

証 研

レポート

No.1603

2002年2月

減資について

～株式・資本金・株主持分～

伊豆 久（1）

ナスダックの電子的価格改善システム

～プライメックス・オークション・システム～

吉川 真裕（10）

中国上場企業の株式所有構造と企業効率

王 東明（23）

証券決済制度改革

～現行改革議論の整理～

福本 葵（32）

財団法人 日本証券経済研究所

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

減資について

〽株式・資本金・株主持分〽

伊豆 久

はじめに

一月八日、ダイエーが減資を含む再建計画を発表すると、株主に損失負担を求めるものと受け止められ株価が乱高下するという事態が生じた。会社が減資にまで追い込まれたということは、もちろん株主にとって大問題であるが、減資そのものは株主の持分や株価に影響を与えないものではない。株主にとって重要なのは、株主の持分である会社の純資産であって、名目上の数値にすぎない資本金ではないからである。減資〽株主の損失負担〽という見方の背景には、資本金〽株主の出資金〽株主の持分 〽という考え方が存在するようであるが、そうした考え方は間違っている。では、株式、資本金、純資産はどのような関係にあるのか、そしてそれは、昨年の商法改正によってどう変わったのか、基本的なところから整理しておこう。

1 資本金とは何か

はじめに、資本金とは何かから確認しておこう。会社法の教科書を見ると、一般に「資本金」と言われているのは商法上は「資本」であり、「会社財産を確保するための基準となる一定の金額のこと」とある。しかし同時

にそれは「一定の計算上の数額であつて、現実の存在である会社財産とは異なる」とある。会社財産の基準となる重要なものであるにもかかわらず、それが「現実の存在」ではない、どこかに資本金として保有されているのではない単なる名目上のものに過ぎないといつところに資本金のわかりにくさがある。

一つの方法として、会社の純資産（会社の総資産から負債を差し引いたもの）を水に、資本金をその水を入れるコップにたとえて考えてみよう（伊藤真『商法』弘文堂、一九九九年に拠る）。

会社の経営が順調で利益が増えれば純資産が増える。コップの大きさは一定なので水（純資産）がコップ（資本金）から溢れ出るようになるだろう。この、コップの容量を上回つて溢れ出た水こそが、会社の利益（配当可能利益）に他ならない（ここでは、簡単にするため法定準備金等については無視している）。配当可能利益は、株主総会の決議を経て、株主への配当や会社の準備金の積立などにまわされる。では、会社が利益を上げられず損失が続くとどうなるだろうか。水（純資産）は減少しコップ（資本金）よりも少なくなつてしまふ。しかし、こうした事態が生じてても商法上、何らかの問題が発生するわけではない。純資産が資本金を下回つても、将来の利益の回復を待てばよいだけのことである。ただ、水がコップからこぼれない限り、つまり配当可能利益が存在しない限り、株主に配当することは許されない。

ここで資本金（コップ）が果たしている役割は何か。それは、純資産が資本金を上回っていない場合（つまり利益が存在しない場合）には配当を禁止するという限られたものにすぎない。会社純資産が配当という形で外部に流出するのを制限し債権者を保護しているのである。しかしながら、資本金という制度は会社の純資産が常に資本金相当額一杯あること（水がきちんとコップ一杯分入っていること）を保証するわけではない。純資産が減少する原因としては、配当による社外流出よりも経営の失敗による損失のほうが重要であるが、当然のことなが

らそれを法律でもって防ぐことはできない。商法は、無理な配当による純資産の減少を禁止しているだけなのであって、配当さえしなければ純資産が資本金を下回っていても、商法上の問題はないのである。

2 減資と株主の損失負担

では、減資は何を意味するのだろうか。純資産（水）が資本金（コップ）を下回っても、今後、利益（純資産の増大）が見込めるのであればそれで問題はない。やがて水が増えてコップから溢れ、復配できる時を待てばよい。しかしそうした見込みがなく、あるいは時間的にも許されないような場合でも配当可能利益を作り出す方法がある。コップの高さを低くすれば、同じ水の量しかなくても水を溢れさせることができる（あるいは今後短時間でそうなることが見込める）のであり、それが減資に他ならない。だから、減資は資本金の自然な減少というより意図的な引下げである。

したがって、減資がなされても株主の持分は全く変化しない。株主にとって意味があるのは（株主が所有しているのは）コップの中の水であってコップではない。損失が続く自分たちの財産である純資産が減少しているということこそが、株主にとっての損失であり、それを入れるコップの大きさがそのままであるか小さくなるかは問題ではない。繰り返しになるが、資本金は純資産を計測するための架空の数字にすぎないからである。

にもかかわらず 減資＝株主による損失負担 とされるのは、資本金相当額こそ株主の出資金であり株主の持分であると長く見なされてきたからであろう。しかしながら、株主の持分は、株主の出資金の他、利益を含めた会社の純資産すべてであって、その減少（経営の悪化）の時点ですでに株主は損失を負担しているのである。減資は、そこから会社を再建するための手段であって、それがなされた時点では、株主の損失負担はすでに終わっ

ていると言える。

いわゆる一〇〇%減資が行なわれる場合であっても同様である。一〇〇%減資の場合、確かに、資本金はゼロとなり株式はすべて強制的に無償消却され、株券は紙切れとなる。しかしながら、こうした措置が認められるのは、会社が債務超過に陥り実質的に破綻している場合に限られるのであって、その時には、株主の持分（したがって株券の価値）は減資・消却を行なう前にすでにゼロとなっているのである。

ただ異なるのは、特定の株主の株式のみを無償で消却する場合である。例えば、ダイエーのケースでも銀行が保有する優先株式二二〇〇億円分を一〇〇%減資する¹⁾と報道されたが、このように一部の株主が有する株式のみを消却する（紙切れとする）場合（ダイエーの場合、優先株式という違いはあるが）、当然、その株主の持分はなくなり大きな損失負担となる（しかしその他の株主にとっては一株あたり持分が増えることになる）。しかし、こうした一部の株式だけを無償で消却することは、株主総会の特別決議をもってしても強制することはできず、株主自身の同意が必要となる。したがって実例は極めて少なく、新しいところでも三興製紙が八九年八月に一部大株主から普通株式二二〇〇万株、後配株式二八三万株を無償で提供してもらって消却するとともに、二二億円を減資したケース（『商事法務』一九九六年六月三〇日）が見られるくらいである（なお、同社は合併を経て、現在、高崎三興）。こうした場合には、確かに株主による責任負担といえるが、こうした減資は例外的であり、減資＝株主負担 とするのはミスリーディングである²⁾。

3 減資の目的

それでは、にもかからず減資を行なう目的はどこにあるのだろうか。

大きな損失が生じて純資産が減少してしまえば（先の比喻によればコップの中に少ししか水が残っていない場合）、これからはわずかな損失で債務超過に陥ってしまうため新たに融資してくれる銀行は現れないであろう。純資産（コップの中の水）は、債権者にとって返済の確実性を担保するクッションとして機能するのであるから、それが少ない（自己資本比率が低い）ということは、信用リスクが高いことを意味するからである。純資産を増やす手っ取り早い方法は増資であるが、それも簡単ではない。増資とは、コップの背を高くし、その増えた容積分の水をコップに注ぎ足すことである（資本金が大きくなり、それに見合った出資金が払い込まれる）。水は確かに増えるが、同じだけ背が高くなっていくため、水がコップから溢れ出るようになるには、かなりの時間がかかる。つまり、増資に応じてくれた人に配当できるようにするのは随分先の話となるのである。そこまでのリスクに耐え、待ち続けようという株主はまず存在しない。そこで増資をする前に、あらかじめコップの背（資本金）を中の水の量（純資産）と同じところまで低くしておくのである。そうすれば、背は低いもの、とりあえず水が一杯に満ちたコップを作ることができる。それから増資すれば、高くなったコップの中に水は一杯満たされた状態で再出発できるのであり、次に利益が出ればすぐに水はコップから溢れることになる。復配が見通せるとなれば、増資に応じてくれる株主も現れやすい。

このように、後の増資をしやすくするための条件整備、それが減資の目的である。

4 「減資の方法」

減資を行なう場合には、同時に株式併合がなされるのが一般的である。

減資の方法として、株式の額面を減少させる、発行済株式総数を減少させる、額面も株式数も減少させ

ずに行なう、の三つの方法が挙げられることが多いが、これも、一般にはわかりにくい表現ではないだろうか。ここで挙げられているとは、減資の方法というより、減資にともなう必要となる額面総額を引き下げるための方法である。

昨年の一〇月までは、 $\text{資本金} \div \text{額面総額}$ という関係を維持しなければならなかったため、額面総額を下回るような資本金の引下げは実施できなかった。そこでそのような場合には減資にともなう額面総額も引き下げる必要があつた（額面株式を無額面株式に転換すれば、資本金と株金総額に関する制限は関係なくなるため、そのような措置をとる必要はなくなる。例えば、昨年二月に減資した井上工業は、それに先立つて全株式の無額面株式への転換を実施している）。そこで、 $\text{額面総額} \div \text{額面} \times \text{株式総数}$ であるから、額面を引き下げるか、株式数を削減するかを実施することになるのである。それが上記とである。そして、 $\text{資本金のうち額面総額を上回る額だけ減資する場合である。}$

