



企業の近視眼的投資行動 : 非対称情報とエージェンシー問題

砂川, 伸幸

(Citation)

国民経済雑誌, 179(4):87-96

(Issue Date)

1999-04

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCOI)

<https://doi.org/10.24546/00209292>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00209292>



企業の近視眼的投資行動： 非対称情報とエージェンシー問題

砂 川 伸 幸

1. は じ め に

企業の投資決定は、資本構成（資金調達方法）、配当政策とならぶ重要な財務的意思決定問題の一つである。標準的なテキストによると、非負の正味現在価値（NPV）をもつ相互排他的な複数の投資案に面した場合、NPVが最も大きい投資案を選択すること（NPV法）が、既存株主にとって最適であるとされている。ただし、NPV法が適用できるのは、資本市場が完全市場であり、かつ企業内部における利害対立が存在しない場合である。様々なコストや情報の偏在、企業内部の利害対立問題などを想定すると、NPVの大きい投資案が、必ずしも既存株主にとって望ましいとは限らない。

本稿では、1980年代以降の corporate finance 研究の二大潮流である非対称情報アプローチとエージェンシー・アプローチを用いて、企業の近視眼的投資行動を議論する。近視眼的投資行動とは、NPVの大きい長期投資よりもNPVの小さい短期投資の選択を意味する。NPV法が適用できる状況では、企業が近視眼的な投資行動をとる理由はない。しかしながら、非対称情報の存在やエージェンシー問題の存在は、既存株主の利益最大化を目的とする企業を近視眼的な投資行動に傾斜させる¹。

Thakor (1993) は、将来の新規プロジェクトの収益性に関して企業内部と外部マーケットの間に情報が偏在するとき、収益性の高い企業が近視眼的投資行動をとる可能性を指摘した。Myers and Majluf (1984) 以降よく知られているように、非対称情報下の外部資金調達において、収益性の高い企業は、過小評価コスト（発行証券が過小評価されることで生じるコスト）を課されるリスクにさらされる。このリスクは、新規プロジェクトの投資資金を内部調達することで回避できる。Thakor (1993) は、早期の資金回収が可能な短期プロジェクトを内部資金調達の手段としてとらえた。短期プロジェクトのNPVが長期プロジェクトのNPVより小さい場合、短期プロジェクト単独では非効率である。しかしながら、新規資金を外部調達する際の過小評価コストが十分大きく、長期プロジェクトを選択する便益（長・短プロジェクトのNPVの差額）を上回れば、収益性の高い企業は、合理的にNPVの小さい短期プロジェクトを選択する。

株主と経営者の利害関係が一致しないというエージェンシー問題が存在する場合にも、企業が近視眼的な投資行動をとる可能性がある。Noe and Rebello (1997) は、長期間同一プロジェクトを運営する経営者が、プロジェクト特殊性を背景に（期中において）株主と収益分配をめぐる交渉する状況を考えた。プロジェクト特殊性を身につけた経営者は、株主との交渉において、当該プロジェクトの収益の一部を得ることができる。これは、株主にとってのエージェンシー・コストと解釈できる。プロジェクト特殊性が大きく、したがって経営者の取り分も大きくなる長期プロジェクトには、大きなエージェンシー・コストが付随する。一方、プロジェクト特殊性が小さい短期プロジェクトのエージェンシー・コストは小さい。長期プロジェクトのエージェンシー・コストが十分大きく、長期プロジェクトの便益（長・短プロジェクトのNPVの差額）を上回るとき、株主は合理的にNPVの小さい短期プロジェクトを選択する。

本稿は、非常にシンプルなモデルを用いて、企業の近視眼的投資行動に関するこれら二つの合理性を議論する。まず第2節では、基本モデルを設定する。第3節では、将来のプロジェクトの収益性に関する非対称情報を取り入れ、企業が近視眼的に行動する可能性を議論する。第4節では、経営者のプロジェクト特殊性を取り入れ、株主と経営者間の利害対立問題が企業を近視眼的な投資行動に傾斜させる可能性を議論する。第5節はまとめである。

2. 基本モデル

リスク中立、利子率ゼロの2期間経済を考える。時点0（第1期首）において、企業は相互排他的な二つのプロジェクトに面している。一方は短期プロジェクト s 、他方は長期プロジェクト l である。両プロジェクトの投資コストを $K > 0$ とし、企業は余剰資金をもたないとしておく。簡単化のため、企業の資金源泉がすべて株式である（all-equity firm）場合のみを考える。株式価値は企業価値に一致し、プロジェクトを実施しないときの値は K である。

