

アメリカにおける企業部門の 株式保有比率の推定

日本では株式持ち合いの解消や純粹持株会社の解禁が報道されているが、アメリカでも機関投資家による企業経営への介入が注目されており、各国の株式保有のありかたは一つの転期を迎えている。この背景には、株式保有主体の投資行動が変化しつつあることが指摘されているが、このような行動の変化は各国の金融システムの変更を反映していると考えられる。

このため株式保有構造の研究は重要性を増しつつあるが、そのうち日米比較研究に着目してみるとアメリカの企業部門による株式保有状況についての連続的な統計が得られないことが大きなネックとなっていた。とりわけアメリカの証券取引委員会がこの値の推計を一九八〇年以降打ち切ったため、この問題は最近の比較研究上の深刻な障害となっていた。

しかし一九九〇年代に発表された (Prowse, 1991; Prowse, 1992; French & Poterba, 1991) アメリカの研究は、企業の支払および受取配当から企業の株式保有比率を推定する証券取引委員会によって採用されていた方法を踏襲しつつ、この値を推定したうえで日米比較を行っており、比較研究の障害を乗り越える方向を示唆した点で注目される。このため小稿では、彼らの方法を利用して、アメリカの企業部門の株式保有比率を長期的に推定してみよう。

表1 企業部門による株式保有比率の推定方法一覧

推定方法	資料出所
① (Tri, 1971)	F.F.A
TDS = 国内株式時価総額	I.R.S
ADR = 調整済み国内企業からの企業の配当受取額	
ADP = 調整済み企業の配当支払額	
DR = 国内企業からの企業の配当受取額	
DP = 企業の配当支払額	
DRFF = 保険会社および投資会社の配当受取額	
DPIN = 投資会社の配当支払額	
ADR = DR-DRIN	
ADP = DP-DPIN	
$TDS \times \frac{ADR}{ADP}$ = 株式の企業間保有額 (CSH)	
② この方法だと投資会社と保険会社だけが、金融機関とされる訳であるが銀行等も多少株式を保有している。このためDRINの代わりに金融企業の配当受取額 (DRFF)、DPINの代わりに金融企業の配当支払額 (DPFF)を用いて推定を行った。 ADR=DR-DRFF ADP=DP-DPFF	
③ またこの方法だと、データは1984年以降DPが得られない。(内国歳入庁によれば重要でないため発表されなくなった)。このため1985~90年については、次の方法でEDP (推定DP) を推定した。 PAT=税引き後利益 PPS=1株当たり利益 (S & P500種) I.R.S S & P DPS=1株当たり配当 (S & P500種) I.R.S S & P PAT=税引き前利益 (NI) - 各種税額 (TA) + 諸控除 (CR) $EDP = PAT \times \frac{DPS}{PPS}$	

(注) F.F.A.=Flow of Funds Accounts.
I.R.S.= Corporation Income Tax Returns
S & P=Standard & Poor's Analysts Handbook.

1 推定方法といくつかの修正

一九八〇年以降における企業による株式保有比率を推定するためのもっとも単純な方法は、上記の推定方法を延長することである (Tri, 1971)。しかしそれは、データの制約もあり必ずしも容易ではない。また一九八〇年代における規制緩和の影響を考慮する必要もあるうえ、データの発表自体が停止された統計もある。このため小稿では、次のように多少推定方法を変更した。その概要は、表一に示したとおりであるが、順次説明しておく。

第一に、上記の推定方法のうち投資会社および保険会社の配当受取額 (DRIN) の代わりに金融法人の配当受取額 (DRFF) を、投資会社および

保険会社の配当支払額 (DPIN) の代わりに金融法人の配当支払額 (DPFF) を用いた。これは「二」によれば金融法人として差し引かれる部分は、『法人税収統計 (Corporation Income Tax Returns)』では「投資会社および持ち株会社」と「保険」であったが、その後「銀行」および「銀行以外の信用機関」の受取および支払配当も時代の経過とともに重要性を増しており金融法人に含める必要が増大したためであった。しかも小稿で算出する予定の経済部門全体の株式保有構成比の資料となる『Flow of Funds Accounts』に採用されている経済部門別構成には銀行やその他の金融機関は独立した部門として取り扱われており、二重計算を避けるためにはこのような部門は差し引いておく必要があった。このため不動産業は、事業法人としての性格が強いにもかかわらず金融法人に分類される結果となるが、不動産業は一九八五年には金融法人の配当受取額の三・六%を占めるにすぎなかったためあえて金融法人に分類した⁽¹⁾。

