九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

会計制度改革と日本のコーポレート・ガバナンスに関する一考察 ： 時価会計の導入と株式持ち合いについて

澤邉, 紀生

https://doi.org/10.15017/1093

出版情報：經濟學研究. 69 (3/4), pp.313-330, 2003-01-31. Society of Political Economy, Kyushu University
バージョン：
権利関係：

会計制度改革と日本のコーポレート・ガバナンスに関する一考察

－時価会計の導入と株式持ち合いについて－

澤　邉　紀　生

1　はじめに

1990年代以降の日本における会計制度改革をめぐる論点のひとつに、会計制度改革によるコーポレート・ガバナンスの改善がある。いわゆる日本的経営、とりわけ含み益経営を容認してしまった旧来の会計実務に対する反省にたって、「市場の規律付け」が有効に機能するようにしようという問題意識が会計制度改革の基底に存在してきた。このような問題意識を反映して、1990年代において世界的に企業会計改革の中心問題であり続けた「金融商品の会計」問題は、日本では独特の社会経済的意味を持つようになっている。

「金融商品の会計」は、1990年代を通じてわが国だけでなく世界各国の会計基準設定主体や国際会計基準委員会（現国際会計基準審議会）のトップ・アジェンダであり続けた。その理由の一つには、金融工学の発展によってデリバティブのような新金融商品が次々と開発され、広範に利用されるようになったという経済実態の変化がある。旧来の慣行に従った会計処理では、取引の実態を適切に表現できないような新金融商品の登場により、それぞれの基準設定主体は金融商品の会計基準の見直しを迫られることになった。各国の基準設定主体は、当初、個々の新金融商品に対応して個別に基準を作成していたが、基準間で整合性を保つことが難しかったことや、基準間のずれを意図的に利用することで商品価値を高めた新金融商品が開発されるような事態となったことで、すべての金融商品を網羅した包括的基準作りが目指されるようになり各国では「金融商品プロジェクト」が発足した。包括的な基準作成努力は、紆余曲折を経ながらも「理論的」には拡張時価概念である公正価値を評価基準とする体系を理想とするようになった[1]。

日本における「金融商品の会計」問題は、このような国際的な展開と、1980年代の日本的経営賛美の裏返しともいえる「市場規律」論の影響を受けながら進展してきた[2]。両者はともに「時価会計」の導入を政策的結論として要請するが、前者は国際的な環境変化に適応するために「時価会計」の導入が求められているのに対し、後者は日本のコーポレート・ガバナンス構造を改革するために「時価会計」を導入すべしという主張となっている。つまり、前者は環境適応的行動の結果として、後者は環境形成的行動として、ともに時価会計の制度化を求める形

1　国際会計基準委員会における「金融商品プロジェクト」の経緯と、基準設定アプローチの変遷については、澤邉（2002a）を参照のこと。

2　国際的な会計基準設定構造の変化が、日本の基準設定構造に及ぼした影響については、澤邉（2002b）を参照のこと。

になっている。これだけをみれば、会計制度改革を媒介として、国際的な環境変化と国内的な経済改革への努力が日本のコーポレート・ガバナンスというある種の経済実態の変容をもたらしたかのようにも思える。しかし現実にそのような因果関係が存在するかどうかの判断は、歴史的研究によって明らかにされねばならない課題である。本論では、そのような研究を行うための準備作業の一環として、実証研究の成果に依拠しながらコーポレート・ガバナンスをめぐる会計上の論点の整理を試みる。

本論の構成は以下のようになっている。まず、次節でコーポレート・ガバナンスと会計の関連について米国を中心として行われてきた実証研究を整理することで、合理的経済人を所与とし均衡概念を基礎とする経済学の枠組みを援用した研究において「コーポレート・ガバナンス」と会計がどのように分析されてきているのかを確認する。この第2節では、コーポレート・ガバナンスにおける財務会計の役割を、企業のコントロール・メカニズムにおいて財務会計情報がどのように利用されているのかという観点から、「市場規律」の意味するところを明確化する。第3節では、日本でのコーポレート・ガバナンスにおける会計問題を扱った先行研究の領域として、株式持ち合いに関連した研究をとりあげる。会計制度改革によって日本的コーポレート・ガバナンス構造の改革を促進しようと主張されるとき、それは具体的には、金融商品に対する時価評価の導入によって、含み益を利用した利益操作の余地を狭めるとともに、株式相互持ち合いの解消を加速化させることを意味してきた。第3節では、株式持ち合いの現状をまず確認し、株式所有構造とコーポレート・ガバナンスの関連について行われた実証研究を整理する。そのうえで、株式持ち合いと時価会計の導入の関係について行われた先行研究を検討し、さらに検討すべき課題を明らかにする。最後に、経済学的分析枠組みに依拠した実証的なコーポレート・ガバナンス研究と、時価会計導入によって日本のコーポレート・ガバナンス構造を改革しようという政策的主張との間に断層が存在することを指摘し、まとめにかえる。

2　コーポレート・ガバナンスと財務会計

財務会計とコーポレート・ガバナンスに関する実証研究の多くは、エイジェンシー理論の枠組みに依拠して行われてきている[3]。古典的なエイジェンシー理論の枠組みでは、情報の非対称性が存在し、個々人がそれぞれの利益を最大化するように合理的に行動すると仮定されているため、所有と経営の分離により株主などの投資家と経営者との間に不可避的に潜在的な利害対立が生ずると考える。そこで外部投資家の利益に適う形で経営者を行動させるよう規律付けする手段として企業のコントロール・メカニズムが発展し、財務会計はコントロール・メカニズムにインプット・データを提供するサブ・システムだと理解されている。このような枠組みおいて、財務会計のコーポレート・ガバナンスにおける役割とは、「企業の効率的な統治を進展させるために外部報告財務会計情報がコントロール・メカニズムにおいて利用されること」と定義される（Bushman & Smith 2001：238）[4]。

3　エイジェンシー理論に依拠した財務会計情報とコーポレート・ガバナンスに関する実証研究については、Bushman & Smith（2001）を参照のこと。エイジェンシー理論とコーポレート・ガバナンスについての概観についてはShleifer & Vishny（1997）等を参照のこと。

企業のコントロール・メカニズムには、企業内部のものと企業外部のものがある。企業内部のコントロール・メカニズムとしては、経営者報酬制度・取締役による監視・内部労働市場といったメカニズムがあり、企業外部のメカニズムとしては、株主や債権者によるモニタリング・企業の支配権を争う市場や製品市場での競争・外部経営者市場・会社法および証券諸法といったものがあげられる。エイジェンシー理論の枠組みに依拠するならば、コーポレート・ガバナンスに関する実証研究の根本的な目的は、財務会計情報が、経営者と外部投資家の分離に起因するエイジェンシー問題をどの程度緩和しているのかについての証拠を提供することとなる。

2．1　経営者報酬契約と財務会計

米国を中心として行われてきているコーポレート・ガバナンスに関する会計研究の多くは、経営者報酬契約（業績連動型報酬制度）における財務会計情報の役割の検討である。経営者報酬契約における財務会計情報の役割の分析に米国の実証研究が集中してきたのは、現実にアメリカの公開企業の多くが経営者報酬契約制度を利用しており、しかもディスクロージャー規制によって経営者報酬に関するデータが公開情報によって入手可能であるとともに、エイジェンシー理論によって業績指標と最適報酬契約の関係についての検証可能な命題が導出されているからである[5, 6]。

