

93-J-16

日本のリスク負担システムと株式持ち合い

小林孝雄
東京大学経済学部

1993年6月

このディスカッション・ペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿である。著者の承諾なしに引用・複写することは差し控えられる。

日本のリスク負担システムと株式持ち合い

1. はじめに
2. 米国型リスク負担システム
 - リスク負担主体と経営主体の分離
 - 株式価値の最大化
 - エイジェンシー・コスト
 - 米国経営者の「短期的視野」について
3. 日本型リスク負担システム
 - 「全員参加型」リスク分担システム
 - 負債のエイジェンシー・コスト
 - オプションによる解釈
 - 経営者監視コストと倒産コスト
 - 銀行による残余リスク負担と株式持ち合い
4. 変質を迫られる日本型リスク負担システム
 - 企業買収の問題点
 - 市場の弱点
 - 株式持ち合いの功罪
 - 日本型システムの問題点
5. 株式持ち合いと株価
6. 参考文献

日本のリスク負担システムと株式持ち合い

東京大学 小林孝雄

要旨

1. 米国型リスク負担のシステムは残余請求権の所有者を広く株式市場の参加者に求めることを特徴とする。このシステムはリスク分担の経済効果を最大限に生かすシステムであるが、経営者監視を企業売買市場からの圧力に依存している点に欠陥がある。
2. 日本の企業システムは株主だけでなく、債権者、取引先企業、経営者、従業員、銀行が残余リスクを負担しあう全員参加型のリスク分担システムである。
3. なかでもメインバンクを中心とする金融機関がリスク分担と経営者監視に中核的な役割を果たす。こうした行動の背景には企業集団の形成論理やそれを支える株式持ち合いが存在する。
4. 長期投資や人的資源の蓄積を評価できないのが市場の力の最大の弱点である。株式持ち合いが企業売買市場の圧力を遮断できたので、日本の企業システムは長期資源の蓄積を得意としてきた。
5. 銀行はその債権者としての性格から本来リスクに対して保守的であり、これが日本のリスク負担システムの弱点であった。
6. すでに世界の企業のトップ・グループを走るようになってしまっている日本企業が挑戦すべきリスクはこれまでよりはるかに大きい。市場の弱みを補うすべを持つ日本企業の今後の課題は、市場の強みを積極的に利用することである。そのためには株式市場を頑健で流動性の高い市場に育て上げなければならない。そうした市場では株式持ち合いは株価に中立的である。

1. はじめに

株式市場の発達によって企業の行動が資本主義本来の行動原理から離れていくことをいち早く指摘したのは、パーリとミーンズ [1933] であった。利潤極大化ないしは企業価値極大化が企業の意思決定を律するかぎり、市場の「見えざる手」に導かれて効率的な経済資源の配分が達成される。しかしながら、株式市場の参加者が増加して株式の所有が広く分散すると、企業の所有者は専門的な企業経営者の行動を統制することができなくなる。いわゆる「所有と支配の分離」である。株主の統制をのがれた企業経営者は利潤追求よりも自己の目的を実現するために資源を利用するようになり、その結果企業価値極大化が保証するアダム・スミス流の古典的な予定調和はくずれる。

実は、「所有と支配の分離」とその帰結をもっと以前に予言した経済学者がいる。ソースタイン・ベブレン [1924] である。面白いことにベブレンは上述のそれとは正反対の話を主張している。ベブレンは、資本家の本質を財供給の制限と財価格の吊り上げによる独占利潤の追求と捉えた。そして、経済資源の支配権が資本家から専門的経営者に移りつつあることを目の当たりにしたベブレンには、技術に習熟し、技術の向上を不断に追い求めるこの新たな経営支配者層こそ、経済資源を独占の手から解放し、より多くの財をより安い価格で供給する効率的な経済システムの実現者と映った。

ジョン・K・ガルブレイスは、資本主義経済の変質について自らの学問の師ベブレンの説に従いながら、師と比べて悲観的な見通しを有名な著書「新しい産業国家」において主張した。所有の分散によって現代企業社会の主役に踊り出た経営テクノクラートが利潤や企業価値を犠牲にして実現するのは、消費者ニーズの充足に必要な十分な財の供給体制ではなく、欲求の刺激とそのための大々的な広告宣伝活動への資源の浪費、市場の量的拡大への飽くなき努力、そして何よりも企業組織の限りない肥大化であること、これがガルブレイスの主張の柱である。

この三人が投げかけた問題は半世紀を経過した今日でもきわめて現代的な問題であり、米国では「コーポレート・ガバナンス」（企業統治）の視点から盛んに

論じられている。そしてこの議論の中で近年大きな注目を集めているのが、日本のメインバンク・システムとそれを支える株式持ち合いの慣行である。個人株主の育成が思うに任せず、株式の大半が銀行を中心とするグループ企業の所有になる日本の企業システムは、少なくともバーリ＝ミーンズらが唱えた所有の分散からはかけ離れた存在である。そこには独自の経済論理と固有の問題が隠されている。独自の経済論理は、戦後日本の順調な経済成長を支える上で有効に働いたであろう。しかし一方で、1980年代後半の「バブル経済期」には、それまで隠れていた固有の矛盾が噴き出し、その結果、日本の企業システムは今日きわめて厳しい修正を迫られている。

本稿では、エイジェンシー・コストの概念を用いて株式持ち合いをめぐる議論の整理を試みる。2節では米国型リスク負担システムの特徴を示し、3節では日本型リスク負担システムの特徴を示す。4節では従来の日本の企業システムの抱える問題を洗い出し、その欠陥をカバーするために市場メカニズムの利用が重要であることを説く。5節では、株式市場が十分な流動性を持てば株式持ち合いは株価形成に中立的となることを説明する。

2. 米国型リスク負担システム

リスク負担主体と経営主体の分離

大規模化し複雑化した現代企業を経営するための卓越した能力は、自分の提供できる富の大きさや事業リスクを負担する能力とは別物である。私企業が個人または数人の仲間とその指揮下で十分統括できる程度の労働力の集合体を意味した時代には、リスク負担の能力と経営の能力は同一の人物に体化されていた。しかし、現代の大企業が相手にするリスクは、到底一握りの経営者が自分たちの財布で負担できる程度のものではない。企業は経済資源の配分を担う現代経済の主役であり、資源配分の観点から言えばバーリ＝ミーンズの「所有と支配の分離」の最も重要な側面はリスク負担主体と経営主体の分離という要素である。

