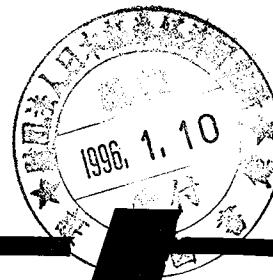


証研

レポート



No.1530

1996年1月

- 『住専』問題の残したもの
- 米国投資会社の投資制約とその背景
  - マーク・ロー教授の所説を中心にして—
- わが国の普通社債流通市場改革論議(3)
- 国際金融取引税構想をめぐって
- 日経平均先物・オプション
  - 平成7年12月限—

財団法人 日本証券経済研究所

## 「住専」問題の残したもの

ここ二、三年、市場に暗雲のように垂れ込めていた住専（住宅金融専門会社）向け不良債権の処理策の大枠が昨年末、決定された。新聞各紙報道によると、住専七社（八社のうち農林系住専を除く）の抱える債権その他資産一三兆一百億円のうち、正常（一分類）債権三・五兆円、回収困難（二分類）債権二兆円、回収不能の懸念のある三分類債権一・一兆円の計六・七兆円を住専処理機構（仮称、九六年四月発足）が買い取り、残る不良債権六・四一兆円は損失として計上、この損失は金融機関がもつ住専向け債権の放棄（母体行は全額三・五兆円、一般行は一・七兆円）や贈与（農林系金融機関五百億円）で埋め、なお残る損失六八百億円は一般会計からの補助金によって埋め合わせることとなつており、住専処理機構の買い取り資金として母体行や一般行、農林系金融機関からの低利融資が予定されている。住専処理機構が買い取った債権のなかには現時点でも回収不能とされているものがあり、その第二次損失の埋め合せを巡って、早くも調整が困難視されている。

しかし、ここにいたる一連の過程は日本の金融システムのもつ特殊性を浮き彫りにしたと同時にその存続を許さない状況にきていること、しかし新しい金融システムはまだ見えてこないということも明らかにした。難渋していた住専処理策が昨年末、急きよ固まつた背景として、政府が大和銀行事件の発覚以来、国際金融市場の揺乱要因となり始めた邦銀の信用力低下（「ジャパンプレミアム」）を取り除くべしという海外からの圧力を気にし始めたという経緯がある。住専向け不良債権は邦銀の信用力低下の象徴とみられていたからである。その意味では新しい金融システム構築の観点から積極的に案出されたものとはいえないものである。以下、住専処理とそれにつながる過程でみられた議論を整理し、何が問われているのか、まとめてみた。

### 住専問題の経緯

問題となつてゐる住宅金融専門会社が設立されたのは七〇年代である。当時、個々の銀行が直接、個人向け住宅ローンを手がけるにはノウハウがなくリスクも高いので共同設立の住宅金融専門会社に任せるのが得策と考えられたのである。そこで都銀系、地銀系、旧相銀系など業態別に金融機関が出資者となり住専八社が相次いで設立された。このときの出資者が「母体行」といわれるものである。

しかし、その後、日本経済が低成長を迎えた個人向け住宅ローンが優良な貸出分野となるに従い、母体行自身が当該分野に積極的に進出、住専の存在余地を狭めていった。住専は預金受け入れ機関ではなく、母体行はじめ金融機関から原資を借り入れこれにマージンを上乗せして貸すのであり、貸出競争力は当然銀行の方が強い。また母体行はじめ各銀行支店からの個人顧客の斡旋に依存する割合も高かつたのである。したがつて、銀行が住宅ローンに直接進出した段階で、住専の存在理由は無くなつていたのであり、その段階で業務の見直しに着手すべきであった。

しかしながら、住専は銀行による住宅ローン分野の侵食を受け、その上流である建設業者向け貸出に進出、バルの時期に不動産融資にのめり込んでいく。九〇年三月、大蔵省は金融機関に土地関連融資の総量規制を通達したが、その際に農林系から住専への融資は対象外としたため、住専は不動産融資の迂回路となつていく。その後、土地価格が下落を始め住専の不動産担保融資が焦げ付き、不良債権化していく。

そこで九一年に母体行が中心になつて、第一次再建計画がつくられる。母体行は公定歩合まで貸出利率を減免、

また母体行が経営責任をもつという前提で、農林系金融機関は住専からの融資残高維持の要請に応じる。しかし、この第一次再建計画の前提となつてある新規融資の伸びや土地価格の予測は甘く、九二年三月には再び第二次再建計画が練られる。例えば住専最大手の日住金の第二次再建計画では、母体行は再建計画に沿つて日住金を支援する旨の文書を提出、これに基づいて農林系は融資残高を引き続き維持、金利減免策として母体行はゼロ、農林系四・五%、その他二・五%まで貸出利率を切り下げる、日住金発行の抵当証券償還資金などのため母体行二行が新規融資を行つた。

しかしながら、土地価格はその後さらに下落、新規融資も延びず、第二次再建計画の前提条件は崩れ、整理のやむなきに至る。そこで住専整理の結果必要となる金融機関の不良債権の取扱いについては①母体行が貸手責任方式（母体行、農林系問わず、融資シェアに応じて損失を負担）を主張、②農林系は完全母体行方式（母体行が農林系の融資を肩代わりしすべての損失を負担すべきである）を主張して母体行と農林系の利害調整が付かず、そこで両者の調整を図つて③いわゆる修正母体行方式（母体行が全額放棄し、のこる一般行、農林系のもつ債権については損失割合に応じて債権を放棄する）で処理する方法が有力となつたが、その場合の農林系の損失負担が二兆四千億円となって、農林系が抵抗。そこで冒頭でみたように農林系の損失負担を修正母体行方式を適用した場合に比べ大幅に下回る額に軽減、半分にあたる一・二兆円を住専処理機構に買い取らせ、残りを財政資金で埋めるということになつた。

#### 住専処理にいたる利害関係者の立場

さて、問題はこの一連の過程の節目でみせた母体行、農林系、行政当局の主張、行動である。例えば、農林中金専務理事は次のように言つてゐる。<sup>(1)</sup>

①母体行は、住専のメインバンクであると同時に親会社である。メインバンクが融資している企業が不振になれば支援し、経営が破綻すればメインバンクが責任をもつて処理することで金融機関は信用を維持してきた。またメーカーがバブル期に競つて設立したファイナンス会社もバブル崩壊で倒産した際は親会社が全部面倒を見た。

②住専向け融資は農林系にとって母体行に対する融資と同じである。かつては母体行からの保証をとつて融資していたが、住専の経営が軌道に乗つてきたので保証をとらなくなつたが、金融機関向け、大蔵省直轄であるとの信頼感、安心感ならびに担保は母体行が債権者を代表して管理する事もあつたので融資した。農林系では農協やメンバーに資金が不足しないよう融資に一定の規制がかけられているが、住専は金融機関貸出があるので融資に応じた。

③バブル崩壊の影響で住専の不良債権が増える兆しがあつたのに、住専の経営実態の開示は再建計画ができるまで農林向けには特になされなかつた。

④再建計画ができたときに、貸出金を回収しようと思えば出来たが、母体行から残高維持の要請を受け協力した。

このほか、各方面から指摘されている事は、⑤住専各社に対し母体行から融資の紹介があり、その中に焦げ付いたものがあることが指摘されている。<sup>(2)</sup> もつとも、その額は住専各社によってまちまちで、例えば日住金の母体行である一部の都銀では、世上いわれている紹介融資のなかには経営破綻とは関係ないものも含まれていると主張している。<sup>(3)</sup>

他方、母体行はどう主張しているか。地銀生保住宅ローンの母体行の一つである千葉銀行頭取（地銀協会長）は次のように言つてゐる。<sup>(4)</sup>

①母体行はメインバンクではない。メインバンクは相手先企業との関係が密接で融資順位のみならず相手先企業の経営内容もかなり把握している。したがつて事業会社が整理される時は他の金融機関に比べメインバンクはかなりの負担を負う。しかし、母体行は出資銀行であり、その出資者責任は法的には出資額の範囲内にある。地銀生保住宅ローンは地銀六四行、生保二五社が出資して設立したものであるが、どこもメインバンクとして考えたことがない。

②もし、母体行責任を主張するのであれば、農林系は住専に融資する際に母体行に保証を求める必要があった。しかし農林系はある時期から保証無しで自分の判断で融資をするようになつた。

③母体行責任は海外ではマザーコンセプトと表現されており、必ずしも母体行責任という概念が理解されていない。

④再建する場合には母体行は相当の責任を負うべきであるし、また過去の再建計画では他の金融機関に比べ減免幅を多くして相当の負担をしてきた。しかし整理するのであれば融資金融機関が融資シェアに応じて口座を分担するのがルールである。<sup>(5)</sup>

最後に行政当局の立場、行政責任はどうか。それについては、次のように言われている。

①住専は出資法に基づく政令指定会社（大蔵省直轄）であり、大蔵省には監督責任がある。

②八〇年に大蔵省と農水省は通達を出し、県信連から住専への融資を金融機関向け融資と認定した。信連も含め協同組合組織の金融機関の場合、員外貸付は組合員向け融資の一〇〇%であるはずだが、金融機関向け融資にはそのような上限がない。また、九〇年三月、大蔵省が金融機関に対し不動産・建設・バンク（住専を含む）への融資抑制を通達で発した際に農林系を対象からはずしている。

③二度にわたる再建計画策定過程でも大蔵省は深く関与している。たとえば九三年三月の日住金の第二次再建計画に際し、それに先立つ一ヵ月前に大蔵省と農水省との間で覚え書きが交わされている。その覚え書きには、母体行が再建計画に沿つて責任をもつて対応していく旨の文書を提出させることを明記している。これにより大蔵省は、その旨の文書を母体行に提出させ、これを農林系に提示して、農林系に残高維持と金利減免を含む再建策を了承させたという経緯がある。<sup>(6)</sup>

