

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－

太田 行信¹

A Michael Jensen Study (II) － Rise and Fall of the Agency Theory and its Advocate －

OTA Yukinobu

本稿は、「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 2022 年度紀要）（太田(2023a)）の後編で、章番号は(Ⅰ)から続いたものである。

4. エージェンシー理論の影響、強欲資本主義、そしてジェンセン批判

(1) 米国ファイナンスとコーポレートガバナンスに与えた影響

①コーポレートガバナンス制度と経営実務への影響

エージェンシー理論の浸透は、実務上のコーポレートガバナンス制度設計が、非常に具体的に引き締まったものに強化される結果をもたらした。全てがエージェンシー理論から導き出されたものではなく、内容も様々であるが、現在各国で市場規制法令、上場規則、コーポレートガバナンス・コードおよび実務慣行として実装されている以下のような制度は、企業経営の効率化・有効化策としてエージェンシー理論と非常に整合的なものである。

内部統制制度²、内部監査制度、独立した公認会計士による会計監査、非財務データを含む開示項目の拡張と充実、社外独立非執行取締役が過半数を占める取締役会によるモニタリングボード・モデル³、経営者から独立した監査/指名/報酬の三委員会制度、筆頭独立取締役、独立した取締役会議長

さらに強い米国を代表してきた P&G、GM や IBM といった伝統的大企業において、1980 年代になると業績不振が続いたのを受けて、強化された監督方針を持つ取締役会による CEO の更迭が頻発した⁴のもエージェンシー理論の影響とあって良い。

¹ 昭和女子大学専門職大学院 福祉社会・経営研究科 福祉共創マネジメント専攻 特命教授

² 米国 SOX 法での、違反した場合には刑事罰が課される、CEO と CFO による財務報告にかかる内部統制の適切性および財務報告が妥当で粉飾や不正行為がないことの宣誓制度を含む。

³ 理論的な最初の提唱は、Jensen & Meckling (1976) とほぼ同時期の Eisenberg (1975) とされる（田村(2014)）。

⁴ それまで CEO 与党で占められ sleeping board と批判されていた取締役会の活動が活発になり、その権力が CEO よりも優勢となった結果、「取締役会の叛乱」と呼ばれた（マレー(2008)）。

②敵対的買収の増加、M&A と LBO のブームおよび企業リストラクチャリングの活発化
エージェンシー理論と、その背景にある株主至上主義および株主価値最大化経営目標論は、
経営効率改善のための「錦の御旗」の役割を果たした。特に報酬制度についてのジェンセン
の主張である、経営者への固定現金報酬を減らし、巨額の株式オプションという業績連動報
酬によって株主価値すなわち株価の上昇を目指すよう経営者を動機付ける仕組み⁵は、経営
者と会社双方に税務、会計および財務上の大きなメリット⁶があったために、投資ファンド
と金融業界⁷が飛びついて企業買収ブームを後押しした。これは、経営者＝エージェントと
いう制度観に基づく株主と取締役会による厳しい監督姿勢、端的に言えば、株価に反映され
るような経営成績の向上がなければ CEO は解任されるという鞭に対応して、株価が上昇す
れば雇われ経営者といえども莫大なキャピタルゲインが得られるという餌を経営者に差し
出したものである。巨額の株式オプションは、株主が経営者を自分たちの陣営に抱き込むた
めの賄賂であったともいえる。

M&A ブームの実態は、本源的価値に比べて現状の株価が低迷している企業を、投資ファン
ドが、発達したジャンクボンド市場を活用した多額の負債を元手に、時価よりも高い株価で
敵対的に、すなわち経営者の意向に反して買収し、非上場化した後、少数の株主のもと⁸で
経営者を入れ替え、リストラクチャリングを実施し、転売、解体または再上場で利益を得る
Leveraged Buy-Out (LBO) のブームであった。買収完了後には、少数の株主と、取締役を含
む新経営者が一体となって、返済スケジュールとコベナンツ（財務制限条項）が契約上明確
に定められた経営規律力が高い負債資本を背負って共通の経営目標を追求する体制は、エ
ージェンシー費用を低減する結果をもたらした。高金利で多額の負債の圧力と、投資ファン
ドから送り込まれた取締役の監視・監督のもと、経営者は経営効率向上の掛け声で、否応な
く不採算または非戦略的部門と子会社の売却、海外を含む低コスト地域への工場移転およ
び労働者解雇などのリストラクチャリングを実行したのである。リストラクチャリング成
功の暁には、経営者には株式オプションの行使による莫大な報酬が転がり込むが、労働者へ
の還元はなく、後に述べる一般労働者と経営者の報酬格差の拡大をもたらす契機となった。
LBO を含む会社買収取引は、株価が本源的価値よりも低く放置されている(undervalued)会
社を買って、リストラクチャリング後に本来の価値を実現化した高値で売却するという裁