組織に貢献しないしは関与する個々の経済主体が負担するリスクは、固定的な報酬であるか、特定のパフォーマンス評価の尺度に基づくインセンティブであるかを問わず、あらかじめ契約によって定められている。組織に確率的に流入する資源からすべての取引主体に約束した支払いを行った残り分をフリー・キャッシュフローと呼ぶことにすると、株式会社の場合には、このフリー・キャッシュフローを受け取る権利の所有者が株主ということになる。つまり、現代企業の代表的形態である株式会社においては株主が残余リスクの担い手である。

株式は、多数の残余請求権所有者（株主）の間に残余リスクを分散させる仕組みを提供する。個々の株主は自己の負担するリスクの大きさを自由に選択することができ、また、他の企業の株式や他の資産との組合せによってリスクを適切に制御することもできる。さらに、株式所有による残余リスクは、その気になればいつでも自由に手放すことができる。このような理由から、株式会社制度は残余リスクを負担するための社会的コストを低下させ、社会がより大きな資源配分上のリスクを負担することを可能にする。

株式価値の最大化

株式が競争的な市場で取引されるとき、株主にとって最も望ましいのは、残余請求権の市場価値の最大化を基準にして企業経営者が資源配分の意思決定を行うことである。市場価値最大化のルールは、将来費用の節約分の今日の市場価値が投資費用を上回るときにはかならずその費用節約的な投資の実行を迫る。したがって、残余請求権の市場価値の最大化は株主の利益に合致するだけでなく、資源配分をできるだけ効率的に行うという社会の利益にも合致する。

残余請求権が自由に手放せないならば、残余リスクの負担者にとっての将来資源の価値は市場が付ける価値を下回るであろう。また、残余請求権の満期が企業の存続期間よりも短いならば、残余請求権の満期以後に発生するキャッシュ・フローに市場は価値を見出せないことになる。これらいずれの場合にも、株主利益の最大化と社会的利益の最大化は一致しない。

エイジェンシー・コスト

以上が、株式会社制度と競争的な株式市場の機能に関して標準的な経済学の教えるところである。しかしながら、企業的意思決定を握る専門的な経営者と残余請求権を所有する株主の利害は一般には一致しない。この経営者と株主の利害の不一致から発生するコストを「エイジェンシー・コスト」という。株主を依頼人（プリンシパル）、経営者を代理人（エイジェント）と見るとき、依頼人の利益に添うように代理人を行動させるために、すなわちエイジェンシー・コストをできるだけ低く押さえるために、適切な経営者監視の仕組みが必要となる¹。

米国のSECは、企業経営者が株主の利害を侵害するような勝手な行動をとることを法的に監視することを目的に設立された組織である。また、米国では、株主から委任を受けた取締役会が実質的にも経営者監視の役割を果たしていて、ことに社外取締役が株主利益の保護および株主、経営者の間の調停者として重要な位置を占めている。

忘れてならないのは、経営者監視に果たす株式市場の役割である。株式がいつでも手放せるリスク負担の方法を提供するために用意しているのが流通市場である。株式の流通市場では株式の価格が日々発見され、低いコストで市場参加者に伝えられている。株価は経営意思決定の結果生み出される現在および将来のフリー・キャッシュフローに関する市場の評価を伝えるシグナルである。この市場による経営監視は企業経営者に圧力をかけ、株主の利益ひいては社会の利益に添った意思決定が行われるように仕向ける。

1980年代、米国および英国では企業売買が経営者監視に大きな役割を果たした。ある研究によれば、この期間米国と英国の上場企業の「死」の四分の三以上が企

¹ エージェンシー・コストの詳しい議論については Jensen and Meckling [1976] や Fama and Jensen [1983a] [1983b]などを参照のこと。

業買収によるものであった²。なかでもTOB（株式公開買付け）やLBO（レバレッジ・バイアウト）などが盛んに行われ、1960年代、1970年代に形成され肥大化したコングロマリットを解体させ、経営資源のリストラクチャリングを引き起こした。

企業買収がエイジェンシー・コストの低下、つまりは資源の効率的利用に寄与するには、二つのメカニズムがある。一つは、企業買収の恐怖によって企業経営者が怠慢や浪費、株主の利益に反する行動から自らを律するという心理効果である。そして第二は、非効率な経営の犠牲になっている経営資源を再組織し、その本来の社会的価値を取戻し、場合によっては社会的価値を増進させるという企業買収・企業合併の直接的効果である。

以上をまとめると、米国型リスク負担のシステムは残余請求権の所有者を広く株式市場の参加者に求めることを特徴とする。株式市場には極めて多数の自律的な投資家が参加し、競争的で効率的な価格形成が日々行われている。この価格形成機能に依存しつつ、資産ポートフォリオの適切な管理によるリスク分散、リスク分担の経済効果を最大限に生かすことによって、社会のリスク負担コストを引下げ、リスク負担能力の増大を図る。そして、企業経営者と株主の利害の不一致によるエイジェンシー・コストの削減は、SECを主役とする法的規制、社外取締役を含む企業監視機構としての取締役会、および株式市場が発する企業評価シグナルと企業売買市場からの圧力に依存している。

米国経営者の「短期的視野」について

近年、米国企業の投資抑制、国際競争力の低下の大きな原因として、米国経営者の視野が短期的すぎるという指摘がなされ、これと絡めて米国のコーポレート・ガバナンスの仕組みの再検討に関する議論が盛んに行われている。それらのなかには一見説得的に見えるがよく考えると根拠に乏しい議論も混在しているよ

² Hughes and Singh [1987]。

うに思われる。ここでは、以下の議論に必要な範囲で重要な論点について私見を述べる。

米国経営者の短期的視野の原因を資本市場に求める次のような議論をよく耳にする。証券アナリストやファンド・マネジャー、機関投資家などはすべて視野が短期的である。したがって、これらの投資家が主役になって形成される株価は直近のフリー・キャッシュフローに重きを置きすぎる。企業経営の視野を投資家たちの視野に合わせなければ自分の会社の株価は安くなり企業買収に対する抵抗力を失うので、企業経営者の視野はおのずと短くならざるをえない。その結果、米国企業は設備や研究開発、人的資源の蓄積など長期的視野を要する投資を抑制することになり、競争力を失う、と。

ウォール街の証券アナリストたちは本当に近視眼であろうか。彼らの最大の関心が一年先の企業収益と配当の予測にあることは間違いがない。長くても3年～5年先の収益や配当の水準である。しかし、企業は会計利益や配当を時間的に平準化しようとする傾向があり、直近の収益や配当のアナウンスメントは経営者の長期的予測と長期的判断に関する情報を含んでいる。したがって、アナリストの関心が直近の経営指標であるからといって、彼らの視野が短期的であると結論づけるのは早計である。

