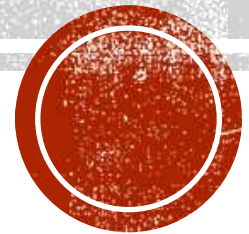


**追悼：マイケル・ジェンセン(1939-2024)  
-エージェンシー理論提唱者の光と影、そのレ  
ガシーと批判-**

2024/12/8 駒澤大学  
比較経営学会東日本部会  
太田行信 (昭和女子大学)



# 内容目次

1. はじめに

2. ジェンセンの生涯

3. ジェンセンのE-ジェンシー理論

4. E-ジェンシー理論が市場と社会に与えた影響

5. E-ジェンシー理論への批判

6. まとめと仮説

参考文献表



Michael C. Jensen (1939-2024)

# 1. はじめに

- 米国の経済・経営学者マイケル・ジェンセンMichael C. Jensenが、今年の4月に逝去された（享年84歳）。
- コーポレートガバナンスを分析する上でのデファクト・スタンダードともいえるプリンシパル-エージェント理論（エージェンシー理論）に基づく、1980～90年代の米国企業実務に大きな影響を与えた、報酬制度設計による経営者動機付け理論の提唱者として有名。
- 反面、21世紀に入ってから、米国企業の経営問題と資本市場のありかた（強欲資本主義）への精力的な批判者に転向した面を含めて、彼の理論が実体経済に与えた影響力と、幅広い業績は、日本では広くは知られていない。
- ジェンセンは、前半生では金融経済学を専攻し、後半生ではエージェンシー理論を発展させた経営理論を、ハーバード・ビジネススクール（HBS）で教鞭を取って特に金融業界に大きな影響力を与えた。
- 本報告においては、ジェンセンの理論が、特に米国の資本市場と企業経営実務に与えた正と負の影響に触れるとともに、特に日本ではそれほど紹介がされていない理論面での批判の内容について述べる。

# 1. はじめに：日本学界での認識 1

「ジェンセン (Jensen, Michael Cole, 1939-) エージェンシー理論者を体系化した, ハーバード・ビジネス・スクールの経営管理論教授。出資の面では、LBO (Leveraged Buyout) について論及するとともに、経営者にはその報酬と企業業績との関係も明らかにした。

(左藤一義)」

- 経営学史学会・編「経営学史事典 [第2版]」、2012年、文眞堂 (注釈記号を省略)

「エージェンシーの理論(theory of agency)

会計学と経済学の両領域においてエージェンシー理論がある。ある主体 (依頼人、プリンシパル) が自分に代わって他人 (代理人、エージェント) に業務遂行を委ねる契約をすればエージェンシー関係が成立する。企業を資本主 (株主) のものと見るか、それとは独立した企業自体として自立性をもつものとするかによって、企業会計は誰のために行われるべきかをめぐるといえる説が分かれ (資本主理論、代理人理論、企業主体理論、企業体理論等)、代理人理論では、経営者は資本主からの経営委託を受けた代理人との観点に立って会計を行うとする。経済学領域では、プリンシパル (株主) がエージェント (経営者) に対してどんな誘因システムを与えたら希望通り行動をしてくれるか、そのためのコスト、望ましい委託契約はどのようなものかなどの問題として提起されることとなる。(⇒専門経営者、所有と経営の分離)

(片岡信之)」

- 吉田和夫・大橋昭一 監修「最新・基本経営学用語辞典」最新版、2010年、同文館 (注釈記号を省略)

# 1. はじめに：日本学界での認識 2

「エージェンシー理論 (agency theory)

エージェンシー理論は、あらゆる取引期係をプリンシパル（依頼人）とエージェント（代理人）からなるエージェンシー（代理人）関係として分析する。しかも、プリンシパルとエージェントの利害は一致せず、両者の情報も非対称的であるとみなす。このような状況では、エージェントはプリンシパルの不備につけ込んで、悪徳的に利己的利益を追求する可能性がある。この不道德で非効率な現象として、今日、モラルハザード（道徳的危険）現象やアドバース・セレクション（逆淘汰）現象が有名である。これらの問題は、エージェンシー問題と呼ばれている。しかし、エージェンシー問題が絶えず発生するわけではない。というのも、プリンシパルも合理的なので、問題発生を抑止するために、事前に利害を一致させる制度や情報を対称化する制度を展開するからである。これがエージェンシー理論の制度論的な考え方である。このエージェンシー理論研究は、基本的に2つの研究の流れに区別される。第1の流れは、実証的エージェンシー理論と呼ばれ、主にジエンセン/メックリング (Meckling, W.H.) によって展開されてきた流れである。この流れは、株主、債権者、そして経営者との間のエージェンシー関係を経験的に分析する研究であり、主にファイナンス分野を中心に展開されている。これに対して、第2の流れは規範的エージェンシー理論と呼ばれ、主にロス (Ross, S.A.) , ホルムストローム (Hormstrom, B) 、そしてマリーズ (Mirrlees, J) などによって展開された流れである。この流れは、経営者と従業員との間のエージェンシー関係を数理的に分析する規範的であり、主に報酬制度などのインセンティブ制度の分析を中心に展開されている。

（菊澤研宗）」

- 経営学史学会・編「経営学史事典 [第2版]」、2012年、文眞堂（注釈記号を省略）

## 2. ジェンセンの生涯：米国マスコミの追悼記事

### ***Michael C. Jensen, 84, Who Helped Reshape Modern Capitalism, Dies***

Michael C. Jensen, an economist and Harvard Business School professor whose evangelizing for stock options, golden parachutes and leveraged buyouts helped reshape modern capitalism and empower Wall Street's greed-is-good era, died on April 2 at his home in Sarasota, Fla. He was 84.

New York Times Published April 26, 2024

<https://www.nytimes.com/2024/04/26/business/michael-c-jensen-dead.html>

---

### ***How 'Shareholder Value' Became a Wall Street Mantra***

Harvard Business School's Michael Jensen was at the heart of the intellectual revolution that transformed capitalism from the 1970s onwards. Was he hero or villain?

Bloomberg 2024年4月9日 at 19:30 JST

<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2024-04-09/how-shareholder-value-became-a-wall-street-mantra?embedded-checkout=true>

---

### ***Michael Jensen 'transformed the way we perceive and practice economics'***

His pioneering research on organizational theory, started at Rochester, has left an enduring mark on the academic and business worlds.

the University of Rochester's Simon Business School, Sandra Knispel April 16, 2024

<https://www.rochester.edu/newscenter/economist-michael-jensen-theory-of-the-firm-tribute-601412/>

日本比較経営学会東日本部会 2024/12/14



## 2. ジェンセンの生涯：学界での活躍

- 誕生:1939/11/30 Rochester, Minnesota 死亡:2024/4/2 (享年84歳) Sarasota, Florida
- シカゴ大学でマートン・ミラー（1990年ノーベル経済学賞；企業金融理論の権威で、F・モディリアーニと共に「モジリアーニ＝ミラー定理（MM理論）」を導出）を指導教官としてPh.Dを取得し、1967年に新設のロチェスター大学ビジネススクールに着任。
- 1976年のW・メックリングとの共著論文“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”でP-A理論を提唱。
- 1985年にロチェスター大と兼任という異例の条件で、HBS教授に招聘される。1988年にはHBS専任となり、Coordination, Control and the Management of Organizations (CCMO) という組織戦略論講義は、HBSの1学年学生850人のうちの600人が2年次の選択科目として受講するという人気を博した。
- 当時は米国製造業が日本などアジア諸国からの挑戦で凋落し、企業業績の低下と株価低迷をどう立て直すかが重要な米国経済界の課題であった時期で、企業乗っ取り屋Corporate Raiderの跋扈、ジャンクボンド市場発達からのLBO(Leveraged Buy-Out)市場の拡大、企業統合による効率化の要求、レーガン政権の規制緩和という時代に、HBSを通してエージェンシー理論が知られ、金融業界および産業界に浸透していった。
- 学界活動としては、金融経済学誌Journal of Financial Economics を共同創刊し、編集者として一流ジャーナルに育て、1992年にはAmerican Finance Associationの会長を務め、現在法律学および社会科学系では世界最大のオンライン研究発表ネットワークかつ論文データベースであるSocial Science Research Network (SSRN) を1994年に共同創設し、会長を務めた。