額面の引下げについては、八一年の商法改正で額面の最低限に関する規定が撤廃されたために可能となつたが、実際に行なわれることはまずない。実際には株式総数の減少が行なわれるのが普通であり、それには株式を消却する方法と併合する方法がある。しかし消却は、先に述べたように例外的にしかな行なわれず、併合が一般的である。二株を一株にするといったようにして株式数の減少を図るのである。また、株式併合には、株価が額面を下回っている場合には増資ができないため併合によって株価を引き上げるといふ目的もあつた（二株を一株にすれば、計算上、株価は二倍になる）。

しかしながら、昨年一〇月施行の商法改正により、額面制度そのものが廃止され、すべての株式は無額面株式となつた。額面（株金）という概念自体が否定されたのであるから、 $\text{資本金} \div \text{額面総額}$ という関係を維持する

必要もない。額面未満での新株発行の禁止という規定もなくなった。今後は、減資は実施するけれども株式併合は行なわないというケースが増えるであろう。これから株式併合の必要性は、一株あたり配当（単元株の大きさと関連するが）株式の流動性、株主管理コストなどの観点のみから検討されることになるとと思われる。

5 資本金と株主の持分

かつては、株主の出資額＝資本金＝額面総額（額面×株式数）という等式が成立しており、株式は資本金を均等に細分化したものとされていた。そのため、資本金すなわち株主の持分と見なされ、資本金の減少すなわち株主の損失、株主の責任負担と考えられたのであろう。

しかし、株式会社原則から考えれば株主の持分は資本金相当額ではなく会社純資産のすべてのはずである。会社が利益を出せばそれは配当の形で株主に還元される。では、利益が内部留保として会社に積み立てられればどうなるのか。それももちろん、会社（会社経営者）のものではなく株主のものである。会社に蓄積された利益は、利益が一旦株主に配当され、それをもう一度増資の形で株主から追加出資されたもの、と考えるべきだからである。会社の内部留保は 配当 増資 の手続きを省略しただけのことであり、株主からの直接的な払込金とあわせて、株主から経営者に委託されているものにすぎない（それが資本金に組み入れられているかどうかはここでは二義的な問題である）。ところが、実際には、株主の持分はその払い込んだ金額のみであって、会社に留保された利益は会社のもの、会社経営者のものといった考え方が通念化してきたのである。

そして、一九六〇年代末から時価発行増資が本格化すると、株主の持分という概念はますます縮小していく。額面を上回る株主からの払込金額（プレミアム）は会社のもつとされ、商法上も資本金と区別される資本準備金

という名目で蓄積されていった。出資額と資本金と額面総額の関係は 株主持分＝会社純資産＝株主出資額＋利益 資本金Ⅳ額面総額 へと変化したにもかかわらず、株主の持分は額面総額（せいぜい資本金）とされ、そこから、株主への配当も額面の一割で十分とされてきたのである。時折、株主の出資額であるにもかかわらず資本金として計算されてこなかった分（資本金準備金）について資本金に組み入れれば、それが株主への「還元」として高く評価される、といった状況だったのである。

こうした、株主の持分を資本金相当額に限定する考え方が根強かつたために、反対に、減資の場合には株主の持分が減少すると見なされるのではないだろうか。

しかしながら、資本金だけでなく、会社の純資産のすべてが株主から経営者に託された資金であつて、経営者はそれを使っていかに利益を生み出すかが問われるはずである。会社の収益率を見る指標の一つ ROE（自己資本利益率）はまさしくそれを示すものであるが、日本企業のそれが極めて低い水準にある背景には、述べてきたような株主持分を狭く見る考え方が根強いこともあるように思われる。減資＝株主の損失負担 論と根底にあるものは同じである。

注

- (1) ただし、「株式の減資」というのはよく使われる表現ではあるが、誤解を招くものではないか。正確には、優先株式を 100%任意・無償消却するとともに、「資本金を 1100 億円減資する」といつことであらう。「株式を減資」したりしない。株式は消却あるいは併合されるのであり、減資するのは資本金で、両者は同時になされることが多いが区別すべき概念である。減資せずに株式を消却・併合することもあれば、株式を消却・併合せずに減資することもある。こ

うした混同も、資本金と株式の混同に由来するように思われる。

- (2) ここで取り上げているのは、いわゆる名義上(計算上)の減資である。減資には会社財産を株主に返還するための実質上の減資と呼ばれるものもあるが、実際には極めて稀である。実質上の減資(資本金を減資とした自己株式の取得、任意・有償消却)は、阪和興業が九八年(と九九年)に行なっているが、これが上場企業として最初のものである(『商事法務』一九九八年六月三〇日)。

(い) はず ひさし・主任研究員)

ナスダックの電子的価格改善システム

～プライメックス・オークション・システム～

吉川 真裕

二〇〇一年二月七日、ナスダックは新たな電子的価格改善システムであるプライメックス・オークション・システムをダウ工業株指数構成三〇銘柄に導入し、一月七日からはS & P一〇〇指数構成銘柄、一月二二日からはナスダック一〇〇指数構成銘柄についても導入した。そして、このパイロット計画が終了する四月以降には他のナスダック銘柄についても導入を計画している。

プライメックス・オークション・システムはナスダックが導入を計画しているスーパーモニタージュと呼ばれる電子的注文板による取引システムとは別ものであり、投資家が電子的に価格改善を要請したり、自ら価格改善に参加したりするシステムである。価格改善とは注文発注時の最良気配よりもより有利な価格で注文を執行することであり、ニューヨーク証券取引所ではスペシャリストやフロア・ブローカーの介入によって、しばしば発注時の最良気配よりも有利な価格で取引が成立することが知られており、ニューヨーク証券取引所が誇る取引フロアでの価格改善を電子的に実現しようというのが、このプライメックス・オークション・システムである。

本稿では、ナスダックのプライメックス・オークション・システムの導入に至る経緯とその仕組みを紹介し、このシステムを導入する意義について検討する。

1 プライメックス・オークション・システム

(1) 導入に至る経過

プライメックス社 (Primex Trading N.A. LLC) は第三市場の立役者として活躍した有力マーケットメーカーであるメイドフ社 (Bernard L. Madoff Investment Securities) によって一九九八年に設立され、一九九九年にはゴールドマン・サックス、メリルリンチ、モルガン・スタンレー、ソロモン・スミスバーニーという大手証券会社からも出資を受けて新たな電子的オークション・システムの開発をおこなってきた。このシステムは取引所のスベシャリストやフロア・ブローカーの役割を電子的に再現しようとするものであり、機関投資家の注文を扱う大手証券会社の期待を集めることになった。そして、一九九九年二月九日にはナスダックがこのシステムをアメリカで独占的に使用する覚書に調印し、二〇〇〇年夏にナスダック銘柄とニューヨーク証券取引所上場銘柄に導入する予定を発表した。⁽¹⁾しかし、ナスダックが二〇〇〇年七月に計画していたセント値刻みへの移行が遅れ、プライメックス・オークション・システムの導入も二〇〇一年第一四半期、第二四半期(この際にはS & P 一〇〇指数とナスダック一〇〇指数構成銘柄が対象と発表)、八月六日、九月一〇日と延期された後、二月一七日にようやくダウ工業株指数を構成する三〇銘柄(ナスダック銘柄は二銘柄)を対象として導入された。次いで二〇〇二年一月七日からはS & P 一〇〇指数構成銘柄(ナスダック銘柄は七銘柄)、一月二二日からはナスダック一〇〇指数構成銘柄に対しても導入されており、四月以降には他のナスダック銘柄についても導入する計画が明らかにされている。ただし、このシステムへの参加は任意であり、六〇社の証券会社が参加していると報じられているが、今のところ売買高は対象銘柄取引全体の1%とも伝えられており、今後定着していくのか、あるいは鳴り物入りで始まってすでに廃止されたオプティマークと同じ道を歩むのかは明らかではない。⁽²⁾

2 仕組⁽³⁾み

(1) 概観

プライメックス・オークション・システムの基本は、取引所でスペシャリストやフロア・ブローカーが注文板に注文をさらすことなく、タイミングを見計らって取引するという仕組みを電子的に再現するということであり、より多くの投資家が確定気配を出すことなく、より有利な価格で取引する機会を提供することにある。具体的には、エレクトロニック・クラウド (Electronic Crowd) と呼ばれる人々が誰にも知られずにインディケーションという形で事前に取り引意思をシステムに提示したり、リアルタイム・レスポンスという形で注文に対する価格改善をおこなう意思をシステムに提示したりできるところが特徴となっている。

(2) 参加者

プライメックス・オークション・システムへの参加者はプライメックス・オークション・システム・パートナーとして認められた証券会社だけであるが、この業者と契約を結ぶことによって一般の投資家もクラウドとしてプライメックス・オークション・システムに参加することができる。そして、当該株式のマーケットメーカーだけがプライメックス・オークション・マーケットメーカー (PAMM) として認められた場合には顧客の注文を特別な形で価格改善することができる。

(3) 注文

プライメックス・オークション・システムへの注文は一〇〇株以上一〇〇万株以下に限られ、委託勘定ノリス

クのない自己勘定／自己勘定の区別と一般／プロフェッショナル（証券会社の自己勘定）の区別を入力しなければならず、価格改善のためにクラウドにさらされる最大時間として〇秒／一五秒／三〇秒の三種類を選択することができ（デフォルト設定は一五秒）。そして、注文の種類は即時執行指値注文と成り行き注文からなる。