第二に、一九八四年以降には統計の発表項目の変更により企業の配当支払額 (DP) が得られない。内国歳入庁に問い合わせたところこのデータは重要でないため以降発表を取りやめたそうである。このため一九八五年から一九九〇年については、以下の方法で推定配当支払額 (EDP) を推定した。

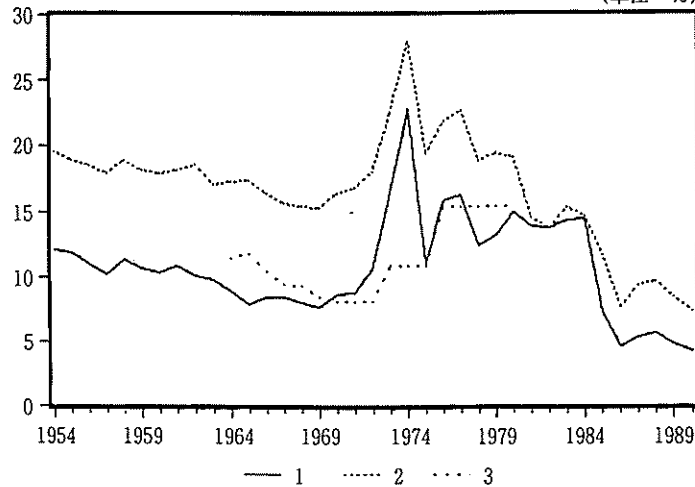
よく知られているように企業の配当性向 (dividend payout ratio, DPR) は、企業の税引き後利益に占める配当支払の比率であり、企業の配当政策を示す指標である。従って配当性向が与えられれば、税引き後利益から配当支払額 (DP) を推定できるはずである。ところで企業の配当性向は、S & P 500 種株価指数の採用銘柄については公表されているため、この値が『法人税収統計』対象企業のその値と等しいと仮定できれば、『法人税収統計』から税引き後利益を算出すれば配当支払額を推定できるはずである (Hackett, 1986, pp. 13-33)。そこでまず、『法人税収統計』によって、税引き前利益 (NI) から各種税額 (TA) を差し引き、それに諸税額

控除 (CR) を加えて、税引き後利益 (PAT) を算出した。次に S & P 500 種株価指数採用銘柄の一株あたり利益 (PPS) と一株あたり配当 (DPS) の比率 (DPR) を計算した。最後に、PAT に DPR を乗じたものを EDP と仮定した (Standard & Poors Corporation, 1992, p. 1)。

第三に、この推定は各部門の株式保有構成の変化を示すことが目的であるため国内株式時価総額 (TDS) に SEC の推計値ではなく『Flow of Funds Accounts』の株式時価総額を用いている。とはいえこの金額は、SEC の推計をかなり下回っている。例えば SEC の推計によれば、一九七〇年には上場株式、店頭株式および非公開株式を合計した株式時価総額 (TCS) は、一兆三七〇億ドルであり、これから投資会社株式、外国株式および企業間保有を差し引いた TDS は九、一三四億ドルであった (Tri, 1971, p. 44)。それに対し『Flow of Funds Accounts』の株式時価総額は九、〇六二億ドルであり、これから投資会社株式を差し引いた額は、八、五九四億ドルにすぎなかった。このような点からみて両者の数値には九四〇億ドルのひらきがあった (Board of Governors of the Federal Reserve System)。

しかしこのような基礎となる金額の水準に差があることは、回避できない困難ではない。というのは、『法人税収統計』の配当のデータによって企業による株式保有比率を推定し、この比率によって『Flow of Funds Accounts』の部門別株式保有比率を再構成すれば、推計された株式保有の水準はその構成比に影響することはないからである。また元来 SEC が推計しているデータは一九六四年から八〇年に限られているので、統計を延長するために SEC の推計値を利用することはできない。

図1 企業部門による株式保有比率の推定値 (単位 %)



(注) ・ 1 は本推計、2 は金融法人を差し引かない受取配当と支払配当の比率、3 はSEC推計。
 ・ 本推計の1985年から1990年は、S & P500種株価指数採用銘柄の配当性向による推計。
 (出所) 表2および Securities and Exchange Commission.