⁵ Jensen & Murphy (1990)

⁶ 日本銀行(1998)に詳しい。現金での報酬支払と比較して、経営者個人にとっては付与された株式オプ
ションを行使して取得した株式を売却するまで所得税が繰り延べられ、会社財務にとっては現金流出がな
く、さらに財務会計上は資本取引として費用計上が必要という三方良しの結果であったが、現在はすべて
是正されている。

⁷ 本稿においては、「投資ファンド」には、プライベート・エクイティ (PE) ファンド以外に、会社支配
権を取得することを手段または脅しとする企業乗っ取り家、アクティビスト投資家、さらに積極的 M&A
を企業戦略とする一般企業を広く含み、「金融業界」にはウォール街の投資銀行およびホールセール商業
銀行を含む意味で使用する。

⁸ Jensen (1989)は投資ファンド株主の傘下での企業経営こそが、もっとも効率的な結果をもたらす会社
所有構造であると褒めそやしている。

定取引である⁹。

ジェンセンは、買収行動によって潜在的な未実現企業価値が売却益という形で顕在化されて被買収会社株主に移転するとともに、被買収会社は新株主のもとでより一層の価値を産むことによって、買収側会社の株主も損を被らないことを実証的に明らかにした¹⁰。また実際に買収に至らなくとも、経営者が敵対的買収によって解任されることを恐れて、より株主価値を重視する効率的経営を行ったり、株主価値を棄損するような企業資産濫用が抑制されたりする効果があった¹¹と分析した。すなわち会社支配権売買市場が活発化したことで、経営者への規律付けの力が上昇した、と結論付けたのである。

③株式市場の変質と政治経済的背景

以上の現象の背景として、バリ＝ミーンズ時代にはシェア 90%以上と個人が圧倒的多数の株式所有者であったのに対して、1970 年代以降、数では圧倒的に少数の年金基金や投資信託などの機関投資家が大きな保有シェアを占めるようになって、株主の機関投資家化が進み、1985 年ごろには個人株主を指す家計 households のシェアは 50%以下にまで減少し、株主の小口分散状況が相当程度修正されていた点が指摘できる（図 1 参照）。

これら機関投資家は、規制緩和や判例¹²を背景に、より高い投資リターンを得る機会として投資ファンドへの出資、および被買収会社株主としては現経営者側に付かず敵対的提案を含む企業買収に賛成することで、投資ファンドによる買収行動を直接・間接的に後押しした。さらなる背景としては、レーガン政権（1981-1989 年）時代の反トラスト法の緩い執行政策姿勢、グラス＝ステューガル法の撤廃（1999 年）に至る段階的金融規制緩和といった政治的環境、および 1981 年をピークとする金利の低下（図 2 参照）という金融環境が強い追い風になったことがあげられる。

投資ファンドが発達したこの時代のもっとも象徴的な買収案件は、1988 年の PE ファンド Kohlberg Kravis & Roberts(KKR)による RJR ナビスコの 250 億 7,000 万ドル(約 3 兆円)という当時史上最大の LBO である¹³。

⁹ 本来、ジェンセンが属する効率的市場仮説学派にとっては、株価が過小評価状態に長期間放置されるのは本来ありえない事態なのであるが、1990 年代に入ると次第にジェンセンはもはや理論金融経済学者としての実証的論説は発しなくなっており、むしろ買収によってそのような一時的な市場の歪みが是正される結果を歓迎している。

¹⁰ Ruback & Jensen (1983)

¹¹ Jensen (1993)

¹² 主要な出来事として、1974 年の年金管理・運営者の受託者責任を定める ERISA 法制定、1980 年に始まる預金金利上限規制 regulation Q の緩和による預金金利の自由化、1986 年のオークション状況にある会社の取締役会の行動原則（経営者より株主利益を尊重する義務）にかかるレブロン判決（デラウェア州最高裁）、年金基金の議決権行使を容認した 1988 年の労働省エイボン・レター発出などが挙げられる。

¹³ Burrough & Helyar (1989)