指値注文は即時執行（〇秒オークション）に限られ、買い注文の場合には最良買い気配を下回る価格、売り注文の場合には最良売り気配を上回る価格を入力することはできない。〇秒オークションではすでにシステム上にあるインディケーションおよび一五秒オークションまたは三〇秒オークションにある反対注文（買い注文に対する売り注文、売り注文に対する買い注文）との付け合わせのみがおこなわれる。

他方、成り行き注文に一五秒または三〇秒という指定が付いている場合にはそれぞれ一五秒オークションまたは三〇秒オークションがおこなわれ、この場合にはすでにシステム上にあるインディケーションおよび一五秒オークションまたは三〇秒オークションにある反対注文にさらされた後、クラウドのリアルタイム・レスポンスにさらされる（当該銘柄をウォッチリストに登録したクラウドにはこの情報が自動的に配信される）。なお、一五秒オークションまたは三〇秒オークションにおいて成り行き注文どうしがぶつかる場合には最良気配の中値で取引は成立する。

また、注文には最低価格改善（PAMMの自己勘定取引には使えない）、未成立注文の回送、マッチ・パラメータやエクゼキューション・ギャランティ（PAMMのみ使用可、後述）といった条件を付けることもできる。

（４）インディケーション

クラウドの入力するインディケーションにはブレデファインド・リラティブ・インディケーション（PRI）

とゴー・アロング・インディケーションの二種類がある。

PRIはクラウドが事前にシステムに入力するインディケーションであり、価格ではなく、最良気配からどれだけ価格改善をおこなう意思があるかを、買いインディケーションの場合には最良(買い)(気配、最良(買い)(気配)プラス一セント等といった形で、売りインディケーションの場合には最良(売り)(気配、最良(売り)(気配)マイナス一セント等といった形で数量とともに入力する(有効期限は当日または五日間のいずれか)。ただし、最良気配でのインディケーションには三〇〇〇株以上、最良価格から二セント以内のインディケーションには二〇〇〇株以上、最良気配から三セント以上のインディケーションには一〇〇〇株以上という最低数量が定められており、最良気配から三セントを越えるインディケーションは反対側の最良気配を越える場合には入力できない。なお、オークションごとの最大取引株数をインディケーションに指定することもできる。

ゴー・アロング・インディケーションは他のインディケーションがすべて注文にさらされた後に最良気配で未成立部分を執行するインディケーションであり、このインディケーションの最低数量は一万株となっている。

(5)リアルタイム・レスポンス

一五秒または三〇秒の指定の付いた成り行き注文がインディケーションに対してすべて成立しない場合には、一五秒または三〇秒という有効期限の付いたリアルタイム・レスポンスという形でクラウドからの価格改善にさらされる。そして、リアルタイム・レスポンスには相対価格レスポンス(最良気配プラス一セントで一〇〇〇株買い等)、固定価格レスポンス(二〇ドル三セントで一〇〇〇株買い等)、バイ・オールまたはセル・オールといった三種類のものがあり、バイ・オールまたはセル・オールは文字通り注文を最良気配ですべて執行するとい

うレスポンスで、ボタン一つで即座にレスポンスができるというものである。なお、成り行き注文やリアルタイム・レスポンスに付いている一五秒や三〇秒という時間はクラウドにさらされる最大時間であり、レスポンスの早いものから順に取引は成立する。

(6) ブライメックス・オークション・マーケットメーカー (PAMM)

PAMMとして認可されるためには当該株式のマーケットメーカーであり、かつ一〇九九株以下の小口注文に対して八〇%以上ブライメックス・オークション・システムを利用してしなければならない(最初の三カ月間は申請のみ、次の三カ月間は五〇%、その次の三カ月間から八〇%を適用)。PAMMになるメリットはブライメックス・オークション・システムを通じて取引が成立した者が支払う手数料の一部を受け取ることができ、マッチ・パラメータやエグゼキューション・ギャランティといった特別な形で価格改善することができる点である。

マッチ・パラメータは顧客注文をシステムに入力する前に最良気配での執行を実質的に保証するものであり、二セント・マッチ・パラメータ、五〇%マッチ・パラメータ、ブロック取引マッチ・パラメータ、クリーン・クロス・マッチ・パラメータという四つの形がある。二セント・マッチ・パラメータはクラウドによる三セント以上の価格改善のみを成立させ、全く成立しなかった場合にはPAMMが提示された最良価格で執行し、部分的に成立しなかった場合にはPAMMが残りの部分を成り行き注文では最良気配、即時執行指値注文では指値価格で執行する。五〇%マッチ・パラメータは注文量の半分までをクラウドによる価格改善に基づいて執行し、残りの同一数量を同一価格でPAMMが執行するというもので、未成立の部分は成り行き注文では最良気配、即時執行指値注文では指値価格でPAMMが執行する。ブロック取引マッチ・パラメータは一万株以上の注文に対して付

けられる五〇%マッチ・パラメータであり、クリーン・クロス・マッチ・パラメータは一万株以上の異なる顧客の注文どうしを〇秒オークションで最良気配の中値で執行するというものである。ただし、最良気配の中値よりも片方にとって有利なインディケーションが二万株以上ある場合には注文はそちらと付け合わされる。

エクゼキューション・ギャランティは注文全体に対してではなく、部分的な執行保証であり、最良気配マルチプルとギャランティ・クオリティがある。最良気配マルチプルはP A M Mが最良気配の数量の倍数に限って執行保証をおこなうものであり、ギャランティ・クオリティは執行保証をおこなう数量を指定するものである。

(7) 利用料金体系⁽⁴⁾

プライメックス・オークション・システムの利用料金体系はインスタレーション/オペレーション・フィーとアクティビティ・フィーに分かれる。

インスタレーション/オペレーション・フィーは取引の有無に関わらないシステム費用であり、ネットワーク/オークション・コントロール・ボックス(A C B)に一A C B当たり月一五六ドル、プライメックス・ワークステーションに一台当たり月二〇〇ドル(一台以上二五台以下では一台当たり月一〇〇ドル、二六台以上では一台当たり月五〇ドル)、インスタレーション・フィーが一A C Bに一〇〇〇ドル、N Tサーバーに五〇〇ドル、A P I / F I X インターフェイス・ライセンシングに月五〇〇ドルとなっている。

アクティビティ・フィーは取引成立時に発生する費用であり、インディケーションとリアルタイム・レスポンス(および成り行き注文どうしがぶつかった場合には後から注文を入力した者)に一取引一株当たり一セント(最大五ドル)、二セント・マッチ・パラメータの注文がクラウドの提示した二セント以下の価格改善で成立した

場合に一取引一株当たり〇・二五セント（最大二・五ドル）と定められている。

なお、三月末まではネットワーク費用とアクティビティ・フィーは免除されると発表されている。⁽⁵⁾

(8) クリアリング・リミットとクレジット・リミット

プライメックス・オークション・システムに参加する業者はプライメックス・オークション・システムへの直接利用契約を結んだ投資家の取引を含めて、当該業者の取引総額を制限するためにクリアリング・リミットを設定することができる。そして、この場合のリミットは直接利用契約を結んだ投資家の取引を含めたプライメックス・オークション・システムでの一日の買い取引と売り取引の総額であり、同一銘柄の売り買いの差額ではない。なお、注文額がクリアリング・リミットを越える注文はクリアリング・リミットが変更されるまでシステムへの入力を拒否される。

また、プライメックス・オークション・システムに参加する業者は個々の利用者の取引総額を制限するためにクレジット・リミットを設定することもできる。クレジット・リミットの取引総額の定義とリミットの変更もクリアリング・リミットの場合と同様である。

(9) 匿名性

プライメックス・オークション・システムでの取引はすべて匿名でおこなわれ、規制のためのモニタリング以外は当日の取引が終了するまで取引相手にも明かされない。ただし、未成立の注文が他の市場に回送されて成立した場合は通常の取引と同様に取引成立直後に他の市場での取引成立分については当該取引相手に通知される。

3 プライメックス・オークション・システムの意義

プライメックス・オークション・システムは投資家が電子的に価格改善を要請したり、価格改善に自ら参加したりするシステムである。価格改善 (price improvement) とは注文発注時の最良気配よりもより有利な価格で注文を執行することであり、ニューヨーク証券取引所ではスペシャリストやフロア・ブローカーの介入によって、しばしば発注時の最良気配よりも有利な価格で取引が成立することが知られており、ニューヨーク証券取引所が誇る取引フロアでの価格改善を電子的に実現しようというのが、このプライメックス・オークション・システムである。

ニューヨーク証券取引所で価格改善が生じるのは、スペシャリストやフロア・ブローカーが注文板に確定気配という形で指値注文を出さずに取引の意思を確認しあいながら取引をおこなっているからであり、スペシャリストやフロア・ブローカーにのみ許された行為である。しかもニューヨーク証券取引所の注文板はデプス・インディケーターやデプス・コンディション、NYSEオープンブックといった限られた形で最近になって公表されるまでは最良気配とその数量しか公開されておらず、注文板そのものを見られるのもスペシャリストやフロア・ブローカーに限られていた。⁶⁾そこで、価格改善をはかったり、注文板に注文を載せずに大量の取引をおこなおうとすればスペシャリストやフロア・ブローカーとなっている業者に注文を出さざるを得なかった。ニューヨーク証券取引所の会員権が高いのは一部にはこうした取引フロアの特権にも関係しており、顧客注文の前にスペシャリストやフロア・ブローカーが先回りして取引するフロント・ランニングに対する批判も多い。しかし、SECは結果的に価格改善を実現し、投資家の利益にもつながっているという立場をとり、こうした伝統的な取引フロアでの行為をフロント・ランニングを除いては問題としていない。