短期プロジェクト s は、時点1（第1期末）で収益 $S > 0$ をもたらす。長期プロジェクト l は時点2（第2期末）で収益 $L > 0$ をもたらす。短期プロジェクト s の時点2における収益、および長期プロジェクト l の時点1における収益はゼロである。短期プロジェクトのNPVは $S - K$ 、長期プロジェクトのNPVは $L - K$ で与えられる。

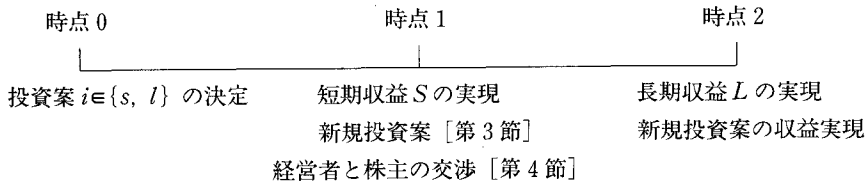
NPVの観点から非効率な近視眼的投資行動の合理性を議論するため、以下では短期プロジェクト s のNPVが長期プロジェクト l のNPVより小さいと仮定する。ただし、両プロジェクトのNPVは正である。

$$0 < K < S < L. \quad (1)$$

(1)の下では、企業はいずれか一方のプロジェクト $i \in \{s, l\}$ を選択してそれを実施する。以上が基本的なフレームワークである。

これに加えて、非対称情報下の近視眼的投資行動を議論する第3節では、時点1（第2期首）において、企業が新規プロジェクトに面する状況を考える。また、エージェンシー問題に起因する近視眼的投資行動を分析する第4節では、時点1（第1期末）において、経営者と株主が交渉する状況を考える。これらのプロセスは、下記に図示されている。

(図) モデルのタイムライン



3. 非対称情報下の近視眼的投資行動

短期投資の利点の一つは、早期の資金回収である。Thakor (1993) はこの点に注目し、企業とマーケットの間に情報の非対称性が存在するとき、企業が近視眼的投資行動をとる可能性を指摘した。

いま、時点1において企業が有益な新規プロジェクトに面する状況を考えよう。時点0で長期プロジェクトを選択した企業は、時点1において余剰資金をもたないため、新規プロジェクトに必要な資金を外部調達する必要がある。新規プロジェクトの収益性に関して企業とマーケットの間に情報が偏在する場合、外部資金調達に際して企業が発行する証券がミス・プライシングされる可能性がある。とくに収益性の高い企業（高収益企業）は、発行証券が過小評価されるリスクにさらされる。発行証券の過小評価は、既存株主から新規株主への富の移転をもたらす。このことを嫌う高収益企業は、外部資金調達を回避するインセンティブをもつ。過小評価コストが十分大きいとき、高収益企業は短期プロジェクトを選択し、その収益を用いて新規プロジェクトを実施するであろう。このとき、短期プロジェクトは内部資金調達の役割を果たす。これが Thakor (1993) の主張である。以下では、第2節のフレーム・ワークを用いてこのことを議論する。

企業の目的は、第2期末まで保有株式を売却しない passive な既存株主の利益最大化とする²。企業は、時点0におけるプロジェクト $i \in \{s, l\}$ に加え、時点1において新規プロジェクトに面する。新規プロジェクトの投資コストは $K > 0$ であり³、その収益は企業のタイプに依存する。収益性が高い企業をタイプ g 、収益性が低い企業をタイプ b とよぼう。新規プロジェクトからの収益は、タイプ g が Y_g 、タイプ b が Y_b である。収益性を反映して $Y_g > Y_b$ が成り立つ。さらに、新規プロジェクトのNPVは、いずれも正であると仮定する。

$$0 < K < Y_b < Y_g. \quad (2)$$

新規投資からの収益以外のパラメーターは、両タイプに共通である。

時点0において長期プロジェクトを選択した企業は、新規プロジェクトを実施するために外部資金 K を調達しなければならない。ここでは、外部資金調達方法をエクイティ・ファイナンスのみとする。一方、短期プロジェクトを選択した企業は、時点1でプロジェクトからのキャッシュ・イン・フロー $S(>K)$ を有するので、エクイティ・ファイナンスを行う必要はない。もちろん、エクイティ・ファイナンスを行ってもよい。時点1における企業の行動を $j \in \{e, n\}$ としよう。 e はエクイティ・ファイナンスの実施を、 n は外部資金調達しないことを表わしている。エクイティ・ファイナンスを行う企業はそのことを発表する。外部資金調達を行わない企業は何も発表しない。エクイティ・ファイナンスの発表を受けたマーケットは、企業のタイプに関する信念を形成し、エクイティを評価する。資金 K の提供に対してマーケットが要求する持ち分を $\alpha \in [0, 1]$ とする。