## 2. ジェンセンの生涯：HBS退職とその後

- 公開企業を中心とする既存の資本市場構造に否定的な意見を持つようになり、PEファンドによる企業保有と企業経営効率化に期待を寄せたが、金融業界と経営者に手ひどく裏切られることになる。
- 銀行家と経営者の強欲はジェンセンの想像以上であり、彼の提言が、現実世界では強欲ビジネスマンによって換骨奪胎されて、別種の非効率性と貧富の格差拡大という社会問題を引き起こした結果に深く失望し、過大評価された株価の危険性に警鐘を鳴らした。
- 60歳という学者としてはまだ若い2000年にHBSを退職して名誉教授になった後は、HBSでの同僚のマイケル・ポーターらが起業した戦略コンサルティング会社Monitor Groupに入社し、2009年まで在籍。
- 市場の失敗を目の当たりにして、晩年のジェンセンは、公開企業を賛美する立場から、寡頭経営（資本と経営の一致）のファンド資本主義を賛美し、さらには経営者の欲望を矯めるためのintegrity理論へとシフトしたが、成果も賛同も得られなかった。
- それは、経済と社会を実際に動かす人間のintegrity\*と、それを引き出すためのリーダーシップ教育を強化することが必要である、という考えであるが、それはエージェンシー理論の前提である、機会主義的利己行動をとる人間の性を、利潤動機に頼らずにどう正してゆくか、という問題意識。
- 具体的な行動としては、HBS退職前に自らが参加して大きな覚醒を得られたというワーナー・エアハートWerner Erhardが主宰する自己啓発と能力開発プログラム“est”(Erhard Seminars Training)\*\*への参画であり、哲学用語であるOntology（存在論）とPhenomenology（現象学）に基づく資本主義とリーダーシップ理論の追求。しかしながら、それまでの華々しい学問的業績と比較して、その分野でのジェンセン理論は、アカデミズムからはほとんど顧みられていない。

\* Erhard & Jensen (2017)の定義では“the state of being whole, complete, unbroken, unimpaired, sound, in perfect condition”、短縮形では“whole and complete”としており、誠実さ、高潔さ、完全性と訳される。

\*\* Forumを経て、現在はLandmark (Lemann (2020)参照)。

(<https://www.landmarkworldwide.com/about/company-overview/company-history>)

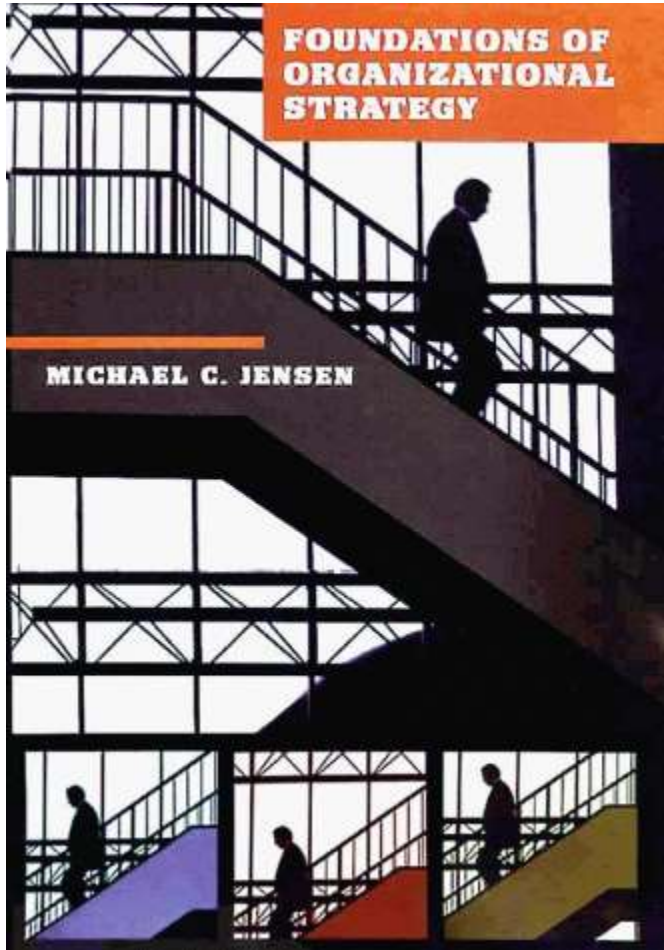


## 2. ジェンセンの生涯：ジェンセンの活動と経済・社会年表

西暦	経済・社会状況	ジェンセンの経歴
1967		ロチェスター大学ビジネススクールに着任
1970	フリードマン・ドクトリン	
1977	アイゼンバーグの論文がモニタリング・ボードを提唱	
1978		メックリングとの共著論文“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”
1979	エズラ・ヴォーゲル“Japan as Number One: Lessons for America”出版	
1981	レーガン政権誕生（～1988）	
1985	プラザ合意	HBSで（ロチェスター大と兼任）Coordination, Control and the Management of Organizations (CCMO)を教え始める
1987	ブラックマンデー；映画「ウォール街」	
1988	KKRによるRJRナビスコのLBO	HBS専任になる
1989	ブッシュ政権誕生（～1992）；ベルリンの壁崩壊	
1990	ドレクセル・バーナム社破綻；マイケル・ミルケン有罪判決；湾岸戦争	
1992		American Finance Association会長就任
1993	クリントン政権誕生（～2000）	
1999	グラス・スティーガル法の廃止	
2000		HBS退職（名誉教授）；Monitor Group入社
2001	エンロン事件	
2002	ワールドコム事件；SOX法制定	
2008	リーマン・ブラザーズ破綻（世界金融危機）	
2009	世界同時不況	Monitor Group退職
2024		フロリダ州にて死去

### 3. ジェンセンのEージェンシー理論

**Foundations of Organizational Strategy** Harvard University Press, 1998/11/30



#### I Fundamental Building Blocks of the Theory

1. The Nature of Man
2. Self-Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory
3. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure
4. Specific and General Knowledge and Organizational Structure
5. Organization Theory and Methodology

#### II Residual Claims and Organizational Forms

6. Agency Problems and Residual Claims
7. Separation of Ownership and Control

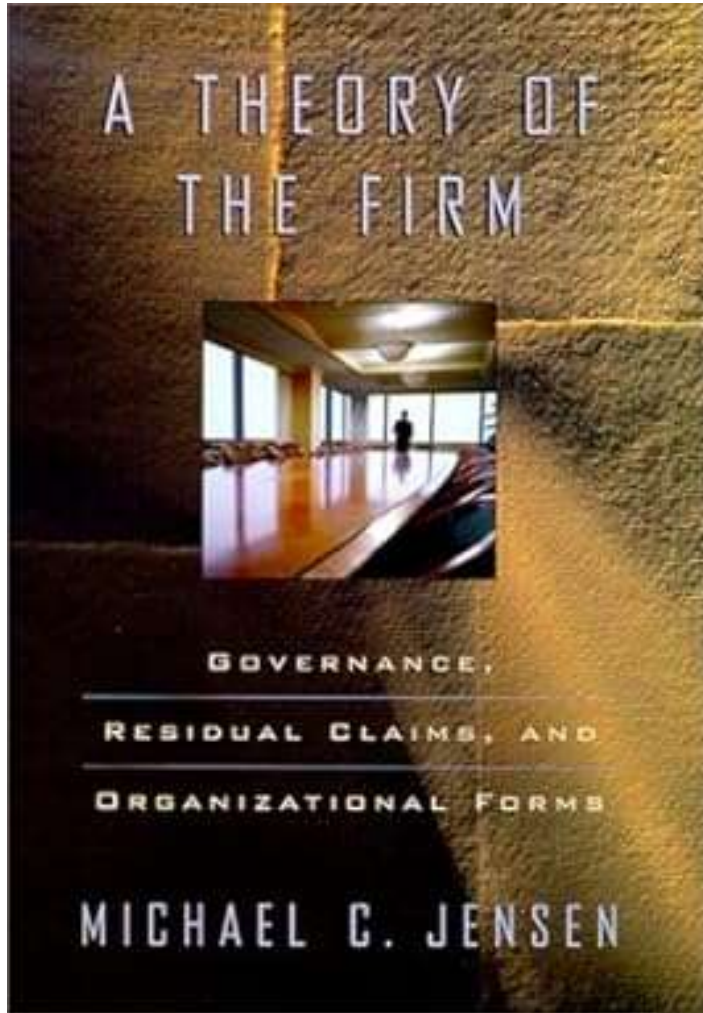
#### III Compensation

8. Compensation and Incentives: Practice versus Theory
9. Performance Pay and Top-Management Incentives
10. CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How