プライメックス・オークション・システムはこうした取引フロアでの価格改善の仕組みを電子的に再現し、スペシャリストやフロア・ブローカーだけでなく、あらゆる投資家が匿名でより有利な価格での取引を交渉するという仕組みを目指したものである。エレクトロニック・クラウドという形であらゆる投資家がフロア・ブローカーの役割を担えるわけである。従来はスペシャリストやフロア・ブローカーにだけ限られていた特権をより多くの投資家に解放したという点で、プライメックス・オークション・システムの意義は大きいと言えるだろう。

しかし、プライメックス・オークション・システムにも問題がないわけではない。確定気配を出さずに取引ができるということは確定気配を出すインセンティブを弱める可能性があり、より多くの投資家がプライメックス・オークション・システムを利用すればするほど、その基準となる最良気配の開きが大きくなる可能性があるからである。プライメックス社の創設者でもあるベルナルド・メイドフ氏はこのことを認めており、プライメックス・オークション・システムを単独で用いるのではなく、ナスダックのマーケットメーカー制と組み合わせることによって弊害を防止できると語っている⁽⁷⁾。というのもナスダックのマーケットメーカー制にはもともと価格優先/時間優先という取引所での執行原則が適用されない⁽⁷⁾ので、良い気配を出すという行為は投資家やブローカーに關心を持ってもらうという広告程度の意味しか持つておらず、全取引の三分の二はマーケットメーカー等が注文を外に出さず、最良気配で内部付け合わせをおこなっているからである。プライメックス・オークション・システムのインディケーションは価格優先/時間優先の原則に基づいており、むしろナスダックのマーケットメーカーに初めて価格優先/時間優先という競争を意識させることになるのかもしれない。だが、一九九七年にオーダー・ハンドリング・ルールが導入されるまではECNがナスダックのマーケットメーカーのポジション調整に使われており、ナスダックに出す気配よりも有利な指値注文をECNに出すという慣行が問題になったことも

あるので、プライメックス・オークション・システムがマーケットメーカーの隠れたポジション調整の場になる可能性も排除できないはずである。しかも、取引フロアでのスペシャリストやフロア・ブローカーの意思確認という行動が違法でないならば、プライメックス・オークション・システムでのマーケットメーカーの意思確認によるポジション調整も違法とはなりえないのではないだろうか。おそらくSECもこのことは十分に理解しており、とりあえずはより多くの投資家に価格改善に参加する機会を与えるという名目で承認しているが、何らかの問題が生じれば対策がとられることになるであろう。

それでは、さほど活発には利用されていないと伝えられるプライメックス・オークション・システムの今後の見通しはどうか。より多くの投資家やマーケットメーカーが利用すれば価格改善の機会が増え、更なる利用を促すことになるが、投資家やマーケットメーカーの利用が少なければ価格改善の機会は減り、利用者の減少につながるという、鶏と卵の関係にあることは間違いない。投資家の側を考えれば、個人投資家はわずかな価格改善よりも迅速な執行を好む傾向にあり、従来はスペシャリストやフロアブローカーに注文を預けていたような機関投資家こそが利用者の本命であろう。機関投資家にとっては直接発注と匿名性という点がポイントであり、相手の執行価格を匿名で改善してやるという形態がおそらく中心となり、自ら注文を出して価格改善してもらうという形態は二の次であろう。このことはプライメックス社のグレン・シップウェイ最高経営責任者も大口顧客がターゲットであると明言しており、プライメックス社への出資者に機関投資家を顧客とする大手証券会社が顔をそろえていたことも符合する。⁽⁸⁾ マーケットメーカーや小口ブローカーにしてみれば費用を考えた場合それほど魅力的なものとは考えられず、競争相手が導入すれば導入せざるを得ないというものではないだろうか。今後、定着するのかがわからないが、新たな仕組みを作り出すという前向きな姿勢には敬意を表したい。

注

- (1) Nasdaq, "Nasdaq and Primex Trading to Offer Investors State-of-the-Art Electronic Price-Improvement System," *Nasdaq-Amex Press Release*, 9 December 1999 (http://www.nasdaqnews.com/news/pr/99/ne_section99_282.html).
- (2) Nasdaq, "Over 2.4 Million Shares Trade Through the Primex Auction System on First Day of Operation," *Nasdaq Press Release*, 18 December 2001 (http://www.nasdaqnews.com/news/pr/2001/ne_section01_344.html), Primex Trading N.A., "Primex Auction System Off to First Start: Trading to Expand to S&P 100 and Nasdaq 100 This Month," *Primex Auction System Bulletin*, January 2002 (<http://www.primextrading.com/happenings/bulletins/>), Gaston F. Ceron, "TALES OF THE TAPPE: Stock Markets Turn On Each Other," *The Wall Street Journal Online*, 8 January 2002 (http://online.wsj.com/article_print/0,4287,BT_20020108_004869,00.html), Mary Schroeder, "Primex Phases in Nasdaq 100," *Securities Industry News*, 28 January 2002.
- なお、オプティマークについては、拙稿「始動した新世代の取引システムーパシフィック取引所のオプティマークー」（本誌一五九八号「一九九九年三月」）三末邦子「オプティマーク市場休止が意味するもの」（本誌一五九八号「二〇〇一年九月」）を参照。
- (3) Primex Trading N.A., *THE PRIMEX AUCTION: Description of the Primex Auction System*, 2001 (http://www.nasdaqtrader.com/trader/hottopics/primex/pmx_syst_desc.pdf), *THE PRIMEX AUCTION: Trade Examples*, 2001 (http://www.primextrading.com/pdf/primex_trade_examples.pdf), *THE PRIMEX AUCTION: Frequently Asked Questions (FAQ)*, 2001 (http://www.nasdaqtrader.com/trader/hottopics/primex/pmx_faq.pdf), Nasdaq, *Rule governing the Primex Auction System*, File No. Pilot_NASD_2001_01, 2001 (<http://www.nasdaqtrader.com/trader/trading>

中国上場企業の株式所有構造と企業効率

王 東明

1 はじめに

近年、中国上場企業の株式所有構造と企業効率（収益性）との関連性を分析した論文が幾つかある。⁽¹⁾例えば、Xu & Wang（一九九七）は九五年以前の上場企業一五四社を選んで、株式所有と企業効率との相関関係を分析した。この分析では国家株の所有比率が高いほど企業の収益性が低い、法人株の所有比率が高いほど企業の収益性が高い、個人株の所有比率が企業の収益性と殆ど無関係にあるという結果が出た。また、王忠毅（二〇〇一）は東北三省（遼寧、吉林、黒龍江）の上場企業を取り上げ、株主構造と企業パフォーマンスとの関連性を分析し、Xu & Wang（一九九七）とほぼ同様な結論を得ている。つまり、国家株主は企業パフォーマンスに負の影響を与えているが、法人株主は企業パフォーマンスに貢献していることである。

一方、これらの分析結果に対して、袁国良ら（一九九九）は九七年上海の上場企業一〇〇社を分析して、国家株比率、法人株比率、個人株比率はそれぞれ企業収益（ROE：純資産利益率）との間に有意な相関がないことを指摘している。また、川井伸一（二〇〇〇）は九八年の全上場企業を対象に、株式所有比率（国家株、法人株、個人株）と企業の収益性を分析し、袁国良ら（一九九九）とほぼ同様な結果を得ている。この二つの研究は上述のXu & Wang（一九九七）と王忠毅（二〇〇一）の分析結果を支持しないことを示している。

他方、陳曉・江東（二〇〇〇）は市場競争の強い産業と弱い産業に注目し、株式所有構造と企業効率との相関

関係を三つの産業に分けて分析した。その結果は、市場競争の強い電子・家電業において、国家株比率は企業業績に負の影響を与えているが、法人株比率と個人株比率は企業業績に貢献している。国家株比率および法人株比率と企業効率との関係を見る限り、X u & W a n g (一九九七)と王忠毅(二〇〇一)の分析を支持している。しかし、市場競争の比較的弱い商業(地域性が強い、寡占的)と公共事業(寡占的)において、以上の関係は成立しないということである。

なぜ以上のような様々な分析結果が出たのか。恐らく上述の各研究はそれぞれ取り上げているサンプル企業の数、範囲および時期が異なっているため、その分析結果も違つのは不思議ではない。しかし、株式所有構造(国家株、法人株および個人株など)のみから企業業績との関連性を判断するには一定の限界がある。つまり、現在、法人株の大部分は国有法人株であるが、国有法人株と国家株は国有株と見なされ、この二つの間の本質的な区別はできず、究極的に全人民所有に帰属するものと考えられる。その意味から、株式所有構造と企業効率との関連性を分析する際、各産業・業種のそれぞれの特徴、つまり各産業・業種に置かれている市場競争状況も考えなければならぬ。

例えば、国際市場の原油価格が上昇すれば、国内の原油価格にも影響を与えるため、他の経営条件が変化しないと仮定すれば、石油の採掘などの企業は原油価格の上昇によって利益も上がることになる。逆に、石油化学などの企業は原油価格の上昇によって生産コストが上がり、それに伴って企業利益は下がることになるであろう。企業効率の関連要因は様々であるが、このケースからみれば、企業業績は株式所有構造の変化と無関係にあり、各業種の特徴がより重要である。言うまでもなく、企業の経営効率をみるために、株式所有構造だけではなく、各々の業種の特徴も含めて総合的に判断する必要があると考えられる。