米国のファンド・マネジャーは四半期毎に投資パフォーマンスを評価されることが多い。四半期の投資パフォーマンスをよくするには、四半期の中に値上がりする投資対象を物色しなければならない。しかしながら、向こう3ヶ月の間に株価は市場の短期予想の変化に反応して値上がりするかも知れないし、長期予想の変化に反応して値上がりするかもしれない。リスクの性質を知るものにとって、四半期の評価期間が運用能力の的確な判定には短かすぎることは明らかであるが、短期の投資収益の追求は企業収益の短期的上昇の追求とは同一ではない。

機関投資家が投資家というよりは投機家で、株式を早く手放しすぎるという批判も存在する。この主張は機関投資家の売買回転率が他の投資家に比べて高いことを根拠にしている。これも株式市場の正常な機能を理解しない主張である。機関投資家の売買のかなりの部分は、資金流動化の必要性やポートフォリオのリバ

ランス、インカム・ゲインの再投資などのために行われるものである。このような取引を円滑に吸収できることは株式市場に本来期待される役割であり、こうした売買が大規模に行われていることは、株式市場が健全である証拠にすぎない。そして、実際のところは、英国の機関投資家の売買回転率は7年に一度程度であり、米国の場合にも市場全体の売買回転率は日本やドイツを下回っている。

証券アナリストは本当に近視眼であるのか。ファンド・マネジャーは企業の短期収益を追求しすぎるのか。機関投資家は投機的で、企業経営者の短期収益志向を助長しているのか。これらの疑問に本質的に答えるには、結局は、実際の株価が何を評価しているかを問うしかない。

企業の研究開発投資や新製品開発投資のニュース、あるいは全般的な投資金額の意思決定に関するニュースに株価がどう反応するかを調べた米国の実証研究はいずれも、株価がこれら長期の投資プロジェクトに関するニュースにプラス方向にしかも短い時間で反応することを示している³。

株価が「短期志向」であるかどうかは、次の方法でチェックすることもできる。もし株価が将来のことを軽視しすぎるのなら、成長株への長期投資は平均以上の高い投資収益を生み出すはずである。しかし、米国および英国の代表的な実証結果によれば、結果がまったくその逆であること、つまり市場は成長株を過大評価する傾向があることを示している⁴。また、株価が直近の配当を高く評価しすぎるのなら、将来のキャッシュフローは豊富でも直近の配当利回りが低い株式に市場は安すぎる価格をつけることになる。それが本当ならば、低配当利回りの株式を買って長い間持ち続ければ平均以上の投資収益を上げられるはずである。しかしながら、これについても実証研究の示すところは逆である⁵。ただし、高配当利回りの株式の平均収益率が相対的に高いのは、配当に対する課税がキャピタル・ゲ

³ McConnell and Muscarella [1985] や Chan, Martin and Kensinger [1990] を参照のこと。

⁴ Reinganum [1981] や Basu [1983] を参照のこと。

⁵ Litzenberger and Ramaswamy [1982] を参照のこと。なお、現在の米国では配当とキャピタル・ゲインの差別課税は撤廃されている。

イン課税より重いのでその分のプレミアムを市場が配当利回りの高い株式に要求していると解釈するのが通説である。

株価が短期志向すぎるといふ説が実証研究によって十分な支持を得られないのならば、米国や英国の企業が長期投資に積極的でなかった原因はどこに求めるべきであろうか。この点について論じることは後回しにしたい。ただ、企業経営者の視野をもっと長くするために米国で主張されている改善案のうち、取引税強化による回転売買の抑制、短期キャピタル・ゲインへの差別課税などは見当違いであると言わなければならない。こうした政策が実施されれば、市場の流動性は低下し、資本コストは上昇し、結局のところ経済の効率を損ねてしまうことになる。

3. 日本型リスク負担システム

「全員参加型」リスク分担システム

日本の経済では、経済主体間の取引のうち契約によって定められていない部分が大きな役割を果たす。組織に流入する資源から契約に基づく支払いを差し引いた残余請求権の所有者が株主に限定されておらず、取引先企業、経営者、従業員、債権者などが「全員参加型」で契約外の残余リスクを分かち合うのが、日本の企業システムの最大の特徴である。

素材から最終製品までの流通プロセスを見ると、製品を出荷した後で値決めする「後決め」、一度決まった価格を後で修正する「事後調整」などが業界の取引慣行になっていることが、とりわけ流通プロセスの川上部門に多い。これは、取引企業どうしが価格変動リスクを事後的に転嫁、吸収し合う日本独自のシステムである。商社を中心にした企業間信用のネットワークも、流動性のリスクを企業間で吸収し合うバッファの役割を果たしているが、この場合にも債務繰延べなどが契約条項外の金融支援策として実施される。

筆者はかつて、戦後の日本経済の発達過程を見ると、隠れた大株主としての従業員の役割に注目すべきであると主張した⁶。この従業員による「見えざる出資」は、終身雇用と年功賃金制度のもとで、若年期に生産性以下の賃金支払いしか受けないことによる未払い賃金の累積というかたちで行われる。高年期になると、従業員は生産性を越える賃金の過剰支払いというかたちで、この出資に対する報酬を受ける。このような出資機構の存在を想定することによって、日本企業、とりわけ大企業における従業員の企業に対する一体感、従業員や経営者の間に見られる所有者意識、従業員や経営者による企業支配、そしてなかならず日本企業の成長志向性の高さなどの特徴をよりよく理解することができることを指摘した。

この従業員による出資とその見返り報酬の回収も契約に基づくものではない。このメカニズムは就業人口の急速な増大というマクロ的条件なくしてはうまく機能しない性格のものであった。つまり、高度成長期の若年従業員層は企業成長の恩恵を受けて出資金の回収を十分に行ったであろうが、日本企業の成長ペースが鈍化してからは、この従業員出資に対して企業は十分な「配当」を支払う能力を失い、従業員の「払い超」、つまり従業員の出資金残額が企業のバランスシートの負債側に相当金額たまっている可能性が大である。

戦後日本の金融システムにおいて最大の役割を果たしたのは銀行を中心とする金融機関であった。資金不足のなかで経済の再建、欧米へのキャッチアップを目標に金融資本市場は厳しく規制・管理され、金利規制、金融商品規制の下で低金利の資金が銀行に集まる間接金融中心のシステムが形づくられた。

銀行、とりわけいわゆるメイン・バンクが、三菱・三井・住友・芙蓉・第一勧業・三和の六大企業グループに代表される企業集団内のリスク分担システムの統括者的役割を果たすことになる。米国や英国の銀行は金融機能が商業銀行、投資銀行などに分化されているのに対して、日本の銀行の場合には決済機能からアドバイスまで機能が総合化されていることを特徴とする。そして、日本における企

⁶ 加護野忠男、小林孝雄「見えざる出資：従業員持分と企業成長」（伊丹他[1988] 第9章）および加護野忠男、小林孝雄「資源坵出と退出障壁」（今井・小宮[1989] 第4章）を参照のこと。

