

書評

Nicolas Lemann [2017], *Transaction Man: Traders, Disrupters, and the Dismantling of Middle-Class America*; 藪下史郎・川島睦保訳

『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社, 2021年)

佐賀卓雄

I

2008年のリーマンショックを機に、世界的に経済格差の拡大が注目されている。中でも、アメリカでは、その前後から、「ムーブ・ユア・マネー」キャンペーン、ティーパーティー運動、「99%の反乱」、「ウォール街占拠運動」、富裕層が居住区を囲い込む「要塞街 (gated community)」という「新しい中世」の出現と、中間層が没落しアメリカの一部が第三世界化している、という社会の分断が大きくクローズアップされた。また、ニューヨーク市のブルックリン地区やマンハッタン地区、ネブラスカ州オマハなどに、バングラデッシュの貧困層向けマイクロファイナンス (少額無担保融資) を手掛けるグラミン銀行が支店を開設したこともその象徴として注目された (拙稿 [2012], 「金融危機からの回復と経済格差問題」, 『証券レビュー』第52巻4号, を参照されたい)。

経済格差の拡大は世界的現象として注目を集め、OECDやエマニュエル・サエズ (Emanuel Saez) らのデータ分析によっても確認されている。かつてトマ・ピケティ (Tomas Piketty) は、独自の分析に基づき資本収益率が産出

と所得の成長率を上回る時、資本主義は持続不可能な格差を生み出すと主張し大きな注目を集めた。しかし、アメリカにおける経済格差の拡大は20世紀末から先進各国と較べて突出しており、その背景を明らかにするためにはその固有のメカニズムについての分析が必要である^{注)}。

アメリカにおける経済格差の拡大の原因としていくつかの要因が指摘されてきた。一つは、グローバル化による労働者の組織力の低下である。第二に、ICT化による省力化である。第三に、労働者の組織力の低下も一因となって非正規雇用が増加し、賃金水準の増加が抑えられたことである。第四に、1990年代から経営者報酬のかなりの部分がストック・オプションで支払われるようになり、株価の上昇により経営者の所得を大幅に押し上げた。第五に、1970年代後半から続くキャピタルゲインに対する減税措置である。1978年に48%であった税率は現在は15%に減税されている。さらに、夫婦の遺産は1000万ドルまで非課税とし、その税率は55%から35%に引き下げられた。これらの措置が資産からの収益を押し上げた (Hedrick Smith [2012], *Who Stole the American Dream?* (伏見威蕃訳 [2015], 『誰がアメリカンドリームを奪ったのか?』(上), 朝日新聞出版, 157-58,

197頁)。

しかし、最後の二つの要因を除いて、これらの要因は程度の差はあれ他の先進諸国でもみられた傾向であり、アメリカの突出した経済格差の拡大を説明するには十分ではない。説得的な分析として、より広範囲にわたる政治力学的な変化についての説明が求められるとともに、それを支えたイデオロギーにまで射程に取めた分析が必要である。

本書は思想の歴史的な変遷と現実に生じた事例の分析を踏まえ、この課題に肉迫しようとした野心的な著作である。各時代に大きな影響力を及ぼした支配的なイデオログとして、アドルフ・バーリ、マイケル・ジェンセン、リード・ホフマンの思想を分析の俎上に載せ、より良き社会を創るために如何に経済を組織化するかについてのそれぞれの思想の中心となる組織、取引、ネットワークについて詳細な分析を行う。

同時に、その間のLBOをとまなうM&Aの盛行、ストック・オプション、GMの破綻やモルガン・スタンレーの栄光と没落、サブプライム住宅ローンの破綻にとまなうコミュニティの崩壊などの負の側面も摘出している。

そして、アーサー・ベントリーの『政治過程論』に依拠しながら、より良き社会の構築のためには利益者集団による多元主義が必要不可欠であることを主張している。

II

著者のニコラス・レマンはハーバード大学を卒業後、いくつかの雑誌の編集に携わった後、コロンビア大学大学院の学部長に就任し、現在は同大学の名誉教授である。また、この間、

