

証 研

レポート

No.1614

2003年1月

日本の産業・企業再生の行方

二上季代司（1）

日中の経済関係について

王 東明（10）

米国のストックオプション制度とその問題

三木 まり（22）

初期のロンドン証券取引所

清水 葉子（35）

財団法人 **日本証券経済研究所**

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

日本の産業・企業再生の行方

一上季代司

昨年一〇月末に明らかとなった政府の「総合デフレ対策」は、不良債権処理の加速と借り手企業の再生を一体で進めるとともに、企業整理に伴うデフレ圧力を緩和するため雇用対策、中小企業対策など安全網を整備することが柱となっている。いうまでもなく、銀行の不良債権の裏側には非効率な企業が存在がある。今回の総合デフレ対策に盛り込まれた「産業再生機構」の創設（四月予定）は、民間の自主性に任せたのでは遅々として進まない企業整理・改革（非効率企業の淘汰と再生）ひいては産業再編成を政府主導によって推進しようという趣旨である。

今回の産業再生機構の創設は、日本のこれまでの経済システムについて多くの示唆を含んでいる。すなわちなぜ日本では民間主導の企業改革・再生が円滑に進まないのか、わが国のシステムの何が欠点なのか。産業再生機構はどのような仕組みで企業改革・再生さらに産業再編を計ろうというのだろうか。その具体的な役割・機能は何か。それは果たして成功するのだろうか、成功するための条件は何か。産業・企業再生が遅々として進まなくなった場合の帰結、シナリオはどうなるのだろうか。

ここでは、これらのすべてに答えることは出来ないが、関連数値や具体例を紹介しながら、問題の所在を敷衍してみよう。

1 メインバンクと企業再生

企業が財務危機に陥ったとき、その危機管理には様々な手法がありうるが、その基本的なプロセスは次の各局面からなりたっている。すなわち、当該企業の再生可能性、存続可能性の有無を判断すること、存続可能と判断できれば過剰債務の放棄や株式化などによって資本構成を適正にすること、他方、事業を中核、非中核に切りわけて再建計画を作り、これにもとづいて非中核的・遊休的あるいは不採算的な資産・事業を清算、売却あるいは単独で存続しえない場合には提携先、売却先を模索（M & Aの仲介）すること、などである。

これまでの定説では、わが国企業のこうした危機管理のすべての局面においてメインバンクが主導的な役割を果たしてきた、といわれてきた。それによれば、メインバンクは取引先企業の経営情報を占有しており、経営を監視出来る立場にあるので、メインバンクこそが当該企業が経営危機に陥った時に再生可能かどうか判断できる。そして、メインバンクは他の株主や債権者から当該企業再編計画の同意を得るべく損失分担の調整を担う。その過程で、債権の肩代わりなどみずから最大の損失を引き受けるが、これは一種のペナルティーだというわけである。当該企業の経営危機はメインバンクの監視機能の失敗を意味し、そのペナルティーとしてメインバンクは最大の損失を甘受する、というのである。こうしてメインバンクはその企業のバランスシートをきれいにし、しかものちに系列化を斡旋するなどの形でどこか別の企業と一緒にさせる、というやり方で処理してきた、というのである。⁽¹⁾ところが、一九九〇年代に入って、こうしたメインバンク主導の危機管理が円滑に働かなくなってきた。現状、メインバンクが行っていることは、債権放棄と新規資金の供給だけであり、企業再生を担保するための事業・組織の見直しは進んでいない、といわれている。

これを数字で確認しておこう。例えば、大手銀行が昨年（二〇〇二年）上期に行った債権放棄（法的整理によ

るものを除く)の額は六二五一億円で前年同期の九倍、債権の株式化は五二八二億円で、これらをあわせた取引先企業への支援額は一兆一五三三億円で、前年同期比一六倍である。昨春の金融庁による大手銀行等への特別検査で査定を厳格化した結果、破綻懸念先などに区分を引き下げた先の支援が大きいの。また帝国データバンク調べによると、債権放棄先は一〇四社(昨年一〇九月実績)で過去最多のペースとなつてゐる。なお、一九八五年以降の債権放棄先の累計は六六八社、うち一五一社(二二・六%)が破綻しており、二回も債権放棄した企業もあるところだが、こうした債権放棄組のほとんどは再編が進んでおらず、株価も一〇〇円割れ、なかには五〇円額面割れのままであるところが多い。

他方、昨年は上場企業一九社が会社更正法などで法的整理に付されたが、このうち新潟鉄鋼所、殖産住宅、ニッセキハウス、日立精機など、二〇社近くで支援企業や譲渡先などのスポンサーがついてゐる(「日経金融新聞」一二月二二日)。つまりメインバンク主導で私的整理された企業の再生は進んでおらず、メインバンクが支援をあきらめて法的整理された企業の方がスムーズに再編されてゐるのである。

以上の数字や具体例は、メインバンクを中心に巨額の債権放棄が行われているにも関わらず、こうした債権放棄組では不稼働・不採算の資産、事業の整理が十分に行われていないために提携等を通じた支援先が現れず、再生、再編が進まないということを裏書きにしているのである。

こうした事態に対するわが国の行政当局の対応は「産業再生機構」の設置であつた。そこで次にこれを見よう。

2 産業再生機構の概要

産業再生機構は預金保険機構の付属機関として設置される。融資機能を持つ金融機関である（出資、信託、保証業務もあわせもつ）。株式会社形態ではあるが、運営方針、役員選任には政府が関与する半官半民の組織となる。原案では買い取り期間二年、設置期間三年で五年間の存続という時限措置である。その業務は企業の再建可能性の判断、非メインバンクからの債権買取ならびに支援企業の選定に限られており、それらの決定は機構内に設けられた「産業再生委員会」によって下される。すなわち産業再生機構は、再生可能と判断される企業の債権を非メインバンクから買い取って、⁽³⁾メインバンクと二人三脚で再建にあたるのだが、買い取り後は支援企業の選定だけに限定し、実際の支援業務は民間に委ねる、というスタンスである。買い取った不良債権が塩漬けにならないように設置期間も三年と限っているのである。また主たる対象債権は「要管理先」とされている。要管理債権の規模は大手企業向けで約一〇兆円（二〇〇二年三月末）であり、これが買い取り資金一〇兆円の根拠とされる。⁽⁴⁾

ところで、再生可能の判断基準は「産業再生・雇用対策戦略本部」が指針として策定することになっているが、取り沙汰されている案は、再建計画に期限を設定し、三年以内に 債務残高をキャッシュフローの一〇倍以内、
経常収入が経常費用を上回ること、また 経営改善基準として（イ）株主資本利益率（ROE）二ポイント改善（ロ）有形固定資産回転率五％向上、（ハ）従業員一人あたり付加価値六％向上、のいずれかを達成すること、とされている。ちなみに、二〇〇一年度決算でみると、有利子負債がキャッシュフローの一〇倍を超えているか、あるいは営業キャッシュフローがゼロまたは赤字の企業は、東証一部二部一七五〇社中、六三三社（三六％）にのぼっており、うち建設は六八（二二）社中、五七％、機械六七（一四四）社中、四七％、電気機器六六（一九

○社中、三五％、商社六三（一六六社中、三八％）となつて⁽⁵⁾いる。この基準をそのまま適用するととなると、かなりドラスティックな企業淘汰が予想される。

他方、買取価格は実質簿価（簿価から引当金を控除した額）とされる。引当金の算定として割引キャッシュフロー方式を利用するとされており、これに基づく買取価格は簿価の一六％程度になると予想されている（なお整理回収機構RCCの買取価格は一〇％程度であり、これよりは高いことになる）。

3 産業再生機構の問題点

以上が産業再生機構の概要であるが、これに対し、次のような問題点が指摘されている。第一に、企業再生の可能性を判断するために必要な当該企業の経営情報はメインバンクが握っており、実際上は、メインバンクにその判断を頼らざるを得ないことである。しかし、これまで見たように、メインバンクが債権放棄に応じてきた企業の多くは再生未達であった。メインバンクの判断が正しいかどうか、それを見極める能力が産業再生機構に求められるのである。第二に、先の買取基準は指針であり、業種ごとの特殊事情を勘案して関係省庁が必要に応じて事業別の指針を策定できるとされている。したがって、買取基準に政治的な圧力がかかる可能性がある。第三に、非メインバンクに債券を売却するインセンティブがあるか、という問題である。先に見たように、買取価格は「実質簿価」であるためにRCCに売却するよりも売値は高い。しかし売れば、その時点で貸倒引当金は損失として確定する。それよりも、再建可能な企業の債権であるなら正常債権として生き返る可能性が出てくるので、売らずにもっておこうとするインセンティブが一方で働こう。その可能性は、再生の蓋然性の高い企業向け債権であればあるほど高くなる。

4 メインバンク主導による企業再生の問題点

そこで元に戻って、これまで定説とされてきたメインバンク主導の企業再生が、どうして円滑に進まなくなつたのか、という問題に移ろう。その原因としてまず挙げられるのは、メインバンクの監視機能の低下である。すなわち、直接金融へのシフトとともに貸出の比重が低下すると、銀行がもつ対企業交渉力を以前ほどには発揮できなくなり、その結果、メインバンクによる事前および途中の監視機能が低下する、というものである。要するにコーポレート・ガバナンスの欠如が指摘されており、これはこれで重要な問題ではあるが、ここでは的外れである。というのは監視機能の低下は資本市場にアクセスできる企業経営の良い状態の時にいえることで、⁽⁶⁾ 企業経営が悪化してくると、資本市場を利用することが出来なくなり、銀行依存が深まることになる。今問われているのは、主取引先企業が経営危機に陥つたときに以前のようにメインバンク主導の危機管理がなぜ出来なくなつたか、ということにあるからである。

そこで次に考えられる原因は、メインバンクにその様な危機管理が出来る能力はない、というものである。これは二つの解釈が可能である。一つは、銀行の抱える不良債権があまりに多くて、従来のような企業整理（破綻処理と再生）に乗り出すと、多額の償却損がでて銀行の自己資本が毀損し、銀行自身の経営がたち行かなくなるといふものである。そのため、法的整理にできれば多額の償却が免れないが債務放棄をすればその分だけの損にとどまるので中途半端な（といっても巨額であるが）債権放棄の私的整理を選ぼうとするのだ、とされる。総合デフレ対策の一環に組み込まれた金融再生プログラムには、査定強化による不良債権の最終処理促進をつたっているが、これはこうした銀行のビヘイビアを牽制しようと言つものであろう。

