

証 研

レポート

No.1612

2002年11月

中国株式市場の機能について

王 東明（1）

機関投資家と株券貸借取引

三木 まり（11）

「第二期グローバル化」論について

伊豆 久（21）

中国株式市場の機能について

王 東明

1 はじめに

現在、中国の上場企業は、二〇〇社を超えているが、その殆ど（九割以上）が旧国有企業から株式会社に変更して上場を果たした企業である。このような旧国有企業を中心とする上場企業の構造は国有企業改革と密接に関連し、また計画経済から市場経済への移行期における中国株式市場の特徴をも現わし、「中国の株式市場は国有企業のための資金調達の間である」とさえいわれている。一体、株式市場はどのような機能を持ち、市場経済への転換過程の中でどのような役割を果たしているかを考察する必要があると考えられる。以下では、移行経済期における中国株式市場の機能を整理し、株式市場が果たす役割をみることにしよう。

2 株式市場の機能

(1) 資金調達の場

計画経済時代の企業金融は財政投融資の体制であった。しかし、改革・開放以後では、企業の資金調達は次第に財政投融資から銀行融資へ（「撥改貸」と切り換えられ、いわゆる間接金融を中心とする金融システムになっている）。ところで、八〇年代の後半から株式会社制度の導入および株式市場の形成によって、直接金融のウェイトが徐々に増え、現在では一〇%前後を占めるようになってきている（表1）。二〇〇二年四月末現在では、国内株

表 1 中国企業の直接金融と間接金融の推移

年	1993		1994		1995		1996	
	金額(億元)	比率(%)	金額(億元)	比率(%)	金額(億元)	比率(%)	金額(億元)	比率(%)
1. 間接金融(銀行の新規貸出)	6,335.40	92.52	7,216.62	96.50	9,339.82	96.03	10,683.33	94.99
2. 直接金融	512.25	7.48	261.53	3.50	386.31	3.97	563.26	5.01
社債	235.84	3.44	161.75	2.16	300.80	3.09	268.92	2.39
株式	276.41	4.04	99.78	1.33	85.51	0.88	294.34	2.62
資金調達合計(1+2)	6,847.65	100.00	7,478.15	100.00	9,726.13	100.00	11,246.59	100.00

1997		1998		1999		2000		2001	
金額(億元)	比率(%)								
10,712.47	90.60	11,490.94	92.54	10,846.36	91.14	13,346.61	89.41	12,912.90	90.67
1,111.29	9.40	925.91	7.46	1,054.83	8.86	1,581.52	10.59	1,329.15	9.33
255.23	2.16	147.89	1.19	158.00	1.33	83.00	0.56	147.00	1.03
856.06	7.24	778.02	6.27	896.83	7.54	1,498.52	10.04	1,182.15	8.30
11,823.76	100.00	12,416.85	100.00	11,901.19	100.00	14,928.13	100.00	14,242.05	100.00

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』2002年版、百家出版社、13ページ、15ページより作成。

表 2 中国株式市場の資金調達の推移

(億元)

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	合計
1. 国内の資金調達	4.28	5.00	94.09	314.54	138.05	118.86	341.52	933.82	803.57	897.39	1,540.86	1,182.13	6,374.11
A株	4.28	5.00	50.00	194.83	49.62	22.68	224.45	655.06	443.05	572.63	1,007.41	751.50	3,980.51
B株				44.09	38.13	38.27	33.35	47.18	80.76	25.55	3.79	13.99	325.11
A株・B株による増資				81.58	50.16	62.83	69.89	198.00	334.97	320.97	519.46	430.63	2,068.49
2. 海外の資金調達 (H株・ADRなど)				60.93	188.73	31.46	83.56	360.00	37.95	47.17	562.21	70.21	1,442.22
国内外の資金調達(1+2)	4.28	5.00	94.09	375.47	326.78	150.32	425.08	1,293.82	841.52	944.56	2,103.07	1,252.34	7,816.33

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』の各年版より作成。

式市場(A株、B株⁽¹⁾)から累積八、〇〇〇億元(一元≒約一五円)を超える資金を調達し、海外上場の調達額(レッド・チップを含む)を合わせれば、一兆元を超える資金調達を達成した⁽²⁾。特に、九〇年代の後半から、株式会社化が進み、上場企業も増え、株式市場は資金調達の場として重視されるようになって(表2)。

その一方、市場経済化が進むにつれて、競争が激しくなり、市場競争に適應できない国有企業は業績が悪化し、赤字の出る企業も少なくな。そのため、近年銀行の不良債権や企業間の不良債権(三角債)が大量に発生し、深刻な問題になっている⁽³⁾。そのため、銀行の貸出業務が以前よ

り厳しくなり、逆に、株式・債券という直接金融による資金調達には選択肢としてますます重要視されている。とはいえ、冒頭で見てきたように、現状では上場企業の九割以上は旧国有企業であり、株式市場が「事実上」国有企業の資金調達の間になっていると言わざるを得ない。今後、民営企業の上場を促進させると同時に、中小企業やベンチャー企業のための資金調達の市場の創設も緊急な課題となっている。その意味から、金融・資本市場の中で資金調達の間としての株式市場は、より大きな役割を果たすことが期待されている。

(2) 企業改革の間

中国の改革は「漸進主義」的な改革といわれているが、しかし「時には急激な計画経済体制から市場体制への移行が見られた」と指摘されている。⁴⁾ おそらく株式市場の形成は、体制移行の中で急激な変化の一つになるであろう。

現在、一、二〇〇社以上の上場企業は企業制度改革の「先頭部隊」といわれている。これらの企業は、株式会社化および上場の過程を通して、企業組織の変更だけではなく、企業ガバナンスの在り方の変革も求められている。つまり上場企業の企業ガバナンスは、国有企業の「旧三会」(企業内党委員会、従業員代表大会、工会…労働組合)体制から株式会社の「新三会」(株主総会、董事会…取締役会、监事会…監査役会)体制への移行⁵⁾という主役変更が求められたが、これは、国有企業にとって大きな組織変革であろう。