ニューヨーク・タイムズ紙などの雑誌・新聞に寄稿している。これまでに、本書を含めて5冊の著作を出版している。

本書の書名は、直訳すると『取引人間—トレーダー、破壊者とアメリカ中産階級の解体—』である。翻訳書のタイトルは原著の内容を汲んだ上での命名であろうが、やや疑問が残る。これについては最後に言及する。

本書の目次は次の通りである。

序章 組織・取引・ネットワーク

1. 組織人間
2. 組織の時代
3. 取引人間
4. 取引の時代—勃興期—
5. 取引の時代—衰退期—
6. ネットワーク時代

終章 利益者集団による多元主義

訳者(藪下史郎氏)による解説「企業、金融、組織」

序章では、著者の問題意識が提示される。その関心は、国家、組織(企業)、市場(取引)を考えた時、社会・経済の編成原理としてその最適な組み合わせは存在するのか、仮に存在するとすればそれはどのようなものであるべきかということである。このような基本的でスケールの大きな問題意識の下で、経済的格差の拡大という問題も分析されるのである。

著者のスタンスの特徴はフィールドワークを重視していることで、それは「問題の切迫度を理解するためには、とにかく問題を抽象的な興味の対象ではなく、具体的な脅威と感じている当事者に会ってみることである」(10頁)という言葉に表明されている。そのため、この間の

シカゴの自動車ディーラーともう一つの家族の生活環境の激変を紹介することによって、アメリカが経験してきた苦境を描き出そうとしている。この二つの家族が経験した生活環境の激変を通してアメリカにおける「巨大な社会的劣化」(31頁)に焦点を当て、それをもたらした思想的背景に切り込んでいくのである。つまり、「シカゴローン、ウォール街、シリコンバレーのような地域やGM、連邦政府といった組織を取り上げ、組織がどのように変化していったか」(44頁)を支配的なイデオロギーの変化に即して分析するのである。

現実の社会・経済システムは、国家による集権的な資源配分と自由市場による分権的な資源配分を両極端として、それらの多様な組み合わせによって行われている。歴史的にみれば、ニューデール期以降のアメリカのシステムは政府と大企業の協調による調整から、市場システムによる調整に大きく変化し、その過程で企業の力がかつてないほど強まり、中産階級の衰退につながったというのである。そして、同時にその帰結として旺盛を極めた市場中心主義が大手金融機関と大企業の破綻をもたらし、経済格差の是正、社会・経済システムの再建を喫緊の課題として提起している。新たに台頭しているネットワーク企業がこの課題に十分に答えることができるかどうかは現時点では明確ではない。この問題に真剣に取り組むためには、利益者集団による継続的に生産的な論争を行うという多元主義が必要であるとしている。

率直に言って、結論はやや抽象的で腰砕けの感があるが、それだけ経済格差の拡大、中産階級の衰退という原因の複雑性と、その解決のためには所得の再配分にまで踏み込んだ政策が求められるため、否応なく政治力学の世界に入り

込む必要があるということであろう。

III

第1章と第2章は、アドルフ・バーリ思想と、その後の系譜に連なるジョン・ケネス・ガルブレイスやピーター・ドラッカーの思想を論じている。また、当時の超優良企業であったGMによる企業年金制度の採用、そのコンサルティングを委託されたドラッカーの報告書である『企業とは何か』、またモルガン・スタンレーのような名門投資銀行の引受業務の実態なども紹介されている。

アドルフ・バーリといえば、ガーデイナー・ミーンズとの共著『現代株式会社と私有財産』(1932年)が余りに有名であるが、第一次世界大戦後のパリ講和会議(1918年)の米国代表団への参加(と失望しての途中帰国。この点は、同会議にイギリス代表団の一員として参加したものの、会議の内容に抗議、途中帰国し、20世紀に最も広く読まれたといわれるパンフレット『平和の経済的帰結』をまとめたJMケインズの行動を彷彿とさせる)、フランクリン・ルーズベルトへの政策助言など、リベラリストとしての政治活動でもよく知られた弁護士であった。

バーリは同著において、アメリカ経済において少数の大企業に経済力が集中していること、そしてそれらの企業には膨大な株主が存在しているものの、それぞれは零細であるため、所有者である株主によって統治されないという歴史的にまったく新しいタイプの組織が出現したことを実証的に示した(75頁)。