はたして、冒頭でみてきたように、国家株の所有比率が高いほど企業の収益性が低い、法人株の所有比率が高いほど企業の収益性が高いという問題設定は正しいかどうか。小稿では、近年上場企業の株式所有構造を概観し、産業別・業種別の株式所有構造の特徴を分析する。そのうえで、前回紹介した上場企業パフォーマンスの資料（「証研レポート」No. 一六〇二）を参考に、産業別・業種別の視点から株式所有構造と企業効率との関連性をみることにしよう。

2 株式所有構造と企業効率

中国上場企業の株式所有は一般流通できる流通株と流通できない非流通株に分類される（表1）。流通株は国内投資家向けのA株、海外投資家向けのB株および海外上場のH株から構成され、現在発行済株式の三割前後を占める。非流通株は国家株、法人株（発起法人、外資法人、応募法人）および従業員持株などから構成され、発行済株式の六割以上を占める。

特に、国家株比率は最も多い。この九年間の変動軌跡をみると、まず四割前後から一時的に五割近くにまで上昇し、その後は三割にまで減り、九八年以後は、大型国有企業の上場が増えることによって再び増え、現在は四割前後になっている。また、国家株比率は法人株比率との間に負の相関関係がある。つまり国家株比率が増えると、法人株比率が減り、逆に、国家株比率が減ると、法人株比率が増えるという現象がみられる。

表1 中国上場企業の株式分布 (単位: %)

年末	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. 非流通株	69.25	72.18	66.98	64.47	64.75	65.44	65.89	65.02	64.28
国家株	41.38	49.06	43.31	38.74	35.42	31.52	34.25	36.16	38.90
発起法人株	13.14	9.02	10.79	15.93	18.42	22.64	20.90	19.13	16.95
外資法人株	4.07	1.05	1.10	1.40	1.23	1.34	1.42	1.31	1.22
応募法人株	9.42	10.59	10.64	7.30	7.53	6.72	6.03	6.16	5.65
従業員持株	1.23	2.40	0.98	0.36	1.20	2.04	2.05	1.19	0.64
その他	0.00	0.05	0.16	0.74	0.95	1.18	1.25	1.08	0.92
2. 流通株	30.75	27.82	33.02	35.53	35.25	34.56	34.11	34.98	35.72
A株	15.87	15.82	21.00	21.21	21.92	22.79	24.06	26.34	28.43
B株	14.88	6.37	6.06	6.66	6.45	6.04	5.30	4.60	4.00
H株	0.00	5.63	5.96	7.66	6.88	5.74	4.75	4.03	3.28
合計(1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期實統計年鑑』百家出版社、2001版、138頁より作成。

表2 筆頭国家株主の代表主体

(単位:社)

	95年		96年		97年		98年	
	数	%	数	%	数	%	数	%
集团公司・総公司	46	18.9	106	31.9	179	35.8	243	42.1
公司・工場	12	4.9	-	-	31	6.2	82	14.2
国資局	66	27.2	100	30.1	131	26.2	119	20.6
資産経営公司	35	14.4	47	14.2	71	14.2	89	15.4
財政局	8	3.3	13	3.9	10	2.0	10	1.7
複数単位所有	13	5.3	6	1.8	33	6.6	63	10.9
企業主管部門	5	1.2	20	6.0	5	1.0	11	1.9
省市政府	1	0.4	1	0.3	2	0.4		
その他	-	-	-	-	5	1.0		
不明	59	24.3	39	11.8	33	6.6	21	3.6
合計	242	100.0	332	100.0	500	100.0	577	100.0

(注) 98年の複数単位所有は重複計算されている。
(出所) 川井伸一(2000)、6頁より作成。

そもそも上場企業の圧倒的多数(約九五%)はもともと国有企業から株式会社に改組されたものであり、元の国有企業資産は国有株(国家株、国有法人株)に変更され、様々な代表主体(国有資産管理機関あるいは様々な国有法人)によつて管理されるようになってきている。その代表主体は統一の基準がなく、現在主に集团公司・総公司、国有資産管理局(国資局)、国有資産経営公司および公司・工場となっている(表2)。

また、法人株は発行済株式の二割前後を占め、その大部分は国内法人(発起法人、応募法人)であり、外資法人は極めて少なく、発行済株式の1%前後である。上述のように、九割以上の上場企業の前身がもともと国有企業であったため、国内法人の大部分も国有法人と推定されており、国家株と国有法人株を合わせた国有株の比率は発行済株式の六割前後を占めると考えられる。そして、上場企業の筆頭株主である法人株の株主構成は表3で示している。集团公司・総公司の比率は五割を超えている。

以上のように、近年の国家株は三割、五割、法人株は二割、三割、流通株は三割前後で変動し、それを企業の収益力と照らしてみれば、企業の収益力(ROE、EPS)は全体として減少する傾向にある(表4)。それをみる限り、九七年以前に、国家株比率は企業の収益力(ROE)との間に正の相関関係を示している。法人株の場合は、九三年から九七年までに、企業の収益力(ROE、EPS)との間に負

表3 法人株の企業形態(317社)

所有権主体	数	%
集团公司・総公司	180	56.8
単独公司・工場	95	30
投資・金融機関	26	8.2
大学研究所	7	2.2
その他	4	1.2
不明	4	1.2

(注) 法人株主は1998年の筆頭株主のみ。引用資料の会社数は計算ミスがあったため、1社が足りない。
(出所) 川井伸一(2000)、8頁より作成。

表4 中国上場企業の収益力

時期(年)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
ROE: 純資産利益率(%)	14.28	14.50	13.98	10.80	9.62	9.48	7.36	8.06	7.52
EPS: 1株当り純利益(元)	0.37	0.35	0.32	0.25	0.23	0.23	0.18	0.20	0.20

(出所)『中国上場企業基本分析』の各年版より作成。

の相関がある。流通株は企業の収益力との間に関連性がみられない。

3 産業別の株式所有構造と企業効率

産業別の株式所有構造と企業の収益力は表5・表6で示されている。それをみると、国家株比率が比較的高い工業、不動産および公共事業のうち、公共事業は六つの産業の中、企業の収益力を示す指標(売上利益率、ROE、EPS)が総合的に最も高い。逆に、不動産の収益力は売上利益率を除けば、最も低い。

一方、法人株比率が比較的高く、国家株比率が比較的低い金融、総合および商業のうち、金融の売上利益率は六つの産業の中に比較的高いが、総合および商業の業績には目立った特徴がなく、強いて言えば、商業は比較的低い。

ここで交通、通信および電力・ガス・水道などの公共事業は収益の安定性を示し、企業のパフォーマンスが良い。逆に、不動産は九〇年代半ば頃のバブルの影響で、業績が低迷している。産業別でみる限り、企業効率は株式所有構造との間に関連性が低いことと言えるであろう。

4 業種別の株式所有構造と企業効率

業種別の株式所有構造(表7 1、表7 2)からみると、国家株比率が比較的高い業種(三%前後)は採掘、食品・飲料、製紙・印刷、石油化学・プラスチック、金属・非金属、電力・ガス・水道、建築、交通・運送・倉庫および不動産である。これらの業種のうち、企業の収益力(売

上利益率、ROE、EPS)が比較的高い業種は採掘、電力・ガス・水道および交通・運送・倉庫である。企業の収益力が中位な業種は食品・飲料、製紙・印刷、建築および金属・非金属である。企業の収益力が低い業種は石油化学・プラスチックと不動産である。また、法人株比率が比較的高い業種(三割以上)は紡績・アパレル、木材・家具、電子、金融・保険、サービス、マスコミ・文化および総合である。これらの業種のうち、企業の収益力が比較的高い業種は木材・家具とサービスである。企業の収益力が中位な業種は紡績・アパレル、電子、金融・保険およびマスコミ・文化である。

表6 中国上場企業産業別の企業収益力

時期(年)	1997	1998	1999	2000
工業(社)	481	564	637	667
売上利益率(%)	19.90	20.20	20.18	19.81
ROE:純資産利益率(%)	11.25	8.22	8.55	7.13
EPS:1株当り純利益(元)	0.26	0.19	0.21	0.18
商業(社)	85	85	99	115
売上利益率(%)	14.38	14.51	18.12	19.16
ROE:純資産利益率(%)	9.07	6.36	6.02	7.09
EPS:1株当り純利益(元)	0.23	0.15	0.13	0.19
不動産(社)	26	26	27	28
売上利益率(%)	26.99	24.89	20.53	25.52
ROE:純資産利益率(%)	4.28	-3.61	2.85	6.22
EPS:1株当り純利益(元)	0.11	-0.08	0.06	0.13
金融(社)	4	4	4	4
売上利益率(%)	34.76	48.09	32.95	27.74
ROE:純資産利益率(%)	10.77	13.12	10.89	6.64
EPS:1株当り純利益(元)	0.23	0.28	0.18	0.15
公共事業(社)	63	69	83	90
売上利益率(%)	30.56	31.07	30.68	28.82
ROE:純資産利益率(%)	13.89	11.82	10.61	9.82
EPS:1株当り純利益(元)	0.29	0.27	0.26	0.27
総合類(社)	120	131	160	179
売上利益率(%)	17.39	16.83	17.22	15.71
ROE:純資産利益率(%)	12.15	8.21	9.49	7.52
EPS:1株当り純利益(元)	0.30	0.21	0.22	0.21

