

法政大学学術機関リポジトリ

HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

PDF issue: 2024-10-26

株式持合，所有構造，資本構成と規制の総合作用

XU, Peng / 胥, 鹏

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / The Hosei University Economic Review

(巻 / Volume)

66

(号 / Number)

1

(開始ページ / Start Page)

281

(終了ページ / End Page)

310

(発行年 / Year)

1998-07-30

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00002590>

株式持合，所有構造， 資本構成と規制の総合作用

胥 鵬

1. はじめに

自己資金で会社を起こし，その後も内部留保のみに頼って会社を成長させる場合は，資金を提供する投資家（以下アウトサイダー投資家と呼ぶ）も経営に携わる経営者（以下インサイダーと呼ぶ）も同一人物であるため，資金が一円たりとも有効に投下され，回収される。これは，オーナー経営者が創業者利益を追及するインセンティブが働くからである。このような役員持株による動機づけは，日本経済の高度成長を支えた重要な要因の一つであったに違いない。

他方，所有と経営が完全に分離した場合は，アウトサイダー投資家と経営に携わるサラリーマン経営者，すなわち，インサイダーの利害の不一致が生じてしまう。とりわけ，サラリーマン経営者は，アウトサイダー投資家の利益よりも，高額な絵画が飾られ，分厚いシルクの絨毯が敷かれた豪華な社長室，シャンデリアが輝く役員食堂，接待と称したゴルフと料亭での会食，豪勢な海外視察などの私的利益を合法に追求することができる。すると，アウトサイダー投資家が安易に資金を提供したら，回収できる保証はどこにもないのである。

コーポレート・ガバナンスとは，アウトサイダー投資家が投下した投資を回収できることを保証する諸制度及び慣行のことである。ここで，回収

できるという意味は、提供した資金の機会費用に等しい収益率が得られるとのことである。これは、アウトサイダー投資家が資金を出す以外に企業業績にはほとんど貢献しないため、企業のレントが経営者などの内部関係者に帰属されるべきであるといういわゆる経営者資本主義⁽¹⁾という考え方である。アウトサイダー投資家が提供した資金を回収できる保証がなければ、長期的に外部資金による資金調達に支障をきたすことになる。

レントがインサイダーに帰属されるべきだからといって、アウトサイダー投資家が投下した資金を回収できる保証がなければ、レントは実現出来ない。たとえば、カード破産した人間が簡単に新たなカードを発行してもらって、従来通りに信用販売のサービスを受けることができれば、カード会社が成り立たないことは明白である。同様に、利益ができれば5円配当、無配になっても経営陣が何も痛みを感じない限り、永劫に株式市場から資金を調達することはありえない。

コーポレート・ガバナンスは、安易な破産、無配をさせない仕組みである。具体的には、破産に関する法律制度、役員持株制度、ストック・オプション、役員賞与などの制度と慣行が挙げられる。企業のインサイダー、具体的に経営者または従業員が、どのようにアウトサイダーの投資家に投下した資金を回収できるかを確約することは、洋の東西を問わず、金融市場が機能するための必要条件である。多少異なる点があっても、理論分析においても実証分析においても日米のコーポレート・ガバナンスに多くの共通点が見られる。

例えば、所有と経営が分離しかつ株式所有が広く分散する場合には株主総会と取締役会制度がうまく機能しないことは、日本でもアメリカでも確認済みである。アメリカ企業のコーポレート・ガバナンスにおける敵対買収の役割が喧伝されるが、実際は、その機能が非常に限定されたものである。したがって、株式による資金調達は、所有と経営が分離しかつ株式所有が広く分散する企業にとって、ソフト・バジェットに過ぎない。裏返せば、このような企業の経営者は、アウトサイダー株主にリスクに見合った

配当を支払うことを確約することが難しいのである。

どのような資金調達方法が、ハード・バジェットになるのか。これは、負債による資金調達方法である。株式と違って、負債が債務不履行の時に倒産を引き起こすことは、はるか昔から知られていた。80年代から発展を遂げてきた金融契約理論における中心テーマの一つは、コーポレート・ガバナンスにおける倒産の役割である。処理方法が異なっても、倒産こそインサイダーに対する最も有効なペナルティだという認識は、経済学の一つのコンセンサスとして形成されつつある。計画経済下の企業に倒産機能、言い換えれば負債の規律付け機能が欠如したからこそ、ソフト・バジェット問題が深刻化したのである。言うまでもなく、日本経済の高度成長があったのも、日本に整備された倒産制度があったからである。また、日本のメイン・バンク・システムも、上述した倒産機能の一つのバリエーションである。普通のバンクもメイン・バンクも企業の経営に云々と口を出せるのは、負債が潜在的に倒産を引き起こすからである。したがって、コーポレート・ガバナンスとコーポレート・ファイナンスは、表裏一体の関係にある。

負債が経営者または従業員に規律を与えるからといって、債権者が広く分散した場合は、株主のフリー・ライダー問題と同様に、債権者集会がうまく機能しない可能性が考えられる。近年、財務処理に見られる大口債権者と小口債権者の役割の相違から、銀行借入と社債との違いが分析されるようになった。大口債権者として、銀行が小口社債保有者と比べて、貸出先の企業についてははるかに豊富な情報を企業が保有しているのである。フリー・キャッシュが豊富かつ高収益の投資機会が乏しい時に、経営者のモラル・ハザードがより深刻になるため、情報を集中的に収集する銀行によるモニタリングの重要性が増す。これと同時に、財務危機の処理に当たって、この情報の集中は、貸出先の企業がほかの資金調達手段にアクセスすることを妨げ、銀行に独占による情報のレントをもたらす。すると、高収益の投資機会に恵まれる企業は、事後に銀行に搾取されないように、社債を好む。したがって、債権の所有構造が株式の所有構造と同様に重要

である。

株式持合⁽²⁾と銀行借入を抜きに日本企業の株式所有構造と債権所有構造を語ることはできない。実は、株式持合と負債の機能と密接に関連する。持合によって経営者の裁量権が最大に守られる企業では、株式発行による資金調達が経営者の裁量下にあるフリー・キャッシュを生み出すのみである。これは、株主に配当を確約する術がないゆえに、株式のエージェンシー・コストが極めて高いからである。その結果、唯一の選択は、利息と元本の返済ができなければ倒産してしまうというハードな制約が伴う負債による資金調達である。したがって、持合によって企業のコントロール権市場が全く機能しない日本経済においては、負債の役割はより一層重要である。

これだけでなく、持合度の高い企業、例えば、系列企業が本来敵対買収にさらされやすいフリー・キャッシュが豊富で高収益の乏しい企業だとすれば、このような企業が銀行借入を選択することは債権の所有構造に関する理論分析と整合する。したがって、株式所有構造、債権所有構造および資本構成が互いに影響を及ぼしあうのである。最近の経済環境変化について言えば、社債市場に関する規制が緩和されても、株式持合が解消されても銀行の役割がなくなるわけではなく、成熟産業と衰退産業に限って銀行の役割が従来どおり重要である。

この論文の目的は、理論研究と実証分析を踏まえた上で、日本企業の株式所有構造、株式持合、資本構成と債権の所有構造の総合作用について、一つの考察を行う。

2. フリー・キャッシュ、エージェンシー・コストと負債

Jensen and Meckling (1976) では、企業金融論で資本構成のみを論ずる⁽³⁾のは不十分で、内部者(役員)と外部者の株式所有を区別する所有構造こそ重要である、と指摘された。彼らの論文では、100%オーナー経営者以外の場合、経営者の行動が立証できなければ、経営者が株主の利益よ