このような前提で推定された一九五四年から一九九〇年までの株式の企業間保有比率は、表2および図1に示されている。図1によつてSECの推計値と本推計値を比較してみると一九七三年および七四年に株式保有比率の突出が見られるが、その点をのぞくとSECの推計と類似したカーブを描いている。企業による株式保有比率は、一九五〇年代には一二%程度であったが、一九六〇年代には一〇%弱まで減少した。しかし一九七〇年代から八〇年代初頭には、再び一四%から二〇%までの高い水準に上昇しており、その後一九八〇年代には再び水準を低下させている。

もちろんこの値は、すでに見たように事業法人による株式の企業間保有の比率であり、持ち株会社および不動産会社の持ち株は除外されている。このためこの比率は、いわば最低限に見積もられた事業法人による株式の企業間保有の比率を示していると言えよう。そこで念のため、

表2 支払いおよび受取配当と企業による株式保有比率の推定値 (単位 百万ドル)

	① 支払配当	② (2) 金融部門 支払配当	③ ①-②	④ 受取配当	⑤ (2) 金融部門 受取配当	⑥ ④-⑤	⑦ ⑥/③
1954	11.913	2.049	9.864	2.332	1.142	1.190	0.1206
1955	13.592	2.276	11.316	2.572	1.238	1.334	0.1179
1956	14.498	2.547	11.951	2.688	1.378	1.310	0.1096
1957	14.914	2.750	12.164	2.681	1.444	1.237	0.1017
1958	14.951	2.819	12.132	2.829	1.458	1.371	0.1130
1959	16.242	3.283	12.959	2.948	1.567	1.381	0.1066
1960	17.193	3.446	13.747	3.084	1.667	1.417	0.1031
1961	18.038	3.618	14.420	3.276	1.707	1.569	0.1088
1962	19.565	3.778	15.787	3.645	2.060	1.585	0.1004
1963	21.105	4.080	17.025	3.592	1.943	1.649	0.0969
1964	23.305	4.424	18.881	4.022	2.350	1.672	0.0886
1965	25.997	5.730	20.267	4.521	2.918	1.603	0.0791
1966	27.033	5.451	21.582	4.435	2.625	1.810	0.0839
1967	28.239	5.852	22.387	4.420	2.531	1.889	0.0844
1968	31.563	7.016	24.547	4.856	2.902	1.954	0.0796
1969	32.951	7.768	25.183	5.031	3.097	1.934	0.0768
1970	32.013	6.954	25.059	5.238	3.078	2.160	0.0862
1971	32.593	7.054	25.539	5.500	3.268	2.232	0.0874
1972	36.040	7.473	28.567	6.501	3.450	3.051	0.1068
1973	41.829	8.104	33.725	9.442	3.886	5.556	0.1647
1974	49.281	8.661	40.620	13.792	4.529	9.263	0.2280
1975	45.224	8.730	36.494	8.818	4.788	4.030	0.1104
1976	54.644	9.590	45.054	11.969	4.825	7.144	0.1586
1977	61.537	11.604	49.933	13.932	5.796	8.136	0.1629
1978	70.294	13.600	56.694	13.321	6.309	7.012	0.1237
1979	86.614	18.294	68.320	16.825	7.792	9.033	0.1322
1980	97.379	24.692	72.687	18.655	7.803	10.852	0.1493
1981	120.295	41.998	78.297	17.442	6.642	10.800	0.1379
1982	132.478	46.505	85.973	18.156	6.398	11.758	0.1368
1983	128.299	41.592	86.707	19.607	7.261	12.346	0.1424
1984	144.872	51.315	93.557	21.185	7.711	13.474	0.1440
1985 ⁽¹⁾	91.010	23.996	67.014	16.967	7.769	9.198	0.1373
1986	109.605	47.698	61.907	15.156	7.631	7.525	0.1216
1987	103.735	30.556	73.179	13.864	7.145	6.719	0.0918
1988	116.878	27.289	89.589	15.165	7.604	7.561	0.0844
1989	130.442	45.507	84.935	15.480	8.212	7.268	0.0856
1990	140.598	45.830	94.768	13.413	7.109	6.304	0.0665