業と銀行の関係は、明確な契約に基づいた金融取引の当事者としての関係ではなく、戦略アドバイス、人材派遣、株式持ち合いを含むより有機的なつながりを指向したシステムである。先に触れた企業間信用が企業集団内の比較的リスクの高い中小企業群を対象にしたリスク吸収システムであるとすれば、メイン・バンクを中核にしたコア・バンク群による資金供給とリスク吸収のシステムは集団内の中核をなす企業を対象とするものである。

負債のエージェンシー・コスト

株式による資金調達にエージェンシー・コストが発生するように、負債による資金調達にもエージェンシー・コストが発生する。株式のエージェンシー・コストは株主と経営者の間の利害の不一致に起因したが、負債のエージェンシー・コストは債権者と株主の利害の不一致に起因する。資金調達の圧倒的部分を銀行の貸出しに依存してきた日本の企業システムは、負債のエージェンシー・コストをどのような仕組みのなかで節約し、吸収したのであろうか。

負債のエージェンシー・コストはつぎのようなメカニズムで発生する。バランス・シートの右側が負債と株主資本からなる通常の企業を考えよう。売上高から（投資を含めて）利子以外の諸々の現金費用を差し引いた残額が資金提供者の持ち分としての正味キャッシュフローである。この正味キャッシュフローの将来にわたる期待流れをリスクに応じた割引率で割引いた正味現在価値の合計が企業価値である。この企業価値を債権者と株主で分け合うことになる。

負債が企業の資産にくらべて十分に小さいためにデフォルトの起きる確率がゼロの場合には、債権者の持ち分キャッシュフローは確定している。このときには企業が何をやっても債権の現在価値は不変であり、したがって企業価値の最大化と株式資本の価値の最大化は同値になる。2節で説明したように、経済資源の効率的利用の条件は企業価値の最大化であるが、負債にデフォルト・リスクがない場合には、その行動基準と株主資本の価値の最大化は完全に一致し、債権者の利害がからんでくることはない。

負債のエージェンシー・コストは、企業のデフォルト・リスクが無視できない場合に発生する。企業の行動がデフォルト・リスクの大きさを左右するときに、このデフォルト・リスクの変動によって発生するのが負債のエージェンシー・コストである。

企業価値をまったく変化させないような投資プロジェクトが実行される場合を考えよう⁷。つまり、投資プロジェクトの産み出す正味キャッシュフローの現在価値はゼロであるとする。ただ、この投資プロジェクトはきわめてリスクが高く、成功すれば大きな収穫が期待される反面、失敗すれば企業をデフォルトさせかねない⁸。とはいっても、企業価値の変化がゼロであるということは、資源の有効利用の観点からいえばこの投資は良くも悪くもない中立的な投資である。この企業の債権者の立場から見れば、このような投資はデフォルト・リスクを増大させるだけである。元本と利子の受取り金額は固定されているので、投資が成功してもどうということはない。つまり債権者にとって、この投資は、アップサイド・ポテンシャルはなく、ダウンサイド・リスクだけが增大する性質のものであり、マイナスの価値しかない。トータルの企業価値は不変であるから、債権者が損をするということは、株主側は得をすることになる。つまり、この投資が実行されれば、債権者から株主へ価値の移転が起きることになり、ここに債権者と株主の利害は完全に対立する。

上の論理を正確に理解すれば、投資のリスクがもっと高く企業価値にもマイナスの影響を与えるが、デフォルト・リスクの増大による債権価値の毀損の方が大きく、その結果株主資本の価値は増大するというケースも想定できるはずであ

⁷ 話を分かりやすくするために、投資のための資金は内部調達できるものとする。つまり、この投資によって新たな株主や債権者は生まれないと仮定する。

⁸ 資本資産評価モデルの枠組に従えば、この投資プロジェクトによって株式のベータ値（システムティック・リスク）は変わらないがトータル・リスクは大きくなる、という性質を仮定していることになる。

る。そのような投資は、債権者の利益を損なうだけでなく、資源の有効利用という社会的利益にも反するが、株主利益を誘導することになる。

もちろん、これとは逆のケースも考えられる。収益性はきわめて低いけれども企業のデフォルト・リスクを低めるのには効果のあるような投資プロジェクトは、債権者の利益を増大させる。この投資が企業価値を一定に保つものであれば、株主の利益はかならず損なわれることになる。また、企業価値にマイナスの影響を持つものであれば、社会的利益も損なうことになる。

オプションによる解釈

ブラックとショールズは以上の議論を株式を企業資産に対するコール・オプションに見立てることによって説明している⁹。簡単のために、企業の持っている負債は一種類で、額面償還だけのゼロ・クーポン債の形をとっているものと仮定して、議論を紹介しよう。

現在、この企業の将来のキャッシュフローは株主と債権者のものである。しかしこの企業の負債が償還を迎える日のことを考えると、株主が債権者に額面分を支払うことができれば、企業資産は株主だけのものになる。償還分を支払うことができなければ企業はデフォルトし、株主の持ち分はゼロになる。つまり、株主は、債権の償還日に額面金額を支払うことによって企業資産を債権者から買い取るオプションを持っているということになる。言い換えると、株式は企業資産を原資産、償還金額を権利行使価格とするヨーロッパ型のコール・オプションに相当する。そして、債権者は上記のコール・オプションを発行している企業資産所有者に相当する。

一般にコール・オプションの価値はボラティリティと単調増加の関係にあることはよく知られている。つまり、企業価値のボラティリティが高まれば、コール・オプションであるところの株式の価値は上昇する。したがって、今日の企業

⁹ Black and Scholes [1973].

価値には影響を与えないが企業価値の将来のリスクを増大させるような投資は、株式の価値を高め、その分だけ債権の価値を低くする。逆に、企業価値の将来のリスクを低めるような投資は株式の価値を低下させ、その分だけ債権の価値を増大させる。また投資が企業価値を低める場合には、前者では債権者、後者では株主の利益を損ねると同時に、社会的利益にも反することになる¹⁰。

経営者監視コストと倒産コスト

企業が負債による資金調達を行ってその資金を配当に回したり自社株の買い戻しに使ったりすると、（配当や自社株買い戻し資金を含めた）企業価値は不変であるが、企業の内部資金が減る分だけデフォルト・リスクは増大する。したがって、このような資本構成の変更は株主に利益をもたらす、債権者の利益を損ねる。社債の場合、このような株主の行動から債権者を守るために、企業の資本構成の変更にあたっては既存債券と同等あるいはそれよりも優先順位の高い債券を発行することはできないという禁止条項が入っていることがある。

