

証 研

レポート

No.1609

2002年8月

中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則（1）

王 東明（1）

トランジション・マネジメント

三木 まり（13）

ITバブル後の国際資本移動について

伊豆 久（23）

中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則（1）

王 東明

1 はじめに

今年の一月七日、中国証券監督管理委員会（CSRC）と国家経済貿易委員会は、中国の上場会社を対象に「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」（以下「原則」と略称）を公布し、同日に施行した。この「原則」の公布は、国内における企業改革の一環であるが、その背景には近年上場企業の粉飾決算、株価操縦、インサイダー取引および支配株主（特に国有株主）の権利乱用など様々な問題点を露呈し、証券市場が歪んでいる状況への対応がある。また、アジア金融危機以降、国際的にもコーポレート・ガバナンス（企業統治）の議論が高まっており、一九九九年四月、OECD（経済協力開発機構）は、企業ガバナンスのガイドラインとして「OECDコーポレート・ガバナンスの原則」を発表したが、アメリカ、日本などの先進国の機関や組織も九〇年代からそれぞれ自国の「コーポレート・ガバナンスの原則」を発表した。このような内外の状況を受けて、中国政府は現在約一、二〇〇社の上場企業を対象に、「原則」の公布に踏み切った。

ここで少なくとも政府は、まず企業制度改革の「先頭部隊」といわれる上場会社を選んで、先進国並みの企業ガバナンスの原則を導入し、「グッドガバナンス・グッドカンパニー」という企業ガバナンスのモデルをつくって、これから上場会社以外の企業にも波及させていくという狙いがあったと考えられる。以下では、「原則」の主な内容を紹介し、その特徴と問題点に触れ、近年中国のコーポレート・ガバナンスの動向を付け加えてみるこ

としよう。

2 「原則」の構成と目的

「原則」は合計八章、九五条から構成される。各章では、前文、株主と株主総会（第一章）、支配株主と上場会社（第二章）、取締役と取締役会（第三章）、監査役と監査役会（第四章）、業績の評価とインセンティブ・牽制のメカニズム（第五章）、利害関係者（第六章）、情報開示と透明度（第七章）および附則（第八章）となっている。

「原則」の目的は前文の中で明記されている。すなわち、上場会社における現代企業制度（近代的な企業制度）の確立・完備を推し進めるため、企業の運営を規範化し、中国証券市場の健全な発展を促進することが目的である。また、本「原則」では、上場会社のコーポレート・ガバナンスの基本原則を明らかにすると同時に、投資家保護の方法や、取締役、監査役および支配人（経理）などの上級管理者が遵守すべき基本的な行動基準およびモラルなどの内容をも明確にしたと公布の意義が述べられている。

「原則」は、「会社法」と「証券法」およびその他の関連法律や法規の基本原則に基づき、また諸外国のコーポレート・ガバナンスの実践の中で一般的に認められたスタンダードなものを参考にして制定された。「原則」の適用範囲は中国国内の上場会社に限定している。次に、「原則」の章の順に沿って、その内容をみていこう。

3 株主と株主総会

(1) 株主の権利

株主の権利について、「原則」はまず株主が会社の所有者であり、法律や行政法規および会社定款の規定する合法的な権利を享有する。上場会社が株主の権利行使を十分に確保できるようなコーポレート・ガバナンスの仕組みを確立しなければならないと規定している(第一条)。そして、このガバナンスの仕組みは、すべての株主とりわけ中小株主の平等な地位を享有することを確保しなければならない。株主の持分による平等な権利が強調されている(第二条)。

また、株主は、会社の重大な事項に対して知る権利と参加権を有し、上場会社が株主との間に有効な意思疎通のルートを確立しなければならない(第三条)。さらに、株主は株主の合法的な権利を守るために、法律や行政法規に基づき民事訴訟あるいはその他の法的手段を行使する権利がある。株主総会、取締役会の決議が法律や行政法規の規定に違反し、株主の権利を侵害した場合に、株主は法に基づいて違法行為や侵害行為に対して差し止め請求を提起する権利を有する。また取締役、監査役および支配人は、業務執行の際に、法律や行政法規および会社定款に違反し、会社に損害を与えた場合には、損害賠償責任を負わなければならない。株主は、会社に対して損害賠償を提訴するよう求める権利を有する(第四条)。

「会社法」は、「一株一票」(一〇六条)という「株式民主主義」を定めているが、近年、上場会社は中小株主を軽視する傾向があり、また支配株主は中小株主の権利を侵害することもしばしば発生し、深刻な問題となっている。ここで「原則」は、株主特に中小株主に対して、その権利を平等に取り扱うことが強調された。また「原則」の第四条は、「会社法」の六三条(役員員の損害賠償責任、有限責任会社の規定)と一一一条(差止請求権、

株式会社の規定)を合わせた形で、株式会社の規定していない役員損害賠償責任を上場企業に追加し、会社による不正行為による損害を与えた場合、役員に損害賠償責任を課してその自覚を促し、「会社法」の不備を補う形となった。

(2) 株主総会の規範化

二〇〇一年に、CSRCは上場会社に対して検査を行い、検査報告書を公表した⁽¹⁾。それによると、二三社は株主総会あるいは取締役会の審議を経ずに、会社の重大な事項を進行させた。一社は株主の発言時間さえも制限した。株主総会は形骸化しつつある。また、四九社は株主総会、取締役会および監査役会の会議記録の不全や不備の問題が出ており、一部の企業が会議専用の記録簿を持たず、または会議の具体的な内容を記録せず、取締役や監査役のサインがないなどの問題が検出された。このように株主総会の規範化は緊急の課題になっている。これらの問題を解決するために、「原則」は次のように規定する。

すなわち、第五条は、上場会社は、会社定款の中に株主総会の招集や議決の手續を規定しなければならないとし、その具体的な内容は、通知、登記、提案の審議、投票、票の計算、表決の結果の発表、決議の成立、議事録および署名、公告などを含む。また、第六条は、取締役会は、株主総会の審議事項を真剣に検討し、ならびにそれを遂行する。株主総会は、すべての提案に対して合理的な審議時間を与えることが要求される。第七条は、上場会社は、会社定款の中に、株主総会が取締役会に対する授權の原則を規定すべきで、授權の内容も明確かつ具体的にしなければならぬ。

また、近年、株主総会に出席する中小株主が少ないため、株主総会は「大株主の総会」といわれているが、株

主総会により多くの株主が出席できるように、「原則」の第八条は、上場会社は、先端の情報技術の手段を含む様々な方法を利用でき、また株式総会の開催の時間と場所の選定もより多くの株主が参加できるようにする必要があると規定される。

そして、代理人投票と委任状について、株主は、自ら株主総会に出席して投票することができるが、代理人に議決権の行使を委託することもできる。しかも両者は同等な法律的効力がある（第九条）。上場会社の取締役会、社外取締役または一定の条件を満たした株主は、上場会社の株主から株主総会における議決権行使の委任状を収集することができるが、委任状の収集は無償で行なわれ、また委任状の提供者に対して十分な情報開示をしなければならぬ（第一〇条）。

その他に、機関投資家の役割も重視されている。「原則」の第二一条は、機関投資家は、会社の取締役の選任、経営者の奨励および監督、重大事項の決定などに対して役割を發揮すべきという規定がある。