りも自分の私的利益を追求することから、株主と経営者との利益対立から生じた外部株式のエージェンシー・コストについて分析された。もし、株式で資金を調達すれば、経営者の持株比率は低下するため、経営者は資金の機会費用のほかに、外部株式のエージェンシー・コストも負担しなければならない。そのポイントは、経営者が株主に利益を還元することを確約できないからである。

他方、負債で資金を調達すれば、外部株式のエージェンシー・コストを節約できるが、負債のエージェンシー・コストが新たに発生する。これは、経営者がハイ・リスクの投資プロジェクトを選ぶことによって、債権者から株主へ富を移転し、自分もその一部を享受することができるからである。資金調達額が一定の下で、外部株式による調達額が高ければ高いほど外部株式によるエージェンシー・コストも高くなる。同様に、負債による資金調達のウェイトが高まると、外部株式のエージェンシー・コストを押さえる代わりに、負債のエージェンシー・コストが高まってしまう。すると、企業の最適資金調達方法は、エージェンシー・コストがもっとも低くなる外部株式・負債比率の選択にはかならない。

エージェンシー・コストという概念が提示されてから、エージェンシー・コストを検証する実証分析は、盛んに行われてきた。私的利益とはいっても、経営者が公然と企業の資産をポケット・マネーにすることは、少なくとも法治国家では考えられない。経営者は利益を株主に還元しなければ、どのようにして合法的に自分の私的利益を追求するのだろうか。

エージェンシー・コストを確認するために、Jensen (1986) は、アメリカの石油会社が1980年代初期に行った無駄な開発が数千億ドルにもものぼることを例に、経営者の自由裁量下にあるフリー・キャッシュこそエージェンシー問題を引き起こす最大の原因であると力説した。また、Jensen (1993) によると、アメリカの自動車産業が比較優位を失ったにもかかわらず、GM社が1980年から1990年までにR & Dと純資本支出に費やした費用は、6,720億ドルにも達した。ちなみに、この金額は、1985年のト

ヨタとホンダの株式時価総額合計 2,150 億ドルの 3 倍よりも大きい。結論として、Jensen は、いかに経営者に衰退産業から事業を撤退させるかは、コーポレート・ガバナンスの最も重要な課題として位置づけた。ほかには、数多くの event study は、内部資金豊富かつ投資機会が乏しい企業のエージェンシー・コストが高いことを検証できた。詳しいことについては、Jensen (1993) と Schleifer and Vishny (1997) を参照せよ。

このことから、Jensen (1993) は、衰退産業から撤退させる意味で、経営者をインセンティブ報酬に織り込まれたインセンティブが必ずしも十分ではなく⁽⁴⁾、かつ、業績悪化に対する取締役会の対応が遅すぎると主張する。したがって、フリー・キャッシュの豊富な成熟企業においては、株式がソフト・バジェットに過ぎない。Eastbrook (1984) は、持続的増配とエージェンシー・コストが大きく関連するという仮説を提示した。しかし、所有と経営の分離の下で、株主が零細に分散する公開会社においては、株主は経営者に一定の配当を支払わせることができない。その理由として、会計利益が操作しやすい点、配当の決定が経営者の自由裁量下にあることと、株主総会、取締役会及び敵対買収の機能が著しく制限されることが挙げられる。ところが、一定の金額を支払わなければ一定のペナルティーを与える負債契約は、約束された金額の支払の有無が簡単に確認できるため、操作しようがない。ここで、一定のペナルティーとは、言うまでもなく企業倒産が経営者に与えるダメージのことである。企業の資本構成を株式と負債に分ける最大の理由は、負債の利子と元本が返済できないときに倒産を引き起こすからである。

3. 条件付権限配分と倒産

経営者からフリー・キャッシュを取り上げるハード・バジェットとして、負債の役割に関する分析が脚光を浴びようになった。経営者は、できれば事実上自分の自由裁量下にある自己資本収益を株主に配当として支払う

よりも、私的利益、たとえば、自分の地位のために企業規模拡大のために採算の合わない再投資に回すことを好む。配当支払いと違って、負債の利子支払と元本返済が行われなければ、企業が倒産に追いやられ、経営者も従業員も職を失いかねない。したがって、負債の利子と元本の支払が経営者にとってハード・バジェットである一方、配当支払いは相当ソフトなものに過ぎない。

このほかに、既存負債の優先順位が新規負債より高ければ、負債は、経営者が外部資金を調達して規模拡大の採算の合わない投資に走ることを未然に防ぐこともできる。その後、理論研究は、フリー・キャッシュ概念を中心にモデルが構築されてきた。Hart and Moore (1995) は、負債のフリー・キャッシュを取り上げる機能に着目し、コーポレート・ガバナンスの角度から利益請求権の優先順位を分析した。このほかに、Townsend (1979), Diamond (1984), Gale and Hellwig (1985), および Chang (1990) などのモデルでは、負債は企業収入が立証できないときに強制的に経営者から元本と利息を支払わせる不完備契約として捉えられる。

上記のモデルを拡張し、配当額とリンクした役員賞与契約と負債を同時に分析したのは、Chang (1993) である。会計利益に依存する契約が実行可能でなくても配当に依存する契約（不完備契約）は実行可能である。すると、役員賞与などのインセンティブ報酬で配当を支払うインセンティブを与えると同時に、債務不履行に陥った企業の経営者から経営権を取り上げるという2段階構えとなっている。このように、役員持株比率が皆無に近い公開会社が継続的に配当を支払うインセンティブが分析された。胥 (1997c) では、この理論を支持する実証結果が得られた。

経営者が会社の資産を食いつぶすことをいかに防ぐかという角度⁶⁾からも、負債の役割が研究されてきた。企業業績がある程度悪化すると、将来の収益性も芳しくないと予想される。すると、今までの経営方針を大幅に変更し、場合によっては、大規模のリストラまたは企業清算をしなければならない。当然なことではあるが、既存経営者はできる限り今の会社に

しがみ付き、資産を食いつぶしたい。これを防ぐために、ある程度、具体的には債務不履行までに業績が悪化すると、経営権を既存経営者から債権者へ移転しなければならない。これは、経営コントロール権の条件付き配分と呼ばれるものである。Aghion and Bolton (1992) は、もっとも一般的な形で、投資家と経営者の間における経営コントロール権の最適条件付配分を分析した。そのうちの一つは、負債契約によって達成される配分である。

負債が経営者に規律を与えるが、そのコストも無視できない。まず、将来収益性の高い投資プロジェクトが豊富である成長企業にとっては、多額の負債は将来の資金調達を難しくするため、採算の取れる投資が見送られる可能性を高める。また、成長企業にはしばしばオーナー経営が多いため、外部株式のエージェンシー・コストは比較的低い。いずれにしても、成長企業はできるだけ負債を押さえるべきである。したがって、資本構成が企業の所有構造と成長機会にも大きく影響されるのである。