しかし、一部の上場企業は資金調達のみ(「圈銭」)を重視し、真の意味の企業改革が行われず、「換湯不換薬」(湯を換えても薬は取り換ええない)という中身を変えないままの形式的な企業改革に止まっている。その結果として、株主総会と監事会は形骸化されつつあり、場合によっては董事会も機能しない事態が発生している。そし

て、政府部門あるいは国有持株会社は上場企業の大半の株式を保有することによって、「政企不分離」（政府と企業的不分離）の問題が依然として存在し、また「六会併存」（新三会・旧三会）という企業ガバナンスの現状では、はたして企業のチェック機能を全うできるかどうかが問題となっている。そこで、企業改革の場としての株式市場は、「会社法」や上場基準および情報開示制度などの諸制度面の整備を通じて、上場企業の企業ガバナンスの変革に影響を与えるだけでなく、企業改革の全体にも上場企業の「模範的役割」を波及させることが求められている。

（3）国民金融資産の形成と運用

計画経済の時代では、中国は株式を発行していないことは勿論、また「内債も外債もない国」と自賛し、恐らく手持ち現金以外の唯一の金融資産は銀行預金であった。しかし、改革・開放以後では、八一年から国債が発行され、八〇年代の半ばから株式も発行されたため、新中国成立以降の数十年の間に、姿を完全に消していた株式と債券は再び復活するようになった。

その一方、この二〇年余りの間に、経済の高成長が継続され、個人の収入や貯蓄も増えている。現在中国の家計貯蓄は既に八兆元を超え、しかも四〇%前後という高い貯蓄率を保っている。⁶⁾ 株式市場の形成は、直接金融による資金調達という金融システムの構造変化をもたらしただけでなく、株式や投資信託などの金融商品が現われることによって、国民の投資選択も増えている。表3が示すように、近年、個人の株式投資は増えており、国民金融資産の形成と運用の場としての株式市場はますます重要視されることになるであろう。

表3 中国の個人金融資産の推移

(単位：%)

年	現金	預金	債券	株式	保険	合計
1992	19.3	60.6	15.1	3.9	1.2	100.0
1993	22.4	66.6	5.9	3.9	1.2	100.0
1994	13.7	79.4	5.6	0.5	0.7	100.0
1995	5.0	87.1	6.6	0.3	1.0	100.0
1996	7.1	77.5	11.5	2.8	1.2	100.0
1997	10.9	67.1	11.9	7.7	2.5	100.0
1998	6.8	74.3	11.3	6.2	2.4	100.0
1999	15.0	60.0	13.2	7.1	4.7	100.0

(出所) 陳耀先『中国証券市場の規範と発展』中国金融出版社、2001年、211ページ(原資料：中国人民銀行統計司)より作成。

の一部を売却して、社会保障基金を捻出しようという政府の計画⁽¹¹⁾もあったが、結局、株式相場の急落で国有株の売却計画を中止せざるを得ない状況になったのである⁽¹²⁾。

ここで少なくとも、政府は株式市場を通じて資産(特に国有資産≡国有株)の流動化を促進させ、国有企業の民営化および戦略的再編に役立てるだけでなく、現在発行済株式の大半(約六割)を占める国有株を段階的に放出し、社会保障基金を充実させるという政策的意図もあったので、今後、株式市場を通じた吸収・合併や国有株の譲渡・売却などがますます増えることは間違いない⁽¹³⁾。一九九一年から九八年六月末までに、協議による上場企業の株式譲渡は四、一二二件に達し、譲渡株数は一二〇億株(うち無償譲渡は六〇・六億株、有償譲渡は五九・四億株)、譲渡金額は一三〇億元になり、五三五社の上場企業は株式譲渡を行なったと報道されている⁽¹⁴⁾。また、

(4) 資産流動化の場

株式市場は大衆資金の吸収という「資本の動員」⁽⁷⁾の機能を持っているが、その一方で、「資本の動化」つまり資本の流動化機能もある。近年、株式市場を通じての国有株の譲渡・売却や合併・買収(M & A)などが行なわれるようになり、一部の民間企業では経営の悪化した企業の国有株を買収して経営主導権を握るケース、いわゆる「裏口上場」⁽⁸⁾、「買殻上市・殻買い上場」⁽⁹⁾が出てきている。また最近、外資系銀行および投資ファンドが上場銀行の国有株を購入して資本参加する動きも現われている。さらに、株式市場と社会保障基金との関連において、近年、社会保障基金は一部の潜在力のある企業の株式を購入するケース⁽¹⁰⁾が現われると同時に、新規発行・増資による国有株

近年、「裏口上場」「買殻上市」の件数も増えている(表4)。さらに、株式市場を通じた合併・買収(M&A)は、全体として企業の業績を改善させる実証研究の結果も出ている⁽¹⁵⁾。その意味で、今後、資産流動化の場としての株式市場は欠かせない存在になるであろう。

(5) 企業の監視の場

今までの国有企業は主管部門に企業情報を報告する義務があるが、それを公開する義務はない。しかし、国有企業から株式会社会社に改組し上場を果たした企業はそのままでは通らない。株式市場には情報開示制度(ディスクロージャー)があり、すべての上場企業が企業情報を開示しなければならない。そして、株主は開示された企業情報をチェックし、企業経営を監視する権利があるが、それは会社の意思決定の最高機関である株主総会を通じて企業経営をチェックする仕組みになっている。公開企業の市場(投資家)からのチェックは、経営者に圧力をかけることになり、旧国有企業体制に慣れきた企業にとって大きな変化になるであろう。

近年、一部の企業の大衆株主は、企業経営および報告データの信憑性を疑問視し、企業の年度報告、董事会の活動報告、監事会の活動報告および利益分配案に反対の意見を提出し、それを否決するケースが現われている⁽¹⁶⁾。このような変化は、形骸化している株主総会が次第に「火薬の匂い」を嗅ぐようになり、依然として弱い中小株主の声も重視されるようになってきている。また、証券監督機関などの証券行政および証券取引所は様々な政策および制度を構築し、株式市場と上場企業に対する監視の目を強化し、上場企業の監視の場としての株式市場に変化の兆しがみえてきた。