(出所) Corporation Income Tax Returns. Various issues
 (注) (1)1985~1990年の支払配当は、S & P500株価指数採用銘柄の配当性向による推定。
 (2)金融部門とは、「法人税収統計」の「銀行・保険・不動産業」。

金融法人を除かない法人部門全体の支払配当と受取配当によって計算した株式の企業間保有比率も図1に示しておこう。この値は、二重計算を含んだいわば株式の企業間保有比率の最大値を示すものであり、不動産会社と事業持ち株会社を事業法人に算入し、その他を金融法人とした場合には、その値は両者の間に定まるであろう。

とはいえ先の推定値に戻ろう。まず、一九七三年および七四年の高い比率は突出しており、何らかの説明が必要であろう。比率の突出は、支払配当に占める受取配当の比率が上昇したことを示している。そこで表二の原データを見ると、支払配当は暫増しているのに対し、受取配当は一九七三年には四五%、一九七四年には四六%も急増しており、受取配当の増加がこの比率上昇の原因であることがわかる。この原因については今後検討する必要があるが、この時期に優先株の発行が増加していることがこの原因であるとも指摘されている。

次に、一九八〇年代後半には企業の株式保有比率は急速に低下しており、このトレンドは特殊要因によるのではないかと考えられる。そこでこの値を、別の推計と比較してみよう。(Prowse, 1991, p. 50) は、アメリカの非金融企業は一九八八年に一四・一%の株式を保有していたと推定した。この値は、本推計の一九八八年の値である八・四四%を七・〇三%上回っている。(French = Poterba, 1991) は、一九八七年のアメリカの非金融企業は一四・一%の株式を保有していたと推計したが、この値は本推計の九・一八%を七・七七%上回っている。French = Peterbaの一九八七年の推計値とProwseの一九八八年の推計値は一致しているため両推計が正しいとすれば、本推計の値は株式保有比率をかなり低く示している可能性がある。ただし両推計の正確な方法は不明である。

もうひとつもProwseおよびFrench = Poterbaの推計にも疑問の余地もある。「法人税収統計」によれば表二に示されるように企業の受取配当は一九八四年をピークとして一九九〇年まで減少している。それに対し、商務省の統計による企業間配当を除外した純支払配当額は一九八五年から一九九〇年まで増大している (Department of Commerce, 1994, p. 560)。このため企業間配当の減少が純支払配当の増大を相殺しない限り、企業による株式保有比率は低下するはずである。

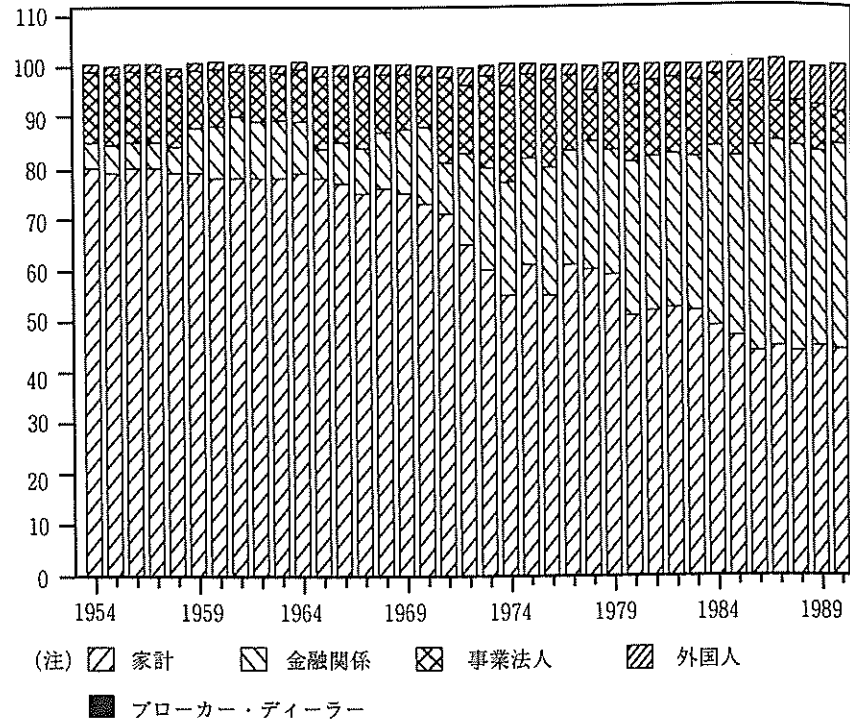
とはいえ本推計が企業による株式保有比率を低く示しているとすれば、次のような要因によると考えられる。本推計では一九八五年以降にはD Pが得られないためS & P五〇〇種株価指数採用銘柄の配当性向によって税引後利益からE D Pを推定した。上場企業の配当性向は高いとも考えられるため、全ての企業の配当性向はより低い可能性もある。このため実際のD Pはより小さな金額であり、従って受取配当が支払配当に占める比率もより高くなる可能性もある。