（3）関連取引

現在、上場会社の九割以上は国有企業から改組した企業である。これらの上場会社の支配株主のほとんどが国有企業の集団公司や国有資産経営会社および政府部門などであるため、支配株主たる会社では上場会社と様々な関連取引が行われている。ここで支配株主たる会社特に国有企業は、上場会社との関連取引を通じて、上場会社に様々な不利益を与えたり、または上場会社の権益を侵害するケースがしばしば発生している。関連取引について、「原則」には、次のような上場会社の権益を守る規定が定められている。

すなわち、上場会社と関連者の間の関連取引は、書面の協議を締結する必要がある。当該協議は平等、自由お

よび有償の原則を遵守し、同時に協議の締結、変更、終了および履行の状況などの事項をも開示しなければならない(第一二条)。上場会社は、関連者が排他的な取引手段などで会社の経営に介入し、会社の利益を侵害することを防ぐために有効な措置を採ることが要求される。関連取引の価格は原則として市場価格(一般の相場価格)が要求され、その定価の根拠も開示する必要がある(第一三条)。そして、上場会社の資産は上場会社が所有する。上場会社は、株主および関連者があらゆる名義での企業の資金、資産および資源を占有または移転することを防ぐ措置を取ることが要求され、また株主や関連者のために担保を提供してはならない(第一四条)。

近年、支配株主たる会社では、上場会社の資金や資産を占用したり、または上場会社が支配株主の融資担保人になるケースが多く見られる。一部の支配株主企業が経営不振あるいは返済不能に陥り、支配株主企業と上場会社の間には様々な債務・信用トラブルが発生している。例えば、上場会社の済南軽騎はその典型的な例である。⁽²⁾

済南軽騎はバイクを生産する大手企業であり、九七年以前の業績はハイアール(海爾)、長虹などの有名企業と肩を並べる優良企業であった。しかし、九七年から二〇〇〇年までの四年間に、同社の支配株主つまり「親会社」である中国軽騎集団総公司(国有企業、以下軽騎集団と略称)は、同社から大量な借入金を生じさせた。この四年間の借入残高はそれぞれ一〇・七億元、一六・七億元、一三三・四億元、一五・八億元で年々増えており、もし二〇〇〇年の借入残高とその他の資金占用額を合わせれば、その金額は二七億元余りに達し、同社が上場八年度の株式市場からの資金調達額(一六億元)と純利益総額(一一億元)の合計数にのぼった。その他に、同社は支配株主およびその関連企業の融資の担保人となり、担保金額が六億元余りになった。これらの資金の用途は、次のように説明されている。すなわち、(1) 軽騎集団の借金・債務の返済。つまり軽騎集団は、上場会社の上場する前の事業体に投資した資金に対しての返済である。(2) 部品工場の建設。(3) 国内外の販売網の設立。

(4) 集団総公司の規模拡大のため、三〇社余りの吸収・合併による資金利用。しかし、現実には、軽騎集団の規模拡大路線は行き詰まっているのである。

ここで済南軽騎と「親会社」である軽騎集団との関係は、資金面の混同および上場会社に不利益な関連取引を行うだけではなく、資産、財務、機構および人員においても両者混在し、完全に分離していないことが判明している。特に、両社の役員および上級管理者のほとんどが相互に兼任し、済南軽騎の取締役会長、社長および中間幹部は軽騎集団によって任命され、上場会社の意思決定も軽騎集団が直接介入し、取締役会は形骸化され、企業ガバナンスには深刻な問題を抱えていると指摘されている。このように、市場競争の要素を除けば、支配株主による大量の資金占用および企業ガバナンスの問題によって、済南軽騎は近年の資金繰りが緊迫し、業績も低迷して、二〇〇〇年は二・七億元の赤字に転落し、債務危機にも陥ったと分析されている。

4 支配株主と上場会社

以上みてきたように、支配株主たる会社つまり国有企業には、上場会社の資産、財務および人員などの面において様々な不明朗な関係が存在し、つまり完全に分離していないことが企業ガバナンスにおいて大きな問題となった。それを是正するために、「原則」は、「支配株主と上場会社」という第2章を設けて、関連規定の策定に乗り出したのである。

(1) 支配株主の行為規範

支配株主の行為を規範化するために、企業が上場する際に、その支配株主は、上場予定の企業に対して、まず

株式会社に改組し、その後は上場するという原則を守り、同時に合理的かつ牽制的な株式会社所有構造を構築することが要求される（第一五条）。そして、株式会社に改組する際、支配株主は、国有企業が持つていた社会的機能（病院、学校および福利厚生部門）を上場予定の企業から分離すべきであり、企業の本業が持つていた社会的機能（病院、学校および福利厚生部門）を上場会社に組み入れてはならない（第一六条）。また、支配株主は、上場会社の本業を一貫してサポートしている存続企業あるいは機構に対して、專業化・市場化という原則の下で、專業的な会社に改組され、市場原則に基づいて上場企業と関連業務の協定を締結することを要求する。上場会社の本業と関係なく、その他の業務に従事する存続企業に対しては、その独立的な発展を強化すべきことが支配株主に求められる。そして、継続的な経営能力のない企業に対して、法律・行政規定に基づいて破産申請などの手段を通じて市場から退場させる。さらに、企業が株式会社で改組する際、一定の条件さえ揃えば、企業が持つていた社会的機能および余剰人員を一括して企業から分離させ、株式会社以外の企業を廃業させることもできる（第一七条）。

ここで「原則」は、上場予定の企業に対して、株式所有の一定の分散化を求め、企業支配のバランスを図り、また国有企業が抱えている福利厚生などの社会的機能および余剰人員を上場会社から分離させることが要求されている。結局、この分離問題を解決しない限り、企業は上場しても依然として大きな制度的な負担とリスクを抱え、上述の済南軽騎のように、近年経営不振や粉飾計算などの問題が出ている上場会社の多くは分離問題をスムーズに解決していない企業であろう。

しかし、市場経済の移行過程において、このような分離問題は社会保障制度を整備しない限り、現実問題としてはかなり複雑でかつ社会的不安にもつながる問題であり、より慎重に対処すべきであると考えられる。上場会

社の分離問題については、拙稿の上海石油化工股份有限公司のケースを参照されたい。⁽³⁾

また、支配株主は、上場会社の労働、人事、分配制度の改革や企業の経営メカニズムの転換および中間管理職・一般従業員の競争・奨励などのインセンティブ制度を確立することを支持すべきで、優劣淘汰の能力主義を貫徹し、流動的な労働市場を確立する必要がある（第一八条）。支配株主は上場会社およびその他の株主に対して、誠実・信用義務を負う。支配株主は支配する上場会社に対し、法律に基づいて出資者の権利を行使すべきであり、企業の吸収合併（M & A）などを利用して上場会社およびその他の株主の權益を侵害し、またはその特殊な地位を利用して法外な利益を獲得してはならない（第一九条）。そして、支配株主は、上場会社の取締役および監査役の候補者の指名について、法律や法規および会社定款の規定する条件と手続を厳格に遵守すべきである。支配株主によって指名された取締役および監査役の候補者は専門知識や意思決定および監督の能力を備えることが要求される。また支配株主は、株主総会の人事選任決議や取締役会の人事任用決議に対して、いかなる許可手続をも行なつてはならず、また株主総会および取締役会を無視して、上場会社の上級管理者を任命・解任してはならない（第二〇条）。上場会社の重大な意思決定は、株主総会や取締役会によって決められる。支配株主は、上場会社の意思決定や生産経営活動に対して直接または間接に介入し、上場会社やその他の株主の權益を損害してはならない（第二一条）。つまり「原則」は、近年頻発している支配株主の特殊な地位の乱用や上場会社およびその他の株主の權益を侵害する行為を防止するような措置を取っていると考えられる。

