporate Law: Contracts and Communities in Corporation Law*, 50 Wash. & Lee L. Rev. 1395, 1399 (1993). このような傾向は、比較的最近出版された「会社法の基礎」と題する論文集に、新古典派経済学 (neoclassical economics) の影響を色濃く反映した論文が数多く収められていることにも見受けられる。Romano ed., *The Foundations of Corporate Law* (1993). また、ある著名な学者は、最近の (アメリカ) 会社法の分析の道具としてこれまで主流であったものは、新古典派経済学であると述べている。See Seligman's *forward* in Mitchell ed., *Progressive Corporate Law* ix (1995). 以上の点を意識して、本稿においては、アメリカ会社法学に影響を与えている、新古典派経済学的思考を探ることに主たる関心が置かれている。

(二) 一般的に、法と経済学の始まりは、Coase, *The problem of Social Cost*, 3 J. L. & Econ. 1 (1960). とされるが、アメリカ会社法学において法と経済学の視点から盛んに議論が行われるようになったのは、一九八〇年代に入ってからのことである。この八〇年代の議論の理論的支柱となったのが、Alchian & Demsetz, *Production, Information Costs and Economic Organizations*, 62 Am. Econ. Rev. 777 (1972); Jensen & Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976). などの論文である。この点を考慮して、本稿においては、主としてこれらの論文以降の思考の展開に焦点を絞ることとした。

- (3) 以下の文脈に於ける指摘は、Vagts, Reforming the "Modern" Corporation: Perspectives from the German, 80 Harv. L. Rev. 23, 25 (1966). に由来する。
- (4) Berle & Means, The Modern Corporation and Private Property (1932).
- (5) Uiset, Towards a Bargaining Theory of the Firm, 80 Cornell L. Rev. 540, 542 (1995).
- (6) See, e. g., Baumol, Business Behavior, Value and Growth (1959); Marris, The Economic Theory of "Managerial" Capitalism (1964); Leibenstein, Allocative Efficiency vs. "X-Efficiency," 56 Am. Econ. Rev. 392 (1966).
- (7) See, e. g., Alchian & Demsetz, supra note 2; Jensen & Meckling, supra note 2; Fama, Agency Problems and the Theory of the Firm, 88 J. Pol. Econ. 288 (1980). 以下の理論家たちのモデルは、新古典派の各の元に分類されることもある。See, Coffee, Shareholders versus Managers: The Strain in the Corporate Web, 85 Mich. L. Rev. 1, 25 (1986). もちろん、彼等の市場に対する絶大な信頼を強調するのであれば、彼等は間違いなく新古典派である。しかし、企業を市場と技術的制約のみで拘束される単なる生産関数として捉え、経営者は、一貫して利益の最大化に従事していると仮定する、ミクロ経済学の教科書で想定されているような、いわゆるブラックボックスとしての（つまり、企業内の経済主体の行動に目が向けられていない）新古典派的企業モデルと区別するために、本稿においては、彼等の業績に代表される企業理論（モデル）をエージェンシー理論と呼ぶことにする。重ねて述べるが、彼等の思考が新古典派的であることは、疑う余地がない。
- (8) この限定された認識能力は、ノーベル経済学賞を受賞したSimonによって、「制約された合理性 (bounded rationality)」と呼ばれた。Simon, Models of Man: Social and Rational (1957).
- (9) このような行動原理は、新古典派的企業モデルにおいて想定される「利益最大化 (profit-maximizing) 原理」に対して、「満足 (satisfice) 原理」と呼ばれる。Simon, supra note 8.
- (10) もちろんマネジリアリストは、経営者の裁量権がある程度市場的存在である非市場的な制約によって制御されていることを認めているが、その制御力は非常に弱いと見ている。See, e. g., Baumol, supra note 6, at 33-44.
- (11) Marris の有名な成長論にも。Marris, supra note 6.