本稿では、分析を簡単にするため、プロジェクトの収益に不確実性を考慮していない。そのため、負債による資金調達が可能であれば、仮定(1)、(2)の下では、非対称情報を原因とする近視眼的投資行動は起こらない。しかしながら、プロジェクトの収益が債務不履行の可能性を含む一般的な確率分布にしたがう場合、負債調達を考慮しても、以下と同様に近視眼的投資行動の可能性を示すことができる。

モデルの情報構造について述べておこう。時点0において、企業は自らのタイプを知っているが、マーケットは企業のタイプを知らない。ただし、マーケットは企業のタイプに関して共通の予想確率分布を有しており、タイプ g の確率を $\pi \in (0, 1)$ 、タイプ b の確率を $1 - \pi$ とみなしている。またマーケットは、時点0において企業が採用したプロジェクト、および時点1におけるキャッシュ・イン・フローを観察できないと仮定する。マーケットが観察できるのは、時点1におけるエクイティ・ファイナンスの発表のみである。

さて、タイプ $t \in \{g, b\}$ が、時点0でプロジェクト $i \in \{s, l\}$ 、時点1で行動 $j \in \{e, n\}$ を選択した場合の既存株主利得を $u(i, j; t)$ としよう。タイプ g の新規プロジェクトからの収益 Y_g がタイプ b の収益 Y_b に比べて十分大きいとき、時点0において、タイプ g が短期プロジェクトを選択する均衡が存在する。

命題1. 次の条件が満たされるとしよう。

$$Y_g \geq Y_b + \frac{(L-S)(L+Y_b)}{K} \quad (3)$$

このとき、タイプ g が短期プロジェクト s と内部資金調達 n を選択し、タイプ b が長期プロジェクト l と外部資金調達 e を選択する均衡が存在する。この均衡においてマーケットが要求する持ち分は、 $\alpha^* = K/(L+Y_b)$ である。

(証明) 均衡ではタイプ b のみが外部資金調達を行う。ベイズ・ルールより、マーケットは、エクイティ・ファイナンスをタイプ b のシグナルとみなす。仮定(2)の下では、資金 K を調達したタイプ b は、新規プロジェクトを実施する。したがって、時点2における収益は $L + Y_b$ である。競争的なマーケットは、資金 K の供給に対して $\alpha(L + Y_b) = K$ を満たす持ち分 α を要求する。よって、 $\alpha^* = K/(L + Y_b)$ である。このマーケットの反応に対して、両タイプの選択が最適になっていることを示せばよい。

まず、タイプ g について考えよう。タイプ g の既存株主の均衡利得は、

$$u^*(s, n; g) = S + Y_g - K,$$

で与えられる。これは、短期プロジェクトからの収益 S と新規プロジェクトのNPV $Y_g - K$ を加えたものである。均衡以外の戦略を選択したとき、タイプ g の既存株主利得は下記で与えられる。

$$u(s, e; g) = (1 - \alpha^*)(S + Y_g),$$

$$u(l, n; g) = L,$$

$$u(l, e; g) = (1 - \alpha^*)(L + Y_g).$$

第一式は、時点0で短期プロジェクト、時点1でエクイティ・ファイナンスを選択した場合の利得である。第二式は、時点0で長期プロジェクトを選択し、時点1で外部資金調達を行わない場合の利得である。この場合、企業は時点1で資金をもたず、新規プロジェクトを実施できない。第三式は、時点0で長期プロジェクト、時点1でエクイティ・ファイナンスを選択した場合の利得である。仮定(1)より、 $u(s, e; g) < u(l, e; g)$ は明らかである。また、仮定(2)より、

$$u(l, e; g) - u(l, n; g) = \frac{L(Y_g - K) + Y_g(Y_b - K)}{L + Y_b} > 0,$$

すなわち、 $u(l, n; g) < u(l, e; g)$ も成り立つ。したがって、 $u(l, e; g) \leq u^*(s, n; g)$ が示されれば、短期プロジェクトと内部資金調達の組合せが最適であるといえる。ところで、

$$u^*(s, n; g) - u(l, e; g) = \frac{(Y_g - Y_b)K - (L - S)(L + Y_b)}{L + Y_b}$$

であるから、条件(3)の下では、 $u(l, e; g) \leq u^*(s, n; g)$ が成り立つ。以上より、タイプ g にとって、短期プロジェクトと内部資金調達の組合せが最適であることが示せた。