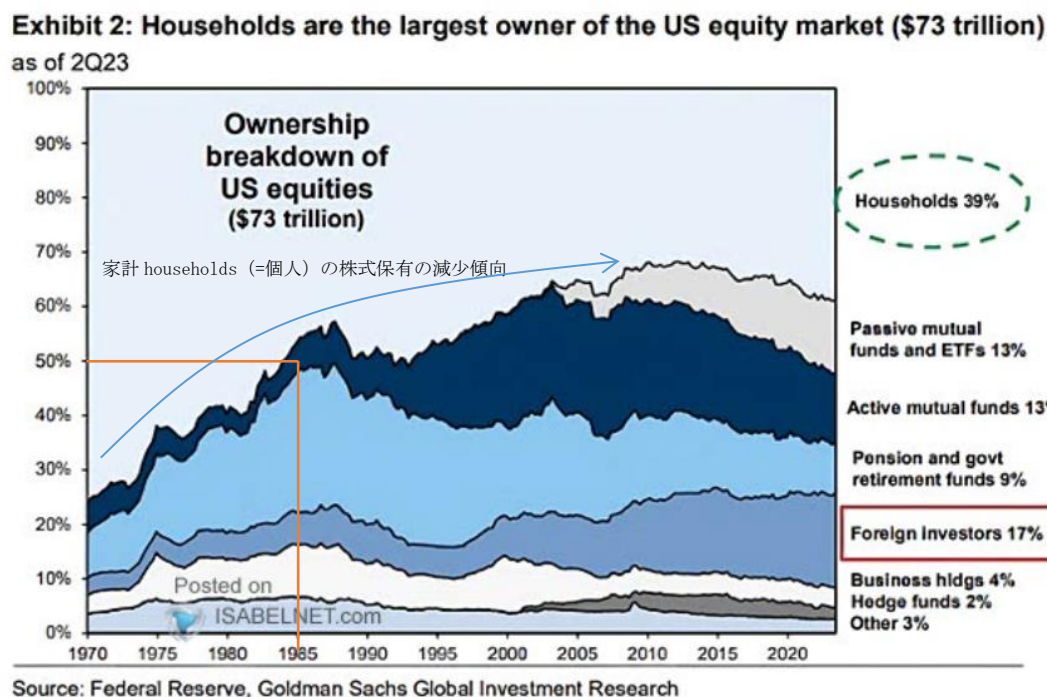


図 1：米国株式の株主属性別シェア Ownership Breakdown of the US Equity Market

<https://www.isabelnet.com/ownership-breakdown-of-the-u-s-equity-market-share-of-corporate-equity-market/>に一部加筆

(2) エージェンシー理論批判：強欲資本主義の時代とジェンセン批判

①理論的批判

これまで見てきたように、エージェンシー理論、特にエージェンシー費用削減策としての株主構造の変革と経営者報酬制度改革の提言は、モデル的にシンプルで説明力が高く、実務的にも適用が容易な、強力な経営フレームワークであったが、現在では以下のような理論的批判¹⁴の対象となっている。

- 会社法が定めない株主至上主義をア・プリオリに前提¹⁵したことへの批判
- 株主を会社の生殺与奪権を持つ所有者／オーナーとする法的解釈への批判
- 経営者は依頼人たる株主に絶対的な忠実義務を負う代理人 agent ではなく、裁量の幅の大きい信頼関係の受託者 fiduciary とみるべき¹⁶という批判

¹⁴ 岩井(2009)(2020)、Dobbin & Jung(2010)、Stout (2012)、Hart & Zingales(2017)、Bower & Paine(2017)「前提に欠陥があり、法律解釈として誤解があり、結果は有害である」、Denning(2017a,b)、McDonald(2017)、Lemann(2019)、Anderson(2020)など。

¹⁵ ジェンセンは、Jensen(2000)および Jensen(2001)で、相互にトレードオフ関係にある複数のプリンシパルを前提とするエドワード・フリーマン流のステークホルダー主義（現在のステークホルダー主義とはやや色合いが異なる）への批判を述べており、経営者支配のもとでの企業経営の私物化をどう防ぐかは、ステークホルダー主義を擁護する論者も明確な反論は難しいポイントである。

¹⁶ バリー＝ミーンズ (1932)に先立って開始され、その後も続いたバリーとドッドの論争以来、未だに明確な結論が出ていない論点である（大塚 (2011)）。

- 信託義務の対象（つまり委託者）は株主ではなく会社法人であるので、より広い会社のステークホルダーに配慮する義務があり、株主のためだけに経営すべきではないという批判
- 測定が容易な 5～6 年程度の短期的な株価上昇を経営向上のベンチマークとしていて、より長期な企業の発展が目指されていないという批判
- 株主といっても投資目的と投資ホライズンは様々であり、全ての株主が短期的利益の最大化を目指している訳ではないという批判

会社法学者である Stout (2012)は、株主が会社を所有する、残余価値の受領者である、そして株主がプリンシパルで経営者がエージェントである、というエージェンシー理論の前提条件が法律理論上全て間違いであると断じたうえで、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で、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、と強く批判している。