日本では、この規律付けの役割の担い手がメイン・バンクであると言われている。初期の段階で、メイン・バンクの役割は、企業とのリスク・シェアリングが挙げられた。その後、メイン・バンクが負債と同様に規律付けの役割を果たすという見方が次第に強まってきた。まず、Chang (1992) では、従業員利益最大化企業でも負債の役割が欠かせないというモデルを提示した。Aoki (1994) では、従業員利益を最大化する日本企業において、メイン・バンクがチーム生産に対するハード制約であるというモデルが構築された。ただし、Chang (1992) でも Aoki (1994) でも、メイン・バンクの貸出と負債が区別されておらず、すなわち、メイン・バンクがモデルに登場したわけではない。また、Aoki (1994) では、メイン・バンク・システムとフォーマルな法的破産処理をベースとする負債契約との違いが強調されている。

負債契約が盛んに分析された背景には、企業の財務危機処理に関する実証分析の蓄積が挙げられる。日本の大企業の財務危機処理にあたって、メ

イン・バンクを中心とする金融支援, 役員派遣及び既存経営陣の大幅刷新については, 膨大な研究蓄積⁽⁶⁾があるため割愛させていただきたい。ここで, 専らアメリカ企業の財務危機処理に触れたい。

Gilson (1990) の実証分析は, 169 社の財務危機に陥った企業が, 半分近くが私的再建 (privately restructuring debt) を試みて成功した。したがって, 清算 (アメリカ破産法 Chapter 7 の手続き) と法的再建 (アメリカ破産法 Chapter 11 の手続き) といった法的処理だけでなく, 私的再建も大企業の破産処理方法として極めて重要である。また, 私的再建において, 債権者は債権の元本・金利の減免, 償還期限の猶予などを含む協力的行動を取る。ちなみに, 私的再建を選んだ企業は, 無形財産の比率が高い。人的資本を無形資産だと考えれば, 日本の大企業の財務危機処理において私的再建が多いことは, 日米の財務危機処理方法選択の間に共通点が見られることを示唆する。

また, Gilson (1989) で財務危機に陥った米国公開会社の上級役員は大幅リストラされ, 退任後少なくとも 3 年間ほかの上場企業に上級役員として雇われなかったという事実も明らかにされた。かつ, 役員更迭の多くが銀行のイニシアティブで行われた。最近, Cannella and Lee (1995) では, テキサス州の倒産した銀行の経営者は規制などの業績以外の理由によって営業が停止させられた銀行の経営者と比べて, 再就職の時に著しく不利であった, と報告された。いずれにしても, 財務危機に陥った場合は, トップ経営者が少なからぬペナルティーを受けるのである。

彼らの一連の論文から, 日本と米国の間に大企業の財務危機処理方法の共通点が見られる。まず, 私的再建が極めて重要な手法である。第 2 に, 破産処理が大口債権者, とりわけ, 銀行のイニシアティブで行われることは多い。第 3 に, 大幅なトップ経営者の更迭が行われる。このように, 法制度の相違があるにもかかわらず, 大企業の財務危機処理については, 日米の間に多くの共通点が見られる。

法制度の相違については, アメリカでは銀行が破産・再建処理に積極的

に關与することは、法律と規制によって制限される。具体的に、銀行が企業の株式を所有することは制限されることと、破産処理に積極的に關与した債権者の債権がいざ法廷に持ち込まれる時に劣後に扱われるという“劣後の平等”などが挙げられる。詳しい点については、Roe (1994) と Ramsayer (1994) を参照されたい。このような規制は、財務危機処理における大口債権者、とりわけ、銀行の役割を制約するものである。Gilson の一連の実証結果と Sheard (1994) の実証結果から、相当程度の差が伺えるかもしれない。

日米の金融システムの相違が制度上の差によってどこまで説明できるかは、興味深い問題である。Ramsayer (1994) で既に論じられたように、1980年代までに株式と社債による資金調達方法が、事実上人為的に規制されたため、企業に残された唯一の道は、内部留保と銀行借入のみである。内部資金の不足分を否応なく銀行借入で調達せざるを得ないという側面は否定できないであろう。例えば、トヨタ自動車のようなオーナーまたは創業者一族の色が強い優良企業が、長い間無借金経営を続けてきた。その理由は、銀行の借入のコストが高いからである。

1980年代に入ってから、優良企業の銀行離れが進んできた。規制緩和の結果、社債もより安い手数料で発行できるようになったからである。どのような企業が銀行借入を選択するのか。どのような企業が社債を選択するのか。また、社債と銀行借入の間にどのような違いがあるのか。大口投資家の部分でこれを取り上げたい。

4. 大口投資家の役割

株式のエージェンシー・コストを削減するためには、さまざまな工夫が考えられる。まず、株主が一定の確率で経営者の行動をモニタリングする⁽⁷⁾ことが挙げられる。最も簡単な方法として、株主総会で経営者の行動をモニタリングした結果に応じて経営者の更迭⁽⁸⁾を決定することが挙げら

れる。しかし、以下の理由によって、株主によるモニタリングが、必ずしも十分に機能するとは言えない。

株式が比較的少数の大株主に集中されるならば、株主によるモニタリングは比較的機能しやすいであろう。ところが、株主が広く零細に分散する場合は、高々数千株のために莫大なコストを負担して経営者の行動をモニタリングすることがあり得ないのである。したがって、モニタリングがすべての株主に利益をもたらす公共財であるため、モニタリング費用をめぐって、フリー・ライダー問題が発生してしまう。実際にも、日本の株主代表訴訟によく見られるように、あるアウトサイダー株主がモニタリングして情報を掴んだからというよりも、ほとんどの訴訟は検察当局の告発などによって取締役の違法行為が露呈した後に起こされたのである。

経営者の行動に直接依存する契約は、ごく一部を除いて実証可能性が非常に低い。例えば、株主代表訴訟で経営者に損害賠償を求める場合は、具体的に経営者の違法行為を立証しない限り、漠然と経営者の行動が会社に損害を与えたと主張しても、認められないのである。アメリカでは、法廷が経営者に代わって経営判断の妥当性について判断を下さないという経営判断の原則が適用される。したがって、損害賠償を請求できるケースは、経営者の明確な違法行為が立証された時に限られる。もちろん、具体的にどの状態にどのような行動を取らなければならないかを全部契約で定め、後程法廷で経営者の行動を立証して事前に交わした完全契約に基づいて報酬を支払うことは現実的ではない。

日本の商法では、取締役の違法行為を差し止める権利、取締役の損害責任を請求する権利、取締役を任免する権利のほかに、取締役の報酬を承認する権利、株主総会の議案を提案する権利も与えられている。モニタリングという言葉については、経営者の行動をモニターする意味のほかに、株主の権利が有効に行使されるかどうかという意味合いも含まれる点に注意してほしい。これは、株主が自分の権利を有効に行使するためには、情報収集などコストがかかるという点に着目されるからである。

株式所有の集中度に関する最初の分析は、Demsetz and Lehn (1985) によって行われた。彼らは、上位5大株主の持株比率、株式所有の集中度の代理変数に対して、ビジネス・リスク、株式所有集中から得られる潜在利益の代理変数が正の効果、企業規模、分散投資を逸したコストの代理変数が負の効果を及ぼすことを発見した。このことから、株式所有集中度がそのコストとベネフィットによって内生的に決定され、株式所有集中度と経営パフォーマンスの間には正の相関が存在しない、と主張される。

