

日本企業のガバナンス構造と経営効率性

—実証研究—

岡部光明*・藤井 恵**

2004 年 4 月

21 世紀 COE プログラム

「日本・アジアにおける総合政策学先導拠点」

慶應義塾大学大学院 政策・メディア研究科

本稿作成にあたり、米澤康博教授（横浜国立大学経営学部）はデータの出所と作成方法に関して有益なご教示を下された。また山之内七重氏（慶應義塾大学総合政策学部在学中）はデータ収集に協力してくださった。さらに池尾和人教授（慶應義塾大学経済学部）は池尾研究会と岡部研究会のインターセミナー（2003 年 12 月 20 日）において有益なコメントを下された。これらの方々に感謝したい。

* 慶應義塾大学大学院 政策・メディア研究科／総合政策学部（okabe@sfc.keio.ac.jp）

** 慶應義塾大学 総合政策学部在学中（s01765kf@sfc.keio.ac.jp）

日本企業のガバナンス構造と経営効率性

－実証研究－

岡部光明・藤井 恵

【概要】

個々人の安全（ヒューマンセキュリティ）が保障されるには、経済システムに各種ショックが加わった場合、システムが高いショック対応力を持っていることが不可欠である。その場合、経済を動かすエンジンともいえる企業が、高い環境適応力ならびに経営効率性を維持することがその前提となる。本稿は、日本企業の行動が規律付けられる仕組み（コーポレート・ガバナンス）に関して、大企業の財務データを用いて一連の計量経済学的分析を行った結果を取りまとめたものである。その分析によれば（1）近年では資本市場による企業の規律付け機能が次第に明確化しつつある、（2）メインバンクは過剰な融資（追い貸し等）を通じて企業経営を非効率にする方向に作用している、（3）企業と銀行の間における株式持合は企業経営に対する規律づけを弱め、経営の効率性向上を阻害している可能性が大きい、などが判明した。それを踏まえ（4）日本企業の効率性向上のためには資本市場の機能向上ないしコーポレート・ガバナンス改善を図るための各種制度整備が必要であること、を主張した。

キーワード：コーポレート・ガバナンス、企業の規律付け、メインバンク、トービンの q 、株主価値、株式保有構造、株式持合

はじめに―本稿の目的、構成、要旨

日本経済の構造転換や成長率低下との関連で近年、企業経営の改善がコーポレート・ガバナンスという視点から活発に議論されている。コーポレート・ガバナンスとは結局「企業をして効率よく経営する仕組みをいかに確保するか」という問題である。わが国においては、メインバンク制や株式持合といったいわゆる日本型経済システムがこれまで特徴とされ、これが日本企業の規律付けのあり方あるいはその限界を示すものと理解されてきた。つまり日本企業については、英米におけるコーポレート・ガバナンスとは異なり、企業経営者は株主利益（すなわち企業価値の最大化）をさして重視しない傾向がこれまで強かったためそれが企業経営の効率化を妨げてきたのではないかと指摘されることが多かった。そうした認識はどの程度妥当なのか。また日本企業の今後のガバナンスはどのような方向に向かうべきなのか。

本稿は、企業の規律付け（disciplining）のあり方とその効果に関する研究報告である¹。具体的には、企業の所有構造（株式保有構造）が企業経営の効率性（その集約としての株主価値）にどのような影響を与えるのか、また日本における企業所有の大きな特徴である株式持合を規定する要因がどのようなものであるのか、という二つの問題を実証的に検討し、それら実証結果の含意を考察したものである。

以下、第1章では、企業行動を規律づける各種の仕組みを解説するとともに、日本におけるコーポレート・ガバナンスの特徴を指摘する。第2章では、まず株式保有構造と企業パフォーマンスの関係に関するこれまでの実証研究を批判的に検討し、次いで本稿独自の実証分析を行う。第3章では、日本における株式保有の大きな特徴である株式持合の意義と近年の動向を概観する。第4章では、株式持合を規定する諸要因についての実証分析を行い、コーポレート・ガバナンスに対するその含意を考察する。最後の第5章は、本稿の結論と政策含意を述べるとともに、残された研究課題を指摘する。

本稿の要旨を予め述べると次の通り。

- (1) 株主価値（トービンの q ）に対する各種要因の影響力を全国一部上場企業約 500 社を対象として 2 時点（1989 年および 1999 年）につき分析したところ、①企業による負債発行（負債による資金調達）は経営者の行動を規律づける機能を持っている、②外国人・金融機関・その他法人などの大口株主による株式保有はそのモニタリング活動を通じて近年株主価値を高める役割を担っている、③大口株主のうちとくに海外投資家による株式の保有は企業価値を高める上で有効に作用している、④金融機関による株主としてのモニタリング活動は企業価値を高めるものであり近年では重要性を増してきている、など全体として資本市場による規律付け機能が次第に見られるようになりつつあることが判明した。
- (2) 一方⑤メインバンクは過剰な融資（追い貸し等）を通じて企業経営を非効率にする方向に作

1) 本稿は、藤井（2003）、藤井・杉山（2004：第1部）の実証研究部分を基礎としつつ、それらを大幅に改訂および拡充して一つの論文としたものである。

用し、株主価値にマイナスの影響を与えていることが明らかになった。

- (3) これらの結果の頑健性を確認するため、サンプル企業を収益率の高い企業（100 社）とそれ以外の企業（400 社）に分類し、同様の分析を行ったところ、収益率の高い企業は、上記（1）の規律づけが強く働いていることが実証された。
- (4) 企業と銀行の間における株式持合は、資本市場による企業の規律付けを制約するものである。ここでは事業会社による金融機関株式の保有に焦点を当て、株式持合の度合いを幾つかの要因（市場からの圧力、企業類型に基づく要因、金融機関との関係の強さ）で説明することを試みた。計測対象企業は機械、電気機械、鉄鋼の 3 業種に属する大企業 122 社であり、推計は 1995 年から 1999 年の年次データによって行った。その結果、①株式持合を維持しているのは企業規模が小さく財務状況が良好でない企業である、②逆に売上高が大きく財務状況の健全な企業は株式持合を解消する傾向にある、③金融機関からの融資額が多く金融機関と密接な関係にある企業ほど持合傾向が強い、などが判明した。
- (5) このように銀行との間で融資ないし株式保有の関係の強い企業群で持合が維持される傾向がみられることは、それら企業では経営への規律づけが比較的弱いものに止まることを意味している。
- (6) その結果、これら企業は資本市場から受ける評価も低いままとならざるをえず、したがって資金調達を資本市場から行うよりもむしろ銀行借入に依存しがちとなり、このため株式持合を解消するインセンティブが乏しく結局株式持合を継続する、という循環に陥っている可能性が大きい。
- (7) 以上の結果を踏まえると、日本企業の効率性向上のためには、資本市場の機能を高めるための各種制度整備（例えば外国人投資家に対して不透明感の強い日本の会計制度の改善）、あるいはコーポレート・ガバナンス改善のための制度整備（商法改正による委員会等設置会社の選択性の実施など）とその実効性向上が必要である。

1 企業行動を規律づける各種の仕組み

市場経済において企業は経済全体のエンジンともいうべき大きな役割をもっている。しかし、組織体としての企業あるいはその行動については、様々な捉え方がありうる²⁾。英米流の標準的理解によれば、株主が企業の所有者であり、株主は専門的知識をもつ経営者に企業経営を委託しているとされる（所有と経営の分離、shareholder view）。このとき経営者は様々な企業関係者を代表して企業の経営を行うが、究極的には企業の価値を最大化する経営が求められることになる。

一方、日本企業の場合には、企業は単に株主に帰属するだけでなく、従業員、長期取引先、取引銀行などにも帰属する組織体であり、それら主体間での明示的あるいは暗黙的な契約の連鎖が企業である、とする理解が従来一般的であった（stakeholder view）。この場合、経営者はむしろ企業規模の拡大・成長を追及することに一定の合理性があり、長年そうした傾向が見られたことが大きな特徴であ

2) 大別すれば、以下で述べるような shareholder view および stakeholder view という二つの類型的理解が可能である（岡部、2002b）。

った³⁾。こうした企業ガバナンスの結果、近年の日本企業では、経営者によって利益を生まない無駄な投資が行われたり、また設備が過剰に存続されるなど、企業全体として非効率な面が発生する可能性があるとの指摘も少なくない⁴⁾。

つまり、日本型コーポレート・ガバナンスは、1980年代の日本経済のバブル期には国内外から「優れたシステム」と評価されたが、そこには果たしてどのような問題が内在していたのか。それはどのような方向で解決されるべきものか。これらは一連の重要な研究課題であるうえ、重要な政策課題でもある。そこで、以下では日本型コーポレート・ガバナンスとその特徴を簡単に整理したあと、企業の金融方式と企業の規律付けの関係を述べる。なお、コーポレート・ガバナンスという言葉は様々な使われ方がなされているが、ここでは企業の利害関係者がそれぞれの目的を達成するために経営者に対する適切な規律づけの仕組みが整っているか、あるいは経営者に対してそうしたインセンティブの与え方が制度的に成立しているか、という側面から専ら捉えることにする。

1-1 日本型コーポレート・ガバナンスとその特徴

日本型コーポレート・ガバナンスの特徴を捉える重要な側面としては、①株主と従業員の関係、②制度と暗黙的契約の関係、③暗黙的契約に支えられた慣行的現実、が挙げられる⁵⁾。日本において株主は従来「物言わぬ安定株主」として位置付けられ、また株式の持合いが活発だったことから株主の権限行使は事実上、無機能化してきた。企業においては企業関係者コミュニティの存続と発展がもっとも重視され、各種ステークホルダーの中ではとりわけ従業員が重視されてきた。また企業経営も彼らの代表である内部昇進型経営者によってなされ、経営監視もいわばインサイダー型の経営監督が一般的な姿であった。

こうしたコーポレート・ガバナンスが成立した背景には「間接金融」ことに「メインバンク制」が大きな制度的要因として働いた。すなわち企業は、一つないし少数の銀行との間で株式の持合いあるいは継続的な借入残高維持といった暗黙の長期取引関係を結ぶ。そうした関係を維持することは双方に様々な効果をもたらすものである⁶⁾。とくに企業経営が困難に陥るような場合、銀行は、当該企業が債務超過でない限り（長期的に再建可能とみられる限り）、資金のおよび人的支援を行う場合が多いが、そうしたことは文書に書かれた契約でないにもかかわらず関係者が当然のこととして受け止めていた。つまり暗黙の契約ないし取引慣行が基礎となって従来のシステムが成立していた。