(出所)『中国上場企業基本分析(2001)』より作成。

表5 中国上場企業産業別の株式所有構造(単位:%)

年末	1997	1998	1999	2000
1.工業(社)	481	564	637	667
国家株	38.74	36.41	38.17	39.31
法人株	29.88	28.24	26.15	23.02
その他	2.87	3.13	2.76	2.08
流通株(A株・B株・H株)	28.51	32.22	32.92	35.59
合計	100.00	100.00	100.00	100.00
2.商業(社)	85	85	99	115
国家株	28.91	29.81	33.82	31.54
法人株	31.25	29.19	29.90	27.39
その他	5.47	6.83	4.90	4.15
流通株(A株・B株・H株)	34.38	34.16	31.37	36.93
合計	100.00	100.00	100.00	100.00
3.不動産(社)	26	26	27	28
国家株	37.63	38.78	34.26	38.26
法人株	23.66	21.43	20.37	16.52
その他	2.15	2.04	8.33	5.22
流通株(A株・B株・H株)	36.56	37.76	37.04	40.00
合計	100.00	100.00	100.00	100.00
4.金融(社)	4	4	4	4
国家株	21.54	20.93	20.83	19.38
法人株	33.85	36.05	40.00	40.31
その他	1.54	1.16	0.83	0.00
流通株(A株・B株・H株)	43.08	41.86	38.33	40.31
合計	100.00	100.00	100.00	100.00
5.公共事業(社)	63	69	83	90
国家株	43.56	37.44	31.28	39.59
法人株	28.53	32.05	35.62	25.77
その他	3.68	3.33	3.88	2.47
流通株(A株・B株・H株)	24.23	27.18	29.22	32.16
合計	100.00	100.00	100.00	100.00
6.総合(社)	120	131	160	179
国家株	24.67	26.07	27.01	27.60
法人株	40.09	37.14	36.36	32.35
その他	4.85	5.00	4.28	2.49
流通株(A株・B株・H株)	30.40	31.79	32.35	37.56
合計	100.00	100.00	100.00	100.00

(出所)『中国上場企業基本分析(2001)』より作成。

表7-1 中国上場企業業種別の株式所有構造 (単位: %)

年 末	1997	1998	1999	2000
1. 農・林・畜・漁業(社)	15	19	23	29
国家株	34.69	30.73	29.57	32.01
法人株	33.67	34.08	33.26	25.16
その他	5.10	4.19	3.90	2.07
流通株(A株・B株・H株)	26.53	31.01	33.26	40.76
2. 採掘(社)	6	8	14	14
国家株	44.19	37.77	11.91	40.09
法人株	47.61	34.40	60.86	26.69
その他	0.68	1.35	0.52	2.14
流通株(A株・B株・H株)	7.52	26.48	26.70	31.08
3. 食品・飲料(社)	32	42	48	52
国家株	39.49	37.51	32.80	36.25
法人株	33.64	29.97	32.32	28.66
その他	2.64	2.54	2.73	1.30
流通株(A株・B株・H株)	24.23	29.97	32.15	33.79
4. 紡績・アパレル(社)	32	41	52	58
国家株	32.08	29.87	27.71	27.16
法人株	36.93	31.15	35.66	31.79
その他	3.91	4.23	5.14	5.02
流通株(A株・B株・H株)	27.07	34.74	31.49	36.03
5. 木材・家具(社)	1	1	1	2
国家株	0.00	0.00	4.17	29.63
法人株	62.50	62.50	62.50	25.93
その他	0.00	0.00	0.00	0.00
流通株(A株・B株・H株)	37.50	37.50	33.33	44.44
6. 製紙・印刷(社)	13	18	20	21
国家株	49.15	45.25	42.32	39.88
法人株	15.59	13.13	13.48	13.89
その他	9.15	8.66	5.91	2.98
流通株(A株・B株・H株)	26.10	32.96	38.30	43.25
7. 石油化学・プラスチック(社)	88	100	116	121
国家株	38.86	54.11	38.89	39.37
法人株	30.27	38.85	25.52	23.87
その他	1.37	2.42	2.08	0.99
流通株(A株・B株・H株)	29.49	4.61	33.51	35.77
8. 電子(社)	16	18	21	22
国家株	30.56	27.58	24.55	17.72
法人株	38.68	37.47	39.82	38.09
その他	1.16	1.25	1.91	0.59
流通株(A株・B株・H株)	29.59	33.70	33.72	43.60
9. 金属・非金属(社)	68	77	93	100
国家株	45.35	41.26	53.21	54.72
法人株	26.57	28.32	20.45	14.51
その他	2.13	2.60	1.97	3.54
流通株(A株・B株・H株)	25.95	27.82	24.37	27.24
10. 機械・計器(社)	118	141	158	171
国家株	34.01	32.74	32.37	33.02
法人株	32.16	29.30	28.59	25.90
その他	2.97	2.88	2.61	2.22
流通株(A株・B株・H株)	30.86	35.08	36.43	38.87
11. 製薬・バイオ(社)	41	44	53	59
国家株	32.25	33.50	33.66	30.92
法人株	30.37	27.40	25.76	27.79
その他	4.85	6.85	5.79	1.44
流通株(A株・B株・H株)	32.54	32.25	34.79	39.86

(出所)『中国上場企業基本分析(2001)』より作成。

表7-2 中国上場企業産業別の株式所有構造(単位: %)

年 末	1997	1998	1999	2000
12. その他製造業(社)	7	9	12	15
国家株	29.93	24.62	38.87	35.38
法人株	37.23	41.71	30.04	26.77
その他	3.65	3.02	2.12	2.15
流通株(A株・B株・H株)	29.20	30.65	28.98	35.69
13. 電力・ガス・水道(社)	32	32	37	41
国家株	45.33	30.26	30.46	45.22
法人株	28.67	42.58	37.51	23.34
その他	3.53	3.21	4.38	1.37
流通株(A株・B株・H株)	22.47	23.96	27.65	30.07
14. 建築(社)	12	15	18	18
国家株	54.27	47.32	39.40	45.39
法人株	16.77	16.34	24.58	17.25
その他	5.18	4.88	5.63	1.34
流通株(A株・B株・H株)	23.78	31.46	30.39	36.01
15. 交通・運送・倉庫(社)	27	30	37	41
国家株	50.77	51.31	43.73	44.90
法人株	19.43	15.06	23.42	19.15
その他	3.13	2.55	2.82	2.81
流通株(A株・B株・H株)	26.67	31.09	30.04	33.13
16. 通信・情報(社)	41	44	50	54
国家株	36.20	34.06	30.28	29.72
法人株	28.67	28.07	30.74	29.06
その他	5.26	5.23	3.24	1.80
流通株(A株・B株・H株)	29.87	32.64	35.75	39.43
17. 卸売・小売・貿易(社)	83	85	91	96
国家株	34.31	34.54	30.93	32.77
法人株	25.53	24.10	26.12	25.24
その他	6.59	7.49	4.98	2.46
流通株(A株・B株・H株)	33.58	33.88	37.98	39.53
18. 金融・保険(社)	4	4	4	4
国家株	14.74	15.00	15.48	15.24
法人株	35.79	36.67	36.13	36.59
その他	3.16	3.33	2.58	0.00
流通株(A株・B株・H株)	46.32	45.00	45.81	48.17
19. 不動産(社)	29	30	31	31
国家株	41.27	42.74	37.83	35.82
法人株	19.91	18.13	18.28	20.46
その他	3.56	3.50	8.33	5.52
流通株(A株・B株・H株)	35.26	35.63	35.57	38.20
20. サービス(社)	28	31	37	39
国家株	27.32	30.42	32.73	29.43
法人株	40.85	38.02	33.51	34.32
その他	2.92	3.42	2.26	2.33
流通株(A株・B株・H株)	28.91	28.14	31.51	33.92
21. マスコミ・文化(社)	9	10	10	10
国家株	8.43	4.57	4.08	12.44
法人株	62.65	59.43	57.65	50.72
その他	4.82	9.14	8.16	6.70
流通株(A株・B株・H株)	24.10	26.86	30.10	30.14
22. 総合(社)	76	79	84	85
国家株	13.81	14.65	14.36	14.27
法人株	44.09	41.01	38.31	37.49
その他	6.02	6.85	6.34	2.93
流通株(A株・B株・H株)	36.09	37.49	40.99	45.31

(出所)『中国上場企業基本分析(2001)』より作成。

企業の収益力が比較的低い業種は総合である。⁽⁵⁾

以上のように、国家株比率の高い業種はエネルギー、石油化学および金属・非金属という重工業とインフラ関連に属する企業が多い。これらの業種は一部を除けば、国の重点産業であると同時に、寡占的な業種でもある。

一方、法人株比率の高い業種は主に紡績および電子産業などの軽工業とサービス業であり、国の重点産業でないため、国家株比率が比較的低く、逆に法人株比率が高くなっている。しかし、市場競争が寡占的な業種より激しいため、企業の収益力からみれば、軽工業とサービス業は寡占的な業種より低いことが明らかである。

5 むすびにかえて

以上、上場企業の株式所有構造と企業効率（収益性）との関連性をみてきた。ここで少なくとも産業別・業種別の株式所有構造と企業効率との関連性を分析せずに、安易に国家株の所有比率が高いほど企業の収益性が低い、法人株の所有比率が高いほど企業の収益性が高いという結論を支持することができない。また、株式所有構造は国の産業政策と関連し、企業効率も各産業・業種に置かれている市場競争状況と密接に関連していることが以上の分析から明らかである。勿論、より詳細な産業別・業種別の株式所有構造と企業効率との相関分析が必要であるが、それを今後の課題にしたい。