報酬契約と会計情報の関係の基本的な分析枠組みは、古典的なプリンシパル＝エージェント・モデルである。企業価値が直接観察不能であるという想定のもとで、プリンシパルが観察可能な業績指標（例えば、株価や会計利益）を組み込んだ報酬契約のデザインすることで、エージェントとのリスク・シェアリングをはかり適切なインセンティブを与えようとしている

4　このような定義は、わが国の実証研究におけるコーポレート・ガバナンスの定義とほぼ一致している。例えば、広田（1999）は、「企業の外部から投資された資金がいかにして期待されたリターンと共に回収されるかということであるが、所有と経営が分離される段階に達した資本主義経済にあっては、所有者（プリンシパル）である株主の利益をどのようにして代理人（エージェント）である経営者に追求させるかと言う、経営者に対する規律付けの問題として認識する方が適切」（広田:1999、70）であると指摘している。このような狭義の経済学的定義に対し、コーポレート・ガバナンスを「組織運営に関わるさまざまなグループの諸権利や責任を決定する構造様式および権力」と広義に定義する立場もある（星野　2003:180）。

5　初期の「実証会計理論（positive accounting theory）」（Watts & Zimmerman 1986）では、報酬契約を外生的な所与として、契約形態が利益操作（earnings management）に及ぼす影響を検証しており、利益操作は報酬契約への逆機能的な反応であると解釈されてきている（Prendergast 1999, Abowd and Kaplan 1999）。しかし、報酬契約をモデル内部の内生変数として考えるならば、このような利益操作が逆機能的であるとは必ずしも言えなくなる。理論的には、利益操作によってエイジェンシーコストが縮小される可能性も考えられるのである。ここで利益操作は、情報隠蔽（information suppression）メカニズムとして捉えられており、情報が経営者によって隠蔽されることによってエージェンシーコストが削減される可能性があるケースの存在が理論的に主張されている。例えば情報隠蔽は、プリンシパルが従業員を解雇しないというコミットメントを行えないことに対する代替として（Ayra et al. 1998）、契約再交渉を行わないというコミットメントの代替として（Demski & Frimor 1999）、報告の頻度を減らすことで経営者の機会主義的行動の可能性を制限することができる（Indjejikian and Nanda 1999）といった形でエイジェンシーコストを縮小する可能性をモデルによって示している。ただし、これらの研究は、利益操作によるエイジェンシーコストの縮減を示した理論的研究であり、利益操作が一般的に経済的パフォーマンスにどのような影響を与えるかを検討したものではないことに注意が必要である。

6　アメリカ企業の経営者報酬制度については、須田（2000:47-54）を参照のこと。

状況がモデル化されている（Bushman & Smith 2001：259-264）。典型的には、リスク回避的なエージェントの行動（経営努力）が、観察可能な業績指標に確率的に影響を及ぼすが、その行動自体は観察不能であると想定されている。このようなセッティングでは、プリンシパルはリスク回避的なエージェントにリスクを負担させるインセンティブを与える必要があり（リスク・シェアとインセンティブのトレード・オフ）、そのため企業価値を最大化する最善の報酬契約とは異なる次善の報酬契約が採用されることになる。

このような報酬契約における会計情報（利益指標）の役割はエージェンシー理論の定式化を通じて、直接的に経営努力を喚起する機能、他の業績指標（例えば株価）とともに利用されることで共通のノイズを除去する機能（filtering common noise）、経営者努力の配分を適正化する機能（balancing efforts across managerial efforts）の３つに区分することができる。業績連動型報酬契約によって、経営者が業績指標を向上させようとするインセンティブを持つというのはほぼ自明であるが、エイジェンシー・モデルによって報酬契約における利益指標と株価指標の相対比重が、それぞれの指標の経営努力との感応度（相関）および精度によって決まるように定式化されたため、指標間のインセンティブ・ウェイトが実証研究の対象として注目されてきたのである。

成長性の高い企業の場合、利益指標の経営努力との相関は低くなると考えられる。成長性の高い企業は、すなわち有望な投資プロジェクトを多く抱えているはずであり、従って、経営努力の多くは当期の利益ではなく将来の利益に反映されるべきものとなるからである。それに対し、経営努力の将来にわたる成果を織り込んで株価は形成されると考えられるので、株価指標と経営努力との相関には大きな変化はないはずである。つまり、成長性の高い企業の場合、報酬契約における利益指標のウェイトは相対的に低下していると予想される。また、相対的に精度の高い指標ほど報酬契約におけるウエィトは大きくなると考えられる[7]。

Lambert & Larcker（1987）は、このような実証研究の嚆矢となった研究であるが、成長性の高い企業ほど株価指標の利益指標に対する相対的ウェイトが大きくなること、株価指標の利益指標に対する相対的ウェイトは利益指標ノイズと株価指標ノイズの比率と正の相関を有すること、利益指標に対する株価指標の相対的ウェイトは経営最高責任者の自社株保有高と負の相関を有しているという結果が示されており、その後に行われた実証研究もこの結果を支持するものとなっている（Clinch 1991, Baber et al. 1996, Smith & Watts 1992, Sloan 1993）。

古典的なエイジェンシー理論によって導出された命題のなかには、実証研究によって支持されているわけではないものもある。相対業績評価制度（Relatvie Performance Evaluation）については、その導入により外生的なノイズが軽減されるため広範な利用が予想されているにもかかわらず、実証研究結果はそれを支持するものとはなっていない（Bushman & Smith 2001：275-279）。相対的業績評価は、経営者の努力が反映される業績指標と、経営者の努力とは直接関係のない業績指標（例えば、当該企業を除

7　ノイズについてはそれぞれの指標の時系列的な標準偏差がプロキシーとして用いられる場合が多いが、環境変化に従って最適な経営努力水準が変動しているような場合には必ずしも適切なプロキシーとはならない問題点がある（Bushman & Smith 2001:266）。

いた業界の平均値）を組み合わせたものである。Murphy（1999）によれば、一般事業会社の21%のみしか相対的業績評価制度を利用していない[8]。

1990年代初頭までの研究によれば、利益連動型報酬制度を採用する企業が多く、株価連動型報酬制度を採用する企業は限定されているという結果が示されていたが（Sloan 1993：59、須田 2000：50-51）、1990年代後半には、会計利益の報酬契約にしめる重要性が低下しており（Bushman et al. 1998）、最高経営責任者に対するインセンティブのほとんどが株価連動型報酬になっている（Core et al. 2000）。会計情報の相対的重要性の低下がいかなる理由から生じたのかは会計研究者にとって重要な研究課題となっている。

2．2　会計情報のヴァリュー・レレヴァンスとコーポレート・ガバナンスにおける役割

財務会計の経済的機能として、契約支援機能と投資意思決定情報提供機能の両者があげられる場合が多い。投資意思決定情報提供機能は、財・サービスそのものに関する非対称性を軽減するために意思決定のための事前の情報を会計が提供することである。これは、契約前の機会主義的行動である逆選択の問題に対応する会計の機能だと考えられ、その目的は適切な投資意思決定に必要なリスクとリターンの予測に寄与することである。