このような仕組みにおいては、株主価値を重視するという企業経営への規律づけが効かない。つまり日本型コーポレート・ガバナンスの下では株主価値を軽視することに伴う影響が様々なかたちをとって現れることになり、しかもそれは次第に深刻にならざるを得ない。なぜなら、株主価値軽視による損失は、結局のところ資本市場における企業の低評価を通じて資金調達コストの上昇に跳ね返って

3) 詳細は Okabe (1992)、岡部 (1997) を参照。

4) この点に関する実証研究として米澤・佐々木 (2001)、宮島・蟻川・齋藤 (2001) などがある。

5) 深尾 (1999)。

6) 詳細は岡部 (1999：1章および2章) を参照。

くるからである。つまり、日本型経営が抱える上記の問題は、単に株主の損失となるだけでなく、それが深刻化すれば企業の縮小均衡につながる可能性があり、時には企業の存亡にかかわる問題ともなる。つまり株主価値軽視経営による損失は、従業員を含む利害関係者すべてにまで及び得る問題である。したがって日本企業では、株主価値を重視する経営、あるいは資本市場からの経営規律づけが必要になっていると言える（佐々木・米澤、2000）。

1-2 企業の資金調達方式と経営規律づけ

企業ガバナンスの問題は、基本的には企業ファイナンスの問題に帰着する⁷⁾。以下では、その視点から企業の規律付け問題を整理しておこう。まず企業の資金調達の方法は二つに大別できる。一つは株式（equity）発行による調達であり、いま一つは、負債（debt）ないし債務による調達（銀行借入、社債発行）である。また、日本企業に対して規律付け機能を果たしてきたとされるメインバンクは、企業に対して債権者かつ株主という二つの立場から企業をモニター（規律付け）できる存在であった、と理解できる。

（1）負債による規律づけ

負債とは通常、借入額（元本）の最終返済時期（満期）が到来するまで一定額の金利を定期的に支払い、満期時には元本全額を返済することを借り手と貸し手が契約するかたちをとった資金調達方法である。銀行借入や社債発行による調達がその典型である。企業が負債により資金調達する場合、業績不振でそれを返済できなかった場合に企業は倒産を宣告され経営権は債権者に移転することになる。この点に注目すれば、負債発行は経営者の行動を規律づける機能を持っている。

その効果としては以下の3点がある⁸⁾。第一に、経営者に与えるインセンティブ効果がある。もし利払いや元本返済ができず倒産という事態に陥れば、経営権が移転し経営者は交代を余儀なくされる。したがって負債による調達比率が高い企業の経営者は負債の返済が可能なだけの収益を上げるために、無駄のない経営を行うようにしなければならない。第二に、負債の再組織化機能と呼ばれるものがある。現実に倒産が起こればそれまでの経営計画が再検討されることは不可避であり、その結果、企業規模が過大だと判断されれば、既存の経営者が行えなかった資産の売却や人員整理が実行される。このプロセスを通じて過剰規模の問題が解決され経営が効率化する。そして第三は、負債のフリー・キャッシュフロー削減機能である。負債の返済は支払い強制力を伴うものであるため、経営者にその返済を強いることを通じて企業内の余分なキャッシュ・フローを削減し、経営を効率化することになる。

企業の負債発行は、以上のような機能を通じて企業経営を規律づける。したがって負債発行額が大きい場合には、それに応じて企業経営は効率的になると推測される。

7) 岡部（2003a、2003b）。

8) 広田（1996）。

(2) 株式による規律づけ

規律づけのメカニズムは、企業が株式によって資金を調達した場合にも生じる。そのメカニズムには二つの種類がある⁹⁾。

一つは、企業の内部コントロールである。これは、株主総会における発言権や投票権を行使することによって企業経営者の行動を監視し、経営成績が劣る場合には経営陣の責任を糾弾したり、あるいは株主が選出した取締役を通して企業経営をコントロールしたりすることを意味する（voice によるコントロール）。もう一つは資本市場を通じるコントロールである。これは、経営成績が思わしくない場合に当該企業の株式を市場で売却すること（そうした動きが一般化すれば株価が低下し経営者の責任が問われる）を通じて経営効率化に作用する（exit によるコントロール）。また、非効率的な経営が行われている場合には、敵対的な株式買収によって第三者に経営権が握られることになり、その場合も同様の効果が発揮される。

この他にも、株式保有の集中度合いや株主の性質など、株式の所有構造によっても規律づけのメカニズムは変わってくる¹⁰⁾。一般に金融機関や海外投資家、機関投資家などは、個人投資家と比較して情報収集能力や資金力が大きい大口株主になりやすく、このためこれら株主は経営に参加するインセンティブが大きくなる可能性が大きい。ただ、外部の大口株主のプレゼンス増大が企業価値に与える影響がプラスなのかマイナスなのかについては、理論的には正負いずれの可能性もある（西崎・倉澤、2002）。なぜなら、外部の大口株主の株式保有比率が増大する場合、一方ではそれが経営者に対する利益分配を低下させるので彼らの経営努力へのインセンティブを引下げる（企業価値に対して負の影響を持つ）が、他方では企業投資から発生するリターンのうち企業価値に帰着する割合を引上げる（企業価値に対して正の影響を持つ）可能性が高いからである。

また株式所有構造に関するもう一つ重要な面として、経営陣の持ち株比率がある。経営陣の持ち株比率の上昇は、経営者へ効率的経営のインセンティブを与えるという正の効果がある一方、他からの敵対的買収の可能性を減らして経営の緩みを生むという負の効果も持つと考えられる。

さらに、株式が相互に保有（持合）されていれば、それは株主としての発言権（voice）をお互いに保有することを意味するが、その場合、もし一方がそれを行えば他方もそれを行える可能性が大きくなるので、結局は特段の事情がないかぎり発言権の行使は相互に控えることになる可能性が大きいと考えられる。したがって、株式持合が大きければ株主価値最大化（経営効率化）によって負の効果を持つ可能性が大きい。

(3) メインバンクによる規律づけ

日本型コーポレート・ガバナンスにおいては、メインバンクも企業を規律付ける重要な存在とされる。メインバンクとは、ある企業にとって取引銀行が次のような事実を持つような銀行である¹¹⁾。

9) 岡部（2003a）。

10) 西崎・倉澤（2002）。

11) 詳しくは岡部（1999：第1章および第2章）を参照。

①当該企業がその他のどの銀行からよりも多額の資金融資を受けており、かつそうした借入が長期的、継続的なものとなっていること。②当該企業の重要な株主となっていること。つまり、これら二つは、銀行が当該企業に対する債権者であると同時にその企業の「所有者」にもなっていることを意味している。③融資以外の各種金融取引（当座預金取引、外国為替取り扱い、社債発行の受託や保証など）でも主力の取引関係にあること。④当該企業に役員を派遣するなど人的関係を結んでいること。⑤当該企業が一定水準の利益を挙げている場合にはその経営に関与することはほとんどないが、ひとたび経営危機に陥った場合には、長期的に再建可能とみられる限り、他の債権者との間での調停役となって債務の繰り延べや免除、緊急融資、人的支援などの経営支援を行うこと。これらがメインバンク関係の特徴づける要素として一般に挙げられていることがらである。

こうした側面を持つメインバンクには独自の規律づけメカニズムが機能しているとの見方があり、かつてはその役割を比較的高く評価する見解が多く見られた¹²⁾。すなわち、日本においてはメインバンクが融資・持ち株関係を通じて企業を密接にモニターし、その経営を規律づけているというものである。しかしこうした規律は企業が経営危機に陥ったときにのみ生じるといわれており、常にその機能が発揮されているかどうかは疑問であるという見方も近年は増えている。それどころか、メインバンク関係は、企業経営の効率性を高めるというよりもむしろ過剰な融資を通じて企業経営を非効率にする方向に作用した可能性も示唆されている。つまり最近では、メインバンクの企業モニタリング機能はひところ理解されていたほど頑健ではなかったことが種々の理論的、実証的研究から明らかにされているといえる¹³⁾。

2 株式保有構造と企業パフォーマンス：実証分析

本節では、上記の理論的議論を踏まえて株式保有構造と企業パフォーマンスの関係について実証分析を行う。以下、まず従来の実証研究を展望し、次いで本稿独自の実証分析を提示したい。

2-1 先行研究の展望

コーポレート・ガバナンスに関する実証研究は近年活発になっているが¹⁴⁾、ここでは本研究の先行研究として位置づけられる4つの研究の概略を説明する。これら4つの先行研究の特徴と、後述する本研究の特徴を一覧表にすると表1のとおりである。

先行研究（1）：広田（1996）

コーポレート・ガバナンスという観点から、日本企業の金融・財務面と経営の効率性の関係を実証

12) 岡部（1999：第1章および第2章）。

13) 実証研究としては、例えば広田（1996）、宮島・蟻川・齋藤（2001）、Weinstein and Yafeh（1998）がある。

14) 最近の理論的および実証的研究の動向の展望は、簡単なものとしては岡部（2002b）を、網羅的なものとしてはBolton, Becht, and Roell（2002）を参照。

表1 企業の保有構造と企業パフォーマンスに関する先行研究

先行研究	被説明変数	説明変数	推計期間	対象社数
広田 (1996)	経営の効率性 指標	・ 負債比率 ・ 株式の集中度 ・ 金融機関持ち株比率 ・ 経営者持ち株比率 ・ メインバンク融資比率	1982 年および 1990 年	526 社
佐々木 米澤 (2000)	トービンの q	・ 労働分配率 ・ 役員持ち株比率 ・ 外国人持ち株比率 ・ 年金資金持ち株比率 ・ 個人持ち株比率 ・ メインバンクダミー	1992～1998 年	278 社
西崎 倉澤 (2002)	トービンの q	・ ミクロ景気要因 ・ マクロ経済要因 ・ 株式保有構成要因 (金融機関・非金融 法人・海外部門・個人)	1980～1999 年	823 社
大村 増子 (2003)	トービンの q	・ 株主資本比率 ・ 社債比率 ・ 株式保有構成 (法人・外国人) ・ 経営者が重視するステークホルダー ・ 企業の活動範囲 (東証上場の有無等)	1999 年および 2000 年	1193 社
本研究	トービンの q	・ 負債比率 ・ メインバンク融資比率 ・ 株式保有構成 (役員・外国人・個人・ 金融機関・その他法人)	1989 年および 1999 年	501 社