（２）上場会社の独立性

上述の済南軽騎は、支配株主の軽騎集団との間に資産、財務および人員の面で完全に分離されず、上場会社の

独立性が問われている。支配株主の上場会社に対する不当な介入を防ぎ、上場会社の独立性を確保するために、「原則」は、次のように規定する。

すなわち、支配株主は、上場会社との間に、人員、資産および財務を別々に分ける必要がある。また、機構や業務もそれぞれ独立し、独立採算制を採り、独自に責任やリスクを負う(第二二条)。

また、人員の独立性について、上場会社の人員は、支配株主から独立する必要がある。上場会社の経営陣、財務責任者、マーケティング責任者および取締役会の秘書は、支配株主たる会社の取締役以外の役職を兼任してはならない。支配株主たる会社の上級管理者は、上場会社の取締役を兼任する場合、必ず十分な時間や精力をもつて上場会社の業務に従事しなければならない(第二三条)。

資産の独立性について、支配株主から上場会社に投入した資産は支配株主から完全に独立し、その所属関係を明確にすることが要求される。支配株主が現金以外の資産で出資する場合には、当該資産の所有者の名義変更手続を行い、資産の範囲も明確に定め、上場会社が当該資産に対して独自の名義で登記し、商業帳簿を作つて管理する。支配株主は当該資産を占有・支配し、または上場会社の当該資産の経営管理に対して介入してはならない(第二四条)。

財務会計の独立性について、上場会社は、法規に基づいて独立採算制を採り、健全な財務会計制度を確立することが要求される。支配株主は、上場会社の財務会計の独立性を尊重し、それに介入してはならない(第二五条)。

経営の独立性について、上場会社は、取締役会、監査役会およびその内部機構の独立の運営をすべきである。支配株主およびその機能部門は、上場会社およびその機能部門と従属の上下関係ではない。上場会社の経営管理の独立性を阻害してはならない(第二六条)。

業務の独立性について、上場会社の業務は、完全に支配株主たる会社から独立しなければならない。支配株主およびその所属部門は、上場会社およびその所属部門と同じかまたは近い業務に従事してはならない。支配株主は同業種競争を避ける措置を取る必要がある（第二七条）。

以上のような規定は、一言でいえば、支配株主の「暴走」に歯止めをかけ、上場会社と支配株主たる会社つまり国有企業との関係をいわゆる「三分離」（資産、財務、人員の分離）を実現させ、上場会社の独立性の確立を図ることを狙いとしている。

注

- (1) 「二〇〇一年上市公司巡検整改報告実証分析」『中国証券報』二〇〇二年五月三一日。
- (2) 鄭文明・辰雨「濟南輕騎何以翻車」『中国証券報』二〇〇一年六月六日。
- (3) 王東明「中国国有企業のニューヨーク上場によるインパクト」洪谷博史・首藤恵・井村進哉編（二〇〇二）『アメリカ型企業ガバナンス 構造と国際的インパクト』東京大学出版会。

参考文献

- (1) 「上市公司治理準則」『中国証券報』二〇〇二年一月一〇日。
- (2) 「中国上市公司治理準則（修訂稿）」『中国証券報』二〇〇一年九月二一日。
- (3) 「上海証券取引所上市公司治理指引（二〇〇一年一月）」屠光紹・朱從玖編『公司治理 國際經驗与中国实践』人民出版社、二〇〇一年。

- (4) 周劍龍「中国型コーポレート・ガバナンスの動向」(上)(下)『国際商事法務』二〇〇二年五月号、六月号。
- (5) OECD Principles of Corporate Governance, June 22, 1999, <http://www.oecd.org/jcgf.org/jp/>
- (6) 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム「改定コーポレート・ガバナンス原則」(二〇〇一・三) <http://www.jcgf.org/jp/>

(おつ とつめい・主任研究員)

トランジション・マネジメント

三木 まり

1 はじめに

年金基金などが資産運用の配分を変更する際に、最小の執行コストで資産を移管できるよう支援するトランジション・マネジメントが、欧米をはじめとして国内でも拡大の兆しをみせている。これは、運用実績が低迷している基金の間で、執行コスト節約の要望が高まっているのに対応した動きである。また、株式持ち合い解消などで株式をまとめて売買する大口取引が増えるにつけ、持ち合い株を相場へ影響させずに売却したい金融機関や企業も、市場を介さない取引に関心を示している。

欧米においては一〇年ほど前からトランジション・マネジメントは利用されはじめた。一方、日本では、一九九八年春頃から一部の証券会社を中心にサービスタグメントが開始され、年金スポンサーや機関投資家の資産移管時における最良執行の具体的な方法の一つとなっている。

最良執行義務は、本来、年金プランスポンサーと各運用マネージャーに対して課された義務と考えられるが、通常の日本の年金では委託運用が中心であるため、各運用マネージャーにおける最良執行を指す場合が多い。ただし、大規模な資産移管（シェア変更、マンデートの変更¹）では、各運用マネージャーの最良執行の観点で局所的であるのに対し、年金プランスポンサーの観点は資産全体を包括的に捉えている点異なる。以下では、年金プランスポンサーの資産移管時における受託者責任の最良執行義務（特に執行コストの低減）に着目し、トラン

ジョン・マネジメントについて紹介と検討を行う。

2 トランジション・マネジメントの実状

(1) トランジション・マネジメントの歴史

まず、一九八〇年代において、特化型マネージャーストラクチャー⁽²⁾が浸透し、この導入のコスト抑制手法としてトランジション・マネジメントが米国年金で活用されはじめた。また、トランジション・マネジメントは、証券会社数社によって、このサービスを提供された。一九九〇年代に入ると、パッシブ・マネージャーが台頭してきた。パッシブ・マネージャーが運営するクロストレードのマーケットをトランジション・マネジメントに開放することが考えられる。クロストレードに関するアメリカのERISAの個別適用除外例をみると、インデックスファンドとポートフォリオの再構築プログラムとの間でクロストレードが認められている。一九九〇年代後半になると、コンサルタントの同サービスへの参入がみられる。このころになると、大型年金のみならず、中規模基金においてもトランジション・マネジメントの利用が急増した。

ところで、トランジション・マネジメントのマーケット・サイズについては、年金単位、運用機関単位のトランジションの区別が必ずしも明確ではないため正確な統計データは存在しない。二〇〇一年では、複数運用機関の入れ替えの「まとまったトランジション」は年間一〇〇〇件以上、移管金額五〇兆円と推定されている。⁽³⁾