#### IV Organizational Applications of the Theory

11. Science, Specific Knowledge, and Total
12. Quality Management
13. Divisional Performance Measurement

### 3. ジェンセンのエージェント理論



## A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms

Harvard University Press, 2001/12/15

### I Corporate Governance and the Market for Corporate Control

1. U.S. Corporate Governance: Lessons from the 1980s
2. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems
3. Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy

### II Agency Costs, Residual Claims, and Incentives

4. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure
5. Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory
6. Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination
7. Organizational Forms and Investment Decisions
8. The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors

# 3. ジェンセンのエージェント理論



## SSRN Top 10,000 Papers

[How are Paper Rankings calculated?](#)

Updated Weekly - Last Updated on: 01 Dec 2024

Ranked by: Total # of Citations

Feedback

🔍 Search Papers

1 2 3 4 ... 100 | Next

Go to page >

Rank	Paper	Last 12 Months	All Time		Authors
		Total New Downloads	Total # of Downloads	Total # of Citations	# of Authors
1	<b>Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure</b> <a href="#">Michael C. Jensen (Deceased)</a> and <a href="#">William H. Meckling</a> Harvard University - Business School (HBS) and Simon School, University of Rochester (Deceased) Date Posted: 19 Jul 1998 • Last Revised: 17 Jan 2011	15,214	163,673	9,142	2
2	<b>Law and Finance</b> <a href="#">Rafael La Porta</a> , <a href="#">Florencio Lopez-de-Silanes</a> , <a href="#">Andrei Shleifer</a> and <a href="#">Robert W. Vishny</a> Dartmouth College - Tuck School of Business, SKEMA Business School, Harvard University - Department of Economics and University of Chicago - Booth School of Business Date Posted: 27 Sep 1996 • Last Revised: 22 Dec 2022	370	2,866	3,844	4
3	<b>Sample Selection Bias as a Specification Error (with an Application to the Estimation of Labor Supply Functions)</b> <a href="#">James J. Heckman</a> University of Chicago - Department of Economics Date Posted: 29 Jun 2004 • Last Revised: 23 Dec 2022	70	441	3,707	1
4	<b>The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity</b> <a href="#">Marc J. Melitz</a> and <a href="#">Marc J. Melitz</a> Centre for Economic Policy Research (CEPR)Harvard	1	30	3,404	1

Jensen, Michael C. & Meckling (1976) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure” Journal of Financial Economics 3, No.4, 1976/10 は、SSRNの引用数のAll Timeランキングで、9,142引用で未だに1位である。

[https://hq.ssrn.com/rankings/Ranking\\_display.cfm?RequestTimeout=5000&TRN\\_gID=10&TMY\\_gID=10&ruid=77378](https://hq.ssrn.com/rankings/Ranking_display.cfm?RequestTimeout=5000&TRN_gID=10&TMY_gID=10&ruid=77378) (2024/12/9アクセス)

### 3. ジェンセンのエージェント理論

- ジェンセンのエージェント理論は、企業の所有と経営の分離に伴う、情報の非対称性のもと、依頼主本人 (principal=P)と代理人 (agent=A)の利害対立を解消し、最適化するための理論的な枠組みである。
- 公開大企業において、広く分散した株主(Pとみる)が専門経営者(Aとみる)に経営を委託するP-A関係を基盤とし、株主と経営者の間の情報と動機の情報非対称性から生じる経済的非効率性（エージェント費用）を分析するもの。
- つまり、経営者Aはなぜ株主Pのために収益を最大化しようとならないのか？という命題への解をみいだそうとしたもの。
- エージェント費用は、最適な経営業績と、エージェント問題のためにそれ以下でしか経営できていない業績（不最適業績）との差額。内訳として、(i)株主が経営者の監視・監督のために投じる「モニタリング費用」（社外取締役や監査役の雇用費用、会計監査のための費用、社債格付け費用など）、(ii)逆に経営者が株主から批判されたり、解任されたりしないよう株主に対して忖度するための費用としての「ボンディング（シグナル）費用」、(iii)それでも削減できない「残余エージェント損失」、からなる。
- エージェント費用（特に残余損失）の削減を図るための具体的手段として、経営者を「正しく」SVMのために動機（インセンティブ）付けるための報酬制度を提案し、企業の経営効率を向上させることを目指した。



### 3. ジェンセンのエージェント理論：エージェント理論の背景と内容 1

- エージェント理論提唱と膾炙の背景には、1970年代後半の米国経済の低迷がある。当時、製造業は日本をはじめとするアジア企業の高品質・低価格な製品の攻勢に晒され、企業の株価も低迷していた。
- こうした状況下でも、経営者は自らの利益を優先し、豪華な本社ビルやコーポレートジェット機の購入、結果が出ない多角化やM&A（規模の追求）、慈善活動などに資金を投入するempire buildingにふける一方で、企業の長期的成長のための設備投資および経営効率を向上させることを怠っていた。
- 少し前のフリードマン・ドクトリン(1970)が「企業の社会的責任」を否定したのは、上記のような資本家(P)への忠実義務を忘れた経営者たち(A)への保守派／経済的自由主義の立場からの異議申し立てであった。
- ジェンセンのエージェント理論は、フリードマンの主張にもかかわらず、実際の企業では経営効率の最大化が図られていない理由を、企業内部の構造と経営者の行動に求め、それまでブラックボックスであった株式会社組織内部の経営メカニズムに実証的に切り込んだ。
- ターゲットは自己利益を図る無能、怠惰で不誠実な経営者であり、そのような経営者支配がもたらす非効率性の是正のための処方箋を提唱した。

### 3. ジェンセンのエージェント理論：エージェント理論の背景と内容 2

- 当時の労働組合は大甘な労働協約で牙を抜かれ、本来は株主のために経営者を監督すべき取締役会はCEOの知人、取引先関係者や著名人で占められて、割の良い報酬とFRINGE BENEFITに飼いなされた社交クラブ状態と化していて、経営者へのコーポレートガバナンス上の監督は甘かった。
- 経営者の報酬（基本的に固定額の現金給付）は、業績とは無関係に会社の規模によって決められていた。
- ジェンセンはエージェント費用を削減するため、経営者と株主の利害を一致させるための報酬制度改革を提唱した\*。
- 具体的には、経営者報酬を固定現金給与から株式ベース成果報酬（特に株式オプション）中心に切り替えることにより、経営者は自らの行動が株価に直接影響を与えることを認識し、自ら（A）の利益に代わって株主（P）の利益を重視するようになるとした（株主価値最大化shareholder value maximization（SVM）経営）。
- さらにフリー・キャッシュフローを経営者が自由に使えるカネとしないために、資本構成を見直し、より多くの負債を負わせることで経営に規律付けをすることを提唱した。

\* 当時の財務会計基準では、会社にとってストックオプションの付与は資本取引として費用不算入のうえ、当面の現金の流出がなく、税務上では経営者にとってオプションが行使されるまでは所得税非課税（逆に高額現金給与は法人税上経費不算入）、オプション行使時のキャピタルゲイン（実質的な報酬）は軽減税率という強い導入誘因があった。現在はすべて是正されている。

### 3. ジェンセンのエージェント理論：エージェント理論の概要（1）P-A関係についてジェンセン理論の概要と前提

- 擬制としての会社法人格：会社法人の人格性Personaを否定して、雇用、委任、売買、融資および株式出資などのエージェント契約の束nexus of contractsとみる法人擬制説に立ち、会社の目的論は直接は論じていない。
- 多数の分散した株主P：株主は、個別会社の経営を深く強く監視する動機も、経営者に影響を与えるだけの議決権シェアも持たず、株主価値 = 株価の最大化以外に興味がないとした。
- PとAの関係性：経営者は株主のエージェントである。
- 内部情報の非対称性：外部者である株主は企業の内部情報を容易には知ることができず、内部者である経営者は必要がなければ知らせる動機を持たない。
- 経営者の機会主義的利己行動と株主との利害不一致：経営者は、株主の監視と監督が弱い状況では、機会主義的に利己の利益を図る行動をとって、自らの利得を最大化する限定合理的動機を持つため、そもそも株主と経営者の利害はトレードオフとなって一致しない（両者間には会社資産をめぐる利害衝突がある）。
- 負債による規律付け：負債は約定での元利返済義務があるため、経営者にはより経営効率化の圧力となる（債権者も重要なPである）、と負債の効用を重要視し、過剰な現金を溜め込んだ無借金経営を批判。負債と株式の資本構成上のどこかに経営効率最適比率があるとした点で、資本構造は業績とは無関係とするモジリアーニ = ミラーのMM理論とは異なる立場に立つ。