#### 住専処理における問題点

以上から看取されるのは、戦後この方、企業経営の破綻に際して繰り返される金融機関間の損失負担のありかた、メインバンク責任論が形をかえて問われていることである。すなわちメインバンク論に集約させながら論点を整理すると、以下のようにまとめる事ができよう。

①農林系は母体行をメインバンクとみなしており、住専向け融資は母体行に対する融資と同じだと見てゐる事である。もちろん母体行の保証付きであればその通りであるが、保証無しで個別貸出契約を結んで融資したものについても、母体行に対する融資と同じだと主張している。それは母体行がメインバンクだからといつてゐる。すなわち農林系は個別貸出であるにもかかわらず、貸出先に対する事前のモニタリング（審査）を全くしておらず、メインバンクに事前のモニタリングを勝手に委任しているという関係にある。

②個別貸出契約を締結する場合、通常は「銀行取引約定書」を徵求するが、その一二条「報告および調査」一

項には貸出先の財産、経営、業況に関する調査権限を認め、二項には財産、経営、業況に重大な変化が生じる場合には貸出先は自発的に報告する義務を明記してある。<sup>(7)</sup>ところが農林系はこの調査権を発動してこなかつたし、住専もまた報告義務を履行していないようである。メインバンクではない農林系は期中のモニタリングもしてこなかつたのである。

③取引先が経営危機に陥ると、メインバンクは経営責任をもつ事と引換に他の融資機関に融資残高の要請をおこなう。

④株式会社の経営責任は最終的には株主にあり、その責任も出資額まで（すなわち有限責任）であるが、取引先が整理される場合には他の金融機関に比べメインバンクがかなりの負担を負うことを銀行経営者自らが認めている。もつとも、母体行は自らをメインバンクであるとは認めておらず、単なる出資会社であると主張しているが、いずれにせよ、メインバンクはいわば最終劣後債権者である株主よりもさらに劣後する債権者であることを自認している。

⑤その際に、監督当局の大蔵省が企業再建、整理いずれの過程でも「金融システム維持」の観点から大きな役割をはたしていることが認められる。さらにこの一連の過程で未所有の長期にわたる低金利政策がとられ、利ザヤが銀行の不良債権の原資となつておき、日銀の役割も大きい。

#### 委任されたモニター

「」まできて思い起されるのは、メインバンクを取引先企業の統合されたモニタリングを他の融資機関から委任されたおとならない。Delegated Monitorと規定する青木昌彦教授の説である。<sup>(8)</sup>教授の説は、金融機関の存在理由を情報の非対称性の主張を埋めたものである。「」など知らない主張が含まれている。

すなわち、「」でいう情報の非対称性とは、①資金の出し手（株主や債権者）は取り手（経営者）ほど情報をもつていい事（隠された情報の存在）、②鉄鋼業は電力業のある程度の発展を前提とするというような、経営者がこれから取り組もうとするプロジェクトが他企業・産業の技術補完的プロジェクトの調和のとれた実施に左右される場合には経営者自身でさえ情報収集に際し完全ではないこと（調和＝コーディネーション問題）、③経営者や従業員の能力不足や非効率的行動の可能性（隠れた行動、モラルハザード）のことである。この問題に対応するためには、事前のモニタリング（隠された情報、コーディネーション問題を明らかにし経営者の提案する投資計画を評価・選別する）、中間的モニタリング（経営者のモラルハザードを監視しチェックする）、事後のモニタリング（財務状態を識別し、財務困難に陥った場合に企業の存続性の可否を決め矯正的、ないしは懲罰的行動を取る）が必要となる。

アングロサクソンの国々ではこれらが、投資銀行、格付け機関、ベンチャーキャピタル、企業の取締役会、破産裁判所等のように分化し、独立的に行われているが、日本の特殊性はメインバンクが事前、中間、事後のモニタリングを統合して、他の貸し手から委任されて行っているところにあるというのが青木説の第一の独自性である。第二の独自性は事後のモニタリングの結果、企業経営の効率性が悪くなると、メインバンクは企業経営に介入し、一時的に悪化した企業には自らの負担で救済の手をさしのべ、パフォーマンスの悪い企業は清算する事で企業経営の規律を計つているという教授独自のコーポレートガバナンス（状態依存的ガバナンス）論である。一般的にいつて、日本の企業の支配権は株主ではなく経営者（経営者は内部出身者が多いという意味で、ひいては従業員）

にあるという意見が強いが、企業支配権は企業経営がうまくいくときには経営者や従業員などの会社内部者（インサイダー）が握っている。教授の状態依存的ガバナンス論は、経営悪化など状態如何によつては企業支配権はメインバンクに移行し、企業の殺生与奪を握るというものである。そうなつた場合にメインバンクは自らの負担で救済する一方、企業に合理化を含めた再建築をとらせるか、見込みがない場合には整理清算する選択をする。このことによつてインサイダー支配の下で従業員の職務上の規律が緩くなること（モラルハザード）が防止される。またそのような防止の程度は終身雇用、年功序列などの日本の雇用慣行によつて強められる（というのは終身雇用すなわち中途採用市場の未成熟は解雇のうきめに会つた場合の従業員の雇用価値を低めるため、従業員はメインバンクに支配権が移行しないよう企業業績の向上に努めるからだとされる）。

さて、この青木説を先ほどの住専問題に当てはめはどうなるか。農林系が事前・中間・事後のモニタリングをすべてメインバンク（と彼らが主張する母体行）に依存していた事は明かである。しかしながら結果論であるが、母体行もまたしつかりしたモニタリングをしてこなかつた。

この点につき、青木教授は、①高度成長期にメインバンクの事前のモニタリングがうまくいったのは、当時のプロジェクトが海外の新技術の導入にもとづいて行われたためその新技術 자체の採算性を審査するというよりもそれを吸収し改善する企業の経営的・組織的能力の審査に置かれていたからである。しかしその後、日本企業は国際的なレベルに達し、不確定な技術やマーケット特性をもつプロジェクトの信用審査には高度の金融、技術、マーケット分析を必要とするようになつたが、長い間の担保偏重の慣習ならびに証券引き受け業務からの遮断がそのような事前のモニタリングのノウハウ蓄積を阻んだと指摘している。

また、②起債市場の自由化により、企業の銀行借り入れ依存低下、さらには企業の決済口座が複数銀行に分散化したこと等が銀行の中間的モニタリング能力を低下させたと指摘している。  
制、店舗行政などの規制が緩和され、これによる超過利得（いわゆる規制レント）が消失して、事後のモニタリング能力（経営悪化の場合に企業経営に介入すればそれだけ負担が増すが、それをなし得る能力）が低下している事をあげている。

そうだとすると、今後のモニタリングは以下にあるべきか、すなわちメインバンクに代わり得る金融システムは考えられるのか。たとえばアングロアメリカンスタイルの証券市場主導のコーポレートガバナンスに移行するのか。これに対しても、①他の金融機関例えば証券会社、格付け機関のモニタリング能力が低い事、②企業支配権の市場（M&A）が日本の労働慣行と両立しない事（M&Aによる企業効率性の向上は大量解雇を伴つている）の理由で否定的であり、教授は、銀行主導のシステムを市場環境にあわせる事、すなわちユニバーサルバンクを主張しているのである。我が証券界はこのような主張にどう応えるべきであろうか。

注

- 1、内藤満夫「経営が悪化した責任は母体行にある」『金融財政事情』九五年八月一八日。
- 2、「日本経済新聞」九五年一〇月一九日
- 3、「日本経済新聞」九五年一月三日
- 4、玉置孝「地銀生保住宅ローンは整理が妥当」（前掲『金融財政事情』）。
- 5、なお、住専各社の出資機関は等しなみに母体行とくくれるものではない。例えば日住金の母体行はさくら、三和を筆頭に数行であるが、地銀生保住宅ローンは地銀全行、生保全社となつており、その権限と責任には濃淡があることは認められるであろう。しかし、関係者の具体的な見解は今のところ右のような農林中金と地銀協会長行のものしかないので、これに依拠せざ

ぬを得な。

- 6、『日本経済新聞』九五年八月十五日。
- 7、「銀行業務総合講座—貸出(上)」11巻、1章7節(「銀行取引統定書」(金融財政事情研究会、八〇年五月))
- 8、"Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View", in M. Aoki and H. Patric (eds.), *The Japanese Main Bank System: its Relevance to Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 1994.
- 9、金融機関の存在理由を情報の非対称性から説く。ローチは今田、有力な説となる。いわゆる「逆転生産の金融仲介説」本誌151回(九五年七月)。

(11上)

(11)

## 米国投資会社の投資制約とその背景

～マーク・ロー教授の所説を中心にして～

アメリカの投資会社については、すでに多くの研究が行われておりその構造、法的規制、動向はほぼ明らかになつてゐる。しかし投資会社規制が行われた背景や税制による投資制約等は、投資会社の動向を説明するうえで重要な要因でありながらも比較的等閑視されていた分野であった。

しかし最近進行している日本の投資信託の制度見直しや会社型投資信託の導入をめぐる議論は、結局のところ日本にふさわしい投資信託のありかたをめぐる議論であり、この議論を実り多いものにするためには各国の投資信託が形成・発展をとげてきた背景を理解することがぜひとも必要である。これは金融商品の消長が結局は顧客である個人投資家の嗜好によつても左右されており、その嗜好のうち最も経済要因によつて規定されると考えられる貯蓄率一つを取り上げてみてもその国の特殊事情によつて規定される面を残していることからも明らかであろう。