表4 中国株式市場の「裏口上場」「買殻上市」の推移

年	1994	1995	1996	1997	1998.9
「裏口上場」(件数)	2	1	9	33	47
買収金額(億元)	0.94	5.70	6.00	72.16	79.77

(出所)呂愛兵など「売殻上市行為分析」『中国証券報』1998年12月14日より作成。

3 むすびにかえて

以上のように、この一〇数年間の中国株式市場の形成過程を振り返ってみると、株式市場は少なくとも直接金融による資金調達の場合（特に、国有企業の資金調達の場）、企業改革の場、国民金融資産の形成と運用の場、資産流動化の場および企業の監視の場という五つの「場」の機能を持ち、市場経済化および株式会社化という変革の中で一定の役割を果たしていると考えられる。特に、西側先進国の株式市場で一般的に強調されていない機能、つまり企業改革の場としての株式市場は、移行経済期における企業制度改革の一面面を反映し、中国株式市場の特質を現わしていると言えよう。

注

- (1) A株とは、中国の国内投資家向けの株式をいう。B株とは、中国国内の上海と深圳の市場において、海外投資家向けの株式をいう。二〇〇一年一月から、外貨を持つ国内投資家もB株を投資できるようになった。
- (2) 二〇〇二年四月末現在、上場企業数は一、一七五社あり、国内の株式市場から累積で八、一〇一億元の資金を調達した。周小川「在第二届中国証券市場國際研討会上的講話」二〇〇二年六月六日、<http://www.csrc.gov.cn>を参考。海外上場の資金調達額は、H株（香港上場の中国企業株：国内会社登記）、ADR（米国預託証券）の他に、香港上場の中国系現地法人のレッド・チップ銘柄も含む。『中国証券報』二〇〇一年三月二日、五月二三日を参照。
- (3) 二〇〇一年末現在、国有商業銀行の不良債権比率は二五％である。『中国証券報』二〇〇一年三月二五日、『人民日報（海外版）』二〇〇二年八月三日を参照。
- (4) 中兼和津次編（二〇〇〇）、五ページを参照。

- (5) 「旧三会」は中国語で「老三会」と呼んでおり、つまり党委員会、工会（労働組合）および従業員代表大会を指し、企業制度改革前の意思決定の中核的な企業内組織である。株式会社化以後の株主総会、董事会および監事会は、「新三会」と呼ばれている。中国語の董事会、監事会それぞれ日本語の取締役会、監査役に相当する。
- (6) 二〇〇二年五月末現在の家計貯蓄は八・〇四である。『人民日报（海外版）』二〇〇二年六月二三日を参照。また、近年の貯蓄率については、家計貯蓄率は三〇％前後、国民貯蓄率は四〇％前後という水準で推移している。国家統計局国民経済核算司・中国人民银行統計司『中国資金流量表（一九九二—一九九七）』、『中国統計年鑑』の各年版を参照。
- (7) 「資本の動員」については、ルドルフ・ヒルファディング（岡崎次郎訳）『金融資本論（上）』岩波文庫、昭和三〇年の第二編「資本の動員。擬制資本」を参照。
- (8) 国有株の譲渡・売却や吸収・合併（M & A）については、儲興華「国有股権向民企転讓值得關注」『中国証券報』二〇〇二年七月二五日参照。「裏口上場」（買殻上市）については、今井健一編（二〇〇二）一四二—一四三ページを参照。
- (9) Karby Leggett, Citigroup Nears Deal With China for Bank Stake, *The Asia Wall Street Journal*, August 21, 2002. Henny Sender, U.S. Buyout Fund Will Take Control of Shenzhen Bank, *The Asia Wall Street Journal*, September 25, 2002を参照。
- (10) 二〇〇一年度、社会保障基金は中国石油化工の新規発行A株の三億株（一一・六六億元相当）を購入し、この金額は総資産（八〇五・〇九億元）の一・五七％を占める。『中国証券報』二〇〇二年七月二二日。
- (11) 「国有株の一部を売却して社会保障基金に充てられることに関する管理暫定弁法」（減持国有股籌集社会保障基金管理暫定弁法）『中国証券報』二〇〇一年六月二四日によると、新規発行・増資による資金調達額の一〇％に相当する国有株を売却し、その金額を社会保障基金に組入れるという規定がある。

(12) 『中国証券報』二〇〇二年六月二四日。

(13) 近年、国有企業を再編するために、政府は外資企業による国有企業の吸収・合併(M & A)や国有株の譲渡・売却などを促進する政策を採っている。「允許国有企業向外商出售股權」『人民日報(海外版)』二〇〇二年九月二日を参照。

(14) 伐木人「資産重組の深層思考」『中国証券報』一九九九年一月二一日を参照。

(15) 張文樟・顧慧慧の研究は、一九九六年から二〇〇〇年末までに、上場企業の九九九件の合併・買収(M & A)ケースを取り上げ、実証分析した。その結果は、全体としては合併・買収(M & A)企業の六〇・〇八%は業績を改善し、三九・九二%の企業は業績を悪化させた。張文樟・顧慧慧「我国上市公司并購績効の実証研究」『証券市場同報』二〇〇二年九月号。

(16) 上場企業である東源の流通株主は、株主総会で年度報告、董事会の活動報告、監事会の活動報告および利益分配案に反対の意見を提出し、それを否決した。邱賢成「ST東源年報遭否決」『中国証券報』二〇〇二年七月五日、吳英華「股東大會雷聞「火柴味」」『中国証券報』二〇〇二年七月一八日を参照。

参考文献

- (1) ルドルフ・ヒルファディング(岡崎次郎訳)『金融資本論』(上)岩波文庫、昭和三〇年。
- (2) 中兼和津次編(二〇〇〇)『現代中国の構造変動Ⅱ、経済構造変動と市場化』東京大学出版会。
- (3) 中兼和津次編(二〇〇二)『中国の経済発展と体制移行』名古屋大学出版会。
- (4) 今井健一編(二〇〇二)『中国の公企業民営化 経済改革の最終課題』アジア経済研究所。

(5) 国家統計局国民経済核算司・中国人民銀行統計司『中国資金流量表（一九九二—一九九七）』。

(おう) とつめい・主任研究員)