### 3. ジェンセンのエージェント理論：エージェント理論の概要（2）コーポレートガバナンスとM&A活動

- エージェント費用：①必要経費であるモニタリング費用（Pの費用）、②ボンディング費用（Aの費用）、③なお残る残余損失（経営者によって無駄に（非効率に）濫費される、本来株主が享受できる会社の利益）からなる。
- 経営の効率性の尺度としての株主価値極大化：Aである経営者の責任は、Pである株主のために、会社の将来キャッシュフローを極大化することにある。効率的市場仮説の立場から、企業の将来のキャッシュフローの増減は全て現在の株価に反映されるのであるから、経営者の目指すべき経営施策としての株主価値増大は株価上昇と同義。
- 株主がよりリスクを取るべきと考えているのに安全運転経営に徹する怠惰な経営者には「攻めのガバナンス」が、株主が求める以上にリスクな投資を行ったり、不十分な内部統制を改善しなかったりする経営者には「守りのガバナンス」が必要である、という結論になる。ただし、最適効率点を客観的に計測するのは困難である。
- 負債と企業支配権市場の効用を唱えることで、M&A活動による不芳業績企業の淘汰およびプライベート・エクイティ（PE）・ファンドによるLBOに理論的正当性（株主と経営者の利害の一致と負債による規律付け）を付与した。

# 3. ジェンセンのエージェンシー理論：ウォールストリートによるエージェンシー理論、経営者報酬および負債の認識

日本経済新聞 記事利用について

### ヘンリー・クラビス 私の履歴書 (5) ベア・スターンズ KKR共同創業者兼会長

2024/10/5 2:00 | 日本経済新聞 電子版

私がコロンビア大ビジネススクールを卒業した1969年、ジョージ（コバーツ共同創業者）はすでにベア・スターンズで働いていた。部署は企業金融部門で、ジェリー・コールバーグが共同責任者として仕切っていた。

ジョージは1人目の子供ができたのを機に、ロス쿨時代を過ごしたサンフランシスコに異動したかった。後任として推薦したのが私だ。以前私はジェリーの語りを断ってベンチャー・キャピタルに行き、すぐ辞めていた。「今度は来るんだな」とジェリーは念を押した。



ジェリー、ジョージ、私の3人で手掛けたのが、「ブーツ・ストラップ」と呼ぶ企業買収ビジネスだ。呼称はその後MBO（マネジメント・バイアウト）やLBO（レバレッジド・バイアウト）と変わり、今はプライベート・エクイティ（PE）と呼ぶ。

家を買うとしよう。車の姿をやり、課税を減らすなどの手入れを怠ると、いざ売るときにぼろ屋と見なされて高く売れない。同じように、我々は企業を買ったあとに投資をして価値を高める。

価値を高めるポイントは、経営者が自社株を持ち、株主になることだ。経営者は企業の「借り主」から「持ち主」になる。レンタカーだと汚れても傷が付いても気にならない。でもオーナーならピカピカに磨き上げるはずだ。

企業には債務を負ってもらうが、それがもたらす規律も重要だ。債務を返済できなかったら会社も終わりなので、いいかげんな投資をしなくなる。家を買ったあとも住み、資産として持ち続けるには、住宅ローンをきっちり返さなければならないのと同じだ。

1975年、米企業の買収は急速して「株式の海」と呼ばれた（1975年の米ニューヨーク証券取引所）※AP

## ヘンリー・クラビス(KKR共同創業者兼会長) 私の履歴書 (5) ベア・スターンズ

2024/10/5 2:00日本経済新聞 電子版

- 「価値を高めるポイントは、経営者が自社株を持ち、株主になることだ。経営者は企業の「借り主」から「持ち主」になる。レンタカーだと汚れても傷が付いても気にならない。でもオーナーならピカピカに磨き上げるはずだ。」
- 「企業には債務を負ってもらうが、それがもたらす規律も重要だ。債務を返済できなかったら会社も終わりなので、いいかげんな投資をしなくなる。家を買ったあとも住み、資産として持ち続けるには、住宅ローンをきっちり返さなければならないのと同じだ。」
- 「70～80年代の米企業の経営はお粗末だった。コーポレート・ガバナンスが緩く、取締役も友達ばかりでお互い質問しない。ブーツ・ストラップは最高経営責任者（CEO）の気構えを突然、根こそぎ変えた。報酬も説明責任もだ。幹部たちも株を買うので他の投資家と利害が一致する。自社を見る目が変わった。」



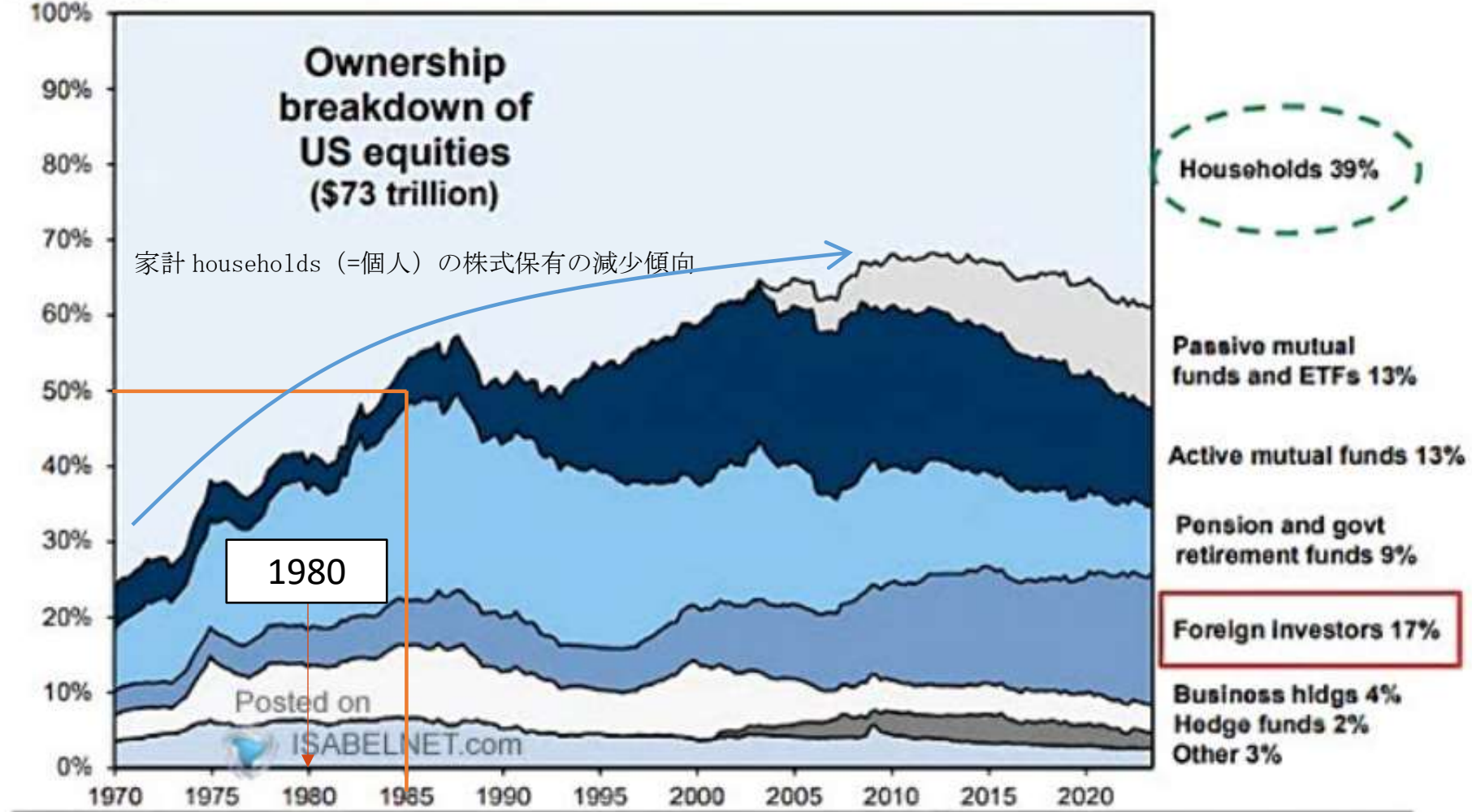
## 4. エージェンシー理論が実体経営に与えた影響

- ジェンセンのエージェンシー理論は、1980年代から1990年代にかけての米国ビジネス界、特に資本市場での株主投資家と経営者との実務的関係性と報酬制度に多大な影響を与えた。
- エージェンシー費用を最小化するための一連の提案が資本市場のプレイヤーに幅広く受け入れられたことで、「経営の効率化」の名分のもと、1980～90年代の活発な企業買収や企業再編、PEファンドによるLBOおよびMBOのブームを引き起こした。
- 一連の経営者への取締役会による監督の強化と、会社経営権市場（M&A）の活発化の動きは、経営者支配の状態からの「株主反革命」と呼ばれる。
- 反面、コーポレートガバナンスにおける株主と経営者の利害関係の蜜月をもたらした結果、その他ステークホルダーの疎外をもたらし、市場と企業行動の行き過ぎとして「強欲資本主義」と「世界金融危機」が発生する背景ともなった。
- エージェンシー理論は、株主と経営者の間に存在する情報の非対称性や利害対立を理解するための強力なツールであり、いまだにコーポレートガバナンス研究の分野において重要な位置を占めている。
- しかし、その応用には注意が必要であり、経営者の短期的な行動を抑制し、多様なステークホルダーの福利を増進し、企業の長期的な価値創造を促進するためのバランスが求められる。反作用的に、現在の「ステークホルダー資本主義」が主張されるきっかけともなった。