その後、大株主の持株比率と株主のモニタリングに関する理論分析は、Schleifer and Vishny (1986) によって行われた。以降、大株主の持株比率、機関投資家の持株比率の影響について、膨大な研究が行われてきた。その内容は、株式所有集中度、大株主の有無などの所有構造が企業業績、買収プロセス、トップ経営者の更迭、役員報酬の構成などに対する影響にまで及ぶ。この節では、株式所有集中度の決定、株式所有集中度の企業経営パフォーマンスに与える影響及び大株主のアクティブなモニタリングに関する分析のみを取り上げる。その他の内容は、以下各関連の部分で取り上げる。

Mikkelson and Ruback (1985), Holderness and Sheehan (1985) と Barclay and Holderness (1991) は、アウトサイダー投資家が株式を大量に取得したことが報じられた時に、株式が上昇することを報告した。Brickley, Lease and Smith (1988) は、アンチ・テークオーバーを内容とした定款採用の提案に対して、アウトサイダー投資家はほかの株主よりも積極的に投票し、かつ、株主の利益に反する株主総会の決議案に反対票を投じる。他方、Pound (1988) によると、委任状争奪 (proxy contests) において、機関投資家は既存経営陣側に立つ可能性が高い。

大株主の存在と企業経営パフォーマンスとの関連については、McConnell and Servaes (1990) は、トービンのQと機関投資家比率の間に正の相関を発見した。Holderness and Sheehan (1988) は、ある株主が過半数の株式を所有している企業と、トップ大株主の持株比率が20%未

満の企業におけるトービンのQを比較し、有意の差が認められなかった。

日本企業については、Prowse (1992) の研究が挙げられる。彼は、系列企業の株式所有集中度がビジネス・リスクに無関連である一方、独立企業の株式所有集中度がビジネス・リスクに依存することから、系列企業と独立企業のコーポレート・ガバナンスの間に相違があると主張した。ただし、系列企業においても、独立企業においても、株式所有集中度と企業の会計利益の間に有意な相関が見られなかった。系列企業の上位5大株主に金融機関が多いことと金融機関の持株上限規制から、上位5大株主持株比率は、必ずしも株式所有集中度の適切な代理変数とは言えないことを指摘しておこう。また、筆者も最近の研究で (Xu (1997)) 上位5大株主持株比率も上位10大株主持株比率もトービンのQに有意の効果を与えないことを発見した。ほかには、米沢・宮崎 (1995) と Lichtenberg and Pushner (1994) も挙げられるが、株式持ち合いの部分で取り上げたい。

最近、機関投資家に株式が再び集中し始めていると言われているが、一社当たりで見ると年金ファンドも投信ファンドも単独持株比率が概して高くない。その理由は、機関投資家のポートフォリオ投資に求められる。また、株式集中度を計るのに適した尺度は必ずしもあるわけではない。たとえば、上位5大株主、上位10大株主の持株比率が用いられてきたが、Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer and Vishny (1998) では上位3大株主の持株比率が用いられている。彼らは、49ヶ国の法制度と株式所有集中度との関連を分析した。この研究によると、上位3大株主の持株比率で計れば、日本を含めて東アジア諸国では公開会社の株式所有集中度がむしろ低い。

既に説明したように、若干程度が異なるが、日本でもアメリカでも企業の財務危機処理において、銀行が大口債権者としてイニシアティブを取る。この実証分析の結果に着目して、銀行借入と社債の選択についていくつかの理論分析が行われてきた。いずれの分析も銀行の優れたモニタリング能力に着目したものである。

まず、Diamond (1991) では、創業早々の企業と業績不振の古い企業が銀行から借り入れる。他方、成功し続けてきた老舗企業が社債発行を選択する。これは、成功し続けてきた老舗企業の評判 (reputation) の価値が高く、銀行のモニタリングが必要ではないからである。逆に、若い企業と評判のない古い企業が評判 (reputation) がないため、銀行のモニタリングが必要である。もちろん、銀行が効率的に企業をモニターできることを前提とする。

Rajan (1992) では、銀行の情報獲得の能力が着目された。事後には銀行がその独占的な情報優位を利用して、企業からレントを搾取することができる。そのため、銀行の搾取から逃れるために優良企業になればなるほど銀行離れが進む。そのほかに、財務危機処理において債権が少人数の大口債権者、とりわけ、銀行に集中していれば、交渉費用が低く、交渉が順調に進む。逆に、不特定多数の社債権者の場合は、交渉費用が高いゆえに企業再建が効率的であっても断念せざるをえないのである。詳しい分析については、Gertner and Scharfstein (1991) と Bolton and Scharfstein (1996) の研究が挙げられる。

Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1993) によると、純資産の多い企業、優良系列企業が社債市場に対する規制が緩和されたあと、こぞって資金調達を銀行借入れから社債発行に切替えた。また、Aoki, Patrick and Sheard (1994) では、100社以上の無借金と無借入の優良企業が確認された。その多くは、オーナー経営型と子会社である。これらの事実は、銀行借入がすべてのタイプの企業にとってコストが低いとは限らないことを示唆する。負債による資金調達方法は、日本の金融市場における厳しい参入・価格規制の下で、内部留保と銀行借入だけに限定されてしまった。今後、Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1993) が主張したように、社債市場の発達とともに負債に占める銀行借入と社債の比率、すなわち、負債所有構造の分析は、日本企業のコーポレート・ガバナンスを考える上で極めて重要である。

5. 敵対買収と株式持合

日本では、衰退産業の企業間の合意に基づいた対等合併と、著しい経営危機に陥った企業が吸収される吸収合併はごくわずかな例しか観察されない。Kang and Shivdasani (1997) によると、同様に営業利益が半減した日本企業は外部の M & A の標的に晒された会社が一件もないのに対して、同様に営業利益が半減した米国企業は、何らかの形で買収の圧力を経験した企業の比率が 37% にも達する。

日本では株主の権利が諸外国と比べてむしろ強いといわれているが、なぜ株主の権利の根幹にかかわる M & A がほとんど行われないのか。その秘密は、日本企業の“株式持合”という所有構造にある。株式の多くが友好法人株主によって所有されているため、公開買い付けなどで M & A を仕掛けてもほとんど成功する見込みがない。したがって、株式持合は、見事に日本の商法で定められた株主の強い権利を骨抜きにしたのである。

株式持合といっても、ほかの日本のコーポレート・ガバナンスの特徴と同様に、はっきりとした定義があるわけではない。金融機関を中心とする系列企業同士の持合があれば、自動車産業によく見られる部品供給者と自動車会社の間に行われる従垂直統合のような持合も見られる。理論分析としては、Berglof and Perotti (1994) と Osano (1996) が挙げられる。前者は、評判 (reputation) よりも持合による相互モニタリングがサポートできる企業間協力がより広いことを分析した。後者によると、持合が近視眼的な敵対買収から経営陣を遮断し、長期経営に専念させる。株式持合の人的資本形成を促進する機能に関する分析については、倉澤 (1993) と池尾 (1994) を参照せよ。

言うまでもなく、株式持合の主な目的の一つは、互いに経営陣を敵対買収から守ることである。どのような企業を買収のターゲットになりやすいのか。この点については、英米における敵対買収に関する実証分析が、重