②経営者側からの批判と受容

GE の元 CEO ジャック・ウェルチは、「株主価値の増大は経営努力の結果であって、それを経営の目的とするとは、最もバカバカしい考え方(the dumbest idea)」と述べている¹⁷。無論、ウェルチの在任（1981-2001 年）中の経営行動と、退任後の GE の惨状¹⁸を踏まえて、どの口がいう、と世間は呆れたのであるが、彼のようなカリスマ CEO の本音としては、株主およびその代理人たる取締役会の風下に立って監視・監督されることを意味するエージェンシー理論は、軽蔑と忌避の対象でしかないと推察される。

一方でエージェンシー理論側に立つことでの経営者側のメリットとしては、経営裁量権についてある程度妥協するのと引き換えに、労働組合や地域政治からの圧力を回避し、株主と高額な成功報酬を握ることで、経営執行でのフリーハンドと富を手に入れられるようになる点にあった。理論的にシンプルでわかりやすいエージェンシー理論は、株主と取締役会に選解任権を握られている経営者の立場では、その経営行動と高額報酬を正当化するための便利な方便であり、その他ステークホルダーからの批判の避雷針となったのである。

③社会的批判とジェンセンの悔悟

株主が株主価値増大を旗印として、高報酬を餌として経営者を抱き込んで会社を支配し¹⁹、

¹⁷ Financial Times (2009)、Denning (2011)、Montier (2014)

¹⁸ Gryta & Mann (2020)

¹⁹ 前述のように、株式という金融商品自体が、バリー=ミーンズ時代までの個人・家計のささやかな資産運用の対象から、この時代には機関投資家が主な保有者としてプロフェッショナルに運用するマネーゲームの道具に変質している点は忘れてはならない。

株主以外のその他ステークホルダーを疎外する経営戦略を取らせるというエージェンシー理論および買収ブームは「強欲資本主義」をひき起こしたとして社会的に強く批判され²⁰、翻って現在のステークホルダー主義の勃興につながっている。株主と経営者が金銭面で共闘を組むという構造においては、その他ステークホルダー利益の無視は、株主至上主義の「結果」ではなく、むしろ「目的」であった²¹といえる。

ジェンセン自身も、2004年には過去にエージェンシー問題解決の方策として自らが提唱した、企業買収による経営の規律付け、過大な債務および経営者報酬制度は、過去と違って株価が過大評価 *over-valued* された状況（図 3 と 4 に見られるように、今世紀初頭には市場全体でみると、相対的にも絶対的にも株価水準は修正されている）では有害無益とまで述べる²²ようになった。ジェンセンが反省したのは、世界金融危機（リーマン・ショック）まであと数年の時点であり、危機はすでに萌芽していたといえよう。

④金融業界の変質と暴走

金融規制緩和、特にグラス・スティーガル法廃止による商業銀行と投資銀行の垣根の完全撤廃の影響で、伝統的に企業家企業形態のパートナーシップ制であった老舗投資銀行が、大手企業に身売りしてその傘下に入ったり、IPO して株式公開会社になったりすることが 1980～90 年代にかけて相次いだ²³のに続いて、PE ファンド運用企業までも株式を公開したこと²⁴で、自らがエージェンシー問題を抱え込むことになった²⁵。

一般企業経営者と同じように強力な業績連動報酬で動機づけられた銀行家による過剰なリスクテイクとマネーゲームの行き着いた先として、1989 年のジャンクボンド帝王マイケル・ミルケンの起訴とドレクセル・バーナム社の破綻、数々のインサイダートレーディング犯罪、2001 年のエンロン社とワールドコム社の粉飾会計と破綻（2002 年 SOX 法制定につながった）、ドッココム・バブルの崩壊が起き、さらにサブプライム・モーゲージ市場崩壊に続いて 2008 年のリーマン・ブラザーズ社破綻から翌年の世界金融危機が起きた。世界中で多数の金融機関や大手企業の破綻が起きて、宴に踊った強欲の果てに世界の金融市場のみなら

²⁰ Bower & Paine (2017)、McDonald (2017)、Anderson (2020)は、ジェンセンの名前をあげて諸悪の根源のごとくエージェンシー理論を批判している。

²¹ 会社資産の効率的運用を求める立場からは、このような会社支配権市場の活動による経営者支配の弊害是正はむしろ福音である、という評価がなされていたのである（Jensen (1993)、Jensen & Chew (1995)）。

²² Deutsche(2005)および Uchitelle(2007)でのインタビューで、ジェンセン本人は実務での行き過ぎた結果への反省を述べているが、株主と経営者の利害を一致させる目的での業績連動報酬のアイデア自体は擁護しつつ、実際の制度の設計と運用には問題があった、と主張している（Dobbin & Jung(2010)もほぼ同様な結論）。