しかし、本推計がより正確であると考えられる理由もある。一九八六年税制改正により一九八六年以降内国法人からの受取配当所得控除が八五%から八〇%に縮小され、さらに一九八七年には七〇%に縮小された。このためこれ以降株式保有に伴う費用が増加したと考えられるため、一九八〇年代後半における企業の株式保有比率の低下はこれを反映している可能性がある (Pechman, 1987, p. 136; 本庄, 1987, pp. 192-193)。

3 調整済み株式保有構成比

最後に、このようにして得られた企業による株式保有比率を用いて、「Flow of Funds Accounts」から得られた株式保有構成を修正しておこう。このためには、企業による株式保有比率を控除した残余を「Flow of Funds Accounts」から得られた構成比に従って按分することが必要である。そこで企業部門の株式保有構成

図2 アメリカの調整済み大分類部門別株式保有構成比の推移
(単位 %)



金融機関は、表3中の商業銀行、貯蓄金融機関、生命保険会社、その他の保険会社、私的年金基金、州地方
政府年金基金、投資会社（オープンエンド型）、投資会社（クローズエンド型）および銀行個人信託の合計。
(出所) 表3。

比を含めた部門別株式保有構成比の推移を再構成してみると表3が得られる。これをさらに家計、事業法人、金融機関、外国人およびブローカー・ディーラーに分類して集計してみると図2となる。この図表からは、次のような歴史的变化が読み取れる。

第一に、一九五〇年代にはアメリカの株式は、約八割を家計によってそして約一割強を企業によって保有されていた。このため、金融機関による株式保有は一部に過ぎず、外人の保有比率もわずかであった。

またこの値が持ち株会社を除外していることも考慮されるべきである。当時アメリカは多くの独占企業や銀行持ち株会社も存在したはずであり、この

表3 調整済み部門別株式保有構成の推移

(単位 %)