機関投資家と株券貸借取引

三木 まり

1 はじめに

わが国において年金資産がレンディングに活用され始めたのは、ここ数年である。当初は、海外のレンディング市場を経由する形で始まり、その後、日本市場の環境整備の進展とともに国内でも年金資産のレンディングが始まっている。その主役はインデックス・ファンドとなっている。

レンディングの市場自体は、トレーディングの技術が拙かったり、スキームの品質も改善の余地があるといった点で未成熟である。

しかし、機関投資家が貸し手としての課題を一つ一つクリアし、市場に対しても改善を働きかけていくことによって、レンディングの稼働率や貸借料率を高めて、執行コストのカバー程度の貢献から追加的収益の獲得（運用報酬、資産管理報酬のカバー）へとその貢献度合いを高めていくことが可能となると思われる。

2 株券貸借取引の歴史

(1) 欧米における株券貸借取引の歴史

米国⁽¹⁾

一九六〇年代には、受渡不履行や空売りをサポートするバックオフィス業としてレンディングが行われてい

た。一九八〇年代には、一九八一年にE R I S A法の改正により、年金基金が貸し出しを行えるようになり、株券の供給量が増加した。一九八〇年代後半には、急増したヘッジ・ファンドによって需要が増大し、株券貸借取引が急拡大した。

Institutional investor誌の調査によれば、有価証券貸借取引に参加している米国年金基金の割合は、一九八四年で二五%、一九九二年四五%、一九九九年五七%と拡大傾向にある。一九九七年一〇月にレギュレーションDの変更が行われ、資金調達を目的としたエクイティ・レボが誕生している。⁽²⁾

欧州

欧州では、一九六〇年代にロンドンで株券の貸借が行われるようになり、一九八六年のビッグ・バンによって株券貸借が急拡大した。自国株以外の株券貸借（クロスボーダー取引）も一九九〇年代にロンドンで始まり、現在では日本株も多く取引されている。

株券貸借取引のマーケットサイズは、全世界では、七〇兆ドル（その多くが米国株）であると推定されており、海外での日本株取引残高もロンドン、香港市場において活発で一〇数兆円あると見込まれる。

(2) 日本における株券貸借取引の歴史

日本では、証券金融会社が信用取引に必要な株券を貸し出す貸借取引（制度貸借）が古くから行われてきた。しかし、制度貸借の問題点としては、以下の二点が指摘されてきた。

第一に、貸借料である逆日歩が株券の需給によって日々変化するため事前にコストが特定できない、第二に、期間が六ヶ月以内限定されているため空売りを利用した裁定取引などに利用しにくかった点である。このため

昨今の多様な借株ニーズに対応することは難しく、また多くの株式を保有する機関投資家の積極的に貸株を行いたいというニーズも満たせなかった。

その結果、海外における日本株の貸借取引市場が拡大し、日本における貸株業務の空洞化が懸念された。そこで、一九九七年大蔵省が貸株市場の整備が必要との見解を示し⁽³⁾、一九九八年日本証券業協会によって株券貸借取引の基本的なルールが制定され一二月一日から正式に稼動し始めた。一九九九年の一年間金額ベースで二倍以上に成長している。⁽⁴⁾ 株券貸借取引の株数の変化は図1に示すとおり増加傾向がある。

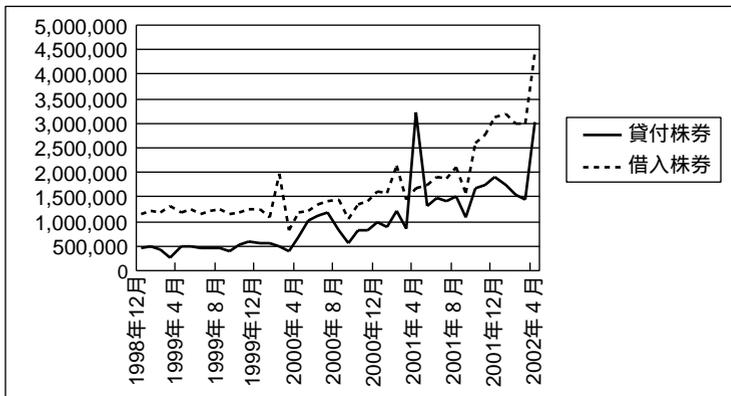
3 株券貸借取引とは

日本証券業協会の定義によると株券貸借取引とは、「当事者のどちらか一方（貸出者）が他者（借入者）に株券を貸出し、合意された期間を経た後、借入者が貸出者に対象銘柄と同種、同等、同量の株券を返済する株券の消費貸借取引」であるという。

米国におけるセキュリティ・レンディングは、「有価証券の貸借取引」を意味するものと考えられ、債券レボ取引、ストック・レンディング、エクイティ・レボ取引を意味するが、ここでは、ストック・レンディング、エ

図1 株券貸借取引月末残高（株数）の推移

（単位：千株）



（出所）日本証券業協会

クイティ・レポのみを取り扱うことにする。

ストック・レンディング（スペシャル取引⁽⁵⁾）は、借入者が特定銘柄を必要とするために行う取引であり、エクイティ・レポ（ジェネラル取引⁽⁶⁾）は、資金取引としての性格が強い。両取引とも一般的には、借入者には貸出者への担保の差出が要求される。

現在、貸借市場の慣行として、一般的に用いられている取引手法にコーラブル取引とノンコーラブル取引がある。コーラブル取引は、決算日を越えての貸出が出来ない取引を意味し、ノンコーラブル取引は決算日を越えて貸出できる取引を指す。一般には自由度の高いノンコーラブル取引の貸借料はコーラブル取引の貸借料より高い傾向がある。

また、担保については日本では、現金、国債、銀行保証書などが使用されている。貸出者には、担保の受け入れ態勢が整備されている必要がある。現金担保の場合、貸出者は借入者に金利を支払う必要がある。

次に株券貸借取引における株主としての権利について確認すると、配当相当金、新株などは、借入者から貸出者に返還されることになっている。ただし、貸出者の議決権はなくなる。