²³ リーマン・ブラザーズのアメリカン・エクスプレスへの身売り（1984 年）、ベア・スターンズ（1985 年）、モルガン・スタンレー（1986 年）およびゴールドマン・サックス（1999 年）の IPO など。

²⁴ フォートレス(2007 年)、ブラックストーン（2007 年）、KKR（2010 年）などで、税務上のメリットを活用した；これらは Publicly-held Private Equity Firm という概念矛盾であり、PE ファンドこそ株主が経営者を効率的に監視・監督できる理想的企業所有体制と称賛した Jensen(1989)の構想とは異なる存在である。

²⁵ Jensen (1989)後半、Fuller & Jensen (2002)

ず、資本主義体制の危機すら懸念されたのである。

⑤ 株価の過大評価と会社支配権売買市場を通じた規律の喪失

株式市況も今世紀に入って大きく変化した。1970 年代末をボトムとする株価の上昇により、株価が過小評価された会社が減り、むしろ過大評価会社が増加²⁶して割高になった結果、買収者が現れないため会社支配権売買市場を通じた規律は働かなくなった。むしろ経営者は株価低下を恐れて、ショートターミズムに陥って株主の要求を次々と受け入れ、その他ステークホルダーの利益をより強く無視することで株価維持／向上に汲々とするようになり、エンロンやワールドコムなど経営者が違法な粉飾決算に手を染める事件を引き起こした。エージェンシー理論に基づく経営者への株式オプション付与策は、株価過大評価状態になるとむしろ逆の非効率的行動を引き起こす強い誘引を含んでいたといえよう²⁷。

⑥ 経営者報酬の高止まりと報酬格差の拡大

CEO と平均的労働者の報酬格差の拡大は、現在に至る大きな政治的・社会的問題となっている。株式オプション付与が太宗を占めるようになった CEO 報酬が 1978 年から 2018 年の 40 年間で 9.4 倍になったのに対して、平均的労働者の報酬は 12% しか増加していない²⁸。別の分析として、1978 年と比較して 2021 年には CEO 報酬は 14.6 倍に増え、平均的労働者の約 400 倍となったとする Bivens & Kandra (2022) の Figure A のグラフを見ると、特に 1990 年から格差が急激に拡大したことが見てとれる。2019 年には、それまで株主至上主義の立場を取ってきた経営者団体 Business Roundtable がその公式コーポレートガバナンス方針をステークホルダー主義に向けて修正した²⁹が、経営者報酬制度への言及は避けている、として批判の対象となっている。

また、ビジネススクール卒業生 (MBA) の多くが、高収入の投資銀行家、経営コンサルタントや投資ファンドマネージャを志望するようになり、ビジネススクールは倫理なき金の亡者の育成機関として世間の反感と批判を受けるようになった³⁰。

⑦ 貧富の格差の拡大と社会の分断

強欲な買収ブームに続く企業リストラクチャリングの一つの結果として、ラストベルト地方の成熟製造業企業城下町の没落と地域コミュニティの衰退、長期雇用慣行の消失による中流階級の没落、貧富の格差の拡大がもたらされた。無論、根本的には米国製造業の競争力

²⁶ S&P500 株価インデックスの P/E レシオは、1970 年代末の 1 桁台後半を底としてその後右肩上がりに上昇し (図 3 参照)、ドットコム・バブル時代の 2001-2002 年には 40 倍、世界金融危機直前の 2009 年には 120 倍超という異常な値を付けた。

²⁷ Jensen (2004) ではそのような悪影響を「経営上のヘロイン」と呼んで、強く警鐘を鳴らすまでに態度を変えている。

²⁸ Gibson (2019)

²⁹ Business Roundtable (2019)

³⁰ McDonald (2017)

の低下、経営者の経営改革努力の不足、ならびに労働組合および地域政治との馴れ合いという問題が一番大きかったのではあるが³¹、株主資本家と経営者が結託することでステークホルダーの「痛み」を厭わない経営判断が促進された面は大きいであろう。

その政治的結果として、経済格差拡大に対する大衆の反乱と国民の分断が起き、一般市民の反資本主義運動「ウォール街を占拠せよ Occupy Wall Street」「We are the 99%」や反グローバリズム運動が起き、ポピュリズムを背景に従来の政治常識では考えられなかったトランプ政権（2017-2021）の誕生につながるようになったのは、現在も進行中の米国での政治経済的事象である。