ちなみに、日本企業対象の企業再生ファンドは合計すると、現状、設定額が一兆円にのぼる。通常はこれに借

入金を組み合わせるので買収可能金額は約三兆円になる。ところが、買収実績（九八年～二〇〇二年一〇月）は二割以下の四九〇〇億円にとどまっている。その理由は金融機関が本格的な不良債権処理に踏み切らないために売り物が出てこないからだ⁽⁷⁾とされる。「日経」一月二日。銀行は不良債権の「損きり処分」ができないのだというわけである。

もう一つの解釈は、企業再生のやり方が、かつての高度成長期とは様変わりとなり、メインバンクではこの変化に対応できないというものである。従来までは、メインバンクは多額の損をかぶって主取引先企業のバランスシートをきれいにし、同業他社あるいは取引先に営業譲渡、第三者割当増資による子会社化、吸収合併の形で当該企業をまるごと処理してきた。しかし、今日の企業再生は事業分野や部門ごとにコアとなる部分とそうでない部分に切り分け、その将来キャッシュフローをはじめいて企業価値を算定し、不要の部分は清算、売却し、存続できる部分だけを再生するという分解型の再生が中心となっているのである⁽⁸⁾。それは、各産業の絶対的なオーバーキャパシティの現状では単なる企業再編ではなく産業自体の再編成が必要であるからでもある。今日のIT革命によって効率的な企業組織のあり方がモジュールの組み合わせやネットワーク型に移行しつつあるということ等、が関係しているのかもしれない。いずれにせよ、そうした形の企業再生であってみれば、企業の資産、事業部門の市場価値がはじき出され、それにもとづいて市場で売買されることが必要である。すなわちメインバンク主導型ではなく市場経由型の企業再生である。

その点で言えばわが国のM & A市場は徐々にその方向に向かっているとさえ言えよう。例えば、二〇〇二年度上期（四～九月）の日本企業間のMAは八八二件で前年同期比三三%の増加となっているが、目的別では既存分野・周辺分野の強化が四八八件、グループ内再編が三三九件となっており、九六年度以降はグループ内再編が先行し

ていたが、九八年度以降になると既存分野の強化へシフトしており、いずれの年も新規事業進出は低水準であるという調査結果がだされている（野村証券金融研究所調べ）。また同じ調査は形態別では株式買収、資産買収が増加しており合併は減少していると述べている。もっとも、別の調査では、事業や子会社の売却が二〇〇一年度ではアメリカ二四九四件、日本二七四件となっており、上場企業一社あたりに直すとアメリカ〇・四五件、日本〇・一件であり（マッキンゼー調査）、市場経由の分解型企業再生は日本で増えつつあるものの日米格差はまだ大きい。

5 産業・企業再生がすまなければ……

以上のようにメインバンク主導の企業再生には限界があり、それを代替（というより補充）する産業再生機構にもやはり問題があるとして、では、産業・企業再生が遅々として進まなくなった場合に、その帰結・シナリオはどうなるのか、それを最後に考えてみよう。この点で興味深い示唆が白川浩道氏（UBSウォーバーク証券チーフエコノミスト）によって示されている（「日経金融」一二月二九日）。

すなわち氏によれば、産業・企業再生が遅れると、それは日本経済の中長期的な成長力を弱めることになり、その結果は財政破綻の確率が高まって金利上昇に導くという形で現れる。現状、日本企業のROE（株主資本利益率）は二・五〜三％、これに対しても長期金利が二％を上回れば否応なく整理淘汰が進む、という。現在、長期金利が一％なのは、市場がまだそう判断していない、市場機能を阻害している政策（日銀の国債市場への過度の介入、国債保有に有利な自己資本規制、過度な預金者保護の継続）の存在による、とされる。

ケインズ政策をビルトインした現在の高度な資本主義国では、市場メカニズムに基づく過剰資本の整理は国債

の発行増加にしたがって、金利の上昇という形で進むということである。その意味では、国債の格付けを巡る昨今の議論や国債市場の動向は、今後の注意点と言つことになるうか。

注

- (1) ポール・シエード『企業メガ再編』東洋経済新報社、二〇〇一年、がこのような趣旨のことを展開している。
- (2) 過去最高は二〇〇一年の二四一社。
- (3) 再生困難とされた企業向け債権は整理回収機構(RCC)へ売却される。
- (4) ちなみに、要管理債権は主要行ベースで二兆円、全体で一兆九兆円である。
- (5) 別の角度から、例えば、業種別の有利子負債対キャッシュフロー倍率をみると、全産業平均では七倍であるが、平均を上回る業種は、不動産二四倍、繊維二〇倍、卸売り・小売一七・九倍、建設一七・五倍、非鉄金属一三・四倍、鉄鋼一一・〇倍、石油石炭一〇・五倍、金属製品九・八倍となっている。
- (6) すなわち、ブームのときにガバナンスの欠如の結果、過剰なファイナンス、過剰な投資をチェックできなかったのである。
- (7) 他方、債権の売買市場が無いために、銀行が売ろうとしても売れないのだという解釈もありうる。
- (8) ポール・シエード、前掲書がそう主張している。

() にかみ きよし・主任研究員

日中の経済関係について

王 東明

1 はじめに

日本と中国の関係は、戦争や歴史認識などの影響で、「近くて遠い国」といわれている。しかし近年、両国の経済関係は益々緊密になり、貿易も投資も拡大しており、日本は既に中国の最大の貿易パートナーであり、また、日本にとって中国はアメリカに次ぎ第二位の貿易相手国となった。それにもかかわらず、近年の中国経済の台頭と日本経済の低迷を背景に、「中国脅威論」が浮上している。また、対中貿易赤字の増大は日中間の貿易摩擦を起し、保護主義も台頭している。

その一方、冷戦終了後、世界の競争地図が大きく塗り替えられようとしている。今までアジアにおける国際分業体制は、日本からNIEsへ、そしてASEAN、中国へとシフトするいわゆる「雁行型モデル」が主軸であったが、近年中国の躍進によって、それが崩れ始めている。また、日本経済は長期不況からなかなか脱出できず、「失われた10年」ともいわれ、産業構造の調整と新しい世界戦略が求められている。このような構造改革と大競争の時代において、台頭している中国経済に対して、日本はどの向き合い、どう対応すべきか。小稿では、近年の日中経済関係を整理すると同時に、貿易摩擦や「産業の空洞化」などの日中間の経済問題を取り上げ、日本経済を再生させるために、どのように戦略的な視点から日中経済関係を再構築すべきかという課題を考えてみたい。

2 貿易

三〇年前の日中国交回復の一九七二年に、日本の対中貿易総額は一億ドル（輸出：六・一億ドル、輸入：四・九億ドル）であった。しかし現在、二〇〇一年の対中貿易総額は八九一・九億ドル（輸出：三〇・九億ドル、輸入：五八一・〇億ドル）に上った。⁽¹⁾ それと同時に、対中貿易赤字も増え続け、二〇〇一年は二七〇億ドルに達した（表1）。

日中貿易の主な品目は表2・表3で示されている。すなわち、日本の中国向けの主な輸出品は、化学製品（二二・七％）、金属製品（一〇・八％）、一般機械（二〇・二％）および電気機械（二六・三％）であり、逆に、中国からの主な輸入品は、食料品（一〇・二％）、繊維製品（二九・一％）、非金屬鉱物（二五・四％）および機械機器（二八・五％）である。このような貿易構成から見れば、日本は機械や生産材を供給し、中国は鉱産物、農産品および繊維製品を輸出するという構造であり、日中貿易は基本的に相互補完関係にあり、両国の主要な産業において、競争的な関係になっていないと考えられる。

しかし近年、中国の農産品をめぐって貿易摩擦が発生し、日本側は中国農産品の三品目に暫定セーフガードを発動した。逆に、中国側は報復措置として日本製自動車・携帯電話・空調器に特別課税を課した（表4）。それに伴って、日本の国内において、国際的に競争力の弱い農業、繊維など幾つかの産業では、保護主義が台頭している。

また最近、東アジアをめぐるFTA（自由貿易協定）の動きが活発化している中、日本政府は、アジアで日本

表1 日本の対中貿易推移

（億米ドル）

年	貿易総額	輸出額	輸入額	収支
1990	181.8	61.3	120.5	- 59.2
1991	228.1	85.9	142.2	- 56.3
1992	289.0	119.5	169.5	- 50.0
1993	378.4	172.7	205.7	- 33.0
1994	462.5	186.8	275.7	- 88.9
1995	578.5	219.3	359.2	- 139.9
1996	624.2	218.9	405.3	- 186.5
1997	638.5	217.9	420.7	- 202.8
1998	569.2	200.2	369.0	- 168.7
1999	661.8	233.3	428.5	- 195.2
2000	857.3	304.3	553.0	- 248.8
2001	891.9	310.9	581.0	- 270.1

（出所）中国研究所編『中国年鑑2002』、328ページより作成。

表2 日本の中国向け主要輸出品

(億米ドル)

項目	1997		1998		1999		2000		2001	
	比率(%)		比率(%)		比率(%)		比率(%)		比率(%)	
食料品	1.1	0.5	0.9	0.5	1.0	0.4	1.4	0.5	1.6	0.5
繊維・同製品	25.4	11.7	21.3	10.7	25.7	11.0	29.8	9.8	28.5	9.2
化学製品	22.1	10.2	23.1	11.5	30.1	12.9	40.0	13.1	39.4	12.7
非金属鉱物	3.4	1.6	3.6	1.8	3.9	1.6	6.1	2.0	5.8	1.9
金属・同製品	24.4	11.2	23.0	11.5	25.5	10.9	32.7	10.7	33.5	10.8
鉄鋼	17.3	7.9	15.0	7.5	15.4	6.6	21.4	7.0	21.0	6.7
一般機械	52.4	24.1	47.0	23.5	49.4	21.2	59.4	19.5	62.9	20.2
電気機械	48.5	23.3	47.2	23.6	59.5	25.5	83.6	27.4	81.6	26.3
輸送用機器	10.8	5.0	8.8	4.4	7.9	3.4	11.8	3.9	13.3	4.3
精密機器	6.4	2.9	6.8	3.4	8.2	3.5	12.3	4.0	12.9	4.2
その他	23.1	10.6	18.6	9.3	22.3	9.5	27.4	9.0	31.3	10.1
合計	217.6	100.0	200.2	100.0	233.3	100.0	304.5	100.0	310.9	100.0