次にタイプ b について考えよう。タイプ b の既存株主の均衡利得は、

$$u^*(l, e; b) = (1 - \alpha^*)(L + Y_b) = L + Y_b - K,$$

で与えられる。これは、長期プロジェクトからの収益 L に新規プロジェクトのNPV $Y_b - K$ を加えたものである。均衡においてタイプ b は正当な評価を受けるから、仮定(1), (2)の下では、長期プロジェクトとエクイティ・ファイナンスの組合せが最適である。□

命題1における条件(3)は、タイプ g に課されるエクイティ・ファイナンスの過小評価コストが、長期プロジェクトと短期プロジェクトのNPVの差額以上であることを意味している。このことを確認しておこう。

新規プロジェクトの収益性に関する情報の非対称性がなければ、タイプ g の最適戦略は、長期プロジェクトとエクイティ・ファイナンスである。タイプ g のエクイティ・ファイナンスに対してマーケットが要求する持ち分を α' とすると、対称情報下では $\alpha' = K/(L + Y_g)$ が満たされねばならない。命題1における非対称情報下の均衡では、マーケットはエクイティ・ファイナンスをタイプ b のシグナルとみなし、持ち分 $\alpha^* = K/(L + Y_g)$ を要求する。したがって、タイプ g が負担する過小評価コストは、

$$(1 - \alpha')(Y_g + L) - (1 - \alpha^*)(Y_g + L) = \frac{K(Y_g - Y_b)}{L + Y_b},$$

で与えられる。一方、長期プロジェクトと短期プロジェクトのNPVの差額は $L - S$ である。したがって、外部資金調達に付随する過小評価コストが長・短プロジェクトのNPVの差額以上であるという条件は、

$$\frac{K(Y_g - Y_b)}{L + Y_b} \geq L - S,$$

である。上式を改めると(3)が得られる。

命題1が示すように、外部資金調達の過小評価コストが長期プロジェクトと短期プロジェクトのNPVの差額より大きい場合、時点0において、タイプ g は合理的に近視眼的投資行動をとる。外部資金調達の際に生じる過小評価コストは、企業とマーケットの間に存在する情報の非対称性が原因である。この過小評価コストは、投資資金を内部調達することで回避できる。キャッシュ・イン・フローが早期に発生する短期プロジェクトは、内部資金調達の手段である。条件(3)のもとでは、長期プロジェクトを放棄するコスト(長・短プロジェクトのNPVの差額)が、外部資金調達に伴う過小評価コストより小さい。このとき、タイプ g は短期プロジェクトを選択し、その収益を新規プロジェクトの投資資金に充てる。タイプ g にとって、短期プロジェクトは単独では非効率的であるが、新規プロジェクトの資金調達を合わせて考えると最適な選択となる。

なお、企業の外部資金調達を時点0としても命題1と同じ均衡が存在する。その場合、企業のタイプは時点0で明らかになる。本稿のモデルでは、外部資金調達が実施される時点1において、企業のタイプが明らかになる。それ以前(時点1の直前まで)におけるマーケットは、タイプ g を確率を π 、タイプ b を確率を $1 - \pi$ とみなしている。条件(3)の下では、 $u^*(l, e; b) < u^*(s, n; g)$ ⁴が成り立つが、このことは時点1の直前までタイプ g が過小評価され、タイプ b が過大評価されることを意味している。本節で想定したように、時点2まで株式を保

有する passive な既存株主の利益を目的とするならば、企業にとって時点 0 の資金調達と時点 1 の資金調達は無差別である。一方、時点 0 と時点 1 の間に株式を売却する株主の利益を優先するならば、収益性が低いタイプ b は、株主の売却株式が過大評価される時点 1 の資金調達を選好するであろう。

