

株主数の決定要因*

ピントドスサントス, ジョゼミゲル

1. 序

本稿では、株主数の決定に影響を与える諸要因を実証的に明らかにする。株主数がいかなる要因によって決定されるかは、株式市場における個人投資家の割合の低さを説明する上で重要な問題である。歴史的にみて株式のリスク・プレミアムが高いにもかかわらず株式を保有する個人の割合が低いという現象は、先進諸国共通にみられる (Halliassos and Bertaut (1995))。しかし、いまだにこの現象に対し、理論的に満足のいく説明が与えられていない。この問題に答えるためには、株主数の決定要因を明らかにする必要がある。

株主数の問題は、また、企業、あるいは株式市場にとっても重要である。株主数は、企業ガバナンスに重大な影響を与える。一般に、少数の大株主の存在する企業の株主数は少ない (Lamoureux and Poon (1987))。そのもとでは、大株主と企業の癒着が生じやすい。一般株主による企業のモニタリング機能は低下し、また、企業の方でも乗っ取りの危険性が小さいので経営が放漫になり、企業ガバナンスが低下する¹⁾。

株主数は、市場の効率性にも影響を与える。株式市場の流動性は、株主数に依存しているので (Cohen, Maier, Schwartz and Whitcomb (1986)),

* 本稿を作成する上で、北岡孝義教授、前川功一教授、福地純一郎助教授から有益な助言を頂いた。またデータ収集にあたっては、吉村聖香助手の助力も得た。ここに感謝する次第である。

1) 株主数の増加は、かえって企業ガバナンスを低下させるとの議論もある (Holmstrom and Tirole (1993), Sharpe, Alexander and Bailey (1995))。

Schwartz (1991), Schwartz (1992)), 株主数の増加は株価の情報内容の改善につながり市場の効率化に役立つと考えられる (Holmstrom and Tirole (1993)).

さらに、株主数の問題は、証券取引所の運営にとっても重要な問題である。個々の証券取引所は、株式を上場するために最低株主数を規定している。しかし、現在、最低株主数を決めるための客観的基準は存在せず、経験に基づき恣意的に決められているにすぎない。したがって、株主数の決定分析により、株式市場のワーキングにとって最適な株主数が提示できれば、効率的な証券取引所の運営を行うことができる。

本稿では、東京証券取引所1部上場企業の株主数の決定要因を実証的に分析する。本稿で得られたファクト・ファイディングは、以下の通りである。まず、株主数を決める主要な要因は、発行済み株式数と最低取引金額（株価×単位株数）である。発行済み株数が大きい会社ほど、また、最低取引金額が小さい会社ほど、株主数は多い。限られた資金しか投資できない個人投資家にとっては、最低取引金額の小さい株ほど買いやすい株式になる。また、企業価値を一定とすれば、株式配当や株式分割等により発行済株数を増やせば株主の持分権の低下につながるのだから、個人投資家にとって会社の所有権を得るのが容易になる。また、予想に反する結果としては、資産総額ではなかった企業規模や株価の変動率ではなかった株式のリスクは、株主数にほとんど影響しない。こうした結果は、別途、理論的説明を要するファクト・ファイディングでもある。

その他、考慮した要因は、株式の流動性、政府公共団体の株式保有の有無、東京証券取引所以外の取引所での上場の有無等である。しかし、こうした要因は、株主数を説明する上で有意ではあるが、上記の2つの変数ほど大きな影響を与えない。

以下、各節の内容を簡単に説明しておこう。第2節では、株主数に影響を与えると考えられるいくつかの要因を取り上げ、株主数との関係を議論する。第3節では、東京証券取引所1部上場企業のクロスセクション・データを用いた要因分析を行う。第4節では、本稿での結果を要約するとと

もに、実証結果から得られた含意を簡潔に説明する。

2. 株主数の決定要因

以下では、株主数に影響を与えると考えられる諸要因を列挙し、それぞれについて株主数との関係を議論する。

まず第1の要因として、会社の事業規模が挙げられる。一般的に、事業規模の大きい会社ほど、資本金、総資産も大きい。多くの資本金を集める方法としては、大投資家から多額の資金を調達するか、あるいは小口でも数多くの投資家から資金を調達するかのいずれかである。鉄道、化学、セメント、造船、鉄鋼などの分野での大企業は、事業活動のために必要とされる最低限の資産金額は膨大である。このような伝統的な重厚長大の大企業の場合には、大投資家からだけで最低限の資本金を集めることは困難であり、数多くの小口の個人投資家の資本参加が不可欠となる。