彼は巨大化した株式会社の権力を抑制する役割を連邦政府に求めた。もっとも、ルイス・ブ

ランダイスの企業分割も辞さない反企業的なりベラリズムについては反対で、それをコントロールする政府の権限を強化する必要性を主張した。だから、バーリは連邦政府に企業の販売価格、賃金、基本的な経営方針を規制する権限を与える全国産業復興法（NIRA）を熱烈に支持したのである。要するに、計画規制派りベラリズムであり、反権力派りベラリズムとは対立する立場である（98-101頁）。

こうした考え方は、労働組合、消費者、農民、中小企業者など他の組織化されたグループ間の調整を政府が果たす構想を描いたジョン・ケネス・ガルブレイスの「拮抗力」（countervailing power）の概念に受け継がれた。バーリの思想は「組織された資本主義」論の先駆といえる。もっとも、バーリは権力への不信感はいさほど強くなく企業の力を政府の権力によって抑え込むことが可能と考えていたのに対して、ガルブレイスはジェファーソン主義者の感覚に近く、政府は企業権力に対抗するグループを組織化するような制度作りをする必要があると考えていた（118-19頁）。

しかし、既に1960年代には企業組織の独自の役割を肯定的に評価する考えに対して、それを市場機構の一部として捉える見方が徐々に影響力を強めていった。フリードリッヒ・フォン・ハイエク、ミルトン・フリードマンの主張、そして政府による介入ではなく市場による価格決定の妥当性を証明したアロー＝ドブリューやポール・サミュエルソンらの業績である（120-27頁）。

ところで、ドラッカーは一時はバーリの考えを熱狂的に受け入れていたが、政府による計画経済は官僚独裁につながる危険性があるとの考えから反対であった。評者はドラッカーは20世

紀最高の思想家の一人と考えているが、ウィーン、ロンドンで活動していた20代に執筆したファシズム批判の書である処女作『経済人の終り』によってアメリカへの移住を余儀なくされた。また、ウィーン時代から親交のあった経済人類学のカーラー・ポランニーのアメリカ移住、大学への教授就任を支援したり、ウィーン時代に父親の下で仕事をしていたハーバード大学のジョセフ・シュムペーターとの親交などを通じて、アメリカでの活動の幅を広げていった。

その後、当時隆盛を極めたGMのコンサルティングの仕事を機に大企業組織を内部からつぶさに観察することができたこと（その成果が1946年に出版された『企業とは何か』である）が思想上の大きな転機になったと思われる。GMの社長チャールズ・ウイソンは異色の労働組合出身のトップであり、ドラッカーとは波長が合っただけでなく、企業年金制度の改革や組合との社会契約などを通じてアメリカの企業制度全体の変革に大きく寄与した（133-46頁）。

IV

第3章から第5章までは、マイケル・ジェンセンの企業理論、エージェンシー理論を中心に、ハーリー・マーコヴィッツ、ウィリアム・シャープ、ユージン・ファーマらが発展、完成させた効率的市場仮説、現代ポートフォリオ理論、またMM（モジリアーニ・ミラー）理論が取り上げられる。市場に絶大な信頼を置く理論の台頭の一方では、ブラック・マンデー（1987年）、LTCMの破綻（1998年）、サブプライム危機（2008年）による金融機関の破綻により、GMの破綻（と自動車ディーラー網の寸

断)、コミュニティの崩壊がもたらされ、シカゴローンという地域の実態が詳細に描かれる。また、アラン・グリーンズパン、ロバート・ルービン、ローレンス・サマーズなど当時の金融政策立案の中心にいた人々の自由市場志向が惨事をもたらした経緯についても分析される。

「20世紀後半で最も影響力のあった経済学者の一人」といわれるジェンセンは、1962年に、当時、市場重視の自由主義思想の拠点であるシカゴ大学に入学した。この時期前後の同大学には、ハイエク、フリードマンがいたが、資本市場研究の分野はもっと華やかで、マーコヴィッツ、シャープ、ファーマ、ミラー、マイロン・ショールズという、現代ポートフォリオ理論、MM理論、オプション理論のパイオニアが顔をそろえていた。世にいうシカゴ学派である。これらの研究者は後に全員ノーベル経済学賞を受賞している(192-202頁)。