4. エージェンシー問題と近視眼的投資行動

前節では、既存株主と経営者の間に利害対立が存在しない状況を対象とした。本節では、経営者が利己的に行動し、その結果株主との間に利害対立が生じる状況を分析する。プロジェクトが長期化するにつれ、その成果が経営者の継続性に依存する程度は強くなると考えられる。長期的なプロジェクトの途中で運営責任者（経営者）が代わることは望ましくない、といってもよい。これは、学習効果やノウハウの蓄積、あるいはプロジェクトを運営する経営者が、自身に最も適した人員、組織を選択することが原因である。プロジェクトの途中で経営者が変更された場合、新経営者の潜在能力が旧経営者と等しくても、経験や学習によって得られるプロジェクト固有のノウハウでは劣るであろう。また、旧経営者が選択した人員、組織形態が新経営者に適しているとは限らない。人員配置や組織形態を改めるには、それなりのコストが必要である。これらを考えると、プロジェクトが進行するにしたがい、それに携わる経営者は、当該プロジェクトに特殊な人的資源 (project-specific human capital) になるといえる。経営者が利己的であれば、自らがプロジェクト固有の人的資源であることを利用して、便益を得ようとするであろう。⁵

Noe and Rebello (1997) にしたがって、ある時点における経営者のプロジェクト特殊性の価値を、当該経営者が継続してプロジェクトを運営する場合の成果と、新経営者がプロジェクトを引き継ぐ場合の成果の差額（以下、レントとよぶ）としよう。本稿では、長期プロジェクトが選択された場合、利己的な経営者は時点 1 において株主と交渉し、レントの一部を得ることができると仮定する。他方、短期プロジェクトが選択された場合、レントは発生しないと仮定する。これは、プロジェクトが長期化するにつれ、経営者のプロジェクト特殊性が大きくなるという考え方に基づいている。

長期プロジェクトにおいて経営者が得るレントは、株主にとってコストである。このコストが十分大きければ、例え NPV が大きくても、長期プロジェクトは株主にとって望ましくない。株主が投資決定を（実質的に）行う状況では、短期プロジェクトが選択されるであろう。以下では、第 2 節のフレーム・ワークを用いてこのことを確認する。

時点 1 で経営者が変更された場合、新経営者の下で実現する長期プロジェクトの収益を $(1-\beta)L$ とする。ただし、 $\beta \in [0, 1]$ である。便宜上、経営者が労働市場で得られる留保利得をゼロとしておく。このとき、現経営者と新経営者の長期プロジェクトに関する収益格差、

すなわちレントは $L - (1 - \beta)L = \beta L$ で与えられる。長期プロジェクトが選択された場合、時点1において、経営者と株主がレントの分配について交渉する。レントの分配の仕方は、交渉のあり方に依存するであろう。ここでは交渉のあり方を特定化せず、単に経営者がレントの $\gamma \in [0, 1]$ 部分を受け取り、株主が $1 - \gamma$ 部分を受け取るとしておく。⁶ γ は経営者の交渉力と解釈できる。

長期プロジェクトが選択された場合、株主の利得 $us(l)$ は下記で与えられる。

$$us(l) = [1 - \beta)L + (1 - \gamma)\beta L] - K = (1 - \gamma\beta)L - K. \quad (4)$$

短期プロジェクトが選択された場合、レントはゼロであるから、株主の利得は、 $us(s) = S - K$ である。次の命題が成り立つ。

命題2. 株主が投資決定を行うとき、NPVの観点から非効率的な短期プロジェクト s が選択される場合がある。

(証明) 株主が短期プロジェクトを選択する必要十分条件は $us(s) \geq us(l)$ である。(4)よりこの条件は、

$$\gamma\beta \geq 1 - (S/L), \quad (5)$$

と改められる。任意に $0 < S < L$ をとると、(右辺) < 1 であるから、 $\beta \in [0, 1]$ と $\gamma \in [0, 1]$ が十分大きいとき、⁷ (5)は満たされる。□

命題2は、短期プロジェクトのNPVが長期プロジェクトのNPVより小さくても ($S < L$)、レントの大きさを表わす指標 β と経営者の交渉力 γ が十分大きければ、株主にとって短期プロジェクトが望ましいことを示している。長期プロジェクトにおけるレントが十分大きく、かつ経営者の取り分が十分大きいとき、株主はNPVの小さい短期プロジェクトを選択する。そうすることで株主は、プロジェクト特殊性に起因する経営者のレント獲得を回避することができる。これが、企業の近視眼的投資行動に関する Noe and Rebello (1997) の骨子である。