企業の配当政策そのものも、債権者と株主の利害対立を引き起こす。極端ではあるが、企業の資産が現金や預金ばかりであったとしよう。ある日突然企業の経営者がこの現預金をすべて配当として支払ったとすると、その瞬間に企業に支払能力がなくなるので、債権の価値はなくなってしまふ。この場合、株主が債権者の富を完全に盗んだことになる。このようなことを防ぐために、社債には通常配当支払いについての制限条項が設定されている。その制限条項の範囲内で最大限の配当を貰うことが株主の利益になる。しかしながら、実際には配当金額の多寡が企業のデフォルト・リスクを大きく左右するようなケースは、少なくとも大企業においてはまれであるかも知れない。

¹⁰ 企業価値の変化は（ボラティリティが一定でも）コール・オプションの価値を変化させる。したがって、ここで問題にしているボラティリティ変化の影響は、企業価値の変化とボラティリティの変化という2つのルートを通じて債権価値を左右する。

社債の禁止条項だけでは、株主が債権者の利益を侵害する行動を完全には防げないことは明らかである。企業経営者の意思決定には株主と債権者の利害の相互侵犯になるような契機は日常的に存在するわけであり、相互監視のコストは決して小さくはない。また、倒産が実際に起きたときに発生する経営資源の減価、再組織のコストや破産をめぐる事務的な費用も、負債のエージェンシー・コストの一部を構成する。

以上をまとめよう。負債のエージェンシー・コストは、(1) 負債比率の高い企業における株主と債権者の利害の対立、(2) この利害の対立の契機となるような機会主義的な行動の監視コスト、(3) 倒産コスト、の3つの要因による社会的費用を指す。株主と債権者の利害の対立は、あらかじめ契約でカバーされていないデフォルト・リスクの変化をめぐって発生する。この場合、(企業価値を一定とすると) 債権者の利益にかなうのはなるべく低いデフォルト・リスク、株主の利益にかなうのはなるべく高いデフォルト・リスクである。そして、米国のように債権が社債を中心とする場合には、債権者の権利は契約によって細かく規定、制限されていて、残余請求権の所有者は明確に株主に限定される。このような場合には、株主が債権者の利益を侵犯することが普通で、債権者が株主の利益を侵犯することは起きにくい。

銀行による残余リスク負担と株式持ち合い

日本の銀行は、以上述べた観点からいうとかなり特異な債権者である。それは日本の銀行が企業の残余リスクの負担という契約外の役割に大きくかかわる行動をとることに表れている。

債権者としての銀行の本来の役割に照らせば、金融危機に直面する企業に対する銀行の関心は債権の最大限の回収であり、企業倒産そのものに対して銀行は中立的であるはずである。にもかかわらず日本では、企業が金融危機に陥ったときには、利払繰延、金利減免、元本返済繰延、債務免除、人材派遣といった金融救済ないしは経営支援の行動がメインバンクのリーダーシップのもとにとられる。

また、企業が倒産に至るときには、メインバンクが債務肩代わりなどによって契約以上のコストを負担することもある。

鈴木＝ライト[1985]は、日本企業の場合、倒産リスクの予測に、負債比率やイントレスト・カバレッジ、キャッシュフロー・カバレッジなどの財務指標は有意ではなく、売上高や従業員数に表れる企業の社会的重要度と、メイン・バンク融資額、メインバンク持株比率、メインバンク出身の役員の有無などに表れるメインバンクとの関係の深さが有意な説明力を持つと主張している。彼らの研究対象は東証一部上場企業のうち金融危機に直面した企業群である。対象期間が1974年から1978年の間と少し短すぎる欠点があるが、メインバンクの役割をはっきり目に見える形で実証した数少ない研究として貴重である。

Xu [1992]は、企業の金融危機の救済の場面に先に述べた負債のエージェンシー・コストの考え方を当てはめて、面白い理論的主張を行っている。企業を倒産に追いやって企業資産を清算してしまうのと比較すれば、企業を救済して事業を継続させる方がリスクははるかに大きい。救済後に企業の経営がうまく行くかも知れないが、うまく行かずに資源をもっと浪費してしまうことになる可能性も高いからである。企業を救済することが社会的な利益に合致するか否かは、事業を継続した場合の企業価値がプラスであるかどうかにかかっている。ところで、先に述べたように、債権者としての銀行の立場はこの企業を所有しつつ企業資産のコール・オプションを発行している立場に相当する。したがって、企業救済にプラスの価値がある場合でも、事業継続によって発生するリスクが自分の発行したコール・オプションの価値を高めすぎるならば、企業救済は銀行の利益に反することになる。この場合、企業を救済することが社会の利益にかなうにもかかわらず、銀行は企業に救済の手を差し伸べず倒産させてしまうことになる。つまり、負債のエージェンシー・コストの認識は、債権者としての銀行が本来、金融危機にある企業を「倒産させすぎる (over-liquidation)」ような利益構造を持っていることを教えてくれる。

銀行が危機に直面する企業に（社会的に最適な水準と比較して）「冷たくしすぎる」のは、平たく言えば、債権契約が（貸し手側から見て）ダウンサイド・リ

クスにはばかり目を奪われアップサイド・ポテンシャルを評価できない契約構造になっているためである。日本の銀行が融資先企業の株式を保有するという慣行は特にメインバンクの特徴であるが、融資先企業の株式を所有することによって銀行に株主的利益構造が加味され、その結果銀行が企業を「倒産させすぎる」ことからくる社会的損失が低く押さえられる。

日本の金融機関による融資先企業の株式所有が負債のエージェンシー・コストを節約するという視点は、Prowse[1990]によっても提出されている。彼は株主が債権者の利益を犠牲にして機会主義的な行動をとる可能性の大きさは、売上高に占める研究開発投資の大きさを測定できると考えた。研究開発投資の持つリスクは経営者以外には容易に知ることができない。したがって、研究開発に大きな資金を費やす企業の経営者には裁量の余地が多く、債権者の利益が侵害されやすい。また、リスクの大きい研究開発への投資額が多いこと自体、経営者が債権者の利益に反して過剰なリスクをとりすぎていることを示している可能性もある。こうした企業との負債契約において、債権者側はこのエージェンシー・コストを金利に上乗せするのでその分負債コストは高くなり、企業の負債依存度は小さくなるはずである。このような仮説のもとに、彼は米国製造企業741社と日本製造企業133社（いずれも上場企業）について重回帰分析によって企業の負債比率とエージェンシー・コストの代理変数との関係を調べた。結果は、米国企業の場合には負債比率とエージェンシー・コストの大きさは有意な負の相関を持っているが、日本企業の場合にはそうした関係が有意に検出できないというものであった。彼はこの結果の説明を日本の銀行の株式保有とそれによる負債のエージェンシー・コストの節約に求めている。