(出所) 中国研究所編『中国年鑑2002』a、328ページより作成。

表3 日本の中国からの主要輸入品

(億米ドル)

項目	1997		1998		1999		2000		2001	
	比率(%)		比率(%)		比率(%)		比率(%)		比率(%)	
食料品	50.4	12.0	45.9	12.4	52.6	12.3	59.1	10.7	59.5	10.2
原料品	14.8	3.5	11.1	3.0	12.6	2.9	15.3	2.8	13.3	2.3
鉱物性燃料	24.2	5.8	14.7	4.0	13.5	3.1	21.6	3.9	20.3	3.5
原油	16.1	3.9	7.7	2.1	6.6	1.5	11.0	2.0	7.1	1.2
石油製品	1.0	0.2	0.7	0.2	1.2	0.3	2.6	0.5	2.1	0.4
化学製品	14.7	3.5	13.1	3.5	13.4	3.1	16.4	3.0	17.2	3.0
繊維製品	123.8	29.6	109.4	29.7	131.6	30.7	167.5	30.3	169.3	29.1
衣料	104.5	25.0	94.1	25.5	114.4	26.7	147.1	26.6	147.9	25.4
非金属鉱物	9.3	2.2	8.2	2.2	9.1	2.1	11.1	2.0	11.7	2.0
金属・同製品	19.1	4.6	14.9	4.0	15.6	3.6	22.2	4.0	20.3	3.5
機械機器	87.6	20.9	86.7	23.5	103.2	24.1	144.6	26.1	165.4	28.5
その他	74.8	17.9	65.1	17.6	77.0	18.0	95.6	17.3	104.1	17.9
合計	418.6	100.0	369.0	100.0	428.5	100.0	553.4	100.0	581.1	100.0

(出所) 中国研究所編『中国年鑑2002』a、328ページより作成。

表4 主な日中間の経済関係トラブル

年	主なトラブル
1979	プラント契約発行保留問題
1981	プラント建設中止問題
1985	貿易インバランス問題
1987	東芝機械・コム規制問題
1993	日本、中国製品に初めてダンピング課税
1996	日本、中国製綿製品にセーフガードを検討、発動は見送り 日本、にんにく・しょうがに輸入規制
1998	広東国際信託投資会社が破綻
1999	中国の加工貿易管理強化・鉄鋼輸入枠規制問題
2000	中国、日本の鉄鋼・化学品にダンピング調査を開始
2001	日本、農産品3品目に暫定セーフガード発動 中国、日本制自動車・携帯電話・空調器に特別課税の報復措置 在中国日本商工会議所、中国政府に知的所有権侵害による被害対策強化を要請

(出所) 中国研究所編『中国年鑑2002』a、69ページより作成。

の最大の貿易相手国である中国より先に、シンガポールとFTAを調印した。日中間のFTAの締結に関しては、日本政府は積極的な立場を取らなかった。これは経済的メリットより、歴史認識などの政治的要因に関連していると見られている。一部の専門家は、日中間の補完関係とくに強く、FTAの締結による経済的メリットも最も大きく、また分業の利益という経済的観点からも、日中FTAが最も望ましいと分析している。⁽²⁾

3 直接投資

「改革・開放」以後、中国の外国直接投資(FDI)は増え続けている。特に、九二年鄧小平の「南巡講話」以後、市場経済化が加速し、外国からの直接投資はさらに増え、九六年以後は連続で各年度とも実行ベースで四〇〇億ドルを超えている(表5)。さらに、WTO加盟後の二〇〇二年は、一月～一月まで実行ベースの投資額は四九九・九一億ドルに達した。そして、同年一月末現在の累計外国投資企業数は四二万社を超え、契約ベースの直接投資額は八、二二二・三八億ドル、実行ベースの直接投資額は四、四三二・三五億ドルになった。⁽³⁾また、国連貿易開発会議(UNCTAD)の予測では、二〇〇二年度の中国向け直接投資

表5 主要国の対中直接投資額(実行ベース)

(億米ドル)

年	日本	アメリカ	ドイツ	韓国	シンガポール	香港・マカオ	台湾	バージン諸島	各国合計
1990	5.0	4.6	0.6	0.1	0.5	19.1	2.2		34.9
1991	5.3	3.2	1.6	0.4	0.6	24.9	4.7		43.7
1992	7.1	5.1	0.9	1.2	1.2	77.1	10.5	0.04	110.1
1993	13.2	20.6	0.6	3.7	4.9	178.6	31.4	0.14	275.1
1994	20.8	24.9	2.6	7.2	11.8	201.7	33.9	1.3	337.7
1995	31.1	30.8	3.9	10.4	18.5	205.0	31.6	3.0	375.2
1996	36.8	34.4	5.2	13.6	22.4	212.6	34.7	5.4	417.3
1997	43.3	32.4	9.9	21.4	26.1	210.3	32.9	17.2	452.6
1998	34.0	39.0	7.4	18.0	34.0	189.3	29.2	40.3	454.6
1999	29.7	42.2	13.7	12.7	26.4	166.7	26.0	26.6	403.2
2000	29.2	43.8	10.4	14.9	21.7	158.5	23.0	38.3	407.1
2001	43.5	44.3	12.1	21.5	21.4	170.4	29.8	50.4	468.8

(出所)『中国対外経済貿易年鑑』の各年版などより作成。

は過去最高の五〇〇億ドルを超え、初めて米国を抜いて世界最大の投資受入国になる見通しになった。⁽⁴⁾

一方、日本企業では、近年ますます中国進出が加速し、労働集約型産業の投資だけでなく、技術集約型産業の投資も拡大している。最近では電子、自動車および鉄鋼などの大型プロジェクトが目立っている。二〇〇一年度対中直接投資額は四五・八億ドルに達し、前年比五六・八%の増加であり、アメリカに匹敵する規模になった。

対中投資と生産移転が加速している中、一体、中国に進出している日本企業の経営状況はどうなっているか、儲かっているかどうか。最近、日中投資促進機構は、開業一年以上の四〇三社の日系企業に対して、アンケート調査を実施した。⁽⁵⁾ それによると、日系企業の八割以上は利益を計上している。逆に、二割弱は赤字である。また、日系企業の七六%、うち製造業の七八・三%は中国で事業拡大を計画している。そして、日系企業が経営面において、直面している問題としては、売り掛け金の回収を心配している企業が五二・八%、商標権、設計権および知的財産権の侵害を心配している企業が四〇%に達していた。また、日本経済新聞社と日本経済研究センターが実施した「日本企業の中国・アジア戦略調査」(七〇九社が回答)によると、各企業は二〇〇五年の中国市場での売上を二〇〇一年実績に比べ約五〇%増を見込んでおり、将来的に中国市場を重視することが明らかである。⁽⁶⁾

いずれにしても、WTO加盟後の中国は、低賃金(平均一人月一〇〇ドル)という「比較優位」を武器に労働集約型産業を吸収する一方、近年、電子・ハイテク関連の産業集積地帯も形成されると指摘されている。⁽⁷⁾ それは珠江デルタの電子産業集積地、長江デルタのハイテク産業集積地、北京中関村のIT産業集積地である。家電、バイクおよびアパレルなどの産業においては、「世界の工場」になっているといわれている。さらに、中国はNIEs、ASEANなどの国と比較すれば、大量かつ優秀な理工系のエンジニアを有し、今後世界の研究開

発基地としても有力視されている。多くの著明なハイテク関連企業は既に中国に研究開発センターを設置し、人材を獲得する競争も始まっている。その意味で、近い将来、中国は国際分業体制の中で、世界の製造基地になるだけではなく、世界の研究開発基地にもなる可能性も高いと考えられる。

4 証券投資

日中経済関係のもう一つの側面は、近年増えている日本投資家の対中証券投資である。現在、日本の投資家は中国の外国人向けのB株に投資できるだけではなく、最近になって、国内投資家向けのA株にも投資信託やQFII（適格外国機関投資家）⁽⁸⁾制度を通じて制度的に投資できるようになった。

バブル崩壊後、有力な投資商品が少ないなか、日本の投資家特に個人投資家は、九二年からスタートしたB株市場に興味を示している。表6が示すように、日本投資家のB株投資は九七年にピークに達し、売買金額は六〇〇億円近い規模になった。それ以後、アジア金融危機などの影響により、日本投資家のB株投資は一時的に低迷した。二〇〇一年に、中国国内の外貨を持つ投資家にB株を解禁することによって、B株投資は再び増え、売買金額が四四六・五二億円に達した。

対中証券投資はB株の投資に止まらず、香港およびニューヨークに上場している中国企業株も投資の対象となり、人気を呼んでいる。二〇〇二年一月末現在、QUICK

表6 日本投資家のB株取引状況

項目	1996		1997		1998		1999		2000		2001	
	金額 (億円)	外国株 取引比 率(%)										
株式取得(1)	83.00	0.6	329.25	1.8	38.88	0.3	65.48	0.4	22.61	0.2	178.19	1.8
株式処分(2)	74.09	0.7	268.34	1.5	33.78	0.3	34.06	0.3	52.29	0.3	268.33	3.5
売買代金(1+2)	157.09	0.6	597.59	1.6	72.66	0.3	99.54	0.3	74.9	0.3	446.52	2.6

(出所) 日本証券業協会『証券業報』の各月版より作成。

の調べによると、日本国内で中国関連ファンドは三四本あり、その純資産総額は約一、四三〇億円になっていた。しかし、世界的な不況の影響で、これらのファンドの運営も不振に陥り、元本を上回っているのは三本、九割強が元本を下回り、なかには元本の半分以下に落ち込んでいるファンドが七本であった。⁽⁹⁾

債券の発行では、八二年に中国国際信託投資会社が一〇〇億円の私募債を発行したのを皮切りに、八四年には中国銀行が初めて二〇〇億円の公募債を発行した。その後、財政部や各銀行、信託投資会社は続々とサムライ債を発行し、今まで累計で一六本、総額約九、六〇〇億円を発行した。⁽¹⁰⁾しかし、広東国際信託会社などの地方国際信託会社の経営破綻によって、一部のサムライ債の償還には問題が生じている。