契約支援機能は、エージェント自身に関する情報の非対称性から生ずるエージェンシーコストを軽減するために、投資意思決定の事後情報を会計が提供する機能である。これは契約後の機会主義的行動であるモラルハザード問題に対応した会計の機能だと考えられる。その目的はエージェントの行動をプリンシパルの期待に合致させることであり、そのために経営者の行動を監視するモニタリング・システムや、経営業績を評価し報酬額を決定するインセンティブ・システムにおいて会計情報が利用される（須田 2000：22-24）。

契約支援機能と投資意思決定情報機能の両者は、必ずしも相互排他的な機能ではないが、投資意思決定有用性の見地からしてすぐれた会計システムが、コーポレート・ガバナンスの観点からしてすぐれた会計システムと一致するかどうかは明らかでない（Gjesdal 1981）。また、コーポレート・ガバナンスにおける会計情報の役割と株価形成における会計情報の役割の両者の関係についてはまだ十分に理解されているとはいえないのが現状である（Bushman & Smith 2001：270）。

しかし、報酬契約における利益指標の株価指標に対する相対的なウェイトは、株価形成における会計情報の役割と一定の関連を有している可能性があると考えられる。Bushman et al.（2001）は、この可能性を以下のような考えに基づいて検討している。まず他の条件において等しいならば、経営行動の限界生産性が高ければ高いほど、株主にとっては、経営者がいっそう経営努力を払うことが望ましい。利益指標が経営努力を反映しているならば、報酬契約の策定にあたって株主は、経営行動の限界生産性が高ければ高いほど、利益指標のウェイトを高めるはずである。その一方で、企業の株価は、利益指標のインプリケーションが将来にわたる複数期間全体において評価されることを通じて形

8　なお、金融サービス業では57%、公益事業では42%が相対的業績評価を利用している(Murphy 1999)。

成される。利益指標は経営努力の程度に依存しているので、株価形成における利益指標の重要性は経営努力の限界生産物に対する市場の評価を反映していると考えられ、その程度に応じて、また利益の継続性に応じて経営者報酬契約における稼得利益の比重と株価形成における利益の比重との間に相関があると予想される。

1971年から1995年のフォーブズの年次報酬データを用いた実証研究では、報酬契約における稼得利益のインセンティブ・ウェイトと株価形成における利益のウェイトの間には正の相関があり、インセンティブ・ウェイトの変化は稼得利益の継続性に生じた変化と正の相関を有していることがわかった。(Bushman et al. 2001)。またBaber et al. (1998) によれば、稼得利益が持続的であればあるほどインセンティブ・ウェイトが増大するという結果が得られている。この結果をBaber et al. (1998) では、報酬委員会が執行役員の近視眼的行動を抑制したものだと解釈しているが、Bushman et al. (2001) は、上述の定式化に基づいて、当期の経営努力が当期利益にどれだけ反映されるかを測定する精度の問題として解釈している。

2．3　経営者交代と財務会計

わが国の場合、経営者報酬についての情報開示制度が整備されていないこともあって、報酬制度に関するコーポレート・ガバナンスの実態に関する研究はほとんどすすんでおらず、その代わりに経営者交代の分析を通じて、日本企業のコーポレート・ガバナンスと財務会計の関係に関する研究は進展してきた。

米国における実証研究結果は、単純化すると次の２点に集約できる。①経営者交代と企業業績の悪化との間には高い相関があり（Murphy 1998, Defond & Park 1999）、②業績が悪化している企業は、外部から経営者を迎え入れる可能性が高い（Huson, Parino & Starks 1998, Murphy 1998）[9]。

1980年から1988年までの期間における119社の日本企業と、146社の米国企業を比較したKaplan（1994）によれば、日米の経営者交代と業績指標の関係は全体的には類似しているが、日本企業は、米国企業と比較して、税引き前損失に示される会計業績の悪化による影響が大きいことが判明した。また、税引き前損失計上後にメインバンク等の取引金融機関から取締役が派遣されているとのデータが示されており、Kaplan（1994）は、これらの結果が、銀行融資に対して十分な業績を確保できない場合における、メインバンクのモニタリング機能の重要性を示唆するものだと解釈している。

Kang & Shivadasani（1995）は、1985年度から1989年度における非金融会社270社を対象として、強制的交代および企業外部経営者の就任と企業業績や企業所有構造がいかなる関係にあったかを分析している。その結果、①強制的交代は、企業業績と負の相関を示したが、経常的交代にはそのような関係は確認できず、②メインバンクを有している企業において、強制的交代と企業業績の悪化との関係はより強いこと、③外部経営者の就任ではメインバンクおよび大株主の影響が大きいことが確認された。

宮島（1998）は、日本企業の経営者交代の歴史的展開を分析するため、1959年から63年、1965年から1969年、1974年から1978年、および1991年から1995年までの四期について、104社

9　米国の経営者交代の研究については、Murphy (1998)、乙政(2000)、首藤(2002)を参照のこと。

を対象とした実証分析を行っている。その結果、インタレスト・カバレッジ・レシオおよび税引後損失と外部経営者の就任との間にはすべての期間について有意な関係があり、その意味で負債の規律が存在し、役員派遣等を考慮すると銀行によるガバナンスは1978年までは有意に機能していたとの分析が示されている。乙政（2000）は、1990年から1994年までの製造業942社を対象に分析を行ない、強制的交代が会計ベースの企業業績（産業調整済ROA、予測経常利益と実績値の誤差、経常損失）の悪化と強く関連していることを示した。また、強制的交代では、金融機関持株比率が高い企業ほど交代確率が低下していた。首藤（2002）では、1993年から1995年までに行われた非金融機関の上場企業418社を対象として、経営者交代と業績指標および所有構造変数との関連が分析されている。その結果、会計ベースの企業業績（産業調整済ROA、当期純損失）と強制的交代との間に相関があり、各種利益のなかでも当期純利益の変動が経営者交代と強い相関を持っていることが判明した[10]。また外部経営者の就任については、前任者の強制的交代と相関しているが、企業行政との間には有意な相関が見られないことが示された。また外部者就任と大株主持株比率には強い正の相関があり、大株主持株比率の高い企業ほど、損失の計上に対して外部者が送り込まれる可能性が高いことが判明した。さらに、外部経営者の就任についても、業績悪化にともなって行われることが示された。このように経営者交代に着目した実証研究によれば、日本のコーポレート・ガバナンスでは大株主や金融機関が重要な役割を果たしてきている。

2．4　その他のコントロール・メカニズムと財務会計

コーポレート・ガバナンスの観点からの会計研究は、経営者報酬と経営者交代を中心として行われてきたため、M&Aやプロキシー・コンテスト（代理投票権競争）などといったその他のコントロール・メカニズムにおける会計の役割に関する実証研究はそれほど進んでいない。

会計情報を利用したコントロール・メカニズムへの市場環境の影響は、当該企業が活動している市場（財・サービス市場）からの影響と、企業支配をめぐる市場、および負債からの影響がある。M&Aなどの影響はむろん後者に属する。

企業買収の予測に会計情報がどのような有用性をもっているかについては、Palepu（1986）が検証を行っている。Bertrand & Mullainathan（1998）はアンチ・テークオーバー法の制定が、経営者報酬に及ぼす影響を検証し、アンチ・テークオーバー法の制定によって業績に対する報酬の感応度向上および経営者報酬増加の傾向が確認された。