注

(1) Xu & Wang (一九九七)、袁国良ら(一九九九)、川井伸一(二〇〇〇)、王忠毅(二〇〇一)を参照。

(2) 九八年の採掘業では、一部の企業が九七年の国家株を九八年の法人株へと変更したため、国家株の数字は大きな変動

がみられる。

- (3) 拙稿「中国上場企業のパフォーマンス」『証研レポート』(No. 一六〇二)二〇〇二年一月号の表3 1と表3 2を参照。
- (4) 木材・家具は「社だけで、その代表性は限界がある。ここには二〇〇〇年の数字を除く」。
- (5) 拙稿「中国上場企業のパフォーマンス」『証研レポート』(No. 一六〇二)二〇〇二年一月号の表3 1と表3 2を参照。

参考文献

- (1) Xiaonian Xu and Yan Wang (1997), Ownership Structure, Corporate Governance, and Firms' Performance: The Case of Chinese Stock Companies, World Bank Policy Research Working Papers, No.1794, World Bank, Washington DC.
- (2) 袁国良・鄭江淮・胡同乾(一九九九)「我国上市公司融資偏好和融資能力の実証研究」『管理世界』、第二期。
- (3) 川井伸一(二〇〇〇)「中国上場企業の所有構造」『愛知経営論集』第一四二号、七月。
- (4) 陳曉・江東(二〇〇〇)「股權多元化、公司業績与行業競争性」『經濟研究』第八期。
- (5) 梁能編(二〇〇〇)『公司治理結構：中国的实践与美国的經驗』中国人民大学出版社。
- (6) 徐二明・王智慧(二〇〇〇)「我国上市公司治理結構与戰略績效的相關性研究」『南開管理評論』第四期。
- (7) 陳小悅・徐曉東(二〇〇二)「股權結構、企業績效与投資者利益保護」『經濟研究』第一期。
- (8) 王忠毅(二〇〇二)「中国東北上場企業の株主構造と企業パフォーマンス」『証券經濟学会第五六回全国大会の報告』

(おつ) とつめい・主任研究員)

証券決済制度改革

～ 現行改革議論の整理 ～

福本 葵

1 はじめに

C P のペーパーレス化や国債決済の R T G S 化に代表されるように、ここ数年、日本においても決済改革の潮流が押し寄せている。このような潮流は、決済制度を重要とする認識から発生したものであり、優れた決済制度を具備する証券市場が国際的な市場間競争に打ち勝つことができるという解釈から発生したものである。しかし、こういった考え方は古くから見られるものではなかった。従来は、「株取引の興奮は取引とともに起こり、取引とともに終わる。決済は儲けにならない雑用とみられていた。」⁽¹⁾

決済が重要かつ確実に利益を生み出す業務であると考えられるようになったのには、二つの理由がある。そのうちのひとつが決済リスクの存在の認識であり、もうひとつが、各国証券市場のグローバル化、市場間競争である。

決済リスクはイギリスでは一九八七年の大暴落によって認識される。国際的に決済リスクの削減が必須であると認識されるのは、一九九五年ベアリングス社の事件の発生である。さらに、日本においては一九九七年の相次ぐ証券会社の破綻がその認識を深めることとなる。決済にはリスクが存在し、そのリスクによって金融システム自体も揺らぐことが周知となった。

もう一つ、決済の重要性が見直されるのは、取引のグローバル化によってである。通信技術の発達によって、金融取引はボーダーレス化し、取引の場は自国の証券市場に限定されなくなった。資金を調達したい企業、投資家の双方にとって海外の証券市場で取引することが可能となり、各国の市場間競争が始まった。投資家が市場を選択する際、フロントオフィスのみでなく、バックオフィスの利便性や安全性も重視される。国際市場間競争を打ち勝つ上で、優れた決済制度は必要不可欠となった。

2 決済制度に求められる性質

では、優れた決済制度とは何であろうか。それは安全性と効率性を兼ね備えた決済制度である。

安全な決済制度とはリスクの少ない決済制度である。決済には主に、信用リスク、流動性リスク、オペレーショナルリスク、システムミック・リスクがある。信用リスクには、元本リスクと置換コストリスクがある。現在、進行中である決済改革はこれらのリスクを削減する方向に進んでいる。証券と資金の同時受渡(DVP)は信用リスク、中でも元本リスクを削減するものである。また、T+1やT+0などの決済期間の短縮は信用リスクのうち、置換コストリスクを削減する。二〇〇一年より稼動している国債のRTGS化はシステムミック・リスクを遮断する方策である。

決済の効率性のためには、証券や手続き書類をペーパーレス化する動きが顕著である。証券のペーパーレス化は、今年四月、CPが他の証券の先鞭を切る。その他、効率化のための方策としては、決済機関の統合や清算機関の設立もあげられる。決済制度における重複投資を避け、参加者の担保の役割を果たす決済機関への拠出基金を最大限利用するために、複数ある決済機関を統一する動きが高まっている。

3 欧米の証券決済制度改革

現在進められている証券決済制度改革には、STP、DVP (Delivery versus Payment 証券と資金の同時受渡) 決済機関の統一、T+1への決済期間の短縮、証券のペーパーレス化、清算会社の設立などがあげられる。ここではまず、欧米の証券決済制度改革がどのように進められているか見てみよう。

(1) STP

STP (Straight-Through Processing) とは、これまでFAXや確認書類をやり取りして行われていた処理を取りやめ、デジタル化による一貫処理にして行うとする動き、つまり、手続き書類のペーパーレス化である。

欧米の証券決済STP化は一九九八年九月のGSTPA (Global Straight-Through Processing Association) 設立によって、本格的なものとなった。GSTPAはクロスボーダーでの証券決済期間の短縮化、効率化を図る目的で設立された機関である。GSTPAはブローカーディーラーであるメルリンチ、ゴールドマンサックス、インベストメントマネージャーであるフェデリティ、カストディアンであるステートストリートバンクなど、八〇を超える参加者によって構成されている。また、二〇〇〇年四月、アメリカの決済機関であるDTCCは情報ベンダーのThomson Financialと共同で、Omgeoという会社を設立し、STPのプロセスを顧客に提供している。STPを押し進める改革は主に、証券会社や機関投資家先行で行われている。STP化は、取引のシステム化、コンピューター化と密接な関係にある。このような一面は情報ベンダー会社にとっての大きなビジネスチャンスとして捉えられている。ブローカー、ディーラーや機関投資家にとっても、自社でSTPのシステムを開発、運営するよりは、アウトソースすることが効率的である。STP化はT+1を達成するためには不可欠な要素であ

るとなされている。情報技術の発展とともにより迅速で確実なSTP化が可能であり、その実現が望まれている。

(2) 決済機関の統一

アメリカにおける決済機関の統一

アメリカでは諸外国の証券市場に対し競争優位に立つためとして、一九九九年三月、持株会社DTCC (Depository Trust Clearing Corporation) の設立を発表した。DTCCはそれまで資本関係のなかったDTCC (Depository Trust Company) とNSCC (National Securities Clearing Corporation) とを子会社に持ち、これら二社の取締役会を統一し、単一の意味統一を図ることとした。⁽²⁾ SECは一九九九年九月二三日にDTCCの設立を承認した。またDTCCによるDTCCとNSCCの株式取得も一九九九年一月に終了し、DTCCが設立された。

ヨーロッパにおける決済機関の統一

ヨーロッパにおける決済機関の統一は、証券取引所の統合とも相俟って、複雑であり、発表される事実は刻々と変化する。従ってまだ固定的なものではないが、現状では以下の通りとなっている。

ヨーロッパにおける決済機関は現状ではいくつかに分かれている。一つはルクセンブルグに本社を持つ国際証券決済機関であったセデルがドイツ証券取引所のクリアリングハウスであるドイツ・ベルゼ・クリアリングと二〇〇〇年一月対等合併し、クリアストリームと名称を変えている。

一方、ベルギーのブリュッセルを拠点とするもう一つの国際証券決済機関であるユーロクリアはフランスのシ

コバムと合併している。また、パリ証券取引所、アムステルダム、ブリュッセルの証券取引所の三証券取引所の合併を背景に、ユーロクリアはオランダのCSDであるNeigefと合併する予定であり、現在、現物決済を行っているベルギーのCSDであるBXS CIKとは、CIKが証券の不発行化を達成した後、合併する計画を進めている。

(3) T + 1およびペーパーレス化

アメリカのT + 1

SIA (Securities Industry Association) はT + 1の達成時期を、二〇〇四年六月を目途とすることと発表していた。二〇〇一年一月二日、この日程を修正し、二〇〇五年六月とすることと延長した⁽³⁾。これは九月に発生した同時多発テロの影響を受けたものと見られるが、SIAの発表はあくまで強気であり、実質的な計画の遅延ではないこと、これによって各会社はSTPのシステム導入を円滑に進められる時間を与えられたこと、テロの経験によって、手作業のプロセスの削減や小切手、証券の現物移転を極力なくす必要性があると認識し、さらにそれらを推し進めることなどを述べている。