的に検討している。その結果、①企業の金融・財務のあり方は経営の効率性（規律づけ）に影響を与えている、②そのメカニズムは低成長企業において比較的顕著にあらわれている、③日本では負債の効果が有効に働く一方、株主からのプレッシャーによる企業経営効率化は認められず、このため規律付けメカニズムは内容的に欧米とは異なる、④メインバンク関係は少なくとも企業の通常時において経営の規律づけ機能を果たしているとは考えられない（最近ではメインバンク関係がむしろ企業の経営効率を悪化させている）、などの知見を報告している。

先行研究（2）：佐々木・米澤（2000）

日本型コーポレート・ガバナンスの特徴と株主価値との関係を実証的に分析している。そこでは、企業の経営パフォーマンスを示す指標として「トービンの q」が利用され、まずこれを被説明変数とした回帰分析（OLS）がなされている。その結果、①外国人持ち株比率はトービンの q に対しプラスで有意の影響を与えている（すなわち外国人投資家は経営者に規律を与え得る投資主体である）、②メインバンク関係に見られる日本型コーポレート・ガバナンスは株主価値にマイナスに作用している、などが指摘されている。続いてトービンの q、労働分配率の 2 変数を内生変数とした同時方程式によって、コーポレート・ガバナンス構造が株主価値に与える影響の中で付加価値分配がどのような役割

を果たしているのかを分析している。その結果、トービンの q を説明する回帰式では、労働分配率が大きな影響を与える一方、労働分配率に対して外国人持ち株比率は有意にマイナス、メインバンク（ダミー変数）はプラス、であるとの推計結果を得ている。つまり、これらのガバナンス変数が株主価値に影響を与える経路として付加価値分配が重要な役割を果たしている可能性がある、としている。換言すれば、外部株主からのモニタリングの弱さ、メインバンクとの密接な関係といった日本型ガバナンスの特徴が強い企業では、労働分配率が高まることにより株主価値が低くなる傾向があるとの主張である。そして結論として、株主軽視経営がもたらす悪影響を除去するには、株主価値重視経営への規律づけとそれを可能にするインセンティブを与えるコーポレート・ガバナンスが必要であると指摘している。

先行研究（3）：西崎・倉澤（2002）

株式保有構成と企業価値の関係についての分析である。具体的には、わが国の株式保有構成の特徴とその中長期的な動向についての知見をまとめるとともに、金融機関¹⁵⁾、海外投資家、機関投資家等の外部の大口株主によるモニタリング活動が企業価値に与えた影響、および株式保有構成の変化が企業価値に与えた影響、について実証的に評価している。その結果、①外部の大口株主はモニタリング活動等を通じて企業価値に対して正の影響を与えており、その傾向は1990年代以降明確化してきている、一方②個人投資家のプレゼンスは企業価値に対して負の影響を与えており、その傾向は特に1990年代に明確化している、③大口株主の存在が企業価値に与える影響を部門毎に見ると、金融機関と海外部門については正の影響を、また株式の持合は1990年代には負の影響をそれぞれ与えている（この間、非金融法人企業が与える影響は確認されない）、などの結論を得ている。

先行研究（4）：大村・増子（2003）

企業の経営パフォーマンスを示す指標として「トービンの q 」を用いる点は上記諸研究と同じであるが、ここでは主成分分析をもとにして企業を5つのタイプに分類し、それぞれの企業群ごとに経営パフォーマンスとガバナンス構造の関係を分析しているのが大きな特徴である。その結果、①株主資本比率の上昇は経営効率性を高める、②外国人持株比率の上昇に関しても同様の効果が頑健に検出される、③概して日本型ガバナンスよりもアングロアメリカン・ガバナンスが企業価値の向上に寄与している、④社債比率の上昇は理論的予測とは逆に経営の効率性を損なわせている（債券流通市場の未発達が債権者からの規律付けを弱めていると解釈される）、などの総括を行っている。

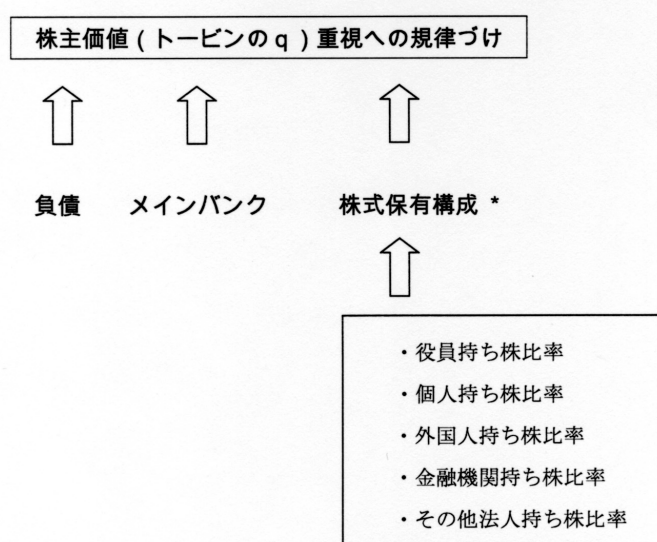
2-2 推計式と利用データ

本稿の実証研究は、前掲表1に示したように、説明変数が先行研究とは若干異なる。また分析対象として全国一部上場企業のうち1989年は501社、1999年は499社と先行研究に比較して遜色のないサンプル企業数を確保した。分析手法としてクロスセクション分析を用いた点、分析時期として

15) 投資信託、年金信託を含む。

バブル期の1989年と、バブル崩壊後の1999年の2つの時期を対象とした点も特徴である。さらに、サンプル企業全体の平均的な姿を求める分析だけでなく、対象企業群を高収益企業と低収益企業に分割し、それぞれについてガバナンス効果を測定した点も先行研究には見られない点である。

図1 本研究における分析の考え方



* 株式保有主体は、正確に言えば投信・役員・政府公共団体・金融機関・証券会社・その他法人・外国法人・個人その他から構成されている。ここではデータの制約上、役員・金融機関・その他法人・外国法人・個人のみを扱うことにした。

本稿の考え方を図示すれば図1のようになる。また推計式は以下のとおりである。すなわち、株主価値ないし企業パフォーマンス（トービンのq）に対して、負債比率、メインバンク関係、株主保有構成がどのような影響を与えているのか、をクロスセクション・データによって実証的に分析する。

$$TOBIN = \alpha_1 + \alpha_2 DEBT + \alpha_3 MB + \alpha_4 OFFICIAL + \alpha_5 FOREIGN + \alpha_6 INDIVIDUAL + \alpha_7 FI + \alpha_8 COR + \varepsilon$$

TOBIN：トービンのq

トービンのq = (株式時価総額 + 有利子負債) ÷ (株主資本 + 有利子負債)

DEBT：負債比率

負債比率 = 負債 ÷ 総資産

MB：メインバンク

メインバンク = 融資第一順位銀行融資額 ÷ 負債

OFFICIAL：役員持ち株比率

FOREIGN：外国人持ち株比率

INDIVIDUAL：個人投資家持ち株比率

FI (Financial Institution)：金融機関持ち株比率（除く投資信託、年金基金）¹⁶⁾

COR(Corporation)：その他法人持ち株比率

各説明変数のパラメーターについて予想される符号条件は、上述した理論的考察および先行研究の結果を踏まえると、表2の通りである。

表2 予想される符号条件

変数	予想される 符号条件	先行研究
負債	-	広田 (1996)
メインバンク	-	佐々木・米澤 (2000)、広田 (1996)
役員持ち株比率	-	佐々木・米澤 (2000)
外国人持ち株比率	+	佐々木・米澤 (2000)、西崎・倉澤 (2002)、 大村・増子 (2003)
個人持ち株比率	-	佐々木・米澤 (2000)、西崎・倉澤 (2002)
金融機関持ち株比率	+	西崎・倉澤 (2002)
その他法人持ち株比率	-	西崎・倉澤 (2002)

分析の対象としたサンプル企業は、全国一部上場企業 1754 社のうち分析期間中に合併などの不連続があった銘柄、必要財務データが一部欠落している銘柄を除いたため、1989 年度は 501 社、1999 年は 499 社である。分析の対象年度はバブル期を代表する年として 1989 年、そしてデータが利用可能な最新年である 1999 年の 2 時点をとった。各企業の財務データ、株価データの出所は日経 NEEDS である。また、各企業の融資第一順位銀行融資額は東洋経済『企業系列総覧』で調べた。以上のデータをベースにクロスセクション分析を行った。

使用データの基礎統計量をまとめると、表3（1989年）および表4（1999年）のとおりである。すなわち、バブル期である1989年においては、トービンの q の平均が2.31と1を大きく上回っているのに対して、1999年には0.6にまで低下している（またデータのばらつきを表す標準偏差も低下している）。その他の変数としては、負債比率が両年ともそれぞれ68.69%、64.36%と高い水準にあることが注目に値する（これらは間接金融の優位を示している）。また、株式持合の解消傾向があらわれている（その他法人持株比率は27.25%から24.60%へ低下している）一方、個人および外国人の持株比率が上昇していることもここで確認できる（それぞれ25.77%から30.57%へ、3.70%から5.77%へと上昇）。なお、説明変数間の相関関係（単相関）は、表5および表6のとおりである。

16) メインバンク関係を結んでいる場合、金融機関持ち株比率は高くなると思われるが、ここでは考慮外においている。

表3 基礎統計量 (1989 年)

	平均値	最小値	最大値	標準偏差
トービンの q	2.31	0.092	9.504	1.782
負債比率 (%)	68.69	24.17	97.84	15.58
メインバンク (%)	0.07	0	1.09	0.074
役員持ち株比率 (%)	2.78	0.01	36	5.15
外国人持ち株比率 (%)	3.70	0.01	55.14	5.04
個人持ち株比率 (%)	25.77	6.6	81.05	12.02
金融機関持ち株比率 (%)	38.78	4.97	73.21	14.33
その他法人持ち株比率 (%)	27.25	4.49	78.88	15.53

表4 基礎統計量 (1999 年)

	平均値	最小値	最大値	標準偏差
トービンの q	0.6	0.0161	6.626	0.694
負債比率 (%)	64.36	16.83	98.47	17.51
メインバンク (%)	0.098	0.001	1.468	0.12
役員持ち株比率 (%)	2.50	0.008	71.69	8.12
外国人持ち株比率 (%)	5.77	0.035	52.66	7.36
個人持ち株比率 (%)	30.57	5.50	82.37	14.06
金融機関持ち株比率 (%)	37.60	2.58	69.83	13.66
その他法人持ち株比率 (%)	24.60	2.43	81.08	15.02