ストック・レンディングに焦点を絞ると、日本で貸し出されている株券の多くは、生命保険会社や銀行などが保有する持ち合い株である。これらの株券はその性格上、議決権を放棄できないため決算日前までに返却が要求される。そのため、日本ではコーラブル取引がノンコーラブル取引より大きい。

一方、持ち合い株を保有しない年金基金は、ノンコーラブルによる貸出が可能である。

4 株券貸借取引の意義

まず、貸し手のメリットとして貸株料による収益が挙げられる。株式や債券などへの投資から期待される収益と比較すると大きくはないが、余分なリスクをあまり取ることなく保有ポートフォリオのパフォーマンスを向上できる利点がある。

一方借り手のメリット（運用におけるメリット）を見ると、空売り、ショートを組み入れた投資手法が可能となり、裁定取引ができ、ロングとショートを組み合わせる事で相場変動に関らず収益の機会があるといった点がある。具体的には、転換社債アービトラージ⁽⁷⁾、マーケットニュートラル⁽⁸⁾、リスクアービトラージ⁽⁹⁾、イベントドリブン、マクロ型、株式ヘッジ型、エマーシングマーケット型等がある。また、財務上のメリットとしては借株を利用することで資金調達のコストを下げることができる。オペレーションのメリットはフェイルを未然に防げる点にある（特に海外株式の売買）。

次に株券貸借取引の株式市場への影響をみていきたい。株券貸借取引の株式市場への影響については、二つの考え方が存在する。一つは、「株券貸借取引は空売りを助長し、株価を下落させる」という考え方、二つ目は、「空売りは株式市場における売買を円滑にし、公正な価格形成に役立つ」という考え方である。

平成一〇年一〇月九日の株価下落の際には「風説の流布」と「貸株」が問題視された。その結果、一九九八年空売り規制の導入された。この空売り規制では、空売りを行う場合は、空売りであることを明示し、直近の公表価格以上で売らねばならない。証券会社は空売りを行った時には、銘柄名、約定時間、売付株数などを取引所に報告しなければならない、となっている。

これまでの先行研究⁽¹⁰⁾では、について、制度信用売りは残増加銘柄のうちTOPIXを下回った銘柄が五〇%

を上回ることはあるものの、その割合に明確な傾向はみられない。すなわち、信用制度売りは必ずしも株価の下落要因になっていないことを示唆している。その理由としては、信用取引には異常な売り残の増加や株価売買高の変動があつた時には委託保証金の引き上げや信用取引そのものを制限する規制がかかることなどあるからである。について、公正な株価形成がなされていれば、株価の変動は低くなると考え、信用取引で空売りができる貸借銘柄に選定される前と後でのボラティリティの変化を観察した結果、分析対象の八七銘柄中六五銘柄で対ボラティリティの低下が見られた。この結果から信用取引で空売りできる貸借銘柄に選定された銘柄は株価の変動が小さくなる傾向があることが示唆される。しかし、実際、貸借銘柄選定後に相対ボラティリティが二倍以上になつた銘柄もある。株券を貸し出す場合には、仕手株や売買高が極端に小さい銘柄など空売りによる株価変動が大きくなる可能性のある銘柄には、注意が必要であるといえるだろう。

その後の変化として、二〇〇二年空売り規制導入は周知の通りである。具体的には、証券金融会社が株不足銘柄の注意喚起基準を改正、証券会社による信用取引の明示、確認義務、信用取引の委託保証金率の基準厳格化、直前に付けた株価以下の水準での空売り注文の禁止、証券金融会社が貸株に対して年率〇・四%の貸出料徴収が挙げられる。これらの規制が株式市場の価格形成に及ぼした影響について詳しく調べることは今後の課題である。

5 年金基金の株券貸借取引のスキームとリスク

レンディングのスキームとしては、以下の三つのパターンが考えられる。

第一にマスタートラストを代理人とした株券貸借スキームである。この場合のメリットは、代理人が株券貸借取引を行うため必要な体制（担保の管理、リスクの管理、パフォーマンス管理など）を持っているため、基金自

身が用意する必要がない点である。株券貸借取引を行うことによって実質的な信託報酬を下げることもできる。

第二にその他の金融機関を代理人とした株券貸借スキームである。このメリットはよりニーズに合った貸株サービスを受けられる点である。最後に、インハウスで行う場合（仲介業者を使って借入者を探す場合もあり）は、貸借取引を行う体制を整備する必要があるのだから難しいという問題点がある。

次に株券貸借取引のリスクを確認すると、五点挙げられる。

第一に借入者の信用リスクである。借入者の倒産などにより、貸し出した株券が返還されないリスクをいう。対策としては、借入者の管理として、取引開始前に借入者の財務審査を十分に行い倒産の可能性の低い借入者を選択する、借入者ごとに与信上限を設けて、貸出しを分散するというものである。また、担保の管理として、日々の値洗い、受け入れ担保が高い流動性で速やかに売却可能な証券を受け入れる必要性、取引の開始時や終了時に貸出者が信用リスクを取らないようにするため担保の受け入れと返却のタイミングに注意する必要がある。

第二に、現金再投資リスクであり、これは現金担保の再投資に伴うリスクである。現金の再投資からの収益が支払い金利を下回った時に貸出者に損失が発生するリスクである。この対策としては、安全性の高い短期金融商品に投資を限定すること、デュレーション⁽¹¹⁾と貸借取引の期間をマッチさせること、デリバティブの投資を制限するなどのガイドラインを設けることが考えられる。

第三に流動性リスクとして貸し出した株券を売却したときに売却できないリスクである。第四に、法的リスクとして法律、規制等によって思わぬ不利益を受けるリスクがあり、最後に事務管理リスクとして貸借取引に伴う様々なオペレーションが正確に行えないリスクが存在する。

6 受託者責任と株券貸借取引

年金資産運用の受託者責任は、主に、注意義務（合理的な注意を払って職務を遂行する）と忠実義務（受益者の利益のみに専念して職務を遂行する）に分けられる。

具体例として、借入者の信用審査や現金再投資についてガイドラインを設けるなど、十分なリスク管理を行う。また、担保管理体制などのリスク管理体制や、効率的な貸出を行う能力などに注目して、合理的に代理人選定を行う、取引にかかるリスクとリターンを十分に吟味し、受益者の利益が最大となるように努力する等、がある。