財・サービス市場における競争状態が、会計情報を利用したコントロール・メカニズムに及ぼす影響について、Jagannathan & Srinivasan（1999）は、フリーキャッシュフローをエージェンシー・コストのプロキシーとして検証し、競争が激しい環境下にある企業ほどエージェンシーコストが低価しているとの結果を得ている。これは、当該企業の属する財・サービス市場の競争が激しければ激しいほど、競争企業との比

10　日本企業において各種利益のなかでも当期純利益の重要性が大きく、また当期損失に対して経営者交代が強く関係しているとの実証結果は、いわゆる含み益を用いた利益操作を行うインセンティブを経営者がもっていることを示唆するものである。

較が容易となり、競争が行われていない場合と比べより正確な業績評価が可能となり、それに応じてエージェンシーコストが低下すると考えられる（Defond & Park 1999, Parrino 1997）。

3　会計制度変更によるコーポレート・ガバナンス構造の変容

わが国のコーポレート・ガバナンス構造の特徴は株式持ち合いとメインバンク・システムにあると理解されてきた（奥村 1986、青木 1992、川北 1995、橘木・長久保 1997）。このような理解に共通しているのは、株式持ち合いとメインバンク・システムは相互に密接に関連しながらも独自の生成過程を経て成立したものであり、1970年代まではそれが一定の経済合理性を持っていたということである。例えば、メインバンクによるモニタリング機能や株式持ち合いによる財務リスクの軽減などが実証研究によっても支持されてきた（青木 1989：141, Kaplan 1994、内田 2001：148）。

旧来の日本の会計制度の骨格をなしていた取得原価主義会計の考え方は、株式持ち合いとメインバンク・システムの形成・維持にとって都合のよい仕組みであったという指摘がある（Sheard 1994）。取得原価を資産・負債の評価基準として未実現利益の認識を行わない取得原価主義会計の考え方にたつならば、持ち合い株式は時価変動とは無関係に取得原価で維持されることになり、したがって時価変動評価損益は認識されない[11]。この場合持ち合い株式を保有していても会計上の業績評価や純資産額は時価変動の影響を受けず、株価リスクをどれだけ負担するかについて経営者は広範な裁量権を持つことになる。さらに時価が簿価を上回っている株式を利用して、ゲイン・トレーディングやクロス・トレーディングによって利益操作を行う余地を経営者は持つことになり、長期的な視野にたった自律的な経営意思決定が可能となる[12]。このように取得原価主義会計が市場変動の業績数値への影響を緩和するバッファーとして機能することで、短期的な株価変動の影響を受けることなく長期的な観点から株式持ち合いを継続することができる[13]。

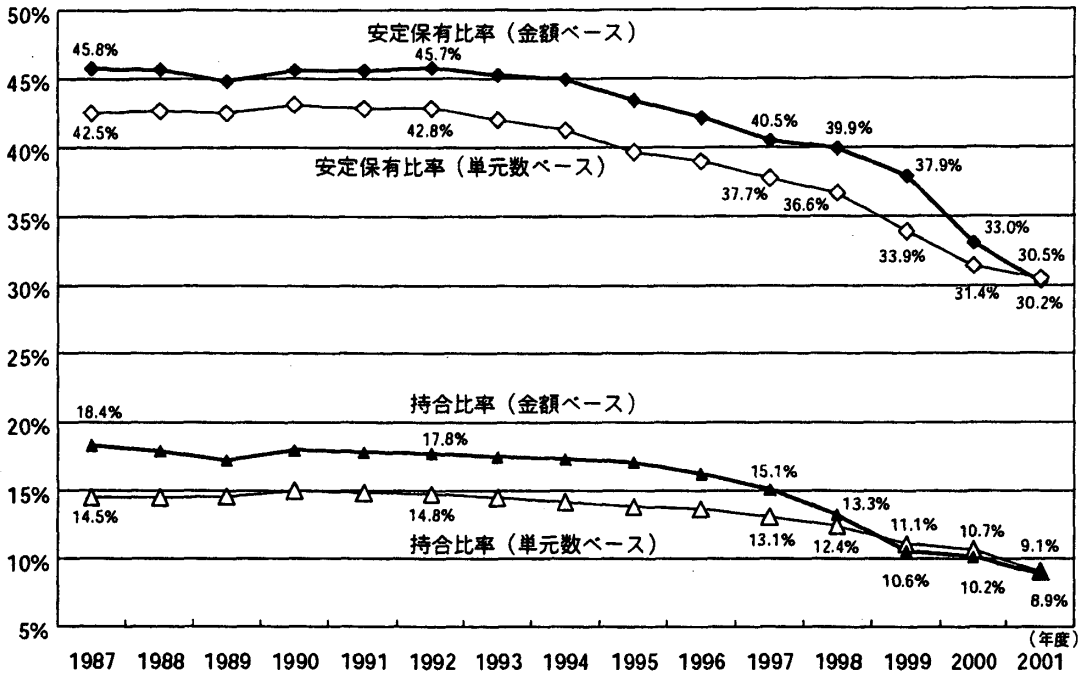
株式持ち合いには、①経営者の自由裁量権の拡大、②株価対策、③取引関係の維持、④リスク・シェアリング機能等があり、一定の条件の下ではコーポレート・ガバナンス上のメリットもあると指摘されてきている（米澤 1995、松村 1998、橘木 2000）。しかし、1980年代以降における経済環境の変化のために1990年代には、株式持ち合いのメリットは減少し、デメリットが目立つようになってきた。これは端的には、持ち合いによる静かな株主の存在が、経営者への規律付けを阻害してきたとの事実認識に基づくものである（橘木 2000：367、米澤　2001：

11　取得原価主義会計の考え方にたっても市場価格が簿価と比較して著しく下落し、かつ回復の見込みがない場合は簿価を切り下げるべきだとされるが、継続企業の実務において簿価の切り下げが行われることはほとんどなかった。

12　その裏返しとして、ソフトな予算制約からエージェンシーコスト増大の危険性が拡大することになる。この点については、澤邉（1998)を参照のこと。

13　後述のように、時価評価の導入に対する市場の反応については、キャッシュフローの変化を伴わない見かけ上の会計処理の変更に投資家は左右されないという「無効果仮説」を支持する実証研究が従来支配的であった。しかし時価評価の導入に伴い報告利益のボラティリティが増大するのを嫌う経営者が有価証券の売却を行ったという実証研究や、既に開示されている情報であっても財務諸表本体で認識されるときには追加的な情報価値があるという研究なども近年増えてきており、理論的にも実証的にも研究の余地が大きく残されている。

図表１　市場全体の持合比率・安定保有比率の推移



（資料）ニッセイ基礎研究所

92-93）。そこで、政策的な観点から持ち合い解消の促進が主張されることになる。また、株式市場の低迷により持ち合い株の資産効率が悪化するため、持ち合い解消は自発的に進展しているという見解もある。

いわゆる有価証券への時価会計の導入の背景のひとつに、この株式持ち合いの解消促進という問題がある。これは事実認識として時価会計の導入によって持ち合い株式の売却が促進されるという側面と、政策的見解として株式持ち合いの解消を加速化するために時価会計を導入すべきという側面の両面を持っている[14]。