(2) 米国において拡大するトランジション・マネジメント

米国におけるトランジション・マネジメントの拡大の現状についてサービスを提供する各社の実績を見ること

によって確認していききたい。まず、フランク・ラッセル社の場合、トランジション・マネジメントの移管資産総額は、一九九九年と二〇〇〇年の平均で約六〇〇億ドルであった。⁽⁴⁾ ステート・ストリート・グローバル・アドバイズ社の場合は、一九九九年において三〇〇億ドル、二〇〇〇年一六〇〇億ドル、二〇〇一年一〜三月期だけで五〇〇億ドルの移管資産を扱っている。⁽⁵⁾ 最後に、パークレーズ・グローバル・インベスターズ社の場合は、一九九六年一六二億ドル（一一五件）から二〇〇〇年には一七五〇億ドル（四三五件）に増大している。トランジション・マネジメントを使用した顧客のうち約半分が公的年金基金（扱った資産の八一％は確定給付型年金、そのほとんどが米国株）であった。同社の発表ではトランジション・マネジメントに回される外国株も一九九七年五五億株から二〇〇〇年には四六四億株に増加している。

外国株の量が増えるのに伴い、コンサルティング会社のトランジション・マネジメントを使う年金スポンサーが増加している。移管の際の複雑なプロセスを支援してもらうこと、エクスポージャーを最大にしトレーディング等の費用を最小に抑え、移管のベストタイミングを知り、移管のベンチマークを決めるのが目的とみられる。

一方、トランジション・マネジメントを提供する会社数も増加傾向にある。一九九六年は三丁四社だったが、一九九七年には七社、二〇〇〇年には二五社に増加している。トランジション・マネジメントに掛かる費用を担当のマネージャーから見積もってもらうことは、受託者責任の徹底からも望ましいと考えられる。

従来、米国でのトランジション・マネジメントは大きな資本力を持つ証券会社に限られていたが、このサービスへのパッシブ・マネージャーの参入によって大きな展開を見せ、過去数年、この手法で移管される年金資産は年率三〇〜五〇％の割合で急増している。この現象は、パッシブ・マネージャー自らの受託資産の獲得、解約のフローと、顧客の移管のフローとで、いわゆるインターナル・クロスのコスト削減効果によるところが大きいと

(3) トランジション・マネジメントとは

Transitionは「移管」の意で、資産移管に係わる管理、執行を指す。これを行うトランジション・マネージャはシェア変更等によって運用機関間に発生する資金移動について、最小コスト（取引コストやトラッキング・エラー）での移管を実現するために、執行計画の立案、運用機関・証券管理機関との交渉、証券会社の選択及び売買執行を行う。業務の執行にあたっては、バスケット取引（複数銘柄の同時集中発注）やクロス取引（売買の同時発注）などを駆使して、売買手数料、税金等の明示的コストやマーケット・インパクトや機会コスト等の暗黙のコストを抑制する。

ポートフォリオの構築・再構築における具体的な作業としては、マネージャーの交代、資産配分の見直し、運用手法の変更、投資形態・保管機関の変更、新規資金／資金の流出、合併等の組織の変更に伴うポートフォリオの変更が挙げられる。トランジション・マネジメントはこうした新しいポートフォリオの構築のコストを管理するものである。

(4) トランジション・マネジメントの基本的仕組み

従来、資金移管の内容が決定されると移管日の前に証券の現金化を行い、現金を移管した後で買い付けを開始するのが通常であった。トランジション・マネジメントの場合、新旧ポートフォリオ間で同一の投資銘柄がある場合には現物移管またはクロス取引を行う。一致しない銘柄については売却・購入が必要となるが、その場合

も取引コストを最小化できる取引形態の選択（例：バスケット取引や自己勘定取引）を行うだけでなく、移受管を伴う一時的なエクスポージャーの低下を避けるため先物への投資を機動的に行う。

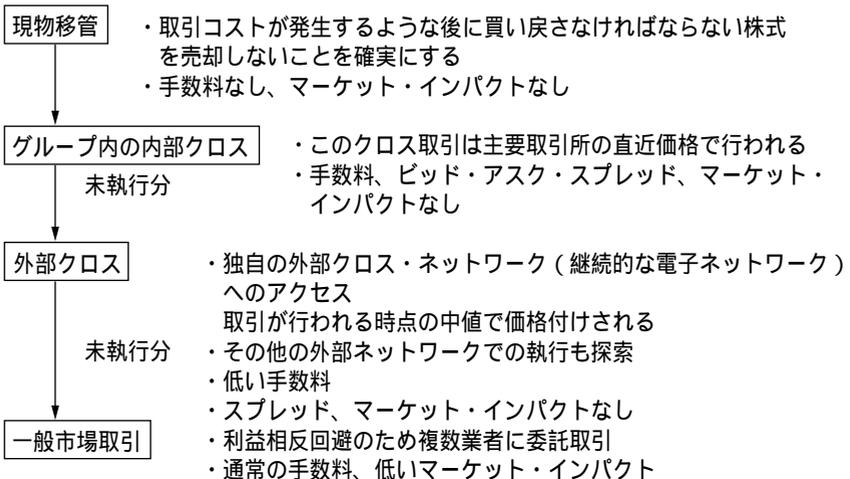
例えば、機会コストの削減のために、銘柄・セクター分析や国毎の分析を行い各レベルで売買戦略を最適化し先物オーダーイデヘッジを行う。

また、資産移管時における透明性の追求として、プレ・トレードにおける事前分析、取引執行中には、毎日進行状況をレポートし、ポスト・トレードには、執行結果の分析を行う。

(5) トランジション・マネジメントのスケジュール

トランジション・マネジメントのスケジュールを概観する前にトランジション・マネジメントの主要な参加者を確認しておきたい。トランジション・マネジメントの主要な参加者は年金スポンサー、グローバル・カストディアン、証券ブローカーの三者である。通常上記の三者でトランジション・マネジメントが行われるが、トランジション・マネージャーとして第三者が

図1 マーケット・インパクトと執行コストの削減例



（出所）ステート・ストリート証券資料に加筆。

コーディネーターするケースも海外ではある。

トランジション・マネジメントのスケジュールは、以下の七つの段階に分けられる。

事前の打ち合わせ

トランジション・マネジメントのアナウンス前にコーディネーターのトランジション・マネージャーがプランスポンサーと資金移管の計画を事前に打ち合わせ、全体のスケジュールを決定

トランジション・マネジメント・アナウンス

参加者全員を集めて年金スポンサーが各関係者にアナウンスするケースと書面にて協力を要請するケースがあり、アナウンス後は、トランジション・マネージャーが窓口となって各関係者との連絡をとる。

現状ポートのチェック

執行日に取り引可能かポートアクションなどの色々な角度から確認、必要に応じて執行日以前の売却を推奨

執行に関する最適コミュニケーション

トランジション・マネージャーの最も重要な役割は売買ポートフォリオの分析を行い取引執行のための多種多様な執行方法を検討することである。取引が複数の資産クラスにわたる場合、一回だけの取引執行では最適な結果が得られな

表1 トランジション・マネジメントのスケジュール概要

移管日に対し	
2ヶ月前	トランジション・マネージャーの選定作業開始 この間、ブラインド・ベースなどでのコスト面での比較が望ましい
1ヶ月前	トランジション・マネージャー決定
2週間前	事前分析（トランジション・マネージャー） 提案の移管スキームの評価
1週間前	移管スキームの決定 移管スキーム最終確定（基金、運用機関、信託銀行、証券会社）
移管直後	事後分析

(注) 対象マネージャー数の多い場合、事前分析の期間を1 - 2週間長く要する場合もある。
(出所) 河野伊之「トランジション・マネジメント」経営情報研究会資料、2002年。

いことがある。ポートフォリオの分析のプロセスは、流動性、リスク特性、ボラティリティ、市場性などの要因毎に、ポートフォリオを分解して行われる。これらのシミュレーションとキャッシュフローをベースに目的にあった最適な取引戦略が年金プランスポンサーに提案され決定される。

