



慶應義塾大学ビジネス・スクール

決定権の配分：企業の資金調達への応用例

設問

1. 債務不履行が発生した場合には企業の意思決定に関する権限を債権者に移転するという制度がある。契約の不完備性に起因する非効率的な結果の改善にとって、その制度は有効に機能するといえるか？
2. 本文の記述と Appendix 2 を参照しつつ、資金調達手段と企業買収防止策の関連について、具体的な事例を挙げて考察せよ。
3. 不完備な資金調達契約の具体例とその不完備性の背後にある取引費用を列挙せよ。どのようにすればそれらを計測できるだろうか？（取引費用の推定額は経営判断において参照することができる。）

ねらい

本稿の目的は、資金制約下の企業の資金調達を例として、グロスマン、ハート、ムーアを嚆矢とする所有権アプローチの考え方を習得することである。非効率的な結果を事後的再交渉を通じて改善するために金銭の譲渡が必要とされることがしばしばある。しかし、余剰の一部が非金銭的便益である場合には、金銭による事後的所得移転は困難である。このような資金制約が存在するとき、グロスマン、ハート、ムーアは、当事者間で資産の所有権を予め割り当てて有事の際の決定権を配分しておくことで、不測の事態の生起に際しても非効率的な結果を改善しようと考えた。本文では、条件付き期待値などの数学記号が数カ所使用されているが、記号の読み方を知らなくても内容の理解に支障はなく、四則演算以外の計算はなされていない。

本稿は、慶應義塾大学ビジネススクール（KBS）におけるクラス討議のため、渡邊直樹（慶應義塾大学大学院経営管理研究科）によって作成された。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクールまで（〒223-8526 神奈川県横浜市港北区目吉4丁目1番1号、電話 045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp）。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。ケースの購入は <http://www.bookpark.ne.jp/kbs/> から。

Copyright © 渡邊直樹（2018年5月作成）

1 考察の前に

生起しうるあらゆる事態を想定して、それらが実際に生起した際に遵守すべき条件、権利、義務、行為などを契約書に詳述できないとき、そこには契約条項に関する曖昧な取り決め、つまり、**不完全コミットメント** (imperfect commitment) が生じる。不完全コミットメントが残る契約を**不完備契約** (incomplete contract) 5 5 という^[1]。契約条項に関する不完全コミットメントが原因で非効率的な結果が生じたとき、裁判所を介して強行法規が適用されることもあるが、当事者間での契約条項に関する**事後的交渉** (ex-post negotiation) による金銭譲渡や**合併** (merger) によって、非効率的な結果を改善しうることを示したのはコースである^[2]。

その具体的な例として、クライン、クロフォード、アルキアンは GM によるフィッシャーボディの吸収合 10 併を考察し、不完備契約の下で関係特殊的投資がなされるときには過小投資 (ホールドアップ問題) が起こること、関係特殊的投資によって生み出される余剰の事後的分配交渉によってホールドアップ問題は改善されうることを示した^[3]。ただし、事後的交渉による非効率的な結果の改善には当事者の交渉力が彼らの間で予め判っていることが前提となっていた。

一方、たとえ事後的に余剰分配交渉が行われたとしても、効率的な結果を実現するために必要な 15 額の金銭譲渡が不可能なこともある。特に、余剰の一部が非金銭的便益である場合には、金銭による「事後的」所得移転は非常に困難となる^[4]。このような**資金制約** (financial constraint) が存在するとき、グロスマン、ハート、ムーアは、取引者間で資産の所有権を予め割り当てて、不測の事態が生じた際の**決定権** (control rights) を配分することで、起こりうる事態を効率的な結果に近づけられると考えた。

この考え方を**所有権アプローチ** (property rights approach) という。ここでは、決定権の配分が事前になされるので、事後的交渉における交渉力の不確かさも問題とならない^[5]。本稿では、所有権アプロー

^[1] 契約の不完備性の背後には、契約当事者の限定合理性のみならず、多様かつ多額の取引費用が存在する。「取引費用の経済学」を含む「組織の経済学」は米国における経営組織論、経営戦略論と歩調を合わせて発展してきたが、そこでは、意思決定者の機会主義的行動に制限をかけないようにするためか、彼らの限定合理性よりも取引費用の存在を強調することが多い。