5 対中援助と資金協力

この二〇年余り、日本政府および民間金融機関は円借款や輸銀のバンクローンなどの公的ベースと、商業金融機関による融資や起債という民間ベースの二つのルートで資金面から中国の経済建設を支えてきた。

公的ベースから見れば、七九年から二〇〇〇年までの累計対中援助実績は二兆八、九八五億円に上った。うち有償資金協力は二兆六、五〇七・〇七億円、無償資金協力は一、一三三・二六億円、技術協力は一、二四四・四一億円であった（外務省による）。また、二〇〇一年二月末現在、対中円借款の承諾額は二兆六、六七九億円で、うち貸付累計額は一兆八、一九三億円であった。その償還累計額は二、八三三億円で、残高は一兆五、三六〇億円となった。なかには、二〇〇〇年度までODAの供与件数は一七一件、供与金額は二兆六、六七九億円に上っている（国際協力銀行による）。八〇年から二〇〇〇年まで日本の対中ODA実績は二兆九、一五七億円になっている（『外交青書』平成一四年版、五七ページ）。そして、二〇〇〇年度までの日本輸出入銀行（輸銀）に

よる対中融資額は三兆四、一一九億円に達している（うち二〇・六五億ドルは一ドル＝一〇〇円で換算）。

民間ベースから見れば、邦銀の対中ローンは、七九年に日本からのプラント輸入決済資金として、合計八〇億ドルの資金が設定されたが、結局、中国の大型プロジェクト見直しによって使用されなかった。その後、八〇年代半ばから邦銀・生保によるシンジケートローン、単独ローンが多数生まれ、主に航空機ファイナンス、電力関連のプロジェクトなどに融資が実施された。八六年から二〇〇一年までの中国向け商業銀行ローンの契約額は一九二億ドルに達している。また、国際決済銀行（BIS）の統計では、二〇〇一年六月末現在、日本の銀行の対中債権総額は九四・三億ドルで、各国の銀行対中債権総額（五三七・七億ドル）の一七・五%を占め、一貫してトップの地位を保っている⁽¹¹⁾。

6 相互補充関係

昨年末、中国国家統計局は二〇〇二年度の経済成長を予測した。それによると、二〇〇二年の経済成長率は八%に達し、国内総生産額（GDP）は初めて一〇兆元の大台（一〇二、〇〇〇億元）を突破し、貿易総額は六、〇〇〇億ドルに達し、海外からの直接投資額は五〇〇億ドル（実行ベース）を超える⁽¹²⁾と見込まれている。このように、世界同時不況のなか、中国はWTO加盟一年後の経済のパフォーマンスを示し、「中国の独り勝ち」が一段と鮮明になった。また、西部大開発と関連する第一五カ年計画の四大プロジェクトである、「青藏鉄道」（青海・チベット鉄道、二期工事の総投資額：約二六二億元）、「西電東送」（西部の電力を東部沿海地区に送る発電・送電システム、総投資額：約一、一六〇億元）、「西気東輸」（西の新疆から東の上海までの天然ガス・パイプライン、総投資額：約一、四〇〇億元）、「南水北調」（南の水を北に運ぶ、総投資額：約五、〇〇〇億元）が既に着工

されている。⁽¹³⁾ さらに、二〇〇八年の北京オリンピックおよび二〇一〇年の上海万博に関連する投資なども視野に入れて、これらの公共投資による内需拡大は今後の中国経済成長の牽引役になると考えられる。

とはいえ、計画経済から市場経済へと転換している過程において、中国は経済の高度成長を継続すると同時に、様々な問題や社会的矛盾も多く抱えている。例えば、国有企業改革や銀行の不良債権問題、貧富の格差や腐敗問題および環境問題などがあり、何れも難問である。これらの問題に対して、どのように挑戦するかが胡錦濤氏を代表とする第四世代の今後の課題である。

一方、中国経済の台頭に対して、日本はどう向き合うのか。日本の産業は中国や東南アジアなどの国に生産移転を加速しており、それが「産業の空洞化」に繋がる懸念がある。それに伴って、確かに工場閉鎖や失業者増加の原因にもなっていることは事実である。また、近年の日中間の貿易構造が変化し、中国からの輸入は労働集約的財のみならず、技術集約的財である電気機械などの品目でも増加している。しかし、このような貿易構造の変化はいわゆる「モジュール化」現象であると指摘されている。⁽¹⁴⁾ すなわち、貿易面において、労働集約的なモジュール（単位）が中国などの発展途上国で行なわれ、技術集約的なモジュールを日本などの先進国が分担することを意味し、比較優位の原則に即したものと見られている。

いずれにしても、日本は経済を再生するために、衰退産業を保護するか、それとも産業構造を大きく転換して、台頭している中国に挑戦するかという二つの選択にしか道がない。以上、みてきたように、日中の経済関係は基本的には相互補完関係にあり、今後、日本の産業構造を技術集約型産業と研究開発にシフトする必要がある。また先端的な技術革新を最優先にし、「奥田でジョン」で指摘しているような「MADE "BY" JAPAN」や「環境立国」などの戦略に資源や人材を集中すべきである。⁽¹⁵⁾

さらに、日中の相互補完関係を考えると、以上で説明しているように、中国が直面している国有企業改革や銀行の不良債権および環境問題などの難問に対して、日本の先端技術や豊富な資金およびM & A・金融技術などの経営ノウハウをどのように対応させてビジネスチャンスを生み出すが、日中間双方の問題を解決する鍵であると考えられる。

7 むすびにかえて

二一世紀の前半においては、中国の高度成長に伴って、そのインフラ整備が恐らく世界的に民間投資以外の最大の投資先であり、日本はそれにどのように対応すべきか。日本は先端技術以外に、現在、一、四〇〇兆円の個人金融資産を持っているといわれており、預貯金だけを見ても少なくとも七〇〇兆円を持ち、世界最大の「貯金箱」である。バブル崩壊後、これらの資金には有力な投資先が少なく、遊休資金となって眠っている。これら日本の技術や資源を、どのように中国のインフラ整備に関連させるのか、公共事業における日本の「無駄使い」を、如何に中国の有効投資に転換させるのか、また両国共同で投資、生産、経営雇用創出および資本回収などの双方の利益を生む仕組みをどのように構築すべきか、これらは新しいビジネスチャンスに繋がり、両国の共通課題であると考えられる。

例えば、新幹線や地下鉄、環境技術などの分野で、日本は特有の技術を持ち、中国に協力するときは、単にモノを売り込むだけではなく、株式や債券の発行、そして共同経営などを含む新しい経営システムやビジネスモデルを考える必要がある。その意味で、日中間の新しい経済構造やビジネスモデルを構築し、それを達成するためには、両国において、まずそれを対応できる有能な政治家が求められ、そして、官民一体となって、日中経済間

の「安保条約」を締結する必要がある、また、双方とも感情論を止め、東アジアの地域統合を視野に入れて、新しい日中関係を構築すべきである。

注

- (1) 中国研究所編『中国年鑑二〇〇二』創土社 三三八ページ。
- (2) 関志雄『日本人のための中国経済再入門』東洋経済新報社、二四九ページ、二〇〇二年を参照。
- (3) <http://www.moftec.gov.cn/>
- (4) 『日本経済新聞』二〇〇二年一月二十五日を参照。
- (5) 『人民日報（海外版）』二〇〇二年一月二十六日を参照。
- (6) 『日本経済新聞』二〇〇二年一月四日を参照。
- (7) 黒田篤郎『メイド・イン・チャイナ』東洋経済新報社、二〇〇一年を参照。
- (8) 拙稿「中国のOFII制度の導入」『証研レポート』(No. 一六二三) 二〇〇二年二月月号を参照。
- (9) 『日本経済新聞』二〇〇二年二月二十七日を参照。
- (10) 中国研究所編『中国年鑑二〇〇二』創土社、六九ページを参照。
- (11) 中国研究所編『中国年鑑二〇〇二』創土社、六八 六九ページを参照。
- (12) 中国統計信息网二〇〇二 一一三〇' <http://www.stats.gov.cn/>を参照。
- (13) 『人民日報（海外版）』二〇〇二年二月二十八日 <http://www.china.org.cn/>などを参照。
- (14) 「モジュール」とは、複雑な製品を、より小さな単位（モジュール）に分解し、それぞれ独立的に設計・生産する

とともに、そのインターフェイスを規格化することにより、それら部品を比較的簡単に組み立て、製造を行えるようにすることである。内閣府編『経済財政白書（平成一四年版）』、一七一ページを参照。

(15) 日本経団連のホームページによる。

参考文献

- (1) 海老名誠・伊藤信悟・馬成三『WTO加盟で中国経済が変わる』東洋経済新報社、二〇〇〇年。
- (2) 鮫島敬治・日本経済研究センター編『中国WTO加盟の衝撃』日本経済新聞社、二〇〇一年。
- (3) 黒田篤郎『メイド・イン・チャイナ』東洋経済新報社、二〇〇一年。
- (4) 関志雄『日本人のための中国経済再入門』東洋経済新報社、二〇〇二年。
- (5) ゴードン・チャン（栗原百代・服部清美・渡会圭子訳）『やがて中国の崩壊はじまる』草思社、二〇〇一年。
- (6) 中国研究所編『中国年鑑二〇〇二』創土社。

(おつ) とつめい・主任研究員)

米国のストックオプション制度とその問題

三木 まり

1 はじめに

米国において、過去一〇年インセンティブの付与、有能な人材の確保、株主重視の経営促進、企業や株式市場の活性化の面からこの制度を導入する企業が増加した。その結果、ストックオプションは、企業財務面や株価形成面、報酬取得者と株主の利益配分面等で大きな影響を持つに至った。

しかし、費用計上されていないストックオプションは、企業の「隠れ人件費」とされ、エンロン事件後に世界に広がった会計不信の象徴的な存在になっている。ここでは、ストックオプションのその制度を紹介し、その問題点に触れたい。

2 ストックオプションとは

アメリカにおいて、ストックオプションとは、「あらかじめ定められた価格で、将来通常は一定の期間内に未発行株式を引き受け、または既発行・再取得株式にて償却されていない株式すなわち金庫株を買い受ける権利である。」⁽¹⁾という。すなわちストックオプションとは、業績連動型インセンティブ報酬であり、会社の役員、従業員が一定の権利行使期間にあらかじめ定められた権利行使価格で一定数の株式を会社から買い取ることのできる権利である。