	家計	外国人	商業銀行	貯蓄金融機関	生命保険会社	その他の保険会社	私的年金基金	州・地方 政府年金基金	投資会社 (オープン エンド型)	投資会社 (クローズ エンド型)	ブローカー および ディーラー	銀行個人 信託	事業法人	計
1954	80.1	1.80	0.00	0.17	1.13	1.53	1.09	0.04	1.84	0.00	0.24	0.00	12.06	100.00
1955	79.67	7.83	0.00	0.28	1.01	1.50	1.69	0.05	1.92	0.00	0.25	0.00	11.79	99.99
1956	80.38	1.84	0.00	0.27	0.93	1.48	1.87	0.05	2.08	0.00	0.19	0.00	10.96	100.05
1957	80.31	1.83	0.00	0.30	1.02	1.56	2.25	0.09	2.22	0.00	0.24	0.00	10.17	99.99
1958	79.22	1.77	0.00	0.29	0.87	1.42	2.47	0.09	2.48	0.00	0.11	0.00	11.30	100.02
1959	79.08	1.83	0.00	0.28	0.90	1.42	2.85	0.10	2.73	0.00	0.12	0.00	10.66	99.97
1960	78.63	1.85	0.00	0.26	1.00	1.49	3.28	0.12	2.94	0.00	0.10	0.00	10.31	99.98
1961	77.28	1.91	0.00	0.26	1.02	1.51	3.71	0.14	3.28	0.00	0.04	0.00	10.88	100.03
1962	77.29	1.92	0.00	0.28	1.17	1.60	4.07	0.19	3.40	0.00	0.05	0.00	10.04	100.01
1963	77.19	1.98	0.00	0.28	1.12	1.58	4.37	0.23	3.49	0.00	0.08	0.00	9.69	100.01
1964	77.11	1.99	0.00	0.29	1.14	1.64	4.79	0.29	3.68	0.00	0.13	0.00	8.86	99.92
1965	77.46	1.89	0.00	0.29	1.17	1.55	5.27	0.32	3.99	0.00	0.16	0.00	7.91	100.01
1966	76.47	1.78	0.00	0.28	1.25	1.56	5.59	0.39	4.09	0.00	0.18	0.00	8.39	99.98
1967	75.13	2.84	0.01	0.27	1.21	1.45	5.68	0.43	4.36	0.00	0.19	0.00	8.44	100.01
1968	75.66	2.77	0.01	0.22	1.24	1.37	5.77	0.54	4.33	0.00	0.14	0.00	7.96	100.01
1969	74.47	2.85	0.01	0.27	1.46	1.42	6.55	0.78	4.36	0.00	0.20	0.00	7.68	100.05
1970	72.49	2.89	0.01	0.30	1.64	1.41	7.14	1.08	4.22	0.00	0.21	0.00	8.62	100.01
1971	70.68	2.80	0.01	0.32	1.87	1.51	8.07	1.40	4.42	0.00	0.19	0.00	8.74	100.01
1972	66.69	3.07	0.01	0.36	2.10	1.71	9.40	1.74	4.06	0.00	0.19	0.00	10.68	100.01
1973	61.07	3.11	0.02	0.39	2.40	1.83	9.04	1.87	3.55	0.00	0.26	0.00	16.47	100.01
1974	55.74	2.91	0.02	0.45	2.63	1.54	8.49	1.98	3.17	0.00	0.26	0.00	22.80	99.99
1975	63.24	3.70	0.02	0.46	2.94	1.49	10.69	2.54	3.53	0.00	0.36	0.00	11.04	100.01
1976	60.21	3.59	0.02	0.37	2.87	1.41	9.71	2.52	3.12	0.00	0.32	0.00	15.86	100.00
1977	59.75	3.51	0.02	0.43	2.90	1.51	9.81	2.65	2.80	0.00	0.35	0.00	16.29	100.02
1978	51.31	3.63	0.01	0.41	3.02	1.67	12.96	2.87	2.73	0.44	0.17	8.41	12.37	100.00
1979	52.25	3.48	0.01	0.34	2.80	1.79	12.64	2.67	2.55	0.36	0.19	7.70	13.22	100.00
1980	52.90	3.50	0.01	0.23	2.51	1.76	12.12	2.40	2.29	0.26	0.18	6.92	14.93	100.01
1981	52.07	3.81	0.01	0.19	2.73	1.92	12.94	2.83	2.22	0.25	0.21	7.04	13.79	100.01
1982	49.51	4.01	0.01	0.17	2.78	2.02	14.87	3.17	2.60	0.22	0.26	6.71	13.68	100.01
1983	46.95	4.23	0.01	0.19	2.73	2.11	15.36	3.93	3.26	0.19	0.44	6.38	14.24	100.02
1984	45.09	4.36	0.00	0.19	2.74	2.03	16.28	4.37	3.66	0.17	0.40	6.32	14.40	100.01
1985	45.26	4.50	0.00	0.19	2.66	2.04	16.67	4.31	4.08	0.15	0.51	5.91	13.73	100.01
1986	45.16	5.31	0.00	0.22	2.40	1.92	17.32	4.73	5.07	0.24	0.55	4.93	12.16	100.01
1987	45.62	5.71	0.00	0.23	2.62	2.12	17.53	5.51	5.91	0.34	0.35	4.98	9.18	100.01
1988	45.07	5.92	0.00	0.25	2.64	2.11	17.97	6.47	5.53	0.37	0.36	4.88	8.44	100.01
1989	43.92	6.25	0.11	0.27	2.55	2.01	17.62	7.20	6.01	0.37	0.34	4.80	8.56	100.01
1990	45.80	5.84	0.06	0.23	2.58	2.10	17.33	7.80	6.14	0.38	0.25	4.83	6.65	99.99

(出所) 表2およびBoard of Governors of the Federal Reserve System.