とはいゝ最近における企業年金の株式保有活発化等をきっかけとしたアメリカにおける企業統治研究の活発化に伴つて、年金、投資会社および生命保険会社等の機関投資家による株式保有行動は新たな研究の焦点に浮上しつつあり、投資会社規制や税制も注目を集めている。そしてこのような動向を代表する研究者の一人であるコロンビア大学のマーク・ロー教授は、アメリカの機関投資家に対する規制や制約のあり方が従来強調されてきた經濟的要因だけでなく、アメリカに特有なイデオロギー、政治および制度によつて強く影響されており、このこと

表1 各種金融機関の資産額とその全体に占める比率の推移

種類	1990		1991		1992		1993		1994	
	金額(10億ドル)	比率(%)								
年金基金	3,115.6	49.4	3,782.8	50.9	4,113.3	49.7	4,525.4	49.2	4,566.8	48.1
信託型・保険型	1,743.0	27.6	2,245.0	30.2	2,426.0	29.3	2,570.8	28.0	2,510.3	26.4
洲・地	636.1	10.1	678.1	9.1	732.3	8.8	833.0	9.1	872.8	9.2
投資会社	736.5	11.7	859.7	11.6	955.0	11.5	1,121.6	12.2	1,183.7	12.5
オープンエンド型	967.3	15.3	1,132.8	15.3	1,339.4	16.2	1,662.9	18.1	1,802.5	19.0
クローズド・エンド型	914.6	14.5	1,064.3	14.3	1,259.1	15.2	1,552.0	16.9	1,686.4	17.7
保険会社	52.7	0.8	68.5	0.9	80.3	1.0	110.9	1.2	116.1	1.2
生命保険会社	1,328.4	21.0	1,474.5	19.9	1,621.9	19.6	1,675.7	18.2	1,751.1	18.4
損害保険会社	772.1	12.2	873.1	11.8	960.4	11.6	1,004.2	10.9	1,051.9	11.1
銀行および信託会社	556.3	8.8	601.4	8.1	661.5	8.0	671.5	7.3	699.2	7.4
基 金	759.1	12.0	873.3	11.8	1,026.1	12.4	1,132.6	12.3	1,179.1	12.4
計	142.5	2.3	162.9	2.2	182.4	2.2	194.4	2.1	204.2	2.1
	6,312.9	100.0	7,426.3	100.0	8,283.1	100.0	9,191.0	100.0	9,503.7	100.0

[出所] *The Brancato Report on Institutional Investments.*

Volume 2, Edition 2, May 1995, table 4.

### 1 投資会社の現状

アメリカの投資会社は、一九九四年第三四半期には約一兆八〇〇〇億ドルの資産を保有しており、このうち九四%がオープンエンド型である。この資産額は、表1に示されているように機関投資家の中では年金基金の四兆六〇〇〇億ドルに次ぐ金額であり、保険会社、銀行および銀行信託部等を上回る水準に達している。このうち株式に投資される資産の比率は、オープンエンド型の場合には、一九九〇年の二三・〇%から九三年の三六・一%まで上昇しており、

クローズド・エンド型の場合には四一・七%から二五・二五%に低下した。この結果、投資会社は一九九四年第三四半期には、アメリカの株式の一・七%を保有していたと推定されている。<sup>(3)</sup> このようなデータは投資会社が、疑いなく大規模な機関投資家であることを示している。

しかしロー教授によれば、ミューチュアル・ファンドは、株式を大量に保有しているにもかかわらず企業統治にはほとんど関わっていない。ミューチュアル・ファンドは、現在では家計から企業へと資金を移動させ投資を代行するが、ばらばらな個人から資金を集めてそれを大量に集中し、企業の役員会で株主の権利行使するような金融仲介機関ではない。

しかしミューチュアル・ファンドがこのような金融仲介機関となつたのは、それに対する規制が加えられたためであった。事実一九三〇年代には、いくつかのファンドは企業の監視と経営への関与をはじめた。このようなファンドは、証券の引受けを行い、破産再建活動に関与し、さらに経営に参加した。一九三六年歳入法およびそれに続いた一九四〇年投資会社法（以下一九四〇年法とも略称する）によってこの傾向はくいとめられたのである。

この背景には当時の政治家が、産業のミューチュアル・ファンド（およびその他の銀行）による支配の禁止を望んだことが指摘しうる。彼らが受動的態度を好んだのは、大金融機関に対する信頼の欠如、平均的な投資家を対象とする安定的かつ公正なミューチュアル・ファンドを育成するための広く受け入れられた規則、税制についての偶発事件、何人かの政治家がウォール・ストリートより地方の管理者によるミューチュアル・ファンド経営を望んだという利益集団の論理等の後に分析する理由による。つまり投資会社の規制は、アメリカに特有なイデオロギー、政治、連邦主義等の制度要因によって強く規定されていた。

このように投資会社規制の性格を規定した後、ロー教授は投資会社規制の内容を一九四〇年投資会社法から検

討する。

## 2 一九四〇年投資会社法

ロー教授によれば、投資会社は本来企業を支配する機能も併せ持っていた。その一種であるミューチュアル・ファンダムは、多くの投資家の資金をプールして運用し、投資家は分散投資とファンダムの管理者による専門的な投資管理から利益を得ることがその機能である。しかし一九四〇年投資会社法の立法過程では、ミューチュアル・ファンダムが企業を支配するという第三の機能が問題視され、それを規制することが立法の焦点となつた。

一九四〇年投資会社法が制定された当時、議会は産業を支配するファンダムを嫌つており、受動的な態度が最も望まれていた。これは一九三〇年代まで投資会社が支配のために利用されてきたからであった。支配の集中を阻止するために、議会は、ミューチュアル・ファンダムを規制する法案を起草することを証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission 以下SECと略称する) に命じた。

SECは、法案の中で次のように述べた。「投資会社が、規模を拡大し国民経済に過剰な影響力を行使するときには、国民の公益は悪影響を受ける」。一九三五年には、五六の投資会社が一八七の企業を支配していたが、ハのことから様々な問題が発生していた。

SECは、投資会社による支配は分散した投資家たちにとっての情報や組織の問題を減らすことは認めた。しかし強力なファンダムの問題点は、以上のメリットを帳消しにする。SECは、ミューチュアル・ファンダムの役員と従業員に企業の役員会から離れることを要求し、そのためにグラス＝スティーガル法並の厳しさを求めた。SECは、ファンダムの規模も一億五〇〇〇万ドルに制限することを要求した。結果的にはSECは業界と妥協したが、非常に厳しい規制を達成した。ロー教授によれば主要な規制は次のように要約される。

第一に、ミューチュアル・ファンダムは、一企業の発行した株式の一〇%以上を規制対象となるポートフォリオの一部として保有している場合には、分散型と呼ぶことはできない。保有有価証券の四分の三は分散規則の対象であり、たとえ一企業に影響力のある株式保有部分が投資会社の保有有価証券の極めて小さい部分であつてもこの規則は適用される。七つの州はより厳しい規則を採用しており、ミューチュアル・ファンダムが一企業の株式の一〇%以上を保有している場合にはその株式の販売を禁じている。大部分のミューチュアル・ファンダムは、この規則に従つている。SECは、この規則によって支配が不可能になる」とを望んでいたとされており、事実この運用規則によつて一企業の大量の株式を保有して支配を行うファンダムの設立は困難または非合法となつた。

第二に、分散型と呼べるファンダムはそのポートフォリオの七五%について制限が加えられている。この部分についてはファンダムは、一発行者の証券にその資産の五%以上を投資することはできない。一九四〇年法は、ファンダムが分散型であると称する場合には一定の分散基準を満たすことを要求することによって、投資家に対し何が約束されているかを明示しようとした。この規則は、ミューチュアル・ファンダムの分散投資を促進したと言えよう。

第三に、分散型のファンダムは、ポートフォリオの二五%については規制は行われていないが、ファンダムが投資対象の企業の株式の五%を保有するかまたは経営に参画するならば、この企業はファンダムまたはその元引受け人の法律上の子会社とみなされる。このことは多くの取引規制を発動させる。多くの取引規制は、インサイダー自己取引の危険に対し非常に敏感な自衛手段であり、このような関係に入ることを思いとどまらせるであろう。買い占め、株式交換、株式の転換および投資対象企業からファンダムへの株式の売却は、すべて規制の対象となり、S

SECによる特別免除を受けなければ実行できない。またSECによる免除なしには、ファンダはその他の金融機関と協力して役員を派遣することも、別の形での外部支配を行うこともできない。最近まで、銀行法がミニューチュアル・ファンダと提携を行うことを禁じていると解釈されてきた。このことも協力して影響力を行使する可能性を低めてきたのである。

第四に、一九四〇年法は投資対象企業とミニューチュアル・ファンダとの株式持合も禁じている。このことは、投資対象企業の経営者がミニューチュアル・ファンダの株式を買い集めることによって積極的なミニューチュアル・ファンダを放逐できることを意味している。投資対象企業は、敵対的乗っ取りに対し株式持合によつてミニューチュアル・ファンダの株式保有を中立化できるのである。

第五に、ファンダが支配を行う目的で関連会社と協力するためには、事前にSECの認可を受ける必要がある。投資銀行、保険会社、商業銀行はいずれも投資会社の投資顧問会社になれるため、このような機関投資家のネット・ワークを考えてみよう。投資顧問会社は企業の株式の四・九%を保有できるから、ネット・ワークの保有額の合計は役員会に影響を与える代表を送り込むのに十分な大きさである。ミニューチュアル・ファンダおよびその他の金融機関にとって支配行動および支配の変化についてのSECの認可をとることは可能であるが、この規則は少なくとも協力した行動についての費用を高めている。