- (2) See, e.g., Nader et al, *Taming the Giant Corporation* (1976); Brudney, *The Independent Director—Heavenly City or Potemkin Village?*, 95 *Harv. L. Rev.* 597 (1982).
- (3) Uiset, *supra* note 5, at 542.
- (4) *Id.* at 550. 経済学の分野における一九八〇年代の主要な業績としては、前掲注七の Fama の業績に加えて、Fama & Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 *J. L. & Econ.* 301 (1983); Jensen, *Organization Theory and Methodology*, 58 *Accl. Rev.* 319 (1983), などがある。会社法の分野における主要な業績としては、Butler, *The Contractual Theory of the Corporation*, 11 *Geo. Mason U. L. Rev.* 99 (1989); Easterbrook & Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (1991). (この本は、八〇年代に彼等が発表した業績が基礎になっている。同書三五七頁参照。)などが、経済学者と法学者の共同の業績として、Pratt & Zeckhauser eds., *Principals and Agents: The Structure of Business* (1985), があげられる。
- (5) 新古典派経済学的な視点から「最適」という用語が用いられる場合、基本的にはパレート最適 (Pareto optimality) という意味で用いられることが多い。パレート最適とは、他の人の効用水準を低下させることなくしては、ある人の効用水準を上昇させることが不可能な状態を意味する効率性概念である。武隈慎一「新経済学ライブラリー四 ミクロ経済学」新世社一五二頁(一九八九)を参照。
- (6) See, e.g., Fama & Jensen, *supra* note 14, at 302; Jensen, *supra* note 14, at 326; Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 310. 企業を契約の連鎖と捉える見解は、すでにわが国にも紹介されている。西尾幸夫「契約の連鎖としての会社——「法と経済学」における一つの会社観」立命館法学 第二三二・二三三号 四八四頁以下(一九九三)参照。筆者も以前「契約集合としての企業理論」という訳語をあてて、論文で触れたことがある。拙稿「Mane の内部者取引擁護論とその批判的再検討」一橋論叢 第一一一巻一号 一三三頁以下 IV (ii) (一九九四)。以下の論述から明らかにされるように、この企業モデルにおいては、企業が市場と連続 (continuum) 的に捉えられている。この連続性を意識した場合、範囲を確定するようなイメージのある「集合」という言葉よりも、広がりを持つイメージのある「連鎖」という言葉のほうが適切であるように思う。

そこで、本稿においては、西尾教授の訳語を借用させて頂くことにした。

- (17) 企業内取引と市場取引という二分法を用いて、企業の存在理由を説明しようとしたのが、Coase, *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* 386 (1937). であるが、この二分法を否定し、企業内取引も市場取引と同様にもなり主張したのが、Alchian & Demsetz, *supra* note 2, である。
- (18) 会社の支配権市場が、経営者の裁量権の濫用を防ぐのに有効なメカニズムを持っていることを初めて指摘したのが、Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 *J. Pol. Econ.* 110, 112-114 (1965). である。一九八〇年代以降のアメリカ会社法学の主たる関心は、会社の支配権市場の重要性を明らかにし、この市場の存在が会社法の構造に与える影響について考察するところの点に注目が集まっている。See, e. g., Bebchuk, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 *Harv. L. Rev.* 1028 (1982); Coffee, *supra* note 7; Easterbrook & Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 *Harv. L. Rev.* 1161 (1981); Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 *Stan. L. Rev.* 819 (1981); Romano, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation*, 9 *Yale J. on Reg.* 119 (1992).
- (19) もちろん、委任状合戦 (proxy fight) が、その舞台となることも多い。
- (20) 敵対的企業買収の潜在的脅威が、経営者を規律するメカニズムは、裁判所にも認められている。Edgar v. MITE Corp., 478 U.S. 624, 643 (1981). ちなみに、敵対的企業買収に反対の立場をとるものもこのメカニズムの存在は否定しない。See, e.g., Lipton, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, 11 *Penn. L. Rev.* 1, 20-21 (1987).
- (21) Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 329.
- (22) Fama, *supra* note 7, at 292.
- (23) Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 329-330.
- (24) 以上の論理は、まさに新古典派経済学のそれである。
- (25) 効率的資本市場仮説の理論的萌芽は、Bachelier, *Theorie de la Speculation* (1900). に見られる。See, Brealey &

Myers, *Principles of Corporate Finance* 4th ed. 291 (1991). これが経済学において脚光を浴びるようになったのは、一九六五年に Samuelson によって理論的な証明がなされてからのことであろう。See, Cunningham, *From Random Walks to Chaotic Crashes: The Linear Genealogy of the Efficient Capital Market Hypothesis*, 62 *Geo. Wash. L. Rev.* 546, 558 (1994). 実証研究は Fama を中心に行われた。Sec. e. g. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 *J. Fin.* 383 (1970). 効率的資本市場仮説は、どれほど素早く情報が市場価格に反映されるかという情報効率のレベルによって、次の三種類に分けられるが、この区別を行ったのも Fama の業績である。ウィーク型は、過去のすべての情報が、価格に反映されているとする。セミ・ストロング型は、過去の情報だけではなく、現時点で入手可能な情報はすべて価格に反映されているとする。そして、企業内部の情報も含めて、すべての情報が、価格に反映されているとするのがストロング型である。アメリカにおいては、ストロング型の効率的資本市場仮説は一般に否定されており、多くの研究者の関心はウィーク型とセミ・ストロング型に向けられてきた。現在、アメリカの NYSE 等に代表される証券市場は、セミ・ストロング型の効率性を有しているとする学者が多い。ちなみに、エージェンシー理論家の一人である Jensen は、「経済学において、効率的資本市場仮説ほど実証に裏打されている命題はない。」と述べている。Jensen, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, 6 *J. Fin. Econ.* 95 (1978).