執行日及び最良執行方法の決定

最終的な取引日・手法をすべての資産を含む全体での最適化のもとに決定

売買ポートフォリオの変更

売却予定資産は比較的早い段階で運用を停止し、予定執行日に何らかの理由で執行できないことが分かっている証券に関しては事前に売却を推奨する。買い付け予定銘柄のポートフォリオに関してはシミュレーション後の急激な市場変化に対しては運用者からの要請に応じて多少のポート変更を行う場合もあり得る。

キャッシュマネジメント

国内株式 転換社債では $t+3$ が通常の受渡日であるが、外国株式のセトルは各国で異なり、通常どおりのセトルで行うと売却代金の回収が購入代金の支払いに間に合わない（キャッシュショート）ことが起こりうる。このため、各証券の売買によるキャッシュフローを分析し、売買後セトルが完全に終了するまでの間でキャッシュショートすることがないようなセトル日に調整

3 マスタートラストとトランジション・マネジメント

マスタートラストは、一九七〇年代以降、米国で発展した信託サービスで、合併・買収の進展や従業員の職種に応じて企業内に複数の年金プランが並存するようになった企業の年金資産を、特定の信託銀行（マスタートラ

ステイ）が一元的に管理する仕組みをいう。これは、年金プラン管理のために、年金スポンサー（年金基金）とトラステイとの間で締結される単独信託契約の形態をとり、その結果として年金スポンサーが負う管理負担を大幅に軽減することができるものである。

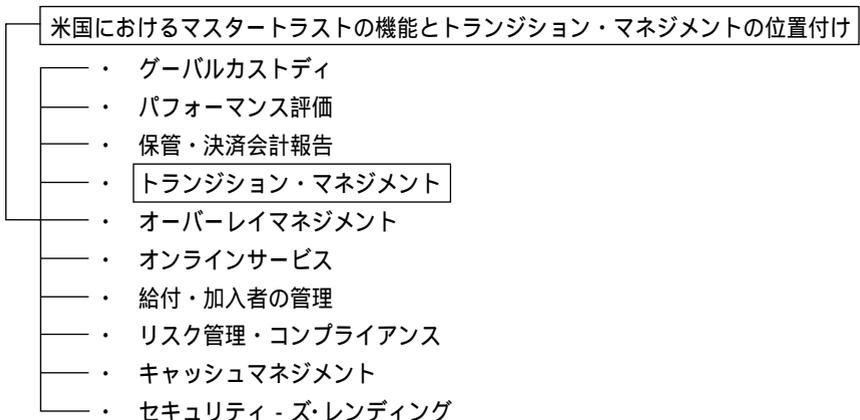
一般的にマスタートラストを「資産管理ビジネス」と捉える向きがあるがこれは一面的である。というのは、マスタートラストは「保管・決済」「会計・記録」という一連の業務で蓄えた膨大な資産管理データを集約・管理し、それを加工するところから始まる側面があるからである。

マスタートラステイの代表的なサービスとして、パフォーマンスの測定・分析がある。3年から5年にわたるパフォーマンスの測定の結果、そのシェア変更という大規模なポートフォリオの変更に際し、マスタートラステイは、コストを最小限にするための問題解決者として、トランジション・マネジメントを提供することになる。

つまり、米国のトランジション・マネジメントでは、マスタートラステイが効果的に機能を発揮しているといえる。

米国においては、マスタートラステイに資産管理を一元化するための枠組みが既に整備されている。しかし、日米両国における信託法制、金

図2 マスタートラストとトランジション・マネジメント



融法制、年金法制などの相違は大きく、米国のようなスキームを日本に導入するにはどのくらい時間を要するか予想がつかないのが実状のようである。

4 おわりに

米国のトランジション・マネジメントの場合、マスタートラスティやカस्टディ銀行においても、年金や投資信託といった資産管理業務を実際に行い、規模のメリットを追求し、十分なシステム投資を行ってきたからこそ、そのメリットを生かして資産管理業務を一層高度化してきた事実がある。

日本においては、近年の運用環境の低迷、受託者責任の厳正化の流れや、持ち合い株の解消などで株式をまとめて売買する大口取引が増えるにつれ、大口取引の執行技術が急速に進化してきている。技術の高度化には、社会的インフラとしてのRTGS化、DVP化、STP化といった決済機能の高度化、決済期間の短縮化への対応が求められており、そのためのシステム投資が迫られている。また、トランジション・マネジメントには、厚みのある自己資本が必要で、機関投資家向けの証券会社の勢力圏を塗り替える一因になるかもしれない。

また、米国におけるトランジション・マネジメントのサービスの現状を見ると、トランジション・マネジメント・サービスは、グローバルカस्टディ業務等と同様に、多大な設備投資、人的資源、経験、スキル等を必要とするサービスである。このような業務を継続的に行うための投資ができるサービス提供者は、寡占化される傾向にあるものと推測される。しかし、トランジション・マネジメント・ビジネスは、欧米からの趨勢として、また、持ち合い株を相場へ影響されずに売却したい金融機関や企業も関心を示す中、今後、将来的に成長の見込まれるビジネス領域であると考えられる。

注

- (1) バランス型から特化型、リバランスなどの色々なケースがある。
- (2) 資産運用機関を担う運用機関の構成。
- (3) Pension & Investment / ドイツ証券会社推計
- (4) フランク・ラッセル社は、二〇〇一年は一五〇〇億ドル規模になると予測している。
- (5) この時点で、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ社は、二〇〇一年は二〇〇〇億ドルになると予想している。

(みき まり・研究員)

ITバブル後の国際資本移動について

伊豆 久

はじめに

今年春からドルの下落が続いている。相次ぐ粉飾決算が米国経済への信頼を揺るがしているのであるが、その背景にはITバブル崩壊後の国際資本移動の変化があるように思われる。

九〇年代後半、米国は巨額の経常収支赤字にもかかわらず、世界中の資金を集めることでドル高を維持してきた。⁽¹⁾ しかしながら、二〇〇〇年春にはITバブルが崩壊して状況は一変、ドルレートの持続性が疑問視されるようになったのである。

では、最近の米国を中心とする国際資本移動にはどのような特徴があるのか、ITバブル期と何が違っているのか、以下、最近の動向を整理してみよう。

1 米国への資本流入の減少

まずはじめに、米国の国際収支を確認しておこう(表1)。

ここから米国への資本流入における変化をまとめると、直

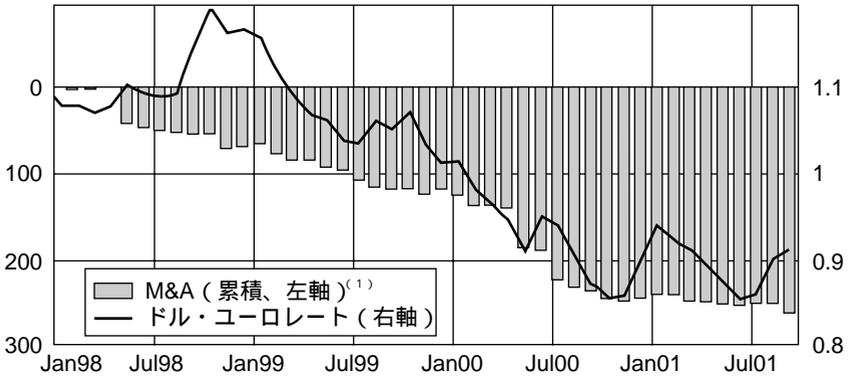
表1 米国の国際収支

(10億ドル)

	1999	2000	2001
直接投資	145.6	135.2	1.9
米国の対外直接投資	- 155.4	- 152.4	- 156.0
非居住者の対米直接投資	301.0	287.7	157.9
証券投資	195.3	307.9	416.6
米国の対外証券投資	- 131.2	- 124.9	- 97.7
株式	- 114.4	- 99.7	- 110.2
うち株式交換	- 123	- 81.1	- 42.9
債券	- 16.8	- 25.2	12.5
非居住者の対米証券投資	323.5	432.9	514.2
株式	113.0	192.7	127.2
財務省証券	- 20.5	- 52.8	15.8
債券(財務省証券を除く)	231.0	292.9	371.2

(出所) Survey of Current Business, April 2002.