^[2] この主張は Coase (1960) で述べられている。契約の履行によって発生する余剰 (価値) の合計が最大化されていないとき、その結果は非効率的であるという。余剰とは、大まかにいうと、契約に関わる者の便益からサンクコスト以外の費用を差し引いた額のことであり、Coase (1937) は、市場取引に伴って発生する諸費用が大きいつきに取引を内部に取り込むことでその費用を節約する資源配分機構として、「企業の存在理由」を論じた。

^[3] 詳細は Klein et al. (1978)、または、「ホールドアップ問題: 部品取引における関係特殊的投資」(別教材) を参照せよ。Williamson (1979) は契約の不完備性、資産特殊性、ホールドアップ問題などの概念を軸に取引費用の経済学を体系化し、企業と市場を分かち境界は何か、その境界はどのようにして決まるのかという「企業の境界」の問題を提起した。

^[4] 条件付き財や資産の先渡取引では、効率的配分を実現するための「事前的」所得移転がなされることに注意せよ。

^[5] 所有権アプローチは「企業の境界」の問題を分析する方法の1つである。詳細は、Grossman and Hart (1986) と Hart and Moore (1990) を参照せよ。ここでいう所有権アプローチとは不完備契約理論の一領域のことであり、本文にも明記したように、所有権とは決定権を意味するが、やや混乱を引き起こす用語法である。決定権に類似した概念に残余請求権 (residual claim) があり、それは (チーム生産のための) 組織のメンバーに対する報酬支払い後に残る財産の用途を決定することができる権利のことである。Alchian and Demsetz (1972) は、組織の管理者に予め残余請求権を付与することによって、彼または彼女にメンバーのチームに対する貢献をモニターするインセンティブを与えることができると論じた。この考え方にも所有権という用語が適用されることになるのだが、Alchian and Demsetz (1972) では、property right は2度しか使われておらず、その内容をより明確に表す residual claim (claimant) が20回も選択されている。ただし、Alchian and Demsetz (1973) において、彼らは「所有権パラダイム (property right paradigm)」という用語を使った。一方、Hart and Moore (1990) は確かに決定権を property right といっているが、Grossman and Hart (1986) は Ownership という用語を選択している。

チの応用例として、資金制約下の企業の資金調達問題を取り上げる。

不完備契約の考察では、完備契約を仮想的な比較対象とすることが多い。完備契約ではありとあらゆる事態に対応した契約条項が明文化されている。このとき、依頼人(プリンシパル)がその請負人(エージェント)との契約の履行によって獲得可能な期待利得(または効用)を最大にするような契約を**最善契約**(first-best contract)といい、分析対象である不完備契約の下でそれを最大にするような契約を**次善契約**(second-best contract)という。以下の記述においても、この定義を用いる。

Appendix 1 ではコースの定理が具体例で説明されており、Appendix 2 には企業金融の理論における基本定理の一つであるモジリアーニ・ミラーの定理が紹介されている。モジリアーニ・ミラーの定理がその成立の前提とする条件のうち、契約が不完備となる状況ではどれが満たされていないかを本稿を通じて理解してほしい。コースの定理は「法の経済分析」の出発点となっており、その成立の前提条件が満たされない場合の対処方法を考えることが重要である。

2 決定権の配分：企業の資金調達

以下では、非金銭的便益に起因する資金制約が存在するとき、債権者と株主からなる投資家間での企業経営に関する決定権を事前に配分しておくことが経営者の努力水準にも影響を与え、それが非効率的な結果の改善にも繋がることを示す^[6]。次の2期間モデルを考える。まず、意思決定のタイミングについてまとめておく。