以上のような経済学の分野における研究成果を反映して、一九八〇年代の初頭に、SEC は「セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説を前提として、わが国の証券取引法の組込方式／参照方式・発行登録制度にあたる制度 (integrated disclosure; shelf registration) を導入し、開示制度の簡素化をはかった。Integrated Disclosure Systems, Securities Act Release No. 33-6383, 47 Fed. Reg. 11,380, 11,382 n. 9 (1982); Shelf Registration, Securities Act Release No. 33-6499, 48 Fed. Reg. 52,889, 52,892 (1983). また、連邦最高裁判所も「セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説を前提とする市場に対する詐欺の理論 (fraud on the market theory) を採用している。Basic v. Levinson, 485 U. S. 224 (1988).

ただし、以上の事実にもかかわらず、アメリカの証券市場がセミ・ストロング型の効率性を有しているとの見方が合意を得ているかという点、そうでもなさそうである。特に最近、ノイズ (noise) 理論やカオス (chaos) 理論の出現により、効

率の資本市場仮設は理論の根底から揺さぶりをかけられていることに注意しておく必要がある。ことに、カオス理論によれば、アメリカの証券市場におけるウィーク型の効率性でさえも疑問視されている。カオス理論の視点を取り入れた証券規制研究として、前掲の Cunningham の論文がある。なお、カオス理論の視点については、後述の V を参照されたい。また、ノイズ理論の視点から証券規制に対して得られる示唆については、Langevoort, *Theories Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revised*, 140 U. Penn. L. Rev. 851 (1992). を参照されたい。

余談ではあるが、今回の留学期間中、Harvard Law School において、Bebochuk 教授の会社法、Jackson 教授の証券取引法を聴講する機会を得た。これらの授業においては、セミ・ストロング型の効率の資本市場仮設を基礎にした議論がふんだんに折り込まれていた。また、エコノミストの John Pound 氏が担当されたコーポレート・ファイナンスの授業においても、アメリカの証券市場は、基本的にセミ・ストロング型の効率性を有しているとされていた。なお、これらの授業で、ノイズ理論やカオス理論について触れられることは一度もなかった。一つのサンプルをもって一般化はできないが、アメリカの有力な Law School におけるこの現実を見ると、アメリカの法律家の多くが、もうしばらくの間は、効率的資本市場仮設を前提にした議論を行っていくのではないかという気がした。もちろん、新しい理論が相当程度に洗練されたモデルを提示し、それに基づく実証成果を質・量ともに出していくという状況に近い将来起これば話は別であるが……。

(26) この二つの原理は、Fisch, *Review Essay: Picking a Winner*, 20 J. Corp. L. 451, 453 (1995). の指摘による。

(27) アメリカにおける会社法の強行法規性に関する議論については、Columbia Law Review 八九巻七号所収の諸論文が参考になる。なお、これらの議論は、すでにわが国に紹介されているようである。黒沼悦郎「会社法の強行法規性」法学教室一九四号一〇頁以下 一二三頁注八、一二二(一九九六)掲載の論文を参照されたい。本稿においては、黒沼助教の論文以外は参照されていない。

(28) 企業を契約の連鎖と捉えるモデルの基本的な概要に関しては、Easterbrook & Fischel, *supra* note 14, Ch. 1. を参照されたい。

(29) *Id.* at 18.

(30) このようにすべてが交渉可能であり、その交渉の結果、当事者間の自由意思に基づく合意により契約が結ばれたものと想定されているのである。以上のように理解すると、いわゆるシカゴ学派の議論（エージェンシー理論はその典型である）に対してよく耳にする、「彼等の議論は公正を無視している。」といったような批判は、適切でないように思われる。例えば、本文にあげたような、忠実義務違反が問題となるような状況は、まさに、株主と経営者の間で公正が問題となる状況にはかならない。このコンテキストにおけるシカゴ学派の議論は、公正さという価値理念を無視しているのではなくて、公正さはすでに価格メカニズムによって考慮されているので、議論を効率性という価値理念に絞って展開しているだけであるように、筆者には思われるのである。

(31) Easterbrook & Fischel, *supra* note 14, at 18.