つまりミニューチュアル・ファンダは、企業の株式の五%を保有する場合には、多くの制約に直面するとともに、同時にこの制約を乗り越える手段としての株式持合や協調的な投資行動にも厳しい制約が課せられたのである。

### 3 一九三六年歳入法

ミニューチュアル・ファンダは、さらに税制によつても制約を受けている。ロー教授によれば税法では、分散型投資会社だけが導管理論によつて免税となつてゐるため、それ以外の企業を支配している投資会社は課税される危険がある。一九三六年歳入法の分散条項は、保有有価証券の五%または投資対象企業の株式の一〇%以上の投資をしないことを定めている。後に一九四二年には、議会はこの規定を緩和しポートフォリオの半分はより集中できるようにした。一九四〇年法についての議会証言によれば、この条項は「良い」(つまり支配力を行使しない)投資会社を「その他」から区別して免税にするために設けられたとされている。

投資会社は、免税されない場合には破壊的な三重の課税を受ける。まず投資対象企業は、その利益に対し課税される。次に投資会社は、投資対象企業から受け取る配当に課税され、実効税率は約一〇%である。また投資会社は、より高い税率のキャピタル・ゲイン課税を行われる。最後にこの所得は、非分散型の投資会社の株主に支払われるときに課税される。このため同一の所得に、企業、投資会社、ファンダの保有者のそれぞれの段階で三回課税が行われる。税制は、一九四〇年法の規則のように投資会社の活動を妨害するわけではないが、大量保有を行つ投資会社を抑制し、認められた以外の活動を困難にする。

企業間配当課税については、法制史を研究してみるとミニューディール期の議会が複雑な企業構造を抑制するために配当課税を行つたことがわかる。分散と非固定的な取引を求めるのが反トラストおよび金融規制のパターンの一つであり、このことは現在も有効である。このことは、ミニューチュアル・ファンダの規制と税制「ファンダは企業間配当課税を避けるためにはいくつかの条件を満たす必要があり「受動的」な信託はこの一つであつた」を説明するだけでなく、非金融企業間の株式持合も抑制した。

一般の企業は、長期的に大量の保有を行うことを税制によって抑制されている。そして企業が税制上の免除措置を得るためにには金融機関の一種とみなされる必要がある。長期的に株式を保有する企業は、税に対処するためには高度な技術が必要である。もし企業が、その所得の半分をキャピタル・ゲインで、半分を配当で受け取るならば、所得の約10%にも達する税を払うことにならう。しかし企業が合資会社で組織されるならば、課税されずにその所得を保有者に渡すことができる。このような免税条項に適合するためには、公開合資会社は準則Mのポートフォリオ規則を満たさなければならない。100名以下の投資家による私的な合資会社は、税法上のポートフォリオ規則に従わなくても免税とされる。従つてファンダムがポートフォリオを小数銘柄に集中して監視者としてのサービスを提供しようとすると、それは税制上の優遇措置を受けられないであろう。

(19) つまり投資会社は、税制によっても投資対象企業の株式の10%および保有有価証券の5%という投資規制を加えられていた。投資会社の投資規制は、州の規制も考慮すれば多重に行われたと言えよう。

#### むすびにかえて－投資制約の背景－

ところで投資会社の分散化を促進し支配力を抑制する上述の投資制約は、なぜ形成されたのだろうか。従来この問題は、一九一〇年代に投資会社を利用して行われた様々な投機的行為や不正が一九二九年の株式市場崩壊を加速したと見られたため、その再来を防ぐために規制が採用されたと理解してきた。しかし、ロー教授によれば、この問題は経済的要因だけで説明されるべきではない。この背景には、アメリカに特有なポピュリズムおよび反ウォールストリート感情等のイデオロギーや投資家保護や産業支配の防止等の公共の利益という要因が重要であった。このためロー教授は、「」のような要因についても立ち入った分析を行っているがそれを紹介する余地はない。

これはローレ教授の分析は、いわば投資会社に対する投資制約が、必ずしも一般的な経済的発展の帰結ではなく、世界でも珍しい人工国家であるアメリカの政治制度やイデオロギーによって特殊な影響を受けつつ形成されてしまうことを明らかにした。このためロー教授の分析は、日本における制度のあり方を検討する場合にも、アメリカの制度も必ずしも一般的なモデルではない」と注意する「」を示唆している。

#### (注)

- (1) Mark J. Roe, *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, 1994. なお著者は、他の研究者の協力の下に本書の翻訳中であり、訳書は近く東洋経済新報社より刊行予定である。

- (2) Ibid., pp.102-123. ぶつぶつトドローキー教授の著作からの引用符は省略する。

- (3) *The Brancato Report on Institutional Investments*, Vol.2 Edition 1, January 1995.

- (4) 従来投資会社の規制が導入された理由は、一九一〇年代に見られた投資会社の弊害を防止するためいた。しかしロー教授は、これだけでは規制が支配を防止するだけでなく分散化を促進したことを説明する理由として十分ではなく、政治、イデオロギー、制度等によるバイアスが働いたと主張する「」によれば、これを補完しようとしたと考えられる。

なお一九四〇年投資会社法については拙著「現代アメリカ資本市場論—構造と役割の歴史的变化—」(同文館、一九九一  
年)六四頁を参照されたい。

## わが国の普通社債流通市場改革論議(三)

### 〈はじめに〉

前回および前々回のレポートで戦後復興期および高度成長期の社債流通市場改革論議の展開をフォローした。まず、戦後復興期においては、社債 자체が日銀信用に裏づけられた銀行貸付の変形であつて、市場によつて流動性が付与される必要性を欠いていたため、流通市場論議もほとんど見られず、発行市場の正常化ないし自由化に議論は集中していた。次に、高度成長期前半では、金融緩和時には起債額が拡大したが、ひとたび引き締められると債券価格は暴落し、取引所取引も停止されたことから、社債市場に関する論議も高まるが、そこでの論議は、発行条件と実勢レートとの乖離、銀行中心の消化層などの点が中心であつた。そして、社債流通市場が本格的な論議の対象となつてくるのは、高度成長期後半である。すなわち、国債公募発行がなされ、国債市場を中心として債券流通市場の整備が政策課題として浮上してきたことから論議が展開されたのである。その意味では、社債の流通市場についての関心は、国債流通市場の背後に押しやられていったといえる。

今回のレポートでは、安定成長期以降後の論議をフォローし、現時点での問題を整理する。

### 〈低成長期以降後の社債流通市場〉

一九七三年の第一次オイル・ショックによつて、一九七四年度の経済成長率はマイナス成長を記録し、高度成長から低成長ないし安定成長に移行した。そして、財政支出の拡大による総需要拡大政策への転換が図られ、国債大量発行を迎えるのであるが、この国債大量発行は一方で公募入札制の導入を促し、硬直的な金利構造を崩していくとともに、他方で流通市場を飛躍的に拡大させていった。したがつて、これ以降は国債が公社債流通市場の中心となつていくのである(第1表参照)。それに対して、事業債については、発行額が相対的に少なく、また安定的な個人消化の比率が高かつた(第2表参照)ことから、流通量は小さなものでしかなかつた(第1表参照)。

第1表 事業債の消化構造

(単位: 億円, %)

年 度	発行額	構 成 比			
		全 銀	国 行	そ の 他 金 融 機 関	個 人 そ の 他
1970年	6.083	44.5	11.9	43.6	
1974	9.867	29.6	12.5	58.0	
1975	15.042	33.1	15.2	51.7	
1976	11.664	24.2	11.2	64.7	
1977	12.408	24.4	8.3	67.3	
1978	13.133	25.3	8.9	65.8	

(資料) 公社債引受協会『公社債年鑑』

(出所) 志村嘉一編著『日本公社債市場史』、東京大学出版会、1980年、408ページ(田中英一担当分)。

低成長期に以降後の公社債市場に関する論議として注目されるのは、証券取引審議会が一九七八年一〇月に発表した、「望ましい公社債市場の在り方にに関する報告書」である。この報告書は、国債発行が急増し、その流通市場が拡大するなかで、公社債市場の制度・慣行が制約となつてきていた側面があるという問題意識のもとに、公社債市場の在り

第2表 公社債種類別売買高

(単位:億円, %)

年 度	国 債		地 方 債 政府保証債		事 業 債 (電力・一般)		利付金融債	
1971年	3,276	2.6	6,962	5.5	11,887	9.4	43,283	34.4
1972	5,505	3.0	8,914	4.8	10,020	5.5	66,671	36.4
1973	11,298	4.7	9,370	3.9	13,994	5.9	103,883	43.5
1974	17,690	4.5	14,268	3.6	21,699	5.7	160,704	41.2
1975	13,430	2.3	23,027	4.0	32,052	5.6	214,375	37.2
1976	33,066	4.5	57,173	7.8	37,534	5.1	274,981	37.3
1977	221,825	16.1	138,119	10.0	79,999	5.8	431,661	31.2
1978	698,176	33.9	176,574	8.6	93,809	4.5	512,306	24.8

(注) 売買高=東京・大阪・名古屋各証券取引所出来高×2+債券店頭市場(東京)。

(その他は、転換債・公募特別債・円建て外債・割引金融債)

(資料) 日本証券業協会調べ。

(出所) 第1表と同じ。413~414ページ。

具体的に、この報告書では、発行条件の彈力化・競争的決定、流通市場の拡大と深化、および投資家保護という三點にわたる基本方針が示されている。まず、発行条件の彈力化・競争的決定については、債券の発行条件などが流通市場で決定される価格と相互に連関し、市場における需給実勢を反映して競争的に決定されることが望ましいとされ、国債については公募入札制の導入を示唆し、事業債についても起債会による起債調整を廃止し、企業が自主的に発行できるようすべきであると主張された。そして、四社寡占にある引受け業務の競争促進と債券種類の多様化(一〇年超の長期債や5年またはそれ未満の中期債・短期債、あるいは割引債方式)が提起された。