図1 M & Aとドル・ユーロレート



(注1) ユーロ圏からアメリカへのM & Aフロー（ネット）の累積（1998年1月から）。公表ベース。
 (出所) Ingo Fender and Gabriele Galati, "The impact of transatlantic M&A activity on the dollar/euro exchange rate", *BIS Quarterly Review*, Dec. 2001.

接投資の流入額が激減していること、株式投資が減少していること、国債投資が売り越しから買い越しに転じていること、その他債券投資が増加していること、ということになる。

それぞれについて詳しく見てみよう。

2 直接投資 M & Aとそのシグナル効果

米国の対外直接投資収支は、九〇年代末、大幅な入超が続いていた。米国経済が「ニューエコノミー」に沸いたこの時期、外国企業による米国企業の買収が相次いだのである。そしてこのことが、米国企業・経済の高い成長可能性を示すものとして、ドル高を支える最大の要因となっていたのである。

しかしながら、直接投資の流入とドル高の関係は、そう単純ではない。というのは、この時期の対米直接投資の多くは、欧州企業による株式交換方式のM & Aだったのであるが、その方式では、被買収企業の株式と交換に、買収企業の株式が被買収企業の株主に交付されるだけで、現金は端数の調節に使われる程度である。⁽³⁾つまり、欧州から米国への資本輸出といっても、ユーロやポンドがドルに交換されるわけではないのである。したがって、こうしたM & Aは、

ドル買いを伴わず、理屈の上では直接的なドル高要因とはなりえないことになる。

にもかかわらず、図1が示すように、欧州による対米企業買収は、ユーロ・ドルレートと密接な関係にあるように思われる。この点、どう考えればよいのだろうか。

これに関してBIS（国際決済銀行）のレポート⁽⁴⁾は、実際の為替取引ではなく、M & Aの発表そのものが、欧州企業の米国経済への確信を意味し、そのアナウンスメント効果、シグナル効果が、ドルを上昇させたのではないかとしている。付け加えれば、株式交換によるM & Aは、いわば米国流の株式資本主義を象徴する取引手法である。その欧州への拡大は、そうした米国流の株式文化がヨーロッパにも浸透していることを意味する。為替市場はそうしたシグナルを読み取り、米国企業の業績だけでなく、むしろ米国経済の価値基準そのものを高く評価してきたということであろう。

バブル期の資本流入をそのように解釈できるとすれば、昨年から米国への直接投資の激減は、これまでとは全く逆の、米国流の株式資本主義そのものの魅力低下というシグナルを発信していることになる。歯車が逆回転し始めたのであって、そのインパクトの大きさは、単なる国際収支上の減少額をはるかに上回るものとならざるをえないであろう。

3 証券投資・外貨準備 「欧州の幻滅とアジアの従属」

では、証券投資はどうか。

表1が示すように、株式投資が減少する一方で債券投資は増えている。株価が下落し金利が下がっているのだから当然のことであるが、投資動向を地域別に見ると興味深い現象が見られる。

表2 ユーロ圏からの対外証券投資

(10億ユーロ)

	合計	株式	債券
1998年	- 363.3	- 116.2	- 247.1
1999年	- 311.4	- 156.3	- 155.1
2000年	- 412.8	- 288.5	- 124.3
2001年	- 266.7	- 95.4	- 171.3
02年(1 - 3月)	- 62.3	- 28.4	- 33.9

(出所) ECB, *Monthly Bulletin*, June 2002.

表3 主要地域別にみた日本の対外株式投資

単位：億円、は取得(流出)超

	98年中	99	2000	2001
米 国	5,303	14,622	11,339	14,997
欧 州(注1)	8,364	10,205	4,648	2,826
うちドイツ	963	1,545	958	1,746
フランス	2,278	2,468	71	2,287
イギリス	1,377	3,687	3,449	1,318
アジア(注2)	1,987	2,187	1,560	292

(注1) 欧州は、ドイツ、フランス、イギリス、オランダ、ルクセンブルク、スイスの6か国計。

(注2) アジアは、香港、韓国、タイ、マレーシア、シンガポールの5か国・地域計。

(出所) 『日本銀行調査月報』2002年3月号。

表4 主要地域別にみた日本の対外債券投資

単位：億円、は取得(流出)超

	98年中	99	2000	2001
米 国	33,098	385	12,401	43,953
欧 州(注1)	72,701	54,063	18,255	17,345
うちドイツ	39,676	20,744	13,092	1,227
フランス	14,568	14,241	6,037	13,636
イギリス	8,535	3,365	3,581	1,621
アジア(注2)	699	747	583	628

(注1) 欧州は、ドイツ、フランス、イギリス、オランダ、ルクセンブルク、スイスの6か国計。

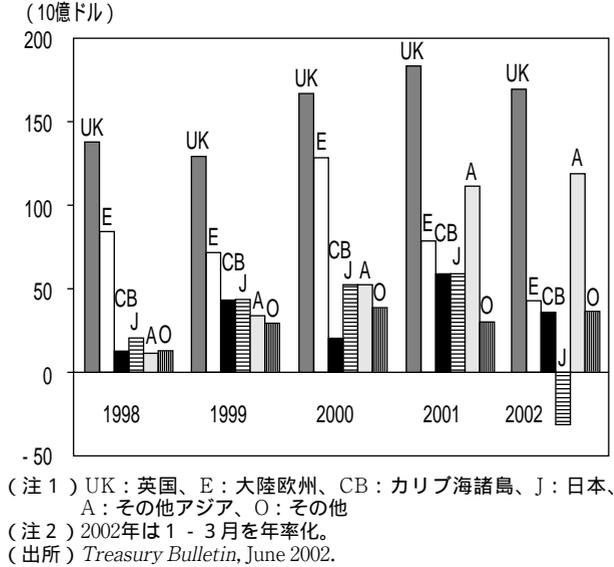
(注2) アジアは、香港、韓国、タイ、マレーシア、シンガポールの5か国・地域計。

(出所) 表3に同じ。

表2は、ユーロ圏からの対外証券投資を見たものであるが、これを見ると、株式投資は、二〇〇〇年から〇一年にかけて二、八八五億ユーロから九五四億ユーロへとおよそ三分の一に減少、九八、九九年の水準をも下回っている。他方、二〇〇〇年にかけて減少していた債券投資は、〇一年に増加するものの、今年に入って再び減少している。ユーロ圏からの対外証券投資は、株式を中心に大幅に減少しているのである。