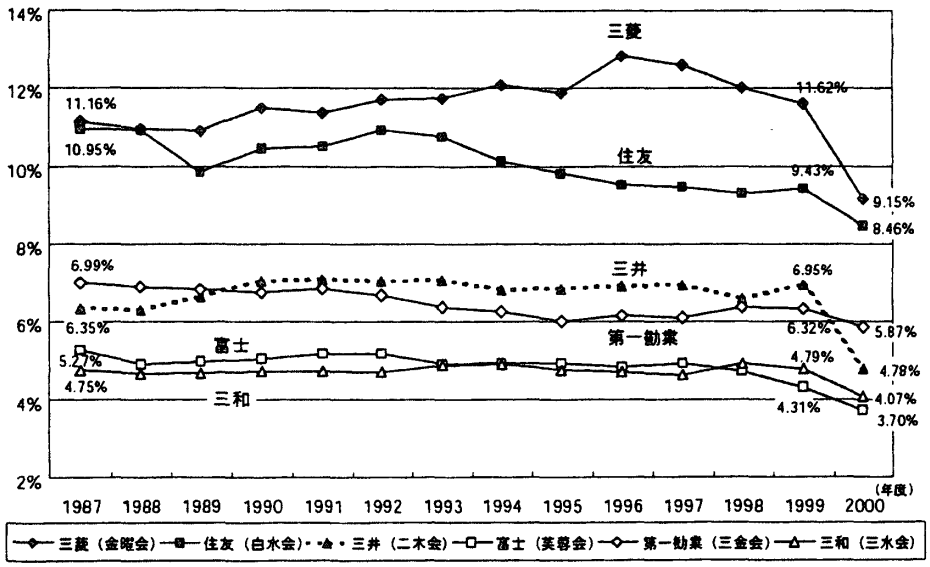
14　さらに、このような時価会計導入の基礎には経済学的な思考が反映されていた．例えば、「不良債権処理とコーポレート・ガヴァナンス」について、浜田（2002: 2-3）は「『Let bygones be bygones』昔のことは水に流して、これから前向きにやっていくというのが近経の原則」であり、そのためには「時価会計でなければならない」と述べている。

３．１　株式持ち合いの現状

日本における株式持ち合い比率は1990年代を通じて低下し続けている（図表１参照　市場全体の持ち合い比率・安定保有比率の推移　出所：ニッセイ基礎研究所、黒木 2002：４）。2001年度末での持ち合い構造をみると銀行が持ち合い保有する事業会社株式が持ち合い株式全体の51％を占め、ついで事業会社が持ち合い保有する事業会社株式が24％、事業会社が持ち合い保有する銀行株式14％となっており、銀行を中心とする持ち合い構造が維持されていることがわかる（黒木 2002：５）。

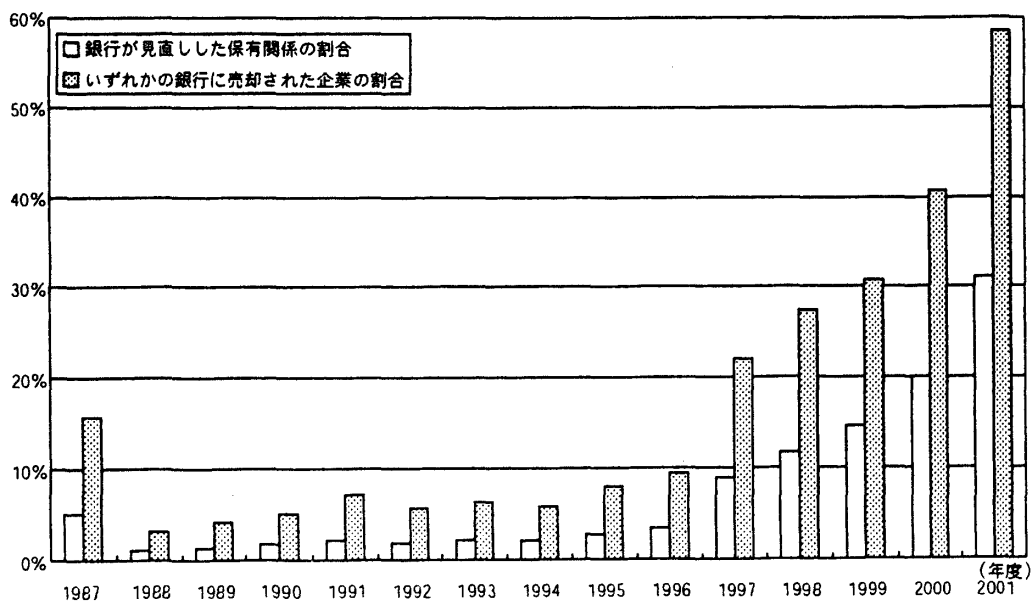
株式持ち合いは、1950年代から1970年代にかけて経営権の安定や取引関係の強化を目的として形成されたものと、1980年代後半の企業財テクの一環としての公募時価発行増資とその引受によって増大した部分があるが、後者は1999年

図表２　各企業集団事業会社の集団内持合比率（単位数ベース）



（資料）ニッセイ基礎研究所

図表３　大株主銀行が保有株数を減少させた企業の割合



（注）対象は1986年末時点における東証１部上場企業（971社）、株主は信託銀行を除く大手銀行
（資料）ニッセイ基礎研究所

度末頃までに解消されたと考えられている（黒木 2001：10）。

それに対し、経営権の安定や事業上のつながりがより強く反映された企業集団に属する企業の持ち合い比率については、2001年度末時点で14.1％と企業集団に属さない企業の6.8％を大きく上回っている。同じ企業集団に属する企業による持ち合い比率が6.6％であり、その結びつきは依然として強固である（黒木 2002：5）。（図表２参照　六大企業集団の持ち合い比率（金額ベース）出所：ニッセイ基礎研究所、黒木 2001：18）。しかし、企業グループの中

心にある主要銀行同士が合併したことや[15]、銀行の株式所有制限規制の導入に加え[16]、持ち合い株式への時価会計の適用が銀行の保有株式売却の促進要因になると指摘されてきている[17]。（図表３　大株主銀行が保有株数を減少させた企業の割合　出所：ニッセイ基礎研究所 2002：６）。

３．２　株式所有構造とコーポレート・ガバナンス

株式持ち合いやメインバンク・システムといった日本的なコーポレート・ガバナンスの特徴が、企業の収益性にどのように影響しているのかを分析した実証研究によれば、負債の規律の有効性を支持する結果が提出されている。広田（1996）では、企業の収益性の指標である「付加価値／総資産」を被説明変数とし、「負債比率」、「上位10大株主持株比率」、「金融機関持株比率」、「役員持株比率」、「メインバンク融資比率」を説明変数、制御変数として、３年間の売上高成長率、「総資産（対数値）」、「付加価値／総資産（当年度）」、「産業ダミー」、「子会社ダミー」、「系列ダミー」、「オーナー型企業ダミー」を加えて、重回帰分析を1990年と1992年度両年について行っている。その結果、有意な説明力を確保した指標は、「負債比率（両年度）」、「メインバンク融資比率（1990）」、「メインバンク持株比率（1990）」だけで、株式所有構造がらみの変数はいずれも有意な説明力を確保できなかった。つまり「負債の規律」のみが有効に機能していたという結論になっている。