⑧米国経済の新陳代謝効果

ただし、結果的に起きた企業・産業再編は、米国経済にとって悪いことばかりではなく、ラストベルト製造業の没落と対照的なシリコンバレー新興 IT 産業の勃興に見られる産業の新陳代謝が進むと同時に、経済のグローバル化の波に乗って、米国経済と米国企業の圧倒的高パフォーマンス（グローバルな展開と企業規模の巨大化）および米国株価の世界の一人勝ち状態をもたらしたことも忘れてはならない。市場全体の株価チャートからわかるように、一株あたり利益(EPS)に対する投資家の期待値（マルチプル）である PE レシオは、1980 年をボトムとして非常な勢いで上昇している（図 3）、絶対的な株価水準も上昇（図 4）した。ジェンセンのエージェンシー理論の蹉跌は、成熟産業の株価の過小評価状態を解決したという成功にその源があったという皮肉な見方もできようし、一般論ではなくそのような限定的条件下でのみ有効な理論という結論もありえるであろう。

5. 最後に

フリードマンの株主至上主義を出発点とするエージェンシー理論と、経営者は企業価値の上昇を目標として、結果的に株価の上昇をめざすべきという方向性は、ごく最近ではステークホルダー主義の要素を取り入れつつも、日本を含む多くの国で経営者の暴走を防止し（「守りのコーポレートガバナンス」）、怠慢を抑止する（「攻めのコーポレートガバナンス」）目的で、コーポレートガバナンスの方向性の基底をなす重要なフレームワークとなっている。その限りで、エージェンシー費用の削減を目指すジェンセンの理論は今でも生きていたといえるが、他方で彼の理論は、株価過小評価に表象される経営者の怠慢と会社資産の非効率的活用状態への対症療法としては有効であったが、生身の人間である経営者の合理的行動を前提として過度に重視した結果、人間理解の浅さからくる強欲による暴走を予見も防止もできなかったのみならず、企業の合理化の対象である従業員や地域経済への影響への洞察も浅かったといえよう。

³¹ 1980 年代に米国製造業に特に大きな打撃を与えた日本企業のコーポレートガバナンス構造に関して、Jensen (1989)は、経営・資本・労働が協調的にビジネス遂行にあたることでエージェンシー損失の発生を最小にする日本的経営システムを念頭に、今となっては面映ゆく感じる称賛を述べている。

これらの欠陥は、エージェンシー理論に基づくコーポレートガバナンス制度は、ジェンセンの金融経済学者としての経歴を踏まえると、効率的市場仮説がバブルや金融危機の発生メカニズムを満足に説明できなかったように、情報の非対称性およびプリンシパルによるモニタリングの限界といった与えられた条件の範囲内で、人間である経営者が自らの利益を最大化するように没倫理的に行動するという限定合理性を克服できなかったという総括に至るであろう。

今後の展開としては、プリンシパル—エージェンツ関係モデルを基にプリンシパルの範囲をより広く、株主以外のステークホルダーに拡大したうえで、より望ましいコーポレートガバナンスのあり方を実現するための理論的追求が求められる。その意味では、ジェンセンによるエージェンシー費用をいかに削減するかという問い掛けと、その理論的フレームワークは、スタート地点として未だに有効なものであるといえる³²。

³² なお、本稿で取り上げた事象の背景をなす歴史的潮流である、米国での会社支配権を巡る「経営者革命」と「株主反革命」が、日本でも同様に起きており、現在は政府主導での株主反革命が進行しているのではないかという筆者の仮説については、太田 (2023b)を参照。

付録: エージェンシー理論発表前後の米国金融のチャート



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)