(32) Coase, *supra* note 2.

(33) 契約の連鎖としての企業モデルをもとに会社法の分析を試みる研究者に対する、Coaseの影響は明らかである。たとえば、Easterbrook & Fischelの前掲書などは、Coaseに捧げられている。Easterbrook & Fischel, *supra* note 14, at viii.

(34) 以上の説明から、エージェンシー理論において、企業を契約の連鎖と捉えることが如何に規範的な意味で重要な役割を果たしているかということが理解されよう。すなわち、契約という概念を用いることにより、企業を構成するあらゆる要素を取り除かれ、企業を市場と同値に扱うことが可能となる。そして、さらには、非個性的な市場取引をあたかも相互的契約取引と同様に扱う（つまり、契約の結果に交渉の結果、と捉える）ことにより、Coaseの定理を応用することが可能になるわけである。こうして、企業を契約の連鎖と捉える立場からは、法の介入によってではなく、市場によって企業の内部関係は規律されるべきであるという規範的な主張が導かれることになるのである。このように、企業を契約の連鎖と捉える立場は、Coaseの定理の適用を市場取引にまで拡大しようとしているのであるが、Coaseの前掲論文で用いられている例はすべて、個別的に交渉された相互的契約であることに注意が必要である。Coase, *supra* note 2.

(35) 以下の説明は、Macey, *Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective*, 18 J. Corp. L. 185, 186 (1993), 246-252頁。

- (36) このような標準契約の条項としては、当事者が、完全な情報を持ち、契約を結ぶためのコストを被ることをしない状況に置かれていたとしたら選択するであろうような条項が想定されることになるのである。See, e. g., Easterbrook & Fischel, *supra* note 14, at 22. このような、仮定上の取引を基礎とするアプローチは、法と経済学という分析手法を用いるものの間では、非常にポピュラーなものである。
- (37) 将来ある事象が起こる確率が非常に低いような場合に、そのような事態にどのように対処するかを当事者が交渉し、契約で決めておこうとするならば、そのような契約条項を規定するためのコストは、その契約条項から得られる期待便益を大きく上回ってしまうことになるだろう。
- (38) このようなルールは、欠缺補充ルール (default rule) と呼ばれる。
- (39) これにより、私的交渉が促進され、効率的な結果が生み出されることは先にみた。
- (40) 取引費用が小さい状況において、私的交渉の結果結ばれる契約が効率的なものであることについても先に述べた。
- (41) See, Macey, *supra* note 35, at 194.
- (42) *Id.* at 195. 企業価値を高めるような努力をしなければ、そのしっぺ返しは経営者が受けるという議論は、前節で見た通りである。
- (43) ここでの議論については、*Id.* at 198-204. を参照。
- (44) 前掲注二六とそれに関連する本文を参照されたい。
- (45) 会社法の制定をめぐる州間の競争の妥当性に関する議論と、会社法の強行法規性に関する議論が、理論的に関連していることの指摘については、Bechtuk, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 *Harv. L. Rev.* 1435, 1496-1499 (1992). を参照。
- (46) Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 *Yale L. J.* 663 (1974).
- (47) Winter, *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation*, 6 *J. Legal Stud.* 251 (1977).
- (48) Cary, *supra* note 46, at 665-666.