米沢・宮崎（1996）では、企業の収益性の指標として、コブ・ダグラス型の生産関数を想定した上での「全要素生産性」を被説明変数として、「各セクター別株式所有比率」、「役員保有比率」、「従業員一人あたり総資産（対数値）」、「従業員数（対数値）」、タイムダミー、メインバンクダミー、系列ダミーを用いて重回帰分析が行われている。その結果、株式所有比率関係の変数のうち「金融機関」、「外国法人等」、「上位10大株主」、「役員」それぞれが有意にプラスになっている。広田（1996）とは反対に、株式所有構造が有意にプラスの影響を及ぼしているとの分析結果となっている。第２節で検討した日本の経営者交代に関する実証研究結果と合わせて全体としてみると、日本の企業統治について、株式所有構造の機能については議論の余地があるものの、負債の規律が働いていたことについてはそれを支持する研究結果が蓄積されてきている。

15　富士銀行（芙蓉グループ）と第一勧業銀行（第一勧業グループ）がみずほファイナンシャルグループとして統合したこと、およびさくら銀行（三井グループ）と住友銀行（住友グループ）の合併。

16　2002年１月施行「銀行等の株式等の保有を制限する法律」によって、2004年９月までに銀行は株式所有残高をTier1の範囲内に圧縮することが義務づけられた。

17　時価会計の導入に関連した持ち合い解消要因としては、「クロス・トレーディングの取扱変更」「原価法採用時の強制評価減ルールの変更」「自己資本比率規制改正に伴う評価損益の扱いの変更」「含み損益の配当原資としての取扱変更」がある。まず「益出しクロス」が売買として認められなくなり、「原価法採用時の強制評価減ルールの変更」に伴い従来の50％以上の下落だけでなく、30％以上50％未満の下落についても減損処理の対象となった（「金融商品会計に関する実務指針」）。「自己資本比率規制の改正」に伴って、評価損益の税額控除分がそれぞれ自己資本に算入あるいは控除されることになったが、評価益は自己資本の補完的項目に、評価損は基本的項目に反映されることになった。含み益については配当原資には含まれないが、含み損は資本から控除されてその分だけ配当可能利益が減少することになった。竹下(2001:135-138) を参照のこと。

3．3　有価証券への時価評価の導入の株式持ち合いへの影響

橋本内閣によって決定された金融ビッグバンと平行して、企業会計審議会で検討が行われていた有価証券への時価評価導入について、最終的な基準は1999年1月に公表され、2000年1月には日本公認会計士協会が実務指針を発出、2000年4月から始まる会計年度について適用された[18]。これは国際会計基準第62号『金融商品の会計』に沿った基準としては、世界で最も早く適用されたものである。ただし、持ち合い等の「その他の有価証券」に対する時価評価の適用は1年猶予された。

現行基準の特徴は、有価証券に関わる会計処理が保有意図別分類に基づいて行われることにある。つまり、金融資産については経営者の保有意図に基づいて分類し、分類別に評価基準と評価損益の計上方法を変える方法が採用されている。売買目的で保有している有価証券（売買目的有価証券）については、時価評価を適用し、時価評価損益は当期の損益計算書に計上する。他方、子会社・関連会社および満期保有目的の債権については、取得原価で評価し、したがって評価差額は表面化しない。売買目的有価証券、子会社・関連会社株式、満期保有目的債権以外の有価証券は、「その他の有価証券」として分類され、政策目的で保有されている持ち合い株式のような有価証券はこの「その他の有価証券」に分類される。その他の有価証券は、貸借対照表上は時価評価を適用し、その評価差額については、税効果を考慮し繰延税金資産・負債に計上した残額を資本の部に計上することになっている。

このような持ち合い株式への時価評価の適用については、持ち合い解消圧力につながるという見方が一般的であった[19]。しかし、経済理論的には株式の持ち合いは、株価に対して中立的である（米澤 1985）。たしかに財務比率には直接的な影響が生じる。PERで株価水準をみた場合、持ち合い株式のキャピタル・ゲインが当期損益に反映されないため、一株利益は過小評価されるが、株価自体はキャピタル・ゲインを考慮して形成されるはずである。さらに注記においてではあるが、有価証券の時価情報の開示は1992年度より行われてきている[20]。わが国においても、キャッシュフローに影響を及ぼさない表示上での会計処理の変更については、市場はその中身を見通しているという「無効果仮説」が実証研究によって支持されていること（Daigo et al. 1998、宮田・近 1999）を考えるならば、時価評価の適用によって株式持ち合いの解消が促進されるという一般に流布された見解は必ずしも自明ではない。

しかし、市場の反応の実際に関わらず、企業の側で市場の反応について誤った予想を形成し、その誤った予想に従って行動する可能性は否定できないという見解がある（秋葉 2001：194）。あるいはアナリストのレベルでも、財務諸表本体の情報と脚注情報とでは、意見形成における

18　平成11年1月22日付で企業会計審議会から公表された『金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書』。

19　例えば、企業会計審議会が原案「金融商品にかかる会計基準の設定に関する意見書」を公表した際の日経新聞の見出しは「時価会計導入　ー持ち合い解消促す　国際標準にむけ前進」であった。

20　平成2年12月25日付で公布された「財務諸表等の監査証明に関する省令等の一部を改正する省令」（平成2年大蔵省令第41号）によって、平成3年3月1日以後終了する事業年度から、市場性ある有価証券および先物・オプション取引等の時価情報が有価証券報告書等で開示されることになった。

注意の度合いが異なるという指摘もされている（川北 2001：193）。前者では、市場の価格形成の観点からすると持ち合い株式に対する時価評価導入は「理論的」には中立的であるのに、「企業の側」で中立的ではないと判断してしまい、その判断に従い持ち合い株式の売却を進める可能性は否定できないことになる。その場合、持ち合い株式の価格形成は、株価が需給によって決まると考えるのか、ファンダメンタルズによって決定されていると考えるのかによって異なってくる。需給面だけをみると、持ち合い株式の売却によって当該株価には下落圧力が加わるはずであるが、株価がファンダメンタルズによって決定されるならば、均衡価格からの乖離は裁定取引によってすぐさま解消されているはずである。時価評価の持ち合い株式に対する影響に関する実証はまだ十分にすすんでいない（米澤 2001）。

米国における近年の実証研究では、財務諸表本体での認識と脚注等での情報開示とでは情報価値が異なるという結果が報告されている。Beatty et. al.（1996）は、銀行持株会社を対象として、1990年から1993年にかかて公表された有価証券の部分的公正価値会計（SFAS115号）に関するニュースに対する株価の反応をイベントスタディによって分析し、その結果、銀行ではすでに公正価値情報についての開示が行われていたにもかかわらず株価が下落したことが示された。さらに、Cornett, Rezaee & Teharanin（1996）は、公正価値会計（SFAS105, 107, 115号）の適用に関するニュースについて分析を行い、銀行の株価の反応は、自己資本比率、投資有価証券の簿価の総資産にしめる比率、および投資有価証券の含み益の総資産にしめる比率と相関しているとの結果を得ている。Espahbodi et al.（2002）は、ストック・オプションの会計に関するニュースへの株価の反応を検証し、財務諸表本体におけるストック・オプションの認識を求める公開草案や、財務諸表本体での認識を撤回し開示のみを義務づけた公開草案の公表に対して、株価が反応したという結果を得ている。この研究において、異常な累積リターンが顕著であったのは、高成長が期待されるハイテク産業の新規企業であった。