## 4. エージェンシー理論が実体経営に与えた影響

個人株主の減少と機関投資家・外国人投資家の増加

Exhibit 2: Households are the largest owner of the US equity market (\$73 trillion) as of 2Q23



Source: Federal Reserve, Goldman Sachs Global Investment Research

図 1 : 米国株式の株主属性別シェア Ownership Breakdown of the US Equity Market

<https://www.isabelnet.com/ownership-breakdown-of-the-u-s-equity-market-share-of-corporate-equity-market/>  
 日本比較経営学会東日本部会 2024/12/14

## 4. エージェンシー理論が 実体経営に 与えた影響

1980年前後  
をボトムとする  
株価の急速な  
上昇

2024/12/6  
6,090.27



図 4 : S&P500株価インデックス 1945-2005年

<https://www.macrotrends.net/2324/sp-500-historical-chart-data>  
(2023/12/31アクセス)

## 4. エージェンシー理論が 実体経営に 与えた影響

PERの変化に  
見る米国企業  
評価水準の改  
善



図 3 : S&P500株価インデックスのPrice Earnings Ratio (PER) 1945-2005年  
<https://www.macrotrends.net/2577/sp-500-pe-ratio-price-to-earnings-char?q=PB+ratio>  
(2023/12/31アクセス)

## 4. エージェンシー理論が 実体経営に 与えた影響

金利の急速な  
低下（実はこ  
れが株価上昇  
の要因？）



図 2 : 米国財務省証券10年金利 10 year treasury rate

<https://www.macrotrends.net/2016/10-year-treasury-bond-rate-yield-chart>

(2023/12/31 アクセ

ス)



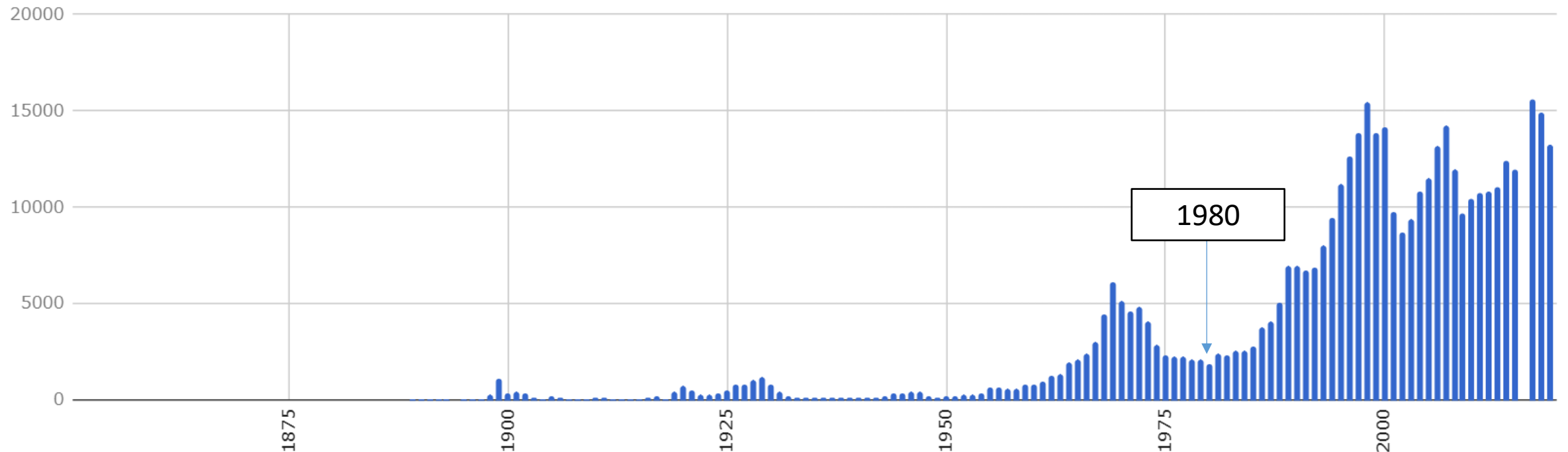
## 4. エージェンシー理論が実体経営に与えた影響

米国でのM&A取引の数(1851~2017)

<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/united-states-ma-statistics/>

(2024/11/30アクセス)

Number of M&A in the US (since 1851)

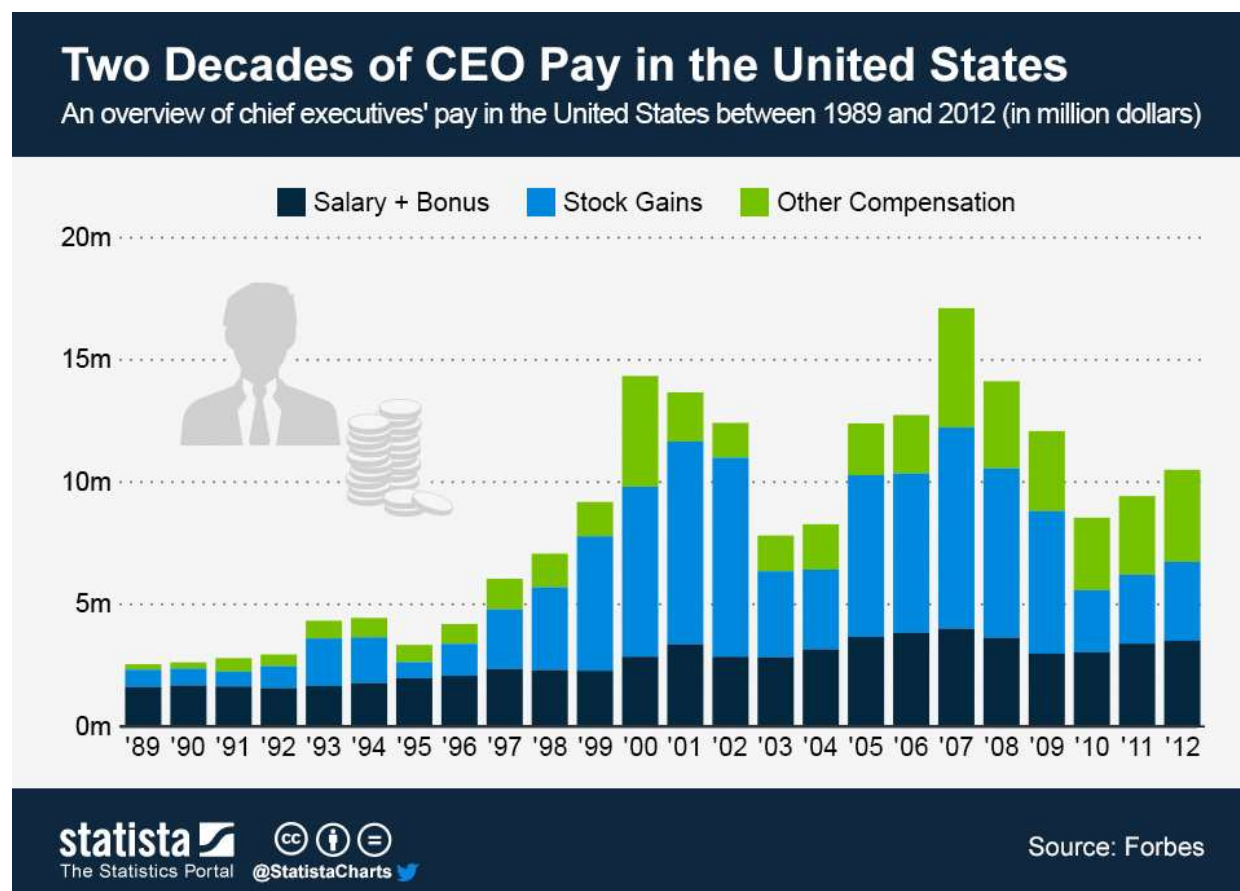


## 4. エージェンシー理論が実体経営に与えた影響

米国CEOの報酬に占める株式報酬の増加

<https://www.statista.com/chart/1168/two-decades-of-ceo-pay-in-the-united-states/>