本節の議論を要約しよう。日本の企業システムは全員参加型のリスク分担システムを特徴とする。株主だけでなく、債権者、取引先企業、経営者、そして従業員が残余リスクを負担しあう。とりわけ、企業が金融危機に陥ったときのメインバンクを中心とする金融機関の救済行動は、日本の債権者が債務契約外の行動によって残余リスクを吸収することを端的に物語る。こうした行動の背景には、企業集団の形成論理やそれを支える株式持ち合いが存在することは間違いがない。

そうした行動の中核に位置するのが銀行であり、株式の法人所有の大半は銀行をはじめとする金融機関によるものである。

銀行が純粋な債権者ではなく株主的な利益構造を合わせ持つことは、債権者と株主の利益の不一致に起因する負債のエージェンシー・コストを節約し、負債のコストを安くする。同時に、企業の金融危機に際して銀行が企業を「倒産させすぎることから発生する社会的損失を軽減する働きを持つ。日本の場合、株式持ち合いや長期的取引関係、企業集団のグループ意識などが企業買収のメカニズムを排除している。戦後日本のコーポレート・ガバナンスのシステムでは、銀行が企業に対して経営監視や経営介入、経営統制を行う準内部組織として、資本市場を通じた企業買収に代わる役割を果たしてきたといえる。

4. 変質を迫られる日本型リスク負担システム

企業買収の問題点

近年米国では、従来から経営者監視のために重要と考えられてきた敵対的買収の弊害が問題になっている。オリバー・ウィリアムソンは早くからこの問題を指摘していた経済学者である¹¹。伝統的な経済理論では、企業買収者は適切に経営されていない企業資産を探し出し買収することによって、あるいはそうした威嚇の圧力を経営者にかけることによって、企業資産の効率的な利用を促進させると考えられてきた。しかし、企業成果の不調が経営者の努力や能力の問題であるのか、あるいは偶然の作用による経営者の不運であるのかを見分けることは容易ではない。このような状況下では、情報の不完全性を利用して機会主義的な利益を稼ぐことが可能であり、その場合には良い経営者を犠牲にして社会的利益を損なう結果になる。このような認識に立ってウィリアムソンは、企業買収による外部

¹¹ Williamson[1975]を参照のこと。

的な経営者監視よりも企業の内部組織とインセンティブ・システムの適切な設計こそ、企業の効率的経営に重要であると説いた。

1980年代の敵対的企業買収の流行に対抗するため、米国の企業経営者は、自社株買い、自発的な合併や持ち株会社化の促進、レバレッジド・バイアウト（LBO）による非公開化、ポイズン・ピルの採用など、各種の企業買収対抗手段を採用するようになった。そして敵対的企業買収に対抗することに経営者、従業員、取引先、債券投資家の多大なエネルギーが奪われ、米国企業の健全性自体が損なわれた感すら見受けられる。

市場の弱点

先に米国企業経営者の「短期志向」の原因を株式市場やその参加者に求めるのは根拠に乏しいと主張したが、株式市場を通じた敵対的企業買収はおそらく原因の一端を担っているであろう。企業買収の脅威が強ければ、経営者は企業特異的な資源の蓄積へのインセンティブを弱める。なぜなら、こうした投資は経営者が企業を追われれば経済価値を大きく失ってしまうからである。

市場の力の最大の弱点は、こうした「標準化」の困難な資源を評価するすべを知らないことである。市場が機能を十分発揮するための第一の条件は多数の参加者の存在であり、取引商品の「標準化」はそのための必須要件である。蓄積に長い時間を要する資源――長期投資、企業特異的な熟練などの人的資源、「従業員出資」、特定顧客との取引に特異の技術や技能など――は最も「標準化」が困難でそれゆえ市場の論理と相容れない商品である。企業買収という市場の圧力にさらされれば、経営者はこうした資源への「コミットメント」を弱めざるをえない。米国企業が「短期志向」に見えるのはそのためであろう。日本の企業システムはこうした資源の蓄積を得意とするが、株式持ち合いや企業のグループ意識など、市場を通じた敵対的企業買収に対する強い安全装置の存在がそれを可能

にしている¹²。敵対的企業買収は証券市場と実物資産市場の間のアービトレッジである。証券市場間のアービトレッジは市場の価格発見機能を円滑にし、資源配分の効率を高める。しかし、証券市場と実物市場のアービトレッジは、市場化できない資源の蓄積を阻害する。

株式持ち合いの功罪

日本企業の株式持ち合いは、企業のパフォーマンスにプラス、マイナスいずれの影響を与えているであろうか。

銀行による融資先企業の株式所有は銀行の利益構造を株主的なものに変化させた。銀行は、経営に行き詰まりを生じた企業に対して、債権者として資金回収を図るというより、できるだけこれを立て直し再び成長させるために経営的、資金的援助を行う存在であった。日本の銀行のこうした行動は Xu の理論分析の主張によく合致する。

また、銀行は企業の危機に際してだけでなく、継続的な資金の供給者として日常的に企業に関与する存在でもあった。間接金融中心の制度の下で、貸出先企業の成長はそのまま銀行にとって融資額の増加、利益の増加につながった。したがって、銀行は単に債権の保全を図るというよりも企業の成長を支援する観点から、グループ企業の経営に関与していた。こうした銀行と企業の関係は、企業経営者に長期投資にコミットするインセンティブを大いに与え、日本企業の競争力強化、日本経済の発展に貢献したにちがいない。

しかし一方で、銀行やグループ企業による株式持ち合いや安定保有が進みすぎると、経営者が自己規律を失い、怠慢、浪費に走り、経営効率を劣化させる結果

¹² この辺りについては、加護野忠男、小林孝雄「資源拠出と退出障壁」（今井・小宮[1989] 第4章）で詳しく論じている。また、類似の論点を理論モデルに表したものに Shleifer and Summers[1988]がある。

になるかも知れない。つまり、株式の安定保有は企業経営の効率にとって「もろ刃の剣」である。

これらの点に関連して、LichtenbergとPushner[1992]は興味深い実証分析の結果を報告している。彼らが分析対象にしたのは日本の製造企業1241社（大企業中心）、分析期間は1976-1989年である。彼らの興味は、株式を誰が持つかで企業業績にどのような影響があるかを見ることであった。彼らの結果で特に興味深いのは、金融機関の株式所有と企業業績は正の関係、事業法人の株式所有と企業業績は負の関係にあるという主張である。ただ、この研究では企業業績を左右する他の要因がまったくコントロールされていないので、結果に信頼性が欠けるのが惜しいところである。