議決権については、議決権を行使する義務はなく、貸出中であるなどの合理的な理由であれば、議決権を行使できなくても特に問題は生じない。

7 おわりに

今後、株券貸借取引に係わる国内の需要・供給ともに増加すると見込まれる。中でも年金基金が貸株供給の増加において重要な役割を果たすと見られる。特にインデックス・ファンドの場合、銘柄在庫が豊富、売買回転率が低いためリコールの発生頻度が低いといった魅力がある。レンディングによる追加収益は、パッシブ運用の報酬率が低下傾向にあるだけにパッシブ運用機関の経営におとって今後も大きな意味をもつものと思われる。

欧米ではレンディングは機関投資家によって広く行われている。日本の機関投資家もリスクを理解し、十分な注意を払って取引に参加することで、大きなリスクを取ることなく収益を上げ、受益者の利益を増大させることが可能と考えられる。

注

(1) 市場参加者とその特徴

Lender (貸付者) State Street Bank, Barclays Global Investors, Bank of New York 等のカスタディアン・バンク(保管信託銀行)、投資顧問、いわゆる機関投資家のポートフォリオがサプライとなる。証券会社の自己売買を行っている勘定のロング・ポジション(買い持ち)がサプライになることもある。

Borrower (借り手)のニーズ(需要)は、ヘッジ・ファンド等の空売りに伴うものがニーズとなる。個人の信用取引での空売りも証券会社を通して、ニーズとなる。証券会社の自己売買を行っている自己勘定のショート・ポジションがニーズとなる。主な借り手として、Morgan Stanley, Goldman Sachs, Nomura, UBS等証券会社がある。

Intermediaries (仲介者)としてLondon Global Securities等がある。

(2) エクイティ・レポでは、銘柄を問わず、担保はキャッシュのみ、貸借料が低い。

(3) 日本版ビッグ・バンにもなっており、一九九七年六月一三日に証券取引審議会が発表した「証券市場の総合改革」¹⁾ 豊かで多様な二一世紀の実現のために、のなかで、「貸株市場の整備」が謳われた。厚みのある貸株市場を整備し、株式の流動性を向上させる。わが国における貸株は、証券金融会社による信用・貸借取引制度を中心として行われている。しかし今やこの枠組みに納まらない貸株、借株のニーズが出現し、この貸借取引については市場の公平性、透明性の確保の観点から担保の徴収、値洗いの励行、取引状況等に関する適切な情報提供等が図られることが望ましい。この提言を受けて、一九九七年七月三二日に第一回「貸株市場整備に向けた研究会」が開かれ、一九九八年二月に最終報告書をまとめた。その構成は (制度貸借以外の) 一般貸借取引の仕組み 対顧客への貸株 制度貸借との関係 管理・運営の四項目であった。

- (4) 一九九九年末時点で、貸借株券残高は貸付が約一兆円、借入が約二兆円となっている。
- (5) スペシャル取引とは、貸借する株券の銘柄を特定する取引である。
- (6) ジェネラル取引とは、借り入れる株券の銘柄を特に指定しない取引をいう。
- (7) 転換社債とその発行体の株式を用いた裁定取引。
- (8) 相対的に割安・割高と判断される株式の価格差に着目し、ほぼ同額の買い持ち、売り持ちをする運用。市場リスクが中立となるように銘柄、株数を選択する。
- (9) 合併(マージャー)アービトラージは、合併する側の会社、及び合併される側の会社の株式の理論価格と市場での価格との差に着目した裁定取引である。
- (10) 静丈太郎「年金運用と株券貸借取引」『年金運用研究』No. 7、二〇〇〇年三月、参照。
- (11) デュレーションとは、将来発生するキャッシュ・フローを現在価値で織り込んで計算した場合の平均回収期間をいう。

(みき まり・研究員)

「第二期グローバル化」論について

伊豆 久

はじめに

グローバル化をめぐる議論に、最近、歴史派ともいべき新しいタイプのものが現れ始めた。これまでの議論は、グローバル化は世界の経済効率を高めているかあるいは逆に貧富の格差を拡大しているのか、また、グローバルスタンダードにもとづくクローニーキャピタリズムの是正なのか、アメリカンスタンダードの一方的な強制なのか、など、直接的にその是非を問うものが中心であった。

そうした議論とは別に、あるいはそうしたグローバル化の功罪を論じる前に、歴史的視点からグローバル化を捉え返すことが必要なのではないか、といった主張である。ここでは、グローバル化は経済の発展にともなう二〇世紀末固有の現象というより、資本主義のもとで反復される循環的な現象として捉えられている。具体的には、一九世紀末にも今日に匹敵するグローバル化があったとし、それを現在のグローバル化と比較することから、グローバル化の歴史的性格を探ろうとする試みである。そうした議論によれば、現在のグローバル化は、一九世紀末に続く二回目のグローバル化ということになる。以下、国際資本市場に関連する部分の簡単な紹介をおこなうこととしよう。

1 「歴史的観点から見たグローバル化」

米国経済調査局（NBER）は、昨年五月、「歴史的観点から見たグローバル化」と題するシンポジウムを開催、そこでは、一九世紀末のいわゆる国際金本位制下におけるカネ（資本）、モノ（財）、ヒト（労働）の国際的移動を今日のグローバル化と比較するさまざまな議論が展開された。⁽¹⁾そして、今年八月には、IMFが同じタイトルで同様のシンポジウムを開催している。⁽²⁾

これらはいずれも、先に述べたように、グローバル化の是非を直接問うというよりも、あるいはそのために不可欠な準備作業として、グローバル化を歴史的観点から問い直そうというものである。この二つのシンポジウムの中から、国際資本市場のグローバル化を扱ったオプズフェルドとテイラーの報告を見てみよう。⁽³⁾