第2の要因は、大投資家の株式の保有比率である。大投資家は、ここでは機関投資家を意味する。すなわち、政府公共団体、外国人投資家、その他国内投資家を除く金融機関（証券会社を含めて）とその他法人のことを指す²⁾。大投資家の株式保有比率が高ければ高いほど、逆に一般の個人投資家の株式の保有比率は低くなるので、全体としてみれば株主数は少なくなるであろう。

一般に、株式持ち合いの関係にある企業は、互いに大株主であり大投資家である。こうした企業間の互いの株式保有比率は高い。したがって、株式持ち合いは、一般の株主を追い出し、株主数を制限する方向に作用する。

2) ここでの機関投資家の定義は、以下での実証を行うための必要から生じたものである。言うまでもなく、すべての金融機関やその他法人が大株主として中核的な役割を果たしているわけではない。個人投資家の中にも大株主は存在するし、時として会社の経営に重大な影響を与えている。こうした事実を否定することはできないが、後で言及するように、日本では、大株主のほとんどがメイン・バンクか親会社であると言う事実がある。したがって、上の定義は、実際とそれほど異なっていないと考えられる。

Ito (1992) によれば、企業間の株式持ち合いには2種類のタイプがある。1つのタイプは、銀行を中心に構成された企業グループ（水平的統合）の株式持ち合いである。企業グループに属する企業は、同じ銀行をメインバンクに持ち、互いに株式を持ち合うことによりグループとしての結束を保つ。もう1つのタイプは、製造業の大企業にみられるケースで、大企業とその下請け企業や仕入れ企業の間での株式持ち合いである。それら企業が企業グループを形成（垂直的統合）し、互いに株式を持ち合うことにより安定的かつ長期的な取引関係の維持をはかる。

いずれのタイプも、同じグループ内の企業が互いに相当数の株式を持ち合う。このような株式持ち合いは、企業グループ以外の第三者による会社乗っ取りを防ぐ効果的な手段となり得る（Yonezawa and Miyake, 1998）。

また、企業グループに属さない企業に関しても、その企業の最大貸し手の銀行が、メインバンク機能を発揮するために、借り手企業の長期的かつ安定的な大株主となる場合がある（Horiuchi, Packer and Fukuda, 1988, Sheard, 1989, Aoki, 1990）³⁾。

いずれにせよ、企業グループやメインバンク制は、一般の個人投資家を閉め出し株主数を制限する方向に作用すると解釈することができる。

第3の要因は、株式の最低取引金額である。最低取引金額は、株価×単位株数（最低取引株数、ロット）として定義される。個人投資家、小口の投資家にとっては、最低取引金額が大きいほど株式を購入するのが困難となる。最低取引金額の大きい株式を小口の投資家が購入すれば、分散投資が困難となりリスクも大きくなる。逆に、最低取引金額の小さい株式ほど、複数の株式の購入が可能となり分散投資によるリスク軽減が可能となる。したがって、小口の個人投資家は、最低取引金額の少ない株式を購入対象とする傾向がある。

3) 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律（昭和22・4・14、法54；改正昭和52法63）第11条において、金融会社の株式の保有制限を100分の5と定められている。

株式の最低取引金額は、株価と単位株数に分けることができる。表1は、単位株数が株主数にどのような影響を与えるかを示したものである。単位制度に関する法的規程に従えば、取引1単位は額面総額5万円以上でなければならない⁴⁾。例えば、会社Aの額面は50円なので、単位株数は1,000株となる。会社Bの場合は額面が100円なので、単位株数は500株となる。会社Aと会社Bの双方の発行済み株式数はともに1,000万株で、両社の1株当たりの理論価格も同じ1,000円であるとする。ここで、理論価格（ファンダメンタル価格）は配当流列の割引現在価値で、市場価格はこの理論価格と等しいと仮定する。この仮定のもとで、両社の市場評価は、同じ100億円である。注意すべき点は、両社の最低取引金額の相違である。すなわち、会社Aの100万円に対して会社Bは50万円である。会社Bの最低取引金額は会社Aのそれよりも低いので、小口の投資家にとっては会社Bの株式の方が購入しやすい。従って、会社Bの株主数は会社Aよりも多いと予想される。