- (48) *Id.* at 701.
- (49) Romano, *The Genius of American Corporate Law*, 14 (1993). ① Cary の論文は、これまで発表された *Yale Law Journal* の論文の中で、最も影響力があった論文であると思われる。 *Id.* at x-xi. また、Cary のテーゼに対しては、アメリカ法曹協会 (ABA) の「プリンシパルが開かれた」⁹⁰。 See Symposium, *Federal and State Roles in Establishing Standards of Conduct for Corporate Management*, 31 *Bus. Law* 861 (1976).
- (50) Romano, *supra* note 50, at 14.
- (51) Winter, *supra* note 47, at 290.
- (52) See, e. g., Easterbrook, *Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence*, 9 *Del. J. Corp. L.* 540 (1984); Easterbrook & Fischel, *supra* note 14; Fischel, *The "Race to the Bottom" Revised: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law*, 76 *NW. U. L. Rev.* 913 (1982).
- (53) See, e.g., Easterbrook, *supra* note 53, at 549-550.
- (54) ①②に、経営者の意思決定が、全く抑制されないものであるかどうか、と③④⑤⑥⑦⑧⑨⑩⑪⑫⑬⑭⑮⑯⑰⑱⑲⑳㉑㉒㉓㉔㉕㉖㉗㉘㉙㉚㉛㉜㉝㉞㉟㊱㊲㊳㊴㊵㊶㊷㊸㊹㊺㊻㊼㊽㊾㊿に関する、マネジリアリストの理論とエージェンシー理論の対立の構図を再び見る必要がある。
- (55) Ⅱ(Ⅱ)で概観したいろいろな市場の制約のメカニズム、ならびに、Ⅲ(i)での忠実義務の例を思い出してください。
- (56) See, e. g., Easterbrook, *supra* note 53, at 571; Fischel, *supra* note 53, at 919-920.
- (57) See Fischel, *supra* note 53, at 919-920.
- (58) 前掲注二四とそれに関連する本文を参照された。
- (59) See, e. g., Easterbrook, *supra* note 53, at 545; Fischel, *supra* note 53, 919-920. なお、この進化論のロジックは、会社の各論的な議論においても用いられている。 See, e. g., Carlton & Fischel, *The Regulation of Insider Trading*, 35 *Stan. L. Rev.* 857, 860 (1983). ここでは、連邦証券法が制定される以前に、州によってインサイダー取引が規制されていなかったという事実は、インサイダー取引を認めることが効率的であることの証拠であると論じられている。

- (61) 一般に、企業防衛手段を認めることが、株主の利益を害することにつながるとの見解に関しては、Easterbrook & Fischel, *supra* note 18, を参照されたい。企業防衛手段は、株主の利益を害するとの実証的な研究としては、Fisch, *supra* note 26, at 471 n. 106, 掲載の諸論文を参照されたい。
- (62) 州の企業買収規制法の経緯／内容については、Romano, *supra* note 50, at 53-57, に簡潔にまとめられている。
- (63) Easterbrook & Fischel, *supra* note 14, at 221-222.
- (64) See *Id.* at 222-223, ところで用いられている企業買収規制法めぐる州間の競争に関する論理は、新古典派経済学的思考とは異なる、新制度学派経済学 (new institutional economics) 的思考に基づいて展開されていることに注意が必要である。このような思考は、Roberta Romano に顕著に伺うことができる。なお、Romano が会社法制定に関する州間の競争を正当化する論理は、新制度学派的思考で貫かれており、本文で説明したものと趣が異なる。以下にこれを見よう。See Romano, *supra* note 50.
- Romano も会社法の制定に関する州間の競争は、アメリカ社会にとって有効に機能していると考えている (この点は新古典派経済学的思考と同様)。しかし、彼女は、州間の競争がパレート最適な会社法を生み出すメカニズムを持っているから望ましいと考えているわけではない (この点で新古典派経済学的思考とは異なる)。むしろ、彼女が想定している理由は、州間の競争が存在していたほうが、連邦政府によって規制がなされるよりも弊害が少ない、ということにある。
- これは、彼女の会社法の強行法規性に関する認識とも関連している。彼女は、次のように考えているようである。会社法が州のレベルで制定されていれば、仮に社会的に望ましくない法が採用されたとしても、それがアメリカ社会全体に及ぼす影響はそれほど大きくはない。しかし、もしも会社法が連邦レベルで制定され、それが強行法的に施行されるとすれば、すべての州がその規制に服することとなり、社会的に望ましくない法が制定された場合のアメリカ社会への害悪は甚大なものになることが予想される。なぜなら、各州ごとに会社法が制定されている場合と異なり、企業がよりよいビジネス環境を求めて他の州へ移るといった選択肢を奪われてしまうことになるからである。したがって、少なくとも以上のような弊害が考えられる限りにおいて、連邦レベルでの法規制に、このようなコストを上回るベネフィットが存在することが実証されない限り、会社法の制

定に関する州間の競争は、連邦レベルで制定された会社法よりも効率的なものである、と考えられるというのである。ここで彼女が用いているロジックは、制度それ自体の効率性を問題にするのではなく、州の競争という制度の選択よりもさらに適切な制度の選択が存在し得るのであれば、それを証明して下さい、というものである。これには、明らかに新制度学派を代表する経済学者である Williamson によって用いられている、矯正可能性 (remediability) という視点の影響が見られる。矯正可能性については、例えば、Williamson, *Transaction Cost Economics and Organization Theory*, 2 *Industrial and Corporate Change* 107, 140 (1993). を参照された。