次に、流通市場の拡大と深化については、まず基本的に中長期債の価格と利回りが、中長期の資金需給を反映せず、金融機関の短期資金ポジションや企業の手元流動性に影響され、短期金利の変動に引きずられて変動するという傾向があつたために、流通市場の拡大と深化が妨げられてきたという認識が示され、流通市場における既発債利回りが、

加入者負担 電 電 債	非公募地方債		その他の非公募債		その 他		合 計	
32,061	25.5	10,150	8.1	12,482	9.9	5,855	4.6	125,956 100.0
40,292	22.0	14,847	8.1	15,762	8.6	21,217	11.6	183,228 100.0
44,850	18.8	22,818	9.6	24,397	10.2	8,064	3.4	238,674 100.0
62,682	16.1	40,688	10.4	38,637	9.9	33,468	8.6	389,836 100.0
67,786	11.8	123,135	21.4	65,252	11.3	37,135	6.4	576,192 100.0
53,486	7.2	171,121	23.2	61,639	8.4	47,741	6.5	736,741 100.0
63,380	4.6	253,792	18.4	92,471	6.7	99,791	7.2	1,381,038 100.0
54,222	2.6	240,186	11.6	102,289	5.0	185,122	9.0	2,062,684 100.0

換社債・公募特別債・円建て外債・割引金融債

方を全面的に検討したものである。そして、まず公社債市場が有効に機能するための条件として、①流通価格および発行条件の競争的決定、②取引サービスにおける有効な競争とその取引コストへの反映、③ニーズに応じた債券の多様化、④投資家の保護と市場に対する信頼の確保、があげられている。つまり、この報告書では戦後の公社債市場の特徴として、①起債が重点的資金分配という性格をもち、発行条件も人為的に決定されていたこと、②発行市場と流通市場の連関がなく、発行条件が総じて低位に固定化されていたこと、③公社債の消化層が金融機関に偏っていたため、既発債の売買価格が金融機関の短期資金ポジションの影響をうけやすかったこと、④国債については、金融機関の割り当て消化であり、また日銀の買いオペがなされたことから、その流動性がきわめて低かつたこと、が指摘されているが、低成長期以降後、これらの点に関して変化が生じ始めたために、「現在の公社債市場に見られる不必要な制約を取り除き、自由で開かれた市場を形成し、そこでの有効な競争を通じて公社債市場の拡大と深化を図る」べきであることが主張されたのである。

中長期資金の需給実勢を反映する指標となるためには、新発債が当初から中長期の投資対象として投資家に販売される必要があり、そのためには発行市場の改善が必要とされた。また、店頭取引と取引所取引との関係については、債券の売買を円滑化し価格の大きな変動を避けるためには、ディーラーが介在して需給の調整を図る必要があり、それには店頭取引が適しているという判断が示された。その上で、個人投資家が不当な差別を受けることがないように、発行量が多く保有者が分散し、需給投合し易い銘柄について取引所に上場し、小口取引分について市場集中制を拡大していくべきであるとされ、店頭市場での情報公開制度の拡充と公社債投資信託の改善も合わせて提言された。さらに、国債流通の促進という点については、一方で発行条件の弾力化を押し進め、発行条件と流通利回りの乖離を解消し、他方流通市場においては、金融機関保有分の売買に関する制約や証券会社の協調買いなどを取り除き、国債の価格形成が需給実勢を的確に反映して行われるようにすることが提言された。

第三に、投資家保護については、従来の事業債の適債基準・格付け基準は投資家保護のための情報提供ではなく、資金配分のための機能を担っていたことから、格付けは複数の第三者機関によつて行われることが望ましいことが示され、また無担保社債の導入の検討、アンダーライターの責任と引受審査機能の充実も提言された。ところで、発表された当時、この報告書は公社債市場の大胆な改革を打ち出したものとして受けとめられ、各方面からの反響を巻き起こした。<sup>(2)</sup>とくに、国債については公募入札制の導入を示唆し、事業債については起債会による起債調整を廃止し、複数の第三者機関による格付けを提言したことなどの点が注目され、「従来のタブー」に真っ向からメスを入れるに等しい<sup>(3)</sup>と評された。確かに、その後国債の公募入札制が金利自由化に大きな影響を与えたこと、また社債受託制度が大きく改革され、今日では適債基準さえも廃止が予定されていることをかんがみれば、この報告書の斬新さは高く評価されるべき内容をもつていると考えられるが、他方流通市場についてだけみると、基本的に発行市場の改善を前提に論議され、とくに先取的な提言がなされているとは考えられない。

つまり、何よりもまず起債を弾力化し、中長期の投資対象として投資家に購入されるようにすることが要請されたのである。したがつて、ここでは流通市場固有の問題については、価格形成の観点から取引所集中が論議されただけで、流通市場の制度問題、例えば今日論議されている登録制度などについては立ち入った検討はなんらなされていない。

このように流通市場の制度問題が看過された理由として、同審議会の審議過程で国内社債の発行市場において、その後「空洞化」と呼ばれる、国内発行と海外発行の逆転現象が生じ、発行市場自体が国内市場の起債慣行の「硬直的遅れ」<sup>(4)</sup>を暴露したことがあげられる。すなわち、企業（ただし電力を除く）の海外での社債および転換社債の発行額は、一九七五年度に五三三一四億円に達した後、翌一九七六年度四四七一億円と減少するが、国内発行も一九七五年度一兆二三五七億円から一九七六年度三七八九億円に急減し、初めて逆転したのである。このような逆転現象は、その後八〇年代初頭から恒常化するが、ここで初めてその兆候がみられたわけであり、社債市場の問題関心が発行条件決定を中心とした起債市場の問題に収斂していく背景があつたといえる。

#### 〈一九八〇年代の社債流通市場論議〉

このように社債市場に関する問題が発行市場の問題に収斂する傾向は、一九八〇年代になつてより一層強まつていつたと思われる。このことは、一九八〇年代の社債市場の代表的な議論として注目された、一九八六年一月に提出の証券取引審議会報告書が「社債発行市場のあり方について」と題されたことでも明らかのように、社債市場の問題は発行市場の問題として論議されたのである。

まず、この報告書は、日米円・ドル委員会の後発表され、①資本市場における内外市場の一体化、②金融自由化の進展、③企業金融の変化、④投資家の変化、という環境変化のなかで社債発行市場の改革の必要性が高まつたことを指摘しているが、この①と③では明らかに国内普通社債市場の空洞化が念頭に置かれ、社債発行市場の問題点として取り上げられた。すなわち、「わが国が世界有数の資本輸出国であると同時にそのような国の企業が資金調達の大半を海外市場に依存しているという姿は、合理性を欠くものといわざるを得ない」<sup>(5)</sup>と指摘し、自由化、国際化、投資家保護の観点から改革を提言している。

具体的な改革のための方策を列挙すると、①有担保原則の見直し、②起債のための仕組みの改善（プロポーザル方式の導入と発行時期の弾力化）、③受託制度のあり方の明確化（受託会社が起債に幅広く関与していること、デイファーレント債の買取を行ってきたこと、などの事実を踏まえて検討する）、④引受業務のあり方の改善（幹事持ち回りの解消、引受け能力・機能の充実）、⑤社債多様化の推進（償還期間・方法の多様化）、⑥コマーシャル・ペーパーについての検討、⑦私募債の自由化の検討、⑧社債発行限度の見直し（緩和なし撤廃）、⑨社債発行の裾野の拡大（格付け制度などで投資家保護を図りつつ中堅企業の公募発行を可能にする）、⑩流通市場の整備、⑪ディスクロージャー制度の改善（有価証券届出書の簡素化、開示内容面の充実・改善）、である。

このうち、社債流通に関しては、社債流通市場が公社債流通市場全体に占めるが極めて小さく、さらに減少傾向にあることを取り上げ、その要因を発行残高が少ないこと、発行ロット・抽選償還制度・社債登録制度などとの関連で流動性に欠けること、さらに価格情報開示の点で問題があることに求めていく。そして、「今後個別的に、競争的に社債の発行条件を決定していくためには、何よりも流通市場での実勢価格を信頼できるものにすることが必要である」としている。しかし、今後の対応策としては、「何よりもまず、企業が社債を発行しやすくする環境を整備すること」<sup>(6)</sup>とされ、いわば起債の拡大を通じて残高の増加を図ることが先決問題とされたのである（ただし、発行ロットの増額および端債を生じさせる計画消化の解消が提言され、店頭気配のタイミングと発表銘柄の選定および社債登録制度の改善が検討課題とされた）。

#### 〈まとめ〉

以上、一九七八年と一九八六年の証券取引審議会報告書によつて社債流通市場の改革がどのように位置づけられているかを考察した。

第一次石油ショックを脱し、安定成長期に移行してからは、社債市場は相対的に縮小傾向を示し、とくに八〇年代には国内市場の空洞化が進展した。このような事態は国内市場の国内市場の制度的硬直性ないしは遅れを示すものとしてうけとめられ、発行市場の活性化が論議の中心を占めることとなつた。その結果、いずれの報告書においても流通市場の形成のためには、発行条件の弾力化および発行環境の整備といった発行市場改革が優先課題とされ、そのこと自体は当然の成り行きであつたといえる。