最低取引金額は、単位株数だけではなく株価の水準にも依存している。例えば、会社Cの理論価格が会社Aの2倍の2,000円であるとしよう。会社

表1 最低取引金額に関する例

	会社 A	会社 B	会社 C	会社 D
額 面	50円	100円	50円	50円
発行済み株式数	1,000万株	1,000万株	1,000万株	2,000万株
理 論 価 格	1,000円	1,000円	2,000円	1,000円
会社の市場評価	100億	100億	200億	200億
単 位 株 数	1,000株	500株	1,000株	1,000株
最低取引金額	100万円	50万円	200万円	100万円

4) 株式の単位については、商法166条2項、168条の3、202条2項及び商法附則（昭和56・6・9法74）16条を参照。昭和56年改正商法で、改正商法実施後に設立される会社の株式の取引単位については、設立時の額面株式および無額面株式の発行価額は5万円以上でなければならないと定められている。既存会社は、額面株式の券面額5万円に相当する数の株式（1株50円の場合は1,000株）または定款で別に定める数の株式を1単位とし、定款で別に定める場合には、最終の貸借対照表による1単位株当たりの純資産額は5万円以上でなければならない。

Cの発行済み株式数は1,000万株で会社Aと変わらないが、株価水準が異なるので最低取引金額も異なる。会社Cの最低取引金額は会社Aよりも2倍高いので、その他の状況が同じである限り、会社Cの株主数は会社Aよりも少ないだろう。会社Cの経営陣は、株式配当か株式分割により最低取引金額を望ましい水準に調整することができる。例えば、会社Cの経営者が一株当たり2,000円は高すぎると判断すれば、倍額無償増資を行えばよい。すなわち、既存の株主に対して、すでに保有する株式数と同数の株式を分配するわけである。表1では倍額無償増資後の会社Cを会社Dとして表わす。この場合、1株の理論価格は半分の1,000円になり、発行済み株式数は倍になる。倍額無償増資は企業のファンダメンタルズとは関係なく会計上の操作にすぎないので、会社の評価には変化はない。しかし、株価が半分になったことにより最低取引金額も半分になったので、小口の投資家にとっては会社Cの株よりも会社Dの株の方が購入しやすい。

Lakonishok and Lev (1987) は、「一般に、会社の経営陣は、小口株主が多数を占める株主構成を望むために、株式配当の分配や株式分割により株価を調整する。」という仮説を検証し、肯定的な結果を得た。株式配当の分配や株式分割が、株主数を増やすと示唆する実証結果は多い (Barker (1956), Lamoureux and Poon (1987), Maloney and Mulherin (1992), Mukherji, Kim and Walker (1997))。これらの実証研究から、株主数が、株価の水準、単位株数 (ロット) と負の関係にあると考えることができる。

第4の要因は発行済み株式数である。先に、株式配当の分配や株式分割⁵⁾が株価の低下を通じて株主数を増やすという実証研究を紹介したが、発行済み株式数の増加自体が株主数に影響を与える。発行済み株式数の増加そのものは、株主数の増加の原因よりも株主数の増加を可能にする条件と考えられる。例えば、会社Cの発行済株式数が1,000万株で、単位株数が1,000株であるので、仮にすべての株主が単位株数のみを保有するとすれ

5) 発行済株式数を増やすための手段として、株式配当の分配や株式分割のほかに準備金の資本組入等の手段が存在する (商法を参照)。

ば最大可能な株主数は1万人である。しかし、株式配当の分配によって会社Dのように発行済株式数が2,000万株になれば、最大可能な株主数は2万人となる。このように、発行済み株式数は、株主の「受け皿（パイ）」の大きさを規定する要因と考えられる。

第5の可能な要因は、株式のリスクである。一般に、小口の個人投資家は大口の投資家よりもリスクを引き受けるには慎重である（Haliassos and Bertaut (1995)）。したがって、株式のリスクの大きさは、株主数に影響を与えるであろう。株式のリスクが高ければ高いほど、小口の個人投資家は購入を控えるため株主数は少なくなると考えられる。

ここで、株式のリスクを考える場合、企業の倒産リスクと株価収益率の変動によるリスク（ボラティリティー・リスク）を区別する必要がある。ある会社が倒産に追い込まれる危険性がない、もしくは倒産の危機に際しても行政がその会社の救済のために必要な手段をとると広く信じられているならば、この倒産リスクのない会社はより多くの個人投資家を引きつけ、結果的により多くの株主数を得ることができる。とくに、政府機関が特定企業の株主であると言う事実は、投資家に、その企業の倒産リスクは低いというシグナルを与える。