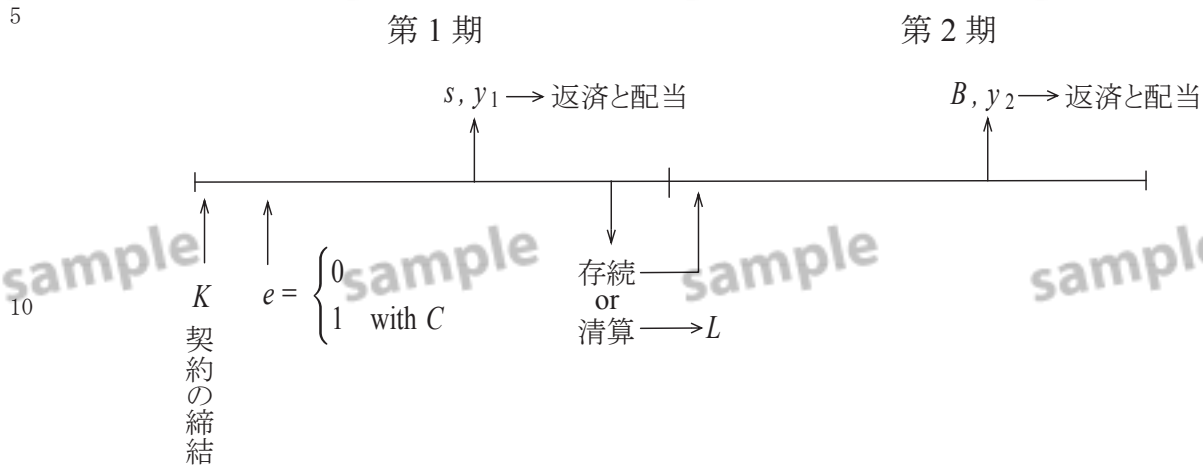
- 第1期：まず、ある企業の経営者が債権者と株主からなる投資家から必要資金 $K (> 0)$ を調達する。この契約の締結に各種手数料は発生しない。次に、経営者は経営に関する努力水準 e を選択する。単純化のため、ここでは、努力する ($e = 1$) か否 ($e = 0$) かの選択肢のみを考える。努力には $C (> 0)$ ほどの費用がかかるが、努力しない場合にはそれは発生しない。投資家は経営者の努力水準を直接観察することはできない。ただし、第1期末に収益 y_1 が実現する際には、その努力水準に関するシグナル s も観察することができる。収益はすべて投資家に分配されるが、株主への配当は債権者への債務返済後になされる。最後に、投資家がこの企業を存続させるか清算するかを決定する。清算すれば、資本の流動化により、 L だけの清算金が生じる^[7]。清算金はすべて投資家に分配されるが、株主の取り分は債権者への債務返済後に残った額である。

^[6] 金銭的利益の額が裁判所に対して立証不可能ならば、それも資金制約の発生要因となりうる。

^[7] 清算せずに企業の再建を目指すこともできるが、ここでは考えない。企業の再建には、会社更生法または民事再生法などの適用を受けることになる。前者では原則として経営者は更迭されるが、担保権の行使が停止される。後者では経営者が経営を継続することが可能だが、担保権は行使されうる。いずれにせよ、管財人を中心として、債権者に企業の決定権が委譲され、その再建計画が検討される。清算には破産法が適用され、平成12年4月からの民事再生法施行により、強制和議制度は廃止された。

- 第 2 期：企業が存続すれば、第 2 期末に収益 y_2 が実現し、経営者は非金銭的便益 B を受け取る。収益はすべて投資家に分配されるが、株主への配当は債権者への債務返済後になされる。

図 1: 意思決定のタイミング



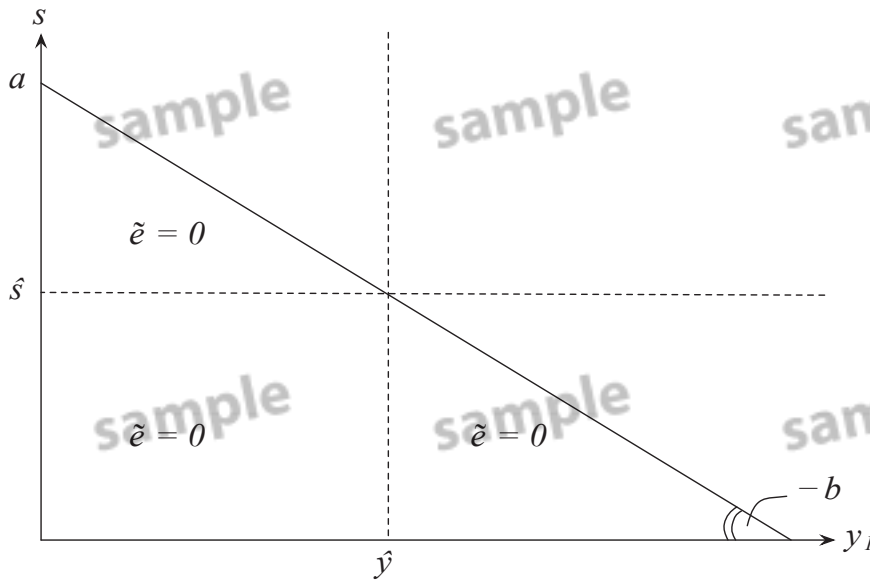
第 2 期に経営者に与えられる非金銭的便益や投資家に分配される収益の第 1 期時点での割引は行わず、投資家、経営者ともにリスク中立的であるとする。本稿では、単純化のため、経営者への報酬契約は考えない。ここで、次の 2 つの仮定を設ける。