表5 相関行列 (1989 年)

	q	負債	MB	役員	外国人	個人	金融機関	その他
q	1	0.322	-0.048	0.013	0.108	0.019	0.003	-0.032
負債		1	0.11	-0.251	-0.091	-0.178	-0.057	0.221
MB			1	-0.033	-0.145	0.033	-0.18	0.155
役員				1	-0.044	0.638	-0.236	-0.237
外国人					1	-0.178	0.117	-0.235
個人						1	-0.369	-0.377
金融機関							1	-0.653
その他								1

表 6 相関行列 (1999 年)

	q	負債	MB	役員	外国人	個人	金融機関	その他
q	1	0.127	-0.107	-0.034	0.287	-0.154	0.113	-0.050
負債		1	0.167	-0.096	-0.186	0.187	-0.188	0.088
MB			1	0.001	-0.181	0.230	-0.287	0.126
役員				1	-0.081	0.281	-0.053	-0.039
外国人					1	-0.382	0.308	-0.299
個人						1	-0.407	-0.175
金融機関							1	-0.662
その他								1

2-3 推計結果 (1) : 1989 年および 1999 年

推計結果は表 7 にまとめてある。これから分かるとおり、全体として良好であり全ての説明変数は統計的に十分有意であり、また説明式全体としての当てはまりも良好である。この結果から次の点を指摘できる。

表 7 推計結果 (1) : 1989 年および 1999 年

	1989 年	1999 年
負債比率	0.05620 *** (77.57)	0.00991 *** (83.81)
メインバンク	-4.35247 *** (-31.15)	-0.64923 *** (-33.07)
役員持株比率	-0.02989 *** (-14.82)	0.00420 *** (83.81)
外国人持株比率	0.07965 *** (24.32)	0.02829 *** (45.60)
個人持株比率	0.01697 *** (17.27)	-0.00704 *** (-104.77)
金融機関持株比率	-0.01918 *** (-32.79)	0.00155 *** (12.04)
その他法人持株比率	-0.01578 *** (-23.63)	0.00307 *** (20.43)
自由度調整済み R ²	0.9939	0.9983
標本数 (N)	501	499

(注)

- 被説明変数は、トービンの q 。
- 星印 ***, **, * は推計パラメータ値がそれぞれ 1%、5%、10% 水準で統計的に有意であることを示す。
() 内の値は t -統計量。以下の表も同じ。

- (1) 負債は、1989 年および 1999 年の両年において予想通り安定した規律付け機能を持っていた。
- (2) 企業がメインバンクを保有することは、企業のパフォーマンスに対して両年とも負の効果を持っていた。このことは、メインバンクによる企業監視効果ないし規律付け効果は、仮に存在していたとしてもすでに 1998 年時点で消失していたことを示唆している。この結果は、メインバンクの規律付け効果に関して近年みられる多くの研究結果（例えば広田 1996、Weinstein and Yafeh 1998）と整合的である。この結果はまた、1980 年代後半の資産価格バブルの原因の一つが銀行自身のコーポレート・ガバナンス空白化にあった可能性を示唆するものと解釈できるかもしれない。
- (3) 外国人による株式保有は、企業パフォーマンス（企業行動規律付け）に対して一貫して正の効果を持っていた。これは、外国人投資家（とりわけ機関投資家）が株式を保有する場合、通常はまず何よりも高い投資利益率を指向するうえ、株式保有企業に対して“voice”（株主としての発言権）によって企業を規律付ける場合もあることによるものである。

上記の変数は、いずれも両年とも同じパラメータ符号となったが、それら以外の四つの説明変数は、その影響力の性格がこの両年間で統計的に有意な変化（パラメータの符号逆転）をみた。それらに関しては、それぞれ次のような解釈および変化の要因を指摘できよう。

- (4) 役員による自社株式保有は、企業パフォーマンスに対して 1989 年には負の効果をもっていたが、1999 年には正の効果へと逆転した（ただしそのパラメータ値は極めて小さいものととどまる）。1989 年に負の効果が観察されたのは、おそらく株主としての役員がモラルハザードを引き起こしていたことによるものと推測される。一方、1999 年にそれが正の効果に転じたのは、1990 年代に入ると企業経営に関する諸問題に対して役員（取締役）を相手とする株主訴訟が次第に増大してきたため、役員の責任が次第に明確化し、自社株式を保有する役員が企業経営を監視をするインセンティブが高まったことによるものと考えられる。
- (5) 金融機関による株式保有および企業間での株式保有も、役員による自社株式保有の場合の同様、企業パフォーマンスに対して 1989 年には負の効果をもっていたが 1999 年には正の効果へと逆転した。この結果は解釈が困難といわざるを得ない。なぜなら、各種の理論的分析によれば、大口株式保有（金融機関による株式保有や企業間株式保有ではこれが比較的多いと考えられる）の効果は一方向であるとはいえない（パラメータの符号の正負は特定できない）とされるからである（上記の西崎・倉澤 2002）。ただ、ここでの計測結果は、大口株式保有は近年では正の効果を持つことを示唆している。
- (6) 個人持株比率は、上記三つのケース（1、2、3）とは正反対に、その符号が 1989 年の正から 1999 年の負へと変化した。1989 年に正の効果を持ったのは、この時点での個人の株式保有は比較的小数の個人に集中保有され、その結果、企業規律付け効果があったとの解釈が可能かもしれない。一方、1999 年になると効果が負に転じたのは、この時期にはより多数の個人株主に分散されて保有されるようになったことによるとの解釈ができよう。なぜなら、小口の個人株主は、わざわざ時間や労力をかけて当該企業の経営を監視するよりも、むしろその他のタイプ

の株主による規律付け行動に「ただ乗り」する行動をする（その方がある意味で合理的である）と考えられるからである。

上記の結果を全体としてみると、株主による企業規律付け効果は、個人による小口株式保有の場合をのぞけば、近年強まっていることが示唆されていると結論できよう。

2-4 推計結果（2）：企業類型別推計

上記2-3の推計は、企業の保有構造と企業パフォーマンス（規律づけの効果）の関係を明らかにするものであったが、それは全サンプル企業の平均的な姿を示すものである。そうした関係を企業別にやや詳しくみた場合、果たしてその関係がどの程度頑健なものとなっているのであろうか。

こうした視点にたち、以下では、全サンプル企業を収益率の高い企業とそうでない企業に二分し、それぞれの企業群について同様の推計を実施した。具体的には、2-3で用いたサンプル（1989年は501社、1999年は499社）のうちROE（自己資本利益率）¹⁷⁾が比較的高い上位100社（高収益企業）と、それ以外の下位400社（低収益企業）に分け、同様のクロスセクション分析により1989年および1999年のそれぞれについて推計を行った。その結果は、表8（1）（1989年）、および表8（2）（1999年）に示してある。各説明変数のパラメータは、全体推計の場合に比べて統計的有意性が幾分低下（ないし喪失）したケースもあるが、この2つの表から次の点を指摘できる。

- （1）1989年においては、負債による規律付け効果（パラメータが正で有意）、メインバンク関係の負の効果、外国人持株の正の効果は、高収益企業、低収益企業を問わず共通に観察される。また1999年においても、これら3変数は全く同様の効果を持った。したがって、これら3変数の効果は時期を問わず頑健である。
- （2）1999年における高収益企業は、メインバンク関係が比較的大きな負の効果を示すものの、外国人持ち株比率、金融機関持ち株比率といった大口株主（その他法人持ち株比率を除く）による規律付け効果が比較的大きく作用しており（これらのパラメータ値は低収益企業のそれよりも大きい）、その結果、高収益を実現していると理解できる。またその傾向は1989年よりも1999年の方が概して明確になっており、資本市場による規律付けが収益性を上昇させたことを示唆している。
- （3）株式持合の影響を直接示す変数はここには含まれていないが、それに関連する変数（その他法人持ち株比率、金融機関持ち株比率）の推計結果（負ないし有意性の低さなど）を全体としてみると、株式持合は高収益企業、低収益企業のいずれに対しても規律付け効果を乏しくしている可能性が大きいと推測できる。

以上の結果は、全体としてみると前記2-3の結果をやや異なった面から補強するものと理解できよう。

17) 当期純利益を株主資本で割ったもの。「株主から預った資金をいかに効率的に活用して利益を生み出したか」を表す指標といえる。

表8 推計結果(2):高収益企業と低収益企業の対比:1989年および1999年

(1) 1989年

	高収益企業(100社)	低収益企業(401社)
負債比率	0.03287 *** (12.11)	0.05354 *** (92.42)
メインバンク	-6.61257 *** (-6.19)	-3.93783 *** (-25.28)
役員持株比率	-0.05104 *** (-3.59)	0.02180 *** (17.14)
外国人持株比率	0.06710 *** (7.34)	0.10230 *** (26.82)
個人持株比率	0.03804 *** (11.09)	-0.01166 *** (-19.85)
金融機関持株比率	-0.00501 * (-1.92)	-0.00813 *** (-17.32)
その他法人持株比率	-0.00549 (-1.56)	-0.01963 *** (-27.57)
自由度調整済み R ²	0.9999	0.9979
標本数(N)	100	401

(2) 1999年

	高収益企業(99社)	低収益企業(400社)
負債比率	0.00887 *** (9.11)	0.00850 *** (56.12)
メインバンク	-1.36611 *** (-4.10)	-0.34796 *** (-6.73)
役員持株比率	0.00130 * (1.04)	-0.00128 *** (-15.85)
外国人持株比率	0.01127 *** (6.01)	0.00674 *** (5.63E+00)
個人持株比率	-0.00425 *** (-3.12)	-0.00278 *** (-12.97)
金融機関持株比率	0.01322 *** (16.24)	0.00060 ** (2.25)
その他法人持株比率	5.55E-05 (0.35)	0.00115 *** (11.05)
自由度調整済み R ²	0.9990	0.9979
標本数(N)	99	400