では、日本の対米証券投資はどうであろうか。日本からの対外証券投資を地域別に表した表3、4を見ると、日本ではITバブルが崩壊してからも対米株式投資が減少しておらず、昨年はむしろ増加していることがわかる(二〇〇〇年の一兆一千億円から一兆四千億円へ)。また、債券投資では、昨年は四兆三千億円と一昨年の四倍近

図2 非居住者の対米証券投資



くの買い越しとなっている。株式を中心に世界からの対米投資が冷え込むなか、日本の米国買いは際立っていると見えるだろう。

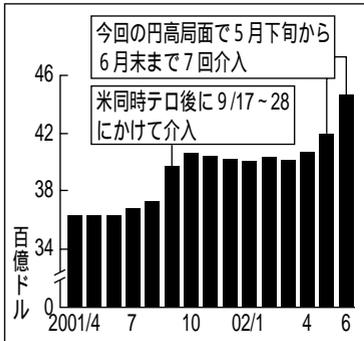
今度は、同じことを米国側の資料(図2)で確認してみよう。これによると、大陸ヨーロッパからの投資が、〇一年、〇二年(第一四半期)と激減しているなかで、日本とアジアは〇一年、〇二年と増加していることがわかる(日本の〇二年第一四半期が減少しているのは、決算年度末の特殊要因による)。

外貨準備についても同様の傾向が現れている。図3は、欧州中央銀行と加盟各国中央銀行の外貨準備であるが、今年一月末には二、四五二億ドルあったドルを中心とする外貨準備が、三ヶ月で七%も減少している。対照的にアジア

圏はここ数年、外貨準備を増大させている(図4)。特に日本政府・日銀は、ドル安が進行した五月下旬からの一ヶ月間で二〇〇億ドルの市場介入を実施、ほぼすべてが米国債の購入にあてられ、債券市場を下支えしたと伝えられている(図5)。

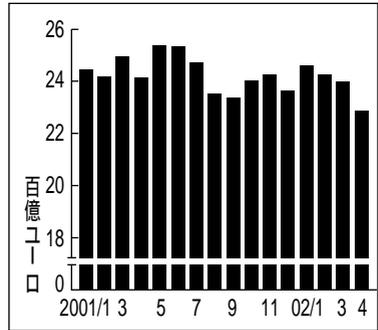
このように、対米投資の動向を見ると、欧州では米国離れが急速に進んでいるのに対して、日本をはじめとするアジア諸国は「米国買い」を持続させている様子がうかがえる。

図5 外貨準備高と最近の市場介入



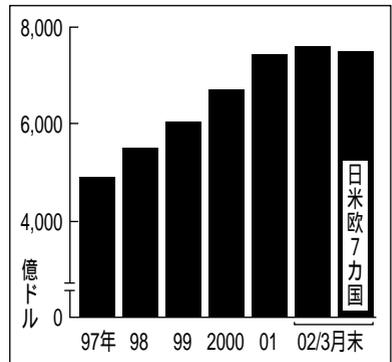
(出所) 『日本経済新聞』2002年7月5日夕刊。

図3 ユーロ圏の外貨準備



(注) 月末ベース、金などを除く
(出所) 『日本経済新聞』2002年6月19日朝刊。

図4 アジア(9カ国・地域)の外貨準備高



(注) 国際通貨基金 (IMF) 調べ、年末ベース
(出所) 『日本経済新聞』2002年6月19日夕刊。

こうした対照的な動きとなっているのは、一つには、欧州の資本市場では九〇年代末に「アメリカ化」が急速に進み、バブル崩壊後、その反動が現れているためであろう。EU市場統合やグローバル化の下で進む企業再編に対して、有力欧州企業は、米系投資銀行から敵対的なM&Aや株式交換、レバレッジド・ローンといったアメリカ的な取引手法を学び、同時に、米国市場に乗り出す(米国企業の買収)ことに対応してきた。それが、九〇年代末の欧米間の資本取引を規定していたのである。しかしながら、株価が下落すると、そうした取引は直接的な影響を受けることになる。

しかし、日本を含めたアジア諸国では、確かに株式市場ではIT関

連銘柄のバブルが生じたわけであるが、NYSEに上場して株式交換でアメリカ企業を買収する、といった事例は極めて少ない。E.Tバブルのインフラとなった資本市場や企業文化のアメリカ化といった現象が、アジアでは欧州ほど進まなかったのである。そのため、バブル崩壊後の変動も小さく、対米投資が比較的持続しているのではないだろうか。

もう一つの外貨準備の動向に関しては、欧州では、ユーロ高の与える影響についての判断の他、長期的なスパンで外貨準備保有の効率化が進められていることが指摘できるであろう。ユーロの導入・中央銀行の統合によって、各国中央銀行が独自に外貨を持つ必要がなくなったからである。それに対してアジアは、特に貿易において米国への依存度が強く、ドル買いによる外貨準備の積み増しを続けざるをえない状況にある。特に日本では、ここで外需が低迷することは何としても避けたいところであろう。しかしながらその効果については懐疑的とならざるをえない。単独での市場介入には限界がある上、米国内では保護貿易圧力が高まっている。世界全体の景気が冷え込むなかで日本だけが通貨安を望むことは、日本経済の抱える問題の根本的な解決を図らずにそのツケを外国に回すことであり、「日本問題の世界への輸出」にすぎない、との批判⁸⁾が浴びせられることになるだろう。

4 政府機関債へのリスクの集中 債券投資について見てみよう。

米国への資本流入では、直接投資や株式投資が減少している一方で、債券投資は増加している。国債は、二〇〇〇年には五二八億ドルの売り越しであったものが、昨年は二五八億ドルとわずかながらも買い越しに転じている（表1参照）。財政収支の黒字化から国債発行額が減少し、それが外国からの売り越しとなっていたが、バブ

ル崩壊後、「質への逃避」が生じ、再び、米国国債への買いが増えたものと思われる。

国債以外の債券投資についても同じことが言える。一昨年の一、九二九億ドルの買い越しから昨年はさらに増加して三、七二二億ドルの買い越しとなっている（表1参照）。この「国債以外の債券」の中身であるが、ここでは、国債が買われたのと同じ理由から、昨年は政府機関債への投資が増えたものと推測される。例えば、表5は、米国の国際債発行額を主体別に示したものであるが、これを見ると政府機関債の発行額が、九九年の二四〇億ドル（全体の三六％）から昨年は四九〇億ドル（四四％）へと約二倍となり、最大の発行主体となっている。

こうした政府機関の中心がフアンリーメイ（F N M A…連邦抵当金庫）、フレディマック（F H L M C…連邦住宅貸付抵当公社）と呼ばれる二つの住宅関連機関なのであるが、これらについて、最近さまざまな議論がなされている。

この二つの機関は、民間金融機関の住宅ローン債権を買い取る一方、それに債務保証をつけたM B Sや単独の債券を発行して資金を調達しているのであるが、二機関は、財務省に一定の与信枠を持っており、その債務は事実上政府によって保証されているとされる。しかし、法律上、政府にはその債務を無制限に保証する義務はない。日本を含むアジアの金融危機でさかんに批判された金融機関に対する暗黙の政府保証とそれによるモラルハガードが、米国の政府系金融機関でも問題となっているのである。さらに、二つの機関は、その設立に議会の認可が必要であるなど準政府機関として扱われているが（日本の特殊法人に近い）、法律上は純然たる株式会社で

表5 米国の新規国際債発行額

(10億ドル)

	1999年	2000年	2001年
事業会社	7,124	17,999	19,485
銀行	5,338	6,153	4,255
その他金融機関	26,432	33,961	37,011
政府機関	24,004	44,236	49,008
その他	2,949	6,851	2,362
合計	65,847	109,201	112,121

(出所) Survey of Current Business, April 2002.