しかし、このような論議を経て、その後漸次社債発行市場の改革が進展し、九〇年代にはいつてからは、ここで論議された発行市場の改善はほとんど実行されたと思われる。その結果、起債額は年々増加し、今年度は5兆円規模に達するものとみられている。また、残高ベースでも昨年度一七兆円規模に達し、いまや中期国債残高を（同年度一〇兆円）をしのぐ規模に達している。それにもかかわらず、社債流通市場は依然として活性化しているとはいはず、むしろ未だ本格的な市場の体を成していないといつても過言ではない。確かに、九〇年代にはいり、社債流通市場の整備・改善についての本格的な議論が展開され、大方の議論は社債登録制度の改善と決済制

度の整備に絞られてきたようにみえる。この九〇年代以降の論議の整理は、稿を改めて行なうこととするが、発行市場が拡大し、流通市場のインフラ整備が行なわれば、それのみをもつて流通市場形成の必要十分条件としてよいかどうかは、さらに立ち入った検討が必要である。米国での社債流通市場が一九七〇年代以降、証券会社による積極的なマーケット・メイクによつて拡大したこと、さらにそれを需要する機関投資家のニーズがあつたことなどを考え合わせながら、社債流通市場が形成されるための必要十分条件は何かという点についても稿を改めて考察したい。

〔注〕

- (1) 証券政策研究会編『証券取引審議会基本問題委員会報告書・資料Ⅱ』、金融財政事情研究会、一九七八年、7ページ、参照。
- (2) 同審議会の審議過程の報道・評論については、証券政策研究会編『証券取引審議会基本問題委員会報告書・資料』、金融財政事情研究会、一九七八年、に付録として収録されている。
- (3) 日本経済新聞「社説」、一九七七年一〇月一日、参照。
- (4) 後藤猛「民間債の発行市場」(志村嘉一編著『現代日本の公社債市場』、東京大学出版会、一九八六年、所収)、二五八ページ、参照。
- (5) 資本市場研究会編『社債発行市場の在り方について』、資本市場研究会、一九八七年、一四〇五ページ、参照。
- (6) 資本市場研究会編、前掲書、四八ページ、参照。

(松尾)

## 国際金融取引税構想をめぐらし

先月号（一一月号）で紹介したように、世界の外国為替市場は九〇年代に入つても拡大を続けており、九二年に一日当たり八八〇〇億ドルだった取引高は、昨年には一兆五〇〇億ドル、つまり年間では（営業日を二五〇日として）三七五兆ドルに達している。しかし、こうした市場拡大の裏側で、世界的な通貨危機が繰り返し発生している、とも否認できない事実である。一九九一、三年には欧州で、九四年末にはメキシコで起つた通貨危機が、短期間とはいえ、世界の金融市场を混乱に陥れたことは記憶に新しい。

こうした中で、昨年より、IMF改革をめぐる議論が本格化しているのであるが、その一方で、国際金融取引に課税すべきではないかとの議論が、改めて注目を集めている。すなわち、通貨危機の主たる原因は投機的資金の跋扈であり、それが、通貨当局の金融調節能力に制約を課すという由々しさ事が生じているのであるから、こうした取引を抑制すべく特別の課税措置を取るべきであるという主張である。<sup>(1)</sup>こうした課税構想は、ノーベル賞学者であるトービン（James Tobin）<sup>(2)</sup>が七〇年代末から繰り返し主張してきたもの（それゆえ、トービン・タックスと呼ばれる）であるが、今年に入り、伝統あるイギリスの学会誌エコノミック・ジャーナルが小特集を組み、また、IMFからはワーキング・ペーパーの形で同税を検討する論文が、一本立て続けに発表されている。以下、トービン・タックス構想の内容とその性格について検討することとする。

(1) 最近のIMF改革論の内容と性格については、本誌昨年一〇月号の「IMF改革と国際通貨制度」を参照されたい。

(2) 例へば、J.Tobin, "Personal View : Tax the speculators", Financial Times, Dec. 22 1992.

"of International Finance"; Eichengreen, B., Tobin, J., and Wyplosz, C., "Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance"; Garber, P. and Taylor, M., "Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets:

Skeptical Note"; Kenen, P.B., "Capital Controls, The EMS and EMU" お隠れかねてる。この問題は既に今年発表されたある論文で、他より Spahn, P.B., "International Financial Flows and Transactions Taxes: Survey and Options", IMF working paper, June 1995; Shome, P. and Stotsky, J.G., "Financial Transactions Taxes", IMF working paper, August 1995; "A survey of the world economy", The Economist, Oct. 7 1995 などがある。

本稿は、以上の文脈による。

#### トーレン・タックスの内容

トーレン・タックスの内容自体は、全ての外為取引に対して一定の率で課税するところをも含めて単純なものである。そして、この単純なところが、ファンダメンタルズにもとづく外為取引に攪乱的影響を与えることなく、投機の抑制に効果的だと考へられている。仮に、税率が一回の外為売買に対して、売買額の〇・五%に設定されるとしてよう。この時、貿易決済にともなう外為取引であれば、円売りドル買い（またはその逆）が一度おこなわれるだけであるから、税負担は〇・五%だけである。ところが、直接投資・証券投資や外為ディーリングの場合、外為取引（例えば円売りドル買い）は、一定期間後に必ず逆方向の取引（この場合ない、ドル売り円買い）をともなうため、結局、税負担は往復で一%となる。重要なのは、その往復売買がおこなわれる期間である。つまり、外国為替の買いと売りが一年の間隔を置いておこなわれる（例えば、期間一年の外貨運用）なら、そのコストは年率1%にすぎないが、同日内に買い（売り）戻すのをあれば、その取引が税負担以上の利益をあげるためにには一日当たりの金利・為替差益が1%以上であることが必要となる。単純に年換算すれば三十六五%以上とこうじており、逆に言えば、一日ごと短期の売買に対しては、この片道〇・五%という税率は実質二六五%として機能するのである。<sup>(4)</sup> 外貨での投資期間が三ヶ月であれば一年換算の負担は四%であり、一〇年間の運用であればそれは〇・一%にすぎない。

すなわち、すべての外為取引に対して一律の税率を適用することが、結果的に貿易取引への税率は低く、往復取引に対してはそれが短期であればあるほど高率の課税となる性格を利用し、外為取引の長期化を促そうとしているのである。

トーレン・タックスの背景には、七〇年代以降の変動相場制が、変動制論者の主張に反して、国際收支の均衡化にそれほど有効でなく、その一方で為替相場が経済のファンダメンタルズから大きく乖離しかつ投機取引によって一方向に振れやすいこと、そしてそれが実体経済に大きな影響を与えるため、各国当局も（これまた理論とは異なり）為替レートの変動を市場に委ねることができず、とつて、為替レートをめぐる国際マクロ政策協調も実現していない、といった現実認識がある。金融取引がますます高度化し、取引に要する時間やコストが限りなくゼロに近づく一方で、実体経済においては取引・調整にとも

なうコストや時間は容易に削減する」とができない、結局、前者に対する後者の対応は、常に不完全なものとなってしまう。そのような国際金融と実体経済の不均衡という現状に対して、「国際金融の車輪にブレーキをかける (throw sand in the wheels of international finance)」必要があるというわけである。

こうした措置は、もちろん、世界の全市場を対象に統一されたルールで実施しなければ有効ではない。導入が少数の国に限られたのでは、取引がオフショア市場に逃げるだけだからである。そのため、課税制度の準備・交渉・監督においては、IMFやBISといった国際機関が中心的な役割を果たすべきであると考えられる。この二つの機関は、近年、各国の金融政策・市場へのサービスインス機能の拡充を進めており、その蓄積は、国際金融取引税の創設においてもきわめて有益なものとなるはずである。確かに、こうした課税案が国際的に合意されるることは容易ないのではないか、戦後のIMFやGATTの歴史、最近のWTOの経過をみても、決して不可能ではないと、トービンらは、主張している。

(4) 一定率での課税が、短期での取引により大きな負担を課すことになる例の一例は、日本の有価証券取引税が現先取引に与えている抑制的な影響に見ることができる。競合する短期金融商品に対する現先取引の比重が低下し、また、現先の中では非課税であるFBやTBの比率が高まっている最も大きな要因は、有取税にある。

#### トービン・タックスへの批判

しかし、現状ではトービン・タックスに対する支持は少数にとどまっている<sup>(5)</sup>。前掲(注3)のエコノミスト誌にいたつては、「こうした課税構想は、ネス湖の怪物を見たという話と同様、時折、湧いてくるものだ (ibid., p.31)」と手厳しい。通貨危機が起る話題になるが、実体のないものだとうことである。その他の論者も含めて、トービン・タックスを批判する見解の論拠はおおよそ以下のようない点にある。

まず第一に、金融取引の性質から、すべての市場すべての取引形態を対象とすることが必要であるが、それが非現実的である点である。最もグローバル化が進んだ外為市場に対して課税しようとするなら、トービンらが言うように世界全体での合意が必要であるが、各國が自国市場の魅力を高めようと競つて規制を緩和しあっている今日、オフショア市場を含んだ各國市場を対象とする課税案で合意できると考えるのはあまりに非現実的であると思われる。また、取引形態に関しては、直物取引だけでなく、先物アウトライト、為替スワップ、通貨スワップ、フューチャーズ、通貨オプションなどの、通貨デリバティブも課税対象としなければトービン・タックスは尻抜けになってしまうであろう。しかも、こうしたさまざまな取引手法は為替レートに与える影響は同じでも、取引コストと(想定)元本の関係が均一でない。したがって、取引コストや想定元本などのどれを基準に課税するとしても、すべての取引形態に対して中立となることは原理的に不可能なのである。また、結果的にデリバティブ取引が過度に抑制されることになれば、事業会社にとつても為替リスクのヘッジが困難となり、それが実体経済に与える影響のはうがむしろ大きくなる可能性もある。このように、世界の全市場の、かつ全種類の取引に対して一律に課税しなければならないというテクニカル上の問題によって、その望ましさの検討以前に、そもそも実現不可能であるという批判である。