3 株式保有構造の大きな特徴としての株式持合

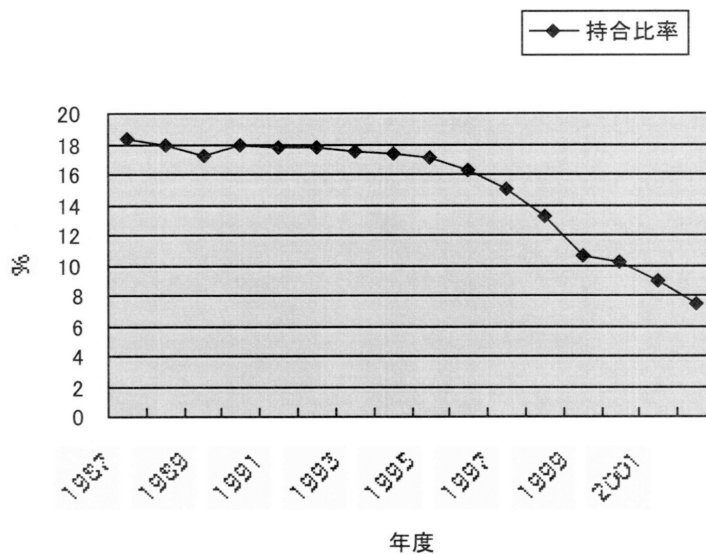
発達した資本市場の下では、企業の所有者としての株主が（“voice”あるいは“exit”によって）企業行動を規律づける。しかし、企業の発行する株式が株式会社間で相互に保有されている場合、すなわち株式持合（cross shareholding）の状況下では、事情は大いに異なってくる。本節では、日本企業の規律付けのあり方を大きく規定している株式持合につき、その意義や最近の動向を概観するとともに、それに变化をもたらす（あるいは株式持合を維持させる）要因がどのようなものかについての実証分析を提示する。

なお、株式持合が発生した歴史的経緯、株式持合の機能、近年における持合解消の理由とその含意など、株式持合に関する多くの側面は、岡部（2002a）、および Okabe (2002) で詳細に論じたのでそれらを参照されたい。

3-1 近年における株式持合の動向

日本の上場企業は、取引先（銀行、保険会社、下請業者、顧客企業、商社）や系列企業との間で幅広く株式を持ち合っている。統計カバレッジが大きくデータに継続性のあるニッセイ基礎研究所（2002）の「株式持合状況調査」¹⁸⁾を用いてこれをみれば、次の特徴を指摘できる。

図2 市場全体の株式持合比率



（資料）ニッセイ基礎研究所（2002）をもとに作成。

第1に、調査対象企業の85%にあたる2281社で株式持合が確認されており（2002年度）、日本においてはそれが広範に見られることである。第2に、1990年以降はそれが低下傾向にあり、とく

18) 同様の調査は伊藤（2004）でも行われている。

に 1995 年以降は持合解消傾向が一層顕著になってきていることである（図 2）。すなわち、株式の持合比率（市場の時価総額 237 兆円に対する持合株式額の割合）は、1987 年の 18.4% から 2002 年度の 7.4% へと大幅に低下している。

3-2 株式持合の 4 形態

一口に株式持合といっても、それがどのような経済主体の間においてなのかによってその含意は大きく異なってくる。株式持合は、大別すれば次の 4 つの形態に区分して考えるのが適当である（岡部 2002a）。

図 3 株式持合いのモデル：4 つの形態

		株式保有主体	
		金融機関	非金融企業
株式発行 主体	金融機関	A	C
	非金融企業	B	D

（資料）岡部（2002a）。

- （1）株式保有主体が金融機関であり、それ（金融機関）が他の金融機関によって発行された株式を保有する場合（ケース A）。
- （2）株式保有主体は金融機関であるが、それが非金融企業（事業会社）の株式を保有する場合（ケース B）。
- （3）株式保有主体が非金融企業（事業会社）であり、それが金融機関の株式を保有する場合（ケース C）。
- （4）株式保有主体が非金融企業（事業会社）であり、それが非金融企業（事業会社）の株式を保有する場合（ケース D）。

これら 4 つそれぞれの意義や動向は別途論じた（岡部 2002a、Okabe 2002）ので、ここでは、ケース C だけを取り上げることにする。なぜなら、ケース C（事業会社が取引先金融機関の株式を持つ形態をとった株式持合）は、近年特に大きく減少しており、また以下の実証分析でもそれに焦点を当てるからである。

3-3 事業会社による金融機関株式持合を解消させる要因

事業会社による銀行株式持合は近年解消傾向が著しい。その要因としては、次の点を指摘できる。第一に、事業会社では、資金調達をする場合、資本市場調達の規制緩和（1996年の社債適債基準ならびに財務制限条項の撤廃）、海外調達の容易化、資金需要水準の低下、などの事情から銀行借入への依存度を低下させメインバンク関係を維持する必要性が薄れたことである。このため事業会社は、銀行株式をその他の株式に先んじて売却する行動に出たと考えられる。

第二に、銀行株の投資収益率が低下する一方、保有リスクも上昇したこと（つまり投資資産としての劣化）である¹⁹⁾。すなわち1995年半ば以降、一部金融機関の経営破綻などを背景に銀行株が大きく下落し、このため銀行株の投資収益率が低下した。一方、銀行経営の脆弱性も露呈した（海外資金調達に際するジャパンプレミアムの発生と拡大、格付け機関による格下げなど）ため、銀行株は保有リスクも上昇した。この結果、これまで銀行株の安定保有を続けてきた事業会社は、戦後初めてそれを大量に売却することとなった。

第三に、1999年から始まった連結財務諸表制度や時価会計の導入により、金融機関株式の保有が企業経営のうえで大きな負担になることを浮かび上がらせ、その結果、企業に保有銀行株の処分を強く迫るものであったことである。

以上要すれば、資本市場の環境が変化する中で、事業会社が銀行株式を保有することの意味が変化する一方、事業会社自身もROEを重視した経営、透明性の高い経営を行うことが合理的な選択となり、その結果として銀行株式の売却が嵩んだ、と考えられる。

4 株式持合を規定する諸要因：実証分析

以上の理解を踏まえ、以下では株式持合の要因について実証分析を行う。

4-1 先行研究のサーベイ

株式持合の要因分析を理論的・定性的に扱った研究は、橘木・長久保（1997）、シェアード（1993）など幾つかみられる。一方、それを計量経済学的に扱ったものは少ない。ここでは、そうした数少ない先行研究を概観しよう（表9を参照）。

先行研究（1）：小佐野・堀（2002）

ここでは、1990年代の社債発行自由化以降の期間につき、メインバンクと企業との資金調達関係、および株式持合の決定要因の分析がなされている。具体的には伝統的銀行借入、社債発行引受け、株式持合の3つに関して推計が行われており、その結果、相対的に成長率が低く、財務状況が良好でな

19) この点および以下の点は宮島・黒木（2003）による。

表 9 企業による銀行株式保有ないし売却の動機に関する先行研究

	被説明変数	説明変数	対象	推計期間	分析手法
小佐野 堀 (2002)	メインバンクもしくは 融資関係にある 銀行の持ち株比率	・ 企業の成長可能性 (トービンの q) ・ 信用格付け指標 (利払い能力) ・ 売上高 ・ 負債比率 ・ メインバンク自己資本比率	東証一部、二部上場 企業のうち機械、電気 機器、鉄鋼に属する 企業	1999 年	OLS Logit
宮島 黒木 (2002)	事業法人が保有銀行株 を売却するか継続保有 するかの選択	・ 経営者のエントレンチメント (企業の 株式時価総額、外国人などによる 株式保有比率など) ・ 銀行との関係密度を表す変数 (銀行 部門による株式保有比率など) ・ 資本市場の圧力 (企業が期初に格付 を取得している場合に 1 をとるダミー 変数など) ・ 企業の保有銀行株売却の必要度 (企 業が保有する銀行部門株式が総資 産時価に占める割合など)	東証一部上場の事業 法人 (金融・その他 金融を除く)	1995 年 ～ 2001 年	Logit
宮島 黒木 (2003)	事業法人が保有銀行株 を売却するか継続保有 するかの選択	・ 保有銀行株の売却必要度 (事業法人 のインスタントカバレッジレシオが 1.5 を 下回る場合 1 をとるダミー変数など) ・ 保有対象となる銀行の健全性格差 (Moody's 銀行財務格付が D 以下の 場合 1 をとるダミー変数) ・ 資本市場からの圧力 (事業法人の 長期格付が BBB 格～BBB 格までの 場合に 1 を与えるダミー変数など) ・ 経営者のエントレンチメント (事業法人 の株式時価総額対数値など)	東証一部上場の事業 法人 (金融・その他 金融を除く)	1995 年 ～ 2001 年	Logit
本研究	メインバンクもしくは 融資関係にある 銀行の持ち株比率	・ 株式市場の圧力 (外国人・投信による 株式保有比率) ・ 企業のタイプ (売上高、利払い能力) ・ 取引先との関係 (融資第一順位金融 機関による融資額)	東証一部、二部上場 企業のうち機械、電気 機器、鉄鋼に属する 企業	1995 年 ～ 1999 年	OLS

い企業がメインバンクとの関係を維持する傾向があること、また将来の成長可能性が低い企業 (トービンの q が低い企業) ほど持合比率が高いこと、などが報告されている。

先行研究 (2) : 宮島・黒木 (2002)

ここでは、金融機関と事業法人の間の株式保有関係の変化を双方の主体的選択の問題として取り扱うことによって、株式保有の決定要因を分析している。実証分析の結果、①事業法人が銀行株を売却

20) 所有と経営が分離した企業では、経営者の意思決定基準が株主利益最大化と異なる傾向を示す。例えば大企業における専門的経営者 (株主のエージェント) は、自己の利益や従業員の利益を重要視するあまり、株主 (プリンシパル) の利益を犠牲にすることがある。経営者のこうした機会主義的行動を規律づけるため、株主は様々なコーポレート・ガバナンス手段を用いる。これに対して経営者は、それに対する抵抗力を強めようとする。こうした経営者の抵抗力、あるいは経営権の強固さがエントレンチメント (entrenchment、ざんごう構築作業) と称される (砂川 2002)。

する場合には、経営者のエントレンチメント²⁰⁾、銀行との長期的な関係、資本市場の圧力、が統計的に有意な決定要因であること、②期待収益の低い企業ではとくに銀行との長期的な関係を考慮する傾向があること、③他方、銀行が事業法人の株式売却を決定する場合には、株式保有関係および融資取引関係が強く影響すること、などが確認されている。そして、これらの結果は、銀行と企業の間で双方の合理的な選択の結果として持合い関係が維持されることを示唆する（つまり市場の圧力が働かない一部の企業では従来型の企業統治構造が均衡として継続される一方、それによって銀行のポートフォリオがシステムティックに劣化している可能性がある）、と述べている。