二人は、まず一八七〇年代から今日に至る国際資本市場の歴史を四つの時代に区分する。一九一四年以前の国際金本位制の時代、一九一四年から四五年までの二つの世界大戦と大恐慌の時代、四五年から七一年までのIMF体制の時代、一九七〇年代から今日までの活発な資本移動と変動相場制の時代、である。

その上で、国際的な資本取引額の大きさや投資収益率の均等化などを基準に各期におけるグローバル化の進捗度を検証し、グローバル化が進んだのは国際金本位制期と現在の二つの時期であり、その間には、大戦間期とIMF体制期という停滞期があったことを指摘している。すなわち、ここ百年余りを見てみると、第一に、世界の資本市場の歴史は、一方にグローバル化へと発展してきたのではない、第二に、一九世紀末にすでにかなりのグローバル化が進んでいたにもかかわらず、それは第一次大戦と大恐慌によって崩壊し、その後五〇年という長い停滞期を経て最近復活した、すなわちU字型の現象だ、というわけである（図1参照）。

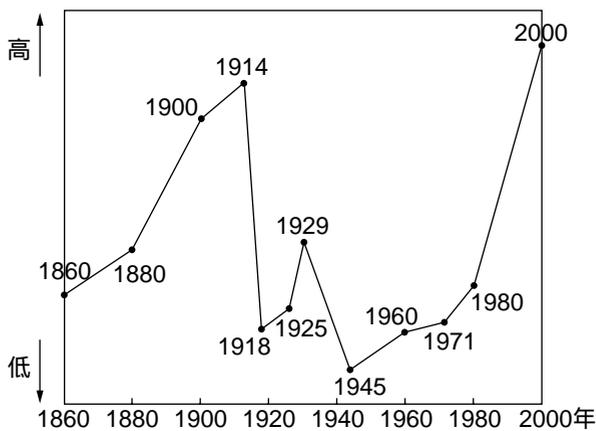
では、国際資本市場のグローバル化がこうした歴史をたどってきたのはなぜか。二人は、有名な国際マクロ経

済上のトリレンマ論を採用して説明する。すなわち、鼎立不可能な三つの要素（自由な資本移動、固定相場制度、自立的な金融政策）のうち、どれが選択され、どれが放棄されたか、が国際資本市場の性格を決定するというわけである。たとえば、第一次大戦前の国際金本位制のもとでは、各国独自の金融政策が放棄されることで、自由な資本移動と固定相場制度が実現されていた。国内均衡を犠牲にした国際均衡の実現である。しかしながら、国際金本位制は第一次大戦によって崩壊し、また、大恐慌を経験した資本主義のもとでは国内均衡の軽視は許されなかった。そのため、第二次大戦後のIMF体制の下では、自由な資本移動は戦間期同様大幅に規制され、その一方で管理通貨制度のもとでの自立的な金融政策と固定相場制度が維持されたのである。しかし、再び資本主義が大きく動揺した一九七〇年代には、固定相場制度が崩壊（ニクソンショック）すると同時に世界的な資本移動の拡大が生じ、一九世紀末に続く第二期グローバル化が始まったというわけである。

2 IMFとグローバル化

もちろん、以上のような議論は極めて粗雑なものであるが、その一方で、その単純な主張が興味深い様々な論

グローバル化の進展度（イメージ図）



(出所) M. Obstfeld and A. Taylor, Globalization and Capital Markets.

点を示唆していることも否定できない。

第一に、先にも述べたように、グローバル化を、輸送・通信コストの低下などの技術進歩や経済発展にともなう、一方向的かつ不可逆的な現象とする見方を否定していることである。確かに、第一次大戦前のグローバル化においても、大西洋海底ケーブルの敷設（一八五八年）に象徴されるような通信や海運における技術革新が大きな役割を果たしたことは間違いない。今日のグローバル化における情報通信技術の影響については改めて述べるまでもないであろう。しかし、それならば、混乱の続いた大戦間期はあくとしてもIMF体制期においても国際資本市場が低迷したままであったのはなぜだろうか。その間技術進歩が停滞していたわけではなく、世界のGDP成長率は、一九世紀末をはるかに上回る水準にあった。にもかかわらず一九五〇・六〇年代の国際資本市場の発達はごく限られたものにすぎなかった（この時期に誕生したユーロ市場もその本格的な成長は七〇年代を待たねばならなかった）。グローバル化の進展や停滞は、経済一般や技術の発達には解消できない、（トリレンマ論が指摘する）政策選択の問題であり、その選択を規定した国際政治経済状況によると言わざるをえないのである。

第二に、第二次大戦後から一九七一年までのいわゆるIMF体制に対する新しい解釈である。IMF体制は、周知のように金とドルの二つを中心としており、金本位制的性格とドル本位制的性格を併せもっていた。前者に着目すれば、第一次大戦前の国際金本位制と似た国際均衡の重視を各国に要請するシステムであったと言える（その例として日本における国際収支の天井など）、同時に後者を重視すればひとり国際収支の制約を免れた米国を中心とする性格が浮かびあがり（六〇年代末からの国際収支赤字の無視 いわゆるピナインニグレクト政策）七〇年代以降との連続性が指摘できる。

しかしながら、オブズフェルドらのU字型論によれば、IMF体制期は、国際金本位制期とも現在の変動相場

制期とも大きく異なる時代だったということになる。なぜならそこでは、グローバル化やそれを支える経済的自由主義（レッセフェール）が厳しく抑圧された、資本主義においてはむしろ特異な時代だったからである。すなわちIMF体制期は、今日の自由金融時代の幼年期というよりも、大恐慌が世界を覆っていた一九三〇年代の金融規制やそれをリードしたニューデールの後継として把握されるのである。

IMF体制と一九三〇年代の連続性を強調することには違和感があるかもしれない。IMFは、各国に対外金融取引の自由化を求める機関として創設されたからである。しかし、IMFの求める自由化が経常取引に限定されており、資本取引に関しては各国の裁量に委ねられていたことを忘れてはならない。また、ニューデール以降の経済政策もIMFも、ともにケインズの経済学を母胎としていることを再確認すべきであろう。IMFの創設過程は、英国代表のケインズと米国代表のホワイトの対立を軸に描かれることが多いが、ホワイトもまたケインズンであったことを軽視すべきではない。国際的な資本取引が活発におこなわれるもとは、一国単位の金融財政政策は有効に機能しない。だからこそ、資本移動に関する規制を認めることは英米双方において当然の出発点だったのである。