他方、株価収益率の変動の大きい株式は、リスクを嫌う小口の投資家に敬遠される傾向があるので、株主数は少ないと考えられる。その理由として、一般に小口の個人投資家は大口投資家と比べて危険回避度が大きいこと、分散投資を十分に行うことができない⁶⁾ こと等が考えられる。

第6の要因は、株式の流動性である。株式を売却したいときに妥当な価格で速やかに取引できるということは、小口の投資家にとって望ましい。これは、発行済み株式数に比しての市場での売買取引数と関係している。長期の株式持ち合いの関係にある株式は、発行株式数と比べて売買が少ないので流動性は高くない。株式の流動性が高い会社の方が多い株主数を得

6) Statman (1987) の研究では、非システムティック・リスクを解消するためには、最低30銘柄にわたる分散投資が必要であることを明らかにした。これは、Evans and Archer (1968) での10銘柄を大きく修正するものである。

るだろう。

最後に、第7の要因として、株式を地理的に近いところで取引ができるかどうかの要因が考えられる。投資家の一部は、地理的に一番近い証券取引所に上場している株しか保有しないとするならば、上場している証券取引所の数は株主数に影響を与えることになる。「国際的分散化のパズル (international diversification puzzle)」の文献が示唆するように、投資家が外国企業の株式を保有するのに消極的である理由は、制度的制約等のためではなく自己選択である。それは、一般的に、投資家が持つ外国の市場、制度、企業等に関する情報や知識は少ないので、海外での投資はよりリスクیであると感じる (French and Poterba (1991)) からである。同様の傾向が、おそらくさほど強くはないが、国内でも見られる可能性がある。国内に関して、この傾向が強いと思われるのは特に大きな国、あるいは各地方の特色が強い (ことにビジネス・カルチャー) 場合であろう。

3. 実証結果

以下での実証分析において、東京証券取引所に1986年4月1日から1996年3月29日までの10年間、連続して上場している銘柄を取り上げる。1996年3月29日現在の東京証券取引所1部上場1258銘柄のうち、10年間連続して上場している銘柄数は1097で、そのうちデータが得られなかった1銘柄 (株式コード3551) を除き、1096の銘柄を採用した。

被説明変数を株主数とし、株主数を次の変数で回帰した。すなわち、企業規模の尺度、機関投資家の重要性の尺度、発行済み株式数、株価、単位株数、株式リスクの尺度、流動性の尺度である。株主数としては、企業の単位株数以上の株式を保有する個人、企業、及びその他の機関の総数である。企業規模の尺度としては、資産総額を利用する。株主としての機関投資家の重要性の尺度は、金融機関 (銀行および証券会社)⁷⁾ とその他法人の株式の保有比率である。リスクの尺度としては、1996年3月までの10年間の日次株価収益率の標準偏差を使う。流動性の尺度としては、1996年3

7) 金融機関から証券会社を排除しても、以下の分析結果にはほとんど影響はない。

月までの10年間の日次取引出来高の発行済み株式数に対する割合を使う。

これら変数に加えて、3つのダミー変数を考慮する。Dgovernment というダミー変数は、政府公共団体がその会社の株を所有すると1、そうでないと0の値をとる。この変数の導入によって、政府公共団体の株の有無が株主数に影響を与えるかどうかを検証する。前節で説明したように、政府公共団体の株式保有の対象となっている企業は、より多くの投資家を引きつけることができるだろう。

残りの2つのダミー変数は、東京証券取引所以外の証券取引所に上場することが株主数に影響を与えるかどうかを検証するために導入される。まず、DJapan は東京証券取引所以外の国内の証券取引所に上場すると1、そうでないと0の値をとる。この変数は、地方証券取引所の上場が株主数に影響を与えるかどうかを検証するために導かれる。もう一つのDforeign というダミー変数は、外国証券取引所に上場すると1、そうでないと0の値をとる。この変数は、外国証券取引所に上場することが株主数に効果があるかどうかを検証するために導入される。