$$(a) E[y_2|e=0] < L < E[y_2|e=1], (b) B - C > 0.$$

仮定 (a) より、投資家は、経営者の努力水準 $e=1$ を引き出したいが、仮に $e=0$ と判れば第 1 期末に企業を清算し、 $e=1$ と判れば存続させることを好む。収益 y_1 と y_2 はすべて投資家に分配されるので、仮定 (b) より、経営者は、自身の努力水準の選択に拘らず、企業を存続させることを望む。

第 2 期末に企業を存続させるか清算するかに関する決定権は第 1 期初に設定される。その設定の背景について、順を追って記述する。収益 y_1 と y_2 、経営者の努力水準に関するシグナル s は投資家と経営者ともに観察可能な確率変数である。経営者の努力水準が $e=1$ のとき、 $e=0$ のときと比して、高い値の y_1 、 y_2 、 s が実現する確率が高い。収益 y_1 と y_2 の実現値は裁判所などの第三者に対して立証が容易であるが、シグナル s の実現値の立証には相当額の事後費用がかかる。よって、 s の実現値のみに依拠した契約を書くことはできない。さらに、第 1 期末において、投資家は y_1 の実現値のみからは経営者の努力水準を十分には推測できず、 y_1 と s の実現値からそれを推測する。

図 2: 経営者の努力水準に関する予想



第 1 期末に収益 y_1 とシグナル s の実現値を観察したとき、投資家は経営者の努力水準に対して次のように推測する。ある閾値 \hat{y} と \hat{s} があり、 $y_1 > \hat{y}$ かつ $s > \hat{s}$ ならば $e = 1$ 、 $y_1 < \hat{y}$ かつ $s < \hat{s}$ ならば $e = 0$ と投資家は判断する。また、 $s = a - by_1$ は $(y_1, s) = (\hat{y}, \hat{s})$ を通る直線 (a と b は正の実数) であるとして、 $y_1 < \hat{y}$ かつ $s < a - by_1$ 、または、 $y_1 < -(s - a) / b$ かつ $s < \hat{s}$ ならば、投資家は $e = 0$ と判断する。つまり、 s と y_1 のどちらかが閾値よりも低い値を取ったとき、もう一方が相応の高い値を取らない限り、 $e = 0$ と判断する。係数 a と b の決定を除けば、このような判断基準が最適となることは直感的にも理解しやすい。図 2 では、 $e = 0$ と判断される領域が描かれており、投資家の推測に基づく判断であることを示すため、 $\tilde{e} = 0$ と記されている。

このような判断基準の下では、仮定 (a) より、 $\tilde{e} = 0$ ならば第 1 期の最後に企業を清算し、 $\tilde{e} = 1$ ならば存続させることが最適となる。理由は次の通りである。経営者が $e = 0$ を選択すると、 y_1 または s は低い値で実現し、 $\tilde{e} = 0$ と判断される確率が高い。 $\tilde{e} = 0$ を理由に企業が清算されれば、経営者は $B - C$ を受け取ることができない。よって、 $\tilde{e} = 0$ ならば企業を清算し、 $\tilde{e} = 1$ ならば存続させることにより、投資家は経営者に $e = 1$ を選択させることができ、そのとき、企業の収益 y_1 と y_2 の期待値は最大になる。従って、これが次善契約である。