ような企業による株式保有も含めれば、企業による持ち株比率はより高かったであろう。

第二に、一九六〇年代には、家計の株式保有比率はやや低下したにすぎず七〇年代末にも七割強の株式が家計によって保有されていた。金融機関の株式保有比率は年金基金および投資会社の成長を主因として暫増し、企業は逆に保有比率を低下させたため、金融機関の株式保有比率は企業を上回るようになったが、一九七〇年代前半においても金融機関と企業による株式保有比率は類似した水準にあった。

第三に、一九七〇年代後半以降には家計のシェア低下が加速し、一九八〇年代には五〇%を割るようになった。もっとも一九七七年から七八年における急低下は、個人信託の分離によるものであり、以前から家計のシェアはより小さかった可能性が高い。他方では金融機関の成長が続いたため金融機関の株式保有比率が上昇し、一九八〇年代末には家計のその値に接近した。この結果金融機関の株式保有比率は企業のその値も回復に向かったにも関わらずそれを上回るようになり、この傾向は一九八〇年代を通じて強まった。

このような点からみて、第二次大戦後のアメリカにおける株式保有構造は当初は家計と企業による保有が中心であり、その特徴は第二次大戦期までに形成された可能性が高い。しかしこのような保有構造は、一九六〇年代後半から七〇年代前半までは安定していたが、一九七〇年代後半以降に転換期を迎え、家計と企業を抑えて金融機関のシェアが拡大する傾向が強まった。換言すればアメリカの株式保有構造の諸特徴は、この時期に姿容を開始したと言えよう。

むすびにかえて — 残された課題 —

以上検討したように『法人税収統計』を利用することにより、アメリカにおける事業法人による時価ベースでの株式保有比率を推計することはある程度可能であった。そしてこの推計によれば、アメリカでも事業法人による株式保有比率は時期によって大きく水準が変動しているが、第二次大戦後から一九六〇年代前半までの時期には金融機関より高水準であり、一九七〇年代にもかなりの水準に達していたことが明らかになった。このため事業法人は、第二次大戦後には個人に次ぐ重要な株式保有主体であったが、その後金融機関の重要性が増すとともにその地位を低下させていったと考えられる。

とはいえ以上の推定もまだいくつかの課題も残している。その最大のものは、投資会社が持ち株会社と分離されていなかったため、事業法人の株式保有が持ち株会社を含んでいないことである。このため持ち株会社の実態の解明が今後の課題となる。また一九五〇年代の株式保有構造はどのようにして形成されたのかという点の分析は、例え連続したデータは得られないとある程度解明される必要がある。最後に、一九三六年歳入法による法人間配当課税が企業部門による株式保有にどのような影響を及ぼしたが、一九八六年税制改正との関連で検討されなくてはならない。

また以上の推計値は、事業法人による株式保有が決して日本だけの特徴ではないことを統計的に明らかにしたため、日米比較が次の興味深い課題となる。しかし日本との長期的な比較を行うためには、日本の市場価値のみた株式保有統計が一九七〇年以降しか利用できないため、それ以前の値を推定することが必要になる。とはいえないためにはかなりの作業が必要であるため、この点の検討は別稿の課題としたい。

【註】

(一) Internal Revenue Services (1985) .p.36.

【参考文献】

- Board of Governors of the Federal Reserve System(Quarterly). *Flow of Funds Accounts*. Washington D.C.
Department of Commerce(Monthly). *Survey of Current Business*.
French. Kenneth R. and James M. Poterba(1991)."Were Japanese Stock Pricetoo High?" *Journal of Financial Economics*.29.pp. 337-363.
Hockett. John T.(1986)."Dividend Policy."(Edward I. Altman ed. *Handbook of Corporate Finance*. New York.pp.13-33).
Internal Revenue Service(Annual). *Corporation Income Tax Returns*.
Pechman. Joseph A.(1987). *Federal Tax Policy Fifth Edition*.Washington D.C.
Prowse. Stephen D.(1992)."The Structure of Corporate Ownership in Japan." *The Journal of Finance*. Vol. XLVII. No.3.
pp.1121-1140.
_____(1991)."Comments on The Changing Role of Institutional Investors In The Financial and Governance Markets."(Arnold W. Sametz ed.*Institutional Investing: The Challenge and Responsibilities of The 21 st Century*.
Homewood. pp. 48-53).
Securities and Exchange Commission (Monthly). *Statistical Bulletin*.
Standard & Poor's Corporation(1992). *Standard & Poor's Analyst's Handbook Official Series 1992 Annual Edition*.

Tri. Le Manh(1971)."The Market Value of Outstanding Corporate Stock inthe U.S."(*Statistical Bulletin*. Vol. 30.
No.19. pp. 42-47).

(北條)