収益率の標準偏差と流動性の尺度以外のデータは、1996年3月29日において公表されたものである。

分析結果は、表2（全企業）に示されている。係数の推定値うち、発行済み株式数と単位株数が最も高い値を示している。発行済み株式数の1%の増加は株主数の0.63%増加させ、単位株数の1%の減少は株主数を0.65%増加させる。この結果は、株式配当や株式分割を通じて、株主数の操作が可能であること示唆している。

さらに、株価が1%上昇すると、株主数は0.37%減少する。この結果と単位株数の結果を併せて考えると、最低取引金額の減少は、大きな株主数の増加につながるものと判断される。

その他の変数は、ほとんど符号条件を満足し、また統計的に有意である。例外は株価収益率の変動性（収益率の標準偏差）である。収益率の標準偏差は符号条件を満足するが、推定係数はゼロに近いし、統計的に有意ではない。これは、株主数が株価収益率の変動性によって影響されないことを

表2 株主数の決定要因

説明変数	全企業	大企業	中企業	小企業
定数項	7.44 (16.3)	6.97 (6.51)	6.69 (7.23)	4.77 (4.29)
資産総額	0.0647 (3.69)	0.0169 (0.422)	0.126 (1.85)	0.214 (4.81)
その他法人	-0.277 (-10.0)	-0.374 (-5.51)	-0.213 (-5.59)	-0.220 (-6.36)
金融機関	-0.251 (-5.79)	-0.276 (-1.99)	-0.244 (-3.76)	-0.244 (-5.22)
発行済株式数	0.634 (26.7)	0.730 (16.4)	0.556 (13.2)	0.442 (11.4)
株価	-0.366 (-12.0)	-0.336 (-5.84)	-0.380 (-7.83)	-0.450 (-8.50)
単位株数	-0.648 (-16.1)	-0.791 (-10.4)	-0.508 (-9.59)	-0.0947 (-0.740)
収益率の標準偏差	-0.0184 (-0.708)	-0.155 (-1.39)	-0.0159 (-0.405)	0.0188 (0.764)
流動性	0.230 (13.1)	0.212 (5.40)	0.247 (8.54)	0.212 (9.83)
Dgovernment	0.0997 (3.29)	0.152 (2.28)	0.135 (3.09)	-0.00391 (-0.103)
Djapan	0.127 (3.71)	0.270 (3.01)	0.125 (2.49)	0.0586 (1.56)
Dforeign	0.225 (3.77)	0.161 (1.64)	0.178 (1.81)	- -
自由度修正済み決定係数	0.773	0.696	0.679	0.631
ダービン・ワトソン統計量	1.63	1.22	1.69	1.26
F統計量	341	76.8	71.1	63.1
サンプル・サイズ	1096	366	365	365

注意：変数はすべて対数が取られている。また、()の中の値はt値を表わす。
 小企業のサンプルに海外の証券取引所に上場した企業がないため、ダミー変数のDforeignは推定から除かれている。

示唆する。この点は、さらに理論的にも検討を要する結果である。

政府公共団体の株式保有の有無は、株主数に統計的に有意に影響を与える。また、東京証券取引所以外の証券取引所上場の有無も有意に影響を与え、外国の証券取引所上場の有無は国内のそれよりもさらに強い影響を与える。株式の流動性や機関投資家の占める株式の割合は、株主数と統計的に有意な関係が示されている。企業規模については、符号条件を満足し統計的に有意であるが、係数の推定値は低い。

自由度修正決定係数の値やF統計量の値から、総じて上記のモデルの説明力は高いと判断される。

さらに、層化したデータに対して同様の推定を行う。サンプルを資産総額の値によって大企業、中企業、小企業の3つのサブ・サンプルに分け⁸⁾、上記のモデルを再推定した。その結果は、表2（大企業、中企業、小企業）に示されている。

大、中、小企業の推定結果は、全サンプルの結果と比べると、いくつかの相違や特徴が見られる。まず、大企業の係数の推定値は、多くの変数において、中、小企業の推定値よりも大きい。経営陣が短期的に変更し難い企業規模や株価の係数のみが、中、小企業の方が高い値を有する。

単位株数やダミー変数のDgovernmentとDJapanは、小企業の株主数には影響を与えない。その他の係数の推定値は、全サンプルの場合と大きくは変わらない。自由度修正済み決定係数やF値から判断して、モデルの説明力は、全サンプルを用いたときよりも少し低下する。