仮にシグナル s の実現値を裁判所に対して立証することが容易だったとすると、 $s < \hat{s}$ ならば、投資家は $\tilde{e} = 0$ と判断し、企業を清算することが最適となる。これが最善契約である。理由は次善契約を求めたときのもと同じである。実際には、しかし、その立証には極めて多額の事後費用がかかり、 s の実現値のみに依拠した契約を書くことができない。このとき、経営者に経営努力を促すため、投資家の判断基準は図 2 で描かれているものになり、効率的な結果からは幾分乖離することが判る。

次に資金調達方法を考える。投資家がすべて債権者であるとき、 $y_1 + y_2 < K$ ならば、債務不履行が生じてしまうが、 $K < y_1 + y_2 + B - C$ ならば、この契約の締結は事後的には（パレート）効率的である。それにも拘らず、 B が譲渡不可能な非金銭的便益であるために資金制約が発生し、金銭譲渡による債権者への損失補填が不可能なので、次善契約を実行できない。よって、経営者が株式を発行し、株主からも資金を調達することで、次善契約に近い結果を導くことができるかを検討する必要がある。

ここで重要な点は、株主と債権者では企業存続に関する意思決定が異なりうることである。第1期末の返済後における債権者への未払い返済額を $R (\geq 0)$ とする。企業が存続した場合、 $y_2 < R$ ならば、第2期末での返済額は y_2 となってしまう、債権者は債権を回収しきれない。よって、 $E[y_2 | \tilde{e} = 0] < L \leq R$ が成り立つとき、債権者は第1期末に企業を清算することを好む。他方、たとえ $E[y_2 | \tilde{e} = 0] < R$ であっても、 $R < y_2$ となる収益が第2期末に実現する可能性がないわけではない。そのような y_2 が実現すれば、債権者への返済後の残額 $y_2 - R$ が株主に配当されるので、株主は債権者よりは企業を存続させたいと考える。従って、第1期末に $y_1 < \hat{y}$ となる収益を観察した場合には企業存続に関する決定権を債権者に、 $\hat{y} \leq y_1$ の場合には株主に配分しておく、図2が示唆する次善契約における意思決定パターンに近付けることができる^[8]。このことは、債務不履行が発生した場合には企業の意思決定に関する権限を債権者に移転するという制度が、契約の不完備性に起因する非効率的な結果の改善に対して有効に機能することを示唆している^[9]。

^[8] このような決定権の配分だけで次善契約を完全に実行できる訳ではない。そのためには第2期の追加的借入などを導入しなければならないが、契約の見直しは本稿では想定していない。

^[9] 1990年代には、契約の不完備性に起因する非効率的な結果の改善という観点から、組織や制度、法律の役割を説明しようという研究が進んだ。これに対して、Maskin and Tirole (1999) は、裁判所に対して立証不可能な項目の存在のために契約に不完全コミットメントが残るとしても、契約の当事者たちがリスク回避的ならば、比較的単純な仕組みを契約に組み込むことで、最善契約の実現が可能であることを示した。このことは、彼らの考案した仕組みが実際に使用されているのかという問題はさておき、契約の不完備性を安易に仮定して組織や制度、法律に関する分析を進めることには慎重な態度を取るべきことを示唆している。

Appendix 1 : コースの定理

- コースの定理 (Coase theorem; Coase, 1960) : 売手, 買手ともに 1 人ずついるが, 制度化された取引市場が存在しない状況を考える^[10]. このとき, たとえ外部性が存在しても, 当事者 (売り手と買い手) 間での話し合い (交渉) を通じて, 問題となっている外部性を内部化し, 効率的な結果を導くことができる. 外部性の内部化によって, 政府による規制や強行法規がなくても, 当事者間での効率的な結果を実現することが可能な場合があることを示している.
- 相対契約の重要性が見直された. これは「強行法規に対する任意規定の優越性」(政府の市場介入に対する市場主義的主張の法学版) を示唆しており, 「組織の経済学」や「法の経済分析」と呼ばれる分野の出発点となった.
- コースの定理の前提条件 : (1) 1 対 1 の交渉, (2) 権利の帰属が明確, (3) 権利と義務等を契約として明文化できる, (4) 対称情報, (5) (交渉や契約の履行を含む) 取引に費用がかからない.