それでは、会社法の制定をめぐる州間の競争において、Delaware 州がチャンピオンになりえた理由は何だろうか？ これについて、彼女は以下のような議論を展開している。ある州が企業をその州に設立させるためには、企業が事業を行うについてのコストを他の州の会社法に比して削減するような会社法を提供し、そのような状況が今後も続くことを企業に認識させることができなければならない。Delaware 州は、まさにこの条件を満たす要素を兼ね備えている、というのである。

本書には、この点に関して、いくつかの要素があげられているが、なかでも重要であると思われるのが、営業税 (Tax-chise tax) 収入である。Delaware 州の収入においては、他の州に比して、営業税の占める割合が高い。営業税への依存率が高し Delaware 州としては、企業を要求を満たすべくコストを削減するような会社法を提供し、かつ、その状態を保とうとすることについて強いコミットメントを有していると考えられる。なぜなら、このコミットメントを破るということは、Delaware 州自身が営業税収入を失うという痛い打撃を被ることを意味しているからである。つまり、会社を設立する企業の方からすれば、これは信頼に値するコミットメントである、ということになるのである。

さらに、Delaware 州が、望ましい会社法を提供して企業の設立を促し、営業税収入を得るといふビジネス以外には使えない資産に多くの投資を行っていることも、その要素の一つにあげられている。その資産とは、これまで蓄積された数多くの会社法の判例法であり、会社法に関する裁判所の専門的な知識である。このような、上述のビジネス以外には汎用性のない資産に投入された資本は、そのビジネスに用いられて回収される以外に手だてはない。この意味においても、Delaware 州は、企業にとって望ましい会社法を提示し、その状態を継続するというコミットメントを有しており、そのコミットメントは

企業の信頼に値する、ということになるのである。

以上のようなロジックに用いられている、信頼に値するコミットメント (credible commitment) / 汎用性のない (= 引特殊的) 資産 (transaction-specific asset) という概念も、Williamson によって用いられているものでもなく。See Williamson, "Credible Commitments: Using Hostages to Support Exchange," 73 Am. Econ. Rev. 519 (1983).

それでは、Romano は、企業買収規制法をめぐる州の競争をどのように捉えているのであろうか。彼女は、これらの企業買収規制法が、敵対的企業買収のターゲットにされているような、地元の巨大企業の強力な要請によって制定されること、ならびに、実証研究の成果によれば、州による企業買収規制法の採用は、小さいものではあるが統計的に有意な負の価格効果をもたらすものである、といった事実を認める。しかし、これらの事実の存在にもかかわらず、Romano は、州による企業買収規制法をめぐる競争は、会社法の制定をめぐる州間の競争が望ましく機能している一例であるというのである。その証拠として、彼女は次のような要因をあげている。第一に、多くの州は素早く企業買収規制法を採用しているが、Delaware 州はそれらの州よりもわかりかしあとになってから、しかも、それらの州のものよりも弱い規制法を採用していること。第二に、実証研究の示すところによれば、Delaware 州の企業買収規制法は、統計的に有意といえるほどの負の価格効果を示していないこと、である。要するに、Delaware 州は、企業買収規制法を採用しながらも、他の州に比べるとやはりこの点においても効率的な会社法を提供しているというのである。したがって、彼女の見解によれば、企業買収規制法についても強行法的会社法による連邦政府の介入は必要ないということになるわけである。Romano が、企業買収規制法に関する州間の競争という、市場メカニズムを重視する立場からして見ると非効率を助長するような競争についても、それを例外的現象としてではなく、会社法制定一般についての州間の競争正当化の論理の枠組みの中で統一的に説明できたのは、Delaware 州会社法がもつ効率性自体を問題とせず、その効率性を他の会社法制との比較のなかで捉えたことに起因するものと思われる。この意味においても、彼女の議論は、制度学派的であるといえよう。

(69) See Easterbrook & Fischel, *supra* note 14, at 223. 結局、企業買収規制は効率的なものではないから、将来的には社会の選択という淘汰のメカニズムによって取り除かれてしまうかもしれない、という進化論的な示唆である。