第二に、トービン・タックスが前提としている、課税によって取引高を抑制しそれによってボラティリティを抑制するという論理についてである。確かに課税措置によって取引高は減少するであろうが、取引高の減少は市

場の流動性を低め、むしろ為替レートのボラティリティを上昇させることになるのではないだろうか。流動性・ボラティリティ・取引高・取引コスト・取引資金（主体）の性格などの各要因間の因果関係は、金融市場の分析においてきわめて重要であるにもかかわらず、論理的にも実証的にもその論証が困難なところであり、トービンらが想定している通りであるとは一義的には言えないはずである。また、短期の取引を無前提に投機的としている点も説得的ではない。例えば、裁定取引は短期取引でありながら利益は確定しており、かつ、レートの変動を抑制する機能をはたすものであるから投機的因素はゼロのはずである。そこに高率の取引税が課されることになれば、ボラティリティは当然に上昇することになるであろう。

第三に、トービン・タックスは、金融市場の効率性を低め、資本コストを高めることになるという点である。この点については、取引税の提唱者自身も認めていたところであり、同じ事実認識のもとで、それが望ましいか否かの違いということになる。そしてその違いは、投機的取引、ファンダメンタルズ、（金融）政策の性格に対する理解の違いに由来するものではないかと思われる。課税賛成派が、投機取引をファンダメンタルズに反するものと前提しているのに対し、課税反対派は、正反対に、投機家こそがファンダメンタルズにもとづいた投資をする傾向が強いとしている（ジョージ・ソロスの投資哲学を見よ）。つまり、投機資金にとって最も有利な投資ターゲットとは、政策当局者がファンダメンタルズに沿わない政策運営を続けようとしている市場（往々にしてそうした政策運営は、規制の残存によって可能となっている）なのであり、投機は、そうした政策の過ちを修正する機能を果たしているのである。こうした見方からすれば、トービンらが主張する市場動向に対する金融政策の自立性の確保とは、当局が市場よりも合理的であるとの間違った前提（反対派にとっては、もちろん市場のほうが正しい）にもとづくものであり、結果的には誤った政策への固執を意味するにすぎない。（したがって、課税反対論からすれば「政策当局にともども可能かう必要な政策とは、自国の経済データの迅速かつ十分な公表であり、政策における不確実性の除去と透明性の向上となる。されば、「逆説的」ではあるが、金融における市場の力の増大に対する政策当局の最も効果的な対応策は、裁量的な政策を放棄することである」（ibid., p.35.）と考えられているのである。

(5) 最近、G七の中で同種の取引税に対する支持を間接的にも表明したのは、カナダとフランスの一国にとどまる。

#### 外為市場の性格と通貨当局の役割

では、こうした二つの見方は、どのように考えるべきであろうか。さしあたりここでは、外為市場における通貨当局の役割という観点から考えてみよう。

この点について従来支配的であった考え方とは、外國為替相場は自國通貨の対外的価値の表れであるから、通貨価値の安定に責任を負う中央銀行は、当然に、為替レートの安定に努めるべきであるというものであろう。こうした考え方にもとづいて、当局による外為市場介入が容認・要求され、為替レートの変動は当局の責任であるとの批判もなされたのである。

しかしながら、現在主流となっている考え方はこれと一八〇度異なっている。例えば、昨年十月に開かれたプラザ合意十周年を記念するシンポジウムにおいて、日銀総裁は次のように述べている。「私は、為替相場も一種の資産価格である以上、一近年、資本取引の活潑によりますますその性格を強めていると言つてよいが、一株価などの他の資産価格と同様、経済の先行きに対する人々の期待を安定させることができが最も重要な点である」といふ、「これは、為替相場は通貨価値というより資産価格なのであるから、通貨当局は、株式市場に介入にしな

い（できない）のと同様に、外為市場にも介入しない（できない）という意味に解釈するほかない。為替レートの維持は、通貨当局の責務ではなくなつたのである。円高は、通貨政策の失敗というより市場の自律的な動きにすぎないのであるから、各経済主体は自己の責任においてそれに対応すべきだということであろう。

こうした通貨政策の役割の違いは、結局のところ、外為市場の性格をどのように理解するか、それは通貨市場なのか資産市場なのか、による。通貨市場であるならば、当局がその価値を維持・安定させるために介入し、さらには取引を規制することに問題はない。それは必要な措置でさえあるだろう。しかしながら、それが資産価格であるとなれば、（株式市場への介入と同様に）そこへの当局の介入は、市場経済の原則に反する不當なものと言わざるをえない。外為市場の現状からすれば、資本取引が貿易決済取引の数十倍に達しているのであるから、外為市場を主導しているのが資産としての外為取引であることは間違いない。しかし、それにもかかわらず、通貨の売買市場としての性格が消滅するわけではないというところから問題が生じる。通貨取引は残されたまま、ただ、そのレートの決定が資本取引によってなされるようになつたのである。したがつて、資本取引としての外為取引は、それが資本取引である限り当局の介入を拒否し市場メカニズムにのみ従うべきであるにもかかわらず、同時にそれが通貨レートに影響を与えるために当局からのなんらかの介入が必要となる余地を残しているのである。

こうした相反する性格のどちらが重視されるかによって、ある時は外為市場における市場機能の重要性が強調され、またある時はその抑制が主張されるということにならざるをえない。外為市場の資産市場化が急速に進んだ八〇年代以降は前者が有力となつてゐるが、市場としての基盤整備が十分に進められるのでなければ、今後もこうした取引課税・規制論が繰り返し提起されることになる可能性も否定できないようと思われる。

(6) 「アラザ合意と政策運営上の教訓」『日本銀行月間』一九九五年二月号、三頁。

(伊豆)

## 日経平均先物・オプション 平成七年一二月限

日経平均株価は九月一四日に一八七五九円をつけた後、一〇月二七日の一七三三七円まで反落したが、富士銀行による積極的な不良債権償却計画の発表をきっかけに反発し、株価指数先物・オプション一二月限取引最終日の一二月七日には一九四二二円まで上昇した。一二月八日のSQ値は日経平均先物・オプションで前日比五六円一九銭高の一九四六八円五一銭、TOPPIX先物・オプションで前日比六・五四ポイント安の一五二九・五五ポイント、日経三〇〇先物・オプションで前日比一・五四ポイント安の一七八・六八ポイントとまちまちであったが、値動きは小幅にとどまった。

本稿では大阪証券取引所（大証）の日経平均先物平成七年一二月限を中心に、シンガポール国際金融取引所（SIMEX）の日経平均先物、東京証券取引所（東証）のTOPPIX先物、大証の日経三〇〇先物、日経平均オプション、裁定取引に伴う現物株売買高および残高を考察する。

### 日経平均先物

図1は東証一部売買代金と日経平均先物売買代金・建玉代金の比率を表わしている。売買代金比は一・三三、建玉代金比は九・二八であり、九月限期に比べてそれぞれ〇・三〇ポイントの減少と二・〇三ポイントの増加であった。この間、現物市場の売買代金は減少しており、先物市場の縮小がこれを上回っていたことがわかる。

図1 東証一部売買代金と  
日経平均先物売買代金および建玉代金

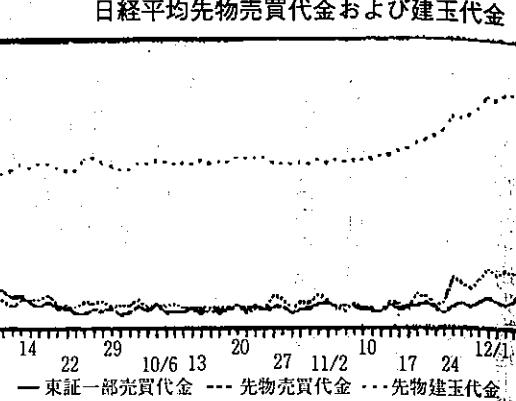


図2 日経平均先物売買代金および建玉代金の  
東証一部売買代金に対する比率

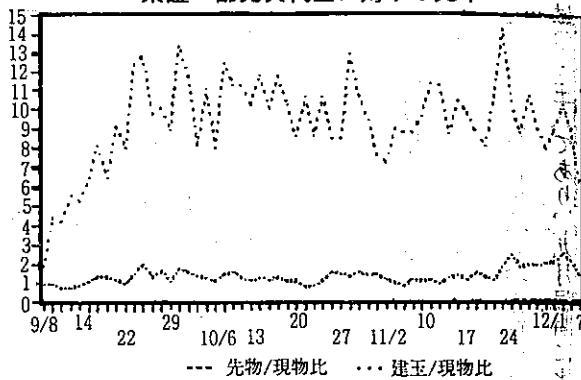


図3 日経平均株価と日経平均先物12月限価格

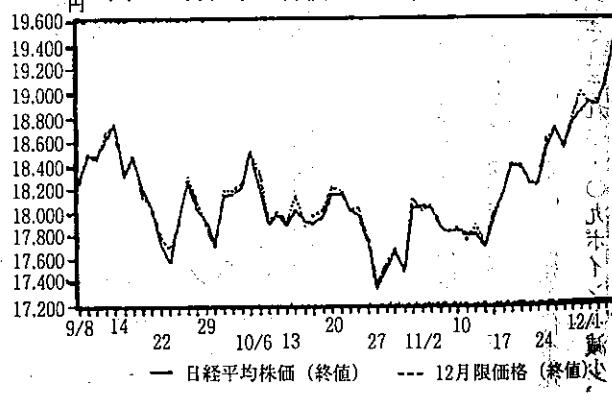


図3は日経平均株価と日経平均先物一二月限価格を、図4は一二月限価格の理論値からの乖離率を、図5は一二月限と三月限の限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図6は一二月限と三月限の売買高と建玉を表わしている。先物価格と限月間スプレッドはともに上方に乖離しがちであったが、これは短期市場金利が配当利回りを下回っていたため、持越費用がマイナスになり、先物理論価格が現物指數を下回っていたことに関係している。売買高の限月交替は取引最終日三営業日前の一二月四日、建玉の限月交替は二営業日前の一二月五日であった。