コースの定理の例

- A は violin を弾きたい. 隣の B はその音 (B にとっては騒音) に迷惑している. 考えられる状態 (資源配分) は以下の 3 つを想定. (1) violin を弾かない. (2) 防音部屋を設置して (その中で) violin を弾く. (3) 防音部屋なしで violin を弾く. 状態 $i (i = 1, 2, 3)$ のときの A の効用を U_i , B の被害 (負の効用) を L_i とする. ここで, $U_1 = L_1 = 0$, 防音部屋の設置費用は $C (> 0)$ とする. この設置費用は A が負担する. ($U_3 > U_2 > U_1$ としておく.)
- (効率的資源配分とそのための条件)
 - (a) $0 > U_3 - L_3$ and $0 > U_2 - C - L_2 \Rightarrow$ 「A は violin を弾かない」が効率的.
 - (b) $U_2 - C - L_2 > U_3 - L_3$ and $U_2 - C - L_2 > 0$
 \Rightarrow 「A は防音部屋を設置して violin を弾く」が効率的.
 - (c) $U_3 - L_3 > U_2 - C - L_2$ and $U_3 - L_3 > 0$
 \Rightarrow 「A は防音部屋なしで violin を弾く」が効率的.
- (初期状態)
 - (A) B の了解が得られず, A は violin を弾けていない.
 - (B) A は violin を弾けておらず, 防音部屋を設置しないと violin を弾けない.
 - (C) A は B に気兼ねなく violin を弾いている.

^[10] ここでいう制度化された市場としては, 太田の花弁市場や東京証券取引所のような市場を思い浮かべて欲しい. ただし, 経済学で言う「市場」とはより抽象的な「取引の場」であることに注意してほしい.

- (交渉：幾つかのパターン)

— (a)+(A) ⇒ 効率的資源配分「violin を弾かない」(状態 1) が初期状態 (A) で実現している。

— (b)+(A) ⇒ 「防音部屋を設置して violin を弾くのが効率的」(状態 2) が実現する。

5 初期状態 (A) において、A が B に対して x だけお金を支払い、防音部屋を設置して violin を弾くことを認めてもらおうとすると、A は $x \leq U_2 - C$ ならば支払ってもよい。初期状態 (A) のときに A が得ていた効用は $U_1 = 0$ であり、そこから状態 2 に移行したときに得る効用は $U_2 - C$ なので、不等式の左辺は状態の移行に伴う A の追加的損失であり、右辺は追加的効用である。同様に、B は $L_2 \leq x$ なら受け入れる。 $L_1 = 0$ より、左辺は状態の移行に伴う B の追加的損失であり、右辺は追加的効用である。このとき、条件 (b) より $L_2 < U_2 - C$ なので、これらの条件を満たす支払い額 x は存在する。

⇒ 状態 2 が実現。：非効率的な初期状態から出発して、効率的な状態が交渉によって実現した。

— (b)+(C) ⇒ 「防音部屋を設置して violin を弾くのが効率的」(状態 2) が実現する。

15 先程と同様に、A から B への y だけの支払いによって問題が解決されるだろうか。防音部屋を設置しなければ、設置した場合と比べて、A には $U_3 - U_2 + C$ の追加的効用、B には $L_3 - L_2$ の追加的損失が発生する。B は $L_3 - L_2 \leq y$ を満たす支払いがなければ A が初期状態 (C) のまま violin を弾くことを了解せず、A は $y \leq U_3 - U_2 + C$ ならば防音部屋の設置を諦める。このとき、条件 (b) より $U_2 - C - L_2 > U_3 - L_3$ なので、上記 2 つの不等式を満たす支払額 y は存在しない。

⇒ 効率的資源配分 (状態 2) が実現しないかも。さて、どうする？

20 今度は逆に、B から A への z だけの支払いを考えてみよう。B は $z \leq L_3 - L_2$ の支払いなら可能、A は $U_3 - U_2 + C \leq z$ なら防音部屋の設置を決める。条件 (b) より $U_2 - C - L_2 > U_3 - L_3$ なので、上記 2 つの不等式を満たす支払額 z が存在、