日本型システムの問題点

銀行を中核とする日本のリスク負担システムの弱点は、リスク負担にあたって主導権を握るのが銀行という債権者であるところに求められる。銀行がいくら株式の安定保有主体であるといっても、債権者としての本来的な保守主義をまぬがれるわけではない。そして前節で論じたように、債権者と株主の利害の不一致のなかで、債権者が経営の主導権を握ればデフォルト・リスクの最小化が第一の目標となり、事業リスクへの果敢な挑戦は犠牲にされる。

過去の日本経済では、急速に成長する国内市場が政府の手によって保護され、日本企業のために用意されていた。先行する欧米企業に追いつくべき目標を定めれば、先を迷う必要もない。企業間の競争はし烈でも、企業経営の挑戦すべきリスクは比較的小さかった。少なくとも、これからの日本企業がとるべきリスクと比べれば小さかったであろう。

しかしながら、日本経済は大きく変質しつつある。第一の変化はすでに70年代後半からはじまっている。それは資金構造の変化であり、企業の設備投資が減価償却費と留保利益で十分賄われるようになったことである。80年代後半の設備投資の大幅な拡大さえ、この内部資金の範囲内であった。また、同じ時期に日本企業

が大量のエクイティ・ファイナンスによって集めた資金は負債の返済に使われ、企業の銀行貸付けに対する依存度は大きく低下した。

第二の変化は不良貸付、株式持ち合いの一層の進展などによる銀行の体力低下である。また、銀行が低コストで預金を集めて企業に注ぎ込むシステムは、金融資本市場の自由化と投資家の金利選好意識の高まりによって、今までのようには機能しない。さらにBISの規制も絡んで、今後の銀行はリスク管理、リスク低減に走らざるをえないであろう。

第三は日本経済の国際化とグローバルな規模での市場化の進展である。この流れは、日本の伝統的な取引慣行、とりわけ日本企業の「後決め」「事後調整」などの価格決定方法に修正を迫るであろう。従来のリスク分担システムの相当部分が以前のように働かなくなることを覚悟しなければならない。

一方で、日本企業はすでに世界の企業のトップ・グループを走るようになってしまっている。追いかける者の「安心」はすでに過去のものであり、挑戦すべき事業のリスクはこれまでよりはるかに大きい。このような規模のリスクを負担するには限られた数のグループ企業の間で残余リスクを分け合う従来の仕組みでは役不足である。

もちろん、企業の戦略決定を支配するのは経営者であり、日本の経営者と日本の企業システムは資源蓄積へのコミットメントの方策を熟知している。長期的な資源の蓄積は市場が不得手とするところであり、この市場の弱みをカバーする方策を熟知しているわけである。しかし、「長期志向」と「リスク・テイキング」は似てはいるが別物である。リスクは小さいが収穫が生まれるのに多くの年数を要する事業もある。逆に、勝負は短いがリスクの大きい事業もある。そして、「リスク・テイキング」を得意とするのは、間違いなく、無数の投資家がリスクを分け合う証券市場である。国内だけでなく世界中の投資家がこのリスク分担に与れば、なおさら理想的である。そして証券市場の中心に位置するのが株式市場と（最近その育成が論じられはじめた）社債市場である。

市場の弱みを補うすべを持つ日本企業の今後の課題は、市場の強みを積極的に利用することである。そのためには株式市場をまずまともにしなければならない。

銀行が経営監視の機能を従来ほどは果たせなくなるとすれば、株式市場は経営者評価機構としても重要な役割を期待されることになる。

株式の持ち合いや安定保有は正常な株式市場を育成する妨げになるであろうか。すでに述べたように、TOB（株式公開買い付け）などによる敵対的企業買収は企業特異的な資源蓄積のインセンティブを削ぐ。したがって、それに対する防波堤の役割を果たす株式安定保有の「歴史的遺産」をわざわざ崩すのは愚かである。必要十分な量を超える無意味な保有分は、投資収益の評価構造が正常化すれば自ずから市場に投げ出されるに違いない。

株式は収益証券、資産証券の側面と支配証券の側面を合わせ持つ。この両側面を切り離せばよいという主張ももっともである。実際、米国では、①普通株より投票権は多いが配当の少ない株式、②普通株より投票権は多いが、あらかじめ決められた譲渡先（たとえば経営陣）以外に譲渡されたばあいには投票権が普通株並みになる株式、③「長期保有」の株主にのみ普通株より投票権を多く与える株式、などが発行できる。日本でも議決権のない優先株は発行できる。こうした工夫はそれなりに意味があるであろうが、これらの株式が大きな流動性を持ちうるか大いに疑問である。それよりは、普通株の市場が安定株式の存在によって本来の価格発見機能を損なわないための方途を考える方が問題解決の本筋である。

5. 株式持ち合いと株価

筆者はかつて、株式の時価発行、自社株の買い戻し、株式の持ち合いなどは理論的には株価に対して中立的であるということをおおしく論じた¹³。ここでは少し別の角度からの説明を試みよう。実は、この主張は企業価値が資本構成からは独立であるとする有名なモディリアーニ＝ミラーの定理の変形にすぎないのである。

¹³ 小林[1991]および小林[1992]を参照のこと。

資本市場に十分多数の投資家が参加して個々の参加者の取引によって市場価格が影響を受けるようなことはなく（市場が競争的で）、取引費用や税金がないならば、ある、きわめて普遍的な価格原理が成立する。その価格原理とは、「肉の塊にどのようにナイフを入れても、切り身の価格の合計は不変である」、というものである。もちろん、この場合「肉の塊」とは企業の将来にわたるフリー・キャッシュフローを指す。

企業価値のレバレッジからの独立性を主張する場合には、社債と株式が2種類の「切り身」である。レバレッジの高い企業の場合には社債の形をした「切り身」を大きくとったこととなるが、社債の形をした「切り身」を大きくとろうと、株式の形をした「切り身」を大きくとろうと、「切り身」の価格の合計に変化はない。

株価の配当政策からの独立性を主張する場合には、企業の金庫に眠るカネと株主のポケットに入るカネが2種類の「切り身」である。企業の金庫も株主のポケットも株主のものであるから、配当政策の変更は「肉の塊」へのナイフの入れ方の変更にすぎず、株主の利害にはまったく影響しない¹⁴。

通常、モディリアーニ＝ミラーの定理と呼ばれるのはこの2つの命題である。しかしながら、株式の時価発行や自社株買い戻し、株式持ち合いも話の本質は同じである。時価発行の場合は、配当の話の逆を考えればよい。時価発行で払い込まれた資金は増減なくそのまま企業の金庫に入るのであるから、払い込まれた資金は増資分の株式時価の形成に関与するだけであり、旧株式の時価総額には何の影響も与えない。また、払い込まれた資金が負債の返済に使われる場合には、負債部分の価値がその分減少し、株式部分の価値はその分上昇する。しかし、この株式価値の上昇は増資分の株式時価の形成に関与するだけであり、旧株式の時価総額は変化しない。自社株買い戻しの場合は時価発行の逆と考えればよい。