ストックオプションは、米国における一九五〇年の税制改革の際に、譲渡制限付きストックオプションに対して、租税法上の適格要件を満たさずストックオプションに対するキャピタルゲイン課税するという課税上の優遇がなされたことがあり、大規模な公開会社に普及し始めた。

次に米国におけるストックオプションの種類について見ていきたい。種類は二種類あって、まず、奨励型ストックオプション（Incentive Stock Option）がある。これは、内国歳入法（internal revenue code）で定められた基準を満たしている、所得課税上の優遇措置を受けることができる。第二に、非適格ストックオプション（Non-qualified Stock Option）がある。これは、オプション自体も発行される株券も内国歳入法の基準を満たしていないものをさす。また、どちらのストックオプションも自社株の普通株のみが認められている。

3 米国のストックオプションの規制について

米国企業においてストックオプションの権利付与と権利行使に関する規則や制限はどのようなものであるか以下で確認する。

米国の会社法（しばしばデラウェア州法であることが多い）は、株式とストックオプションの発行、その一般的な手続きを規定している。これにより、ストックオプションの発行とその策定は会社の取締役会（Corporation Board of Directors）の承認が必要である。実務上より重要な規則は、内国歳入法であり、手続きと規則はストックオプションが適格か非適格かのどちらかによって決まる。

(1) 奨励型ストックオプション

必要な条件

・オプションにより発行される株式数とオプションを受ける社員の資格について書面にて明確に記載してあること

・当該オプション・プランの採択または、株主の承認のあった日時の早い方から数えて一〇年以内にオプションが権利付与されること

・オプションの権利付与以後一〇年後に権利が消滅すること

・オプションの権利行使価格が当該オプションの権利付与時点の公正なる時価を下回ることがないこと

・権利付与日現在の時価で評価して権利行使可能なオプションに対応する当該株式の時価総額が暦年ベースで一〇万ドルを越えないこと、したがって、各暦年で社員に付与される奨励型ストックオプションの上限は、

一〇万ドルになる。また、その株式の公正なる時価は権利付与日に確定され、グループ会社全体の社員にも適用される。

・オプションがオプション保有者の生存中にオプション保有者によってのみ権利行使されること、または、オプション保有者の遺言(Will)によってのみ譲渡が可能であること

米国での税制上の取り扱い

米国内国歳入法により、社員が権利付与から権利行使の三ヶ月前まで、会社に在籍している限り、権利付与と権利行使のいずれも課税関係を生じない。売却益が通常所得に認定される全ての場合において、雇用者は社員が負担した通常所得の金額の範囲まで連邦税上、損金参入することが認められている。

(2) 非適格ストックオプション

必要な条件

厳密な条件を満たさないため、奨励型ストックオプションのような税制上の恩典は受けられない。権利行使価格は、通常は権利付与時の公正な時価に設定されるが、それ以上、またそれ以下にすることもできる。奨励型ストックオプションが当該会社の社員に限定されているのに対して、非適格ストックオプションは対象が限定されていない。非適格SOの条件設定が柔軟にでき、権利付与、権利行使、対象株数の制限が無い。

米国での税制上の取り扱い

非適格ストックオプションの権利付与時において、当該オプションが時価を有する場合を除いて、社員に課税関係を生じず、雇員者に対しては、権利付与において損金参入は認められない。一方、権利行使時においては、社員に権利行使時の当該株式の公正な時価と権利行使価格の差額が課税され、雇員者に同額の損金参入がみとめられる。

上記のような理由から、米国では、非適格SOが多く採用されている。

3 ストックオプションに関する証券法の規定、権利付与と権利行使に関する開示について

発行株式が、SECの規則に服する米国企業は、ストックオプション・プラン策定にあたって考慮する必要がある規定として、証券登録（Securities Registration）¹ 開示（Disclosure）²、三四年証券取引法規則一六条（Reports of Directors, Officers and Principal Shareholders）の短期的利益（short swing profit）に関する規定がある。議会はインサイダー情報による取引の減少、企業を管理する上級役員のものたるべき受託者基準（proper

fiduciary standard) の醸成、投資家への適切な情報提供を意図している。

(1) インサイダー取引や株価操縦を防止するための特別な規定について

三四年証券取引法一六条 b

同法一六条 (b) は、会社のインサイダーが六ヶ月以内の売買により得た短期的利益 (short swing profit) を会社に返還しなければならないことを定めている。⁽³⁾ 当該株式の六ヶ月以内の売買の禁止対象の中に、株式を発行する会社のストックオプションと各種デリバティブも含まれる。

三四年証券取引法規則一六条 b 三

この規定では、ストックオプションが会社と社員の間の役務の提供に関する報酬の一形態であり、市場におけるインサイダー取引を利用した取引と別個のものと考えられている。

三四年証券取引法一〇条 b と同規則一〇条 b 五

この二つの規定は、反不正行為 (anti-fraud) の一般的な規定である。

規則一〇条 b 五は、インサイダーが重要な内部情報を持っている場合、それを利用した取引を禁じるものであり、社員がオプションの権利行使の後、重要な内部情報を利用して取引を行う場合は、この規制の対象となる。⁽⁴⁾

ある会社の役員が重要な内部情報を持ちながら、ストックオプションを行使し、株式を売却する、または、不正にストックオプションを利用することは、三四年証券取引法一〇条 b 及び同規則 b 五に基づき、SEC または当該株式を売買した投資家からの訴訟の対象となる。しかし、ストックオプションの行使だけでは、同

規則一〇条 b 五の規制対象とならないので、原告側は 故意 重要性 信頼性 因果関係 損害について立証しなければならぬ。

三四年証券取引法規則一四 e 三 (Transactions in Securities on the Basis of Material, Nonpublic Information in the Context of Tender Offer)

この規則は、標的となった企業の株式のテNDER・オファー中にインサイダーが取引することを禁じている。

三四年証券取引法一〇条 A (Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading)

重要な内部情報を利用して取引を行ったものは、同時点で当該株式を売買したものの全員に対して責任を負うとしている。

三四年証券取引法二二条 A (a) (一) (三) 及び三二条 (a)

三四年証券取引法二二条 A (a) (二) により、インサイダーとインサイダーから情報を得て取引したものは、当該取引により得られた利益または回避した損失の三倍以内の罰金を課されると定められている。三二条 (a) (Penalty) において、百万ドル以内の罰金、一〇年間の禁固刑、またはその併科としている。

一般原則 (General Principals in case law relevant to corporate insiders)

インサイダーは重要な内部情報を開示する義務があり、また、それを利用した取引を行ってはならないという考え方を SEC は確立した。

4 米国のストックオプションの問題点

ストックオプションの一般的な問題点としてまず、四点があげられる。第一にストックオプションが決して低コストの報酬制度とは限らないこと、第二に未行使ストックオプションの価値が巨大化する中で、自社株買いで対応できなくなるケースも少なくない事実、第三に、巨額化しているストックオプションの価値は所謂「隠れた」費用ないし負債であり、これがストックオプション行使への対応を通じて表面化することを機に株価下落圧力となるリスクを孕んでいる可能性があること、第四に、ストックオプションは、その運用の在り方によって、必ずしも株主利益を最大化することに繋がらない場合もあり、そうしたストックオプション付与企業の行動に対して株主がチェックする仕組みが必要である。

米国で過去十数年間にストックオプションをはじめとする株式付与形態による長期の業績連動型報酬のウェイトを引き上げる傾向が目立った。しかし、その中でもストックオプションが特に幅広く普及している。そこで、ストックオプションのメリット・デメリットを見ていきたい。

(1) ストックオプションのメリット

ストックオプションが特に普及した背景は、株式付与形態の報酬制度に共通するメリット(5)に加え、ストックオプションには、税務処理上の優遇が講じられており、これにより「節税効果」がある。

「コール・オプション」であるストックオプションに特有のメリットとして、オプション購入者にあたる経営者や従業員にとっては、株価の一定の価格（行使価格）を上回る部分が報酬として手に入る仕組み上、「報酬（の可能性）に上限がなく」かつ「下限はゼロであり、ロスは発生しない」というメリットがある。

(2) ストックオプションのデメリット

ストックオプションの取得者にとって、「現在確実に受け取る筈の現金報酬を将来の受け取り金額が不確実な報酬に置きかえる」というハイリスク・ハイリターン性がある。

また、ストックオプションが企業にとってコール・オプションの売却であること、ストックオプション利用の急拡大と株価の上昇により、巨額化してきた「未行使のストックオプションのオプション価値」の存在を認識することが重要である。これは、ストックオプション付与企業にとって、「帳簿に表れておらず、かつ将来にならないと額が確定しない隠れた費用」を伴う報酬制度であるからである。すなわち、ストックオプションは、無コスト（低コスト）ではありえないのである。

さらに、ストックオプションを付与する企業サイドで株式付与等を行う必要がある。その結果、株式の発行増加により一株あたりの利益（earning per share 以下ESP）が低下する。すなわちこれは、株式価値の「希薄化」（dilution）である。企業は、その「希薄化」リスクを逃れるために、自社株買い等の対応を行う。これらの対応は、他の投資機会（借入金返済など）を諦め自社株買いにキャッシュ・フローを投入する意味でコストがかかり、キャッシュ・フローの悪化を伴う。これは、「隠れた負債」の表面化といえるだろう。

したがって、企業がストックオプションの導入しないし、ストックオプションの付与拡大の是非を判断するには、ストックオプションの付与によるメリット・デメリットを総合的に検討することが必要である。

また、株価上昇を伴いつつストックオプションの利用を拡大するには、コスト面の限界がある。

ストックオプションの付与を通じて株主利益の最大化を実現させるとする過程で、仮に実現利益以上に株価上昇が続けば、株式利益回り（ Π / 実績PER）が低下する。この株式利益回りの低下は、単純化すれば、他の

投資環境や金利水準が一定のもとでは、自社株買いの相対的コストを上昇させる。しかし、ストックオプション付与を続ける限り、企業は、ストックオプション行使に備えて高コストの自社株買いを続けていかなければならない。こうした高コストの自社株買いは、その前提としてのストックオプション付与によるメリットが、将来生じる可能性があるコストを上回って余りあると、ストックオプション付与時に判断した場合以外は、合理的な企業行動とはいえない。仮に、結果的に当該メリットがコストを下回る場合は、企業価値を損ない、株価下落を孕む。こうした意味で、株価上昇を伴いつつストックオプションの利用拡大が永続的に続くことは、ストックオプション付与によるメリットの拡大が続かぬ限り、想定しがたい。