- (66) ここで「大きな影響力」とは、エージェンシー理論が、すべての会社法の研究者によって受け入れられているといったような趣旨ではない。もちろん、多くの研究者によって受け入れられているものとは思うが、そうでないものも、議論を行う際には必ずこの理論を視野に入れておくことは間違いない。私が言わんとするところはこの点であり、エージェンシー理論に基づく会社法上の主張が、広く注目を集め、活発に議論の対象とされている状況を指して、「大きな影響力」を持っている、と言っているのである。
- (67) 何をもって伝統的というかは問題であるが、ここで想定されているのは、主として Berle & Means 以来のアメリカ会社法學上の基本的な立場を指すものとする。
- (68) この立場を明確にした古典的な判例として、*Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich. 459, 170 N. W. 668 (1919). がある。
- (69) *Jensen & Meckling*, supra note 2, at 311.
- (70) この問題を扱った古典的業績が、*Alchian & Demsetz*, supra note 2, である。
- (71) *Id.* at 781-783.
- (72) アメリカにおける法人論の変遷と、会社法理論の関連については、*Millon*, *Frontiers of Legal Thought I: Theories of the Corporation*, 1990 *Duke L. J.* 201 (1990). が参考になる。
- (73) *Id.* at 231.
- (74) 以下の著述には、*Allen*, supra note 1, at 396; *Johnson*, *Individual and Collective Sovereignty in the Corporate Enterprise*, 92 *Colum. L. Rev.* 2215, 2219-2235 (1992). が参考になれよう。
- (75) 以下の論述には、*Roe*, *Chaos and Evolution in Law and Economics*, 109 *Harv. L. Rev.* 641, 667-668 (1996). を参照しよう。
- (76) カオス理論において、初期条件の重要性をいう場合に、あげは蝶効果 (butterfly effect) が、しばしば例にあげられる。これによると、今日地球のどこかで一匹のあげは蝶がはためいたとすると、それが、地球の裏側で竜巻を引き起こすこともありうるほどに、気象現象は非常に初期条件に対して鋭敏であるとされる。このように、カオス理論がいう初期条件の重要性の

- 裏返しは、結果の予測が非常に困難であるということなのである。このため、カオス理論は、一見無秩序に見える現象に存在する秩序を探ろうというモデルであるにもかかわらず、カオスという一見矛盾するような名前と呼ばれているのかもしれない。なお、あげは蝶効果については、Cunningham, *supra* note 25, at 613 n. 198. を参照した。
- (77) 以下の論述には、Mann & Milhaupt, F. Hodge O'Neal Corporate and Securities Law Symposium : Path Dependence and Comparative Corporate Governance : Forward, 74 Wash. U. L. Q. 317, 320-321 (1996) ; Roe, *supra* note 75. を参照されている。
- (78) 将来進まれる道 (path) は、過去の道に依存している (dependence) わけである。
- (79) この視点は、先に見た Simon の満足原理の視点と相通するものがある。
- (80) 以上のような推論形式をとり、最近のアメリカ会社法学上の注目すべき業績として、Roe, Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance (1994). がある。この本での Roe の基本的な主張は、*How Bertie & Means* 型 (所有と経営が分離した市場志向型) の会社は、アメリカの歴史的初期条件に依存しており、資本主義の発展形態としての当然の帰結ではない、というものである。ちなみに、本文の例を Roe の議論に重ねると、A がアメリカ型の会社、B がドイツ・日本型の会社ということになる。ただし、Roe は、どちらの型の会社の方が効率的であるかという点の評価を留保している。なお、Roe が初期条件とする Alfred Chandler ニューシヨンの歴史認識を疑問視し、批判的立場をとる論文として、Bainbridge, The Politics of Corporate Governance, 18 Harv. J. L. & Pub. Pol'y 671 (1995). がある。
- (81) Liebowitz & Margolis, Path Dependence, Lock-In, and History, 11 J. L. Econ. & Organ. 205, 205 (1995).
- (82) *Ibid.*
- (83) ネットワーク効果に関するコンソンの例については、Klausner, Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts, 81 Va. L. Rev. 757, 762-763 (1995). を参照した。
- (84) 厳密にいうと外部性は、金銭的外部性と技術的外部性の二つに分類される。市場における価格を通じて、経済主体が有利

／不利な影響を他から間接的に受ける効果を金銭的外部性という。他方、市場機構以外を通じて、経済主体が他から直接的に受ける効果を技術的外部性という。本文のパソコン購入の例のように、消費者の満足（効用）が、単に自己の消費する財の量にだけ依存するのではなく、他人の消費の仕方にも依存し、相互に他の消費者に対して影響を与えているような現象は、技術的外部性の例であるといえる。外部性については、前掲武隈二四二―二四三頁を参照した。