(2024/12/6アクセス)

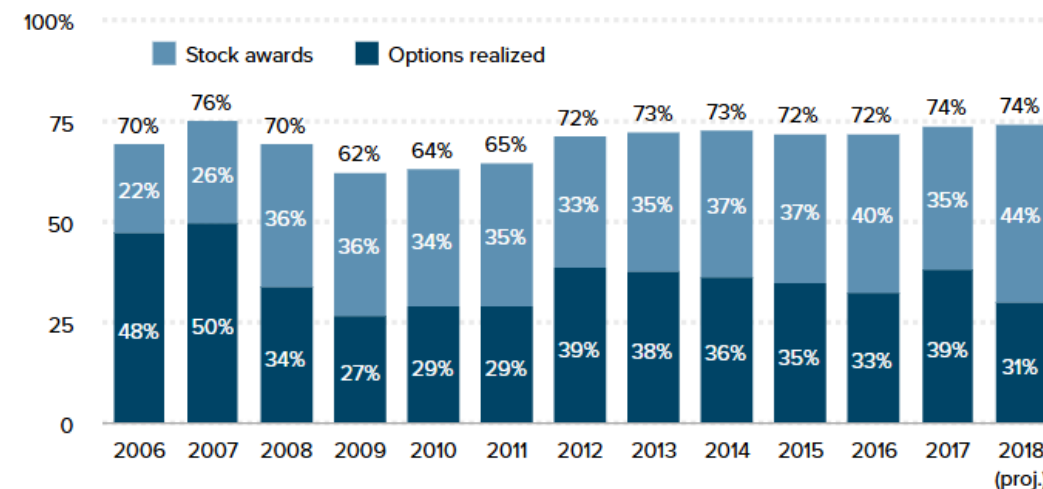


<https://www.epi.org/publication/ceo-compensation-2018/>

(2024/12/6アクセス)

Comparison of option and stock components of CEO pay, 2006–2018

Options realized and stock awards as a share of CEO compensation based on options realized



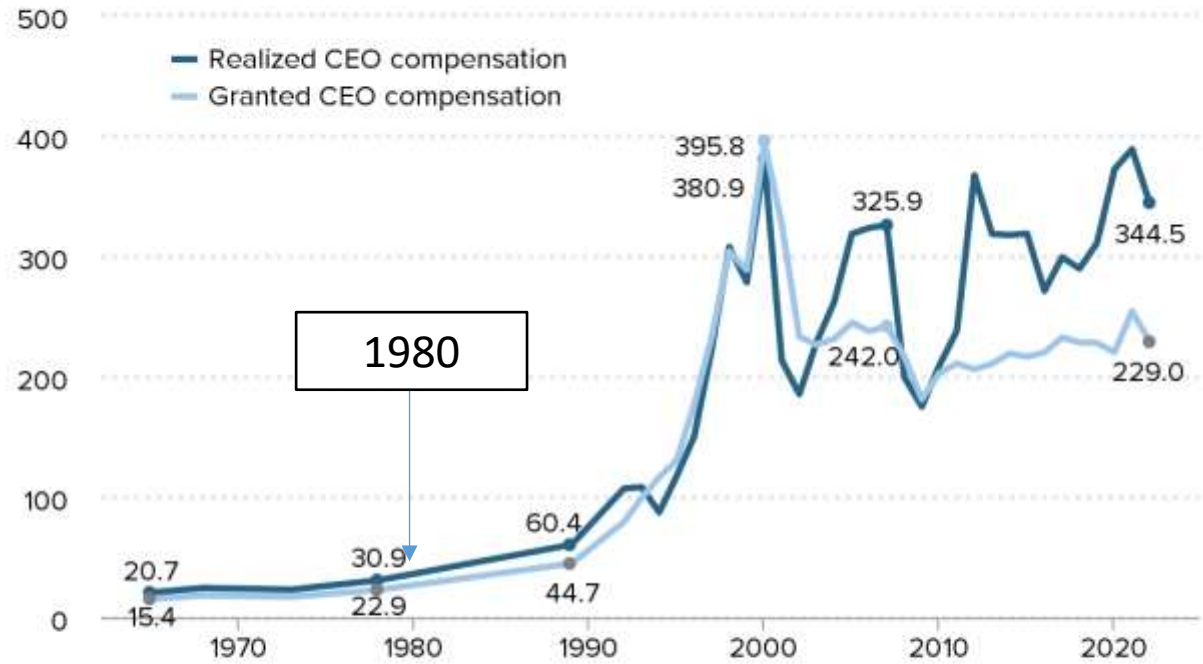
## 4. エージェンシー理論が実体経営に与えた影響

CEOと平均的労働者の給与の倍率

<https://www.epi.org/publication/ceo-pay-in-2022/>  
(2024/11/30アクセス)

### CEOs make 344 times as much as typical workers

CEO-to-worker compensation ratio, 1965–2022



**Notes:** Average annual compensation for CEOs is for CEOs at the top 350 U.S. firms ranked by sales. Typical worker compensation is the average annual compensation (wages and benefits of a full-time, full-year worker) of production/nonsupervisory workers in the industries that the top 350 firms operate in.

**Source:** Authors' analysis of data from Compustat's ExecuComp database, the Bureau of Labor Statistics' Current Employment Statistics data series, and the Bureau of Economic Analysis NIPA tables.

Economic Policy Institute

## 5. ジェンセン理論への批判

ジェンセンのEージェンシー理論（フリードマン・ドクトリンとSVM仮説を含む）については、以下のような批判がある。

### 理論的批判

- 株主が会社のオーナーであるという前提が間違いであり、株主がPで経営者はAであるという前提が単純過ぎる
- 経営者は株主に対する代理人ではなく、裁量の幅の広い信頼関係の受託者fiduciaryである
- 経営者の信任義務の対象は、株主ではなく会社であり、その他ステークホルダーも含まれる
- 株主価値の増大、すなわち株価の上昇が経営者の役割であるという前提が誤り
- 株主と他のステークホルダーの間が完全なトレードオフ関係という証拠はない
- 会社の長期的な成長についての考察不足（ショートターミズム）
- 株主が様々な投資ホライズンを持ち、価値観として多様な集団であることへ洞察不足
- 有限責任で守られた株主が、会社の経営を間接的に壟断し、他のステークホルダーを害する可能性

### 結果的批判

- 株価が割高になったときの経営者規律の説明がない
- 莫大な株式報酬が招いた貧富の差の拡大と社会の分断
- インセンティブの効きすぎからくるその他ステークホルダー無視の強欲経営
- 過剰な金融資本主義の招来
- ブレーキ機能（「守りのガバナンス」）無視から来る倫理観の無視・助長
- その他ステークホルダー無視経営は、結局業績の悪化と株価の下落をもたらす
- 経営者に短期的な株価上昇を目指す近視眼的な経営と株価操作を促し、長期的な企業発展を妨げる