さらに、ストックオプション導入・運用のあり方次第では、必ずしも株主利益を最大化することにはつながらない場合もあり、そうしたストックオプション付与企業の行動が孕むストックオプション取得者と株主間の利益配分問題がある。例えば、株価下落時の「ストックオプション行使価格の下方修正」がある。

これは、下方修正後の価格でストックオプションを行使させるメリットとデメリット（未行使ストックオプションの価値が増大し、その結果対応にかかるコストが増大する）を比較考量し、その実施を判断する必要がある。しかし、現行規定では、ストックオプションの行使価格の修正において必ずしも株主の同意は必要なく、企業経営側（実際にはストックオプション取得者であることが大半）のみで判断できてしまう。これは、決定プロセスの客観性、透明性の欠如、という観点で問題である。

こうした中で、米国では、ストックオプション導入・運用に関して株主によるチェックの網をより厳密にかけ、ため規制変更や、一般投資家からみたストックオプション関連コストについての情報開示強化を進めようという動きが徐々に見られた。

5 ストックオプション問題の展開

株価が右肩上がりであった一九九〇年代は、株主とストックオプション取得者の両者にとってストックオプションは有益なツールであった。しかし、二〇〇〇年イーバブルが崩壊、株価が低迷する中、ストックオプションが持つ株主や投資家にとっての負の側面が健在化してきた。具体的には、以下の四点である。

(1) ストックオプションの規模拡大に伴ない、持ち分の潜在的な希薄化の割合が高まっている(二〇〇一年の希薄化は一四・一%)。

(2) 大幅な持ち分の希薄化があるにもかかわらず、株主不在の場でストックオプションの付与が決定されるケースがある。

(3) ストック・オプションが会計上の利益のかさ上げにつながっている。

(4) 経営陣に株価の引き上げを目的としたリスクの高い経営判断を促した可能性がある。

こうした状況を受けて、規制当局や機関投資家の間でストックオプションの乱用を防ぐ動きが活発化した。まず、ストックオプションの乱用を防ぐためにプランの決定に株主が介在できる状況を作ろうという動きが生じ、株主承認に関する規制が強化された。次に、ストックオプションに関する情報をより正確に把握しようとする動きが生じ、具体的には、ストックオプションの費用計上をめぐる議論につながった。

前者の株主承認の是非について詳しく見ていきたい。

米国のほとんどの会社法では、ストックオプションの付与に関して株主承認を義務付けておらず、連邦レベルの規制は実質的に取引所上場会社規制に委ねられている。

最近株主総会で企業側が提案したプランが否決されるケースが増えてきたことや、企業側に機動的なストック

オプション付与のニーズがあることから株主承認を必要としないストックオプション・プランを採用する企業が
増えている。株主からは、株主不在の場でダイリユーションを伴うストックオプションが付与されることに
対する不満や情報開示の充実の要請が高まっていた。

これに対して、取引所は激化する市場間競争に勝ち残るため、上場企業がストックオプション・プランを導入
しやすい環境を提供することで、上場先市場としての魅力を高めるため、株主承認に関する規制には後ろ向き
の姿勢であった。

二〇〇〇年一月に当時のレジットSEC委員長は、NYSEとナスダックに対して、全てのストックオプション
・プランについて株主承認を義務付けることを上場会社規則に盛り込むように促した。⁽⁶⁾

二〇〇一年エンロン破綻から、米国でコーポレートガバナンス強化に関する議論が高まり、二〇〇二年二月に
ピットSEC委員長がNYSE、ナスダックにストックオプションの株主承認を義務付ける提案も含まれた書簡
を送付した。

ナスダックの規則改正としては、すべての株主に付与される場合や、企業が人材を登用に利用する等を除い
てオフィサーまたは取締役員にストックオプションを付与する場合には株主の承認が必要になった。

一方、NYSEの特別委員会によるコーポレートガバナンス強化が提案され、二〇〇二年八月一日の取締役会
で決議された。その中で、人材登用に利用する場合、合併の場合、ESOP（従業員持株制度）や401(k)
などの税制優遇措置制度がある場合を除いて株主承認が必要となった。

前後するが、SECで新たな情報開示制度の導入（二〇〇二年二月）された。株主承認を受けた株式報酬
プランと、株主承認を受けていない株式報酬プランについてそれぞれ（a）現存のオプションやワラントが権利

行使された場合に発行される株式数（b）現存のオプションやワラントの加重平均価格（c）現在の株式報酬プランで将来発行される可能性のある株式数（a）を除く）の三項目がアニユアルレポート（一〇 K）と株主総会招集通知（Proxy Statement）で開示されることになった。

これにより株主、投資家ならびにアナリストなどは、株主承認を受けていないストックオプションの規模を把握し、ダイリユーシヨンの潜在可能性を算出することができるようになった。

6 おわりに

ストックオプションには、上記に挙げた問題の他にも、費用計上をめぐる問題、税制上の取り扱いの問題などが山積している。経営判断がハイリスク・ハイリターン指向になり、リスクの高い投資、過度の自社株買い、短期的収益の追求など、ストックオプションは、経営と株主の間に、結果的に利益相反が発生する恐れがある。このため、経営責任の明確化と、透明かつ明確な情報開示と株主のコントロールの下に企業の経営戦略の一部として、より質の高いものを策定することが今後も望まれる。

注

- (1) 長浜洋一（二〇〇二）「ストックオプションの考え方」企業会計五月号、一〇九頁。
- (2) 内部者（インサイダー）の自社株の売買に関する厳密な規定
- (3) 同法一〇条（b）などのような他のインサイダー規制は、インサイダーが重要な内部情報を利用して取引を行うことを禁じているが、同法一六条（b）は無条件に六ヶ月以内の売買を禁じている。

(4) 例えば、故意にストックオプションの価値を高めるために会社の株価を不正に操作することを防止するための規制である。

(5) 企業および株主にとっては、株式付与形態と現金付与形態の報酬のうち前者のウェイトを引き上げることにより当面のキャッシュ・フローを抑制できる。報酬の一部を株主の利害と一致させることにより、経営者や従業員に株主利益を最大化するような行動（労働サービスの提供）をとらせるインセンティブが与えられる。

(6) NYSEとナスダックは、ストックオプションに関してはほぼ同様の規定をおいている。

NYSEの場合、上場規則において、オフィサーまたは、取締役がストックオプションを取得する際には原則的に株主承認を必要とする。ただし、以下の四つの場合は株主承認を必要としない。株主全員に発行される場合、株主に広く発行される場合（broadly-based plan）、以前に雇用関係のなかった新たな人材を登用するために発行される場合、導入されたストックオプションがすべて行使されてもいずれオフィサーまたは取締役も発行済み株式数の1%以上を取得することにならず、かつ全体で発行済み株式数の5%を越えないような場合。

（みき まり・研究員）

初期のロンドン証券取引所

清水 葉子

1 はじめに

主要先進国の証券取引所では、近年次々と株式会社化が進められており、わが国でも、二〇〇一年には大阪証券取引所、東京証券取引所が相次いで株式会社化された。取引所の株式会社化の背景には、システム投資のための資金調達、非取引所営利市場（PTSなど）との競争、市場運営の効率化といった理由が挙げられているが、必ずしも十分に議論が尽くされているとは言えず、株式会社化の意義が問われているところである⁽¹⁾。

ところで、各国の証券取引所の成立経緯を見ると、ロンドン証券取引所の設立初期には、取引所の出資者と、利用者（取引参加者である会員）が分離しており、それぞれが委員会を擁して二重の取引所管理（Dual Control）を行っていたとされる。所有者と取引参加者という二種類のステークホルダーは、基本的には取引所振興という点で一致しているものの、細部ではそれぞれ異なる利害を持つため、しばしば利害の衝突を引き起こした。しかし、この二重管理が結果的にロンドン証券取引所の開放的で競争的な性格を形成したともされる。

本稿では、この二重構造を取引所のガバナンスのあり方として高く評価するRanald Michie⁽³⁾（一九九九）に拠りながら、設立初期のロンドン証券取引所の運営の特徴を見てみたい。

2 排他的市場の設立

ロンドン証券市場の地理的な位置は一七世紀末頃に定まった。商品取引を行った王立取引所 (Royal Exchange) に隣接するエクステンジ・アレイ (Exchange Alley) 周辺のコーヒーハウス、ジョナサンス (Jonathan's) やギヤラウェイズ (Garraway's) などに証券取引を行う者が自然発生的に集まったのが発祥とされる。こつした自然発生的な取引の中から、コミッション支払いを受けて売買を仲介するブローカーや、自己資金で売買を行うジョバーのような専門業者が現れるようになった。もっとも、この時期の証券業者は、必ずしも専業ではなく、銀行などの金融関連業務や、貿易などの業務を兼営していたと考えられている。

十八世紀に入って証券取引が拡大してくると、取引に一定のルールが必要とされるようになり、排他的市場を開設する動きが始まる。とりわけ取引相手のデフォルト・リスクが問題となる決済の領域では、リスクの高い相手を排除しようとする誘因が強い。たとえば、一七七三年には、三十一人の会員からなるロンドン・クリアリング・ハウスが設立されインター・バンク業務を行うが、これは決済リスクの点から一定条件を満たさないものを排除した、最初の閉鎖的な市場組織の一つであったとされる。

一七六一年には、百五十人の証券業者が、コーヒー・ハウスのジョナサンスに年間八ポンド支払うことと引き換えに排他的な利用権を獲得しようとする動きがあった。ジョナサンスはこの申し出を受け入れるが、排除された業者がこの動きに反対し、問題は法廷に持ち込まれた。一七六二年に下された判決で、こつした排他的な市場設立は違法とされた。コーヒー・ハウス、ジョナサンスは従前から証券市場として使われてきたので、一部の者を排除することはできない、というのが判決の主旨であった。

排他的な組織を設立しようとする第二の試みは、一七七二年に始まる。スウィーティングズ・アレイ

(Sweetings Alley) に新しい建物を建設し、これを入場料を徴収する市場とするものである。建物は翌年完成し、これが証券取引所 (Stock Exchange) と呼ばれるようになるが、ジョナサンズでの判決があったので、入場を希望するものは誰でも一日六ペンスの支払いで入場することができる。とはいえ、この金額は、毎週六日入場した場合の計算上の年間料金が七・八ポンドになることを考えると、ジョナサンズへの申し出と事実上同じことであるのは興味深い。