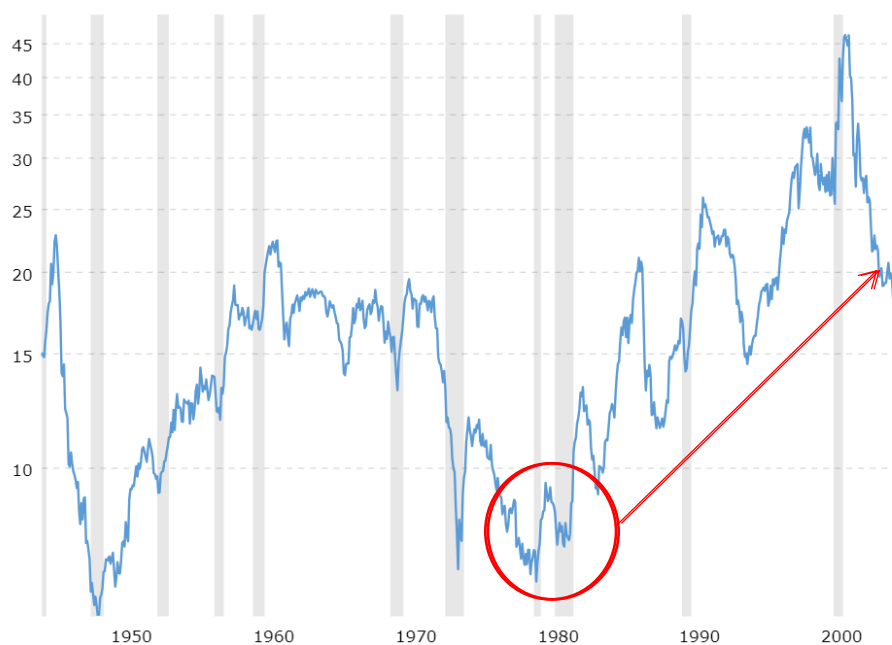


図 3 : S&P500 株価インデックスの Price Earnings Ratio 1945-2005 年

<https://www.macrotrends.net/2577/sp-500-pe-ratio-price-to-earnings->

[char?q=PB+ratio](https://www.macrotrends.net/2577/sp-500-pe-ratio-price-to-earnings-) (2023/12/31 アクセス) に一部加筆

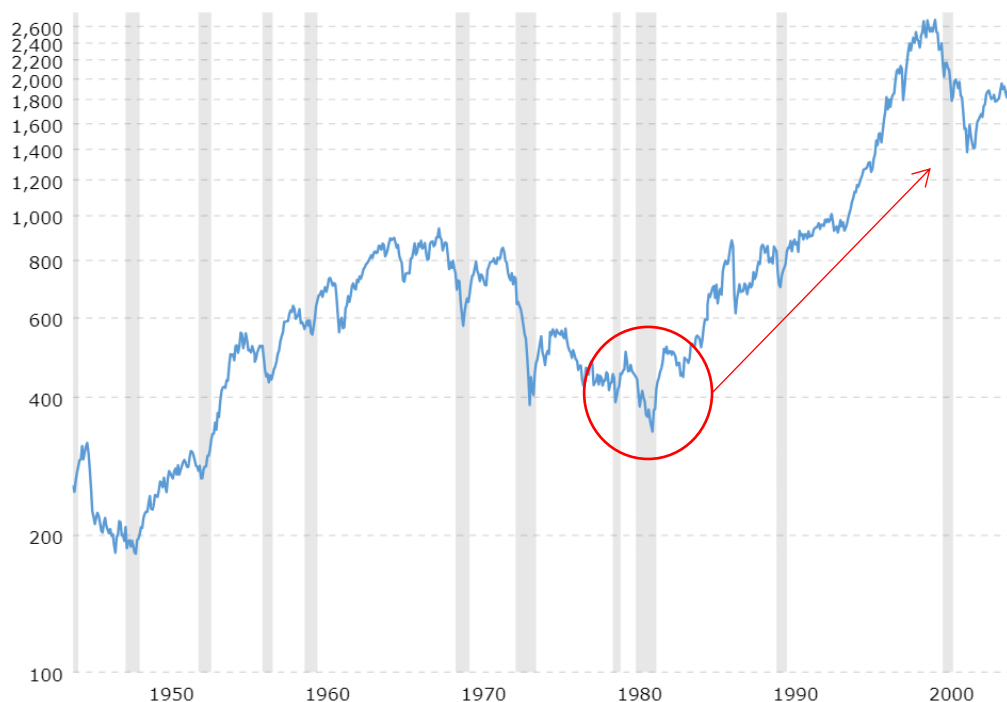


図 4：S&P500 株価インデックス 1945-2005 年 <https://www.macrotrends.net/2324/sp-500-historical-chart-data> (2023/12/31 アクセス)に一部加筆

<参考文献>本稿において引用した文献のみを以下に示し、その他の参考文献は(I)(太田(2023a))を参照されたい。

- ジェンセンが単独または共著者（筆頭著者でない場合も含む）となっている著書
- Jensen, Michael C. & William H. Meckling (1976) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure” *Journal of Financial Economics* 3, No.4, 1976/10 [Jensen(1998)および(2000)に所収]
- Ruback, Richard S. & Michael C. Jensen (1983) “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence” *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50, 1983
- 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(1998)所収]
- Jensen, Michael C. (1993) “The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems” *Journal of Finance* (July 1991) [Jensen (2000)所収]

- Jensen Michael C. & Donald H. Chew (1995) “U.S. Corporate governance: Lessons from the 1980s” [Jensen (2000)所収]
- Jensen, Michael C. (2000) *A Theory of The Firm*, Harvard University Press, 2000
- 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
- Fuller, Joseph & Jensen, Michael C. (2002) “Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game” (February 17, 2002). *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, No. 4, pp. 41-46, Winter 2002
- Jensen, Michael C. (2004) “Agency Costs of Overvalued Equity” (March 2005). ECGI - Finance Working Paper No. 39/2004