要な参考を提供する。まず、Morck, etc. (1988b) の研究によると、敵対買収のターゲットになりやすい企業の特徴として、歴史が古く、成長率が低く、投資が少なく、トービンのQが低い等のことが挙げられる。しかも、役員の持株比率が低く、創業者一族の色が薄い。他方、友好買収の目標企業は、規模が小さく、若くて、トービンのQと成長率がそれ程低くない。とりわけ、創業者一族に運営されるものが多く、役員持株比率も高い。トービンのQを経營業績の指標とすれば、この研究結果は業績不振の企業が敵対買収のターゲットになりやすいことを示唆する。

Martin and McConnell (1991) は1958年10月から1984年12月の間にアメリカで行われた公開買付による720件の企業買収を分析した。ターゲット企業の公開買付が行われた前の経営パフォーマンスは、同業他社の平均より悪い。買収後、買収前の経営パフォーマンスが悪いほど、既存経営者は更迭される可能性が高い。彼らの研究結果は、敵対買収が経営者に規律を与え、企業価値を高めるという主張を支持するものである。

Franks and Mayer (1996) は85年～86年の間にイギリスで行われた80件の敵対買収⁹⁾について分析を行った。彼らの結論は、敵対買収のターゲット企業の株式投資収益率、総資産キャッシュ・フロー収益率のいずれも同産業、同規模の企業と比べて劣らないので、敵対買収が企業経営に規律づけることは期待できない。また、経営者の解任理由として、買収前の業績不振よりも買収に抵抗したことが大きい。

買収される企業の負債、株式所有集中度と債権所有の集中度を増やすことに着目し、leverage buyout¹⁰⁾ はエージェンシー・コストを低減させ、経営効率を改善する、とJensen (1993) が主張する。LBOの標的となった企業の多くは多角化経営を行っており、買収された後非主力部門が切り売りされることが多い。皮肉なことに、多角化経営は、60年代に米国企業の経営者が規模拡大の手っ取り早い手段としてM & Aを利用した結果でもある。

英米における実証分析の結果は、系列企業の会計利益率が低く、ビジネ

ス・リスクが低いという多くの研究で確認されたことと驚くほど一致する。最近、筆者は系列企業と独立企業の属性を比較した研究で、時価ベースのトービンのQを企業経営業績の指標とすれば、系列企業が独立企業と比べて、役員持株が有意に低く、経営業績が有意に劣ることを確認した。この事実は、系列企業が敵対買収のターゲットになりやすいゆえに、株式持合を通じて自分を守るニーズが高いことを示唆する。さらに、日本企業のお含み益が多いことも買収の格好の対象になるかもしれない。

持合または系列の影響を検証するために、多くの実証分析が行われてきた。Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991) は、独立企業と比べて系列企業の投資が流動性から影響を受けない結果を発見した。その後、経営危機に陥った系列企業が、ほかの企業と比べて投資が多く売上高の回復が多いことから、系列は倒産費用を軽減させる、と Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1990) で主張される。Lichtenberg and Pushner (1994) によると、金融機関法人持株が生産性を高めると同時に企業法人持株がそれを低める。彼らは、企業法人間の株式持合が経営者を市場圧力から遠ざけ、経営効率性を損なうと主張する。米澤・宮崎 (1996) では、電気機器と機械産業においては、外国人投資家と金融機関の持株比率が生産性を高め、金融機関持株比率が労働分配率を低める、という結果が得られた。最近、筆者の論文 (Xu (1997)) では、トービンのQに対する企業法人持株比率の有意かつ正の効果が、系列企業のみで確認された。ここで、金融機関法人持株比率、企業法人持株比率などがいずれも持合の尺度として用いられる。

6. 株式所有構造, 負債所有構造, 資本構成と規制の相互作用

今までの実証分析は、系列若しくは持合を所与として、その影響をテストしてきた。系列のメンバーシップの内生的決定に関する研究は不可欠である。歴史の原因が大きいかといえ、系列がこんなにエージェンシー・コ

ストを削減するすばらしいものであれば、なぜすべての日本企業が大日本系列を形成しないのか。そのヒントは、系列企業と独立企業の間における所有構造と収益性の相違にある。

これだけでなく、金融機関が持合の中心メンバーとして選ばれる理由として、参入規制の下で金融機関が敵対買収の標的になる可能性が皆無であることが挙げられる。もちろん、生命保険の場合は、ほとんど相互会社という形態を取っているため、買収されることはない。ほかのメンバーの選択については、持合に対するニーズが強く、すなわち、収益性が低い、かつビジネス・リスク、とりわけ、倒産確率が低い会社を選ばなければならない。倒産しやすい会社を選んだら、持合の安定性にはそぐわないのである。ここで挙げたことは、系列企業の特徴と合致する⁽¹¹⁾。他方、独立企業のベンチャーの色彩が強いため、系列メンバーに選ばれない。

留意してほしいのは、持合先の法人株主が友好株主⁽¹²⁾であるから、通常債務不履行の危険がない限り、企業の経営に口を挟まないことである。ただし、友好法人株主が倒産したら困るから、経営危機に陥ったときに限って、持合を目的とする友好株主が企業経営に関与する。これは、前述したトップ経営者の更迭における大株主の関与の実証結果と一致する。もし、安定法人株主が通常ときに自分の安定法人株主でもある持合先の経営に口を挟んだら、直ちに報復を受けることを意味する。

参入・価格規制が金融機関にレントをもたらすため、金融法人株主も通常は経営に口を挟まない。むしろ、法人企業の株式を保有して安定株主になることは、参入・価格規制の下での非価格競争の一環であり、下手に口を挟むと大事な顧客を失いかねない。したがって、企業法人株主にしても、金融法人株主にしても、彼らは株式配当の割引現在価値、すなわち、株主の利益を最大化するというよりも、持合先の倒産確率を最小化しながら、持合先の経営者と互いにコントロール権から得られる私的利益を最大化する。換言すれば、安定法人株主は、アウトサイダー株主ではなく、インサイダー若しくは準インサイダー株主であり⁽¹³⁾、株主利益には貢献しない。

その結果, 系列企業における株式のエージェンシー・コストは一層高くなる。

持合が進むと株式のエージェンシー・コストが非常に高くなれば, アウトサイダー投資家が投下した資金がフリー・キャッシュ化しないような資金調達の方法が必要となる。これは, 負債による資金調達方法である。次節では, 負債と株式との相違について説明し, 負債の規律付けの役割とコーポレート・ガバナンスとの関連を取り上げたい。

既に説明したように, いわゆる独立企業は, 系列企業と比べてトービンのQが高く, オーナー色が強い。これは, 独立企業がなぜ独立を選んだかの本当の理由である。このような企業は, 資本市場で買収される心配がないため, いわゆる系列, 株式持合で経営陣を敵対買収から守ることに拘わる必要もないのである。さらに, 豊富な収益性の高い投資機会に恵まれるため, 株式のエージェンシー・コストが低く, 負債比率も低くなければならない。その上, 金融業における参入・価格規制の下で, 高いレントを支払って金融機関から資金を調達することもできるだけ避けたい。ゆえに, 金融機関との関係も希薄である。