# ニコラス・レマン(NICHOLAS LEMANN) (著), 藪下 史郎 (翻訳), 川島 睦保 (翻訳): マイケル・ジェンセンとアメリカ中産階級の解体 ——E-ジェンシー理論の光と影

日経BP, 2021

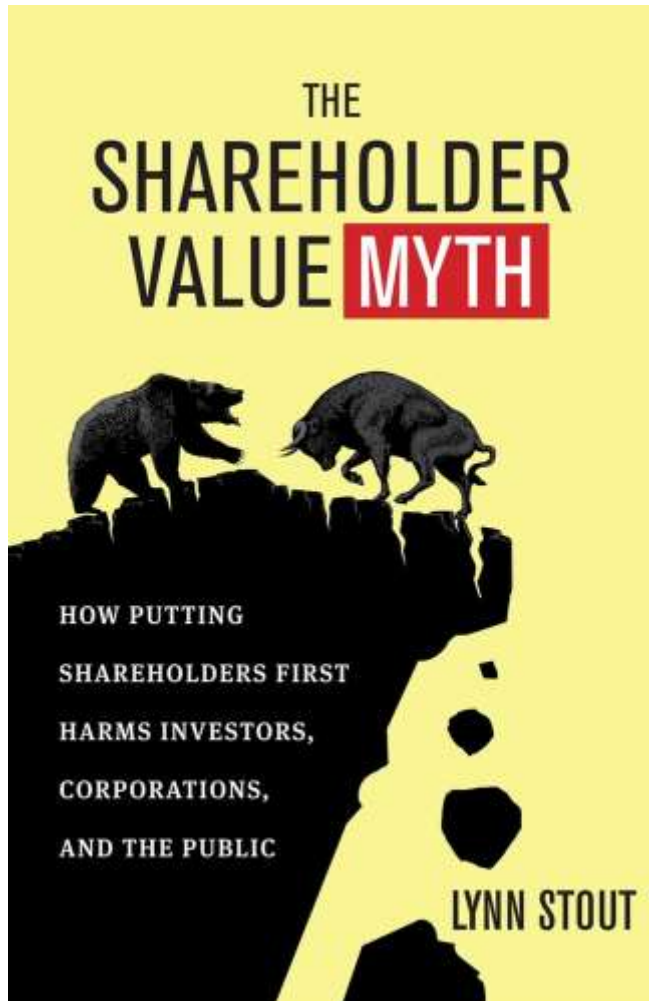
TRANSACTION MAN: TRADERS, DISRUPTERS, AND THE DISMANTLING OF MIDDLE-CLASS AMERICA, PICADOR, 2020



- 公開企業を経営者が支配していることを発見したアドルフ・バーリ（バーリ＝ミーンズ理論）、ジェンセン、ホフマン（Linked-in創業者）などの評伝。
- 他方で、米国社会の変遷と中産階級の没落をシカゴの一地域のエスニカルな移り変わりから、労働者の雇用構造の変遷を地域に根ざした終身雇用形態の終焉から、金融市場の変化をリレーション取引から流動的なトランザクションへの変化から捉えている。
- 書名と異なり一章でしかないが、E-ジェンシー理論提唱の時代背景、受容過程、ジェンセンのプライベート面と晩年の「転向」（特にW・エアハードとの協働）について詳しく記述。
- 現時点でジェンセンが著者または書名にある唯一の和書。



# LYNN STOUT : *THE SHAREHOLDER VALUE MYTH: HOW PUTTING SHAREHOLDERS FIRST HARMS INVESTORS, CORPORATIONS, AND THE PUBLIC*



Berrett-Koehler Publishers、2012

著者はコーネル大学ロースクールの会社法学者

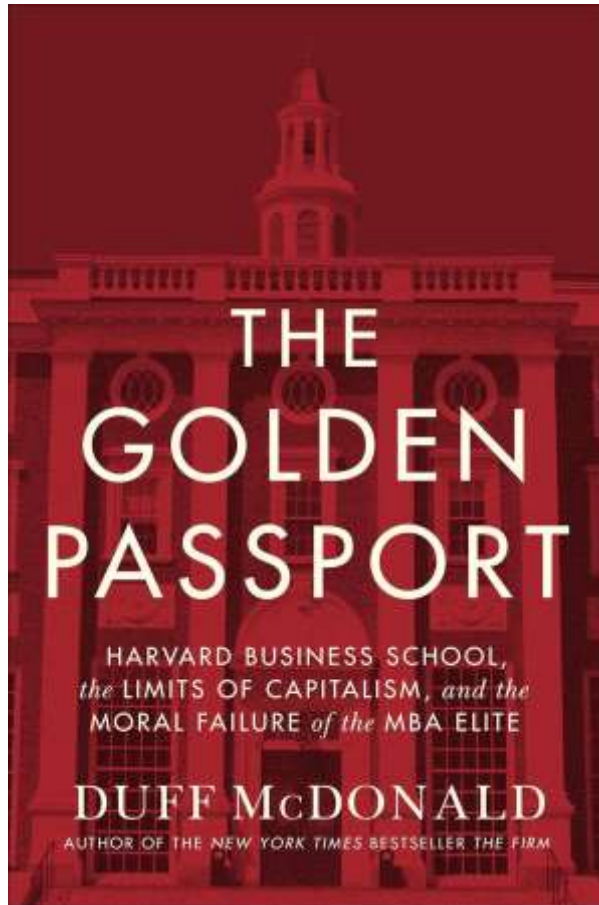
- 株主が会社の所有者かつ残余価値の受領者である、そして株主がPで経営者がAである、というエージェンシー理論の前提条件は、法律理論上全て間違いであり、実務上のイデオロギーに過ぎない。
- 株式会社は、独立した法人であり、株主は株式の所有を通して会社との一定の契約関係にあるに過ぎず、会社の所有者たりえない。
- 会社法上、経営者にも取締役にもSVM義務はない。
- 公開会社において「株主」という概念自体が人工的で誤解を生む存在である。また株主にも色々あり、その目標も投資期間も様々であることを無視し、株主全体の利益を害する。取締役の役割は、そのような異なる利害を調整することである。
- 株主価値最大化経営目標は、企業経営上も大きな間違いをもたらすもの：経営者に長期の成長を犠牲に短期利益にのみフォーカスする近視眼的な経営を行わせ、投資とイノベーションを抑制させ、従業員・顧客・地域コミュニティを害し、企業を無謀かつ社会的に無責任な行動に駆り立てる、と強く批判。

ウィリアム・ラゾニック、ヤン・ソプ・シン (著)、中野剛志 (解説)、鈴木正徳 (翻訳) 「略奪される企業価値: 「株主価値最大化」がイノベーションを衰退させる」 2024, 東洋経済新報社 原著: LAZONICK, WILLIAM & JANG-SUP SHIN *PREDATORY VALUE EXTRACTION: HOW THE LOOTING OF THE BUSINESS CORPORATION BECAME THE US NORM AND HOW SUSTAINABLE PROSPERITY CAN BE RESTORED*, OXFORD UNIVERSITY PRESS ON DEMAND, 2020/1/28



- 株主価値最大化(SVM)のイデオロギーのもと、米国株式市場は、企業への資金提供から「略奪的価値抽出の場」へと変わった。
- 米国企業は、内部留保と再投資による「価値創造とイノベーション体制」から、「費用削減と株主への分配の価値抽出体制」に移行した。
- 労働者に対しては、安定的雇用、社内昇進、実質賃金の増加、健康保険、定年後の確定給付年金という雇用慣行をやめ、収奪と削減のための合理化・市場化・グローバル化を実施した。
- 株主と経営者は、自己株買いと株主還元の増加を通して、株価の上昇と株式ベースの経営者報酬の上昇をめざすための結託をしている。経営者は自己利益を図るための経営を行い、株価上昇のための操作を行っている。
- エージェンシー理論は、株主が資本供給をしていて、残余利益受益者で、最大かつ唯一のリスクテイカーという前提において誤っている。
- すなわち、労働者は勤勉な労働の提供と自己研鑽を、納税者である国民は政府への税金支払いを通じたインフラや補助金の提供という資本を、提供する重要なステークホルダーである。

# MCDONALD, DUFF *THE GOLDEN PASSPORT: HARVARD BUSINESS SCHOOL, THE LIMITS OF CAPITALISM, AND THE MORAL FAILURE OF THE MBA ELITE*, KINDLE EDITION, HARPER BUSINESS, 2017