レントの大きさの指標 β と経営者の交渉力 γ が十分小さいとき、 $S < L$ の下では(5)が満たされず、企業が近視眼的な投資行動をとることはない。とくに $\beta = 0$ 、あるいは $\gamma = 0$ のとき(5)は満たされない。 $\beta = 0$ はレントがゼロの場合である。 $\gamma = 0$ は経営者に交渉力がなく、(レントが正であっても)時点1の交渉から得られる便益がゼロの場合である。経営者の目的が株主利益の最大化である状況も $\gamma = 0$ に相当する。

これまでの議論では、株主が投資決定を行う状況を想定した。もし投資決定権が経営者にあれば、企業の投資決定は長期プロジェクトに傾斜する。長期プロジェクトを選択した場合、時点1の交渉を通じて経営者は利得 $\gamma\beta L \geq 0$ を受け取ることができる。短期プロジェクトか

らの利得はゼロである。このことは、利己的な経営者にとって長期プロジェクトが望ましいことを意味している。したがって、経営者が投資決定権をもつ場合、長期プロジェクトのNPVが短期プロジェクトのNPVより小さくても ($S > L$)、長期プロジェクトが選択されるという歪みが生じる場合がある (Noe and Rebello (1997), Proposition 3)。

5. ま と め

本稿では、非対称情報とエージェンシー問題のもとで、企業が合理的に近視眼的な投資行動をとる可能性を議論した。

将来の新規プロジェクトの収益性に関して企業と外部マーケットの間に情報が偏在するとき、収益性の高い企業は、外部資金調達に付随する過小評価コストを避けるために、早期の資金回収が可能な短期プロジェクトを選択する。この場合、短期プロジェクトは内部資金調達の役割を果たす。

また、プロジェクトの運営責任者がプロジェクト特殊性を背景に利益を得ることができる状況でも、株主価値最大化を目的とする企業が、合理的に近視眼的投資行動をとる可能性がある。この場合、短期プロジェクトはプロジェクト特殊性に起因するエージェンシー・コストを回避する手段となる。

注

- 1 その他、資本市場の frictions や労働市場における経営者の reputation も、企業を近視眼的投資行動に傾斜させる可能性をもつ。前者の文献としては、例えば Shleifer and Vishny (1990) がある。後者の文献としては、Narayanan (1985) や Campbell and Marino (1988) がある。
- 2 非対称情報下の資金調達問題を扱う場合、この仮定は standard である。例えば、Myers and Majluf (1984) もこの仮定を用いている。
- 3 本稿では、記号の複雑化を避ける目的で、時点 0 における投資コストと時点 1 における投資コストを等しく設定した。もちろん、投資コストが異なる場合でも結果は変わらない。
- 4 $u^*(s, n; g) - u^*(l, e; b) = (Y_g - Y_b) - (L - S) \geq [(L - S)(L + Y_b)/K] - (L - S) = (L - S)(L + Y_b - K)/K > 0$ である。最初の不等号は (3) による。最後の不等号は (1), (2) による。
- 5 Shleifer and Vishny (1989) は、経営者が自らの得意分野に経営資源を集中的に投資することで (manager-specific investment)、企業における自身の価値を高める可能性を指摘している。
- 6 詳細については、Noe and Rebello (1997, pp.389-390) を参照。
- 7 命題 2 が成り立つのは、 $S \geq (1 - \beta)L$ の場合に限られる。 $S < (1 - \beta)L$ のとき、長期プロジェクトが短期プロジェクトより望ましいことが容易に示せる。

[参 考 文 献]

Campbell, T., and A. Marino, 1994, Myopic investment decisions and competitive labor markets, *International Economic Review* 35, 855-875.

- Myers, S., and N.Majluf, 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 15, 187-221.
- Narayanan, M., 1985, Managerial incentives for short-term results, *Journal of Finance* 40, 1469-1484.
- Noe, T., and M.Rebello, 1997, Renegotiation, investment horizons, and managerial discretion, *Journal of Business* 70, 385-407.
- Shleifer, A., and R. Vishny, 1989, Management entrenchment: The case of managerspecific investments, *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.
- Shleifer, A., and R.Vishny, 1990, Equilibrium short horizons of investors and firms, *American Economic Review* 80, 148-153.
- Thakor, A., 1993, Information, investment horizon, and price reactions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28, 459-482.