このように、開示情報として既に公正価値情報が公表されている場合でも、財務諸表本体において公正価値情報を反映させるという会計表示上の変更によって、企業価値評価に影響が生じている可能性は否定できない（中久木 2002: 10）。つまり、これらの研究結果は、会計上の認識と開示の情報価値を同一視することは適切ではないことを示している（Espahbodi et al. 2002）。

また米国における有価証券への時価評価の適用について行われた実証研究では、時価評価の導入によって、会計利益がボラタイルになることを回避するため、企業価値最大化の観点からは保有することが望ましい有価証券が売却される可能性が指摘されている。SFAS115号が、売却可能有価証券に時価評価を適用し評価損益を資本の部に計上する会計処理を求めたことによって、そのままでは純資産のボラティリティィが増大してしまうため、その影響を緩和するため、保有有価証券のマチュリティを変更したり、売却をすすめたりするという実態的な経営活動に変化が生じたことを支持する実証研究が行われている（Beatty 1995、鈴木 2002：11）。このように米国における実証研究は、時価評価の適用が企業評価のみならず企業の経済実態そのものへも影響を及ぼしている可能性を

否定しない結果となっている。これらから、会計ビッグバンに伴う一連の会計基準の変更によって、例えば金融商品に時価評価が導入されたことで、持ち合い株式の売却が促進され、退職給付債務等の評価方法の変更によって企業年金改革が促進されているとの認識は、限定されてはいるものの一定の経験的証拠によって支持されていると考えられる（中久木 2002：36、神田 2001：287）[21]。

まとめにかえて：環境決定論と環境形成論

1990年代の日本では、金融商品をはじめとする資産・負債の評価基準として、時価や割引現在価値といった歴史的原価とは異なる評価基準が段階的に導入されてきた。金融商品を例にとってみれば、旧来の会計基準では適切に処理することが困難な、デリバティブのような新金融商品が開発・普及し、このような事態に対応するため金融自由化が先行した米国などにおいて公正価値概念の導入がはかられた。新金融商品の普及という経済的環境の変化および諸外国や国際会計基準といった外的環境の変化に対応して、日本における時価評価の導入は進展したと考えられる。

しかし、キャッシュフローの変化を伴わない会計ルールの変更が経済活動に実質的な影響を及ぼすような状況は、環境決定論的な枠組みによってのみでは適切に扱うことはできない。時価会計の導入によって株式持ち合いの解消が促進する、あるいは促進されるべきであるといった現実認識は、会計が環境によって決定されるという「環境被決定性」だけでなく、会計が環境を形成するという「環境形成機能」についても考察する必要があることを示唆している（徳賀 2002）。

会計の環境形成機能について、近年の米国における実証研究結果は、時価会計の導入によって株式持ち合いの解消が促進される蓋然性が強いことを示唆している。これは、時価会計の導入によって株式持ち合いを解消すべきであるという政策的主張の実行可能性を支持している。はたして日本において時価会計の導入が株式持ち合いの解消をどれだけ促進したのかは、実証研究の課題であるが、少なくとも持ち合い株式の流動化を促進するための手段として、時価会計の導入が機能する可能性を備えているということはいえる。ある種の政策手段としての資質が時価会計の導入には認められるのである。

しかし、株式持ち合いの解消そのものは、目的ではなく手段でしかない。株式持ち合いの解消は日本のコーポレート・ガバナンス改善という目的のための手段なのである。したがって、時価会計の導入の評価は、コーポレート・ガバナンスの改善にどれだけ寄与したかという点から行われねばならない。しかも米国における公正価値会計導入に関する研究では、企業の財務構造にサブ・オプティマルな変化が生じている可能性が示されている。現時点では、時価評価の導入によってエージェンシー・コストが削減され、コーポレート・ガバナンスが改善されたことを示す経験的証拠はまだ示されていな

21 「どうも日本の会計が非常に影響を持つという実態があることは事実のようです．．．存在している真実を正しく伝えるのが会計だと思います。その会計が真実を変えるということを、どのように考えるのか。少々厳密な言い方をすれば、おそらく諸外国に比べて日本の実態はそうか、という議論をすべきかと思います。そういう根本論があり、各論としては会計基準を変更することによって、実際に与えるインパクトというのをどのように考えるのかということがあろうかと思います。現実にはインパクトはあるということだと思います。」神田（2001:287）

い。

引用文献

Abowd, J. & D. Kaplan (1999) "Executive Compensation : Six Questions that need Answering" ***NBER Working Paper*** 7124.

Ayra. G., J. Glover & S. Sunder (1998) "Earnings Management and the Revelation Principle", ***Review of Accounting Studies*** 3 (1&2).

Baber, W. S. Janakiraman, S. Kang (1996) "Investment Opportunities and the Structure of Executive Compensation" ***Jouranal of Accounting and Economics,*** 21 : 297-318.

Beatty, A. (1995) "The Effect of Fair Value Accounting on Investment Portfolio Management : How Fair Is It?" ***St. Louis Federal Reserve Bank Review*** (Jan/Feb) : 25-39.

Beatty, A., S. Chamberlain & J. Magliolo (1996) "An Economic Analysis of the Economic Implications of Fair Value Accounting for Investment Securities", ***Journal of Accounting and Economics*** 22 : 43-77.

Bertrand, M. & S. Mullainathan (1998) "Executive Compensation and Incentives : the Impact of Takeover Legislation" ***NBER Working Paper*** 6830.

Bushman, R. M. & A. J. Smith (2001) "Financial Accounting and Corporate Governance", ***Journal of Accounting and Economics*** 32 : 237-333.

Bushman, R., E. Engel, J. Milliron & A. Smith (2001) "An Analysis of the Relation between the Stewardship and Valuation Roles of Eargnings", Working Paper, Graduate School of Business, University of Chicago.

Clinch, G. (1991) "Employee Compensation and Firms Research and Development Activity", ***Journal of Accounting Research,*** 29 (1) : 59-78.

Core, J., W. Guay & R. Verrecchia (2000) "Are Performance Measures other than Price Important to CEO Incentives?" Working Paper, Wharton.

Cornett, M. M., Z. Rezaee & H. Teharanin (1996) "An Investigation of Capital Market Reactions to Pronouncement on Fair Value Accounting", ***Journal of Accounting and Eocnomics*** 22.

Daigo, S., T. Yonetani & K. Marumo (1998) "Banks Recapitalization Policies in Japan and their Impact on the Market", ***IMES Discussion Paper Series*** No. 98-E-14, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.

Defond, M. L. & C. W. Park (1999) "The Effect of Compensation on CEO Turnover and Firm Performance : An Empirical Investigation", ***Journal of Accounting and Economics,*** 27 : 35-56.

Demski, J. & H. Frimor (1999) "Performance Measure Garbling under Renegotiation in Multi-period Agencies" ***Journal of Accounting Research*** 37 (Supplement) : 187-214.