SIAはアメリカにおけるT + 1への決済期間短縮化の主導的立場に立っており、運営委員会の下、T + 1関係の十七の小委員会が設置されている。SIAは機関投資家サイド、証券業者間 (Streetside)、個人投資家サイドの三つに分け、それぞれの側面において、問題点、改良点を洗い出し、決済の合理化へ向けての改革を行っている。証券業者間における決済とは証券会社から証券取引所、清算機関、決済機関といった機関の中での決済プロセスを指す。証券業者間の処理に関しては、T + 1への対応が進んでいるとされている。NYSEで取引され

た取引はそのほとんどがLock-in取引と言われ、既に照合が済んでいる状態で決済機関であるDTCCに送付されている。NYSEからDTCCへの情報はリアルタイムで行われているが、NASDAQやECNはバッチ処理によって行われているので、T+1に対応するためには、回数を増やし、リアルタイムでの情報提供に変更していかねばならない。これに対し、機関投資家サイドや個人投資家サイドの対応は業者間よりは遅れており、問題を含んでいる。機関投資家からブローカーへの情報伝達は、FAXや電話、書面でなされているものもある。また、個人投資家の中には物理的な券面を保有したいというニーズがあり、ペーパーレス化の妨げとなっている。アメリカにおいて、DTCCへの証券預託率はNYSEの80%以上、NASDAQの70%以上といわれている。日常的な取引においては券面が存在することの大きな支障にはなっていない。しかし、T+1を進めるに当たり、またT+0を視野に入れるに当たり、残りの券面の預託をすすめ、ペーパーレス化を図っていく必要があると認識されている。

また、個人投資家サイドにおける問題として、資金決済の支払手段があげられている。機関投資家や証券業者は、ブローカーや銀行に資金口座を保有しており、口座内の資金によって即日の支払が可能となっている。しかし、個人投資家の場合、その半数以上が小切手による決済を行っている。小切手はファイナリティーを持たないため、リスクがあり、T+1の決済システムには馴染まない。

4 日本の証券決済制度改革

次に、日本における証券決済制度改革を概観する。現在、日本においては、DVP化、RTGS化、証券のペーパーレス化、決済機関の統合、清算機関設立等の改革が進行中である。

(1) DVP

東証は株式のDVPを平成一三年五月一日決済分から実施している。また、平成一三年一月二六日から、保管振替機構における保管振替制度において、新たに転換社債券の取扱いが開始されることに伴い、東京証券取引所における売買の決済等に係る転換社債券の授受を同制度の口座振替により行うこととし、同時にDVP決済方式を導入した。

(2) RTGS化

システミック・リスクを削減するための、RTGSは二〇〇〇年一月より、国債決済に導入された。国債のRTGS化とは、それまで三時にネットینگ決済していたものを、一件一件即時に行うように変更したものである。ネットینگ決済は、決済に必要な証券や資金が必要最小限で済む一方で、システミック・リスクを包含する決済方法であった。⁽⁴⁾

(3) 証券のペーパーレス化

証券のペーパーレス化には、不動化(immobilization)と不発行化(dematerialization)とがある。現在、行われている株券の保管振替制度や大券化、不所持制度等は前者の不動化にあたる。日本の制度では、券面の存在を前提としており、株券の保管振替制度など、これまで行われてきたペーパーレス化は主に証券の不動化であった。しかしながら、T+1の実現のためには、券面の存在が妨げとなっており、発行の段階からのペーパーレス化である不発行化が望まれるようになった。そこで、「短期社債等の振替に関する法律案」が六月の通常国会において

て可決された。⁽⁵⁾ 施行は二〇〇二年の四月一日である。この法案はCP（コマーシャル・ペーパー）の不発行化を規定したものである。これによつて日本で初めての本格的な証券の不発行化が実現される運びとなつた。CPにおいても受寄機関が設けられ、そこでCPの保有および移転のデータが管理される。現状では、株式の預託機関である財団法人証券保管振替機関が受寄機関となるべく名乗りをあげている。CPのペーパーレス化法案では、受寄機関を株式会社とすることが明記されているため、本法案と同時に、財団法人証券保管振替機構を株式会社化する法案も通過し、制度の構築に備えている。

また、社債や株式においてもペーパーレス化が予定されている。社債に関しては、「社債の振り替えに関する法律案（仮称）」が来年の通常国会に提出され、二〇〇三年春までの施行が目指されている。これによつて、これまで銘柄ごとに分かれていた登録機関が廃止され、中央振替機関が設置される。中央振替機関では、顧客および参加者の名簿、口座を管理し、名義変更や決済を帳簿上で行つ。

また、昨年四月一八日、会社法制の大幅な見直しを内容とする商法等の一部を改正する法律案要項中間試案が、法務大臣の諮問機関である法制審議会会社法部会によつてまとめられた。この中の試案第六は、株券の不発効制度に関するものである。これは会社が定款に株券を発行しない旨を定めることにより、株券不発行制度を採用できるよつにすることを定めたものである。ここでは同時に株券を不発行とする会社についても振替決済制度を利用できるものとしており、振替決済制度を利用することによつて株式の譲渡が可能となる。

（４）決済機関の統合

現在、日本において決済機関といえるのは、国債の決済を行う日本銀行、社債の決済を行う株式会社債券決済

ネットワーク、および登録機関、株式の財団法人証券保管振替機構等である。日本においては後に記す清算機関は存在せず、その機能は証券取引所が担っている。また、CPに関しては決済機関が存在せず、金融機関がその役割を果たしてきた。

このように、日本の決済制度は証券によって様々であり、それぞれが独自の方法で決済してきた。これを統一的なものとして行こうという動きが見られる。CPはペーパーレス化に伴って、決済制度を大きく変化させる予定であり、預託振替機関となるべく、財団法人証券保管振替機構は株式会社化することとなっている。また、社債についても、現在は債券決済ネットワークが中継機関となっているが、これが十分機能していないという批判があり、二〇〇三年の施行に向けて、証券保管振替機構が預託登録機関となるべく名乗りをあげている。国債は日本銀行が伝統的に決済機関となっており今後変更の予定はない。

アメリカにおいては、多くの証券をDTCが取扱っており、FRBが国債を含めた政府債を取り扱っている。アメリカのDTCは基本的には、商品ごとにリスク管理の方法を代えてはいないが、CPに関してのみ他の証券とはことなるリスク管理を行っている。

(5) 清算機関の設立

日本においてもアメリカのNSCCのように清算機関を設立しようとする動きがある。清算機関設立の動きが最も進んでいるのは、国債の決済に關してである。アメリカにはGSCCという清算機関があり、これが政府債の清算機能を担っている。日本の国債のRTGS導入に伴って生じた弊害をGSCC類似の清算機関によって緩和しようという主旨である。

国債の決済においてのみならず、日本において清算機関を設立する意義は大きい。清算会社の主な業務は決済すべき取引をネットリングし、その際、取引主体各々のカウンターパーティとなることによって、取引主体に決済不履行リスクが及ばないようにするものであり、これは決済の効率性および安全性の向上、双方に資するものである。

5 証券決済改革についての会議

これまで概観してきた決済改革であるが、これらについて多くの場で話し合いが持たれている。CPのペーパーレス化に関する研究会など、既に業務を終え、終結してしまったものから、現在進行形のものまで様々である。

現在進行中のものとしては、まず、政府関連では、金融庁の金融審議会第一部会の中に、平成十二年六月に「二十一世紀に向けた証券決済システム改革について」の取りまとめを発表した「証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ」が、平成十三年一〇月三日、継続して設置され、話し合いが持たれている。協会関連では、日本証券業協会の中に、「証券受渡・決済制度改革懇談会」が設けられている。日本証券業協会は、その他にも「国債の清算機関等に関する勉強会」や「清算機関の統合に関する実務者検討会」を設け、個別のテーマについて検討している。海外における証券決済改革関連の話し合いは一九八九年のG30およびその修正を行ったISAを始め様々である。近年、BIS/CPSS 支払・決済システム委員会 (Committee on Payment and Settlement Systems) 以下、CPSS) やIOSCO証券監督者国際機構 (International Organization for Securities Commissions) が報告書を発表している。

6 まとめ

現在、国際的に証券決済制度改革が進められている。この潮流は、各国が決済制度を重視していることのあるからである。本稿では、決済制度が重要視されるに至った理由と具体的な決済制度改革について概観した。個々に、個別の当事者によって進められている決済制度改革がどのような意味を持つかについて整理した。これらの改革の多くは、その途中にある。発行会社や投資家にとって魅力ある証券市場となるためには、証券決済制度改革は不可欠であり、その成果が期待される。

注

- (1) ヘルガ・ドラモンド著 澤田芳郎、山口健二訳「プロジェクト迷走」、『日科技連』一九九九年、五七頁。
- (2) 拙稿「アメリカにおける決済機関統合の動き」、『証研レポート』No. 一五七四
- (3) http://www.sia.com/press/html/pr_tl_june 05.htm/
- (4) 拙稿「動き出した国債のRTGS(1) 制度の概要」、『証研レポート』No. 一五九四
拙稿「動き出した国債のRTGS(2) 現状と問題点」、『証研レポート』No. 一五九五
拙稿「アメリカ政府債の清算機関GSCC」、『証研レポート』No. 一五九七
- (5) 拙稿「CPPのペーパーレス化(1) 日本発の不発行化(dematerialization)」、『証研レポート』No. 一五九八
拙稿「CPPのペーパーレス化(2)」、『証研レポート』No. 一六〇〇

(ふくもと あおい・研究員)

証研レポート第一六〇三号
二〇〇二年二月十一日発行

(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2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)