¹⁴ したがって、配当の権利落ちに伴って支払われた配当にちょうど等しい金額だけ株価が下落すれば、それは今の命題が正確に成立したことになる。

株式持ち合いの場合には、持ち合う企業全体で話をすれば自社株買い戻しと同じである。また個別企業で見れば、時価発行と相手株式の時価での購入（第三者割当の場合）、または市場からの相手株式の購入（市場から買って持ち合う場合）であり、いずれの場合にも市場で等価交換を行っているだけなので、それによって企業価値が変わることはない。これらが純粹に財務的な行為で企業の事業内容（肉の塊それ自体）に何の変化も与えなければ、それによって企業の資本市場による評価が変わることはないはずである¹⁵。

現実には、時価発行や増配、自社株買い戻しは、企業の経営内容の変更、あるいは少なくとも経営内容に関する市場の予想の変更をもたらすことが多い。経営内容の変更がデフォルト・リスクの大きさに影響するならば、株価や社債の市場価格はその変化を織り込んで反応するであろう。一般には、時価発行の場合には株主にとって悪いニュース、増配や自社株買い戻しは良いニュースととられ、その方向に若干株価が反応するというのが、米国での過去の実証結果である。しかし、こうした情報効果は一時的なもので、株価はそのうちファンダメンタル・バリュウの新しい水準を発見してそこに落ち着く。

現実の資本市場はどの程度この理論的な想定に近いのだろうか。市場に課せられた多くの制度的制約やそれによって歪められた投資家の行動原理、市場の流動

¹⁵ 株価収益率への影響を論じるときは少し注意を要する。これは株価収益率が、将来のキャッシュフロー全体についての市場評価（株価）とキャッシュフローの直近の「切り身部分」（直近利益）を直接比較するという性格の指標であることに原因がある。企業の財務政策はこの直近の「切り身」の大きさには影響を及ぼす。例えば株式時価発行で資金を調達して負債の返済に当てると、本文で述べたように、これは株価には影響しない。しかし、企業の利益は負債利子が減る分だけ膨らむ。一方株数も増えているので、一株当たり利益が増えるか減るかは、（新株発行前の）金利と株式益利回りの大小関係による。金利が益利回りを上回る場合には負債の返済（増加）によって一株当たり利益は増加（減少）し、それゆえ株価収益率は低下（上昇）する。つまりこの場合には株価収益率はレバレッジと同方向に動くことになる。株式持ち合いのケースでのこの点についての筆者の議論の詳細は三輪・西村[1990]12章を参照のこと。

性の薄さなどに思いを馳せると、現実には理論からほど遠いようにも見える。しかしまた、金融機関や企業による株式所有が、企業収益への影響を超えて、大きく株価を歪めているというのも極端な気がする。いずれにせよ、これは綿密にデザインされた実証のみが答えうる問題である。また、株価水準への影響に劣らず重要な問題は、株式持ち合いや「政策投資」が個別株式のマーケット・インパクトの大きさやボラティリティ、商いの「出来やすさ」などに与えている影響である。こうした「市場のマイクロストラクチュア」的な視点から株式持ち合いの市場への影響を実証することも、是非取り組まなければならない課題である。しかしながら、日本経済にとって何よりも大切なのは、日本の株式市場を株式持ち合い程度では大して影響を受けないような頑健で流動性の高い市場に育て上げることである。

6. 参考文献

- Basu, S., "The Relationship between Earnings' Yields, Market Value and the Returns for NYSE Stocks: Further Evidence," *Journal of Financial Economics* 12, 1983, 129-156.
- Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan, 1933 (邦訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂書店) .
- Black, Fischer and Myron Scholes, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities," *Journal of Political Economy*, 81, 1973, 637-654.
- Chan, S. H., J. D. Martin and J. W. Kensinger, "Corporate Research and Development Expenditures and Share Value," *Journal of Financial Economics* 26, 1990, 255-276.
- Fama, Eugene F. and Michael C. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, 301-325.
- Fama, Eugene F. and Michael C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, 327-349.
- Galbraith, John K., *The New Industrial State*, Boston: Houghton Mifflin, 1967 (邦訳『新しい産業国家』TBSブリタニカ) .
- Hughes, A. and A. Singh, "Takeovers and the Stock Market," *Contributions to Political Economy* 6, 1987, 73-85.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, 1976, 305-360.
- Lichtenberg, Frank R. and George M. Pushner, "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 4092*, 1992.

- Litzenberger, Robert H. and Krishna Ramaswamy, "The Effects of Dividends on Common Stocks: Tax Effects or Information Effects," *Journal of Finance* 37, 1982, 429-443.
- McConnell, J. J. and C. J. Muscarella, "Corporate Capital Expenditures Decisions and the Market Value of the Firm," *Journal of Financial Economics* 14, 1985, 399-422.
- Prowse, Stephen D., "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan," *Journal of Financial Economics* 27, 1990, 43-66.
- Reinganum, M., "Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies based on Earnings' Yields and Market Values," *Journal of Financial Economics* 9, 1981, 19-46.
- Shleifer, A and L. H. Summers, "Breach of Trust in Hostile Takeovers," in A. J. Auerbach ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, National Bureau of Economic Research, Chicago: University of Chicago Press, 1988.
- Suzuki, Sadahiko and Richard W. Wright, "Financial Structure and Bankruptcy Risk in Japanese Companies," *Journal of International Business Studies*, Spring 1985, 97-110.
- Veblen, Thorstein, *The Engineers and the Price System*, New York: Viking, 1924 (邦訳『技術者と価格体制』未来社) .
- Williamson, Oliver E., *Markets and Hierarchies*, New York: The Free Press 1975 (邦訳『市場と企業組織』日本評論社) .
- Xu, Peng, "Stock Prices, Renegotiation in Financial Distress and Shareholdings of Financial Institutions in Japan," unpublished manuscript, Hosei University, 1992.
- 伊丹敬之、加護野忠男、小林孝雄、榊原清則、伊藤元重『競争と革新—自動車産業の企業成長』東洋経済新報社、1988.

今井賢一・小宮隆太郎編『日本の企業』東京大学出版会、1989.

小林孝雄「株式の需給と株価(1)～(6)」、日本経済新聞『やさしい経済学』、
1991年7月12日～7月18日.

小林孝雄「株式持合と株価」日本証券経済研究所編『現代証券辞典』、1992、
543-551.

三輪芳朗・西村清彦編『日本の株価・地価』東京大学出版会、1990.