他方, 系列企業は役員持株比率, トービンのQが低く, 敵対買収の格好のターゲットである。しかも, 株式持合は, 系列企業のコントロール権を外部市場から遮断し, 株主の強いフォーマルな権限を骨抜きにする。このような企業が株式で資金を調達すれば, アウトサイダー投資家が投下した資金はいずれもフリー・キャッシュ化するだけだから, 系列企業における株式のエージェンシー問題が一層深刻化する。その当然の帰着として, 負債による規律付けが不可欠となる。この推測は, 系列企業のみで負債がトービンのQを有意に高めるとする筆者の発見 (Xu (1997)) によって支持される。これだけでなく, 財務危機処理にあたって, 日本では銀行主導で積極的に行われる役員更迭が負債の規律付け機能を一層強化すると思われる。

総合すると, 系列企業と独立企業の所有構造と資本構成の特徴から, 役

員持株によるインセンティブと負債の規律付け機能が互いに代替的であることは考えられる。前述した銀行借入と社債の決定に関する実証分析の結果は、資本構成だけでなく、所有構造が負債の内訳、すなわち、債権の所有構造にも影響を及ぼすことを示唆する。このように、株式所有構造、債権所有構造、資本構成及び規制の相互作用によって、日本企業の多様なコーポレート・ガバナンスが内生的に決定されることがわかる。

株式持合などの日本企業のコーポレート・ガバナンスが金融産業に対する規制のあり方に強く依存してきた。今後、銀行、保険会社の安定経営の基盤を揺るがす規制緩和の進行とともに、この持合がいつまで続けられるのだろうか。とりわけ、倒産メンバーの持株が系列内でどのように引き取られるかは、目下の重要な研究課題になるに違いない。これらの問題を解明するためにも、日本企業の多様なコーポレート・ガバナンスの内生的決定に関する研究が意義深いと言えよう。

7. 日本企業のコーポレート・ガバナンスの今後

日本経済を取り巻く環境の変化、とりわけ、ストック・オプションの導入、規制緩和に伴う銀行間、証券と銀行間の競争の激化が日本企業のコーポレート・ガバナンスにどのような影響を及ぼすのか。株式持合の中心的役割を担ってきた金融機関の安定経営が揺るがされた後も持合が続けられるのか。銀行離れが一段と進むと、財務危機処理がどのように変化するか。持合が崩壊した後、株式の所有構造がどのように変化するか。それに伴って、日本でも M & A が盛んになるか。ソニーが取締役会を改革したように、社外取締役が日本で広まるかどうか。企業と機関投資家の関係がドライになった後、機関投資家がよりアクティブな株主になるか。

役員持株がエージェンシー・コストを低め、経営パフォーマンスを改善するという見地から、役員持株の会計利益、Tobin の Q などのさまざまな経営パフォーマンスに与える効果が検証されてきた。まず、Morck,

Schleifer and Vishny (1988a) は、アメリカ公開企業 371 社の 1980 年のデータに基づいて、Tobin の Q と役員持株比率の関係を回帰分析で検証した。役員持株と Tobin の Q の間に非単調線形関係が確認された。その後、McConnell and Servaes (1990) は、データを 1976 年 1173 社と 1986 年の 1093 社に拡張して、Tobin の Q と役員持株との関係を再度確認した。結果は、1976 年のサンプルについては、役員持株が 50% に達するまでに Tobin の Q が増加し 50% を超えるとやや低下、1986 年のサンプルについては、40% の時点で増加しつづけた Tobin の Q は、緩やかな反落に転じる。その他に、Holderness and Sheehan (1988)、Hermalin and Weisbach (1991) などの研究でも役員持株の効果が検証された。日本企業については、Lichtenberg and Pushner (1994) は、TFP 残差と役員持株の間に正の相関を発見した。最近、筆者の研究 (Xu (1997)) 結果は、役員持株比率が Tobin の Q を上げ、かつ役員持株のインセンティブ効果と負債、とりわけ、銀行による規律付け機能の間の代替性を示唆する。

内外の実証結果がまちまちではあるが、役員持株が重要であるというコンセンサスが得られるのではなかろうか。また、トヨタ自動車、ホンダ、京セラ、松下電器、ソニーなどの日本経済の高度成長を支えた代表企業において、オーナー経営者が重要な役割を果たしたことには異論がないであろう。最近、アメリカ経済の好景気を支えている原動力も、アメリカン・ドリームを求めるオーナー経営者である。

1997 年に行われたストック・オプションに関する議員立法は、明らかに役員持株によるインセンティブを強めるために一役買うであろう。ただし、既に説明したように、高収益の投資機会が豊富である成長企業においては、ストック・オプションが飴として機能する。また、フリー・キャッシュが豊富である成熟企業において、ストック・オプションの付与は、経営者の自社株式買戻し⁽¹⁴⁾のインセンティブを高め、負債効果を合わせて効果が一層強化される。

外部圧力から考えれば、規制緩和によって保険会社と企業との蜜月時代

が終わりを告げるとともに、保険会社が退出と発言の選択に迫られるであろう。発言を選べば、機関投資家として、保険会社は企業に増配の圧力をかけるようになるであろう。退出すれば、株式が放出された企業は、自然的に敵対買収にさらされるようになる。既に説明したように、日本の商法が株主により強い権限を与えていることから考えれば、企業コントロール市場からの圧力がアメリカより強いと考えられる。もちろん、買収される直前に経営者と従業員にストック・オプションを付与することで既存経営者が買収に対抗することが考えられる。また、経営者の働きかけで、敵対買収に対抗出来るように商法改正が行われることも考えられる。

ただし、企業コントロール市場、保険会社をはじめとする機関投資家の役割が限定されたものであるため、従来どおり衰退産業から経営者を撤退させるためには、負債の効果が不可欠である。とりわけ、大口債権者としての銀行によるモニタリングが引き続き重要である。もちろん、すべての企業が銀行から借り入れざるをえない時代と違って、銀行借入と社債が自由に選択できることが銀行の貸出債権のリスクにも影響を及ぼすに違いない。

いずれにしても、これらの問題に答えるためには、金融産業に対する段階的な規制緩和とともに、日本企業のコーポレート・ガバナンスの変化、すなわち、株式の所有構成、資本構成、債権の所有構成及び規制の相互作用に着目して、その内生的決定を解明することが重要なヒントを与えてくれるに違いない。

《注》

- (1) 宮崎 (1995), Miyazaki (1993), Schleifer and Vishny (1997) を参照されたい。
- (2) メイン・バンクにしても、株式持合にしてもいずれも明確に定義されたものではない。
- (3) 後程で説明する資本構成の部分を参照されたい。
- (4) Jensen and Murphy (1990) によると、株主利益が1000ドル増加するとトップ経営者の生涯収入の割引現在価値が3ドル増加する。

- (5) 厳密には経営者の利益と会社の利益の矛盾が激化した時点で、経営者から経営コントロール権を取り上げることは、ポイントである。
- (6) その集大成として、Aoki and Patrick (1994) が挙げられる。また、負債の再組織化機能については広田・池尾 (1996) を参照されたい。
- (7) 会社の利益を受け取る優先順位から考えれば、普通株主の利益請求権は、ほかのすべての証券より低い。このことは、経済学で残余利益請求権 (residual claims right) と呼ばれる。残余利益請求権者は、真っ先に企業収益から影響を受ける。そのために、普通株主に経営者をモニタリングする権限が与えられる。
- (8) 多くの国では、取締役の任免は株主総会の決定事項である。本稿では取締役のインセンティブに関する法と経済学分析について、胥 (1998) に基づく。
- (9) 最初のオファーがターゲット企業の既存経営陣に拒否されたケースとして定義されている。
- (10) 既存経営者、買収専門会社、銀行からなるグループが負債で資金を調達して、公開会社を買い取りする M & A の手法である。
- (11) 詳しいことについては、Prose (1992), Nakatani (1984), Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991) と Xu (1997) を参照。
- (12) Miwa (1995) ではこの点が強調された。
- (13) シェアド (1997) を参照。
- (14) 自社株式買戻しの株価を高める効果については Jensen (1993) を参照。