Espahbodi, H., P. Espahbodi, Z. Razaee & H. Tehranian (2002) "Stock Price Reaction and Value Relevance of Recognition versus Disclosure : the Case of Stock-based

Compensation", *Journal of Accounting and Economics* 33 : 343-373.

Gjesdal, F. (1981) "Accounting for Stewardship", *Journal of Accounting Research,* 19 : 208-231.

Huson, M., R. Parino & L. Starks (1998) "The Effectiveness of Internal Monitoring Mechanisms : Evidence from CEO Turnover between 1971-1994", Working Paper, University of Texas.

Indjejikian, R. & D. Nanda (1999) "Dynamic Incentives and Responsibility Accounting", *Journal of Accounting and Economics* 27 : 177-201.

Jagannathan, R. & S. Srinivasan (1999) "Does Product Market Competition Reduce Agency Costs?" *The North American Journal of Economics and Finance* 10-387-399.

Kang, J. & A. Shivadasani (1995) "Does the Japanese Governance System Enhance Shareholder Wealth? Evidence from Stock-Price Effect of Top Management Turnover", *Review of Financial Studies,* 9 (4) : 1061-1095.

Kaplan, S. N. (1994) "Top Executive Rewards and Firm Performance : A Comparison of Japan and the U.S." *Journal of Political Economy,* 102 : 510-546.

Lambert, R. & D.Larcker (1987) "An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts", *Journal of Accounting Research,* 25 (Supplement) : 95-125.

Murphy, K. (1998) "Executive Compensation", Working Paper, University of Southern California.

Murphy, K. (1999) "Performance Standards in Incentive Contracts", Working Paper, University of Southern California.

Parrino, R. (1997) "Turnover and Outside Succession : A Cross-sectional Anaysis", *Journal of Financial Economics* 46 (2) : 165-197.

Palepu, K. (1986) "Predicting Takeover Targets : A Methodological and Empirical Analysis" *Journal of Accounting and Economics,* 8 (1) : 3-36.

Prendergast, C. (1999) "The Provision of Incentives in Firms" *Journal of Economic Literature* 37 : 7-63.

Sheard, P. (1994) "Main Banks and the Governance of Financial Distress", in Aoki, M. & H. Patrick (eds.) *The Japanese Main-bank System,* Oxford University Press (白鳥正喜監訳『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社、1996年)。

Shleifer, A. & R. Vishny (1997) "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance* 52 (2) : 737-783.

Sloan, R. (1993) "Accounting Earnings and Top Executive Compensation", *Journal of Accounting and Economics,* 16 : 55-100.

Smith, C. & R. Watts (1992) "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics,* 32 : 263-292.

Watts, R. S. & J. L. Zimmerman (1986) *Positive Accounting Theory,* Prentice-Hall (須田一幸訳『実証研究としての会計学』白桃書房、1991年)。

青木昌彦（1992）『日本経済の制度分析　－情報・インセンティブ・交渉ゲーム－』筑摩書房。

秋葉賢一（2001）「会計的にみた株式持ち合いの影響と解消方法」神田秀樹編『徹底討論　株式持ち合い解消の理論と実務』財経詳報社、2001年、第９章。

内田交勤（2001）『企業財務の機能と変容』創成社。

奥村　宏（1986）『日本の株式会社』東洋経済新報社。

乙政正太（2000）「経営者交代と会計ベースのパフォーマンスの役割」阪南大学Occasional Paper Series, No.18.

川北英隆（1995）『日本型株式市場の構造変化』東洋経済新報社。

神田秀樹編（2001）『徹底討論　株式持ち合い解消の理論と実務』財経詳報社。

黒木文明（2001）「株式持ち合い解消の実態－株式持ち合い状況調査2000年度版－」『ニッセイ基礎研レポート』2001年10月。

黒木文明（2002）「株式持ち合い解消の実態－2001年度株式持ち合い状況調査－」『ニッセイ基礎研レポート』2002年10月。

佐々木隆文・米澤康博（2000）「コーポレート・ガバナンスと株主価値」『証券アナリストジャーナル』、2000年９月。

澤邉紀生（1998）『国際金融規制と会計制度』晃洋書房

澤邉紀生（2002a）「国際会計基準設定過程における会計目的の変容について　－金融商品プロジェクトの事例－」、堀江康熙・徳賀芳弘編著『構造変化と金融・経済』九州大学出版会、119－154ページ。

澤邉紀生（2002b）「リスク社会の会計基準」、『大阪経大論集』第53巻第３号、181－203ページ、2002年９月。

澤邉紀生（2003）「日本の基準設定構造と国際的環境の変容」、政策評価研究会編著『政策分析2002』九州大学出版会、183－202ページ。

鈴木直行（2002）「会計情報の提供プロセスにおける経営者の裁量の意義と問題点」『日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー』No.2002－Ｊ－37。

須田一幸（2000）『財務会計の機能』白桃書房。

首藤昭信（2002）「コーポレート・ガバナンスと会計利益　－経営者交代と企業業績に関する実証研究」mimeo。

竹下　智（2001）「株式持ち合いの解消が日本の企業経営に与える影響」神田秀樹編『徹底討論　株式持ち合い解消の理論と実務』財経詳報社、2001年、第７章。

橋木俊詔（2000）「株式持ち合い解消の受け皿：自社株取得、従業員持株制度、純粋持株会社、受皿機関、個人株主」、小佐野広・本多佑三編著『現代の金融と政策』日本評論社、363－383。

徳賀芳弘（2002）「会計政策の評価」、堀江康熙・徳賀芳弘編『構造変化と金融・経済』九州大学出版会、101－118ページ。

中久木雅之（2002）「会計情報と経営者のインセンティブに関する実証研究のサーベイ」『日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー』No.2002－Ｊ－36。

中久木雅之・宮田慶一（2002）「公正価値評価の有用性に関する実証研究のサーベイ」『日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー』No.2002－Ｊ－８。

浜田宏一（2002）「不良債権処理とコーポレート・ガヴァナンス」『証券経済学会年報』37：1－9.

広田真一（1996）「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」、橘木俊詔・筒井義郎編著『日本の資本市場』日本評論社、247－267。

広田真一（1999）「株式所有構造とコーポレート・ガバナンス」『証券経済研究』、69－90

星野優太（2003）『日本企業の業績評価と報酬システム』白桃書房。

松村勝弘（1998）「日本企業における株式持合いの戦略的意義　－最近の『持合い崩れ』の実証的研究－」『立命館経営学』37（4）：1－30。

宮島英昭（1998）「戦後日本企業における状態依存的ガヴァナンスの進化と変容　－Logitモデルによる経営者交代分析からのアプローチ－」『経済研究』49（2）：97－113。

宮田慶一・近暁（1999）「銀行の上場株式・土地に係る会計処理方法変更の株価への影響」『日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー』No.99－J－4。

米澤康博（1995）『株式市場の経済学』日本経済新聞社。

米沢康博・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」、橘木俊詔・筒井義郎編著『日本の資本市場』日本評論社、222－246。

米澤康博・鈴木輝好（1999）「株式持合と銀行の信用リスク」『横浜経営研究』第20間第3号、1999年12月。

〔京都大学経済学部　助教授〕