- (85) 収穫逓増モデルに関しては、例えば、Arthur, *Compelling Technologies, Increasing Returns, and Lock-In by Historical Events*, 99 *Econ. J.* 116 (1989). を参照。
- (86) See Mann & Milhaupt, *supra* note 77, at 318-319.
- (87) 収穫逓増モデルの会社法学への応用は、Klausner, *supra* note 83. によってなされている。本稿の以下の著述にも、この論文が参考にされている。
- (88) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, 506 A. 2d 173, 182 (1986).
- (89) 従来のエージェンシー理論／契約の連鎖としての企業モデルの立場においては、企業契約に関してこのような外部性は存在しないものと想定されているのである。Klausner, *supra* note 83, at 761.
- (90) この議論は、Kahan & Klausner, *Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases*, 74 *Wash. U. L. Q.* 347, 359-365 (1996). になされている。
- (91) 現状偏向とは、現在の状態に対する心理的な選好、およびそれによって生じる意思決定の歪みのことをいう。これによって、人間は、自分の所有していないものを買ったり、自分の所有しているものを売ったりすることについて、伝統的な経済学からすれば歪められた（非合理的な）行動をとることになるのである。現状偏向について詳しくは、Samuelson & Zeckhauser, *Status Quo Bias in Decision Making*, 1 *J. Risk & Uncertainty* 7 (1988). を参照された。
- (92) 人間は、自分が所有しているものを売る場合には、もしもその本人が、その同じものを買う場合に支払う用意のある額よりも高い額を請求する傾向を示すことがある。これが、付与効果と呼ばれるものである。付与効果に関しての詳細は、Kahneman et al., *Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem*, 98 *J. Pol. Econ.* 1325 (1990). を参照

された。

(93) 認識科学の分野で報告されている、進路依存性と結び付けられ得る人間行動は、他にも存在するようであるが、紙幅の制
限上本稿では取り上げない。

(94) もちろん、アメリカ会社法学が新古典派経済学／エージェンシー理論と結び付く以前から株主中心主義を大前提としてい
ることは先に見た通りである。IV(i)参照。

(95) 前掲注一八以下およびそれに関連する本文を参照されたい。

(96) 工場の閉鎖などによって生じる失業その他、地域社会への影響等がその例。

(97) このような視点を有する論文としては、Milton, *New Directions in Corporate Law: Communitarians, Contractarians, and the Crisis in Corporate Law*, 50 Wash. & Lee L. Rev. 1373, 1391-1393 (1993)。注掲載をめぐって諸論文を参照され
たい。

(98) 以下の論述は、Johnson, *supra* note 74, at 2219-2235; Milton, *supra* note 97, を参考にしていよう。

(99) IV(ii)参照。

(100) 反株主中心主義を主張する立場にもベラエナイがあるが、本稿においては、共同体志向の立場 (communitarian) のみ
について概説する。契約主義の立場から反株主中心主義が唱えられる場合もある。この立場は、進歩的契約主義者 (progressive
contractarian) と呼ばれることがある。代表的なものとして、O'Connor, *Restructuring the Corporation's Nexus of
Contracts: Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers*, 69 N. C. L. Rev. 1189 (1991)。が有名。先に注
一で引用した Mitchell 編集の本も、株主ではなく利害関係者の利益保護を考察するところの意味において "Progressive" な
である。

(101) ここで見たような共同体志向の論者の基本的視点も、エージェンシー理論のそれと同様に新奇なものではない。この視
点は、一〇〇年ほど前に Herbert Spencer の先に見たような立場を批判した、フランスの社会学者 Emile Durkheim の流れを
くむものである。See Johnson, *supra* note 74, at 2218-2219, 2228-2229.

- (102) エージェンシー理論の視点と共同体志向の論者の視点のコントラストは、自己の利益を追及するアトミスティックな個人の経済活動（契約／市場）を通して制度分析を行うおうとする経済学者と、社会的な背景の中で個人の関係を捉えようとする社会学者の思考の違いを端的に象徴している。Millon, *supra* note 97, at 1383 n. 30.
- (103) *Id.* at 1383 n. 32.
- (104) See, e. g., Carney, *Does Defining Constituencies Matter?*, 59 U. Cin. L. Rev. 385 (1990).
- (105) 以上の見解については、Millon, *supra* note 97, を参照。
- (106) See, e. g., *id.* at 1376.
- (107) 人によって多少の理解の差があることは当然であるから言うまでもないが、エージェンシー理論に立つものは必ず本稿で紹介されたような立場をとる、といったように簡単に割り切れるものではないことを承知しておいて頂きたい。例えば、前掲論文において西尾教授は、会社契約論者の立場もバラエティに富んでいる（四八五頁参照）、とされている。
- (108) 誤ったモデルに基づいて法制度が構築されてしまったら、大きな社会的費用を被ることになる。特に、進路依存性の視点から考えると、それは相当のものになり得る。