参考文献

- Aghion, Philippe and Patrick Bolton (1992). An incomplete contract approach to financial contracting, *Review of Economic Studies* 59: 473-494.
- Anderson, R. C. and Lee, D. Scott (1997). Ownership studies: the data source matter, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32, 311-329.
- Aoki, Masahiko (1994). The contingent governance of team production: An analysis of institutional complementarity, *International Economic Review* 35, 657-676.
- Aoki, Masahiko and Patrick, Hugh (1994). *The Japanese Main Bank System Its Relevance for Developing and Transforming Economics*, Oxford University Press.
- Bagnani, Elizabeth Strock, Milonas, Nikolaos and Saunders, Anthony (1994). Managers, owners and pricing of risky debt: an empirical analysis, *Journal of Finance*, 453-477.

- Barclay, Michael J. and Holderness, Clifford G. (1991). Negotiated-block traders and corporate control, *Journal of Finance* **46**, 861-878.
- Berglof, Eric and Perotti, Enrico W. (1994). The governance structure of the Japanese financial keiretsu, *Journal of Financial Economics* **36**, 259-284.
- Bolton, Patrick and Scharfstein, David (1996). Optimal debt structure and the number of creditors, *Journal of Political Economy* **104**, 1-25.
- Brickley, James A., Lease, Ronald C. and Smith, Clifford W., Jr. (1988) Ownership structure and voting on antitakeover amendments, *Journal of Financial Economics* **20**, 267-291.
- Cable, J. and Yasuki, H. (1985). Internal Organization, Business Groups and Corporate Performance: An Empirical Test of the Multi-Divisional Hypothesis in Japan, *International Journal of Industrial Organization* **3**, 401-420.
- Cannella, A. A. Jr., Fraser, D. R. and Lee, D.S. (1995). Firm failure and managerial labor markets: Evidence from Texas banking, *Journal of Financial Economics* **38**, 185-210.
- Caves, R. and Uekusa, M. (1976) Industrial Organization in Japan, Brookings.
- Chang, C. (1990). Dynamic structure of optimal debt contracts, *Journal of Economic Theory* **47**, 1141-1158.
- Chang, C. (1992). Capital structure as an optimal contract between employees and investors, *Journal of Finance* **47**, 1141-1158.
- Chang, C. (1993). Payout policy, capital structure, and compensation contracts when managers value control, *The Review of Financial Studies* **6**, 911-933.
- Cotter, J. F. and Zenner, M. (1994). How managerial wealth affects the tender off process, *Journal of Financial Economics* **35**, 63-97.
- Demsetz, Harold and Lehn, Kenneth (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy* **93**, 1155-1177.
- Denis, D. J. and Denis, D. K. (1994). Majority owner-managers and organizational efficiency, *Journal of Corporate Finance* **1**, 91-118.
- Denis, D. J., Denis, D. K. and Sarin, Atulya (1997). Ownership structure and top executive turnover, *Journal of Financial Economics* **45**, 193-221.
- Diamond, D. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies* **51**, 393-414.

- Diamond, D. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and public directly placed debts, *Journal of Political Economy* **99**, 689-721.
- Eastbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanation of dividends, *The American Economic Review* **74**, 650-659.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of firm, *Journal of Political Economy* **88**, 288-307
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* **26**, 301-325
- Franks, J. R. and Harris, R. S. (1989). Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The U. K. Experience 1955-1985, *Journal of Financial Economics* **23**, 225-249.
- Gale, D. and M. Hellwig (1985). Incentive compatible debt contracts: the one period problem, *Review of Economic Studies* **52**, 647-664.
- Gertner, Robert and Scharfstein, David (1991). A theory of workouts and the effects of reorganization law, *Journal of Finance* **46**, 1189-1222.
- Gilson, S. (1989). Management turnover and financial distress, *Journal of Financial Economics* **25**, 241-262
- Gilson, S. (1990). Bankruptcy, boards, banks, and block holders, *Journal of Financial Economics* **27**, 355-387
- Hart, O. and Moore, J. (1995), Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management, *American Economic Review* **85**.
- Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting choice, *Journal of Accounting Economics* **7**, 85-107
- Harris, M. and Raviv, A. (1991). The theory of capital structure, *Journal of Finance*, 297-355.
- Hart, O. and Moore, J. (1995). Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management, *American Economic Review* **85**, 567-585.
- Hermalin, Benjamin E. and Weisbach, Michel, S. (1991). The effect of board compositions and direct incentives on firm performance, *Financial Management* **20**, 101-112.
- Holderness, C. G. and Sheehan, D. P. (1985). Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors, *Journal of Financial Economics* **14**, 555-579.

- Holderness, C. G. and Sheehan, D. P. (1988). The role of majority shareholders in public held corporations, *Journal of Financial Economics* **20**, 317–346.
- Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D. (1990). The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan, *Journal of Financial Economics* **27**, 67–88.
- Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D. (1991). Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese industrial groups, *Quarterly Journal of Economics* **106**, 33–60.
- Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D. (1993). The choice between public and private debt: An analysis of post-deregulation corporate financing in Japan, *NBER Working Paper Series* 4421, Cambridge, Mass.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover, *American Economics Review* **76**, 323–329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exits, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance* **48**, 831–880.
- Jensen, M. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* **3**, 305–360.
- Jensen, Michael, and Kevin Murphy (1990). Performance pay and top-management incentives, *Journal of Political Economy* **98**, 225–264.
- Jensen, Gerald, Solberg, R., Thomas, Donald P. and Zorn, S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* **27**, No.2, 247–263.
- Kang, Jun-Koo and Shivdasani, Anil (1995). Firm performance, corporate governance and top executive turnover in Japan, *Journal of Financial Economics* **38**, 29–58.
- Kang, Jun-Koo and Shivdasani, Anil (1997). Corporate restructuring during performance declines in Japan, *Journal of Financial Economics* **46**, 29–65.
- Kaplan, S. N. (1994). Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the U. S., *Journal of Political Economy* **102**, No.3, 510–546.
- Kaplan, S. N. and Minton, B. (1994). Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implication for managers, *Journal of Financial Economics* **36**, 225–258.