この市場はジョナサンズに代わる新しい取引の中心となったが、それでもバンク・オブ・イングランドの建物をはじめとして市内各所に証券取引の場所 (無料) が機能していたので、この市場は必ずしも成功したとは言えなかった。しかし資金に余裕のある証券業者や投資家にとつて、市場を設立して会費を徴収することが収益の見込める投資になりうるという先例となった。このように、一八世紀の証券市場では、プロの証券業者は会費を支払って仲間の業者と取引する一方、無料の非公式市場にも出入りし、一般の投資家やたまたま来ているプロの業者どうしで取引するといったあり方も継続され、ロンドンの証券市場は成長していった。

一八世紀後半になると、大陸でのフランス革命とそれに続く欧州大陸でのナポレオン戦争によって、ヨーロッパの主要取引所であったパリとアムステルダム両取引所が機能を停止、海を隔てたロンドンには、資金と、証券取引に関わる人材の両方が流入した。また、この時期には、イギリスだけではなくヨーロッパ各国が戦費調達のために政府証券の発行を増大させたために、証券取引への需要は極めて大きく、パリとアムステルダム両取引所の機能停止とともにロンドン証券市場の重要性が高まった。とりわけ大陸からの金融業者の流入は、先進の取引手法をロンドンに持ち込み、大きな影響を与えたとされる。

このように、ロンドン証券市場では証券取引と資金が増大し、これを処理しようとする大きな圧力がかけて

いた。

3 規制された市場の登場

大陸からの新たな証券業者の流入による信用リスク問題に対しては、一七九八年に設立された取引所総務委員会（Committee for General Purposes）で、デフォルトを起した参加者の排除を中心とした市場規制が始められている。この委員会は、デフォルトがらみの紛争の解決や取引ルールなどについて多くの決定をするようになる。市場規制のための委員会が設立されたことは、証券業者にとって本業とは別の負担となるため、専業の事務局の設置が検討され、事務局の経費をまかなうために取引所の建物に定期的に通う者から市場規制の経費として会費を徴収し始める。（金額がわずかであるため、時々しか来ない者は免除）。

この後、取引所建物の出資者は、一八〇一年に出資者委員会（Committee of Proprietors）で、会費を徴収して入場させることとする提案を行った。出資者側の当初の計算では、一会員あたり年間十ギニーの会費を徴収し、二百人の会員を集めれば、年間二一〇〇ポンドの収入となり、これで経費と投資収益をまかなえるというものであったとされる。この会費は、取引参加者が中心となって運営する委員会である総務委員会です承され、翌日掲示された。これによって、建物をいったん閉じた上で、新しい取引所が会費制の市場（Subscription Room）として新たに再開された。

ロンドン証券取引所の開設は、ジョン・サンプソンを出て専用の建物を保有した一七七三年にさかのぼることができ、参加を会員に限定して会費を徴収し、フルタイムの事務局を置いて市場管理を行い、一定のルールを持って市場を規制するという点で、単なる取引者の集合体ではない組織となった。規制主体を持つ組織としてのロン

ドン証券取引所の誕生はしたがって、一八〇二年と理解されている。

4 二重管理 (Dual Control)

初期のロンドン証券取引所は、このように、建物の所有者(出資者)とその建物を利用して取引を行う会員証券業者によって二重にコントロールされていた。両者はそれぞれ意思決定を行う委員会を持ち、取引所の振興という点では一致した利害をもっていたが、細部にわたっては利益相反が生じる面もあった。

取引所出資者は、建物に資金を投じて建物を運営しており、会員から会費を徴収して収入としている。したがって、会費収入は多いほどよいが、会費が高くなると既存会員の反発を招き、外部により安いライバル市場が現れる可能性があるため、会費を抑えて会員数の増大をはかる方が望ましかった。このため、証券取引が拡大し、ロンドン証券市場の規模が大きくなると、所有者は数度にわたって資本を投じて新たに取引所の建物の拡張を積極的に行っている。一方、建物を利用して取引を行う会員にとっては、会費は低いほど望ましい。証券業務による収入は変動が大きいため、証券業者はとりわけ固定費を嫌う傾向があったとされる。また、デフォルトリスクを嫌ったことや、会員が増加して取引の閑散期にライバルが多くなることを避けるために、入会に対しても制限的なルールを望んでいた。

出資者委員会は、会費の設定と建物の運営に関する権限のみを持ち、新入会員の承認を含めた市場運営権は証券業者の委員会である総務委員会が保持することとなった。もつとも、会員の絶対数を制限することには出資者委員会が同意しないため、その後も会員の絶対数は事実上制限されることはなかった。

二重管理が行われたため、ロンドン証券取引所への入会はかなりオープンな性格を持った。会員は他のライバル市場への入会を禁じられたことと、無限責任を負う個人であることを義務づけられたのみで、基本的に使用リスクの観点から選別された。一年目には八名が参加を拒否、二年目には四九八人の会員に対して十七名が拒否されている(三%)。取引所は証券業者の増加に対して、会員数の制限ではなく、建物の増設によって対応した。当初は兼業制限などを行わなかったため、会員の中には商業銀行業務やビル・ブローカーなども存在していた。しかしその後、兼業制限を行うようになり、一八二一年にはこうした兼業制限が集成されてルールに盛り込まれた。これにより以降新会員となるものについては兼業が禁止され、すでに会員であったものについては、入会当初に行っていた業務以上に拡大しないこととされた。

兼業制限が行われた理由は、他業務での損失が取引所以外の会員に及ばないようにすること、デフォルトが発生した場合に、差し押さえるべきデフォルト会員の資産をめぐって取引所外部の債権者との間でもめこととなることを避けるためであるとされる。またこの頃から、会員に対して決済に充てるための保証を求めようになった。一八二二年には新入会員の推薦にあたって推薦者が二五〇ポンドの支払保証を行うこと、一八三二年には新入会員には三名の推薦者を要することとし、推薦者それぞれが三百ポンドの支払保証を行うことが義務付けられた。また取引所は一八三三年から会員のデフォルトに際して従来のようにデフォルト会員の掲示を行うだけでなく、取引時間中にハンマーを打ってデフォルトを宣言するという措置もとっている。

このように、初期の取引所では、会員制限はゆるやかで、後に行われた会員の兼業制限は、会員の支払不能リスクを減らし、また支払不能時の債権・債務処理の複雑化を避けるためであったと理解できる。

6 手数料

一方、売買手数料については、取引所は最低コミッション制をとらなかつた。会員間の競争が激しい時期には最低コミッション制導入の機運が高まつたが実現することはなかつた。もつとも、すでにこれ以前に取引所は、会員間の競争を緩和するような措置をいくつかとつてゐる。たとえば、取引所は、会員に対して、別の会員の顧客に証券販売の勧誘行為を行うことなどを禁止している。また、この頃から、会員間で、コミッションの割引などを行つて顧客を奪つたとするものが発生するようになってゐる。当時は標準コミッション率がかなり広く使われていたが、この標準コミッションは強制されるものではなく、実際には証券業者の裁量に任されていた。

一八二三年と一八三八年に最低コミッション導入問題が持ち上がるが、結果的には裁量性のある標準レート方式が支持を得た。ロンドン証券取引所は、基本的に会員間の利害調整の役割を果たしたが、会員と顧客との関係には介入しなかつたと考えられる。会員もルールがあるほうが良い領域と、裁量に任された方が良い領域を意識しており、取引所が何を規制し何を規制しないかはその時その時で決められていく。コミッションに関しては、この後も会員の裁量に任され、大口顧客などは割引を受けるのが一般的であつた。

7 新証券への対応

十八世紀末にナポレオン戦争が始まると、戦費調達のための政府証券の発行が増大する。これにはイギリス本国のものだけでなく、ヨーロッパ大陸各国のものも含まれた。ロンドン証券市場では一八二〇年代から外国政府の債務の取引が盛んに行われるようになるが、これら外国証券の取引は当初は取引所ではなく街路や王立取引所で行われていた。

会員からの二度にわたる要請を受けて、取引所が外国証券のクオートを開始したのは一八二二年である。この新証券の取引需要にすばやく対応したのは出資者委員会で、委員会は同年のうちに取引所に隣接するケーペル・コート六番地に追加の建物を確保した。この対応の背景には、外国証券を扱う証券業者が別の人物に外国証券の市場のための建物確保を打診していたことがある。取引所の出資者委員会は、別の市場が開設されて収入機会を奪われるのを恐れて迅速に対応したのである。

ところが、外国証券を取り扱う証券業者を新たに会員に迎えるにあたっては、利用者からなる総務委員会はそこまですばやくは対応しなかった。信用面で不確実な会員の入会には必ずしも好意的でなく、新たな業者は非会員として迎えられた。このため外国証券の市場は、当面既存会員は無料、非会員から年間八ギニー徴収するという形でスタートし、外国証券市場運営は会員と非会員によつて合同管理された。したがって、ロンドンの外国証券市場は、当初は空間的にも会員の面でも分離されていた。この市場は大成功を収め、建物はすぐに手狭になった。このため、出資者委員会は、続いてケーペル・コート三番地にさらに追加の建物を確保することになった。

取引所が利用者である会員のみで運営されていたら、ここまですばやく対応は難しかったと考えられ、外国証券の受け入れにもロンドンの二重管理の特徴が現れていると言つことができる。外国証券市場は、その後ナポレオン戦争終結にともなつて規模をやや縮小し、統合が提案されたが、会員による総務委員会がこれを拒否する。出資者側は、外国市場を従来の建物の空いた空間に合併、その後取引ルールも徐々に融合された結果、一八五八年に会員権の面でも完全に統合された。この頃には各国の国債発行は増大し、海外の国際取引はロンドンの大きなビジネスの一つとなつていく。

ロンドンの証券市場では、政府証券に続いて、十八世紀末から十九世紀初頭にかけて、株式会社形態で設立さ

れた自国・海外の鉄道、運河、鉱山、さらにはいわゆる産業株まで、次々と新しい取引対象が現れる。政府証券以外の証券の取引は、もともとは既存の建物とは別に設けられた外国証券の市場で行われていた。会員が取引所で会社株式を扱うようになると、取引所内のジヨバーにとっては、相場動向の全貌がつかみにくくなり取引リスクが増大するため、取引所で取引が行えるようにすべきとする声明が一八四三年に出された。