● ジェンセン以外の著者によるもの

- Andersen, Kurt (2020) *Evil Geniuses: The Unmaking of America: A Recent History*, Random House, 2020/8 [Kindle edition]
- バリー、A.A.および G.C.ミーンズ 森杲訳 (2014) [バリー＝ミーンズ (1932)] 『現代株式会社と私有財産』 北海道大学出版会、2014/5 (原著 : Berle, Adolf A. & Gardiner Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, 1932)
- Bivens, Josh & Jori Kandra (2022) “CEO pay has skyrocketed 1,460% since 1978 - CEOs were paid 399 times as much as a typical worker in 2021” *Economic Policy Institute*, 2022/10/4 <https://www.epi.org/publication/ceo-pay-in-2021/> (2022/1/15 アクセス)
- Bower, Joseph L. & Lynn S. Paine (2017) “The Errors at the Heart of Corporate Leadership” *HBR* 2017/5-6, 2017
- Burrough, Bryan & John Helyar (1989) *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco Arrow*, Revised Edition、2010/7/1 (邦訳 : 鈴木敦之訳 『野蛮な来訪者—RJR ナビスコの陥落』 パンローリング、2017/10/15)
- Business Roundtable (2019), “Statement on the Purpose of a Corporation” 2019/8/19
- Denning, Steve (2011) “The Dumbest Idea in The World: Maximizing Shareholder Value” *Forbes*, 2011/11/28
- Denning, Steve (2017a) “The Pernicious Nonsense Of Maximizing Shareholder Value” *Forbes*, 2017/4/17
- Denning, Steve (2017b) “Making Sense Of Shareholder Value: The World's Dumbest Idea” *Forbes*, 2017/7/17

- Deutsche, Claudia H. (2005) “An Early Advocate of Stock Options Debunks Himself” *New York Times*, 2005/4/3
- Dobbin, Frank & Jiwook Jung (2010) “The misapplication of Mr. Michael Jensen: How agency theory brought down the economy & why it might again” *Research in the Sociology of Organizations*, Volume 30B, 29-64, 2010/7
- Eisenberg, Melvin (1975) “Legal Models of Management Structure in the Modern Corporation: Officers, Directors, and Accountants” *California Law Review*, Volume 63, Issue 2 1975/3
- Financial Times (2009) “Welch condemns share price focus” by Francesco Guerrera 2009/3/13
- Gibson, Kate (2019) “CEOs rake in 940% more than 40 years ago, while average workers earn 12% more” *CBS News*, 2019/8/14
- Gryta, Thomas & Ted Mann *Lights Out: Pride, Delusion, and the Fall of General Electric* Mariner Books (2020/7/21) [Kindle Edition] (邦訳：御立英史訳『GE 帝国盛衰史 「最強企業」だった組織はどこで間違えたのか』ダイヤモンド社 (2022/7/13) Kindle 版
- Hart, Oliver & Luigi Zingales (2017) “Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value” *Journal of Law, Finance, & Accounting*, 2:247-274, 2017
- ニコラス・レマン、藪下史郎・川島睦保訳(2021) 『マイケル・ジェンセンとアメリカ中産階級の解体 エージェンシー理論の光と影』日経 BP、2021/6) (原著：Lemann, Nicholas (2019) *Transaction Man: The Rise of the Deal and the Decline of American Dream* [Kindle Edition] Farrar, Straus and Giroux, 2019/9)
- McDonald, Duff (2017) *The Golden Passport: Harvard Business School, the Limits of Capitalism, and the Moral Failure of the MBA Elite*, Harper Business [Kindle Edition], 2017/4
- Montier, James (2014) “The World's Dumbest Idea” *GMO Whitepaper*, 2014/12
- マレー、アラン (2008)、山崎康司訳 『CEO vs. 取締役会—株主主権時代の権力闘争の行方』ダイヤモンド社 (原著：Alan Murray (2008), *Revolt in the Boardroom: The New Rules of Power in Corporate America*, HarperBusiness, 2008/8)
- Stout, Lynn (2012) *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public* Berrett-Kohler Publishers, 2012
- Uchitelle, Louis “Advocate of Paying Chiefs Well Revises Thinking” *NEW YORK TIMES*, 2007/9/28
- 岩井克人 (2009) 『会社はこれからどうなるのか』平凡社、2009

- 岩井克人 (2020) 「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68 (3), 8-28, 2020
- 太田行信 (2023a) 「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 2022 年度紀要、2023/3
- 太田行信 (2023b) 「経営者革命としての日本的経営モデル、株主反革命としてのコーポレートガバナンス・コード」 比較経営研究 (47) 44-65、2023/3
- 田村俊夫 (2014) 「変貌する米国取締役会～モニタリングモデルの確立と直面する課題～」 みずほ証券 資本市場リサーチ、2014 年秋期
- 日本銀行 (1998) 国際局 有泉池秋・山岸徹久 「米国におけるストック・オプションについて」、1998