先行研究（3）：宮島・黒木（2003）

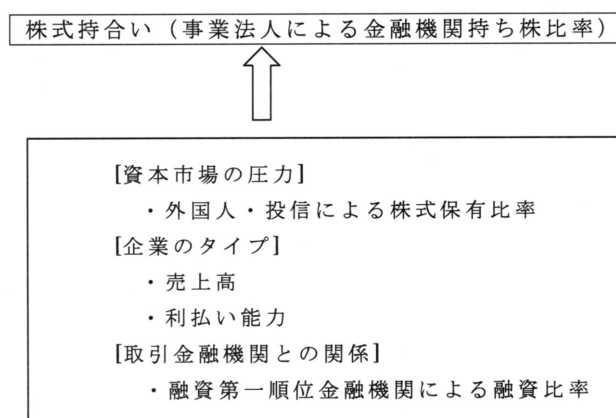
ここでは上記の分析（宮島・黒木 2002）をさらに拡張し、近年の持合解消の決定要因をより詳細に扱っている。すなわち、事業法人と銀行における固有の関係を明示的に捉えるとともに、持合解消が大きく進展した 2002 年度まで延長したデータセットを用いることによって、銀行の財務状況が株式売却に与える影響、相互関係解消の時間的前後関係、株式売却に際するメインバンク関係の影響、などを分析している。

その結果、①事業法人の銀行株売却は、それを促進する要因（財務面からの売却必要性、市場圧力、銀行株式のリスク上昇）と、それを抑制する要因（銀行との長期的関係に対する配慮、経営者のエントレンチメント）の合成によるものと理解できること、②他方、銀行の事業法人株売却では、銀行自身の財務の健全性改善、株式保有リスクの圧縮、が強く意識されたこと、③持合解消は双方の合意（協調的な解消）を基本としていたが、事業法人の中には銀行株売却を先行させる場合があるため、それが持合解消を加速させた可能性があること、④メインバンク関係がある場合、銀行は、信用リスクが高く売却する方が合理的な顧客会社株式であっても保有継続する傾向が強いこと、などを結論として述べている。

4-2 推計式と利用データ

本稿の実証分析では、説明変数は小佐野・堀（2002）に基づく一方、被説明変数は小佐野・堀（2002）、宮島・黒木（2002）の両者を参考にして決定した。また本稿独自の変数として、取引先金融機関（具体的には融資第一順位金融機関）による融資額を説明変数に加えた。分析の流れを図示すると図 4 の通りである。

図4 本研究における分析の考え方



推計式

推計式は下記のとおりである。すなわち株式持合の決定要因として、資本市場からくる圧力の強さ、企業のタイプ（企業規模および財務状況）、取引先金融機関との関係の緊密さ、の3要因を考慮する。そしてその仮説をパネルデータを用いた回帰式の計測によって実証的に分析する。

$$MOTIAI = \alpha_1 + \alpha_2 FOREIGN + \alpha_3 SALES + \alpha_4 ICR + \alpha_5 FINANCE + \epsilon$$

MOTIAI：株式持合い（事業法人による金融機関持ち株比率）

「メインバンクもしくは融資関係のある金融機関」の持ち株比率。²¹⁾

FOREIGN：外国人・投信による株式保有比率

SALES：売上高

ICR：利払い能力（interest coverage ratio）

＝ 事業利益（営業利益＋受取利息・割引料・有価証券利息＋
受取配当金）÷ 支払い利息・割引料

推計対象企業122社のうち、いずれかの格付け機関から格付けを取得している企業はわずかであるので、小佐野・堀（2002）に従い「利払い能力」を信用格付け指標の代理変数として用いる。この値が高いほど企業の元本支払い能力は高いことを意味する。

FINANCE：融資第一順位金融機関持ち株比率

＝ 融資第一順位金融機関による融資額 ÷ 負債

21) ほとんどの企業はメインバンクに自社の株式を保有してもらっている。またメインバンクに限らず融資関係のある複数の金融機関に株式を保有してもらっていることも確認されている（小佐野・堀 2002）。もちろん厳密に株式持合の関係を分析するためには、メインバンクや融資関係のある銀行が株式を保有している状況を検討すべきであるが、データの制約上、ここではこの比率を株式持合の代理変数とする。

表 10 予想される符号条件

変数	予想される 符号条件	先行研究
外国人・投信持ち株比率	- (?)	宮島・黒木 (2002)
売上高	-	小佐野・堀 (2002)
利払い能力	-	小佐野・堀 (2002)
融資比率	+	なし

上記の推計式は、株式持合の決定要因を、資本市場からくる圧力の強さ（外国人・投信による持ち株比率）、企業のタイプ（売上高、利払い能力）、取引先との関係の緊密さ（融資第一順位金融機関による融資比率）で説明しようとするものである。

予想される符号条件は表 10 の通りである。すなわち、外国人・年金信託・投資信託による株式保有比率は、株式持合にマイナスに作用すると一応想定できる（宮島・黒木 2002）。しかし、先行研究（宮島・黒木 2002）では、その統計的有意性は充分ではない。むしろ逆に、外国人投資家や機関投資家は経営に積極的に介入するケースが多いため、それらによる持株比率は、外部の株主から経営が乗取られる潜在的な可能性の程度を示すと考えるのがより妥当ではなかろうか。従って、その比率が大きければ、企業は乗取りを回避すべく取引先銀行の株式の保有を継続する傾向が強くなることになる（予想される符号は正）。

また売上高、利払い能力は、共に負になることが予想される。なぜなら、売上高が小さい企業、あるいは利払い能力が低い企業では、たとえ借入れ金利が高くても銀行借入を選択して流動性制約に陥る可能性を少なくしようとする傾向があると考えられるからである。ちなみに、小佐野・堀（2002）による実証分析ではこの仮説が支持されている。

一方、融資比率の符号は正になることが予想される。これは、企業が銀行との間で長期継続的な取引を行っている度合いが強い（融資比率が高い）ほど、たとえ銀行株式を保有するリスクが上昇したとしても、その保有を継続する傾向が強い、という仮説に基づいている。

利用データと基礎統計量

分析対象は、全国株式市場一部及び二部に上場している企業のうち、「機械」、「電気」、「鉄鋼」の 3 業種に属する企業である²²⁾。毎年度 3 月末が決算期となる企業のデータを用い、分析期間中に合併などの不連続があった銘柄、必要データが一部欠落している銘柄は除いた。その結果、考察の対象となる企業数は 122 社²³⁾であった。推計期間は、株式持合い解消が活発化した 1995 年から 1999 年（最

22) これら 3 業種は日本における主要産業であること、また小佐野・堀（2002）でもこれらが分析対象とされていたこと、から本稿でもこの 3 業種に絞った。

23) 1999 年度の外国人・投信持ち株比率、融資第一順位銀行融資額は、藤井（2003）で使ったデータセットと同じものを使用した。

表 11 基礎統計量（1995 年から 1999 年）

	平均値	中央値	最大値	最小値	全サンプ ル数	単年度サ ンプル数
持合比率	4.1	4.6	6.8	0.7	610	122
外国人等持株比率	10.3	7.9	50.9	0.2	610	122
売上高	191712	61932	4075656	5342	610	122
利払い能力	10.7	3.6	989.5	-59.6	610	122
融資比率	7.3	6.1	65.0	0.002	610	122

（注）すべての変数につき全 5 カ年のデータがそろっている企業のパネルデータを利用した。

表 12 株式持合要因についての推計結果（1995 年から 1999 年）

説明変数	パラメター
外国人・投信持ち株比率	0.014 *** (8.74)
売上高	-2.78×10 ⁻⁷ *** (-11.19)
利払い能力	-0.00067 *** (-3.67)
融資比率	0.018 *** (9.52)
自由度調整済み R ²	0.996
標本数 (N)	610

新) までの 5 ヶ年である。各企業の財務データ、株価データの出所は日経 NEEDS である。また、各企業の融資第一順位銀行融資額、及びその持ち株数は東洋経済新報社『企業系列総覧』で調べた。以上のデータをベースにパネル分析を行った。データの基礎統計量は表 11 のとおり。

4-3 推計結果

推計結果は表 12 のとおりであり、良好である（モデルの説明力は高い）といえる。すなわち、推計パラメターは、外国人・投信持ち株比率は予想どおり正、そして売上高、利払い能力は、ともに予想どおり負が得られており、いずれの値の統計的有意性も十分である。そして、融資第一順位金融機関による融資比率も予想どおりの符号（正）であり、またその値も 1%水準で統計的に有意である。

以上の結果は次のように解釈できよう。まず、外国人投資家・機関投資家の持ち株比率が高い場合、それは経営乗取りの可能性を高めるので、企業は取引先銀行の株式を保有する傾向があることを示す。

次に、企業のタイプを表す売上高、利払い能力が共に負となっているのは、規模が小さく、財務状況が良好でない企業の場合、株式持合いを維持する傾向があることを表している。つまり、このような性格を持つ企業の経営者は、取引先金融機関との長期的な関係を重視するため、株式持合をする程度が強い。逆に、売上高が大きく、財務状況が健全な企業は、資金面で銀行に依存する度合いが小さいうえ、敵対的買収の可能性も低いために株式持合を解消する傾向にあることを示唆している。

取引先金融機関との関係の程度を表す融資比率（融資第一順位金融機関による融資比率）が正の係数になったことは、金融機関からの融資額が多く、金融機関と密接な関係を持っている企業ほど持合い傾向が強いことを意味する。

以上を総括すると、売上高の観点からみた中小企業、業績不振企業、あるいは従来から取引先金融機関と密接な関係を維持している企業（強いメインバンク関係を維持している企業）では、いずれも株式持合を解消する傾向が比較的乏しいことを意味している。換言すれば、これらの企業は資本市場による規律付けから距離を隔てた存在になっており、企業経営効率化の観点からいえば、一種の悪循環（あるいは望ましくない均衡状態）に陥っていることを示すものであるといえるかもしれない。これら企業への対応は、日本経済の再生ないし効率化にとって課題であるといえよう。

5 結語

以上の実証分析の結果は「はじめに」においてすでに要約してあるので、ここでは繰返さない。むしろ、それらから導かれる政策的含意を幾つか記しておきたい。まず、従来の日本型コーポレート・ガバナンスの下では株主価値が軽視されたため、その影響が深刻であることが明らかになった（それは資本市場における低評価を通じて企業の資金調達コスト上昇、ひいては企業投資や雇用の不安定性として跳ね返る）。このため、資本市場の機能を一層充実させてゆくことが引続き大きな課題である。そのためには、不透明感の強い日本の会計制度の改善（国際会計基準への適合と比較可能性の高い財務情報の開示等）、機関投資家（年金基金等）による企業経営への関与強化のための制度整備、企業ガバナンス方式の多様化（商法改正により 2003 年 4 月から「委員会等設置会社」形態の選択も可能となった）の実効性確保、などが必要である。