ここでも出資者委員会はすばやい対応を見せ、翌年にはスロゲモートン・ストリート (Throgmorton Street) 九番地を購入して市場を拡張している。ロンドン証券取引所は政府証券から会社株式の時代へ移っていくのである。この間、スレッドニードル・ストリートなどに会社株式を扱うライバル市場が登場しているが、十分な成功を収めていない。むしろ、会社株式の取引では、ダブリンやリバプール、マンチェスター、ランカシャーなどの地方証券取引所がロンドン証券取引所の大きなライバルであった。これは地方でも多くの会社が設立され、会社情報を得やすいことから、発行会社の所在地で取引が行われる傾向があつたからである。とりわけ、一八四〇年代の鉄道ブームでは十八の地方証券取引所が活動していた。出資者はその後も一八五三年に建物を新築、一八七二年には地下清算室を増設、一八八四年には東側の隣設する建物を購入と規模を拡大する。これにともなつて会費も値上げされたが入会抑制的になることはなかつた。

8 おわりに

以上のように、戦前のロンドン証券取引所は比較的競争的な環境の中で運営されていたと見ることが出来る。初期のロンドン証券取引所に関して Michie が繰り返し述べているのは、ロンドン証券取引所は圧倒的な存在ではあつたが、ロンドン市内の取引所外取引や、リバプール、マンチェスターなどの国内の地方取引所、あるいはパ

リやアムステルダム、ニューヨークといった海外の取引所との間で絶え間ない競争状態に置かれていたため、決して独占的な存在になりえなかったことである。そのため、出資者委員会が取引所の運営に一定の発言力を維持しつつ、ともすれば閉鎖的、反競争的になりがちな利用者の委員会とのバランスをとっていた。このことが、新しい証券の受け入れに積極的で、会員数などに制限を設けない市場、あるいは対顧客コミッションに裁量の余地を残した取引所を形成していたとするのである。

注

- (1) 大崎貞和「市場間競争と証券取引所のあり方」『資本市場クオータリ』二〇〇〇年秋号、二上季代司「証券取引所の株式会社化の意義」『証研レポート』一五九七号、二〇〇一年八月など参照。
- (2) 二上季代司「証券取引所の組織構造」『証研レポート』一五八八号、二〇〇〇年十一月、同「証券取引所の組織構造とガバナンス」『証券経済研究』第三三号、二〇〇一年九月、では、各国の証券取引所の組織構造の比較が行われている。本稿はここから関心をもちたものである。
- (3) Rarald Micie (1999) "The London Stock Exchange, A History" Oxford University Press.

(しみず よしこ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

1597 (2001.8)	執筆者	1604 (2002.3)	執筆者
証券取引所の株式会社化の意義	二上	清算機関のガバナンス	二上
自社株買いについて	伊豆	- 市場インフラと競争 -	
ユーロネクストのIPO	吉川	法定準備金の取り崩しについて	伊豆
- ドイツ取引所のIPOとの明暗 -		ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川
アメリカ政府債の清算機関GSCC	福本	ペーパーレス化証券の新決済制度	福本
		米国機関投資家の取引コストと取引システム(1)	三木
1598 (2001.9)		1605 (2002.4)	
ロンドン証券取引所の株式上場	吉川	中国株式市場の形成と国有企業改革	王
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(4)	王	米国機関投資家の取引コストと取引システム(2)	三木
- 上場企業のガバナンス文化を中心に -		債券取引の電子システム	清水
C Pのペーパーレス化(1)	福本		
- 日本初の不発行化(dematerialization) -		1606 (2002.5)	
オプティマーク市場休止が意味するもの	三木	日本版金融ビッグバンの評価	二上
1599 (2001.10)		中国の証券行政	王
取引所の自主規制機能について	伊豆	- 中国版SEC(中国证券监督管理委员会)の誕生 -	
ドイツ取引所の新たな戦略(2)	吉川	外為取引の減少と電子取引	伊豆
- ユロ建て米国株電子取引 -		1607 (2002.6)	
中国最大の総合家電メーカー海爾集団の経営管理と企業文化	王	資産管理型営業の再考	二上
- 「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめくって -		中国の個人投資家	王
ナスダックにおける株価セント表示導入の影響	三木	投資顧問業者の注意義務について(1)	三木
		- 運用機関の受託者責任より -	
1600 (2001.11)		1608 (2002.7)	
信用取引とデリバティブ取引	二上	家計の金融資産を取り巻く状況	二上
自主規制機能の分離・統合論	伊豆	投資顧問業者の注意義務について(2)	三木
- S I Aの自主規制モデル案 -		ベイオフと地方公共団体の公金管理	清水
L I F F Eの決断	吉川		
- ユロネクストによる買収合意 -		1609 (2002.8)	
中国の外資導入における経済技術開発区の役割	王	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(1)	王
- 天津経済技術開発区の紹介を中心に -		トランジション・マネジメント	三木
C Pのペーパーレス化(2)	福本	I Tバブル後の国際資本移動について	伊豆
1601 (2001.12)		1610 (2002.9)	
最近の個人顧客の動向	二上	ワン・ストップ・サービスの論点	二上
インターネット取引の拡大について	伊豆	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(2)	王
ユーロCCP	吉川	ユーロクリアとクレストの合併	吉川
- D T Cの欧州クリアリング機関 -		1611 (2002.10)	
金庫株解禁の商法改正	福本	証券代理店構想について	二上
N Y S Eとナスダックのスプレッドの比較	三木	社会的責任投資とエコファンド	三木
		スーパー・モンタージュ導入とECNのビジネス	清水
1602 (2002.1)		1612 (2002.11)	
新規参入業者に見るビジネスモデル	二上	中国株式市場の機能について	王
オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川	機関投資家と株券貸借取引	三木
- クロスボーダー・ネットワークの試み -		「第二期グローバル化」論について	伊豆
中国上場企業のパフォーマンス	王		
米国の機関投資家と取引コスト	三木	1613 (2003.12)	
1603 (2002.2)		市場間競争と証券取引所	二上
減資について	伊豆	中国のQ F I I 制度の導入	王
- 株式・資本金・株主持分 -		シングル・ストック・フューチャーズ	吉川
ナスダックの電子的価格改善システム	吉川	- アメリカにおける個別株先物の導入 -	
- プライメックス・オークション・システム -			
中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王		
証券決済制度改革	福本		
- 現行改革議論の整理 -			

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

日本証券史資料戦後編(全十巻,別巻)

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

第1巻 証券関係帝国議会・国会審議録(一)昭和20年-27年
B5判1012頁 8,500円 送料 590円

第2巻 証券関係国会審議録(二) 昭和27-36年
B5判 960頁 8,500円 送料 520円

第3巻 証券関係国会審議録(三) 昭和37-40年
B5判1026頁 8,500円 送料 590円

第4巻 証券史談(一)
B5判 714頁 8,500円 送料 520円

第5巻 証券市場の改革・再編
B5判1094頁 10,500円 送料 590円

第6巻 証券市場の復興と整備
B5判1008頁 12,000円 送料 590円

小林和子監修 日本証券経済研究所編

第7巻 証券市場の成長と拡大期(一)
B5判1112頁 13,592円 送料 590円

第8巻 証券市場の成長と拡大期(二)
B5判1114頁 13,592円 送料 590円

第9巻 証券恐慌
B5判1188頁 14,563円 送料 590円

第10巻 証券史談(二)・補遺他
B5判 903頁 10,680円 送料 520円

別巻1 証券関係文献目録(明治・大正・昭和)
B5判 346頁 6,796円 送料 450円

別巻2 証券年表(明治・大正・昭和)
B5判1052頁 12,621円 送料 590円

(全巻セット特価 100,000円)

日本証券史資料戦前編(全十巻)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

第1巻 証券関係元老院・帝国議会審議録(一)
B5判1083頁 12,000円 送料 590円

第2巻 証券関係帝国議会審議録(二)
B5判 717頁 10,000円 送料 520円

証券年表(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 1052頁 11,650円 送料 590円
(日本証券史資料 戦後編 別巻2 別装丁版)
(以後各年度版発行)

証券関係文献目録(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 346頁 5,825円 送料 380円
(日本証券史資料 戦後編 別巻1 別装丁版)
(平成12年度版まで各年発行,以降HP掲載)

総合商社の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 150頁 1,900円 送料 310円

戦後証券史を語る 上・下

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

菊莉 上285頁 各1,942円 送料 上310円(セット)
下390頁 各1,942円 送料 下340円(450円)

(日本証券史資料 戦後編 第4巻 普及版)

続 戦後証券史を語る

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 268頁 2,330円 送料 340円

(日本証券史資料 戦後編 第10巻 証券史談(二)の普及版)

外国証券関係法令集

日本証券経済研究所編

アメリカⅠ 1933年証券法, 1934年証券取引所法

[改訂版] A5判 179頁 2,427円 送料 310円

アメリカⅡ 1933年証券法規則

[改訂版] A5判 241頁 3,398円 送料 310円

アメリカⅢ 1934年証券取引所法規則

絶版

アメリカⅣ 1939年信託証書法, 1940年投資会社法

[改訂版] 1940年投資顧問法, 1970年証券投資者保護法

A5判 213頁 3,204円 送料 310円

アメリカⅤ 連邦準備制度理事会規則(T,U,G,X規則)

A5判 62頁 1,000円 送料 240円

アメリカⅥ ニューヨーク証券取引所設立証書,

定款, 理事会規則

A5判 66頁 1,200円 送料 240円

イギリス 2000年金融サービス市場法

A5判 385頁 4,300円 送料 310円

ドイツ 証券取引法, 取引所法, 投資会社法,

販売目論見書法, 寄託法, 解題

A5判 232頁 3,300円 送料 310円

フランス

A5判 225頁 2,500円 送料 310円

現代企業と配当政策

日本証券経済研究所編

A5判 272頁 3,200円 送料 310円

財務リスク・マネジメント

一ALMの理論と実務一

日本証券経済研究所編

A5判 211頁 2,233円 送料 310円

オフバランス取引

一実態と会計の対応一

日本証券経済研究所編

A5判 194頁 2,233円 送料 310円

証研レポート第一六一四号
二〇〇三年一月十四日発行

(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

2003年1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)