⇒ 状態 2 が実現！

25 ● (コースの主張) 初期状態の中立性：効率的配分が一つしかないならば、その実現と初期状態とは無関係。

もちろん、初期状態は所得分配には大きな影響を与える。しかし、初期状態が (A), (B), (C) のいずれであったとしても、交渉の結果として効率的な結果を導く。本稿で取り扱っていない他の条件と初期状態の組み合わせでも効率的配分が実現するかを各自で確認してほしい。(練習問題)。

Appendix 2 : モジリアーニ・ミラーの定理

(1) M-M の第 1 定理 : (非対称情報と取引費用が存在しないという意味で) 完全かつ (あらゆる状態や事象の生起に対応して取引市場が存在すると言う意味での) 完備な資本市場において, 法人税が課されない場合, ある企業の各期における期待収益 (キャッシュフロー) を所与とすると, 企業価値は自己資本比率に依存しない.

- M-M の第 1 定理より, 資本コスト (配当金やキャピタルゲイン, 支払利子など) の大きさは資金調達方法に依存しない. よって, 資本コストを下げるために企業が資金調達手段を工夫するのは無意味^[11].

- 法人税は利子には課されない (有利子負債はタックス・シールド) ので, 法人税が課される場合には, 借入の方が株式の発行よりも資本コストは小さい. また, (倒産による信用の喪失などの追加的な) 期待倒産費用を導入すると, M-M の第 1 定理は成立せず, 最適な自己資本比率 (あるいは, 借入比率) が存在しうる.

- M-M の議論において重要な役割を果たしているのは有価証券の購入者である投資家自身のリスク調整行動であり, それを可能にしている大前提が完全かつ完備な資本市場. M-M 以前の議論の多くは, 企業によるリスク調整を重視しすぎていた. では, 不完全な資本市場では何が起こるだろうか? そのとき, 企業の資金調達手段はどのようなものになるだろうか? (企業金融の理論の出発点.)

(2) M-M の第 2 定理 : 企業価値は各期における配当額に依存しない. (第 1 定理の系)

- 企業価値はキャッシュフローにのみ依存するので, 各期の配当は企業価値と無関係.

- 経営者と投資家の間に企業の期待収益に関する非対称情報が存在する場合, 配当額は企業の将来利益の大きさを示す「シグナル」となりうる.

(ただし, このとき, 配当水準は社会的に効率的な水準よりも大きくなる). また, 内部留保を減額して増配する場合, 「経営者のモラルハザード」を防ぐことができる. (余分な内部資金はモラルハザードの温床となり, 経営者の規律づけを緩和してしまう.) 成長中の企業には投資家が配当を求めないことも少なくないことには注意. 成長が経営者の経営努力を引き出しうる.

^[11] 資本コストとは企業が資本を維持し, 調達するために必要な費用のことである.

参考文献

- [1] Alchian, A. and Demsetz, H. (1972) "Production, Information Costs, and Economic Organization," *American Economic Review* 62, 777-795.
- 5 [2] Alchian, A. and Demsetz, H. (1973) "The Property Right Paradigm," *The Journal of Economic History* 33, 16-27.
- [3] Coase, R. (1937) "The Nature of the Firm," *Economica* 4, 386-405.
- [4] Coase, R. (1960) "The Problem of Social Cost," *Journal of Law and Economics* 3, 1-44.
- 10 [5] Grossman, S. and Hart, O. (1986) "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," *Journal of Political Economy* 94, 691-719.
- [6] Hart, O. and Moore, J. (1990) "Property Rights and the Nature of the Firm," *Journal of Political Economy* 98, 1119-1158.
- [7] Klein, B., Crawford, R., and Alchian, A. (1978) "Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process," *Journal of Law and Economics* 21, 297-326.
- 15 [8] Maskin, E. and Torole, J. (1999) "Unforeseen Contingencies and Incomplete Contracts," *Review of Economic Studies* 66, 83-114.
- [9] Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review* 48, 261-297.
- 20 [10] Williamson, O. (1979) "Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations," *Journal of Law and Economics* 22, 223-26.15

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

不 許 複 製

慶應義塾大学ビジネス・スクール