第三に、だとすれば、現在のグローバル化の始まりは、IMF体制ではなく、その崩壊にこそ求めざるをえないことになる。その点はどう考えるべきなのだろうか。これまでの通説的な理解では、今日の国際金融システムは変動相場制であり、それは七一年のニクソンショックを画期として誕生した、ということになる。しかし、本稿で述べてきた見方からするとそれでは不十分である。七〇年代が移行期であることは共通するが、国際資本移動に視点を据えて、その抑圧低迷期から促進成長期への転換点として七〇年代を捉える必要があるからである。

IMF体制の下で国際的資本移動が抑制されていたのは、すでに述べた理由の他、イギリスがポンドの信認を喪失して資本輸出国たりえなくなる一方で、アメリカは潜在的な資本供給能力は備えつつも民間金融機関が大恐慌の影響から立ち直れていないという事情があつたからである。そして、このことが国際資本市場が奇妙な形で復活する原因ともなる。すなわち英米二国がそれぞれの優位を活かそうとした結果、イギリスはポンドによらない国際金融市场シティの復活を、アメリカは自国金融機関によらないドルの国際化を図つたのである。それが、英系銀行の扱うドル預金として始まつたユーロ市場に他ならない。ここから今日につながるグローバル化が始まつたのである。

もちろん、ここからのユーロ市場の発達、そこから玉突き式に世界に広がる金融自由化の過程は、すでに多くの論者によって説明されてきたところである。ただ、そうした国際銀行業・国際資本市場の発達を現代の国際金融システムの一環として理解することは、これまで必ずしも十分にはなされてこなかつたのではないだろうか。一方では変動相場制の時代として捉えられる現代の国際金融を国際的な資本市場の拡大と重ねて捉えること、オプズフェルドらのU字型グローバル化論、第二期グローバル化論は、それを求めているように思われる。

3 グローバル化と大恐慌

そして、第四に、前回のグローバル化（国際金本位制）が、第一次大戦や再建金本位制をはさんで、結局は大恐慌という形で崩壊したのと同様に、今日のグローバル化も、大恐慌に行き着くのか、という問題が残る。オプズフェルドらはこの点に触れていないが、上記NERのシンポジウムにも参加した国際金融史家ハロルド・ジームズは、昨年『グローバルバリエーションの終焉』⁽⁴⁾を出版、現在のグローバル化に警鐘を鳴らした。というのも、

この本のいうグローバル化は一九世紀後半からの「第一期」グローバル化のことであり、その「終焉」とは一九二九年からの大恐慌を指しているからである。すなわち、行き過ぎたグローバル化は、新しい不平等を生み出すシヨナルな反発を引き起こす。それが、貿易、金融、移民などの国際経済取引を縮小させて大恐慌を生み出すのである。大戦間期に見られた保護貿易主義や為替管理に代表される反グローバル化・ナシヨナリズムも、その起源は、（これまでの通説がいうような）第一次大戦後の経済状況の変化や二九年の株価暴落以降ではなく、一九世紀末のグローバル化の時代に求められる。これがジエームズの描く大恐慌論である。

現在の、すなわち「第二期グローバル化」も同じ道をたどるのだろうか。確かに、ここ数年、グローバル化には各方面から強い批判が浴びせられてきた。シアトルでの反WTOデモ、九七年のアジア危機や九八年のヘッジファンド危機以降高まっている国際的資本取引への非難の声。その一方で、米国には、世界全体の経済や政治の安定を目指すというより、直接的に自国の利益を求める行動が目立ってきた。こうした状況が、二〇〇〇年春以降のITバブルの崩壊と重なって、一九三〇年代との連想を引き起こしているのである。

おわりに

小稿で紹介した二つの論考は、その問題関心は鮮明であるが、その一方でその論旨や実証に議論の余地が残っていることも否定できない。

しかしながら、現代世界を大きく変えたグローバル化を、歴史的観点から再検討することの意義は小さくなく、さらなる議論の深まりが期待されている。

注

- (1) NORRONEN, J. (Globalization in Historical Perspective) の註釋を <http://www.nber.org/books/global/index.html>を参照。
- (2) ILOのシンポジウムの註釋を <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2002/global/eng/index.html>を参照。
- (3) Maurice Obstfeld and Alan Taylor, Globalization and Capital Markets (共一参照)
- (4) 『ケローバリゼーションの終焉』 日本経済新聞社 二〇〇一年 (Harold James, *The End of Globalization*, Harvard University Press, 2001)

(二六) われら・密蔵研究會)

証研レポート既刊目録

1596 (2001.7)	執筆者	1603 (2002.2)	執筆者
個別株先物取引と信用取引	二上	減資について	伊豆
M & A 会計と I T パブル	伊豆	- 株式・資本金・株主持分 -	
ナスダック・ヨーロッパと virt-x	吉川	ナスダックの電子的価格改善システム	吉川
- ヨーロッパでの新たな試み -		- プライメックス・オークション・システム -	
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査 (3)	王	中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王
- 重役の選任、報酬および従業員の変化を中心に -		証券決済制度改革	福本
N Y S E の特別委員会報告書より	三木	- 現行改革議論の整理 -	
1597 (2001.8)		1604 (2002.3)	
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 I P O	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 I P O 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 G S C C	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 S E C (中国証券監督管理委員会) 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
- ユー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」をめぐって -		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		
- ユー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 パ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 C C P	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 -			
金庫株解禁の商法改正	福本	1611 (2002.10)	
N Y S E とナスダックのスプレッドの比較	三木	証券代理店構想について	二上
		社会的責任投資とエコファンド	三木
1602 (2002.1)		スーパー・モニターजू導入と E C N のビジネス	清水
新規参入業者に見るビジネスモデル	二上		
オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川		
- クロスボーダー・ネットワークの試み -			
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		

(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

証研レポート第一六二二号
二〇〇二年十一月十一日発行

(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11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)