一方、分析面では、1989 年から 1999 年を一括して扱うのではなく、その間の推移を推計する必要があること、業種別にも分析する必要があること、株式持合の規律付けへの影響を明示的に分析すること、など今後の課題は数多い。ただ、ここでは本稿で行った分析手法につき、その限界をより一般的な視点から指摘しておきたい。

確かに、統計分析によって経済現象を理解することはきわめて説得的な行き方であり、この点には議論の余地がない。ただ、それを実り多いものにするには、二つの点に十分留意しておく必要がある。

第一に、二つのことからの「相関関係（correlation）」と「因果関係（causality）」は同一のことではないのでそれを区別しなければならないことである。例えば本稿では、外国人投資家による持株比率が高ければ、それはより良好な企業パフォーマンス（より高い q 値）をもたらす、という議論を行

った（確かに彼らは日本企業の株主としてその経営に“voice”をもって参画する面がある）。しかし、外国人投資家が日本企業の株式に投資をする場合には、通常、投資利益率 ROE を最優先する（長期継続的取引を行うために低い ROE の株式を保有するといったことはない）と考えられるので、ROE の高い企業ほど外国人持株比率が高くなる、という見方も十分に成り立つ。つまり「高い外国人持株比率→高い ROE」というよりもむしろ「高い ROE →高い外国人持株比率」という議論もありうる。このようにみると、本稿の分析はあくまで関連する事象の相関関係に関する実証分析にとどまっており、それらの間の因果関係の分析にまでは踏み込めていないことである。因果関係を主張できる分析（例えば Granger causality を用いた分析）が今後の課題といえよう。

第二に、計測式の統計的有意性（statistical significance）と経済的有意性（economic significance）は同一のことではないのでそれを区別しなければならないことである。計量分析の主要な手法である回帰方程式の計測においては、たいていの場合、パラメーター（推計係数）の符号とその統計的有意性のみで議論が集中しており、係数値の大きさや計測式の経済的意味に関する議論がないがしろにされている場合が多い（McCloskey and Ziliak, 1996）、という注目すべき批判がある²⁴。本稿では、単にパラメーターの符号とその統計的有意性だけでなく、場合によっては係数値の大きさも議論した。しかしそれを十分に行ったかどうか（例えば推計パラメーターをもとにした要因分解やシミュレーションまで行ったかどうか）には批判がありうる。この点は自戒するとともに、今後の課題としたい。

また、本稿で実証的に示した資本市場によるガバナンス（経営効率性）は、実は企業経営における優れたパフォーマンスにとって必要条件でも十分条件でもない、という興味深い主張も最近なされている。すなわち、新原（2003）によれば、収益性、安全性、成長性において優秀と評価される日本企業約 30 社の共通点は、企業の「形式」ではなく経営の中味であるとされる。果たして、それは企業ガバナンスの形態とどのように関係するのか、あるいはしないのか、また日本以外における優秀企業についてもそうした見方が妥当するのか、などもまた今後の検討課題といえよう。

24) 同論文によれば、1980 年代に *American Economic Review* 誌（経済学の分野でおそらく最も重要な専門誌）に掲載された回帰分析を含む全論文 182 編のうち実にその 70% の論文において統計的有意性と経済的有意性が区別されておらず、この点につき手厳しい批判を行っている。

参考文献

- 伊藤正晴（2004）「「持ち合い」時代の終焉—株式持ち合い構造と銀行保有株に関する実証と考察—」大和総研。＜<http://www3.keizaireport.com/melma.cfm/-/ReportID=17558/>>
- 大村敬一・増子信（2003）『日本企業のガバナンス改革：なぜ株主重視の経営が実現しないのか』日本経済新聞社。
- 岡部光明（1997）『コーポレート・ガバナンス：環境変化と日本企業』慶應義塾大学SFC研究所、総合政策学のフロンティア・シリーズ。
- 岡部光明（1999）『環境変化と日本の金融』日本評論社。
- 岡部光明（2002a）『株式持合と日本型経済システム』慶應義塾大学出版会。
- 岡部光明（2002b）「コーポレート・ガバナンスの研究動向：展望」慶應義塾大学湘南藤沢学会『SFCジャーナル』第1巻第1号。＜<http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/SFCJ09.pdf>>
- 岡部光明（2003a）「日本企業の資金調達とガバナンス」『経済セミナー』2月号。
- 岡部光明（2003b）「コーポレートガバナンスと金融システム」、岡部光明（編）『総合政策学の最先端Ⅰ：市場・リスク・持続可能性』慶應義塾大学出版会、2003年。
- 小佐野広・堀敬一（2002）「メインバンク・企業間資金調達関係と株式持ち合い」『証券アナリストジャーナル』12月号。
- 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』9月号。
- シェアード、ポール（1993）「日本の株式持合いと企業支配」大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』6月。
- 砂川伸幸（2002）「株式持合いと持合い解消：エントレンチメント・アプローチ」神戸大学 Discussion Paper Series。＜http://www.b.kobe-u.ac.jp/publications/dp/2002/2002_01.pdf>
- 橋本俊詔・長久保僚太郎（1997）「株式持合いと企業行動」大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』11月。＜http://www.mof.go.jp/f-review/fr43.htm#08_tachibanaki>
- 新原浩朗（2003）『日本の優秀企業研究』日本経済新聞社。
- 西崎健司・倉澤資成（2002）「株式保有厚生と企業価値—コーポレート・ガバナンスに関する一考察—」日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ2002-J-4。
- ニッセイ基礎研究所（2002）「株式持合い状況調査2002年度版」。＜<http://www.nli-research.co.jp/>>
- 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」『日本の資本市場』第11章、日本評論社。
- 深尾光洋（1999）『コーポレート・ガバナンス入門』筑摩書房。
- 藤井恵（2003）「日本企業の資金調達構造とコーポレート・ガバナンス」慶應義塾大学湘南藤沢学会、2003年度春学期研究プロジェクト優秀論文。＜<http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/>>
- 藤井恵・杉山貴昭（2004）「日本企業のガバナンス構造と企業パフォーマンス—株式持合および雇用

- 調整に関する実証研究」慶應義塾大学湘南藤沢学会、2003 年度秋学期研究プロジェクト優秀論文。＜ <http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/> ＞
- 宮島英昭・蟻川靖浩・齋藤直（2001）「日本型企業統治と「過剰」投資—石油ショック前後とバブル経済期の比較分析」財務省財務総合研究所『フィナンシャル・レビュー』12月号。
- 宮島英昭・黒木文明（2002）「株式持合い解消の計量分析—複数均衡とポートフォリオの劣化」『証券アナリストジャーナル』12月号。
- 宮島英昭・黒木文明（2003）「株式持合い解消の計量分析：Mark II」RIETI Discussion Paper Series 03-J-014。＜ <http://www.rieti.go.jp/publications/dp/03j014.pdf> ＞
- 米澤康博・佐々木隆文（2001）「コーポレート・ガバナンスと過剰投資問題」財務省財務総合研究所『フィナンシャル・レビュー』。
- Bolton, P., M. Becht, and A. Roell (2002) "Corporate governance and control, " NBER Working Paper, no. 9371, December. <<http://papers.nber.org/papers/W9371>>
- McCloskey, D. N., and S. T. Ziliak (1996) "The standard error of regression," Journal of Economic Perspectives 34 (1), pp.97-114.
- Okabe, M. (1992) "The Japanese Firm (1): Behavioral and Structural Characteristics," Working Paper 92-2, Centre for Japanese Economic Studies, Macquarie University, Sydney, September.
- Okabe, M. (2002) Cross Shareholdings in Japan: A New Unified Perspective of the Economic System, Edward Elgar Publishing, U. K.
- Weinstein, D. E. and Yafeh, Y. (1998) "On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan," Journal of Finance; 53(2), April, pp. 635-72.

既刊「総合政策学ワーキングペーパー」一覧*

番号	著者	論文タイトル	刊行年月
1	小島朋之 岡部光明	総合政策学とは何か	2003 年 11 月
2	Michio Umegaki	Human Security: Some Conceptual Issues for Policy Research	November 2003
3	藤井多希子 大江守之	東京圏郊外における高齢化と世代交代 —高齢者の安定居住に関する基礎的研究—	2003 年 11 月
4	森平爽一郎	イベントリスクに対するデリバティブズ契約	2003 年 11 月
5	香川敏幸 市川 顕	自然災害と地方政府のガバナンス ～ 1997 年オーデル川大洪水の事例～	2003 年 12 月
6	巖 網林 松崎 彩 嶋原美可子	地域エコシステムのマッピングとエコシステム サービスの評価 —地域環境ガバナンスのための GIS ツールの適用—	2003 年 12 月
7	早見 均 和気洋子 吉岡完治 小島朋之	瀋陽市康平県における CDM（クリーン・デベロ プメント・メカニズム）の可能性と実践：ヒュー マンセキュリティに向けた日中政策協調の試み	2003 年 12 月
8	白井早由里	欧州の通貨統合と金融・財政政策の収斂 —ヒューマンセキュリティと政策対応—	2003 年 12 月
9	岡部光明	金融市場の世界的統合と政策運営 —総合政策学の視点から—	2003 年 12 月
10	駒井正晶	PFI 事業の事業者選定における価格と質の評価方 法への総合政策学的接近	2003 年 12 月
11	小暮厚之	生命表とノンパラメトリック回帰分析 —我が国生保標準生命表における補整の考察—	2004 年 1 月
12	Lynn Thiesmeyer	Human Insecurity and Development Policy in Asia: Land, Food, Work and HIV in Rural Communities in Thailand	January 2004
13	中野 諭 鄭 雨宗 王 雪萍	北東アジアにおけるヒューマンセキュリティを めぐる多国間政策協調の試み：日中韓三国間の CDM プロジェクトの可能性	2004 年 1 月

* 各ワーキングペーパーは、当 COE プログラムのウェブサイトに掲載されており、そこから PDF 形式で全文ダウンロード可能である（但し一部の例外を除く）。ワーキングペーパー冊子版の入手を希望される場合は、電子メールで当プログラムに連絡されたい（coe2-sec@sfc.keio.ac.jp）。また当プログラムに様々なかたちで関係する研究者は、その研究成果を積極的に投稿されんことを期待する（原稿ファイルの送信先：coe2-wp@sfc.keio.ac.jp）。なお、論文の執筆ならびに投稿の要領は、当プログラムのウェブサイトに掲載されている。
当プログラムのウェブサイト <<http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/>>