4. 結 語

一般に、企業の株主数の減少は、企業ガバナンスや株式市場の効率性に大きな影響を与える。また、株式市場における個人投資家の割合の低さは、株式市場の流動性を低める。株主数を増加させることは、市場の健全性を確保する意味においても重要な課題である。そのためには、株主数の決定

8) 大、中、小企業は、それぞれ資産総額が2800億円以上、765億円以上2800億円未満、765億円未満の企業である。

要因を明らかにする必要がある。

本稿では、株主数の決定要因を実証的に明らかにしたものである。考慮の対象となった要因は、企業規模、大投資家の株式の保有割合、最低取引金額、発行済株数、株価変動リスク、株式の流動性、上場取引所数等である。検証の結果、株価変動リスク以外の変数は、株主数に影響を与えることが明らかとなった。株価変動リスクが株主数に影響を与えないという実証結果は、別途、理論的にも検討を要する。

さらに、上記の変数の中で、株主数に特に強い影響を与える要因は発行済株数や単位株数である。この実証結果は、政策的にも大きなファクト・ファインディングと言える。

発行済み株数と単位株数は、経営陣や証券取引所によって変更可能なものである。経営陣などがこれら変数を変更することにより、株主数を変えることができる。株主数は偶然の結果ではなく、短期的に変更し難い企業規模の結果でもない。望ましいと思われる株主数は、株式分割（あるいは、逆株式分割）や単位株数の変更によって達成可能である。

今後の研究課題として、以下の点が挙げられる。本稿の分析は、特定時点のクロスセクション・データ分析であるが、パネル・データ分析を利用し時系列的にも検討する方向が考えられる。その際、投資家の所得水準や富等のマクロ変数、株式制度など制度要因の変化を考慮して分析する必要がある。

参 考 文 献

- Aoki, M., 1990, Toward an Economic Model of the Japanese Firm, *Journal of Economic Literature*, XXVIII, pp. 1-27.
- Barker, C. A., 1956, Effective stock splits, *Harvard Business Review* 34, pp. 101-106.
- Cohen, K., S. Maier, R. Schwartz and D. Whitcomb, 1986, *The Microstructure of Securities Markets*, Prentice-Hall.
- Evans, J. L. and S. H. Archer, 1968, Diversification and the Reduction of Dispersion: An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, 23, pp. 761-767.
- French, K. R. and J. M. Poterba, 1991, Investor Diversification and International

- Equity Markets, *American Economic Review* 81 (2), pp. 222-226.
- Haliassos, M. and C. C. Bertaut, 1995, Why do so Few Hold Stocks?, *The Economic Journal*, 105, pp. 1110-1129.
- Holmström, B. and Jean Tirole, 1993, Market Liquidity and Performance Monitoring, *Journal of Political Economy*, 101 (4), pp. 678-709.
- Horiuchi, A., F. Packer and S. Fukuda, 1988, What role has the main bank played in Japan?, *Journal of Japanese and International Economies* 2, pp. 159-180.
- Ito, T., 1992, *The Japanese Economy*, The MIT Press, Cambridge.
- Lakonishok, J. and B. Lev, 1987, Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When, *Journal of Finance*, 42 (4), pp. 913-932.
- Lamoureux, C. G. and P. Poon, 1987, The market reaction to stock splits, *Journal of Finance* 42, pp. 1347-1370.
- Maloney, M. T. and J. H. Mulherin, 1992, The effects of splitting on the ex: A micro-structure reconciliation, *Financial Management* 21, pp. 44-59.
- Mukherji, S., Y. H. Kim and M. C. Walker, 1997, The effect of stock splits on the ownership structure of firms, *Journal of Corporate Finance* 3, pp. 167-188.
- Schwartz, R., 1991, *Reshaping the Equity Markets: A Guide for the 1990s*, Harper Business.
- Schwartz, R., 1992, Market Liquidity, in Newman, P., M. Milgate and J. Eatwell (Ed.) *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, MacMillan.
- Sharpe, W. F., G. J. Alexander and J. V. Bailey, 1995, *Investments*, 5th Edition, Prentice Hall.
- Shread, P., 1989, The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 11 (3), pp. 399-422.
- Statman, M., 1987, How many Stocks Make a Diversified Portfolio?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22 (3), pp. 353-363.
- Yonezawa, Y. and K. Miyake, 1998, The Structure of the Japanese Stock Market, *Asia-Pacific Financial Markets*, 5, pp. 1-28.