- Kato, T. (1996). Chief executive compensation and corporate groups in Japan: new evidence from micro data, forthcoming in *International Journal of Industrial Organization*.
- Kato, T. and Rockel, M. (1992a). Experience, credentials, and compensation in the Japanese and U. S. managerial labor markets: evidence from new micro data, *Journal of the Japanese and International Economies* 6, 30-51.
- Kato, T. and Rockel, M. (1992b). The importance of company breeding in the U. S. and Japanese managerial labor markets: A statistical comparison, *Japan and the World Economy* 4, 39-45.
- Lang, Larry, Ofek, Eli and Stulz, Rene (1996). Leverage, investment and firm growth, *Journal of Financial Economics* 40, 3-30.
- Lichtenberg, F. R. and Pushner, G. M. (1994). Ownership structure and corporate performance in Japan, *Japan and the World Economy* 6, 239-261.
- Loderer, Claudio and Martin, Kenneth (1997). Executive stock ownership and performance tracking faint traces, *Journal of Financial Economics* 45, 223-255.
- Loderer, Claudio and Sheehan, D. P. (1987). Corporate bankruptcy and managers' self-serving behavior, *Journal of Finance* 44, 1059-1075.
- Martin, K. J. and McConnell, J. J. (1991). Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover, *The Journal of Finance* 46, 671-688
- McConnell, J. J. and Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- McConnell, J. J. and Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt, *Journal of Financial Economics* 39, 131-157
- Mehran, H. T. (1995). Executive compensation structure, ownership structure and firm performance, *Journal of Financial Economics* 38, 163-184
- Mikkelson, Wayne H., Partch, M. Megan and Shah, Kshitij (1997). Ownership and operating performance of companies that go public, *Journal of Financial Economics* 44, 281-307
- Mikkelson, Wayne H. and Ruback (1985). An empirical analysis of the interfirm equity investment process, *Journal of Financial Economics* 14, 523-553
- Miyazaki, H. (1993). Employeeism, corporate governance and the J-Firm, *Journal of Comparative Economics* 17, 443-469.

- Miwa, Y. (1995), *Industrial Organization in Japan*, MacMillan London.
- Morck, R., Schleifer, A. and Vishny, R.W. (1988a). Management Ownership and Market Valuation, An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 20, 293–316.
- Morck, R., Schleifer, A. and Vishny, R. W. (1988b). Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers, in Auerbach Alan J., ed. *Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago University Press.
- Miyazaki, H. (1993). Employeeism, corporate governance and the J-Firm, *Journal of Comparative Economics* 17, 443–469.
- Nakatani, I. (1984). The economic role of financial corporate grouping, in *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, edited by Aoki, M., Amsterdam: North-Holland.
- Osano, Hiroshi (1996). Intercorporate shareholdings and corporate control in the Japanese firm, *Journal of Banking and Finance* 20, 1047–1068.
- Porta, Rafael La, Lopez-de-Silanes, Florencio, Schleifer, Andrei and Vishny, Robert, W. (1988). Law and finance, Harvard University Working Paper.
- Pound, John (1988). Proxy Contests and the efficiency of shareholders oversight, *Journal of Financial Economics* 20, 237–265.
- Prowse, S. D. (1992). The structure of corporate ownership in Japan, *Journal of Financial Economics*, 1121–1140.
- Rajan, Raghuram (1992). Insiders and outsiders: The choice between relationship and arm-length debt, *Journal of Finance* 47, 1367–1400.
- Ramsayer, J. Mark (1994). Explicit reasons for implicit contracts, in *The Japanese Main Bank System Its Relevance for Developing and Transforming Economics*, edited by M. Aoki and Hugh Patrick, Oxford University Press.
- Roe, Mark (1993). Some differences in corporate governance in Germany, Japan and the United states, *The Yale Law Review* 102, 1927–2003.
- Roe, Mark (1994). *Strong Managers and Weak Owners : The Political Roots of American Corporate Finance*, University Press, Princeton.
- Schleifer, A. and Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94, 461–488.
- Schleifer, A. and Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance, *Journal of Finance* 54, 737–783.
- Townsend, R. (1979). "Optimal contracts and competitive markets with

- costly verification", *Journal of Economic Theory* 21, 1-29.
- Xu, Peng (1997a). Executive salaries as prizes of tournaments, and executive bonuses as managerial incentives in Japan, *Journal of Japanese and International Economies* 11, 319-346
- Xu, Peng (1997b). Ownership structure, capital structure and market valuation: evidence in Japan, Hosei University Working Paper, presented in 1997 Far-eastern meeting of Econometric Society in Chinese Hong Kong University
- 青木昌彦・奥野正寛編著 (1996), 『経済システムの比較制度分析』, 東京大学出版会。
- 池尾和人 (1994), 「財務面から見た日本の企業」, 貝塚啓明・植田和男編『変革期の金融システム』, 東京大学出版会。
- 伊藤秀史編著 (1996), 『日本の企業システム』, 東京大学出版会。
- 岡崎哲二・奥野正寛編 (1993), 『現代日本経済システムの源流』, シリーズ現代経済研究 6, 日本経済新聞社。
- 小佐野 宏 (1996), 「日本の労働金融システム」, 伊藤秀史編『日本の企業システム』, 東京大学出版会。
- 倉澤資成 (1993) 「資本市場の機能: 敵対的企業買収と株式持合い」, 『ファイナンス研究』 16, 1-17。
- シェアード, ポール (1997), 『メインバンク資本主義の危機』, 東洋経済新報社。
- 胥 鵬 (1992), 「日本企業は従業員主権型か」, 日本経済研究センター『日本経済研究』, No.23 : 29-46。
- 胥 鵬 (1993), 「日本企業における役員賞与と経営者」, 日本経済研究センター『日本経済研究』 No.24 : 73-96。
- 胥 鵬 (1995a), 「日本企業のコーポレート・ガバナンス」, 植草益編『日本の産業組織』, 有斐閣。
- 胥 鵬 (1995b), 「会社法とインセンティブ」, 『商事法務』, No.1401。
- 胥 鵬 (1996), 「経営者インセンティブ」, 伊藤秀史編『日本の企業システム』, 東京大学出版会。
- 胥 鵬 (1997a), 「取締役と監査役のインセンティブ」, 『経済志林』, 第 64 巻 第 4 号, 309-335。
- 胥 鵬 (1997b), 「ストック・オプションの経済分析」, 『商事法務』 No.1467, pp.2-7。
- 胥 鵬 (1997c), 「役員賞与と配当」(研究ノート), 『経済志林』, 第 65 巻 第 3 号, pp.20-24。

- 胥 鵬 (1997d), 「日本企業における配当, 役員賞与と雇用調整」, 『日本労働研究雑誌』, 451, 16-21。
- 胥 鵬 (1998), 「株主, 取締役および監査役のインセンティブ」, 三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社と取引の法と経済学分析』, 東京大学出版会, 近刊。
- 園田成晃 (1995), 「米国の長期インセンティブ報酬制度 上・下」, 商事法務 No. 1385, 1386。
- 広田真一・池尾和人 (1996), 「企業金融と経営の効率性」, 伊藤秀史編『日本の企業システム』, 東京大学出版会。
- 深尾光洋・森田泰子 (1994), 「コーポレート・ガバナンスに関する論点整理及び制度の国際比較」, 日本銀行金融研究所「金融研究」, 第13巻第3号, pp. 13-58。
- 宮崎 元 (1995), 「現代日本経済システムの分析と応用ミクロ経済学」, 『経済学論集』, Vol.60, No.4 : 83-102。
- 村瀬英彰 (1995), 「株式所有構造と役員賞与の決定」, 『日本経済研究』 No.29, 76-93。
- 山田 威 (1997), 「取締役の報酬規制について」, 金沢経済大学論集, 第30巻第3号, pp.103-126。
- 米澤康博・宮崎政治 (1996), 「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」, 橋木俊昭・筒井義郎編『日本の資本市場』, 日本評論社。