ジェンセンは博士号取得後、ロチェスター大学教授に就任するが、そこでやはりシカゴ大学出身で同大学のウィリアム・メックリングと共著で、学術刊行物で最も多く引用される論文の一つになった「企業の理論」(The Theory of the Firm)を公刊(1976年)した。

「企業の理論」は、ロナルド・コースを例外として、それまで基本的にブラックボックスとして扱われていた企業の内部の構造とその行動を問題にした。バーリは実質的に所有者が不在となった大企業を政府がコントロール下に置くという構想を描いたが、ジェンセンは気に入っていたフリードマンのいう「プリンシプル」と「エージェント」の関係を分析の焦点にした。

株式保有が広範に分散している巨大公開株式会社においては、支配的な株主が不在であることから、市場メカニズムによる規律が働かな

い。この結果、企業の資源配分に対する権限を手にした経営者(エージェント)はしばしば株主(プリンシプル)の利益に反した行動をとるようになる。自由に使える(フリー)・キャッシュ・フローを手にした経営者は、最適な企業規模を越えた事業の拡大や様々な形態の巨額の経営者報酬など、しばしば企業価値を損なう行動を採る(エージェント・コストの発生)(ただし、皮肉なことに、経営者報酬が巨額になり被雇用者との格差が急拡大したのは、ジェンセンが強く主張したストック・オプション制度が広範に採用された1990年代以降である)。

しかし、分散した多数の小株主にはそれを防ぐ有効な手立てがない。ジェンセンはこのチェックの手段として、会社支配市場(market for corporate control)と負債による統制効果(control effect of debt)を主張するのである。つまり、負債に対する金利支払いと、M&Aによる非効率的な企業経営に対する監視によって、経営者(エージェント)は株主(プリンシプル)と同じような行動をとるようになり、エージェント・コストの発生を防ぐことができるというのである(エージェント理論)。

敵対的買収(M&A)が猛威を震った1980年代後半という時代背景の下で、ジェンセンのエージェント理論は市場原理主義者やM&Aに関連するジャンク・ボンド市場やLBOの関係者から熱烈に受け入れられた(209-222頁)。

しかし、ジェンセンの歯に衣せぬ物言いは、敵をつくり周囲から孤立させることになった。真偽のほどは定かではないが、かつて経済学者の間ではノーベル賞選考委員会は候補者の適性をみるためにパネル・ディスカッションを開くが、そこにジェンセンが招待されれば、彼はその横柄さを隠し切れないだろうという噂が

語り継がれていたという (227頁)。

ジェンセンに関しては、1993年に米国ファイナンス学会の会長に選出され、栄光の頂点に達して以後のことは余り知られていない。という評者も、本書によってジェンセンのその後の活動を知ったのであるが。

ジェンセンは既にストック・オプションが広く経営者報酬の支払形態として普及したのを見て、自分の主張してきたプリンシプル・エージェンツ問題の解消の方向性が定着したことに満足した。しかし、2001年のエンロン問題やその前後に頻発した不正会計処理を目の当たりにして、経営者の強欲性に対して露骨に嫌悪感と諦念の感を表明した。その結果、セラピストとして有名なワーナー・エアハードに心酔しその活動の熱心な支持者として活動し始めた (第3章, 226頁以降) (なお、第3章冒頭に、ジェンセンの「最終到達点」の講演の内容についての紹介がある (187-90頁))。

世界金融危機が最悪期を脱したすぐ後に、しかし依然として破綻寸前の状態にあったモルガン・スタンレーが、ファイナンス分野での彼の貢献を称え優秀賞を授与することにした。表彰式の後の夕食会で、彼はインテグリティ (完全、完璧、無傷で、理にかなったパーフェクトな状態) とそれに無頓着なウォール街を批判し始めた。「ウォール街の墮落はひどい。悪臭漂うゴミだまりだ。インテグリティの欠如は目を覆うばかりだ。現在の経営の困難は身から出たさびだ。政府は救済に乗り出すべきではない。刑務所に放り込むべきだ」と。出席者の表情が一変し、2名の参加者が退席した (251頁)。