14	吉岡完治 小島朋之 中野 諭 早見 均 桜本 光 和気洋子	瀋陽市康平県における植林活動の実践： ヒューマンセキュリティの日中政策協調	2004 年 2 月
15	Yoshika Sekine, Zhi-Ming YANG and Xue-Ping WANG	Air Quality Watch in Inland China for Human Security	February 2004
16	Patcharawalai Wongboonsin	Human Security and Transnational Migration: The Case in Thailand	February 2004
17	Mitsuaki Okabe	The Financial System and Corporate Governance in Japan	February 2004
18	Isao Yanagimachi	Chaebol Reform and Corporate Governance in Korea	February 2004
19	小川美香子 梅嶋真樹 國領二郎	コンシューマー・エンパワーメント技術 としての RFID —日本におけるその展開—	2004 年 2 月
20	林 幹人 國領二郎	オープンソース・ソフトウェアの開発メカニズム —基幹技術開示によるヒューマンセキュリティ—	2004 年 2 月
21	杉原 亨 國領二郎	学生能力を可視化させる新しい指標開発 —経過報告—	2004 年 2 月
22	秋山美紀	診療情報の電子化、情報共有と個人情報保護に ついての考察—ヒューマンセキュリティを実現 する制度設計に向けて—	2004 年 3 月
23	飯盛義徳	地域活性化におけるエージェントの役割 —B2B システムによる関係仲介とヒューマン セキュリティ—	2004 年 3 月
24	山本悠介 中野 諭 小島朋之 吉岡完治	太陽光発電のユーザーコストと CO ₂ 削減効果： 大学におけるヒューマンセキュリティへの具体的 取組みに向けて—	2004 年 3 月
25	Jae Edmonds	Implications of a Technology Strategy to Address Climate Change for the Evolution of Global Trade and Investment	March 2004
26	Bernd Meyerab Christian Lutza Marc Ingo Woltera	Economic Growth of the EU and Asia. A First Forecast with the Global Econometric Model GINFORS	March 2004
27	Wei Zhihong	Economic Development and Energy Issues in China	March 2004
28	Yoginder K. Alagh	Common Futures and Politics	March 2004

29	Guifen Pei, Sayuri Shirai	China's Financial Industry and Asset Management Companies—Problems and Challenges—	April 2004
30	Kinnosuke Yagi	Decentralization in Japan	April 2004
31	Sayuri Shirai	An Overview of the Growing Local Government Fiscal Problems in Japan	April 2004
32	Sayuri Shirai	The Role of the Local Allocation Tax and Reform Agenda in Japan—Implication to Developing Countries—	April 2004
33	山本 聡 白井早由里	経済安定の基盤としての地方自治体の財源問題 —地方交付税のフライペーパー効果とその実証分析—	2004 年 4 月
34	岡部光明 藤井 恵	日本企業のガバナンス構造と経営効率性 —実証研究—	2004 年 4 月
35	須子善彦 國領二郎 村井 純	知人関係を用いたプライバシー保護型マッチング システムの研究	2004 年 4 月
36	渡部厚志	「移動の村」での生活史：「人間の安全」としての 移動研究試論	2004 年 4 月
37	巖 網林	自然資本の運用による環境保全と社会発展のための フレームワークの構築—チンハイ・チベット高原を 事例として—	2004 年 4 月

投稿要領

2004 年 2 月 25 日改訂

1. (シリーズの目的) 当ワーキングペーパーシリーズは、文部科学省 21 世紀 COE プログラム「日本・アジアにおける総合政策学先導拠点—ヒューマンセキュリティの基盤的研究を通して」の趣旨に沿って行われた研究成果をタイミングよく一般に公開するとともに、それに対して幅広くコメントを求め、議論を深めていくことにあります。このため編集委員会は、同プログラム事業推進担当者 29 名（以下 COE 推進メンバーという。当 COE ウェブページに氏名を掲載）またはその共同研究者等（下記の 4 を参照）による積極的な投稿を期待しています。なお、当 COE の研究領域や研究内容等はウェブページ（本稿末尾）をご参照ください。

2. (集録論文の性格) シリーズに集録する論文は、原則として日本語、英語、または中国語で書かれた論文とします。集録対象は、単に未発表論文だけでなく、学会報告済み論文、投稿予定論文、研究の中間報告的な論文、当 COE 主催ワークショップ等における報告論文、シリーズの趣旨に合致する既発表論文（リプリント）など、幅広いものとします。集録論文のテーマは比較的広く設定しますが、上記趣旨に鑑み、原則として総合政策学ないしその方法論、あるいはヒューマンセキュリティに関連するものとします。このため、論文主題ないし副題、あるいは論文概要においてそれに関連する旨が何らかのかたちで記載されている方がより望ましいと考えます。

3. (投稿の方法) 投稿は、論文の文書ファイル（図表等が含まれる場合はそれらも含めて一つのファイルにしたもの）を電子メールによって下記にあてて送信してください。文書ファイルは、原則として MS-Word または LaTeX で書かれたものとします。後者による場合には、既刊ワーキングペーパーの様式に準じて作成していただき、そのまま印刷できる様式のもの（camera-ready manuscript）をご提出ください。なお、投稿の締切り期限は特に設けず、随時受け付けます。

4. (投稿資格) 当 COE 推進メンバーおよび慶應義塾大学湘南藤沢キャンパスの専任教員は直接投稿できるものとしますが、それ以外の共同研究者あるいは当 COE リサーチアシスタント等は必ず当 COE 推進メンバーを経由して投稿してください。この場合、経由者となる COE 推進メンバーは、論文の内容や形式等を十分に点検するとともに必要な修正を行い、責任が持てる論文にしたうえで提出してください。なお、投稿論文は共同研究者として修士課程学生や学部学生を含む共著論文であってもかまいません（ただし学部学生は第一著者にはなれません）。いずれの場合でも、投稿論文の著者（複数著者の場合はそのうち少なくとも 1 名）は博士課程在籍中の学生またはそれ以上の研究歴を持つ研究者（当 COE 推進メンバーおよび慶應義塾大学湘南藤沢キャンパスの専任教員はこれに含まれる）であることを条件とします。

5. (論文査読の有無) シリーズの趣旨に鑑み、一般の学術専門誌のような論文査読は行わず、できるだけ幅広く集録してゆく方針です。ただし、シリーズの趣旨に合致する論文とはいいがたいと編集委員会が判断する場合には、当該論文の採録を見送る場合があります。また編集委員会は、掲載するうえで必要な改訂（体裁その他の点）をお願いすることがあります。編集委員会が投稿原稿を受理した場合、通常 10 日以内に必要改訂の有無を執筆者に電子メールで直接ご連絡します。なお、集録が決定した場合、鮮明な印刷原紙作成のために図表等の原データ（たとえば Photoshop EPS など）の提出をお願いする場合があります。

6. (投稿料・原稿執筆料) 投稿料は不要です。一方、原稿執筆料は支払われません。集録論文の著者に

は当該ワーキングペーパーを原則として 20 部進呈いたします（それ以上の場合も相談に応じます）。

7. (著作権) ワーキングペーパーの著作権は、当該論文の執筆者に帰属します。

8. (公開方法) 本シリーズに含まれる論文は、編集委員会が統一的な様式に変換したうえで冊子体に印刷して公開します（既刊論文をご参照。なお提出原稿にカラー図表等が含まれていても構いませんが、それらは冊子印刷に際しては全てモノクロとなります）。またウェブ上においても、原則としてすべての論文を PDF ファイル形式でダウンロード可能な状態で掲載し、公開します。

9. (原稿執筆要領) 提出原稿の作成にあたっては、次の点に留意してください。

1) A4 版、横書き、各ページ 1 列組み（2 列組みは不可）。

2) 活字サイズは、日本語または中国語の場合 10.5 ～ 11 ポイント、英語の場合 11 ～ 12 ポイントとする。1 ページあたりの分量は、日本語または中国語の場合 1 ページ 40 字 30 行、英語の場合 1 ページ 30 行をそれぞれ目安とする。（これら 3 つの言語以外の言語による場合は適宜読み替える。以下同様。）

3) タイトルページ（1 枚目）には、論題、著者名、著者の所属と肩書き（大学院生の場合には修士課程在学中か博士課程在学中かを明記のこと）、著者の電子メールアドレスのほか、必要に応じて論文の性格（学会発表の経緯など）や謝辞を記載。「COE の研究成果である」といえる場合には必ずその旨を記載する。なお、日本語論文の場合は、論題（メインタイトルおよびサブタイトル）ならびに著者名の英語表示もページ下方に適宜記載する（当該論文には印刷しないが、英文ワーキングペーパー末尾に付ける既刊一覧表で必要となるため）。

4) その次のページ（2 枚目）には、論題、著者名、概要、キーワード（4 ～ 6 つ程度）を記載。概要は必須とし、一つのパラグラフで記載する。その長さは 7 ～ 12 行（日本語論文または中国語論文の場合は 250 字 ～ 400 字程度、英文論文の場合は 150 語程度）を目安とし、単に論文の構成を記述するのではなく分析手法や主な結論など内容面での要約も必ず記述する。なお、中国語論文の場合の概要は、中国語に加え、英語または日本語でも付けること。

5) 本文は、その次のページ（3 枚目）から始める。

6) タイトルページを第 1 ページとし、論文全体に通しページ（下方中央）を付ける。

7) 注は、論文全体として通し番号をつけ、該当ページの下方に記載する（論文の最後にまとめて記載するのではなく）。

8) 図と表は区別し、それぞれ必ずタイトルをつける。またそれぞれ通し番号をつける。それぞれの挿入箇所を明示する（図表自体は論文末尾に一括添付する）か、あるいは本文中に直接はめ込むか、いずれでもよい。

9) 引用文献は、本文の最後にまとめて記載する。その場合、日本語文献、外国語文献の順。日本語文献は「あいうえお」順、外国語文献は「アルファベット」順。

10) 文献リストには、引用した文献のみを記載し、引用しなかった文献は記載しない。

11) 論文の長さは、特に制約を設けないが、最も一般的な長さと考えられるもの（本文が 10 ～ 30 ページ程度）を目安とする。

10. (投稿要領の改訂) 投稿要領の最新時点のものは、随時、当 COE のウェブページに掲載します。

論文の投稿先： coe2-wp@sfc.keio.ac.jp

論文冊子の入手その他： coe2-sec@sfc.keio.ac.jp

論文の PDF 版 (COE ウェブページ)： <http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/>

ワーキングペーパーシリーズ編集委員： 岡部光明（編集幹事）、梅垣理郎、駒井正晶