あつてその株式はNYSEに上場されている。つまり、政府機関であると同時に営利会社であることから、ガバナンス上の矛盾が生じるのであつて、具体的には、暗黙の政府保証を背景に不当な低金利で資金調達をし、過度のリスクをとっているのではないか、との批判がなされている。この二つの機関の抱える信用リスク（保有債権額 + MBSへの債務保証額）は〇一年末時点で二兆七千億ドルに達し、九六年時の三倍、米国における住宅ローンの信用リスク全体の四九・八%に達しているのである。⁽⁹⁾

現在、株価下落にもかかわらず米国の消費が堅調なのは、個人保有の不動産価格が上昇を続けているためであると言われる。⁽¹⁰⁾ しかしながら、もし不動産価格に変調が生じることになれば、すでに米国金融市場における最大のリスクテーカーとなつているフアニーメイ、フレディマックにもその影響は及びかねない。その時には、その発行債券を米国債と同一視してきた海外投資家も安閑とはしていられないであらう。

おわりに

現在のドル安はどこまで続くのだろうか。背景となつている株安、その直近の原因である粉飾決算問題に対しては、大統領、議会、SECそれぞれが危機感をもつて対応しているため、問題は短期日のうちに解決するだろうとの見方も有力である。

しかしながら、問題はもう少し長期的なのではないだろうか。粉飾決算疑惑が解消しても、次には会計基準そのものの問題が乗り越えられねばならない。ITブームのなかで、新興企業は報酬のかんりの部分をストックオプションで賄い、現金支出を抑えることができた。権利行使価格をオプション付与時の時価と同一に設定すれば、その公正価値額を費用として計上しなくてもよかつたからである。しかしIASB（国際会計基準理事会）は二

〇〇四年一月からの費用化を決定し、またコカコーラなど米企業にも費用計上を始めるところが現れている。

またM & Aについても、九〇年代末には、のれん代（実際の買収価格から帳簿上の純資産額を差引いたもの）を認識しなくてよいプリーング法を使った買収が多かったが、プリーング法は昨年七月に廃止され、のれんを資産計上するパーチェス法に一本化されている。⁽¹⁾

こうした会計基準の変更は、九〇年代後半の繁栄を演出した「株式の貨幣化」を不可能にする。つまり、米国が直面しているのは、循環的な景気の後退や一時的な会計スキャンダルではなく、経済の枠組みそのものの重大な変更なのである。

そうしたハードルを乗り越えつつ、さらに、通信会社を中心に積み上げられた過剰債務という実態面での問題に取り組み必要がある。

こうした課題には、欧州にも共通する点が大きいため、相対的な指標である為替レートがどう動くか予測することは容易ではないが、少なくとも米国への資本流入を支える環境がここ一、二年で大きく変わってしまったことは間違いないのではないだろうか。

注

(1) 九〇年代末の米国の対外資本取引については、拙稿『ニューエコノミー』期米国の国際収支、『証券経済研究』第二号二〇〇一年五月、参照。

(2) 代表的な案件として、独タイムラーベンツによるクライスラー買収（九八年、三〇〇億ドル）、英ボーダフォンによるエアタッチ買収（九九年、六〇〇億ドル）、ドイツテレコムによるボイスストリーム買収（二〇〇〇年、五〇七億ドル）

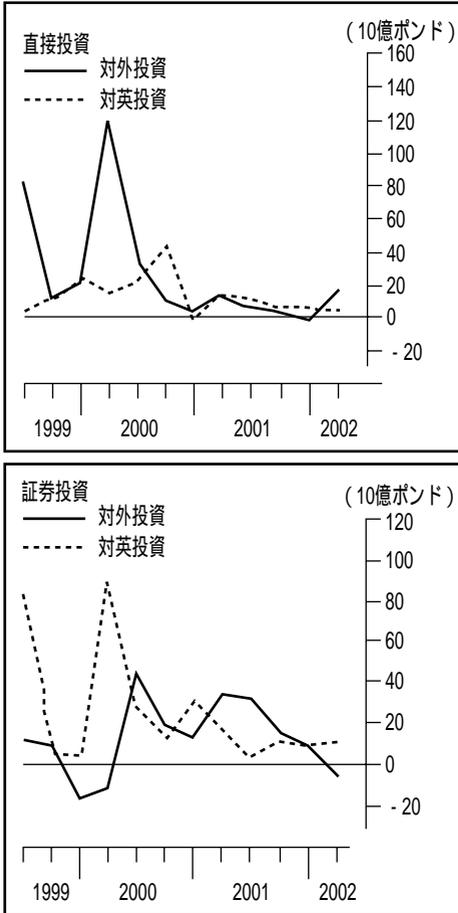
なり。

(3) その結果、九〇年代末の米国の外国株式投資（ネット）のほとんどは、株式交換による取得が占めることとなった。〇一年には、M & Aが減少したため、株式交換による株式取得も半減している（表1参照）。

欧州ではその正反対のことが生じている。図6は、イギリスの直接投資と証券投資を示したものであるが、これを見ると、上段の対外直接投資と下段の対英証券投資の動きがほぼ完全に一致していることがわかる。つまり、直接投資が株式交換で行われると、被買収企業の旧株主は、買収企業である英国企業の株式を取得することになる。イギリスからの対外直接投資が増えると対英株式投資が増えるのである。

(4) Ingo Fender and Gabriele Galati, "The impact of transatlantic M&A activity on the dollar/euro exchange rate", BIS

図6 英国の直接投資・証券投資



(出所) National Statistics (www.statistics.gov.uk.),
Balance of Payments (27 March 2002).

Quarterly Review, Dec. 2001.

- (5) 『日本経済新聞』二〇〇二年六月十六日朝刊。
- (6) モルガンスタンレーのストラテジストは、この現象を「欧州の幻滅とアジアの従属」と表現した。"US Portfolio Inflow-Dissillusion vs. Dependence" (Morgan Stanley: Global Economic Forum, June 5, 2002.)
- (7) Danielle Robinson, "The Americanization of Europe", *Investment Dealers' Digest*, Jan. 24, 2000.
- (8) Fred Bergsten, "The Dollar and the US Economy", May 2002. (www.iie.com)
- (9) "Unexploded bombs; Beware of Fannie and Freddie", *Economist*, May 19, 2002; Jules Evans, "The Trouble with Fannie and Freddie", *Euro money*, June 2002.
- (10) 清水啓典「住宅資産増 株下落を補う」、『日本経済新聞』二〇〇二年七月四日朝刊。
- (11) ストックオプションについては、拙稿「米国新興企業とストック・オプション」本誌二〇〇一年五月号、M & A会計については、拙稿「M & A会計とイーバブル」本誌二〇〇二年七月号、参照。

(いず ひやっ・客員研究員)

証研レポート第一六〇九号
二〇〇二年八月十二日発行

(毎月一回第一月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2002年 8 月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館

電話 (06) 6201 0061(代表) Fax (06) 6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)