情報をビジネスの糧にしている大手投資銀行のモルガン・スタンレーが、ジェンセンの変節を知らなかったことはほとんどジョークに近い

無知を曝け出す結果になったが、ジェンセンのその後を象徴する出来事であった。

2008年のリーマンショックに至るまでの自由市場に対する信仰に近い雰囲気は、特に2000年の商品先物近代化法をめぐる動きで頂点に達した。デリバティブの規制をめぐる、そのあり方を検討する委員会において規制の必要性を強く求めるCFTC (商品先物取引委員会) 委員長のブルックレイ・ボーンが、グリーンSPAN、ルービン、サマーズという金融政策決定の最も重要な立場にいた自由市場志向の三論客によってほとんど袋叩きに近い扱いを受けた様は当時の政策決定の実態を垣間見る上で極めて興味深い。

しかし、結果はサブプライム危機とリーマンショックという歴史的な経済的大惨事の発生をもたらしたのは周知の通りである。主要な投資銀行だけではなく、AIG、GMなど、かつての名門大企業は軒並み経営危機に追い込まれたが、救済合併なども含めて政府の救済措置を受け、大幅な再編が進んだ。この規制緩和と金融市場の大惨事に重大な役割を果たした中心的な政策決定者は、そろって自らの判断の過ちを認めざるをえなかった (313-26頁)。

V

第6章はネットワークを新たな可能性を持つ組織形態ととらえるリンクドイン (LinkedIn) の創業者のリード・ホフマンを取り上げている。

もっとも、シリコンバレーを代表する起業家、経営者といえば、スティーブ・ジョブズ、ペイパル・マフィア (ホフマンもその一人) の中心人物みなされるピーター・ティー

ル、その一人でもあり現在のシリコンバレーの最大のカリスマとみられているイーロン・マスクなど、錚々たる顔ぶれがそろっており、何故、ホフマンなのかという疑問は残る。

評者なりに解釈すれば、圧倒的に民主党リベラル派支持が多いシリコンバレーの起業家、経営者の中でも、ホフマンは最も熱心なバラク・オバマ、ヒラリー・クリントン支持で、ドナルド・トランプを蛇蝎のごとく嫌っていたことである(460-61頁)。もちろん、これは個人の主義・主張の次元の話ではあるが、生理的な嫌悪感や理屈を超越していることも多いから、著者がホフマンをシリコンバレーを代表する起業家の一人とみなす有力な理由の一つであろう(この点からは、例外的にトランプ支持のピーター・ティールは除かれるであろう)。それに加えて、というよりも決定的な理由は、ネットワークの組織化による社会・経済システムの再構築というリンクドインのビジネスモデルの方向性であろう。これこそシリコンバレーの起業家に共通した志向性であり、ホフマンが最も良くそれを体現していることである。

社会ネットワーク研究の成果に「シックス・ディグリーズ」(6次の繋がり)と「弱い紐帯の強み」(the strength of weak ties)がある。これらは、世界中の人間がわずか6人の人を介して繋がっており、あまり良く知らない人との弱い繋がりほど有益な情報をえられることが多いと主張する。ホフマンは後にジंगा(Zinga)を創業するマーク・ピンカスとソーシャル・ネットワーク・オンラインを作る目的で「シックス・ディグリーズ」というプログラムの特許を購入したことがある。リンクドインはビジネス特化型のソーシャル・ネットワーク・サービスであり、その志向性ははっきりしている

(426-28頁)。

かつてロナルド・コースが企業組織の存在根拠とした市場取引にともなう取引コストはICTの急速な発展により大きく低下し、垂直的に統合された大企業組織はGAFに代表されるネットワーク型企業組織の台頭によって存立基盤が大きく揺らいでいる。ホフマンの夢は、リンクドインがかつての組織人の世界が崩壊した時に生じた社会的、経済的空白を埋め、企業に代わってホワイトカラーの新たな精神的な中心に位置づけられることであった。