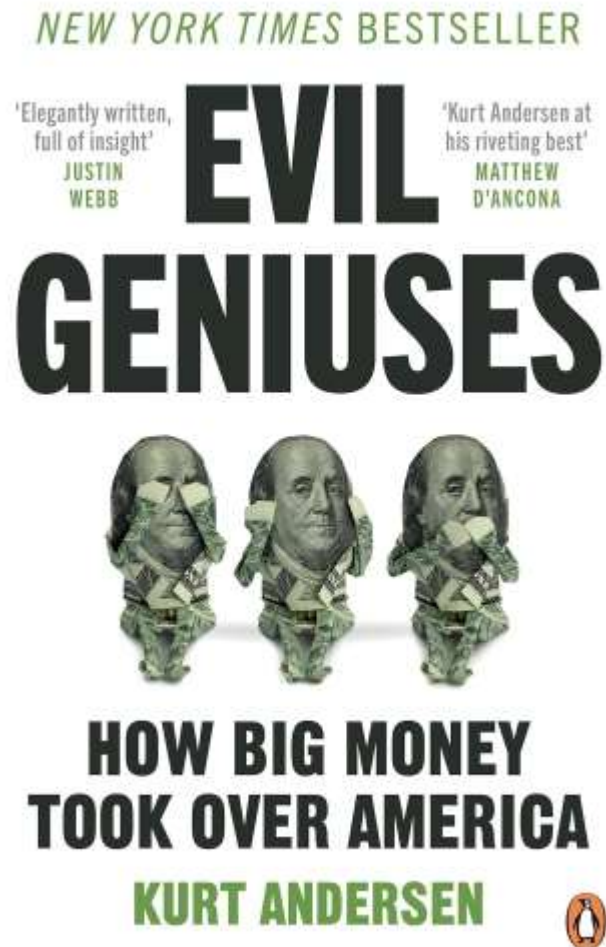


著者は、自身ウォートン校MBAのジャーナリスト

- フリードマンは経営者の役割はSVMと唱え、ジェンセンはその実践方法を考え出した。経営者は複数のステークホルダーを同時に満足させる義務から解放された。
- HBSは、ジェンセンを教授に迎えることで、これまでの常識ある、社会に役立つ良識ある判断を下す経営者を育てるという目的を捨てて、経営者が株主のエージェントであり、経営の目的はSVMという考え方をMBA学生に植え付けた。
- ジェンセンは「知性の暴力装置」で「倒しようがないフランケンシュタインを創造した」と。
- 80年代以降、HBS卒業生達らMBAは、製造業ではなく、高給の金融とコンサル業への就職志向を強め、より拝金志向となり、これまでの経営者（支配）資本主義から、金融（株主）資本主義への転換を推し進めた。



# ANDERSEN, KURT (2020) *EVIL GENIUSES: THE UNMAKING OF AMERICA: A RECENT HISTORY*, RANDOM HOUSE, 2020/8 [KINDLE EDITION]



著者は、「ファンタジーランド: 狂気と幻想のアメリカ500年史」のリベラル派ジャーナリスト

- 1970年代から2020年にかけての米国における保守的な経済・政治政策実施のための協調的な取り組みを検証し、その結果生じた資本主義に対する制約のなき自由放任主義のアプローチが、どのようにして極端なレベルの経済格差をもたらしたかを論じる。
- 米国の政治的・経済的分断の原因を、フリードマンの新自由主義経済理論と、エージェンシー理論の企業経営と資本市場での受容にもとめ、経営者の強欲、株主と経営者の結託、資本市場（ウォールストリート）からの経営者への巨額報酬という名の贈賄行為を理由にあげる。

# 岩井克人 “会社の新しい形を求めて：なぜミルトン・フリードマンは会社についてすべて間違えたのか” 一橋ビジネスレビュー/一橋大学イノベーション研究センター 編 68.3 (2020): 8-28. (同趣旨：岩井克人「会社はこれからどうなるのか」、2003年、平凡社)



- 1)会社はすべて株主のものとする株主主権論、2)経営者は株主の代理人であると主張するエージェンシー理論、3)利潤が会社の唯一の目的とするSVMの主張はすべて、法人企業と個人事業を混同したことから来る理論的誤り。
- 従来 of 企業統治論では、会社はヒトとモノの二面性を見事に使い分けた制度である、法人企業であることを無視している。
- 「会社の経営者とは、」（株主のエージェントではなく）「会社に対して忠実義務という倫理的な義務を負っている信任受託者なのである。」
- (エージェンシー)「理論も、それがいくら」(会社統治問題の)「グローバルな標準理論であるとしても、やはり法人企業である会社と個人企業とを混同してしまった理論的な「誤謬」に過ぎない。」
- エージェンシー理論が提唱する株式オプションなどのインセンティブ制度により、経営者は忠実義務の制約から開放され、粉飾決算やインサイダー情報の活用によって自己利益の追求を奨励される存在となった。
- 国際基督教大学 特別公開講演会 岩井克人教授 最終講義  
[https://ocw.info.icu.ac.jp/sl/sl\\_20220225\\_profiwai](https://ocw.info.icu.ac.jp/sl/sl_20220225_profiwai)



# 6. まとめと仮説

- エージェンシー理論は、間違った法律理論を前提とするイデオロギーに過ぎないが、金融市場に広く受け入れられた結果、米国経済の低迷期の怠惰な経営者への、資本市場（株主）からの規律付けの実務に、経営者報酬設計を通して大きな影響があった。
- 同理論に基づく経営者報酬制度設計とその経済界での受容は、LBOやMBOの発達と株主アクティビズムを通して、株主と経営者の結託をもたらし、経営者に誤った方向への動機付けをした。
- 実務的には、経営陣の企業資産の濫費の抑止には成功し、株価の上昇と、米国企業のグローバルな覇権をもたらした反面、株主の横暴、経営陣の暴走、エンロン事件や国際金融危機を含む企業不祥事、および経済格差の拡大（一般国民層vs資本家、従業員vs経営者）という悪影響をもたらした。
- 現在理論的面で、各方面からの批判と見直しはあり、ビジネス界も修正を表明（Business Roundtable(2019)）しているが、資本市場と経営実務上の影響力は依然として強く残る。
- 日本について： 東証の企業価値経営/ROE重視/PBR向上 ⇨ 株主至上（SVM）経営？
- 日本の「失われた30年」に対する処方箋として、スチュワードシップとコーポレートガバナンス・コードなどの、株主の利潤動機を活用する政策パッケージ（株主の利潤動機に訴える経営改革）は、現在の日本の一部の企業の状況には有効なものではないか。
- 米国での「経営者の暴走」と「株主アクティビズムの行き過ぎ」症状を見ると、現状の日本の政策の「薬の効き過ぎ」の防止と、株価水準が是正されたときの出口対策を考えておく必要があるであろう。  
参考：[日本、気づけば「ファンド天国」 官が強めた企業への圧力](#)（日本経済新聞 2024/12/4）

# 参考文献表 (本文中で示したものの以外の主なもの)

- 入山章栄「[あらゆる組織の問題はエージェンシー理論で説明できる](#)」入山章栄の『世界標準の経営理論』第31回、2014年
- 菊澤研宗『組織の経済学入門－新制度派経済学 改訂版』有斐閣、2016/3
- Andersen, Kurt “[How Liberals Opened the Door to Libertarian Economics](#)” New York Times, 2020/9/11
- Bower, Joseph L., and Lynn S. Paine. "The Error at the Heart of Corporate Leadership." Harvard Business Review 95, no. 3 (May–June 2017)
- Business Roundtable “[Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’](#)” 2019/8
- Ghoshal, Sumantra “Mad Management Theories Are Destroying Good Management Practices” Academy of Management Learning & Education, 2005, Vol. 1 , No.1 75-91
- Jensen, Michael C. & Meckling (1976) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure” Journal of Financial Economics 3, No.4, 1976/10
- Jensen, Michael C. (1989) “Eclipse of the public corporation” Harvard Business Review, 1989/9-10
- Jensen, Michael C. & Kevin J. Murphy (1990) “CEO Incentives: It’s Not How Much You Pay, But How” 1990
- Jensen Michael C. & Donald H. Chew (1995) “U.S. Corporate governance: Lessons from the 1980s”
- Jensen, Michael C. (2001) “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function” (October 2001). Tuck Business School Working Paper No. 01-09; Harvard NOM Research Paper No. 01-01; Harvard Business School Working Paper No. 00-058
- Jensen, Michael C. (2004) “Agency Costs of Overvalued Equity” (March 2005). ECGI - Finance Working Paper No. 39/2004
- Lazonick, William. “[Profits without prosperity](#)” Harvard business review 2014/9
- New York Times “[A Free Market Manifesto That Changed the World, Reconsidered](#)” New York Times, 2020/9/14
- Perlstein, Rick “[Prophets of Instability - How Finance Broke the Modern Corporation](#)” The Nation, 2020/3 (Lemann (2020)の書評)

上記に上げたものを含むジェンセンの主要論文およびCCMO教材は、以下のSSRNの著者ページに掲載：

[https://papers.ssrn.com/sol3/cf\\_dev/AbsByAuth.cfm?per\\_id=9](https://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=9)

より広範な関係参考文献については、以下の論文の参考文献欄に記載：

- 太田行信 「マイケル・ジェンセン研究序説（Ⅰ）－エージェンシー理論がコーポレートガバナンスに与えた功罪」昭和女子大学 現代ビジネス研究所紀要（2022年度）、2023/3
- 同 「マイケル・ジェンセン研究序説（Ⅱ）－エージェンシー理論がコーポレートガバナンスに与えた功罪」昭和女子大学 現代ビジネス研究所紀要（2023年度）、2024/3