しかし、ディスラプター(破壊者)であった、マイクロソフト、GAFやユーチューブ、ウーバー、エアビーアンドビー、もちろんリンクドインなどのネットワーク型企業も、明日にはディスラプターの標的になるだろう。

本書で取り上げられている、名門投資銀行モルガン・スタンレー、CEOが「アメリカにとって良いことはGMにとっても良いこと」と豪語した超優良企業GMや、かつてはコンピュータと同義とみなされたIBMなどの名門巨大企業の斜陽化、サブプライム危機による大手金融機関の破綻と苦境、それに振り回されるコミュニティに暮らす人々の生活を眼前にすると、頭をよぎるのは、「万物は流転する」(ギリシャの哲学者ヘラクレスの言葉)、「諸行無常」(仏教の経典)、「行く川の流れは絶えずして、もとの水にあらず」(鴨 長明著『方丈記』)といった無常な世界観であろう。

VI

本書の内容をみれば、翻訳書のタイトルの適切性については疑問が残る。確かに、ストック・オプション制度の導入によって経営者報酬

が急激に増大し、被雇用者との経済格差が大きく拡大する重要な要因になったことは否定できず、その最も熱心な主張者がマイケル・ジェンセンであったことは事実である。ジェンセンの「LBO アソシエーション」, 「負債の統制効果」の主張によって負債の積極的活用が行われ、1980年代後半にはLBOを利用した既存の大企業に対する敵対的なM&A活動が活発になった。

マイケル・ミルケンと、当時、LBOファームと呼ばれたKKRのジェローム・コルバークがジェンセンを最も評価していたのは当然である。したがって、ジェンセンがミドルクラスの解体、中産階級の衰退に大きな影響を及ぼしたのは否定できない。

しかし、本書で取り上げている、国家、組織、市場による資源配分のあり方という課題からいえば、バーリやホフマンも同等の重要性が与えられているとみるべきで、ことさらジェンセンだけが突出して重要だという訳ではないであろう。

同様に、サブタイトルで使われている「エージェンシー理論の光と影」というのも意味が図りかねる。著者が最終章でアーサー・ベントリーの『政治過程論—社会的圧力の研究—』に依拠しながら、利益者集団による多元主義に解決の方向を求めているのは、資源配分をめぐる各システムの優位性を主張するバーリ、ジェンセン、ホフマンの対立する見方を調整する方向性を模索した結果であろう。もっとも、それが成功しているかどうかは疑問が残るが、解説では著者のこうした視点にはほとんど関説していない。

したがって、訳者による「解説」の内容は本

書の意図や構成について有益な示唆を提供するものにはなっていないように思われる。本書に登場する多数の著名な研究者、および法律実務家、政策担当者、そして経営者を前に、その考え方を体系的に理解するための手がかりらしきものを提示することが必要であろう。繰り返しになるが、そのポイントは筆者が最終章において「多元主義」を持ち出していることにあるように思われる。

また、サブプライム住宅ローンについて、「情報の非対称性」が原因であるかのような記述は問題である。当時のウォール・ストリート・ジャーナル紙（2007年12月3日）が指摘しているように、サブプライム住宅ローンの一種であった「オプションARM」（低いティーザー金利とステップアップ金利を組み合わせ、期日前返済にともなう法外な手数料によって借り換えを困難にした住宅融資）はその借り手の半分強はプライムの融資を受けることのできる水準のクレジットスコアを持っていた個人であった。ライアーズ・ローン（「嘘つきローン」）の多くは、およそ顧客本位の推奨とは程遠い、住宅ブローカーによる限りなく詐欺そのものに近い融資の斡旋であって、情報の非対称性などという奇麗な専門用語で糊塗することは許されない。

注

注) cf. OECD [2011], *Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising*, and Emmanuel Saez [2019], *Striking it Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States (Updated with 2017 Final Estimates)*。また、トマ・ピケティについては、Thomas Piketty [2013], *Le Capital au XXI^e Siècle*; 山形浩生, 守岡 桜, 森本正史 訳 [2014], 『21世紀の資本』みすず書房, を参照された。

(当研究所名誉研究員)