○・○一ポイント増加、○・五四ポイント増加、○・○二二ポイント減少していた。  
 図10はSIMEX日経平均先物価格の理論値からの乖離率を、図11は限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図12は一二月限と三月限の売買高と建玉を表わしている。大証の日経平均先物と比べると、先物価格の上方乖離は同様であったが、限月間スプレッドの乖離は小さく、わずかながら上方に乖離していた。そして売買高の限月交替は取引最終日前日の一二月六日、建玉の限月交替は取引最終日二二月五日であった。

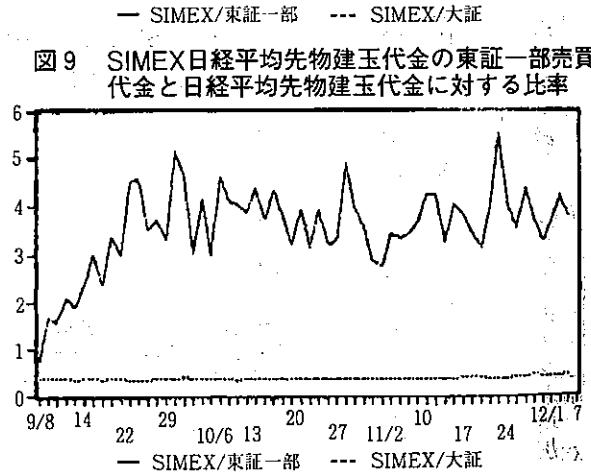
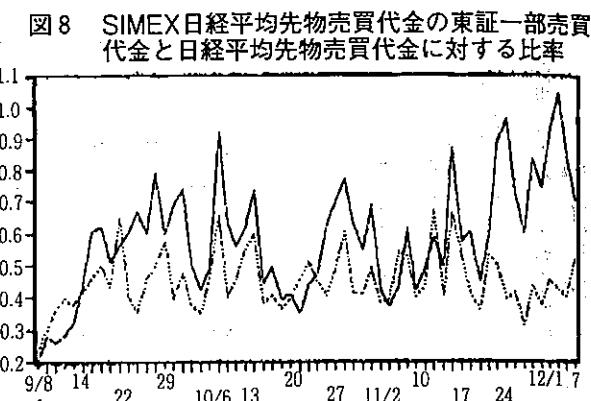
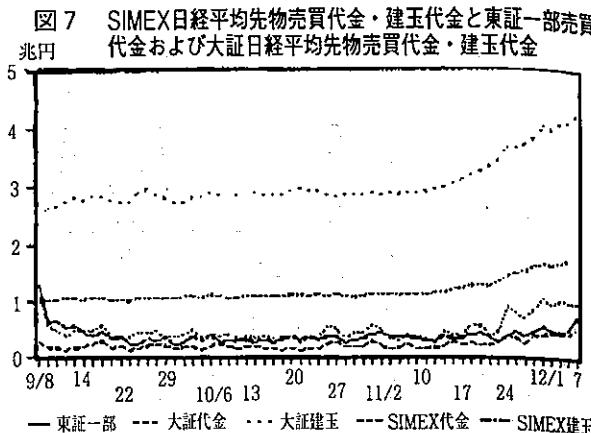
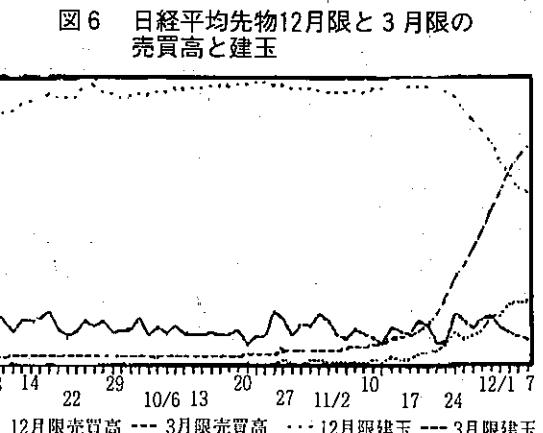
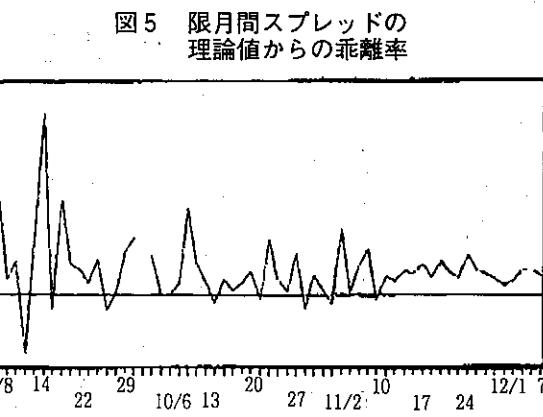
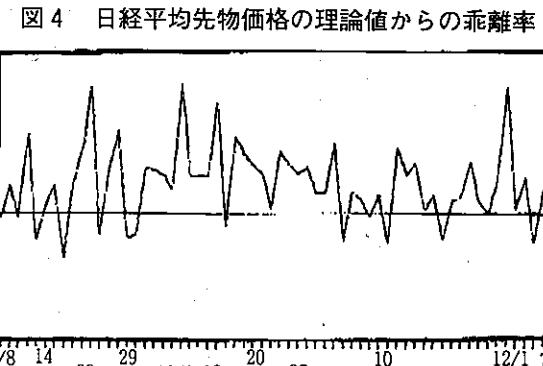


図7はSIMEX日経平均先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図8はSIMEX日経平均先物売買代金の比率を、図9はSIMEX日経平均先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は○・五四、大証日経平均先物売買代金比は○・四五、東証一部建玉代金比は三・五三、大証日経平均先物建玉代金比は○・三八であり、九月限期に比べてそれぞれ○・○九ポイント減少、



一・六〇ポイント増加、○・○八ポイント増加していた。

図16はTOPIX先物価格の理論値からの乖離率を、図17は限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図18はSIMEX日経平均先物よりも小さかったが、限月間スプレッドの乖離は日経平均先物に似ていた。売買高の限月交替は取引最終日六営業日前の一月二八日、建玉の限月交替は取引最終日三営業日前の一二月四日であった。

図13 TOPIX先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金  
兆円

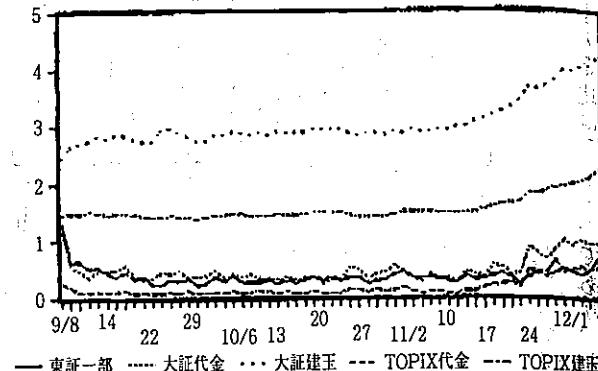


図14 TOPIX先物売買代金の東証一部売買代金と大証日経平均先物売買代金に対する比率

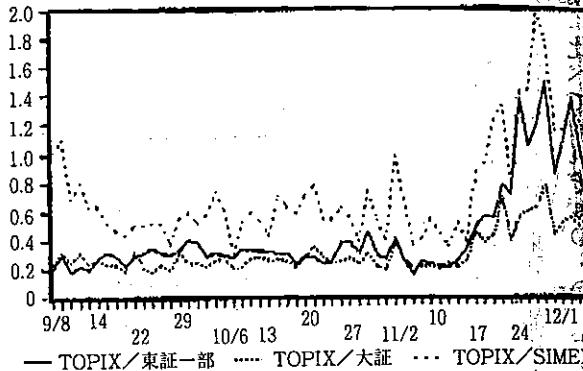


図15 TOPIX先物建玉代金の東証一部売買代金と大証日経平均先物建玉代金に対する比率

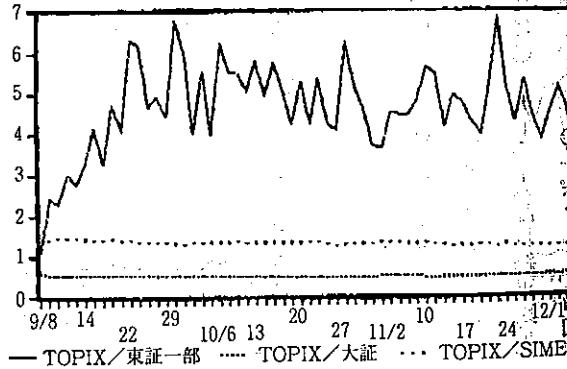


図13はTOPIX先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図14はTOPIX先物売買代金の比率を、図15はTOPIX先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は○・四四、大証日経平均先物売買代金比は○・三一、東証一部建玉代金比は四・六四、大証日経平均先物建玉代金比は○・五〇であり、九月限期に比べてそれぞれ○・○一ポイント減少、○・○二ポイント増加、

図10 SIMEX日経平均先物価格の理論値からの乖離率

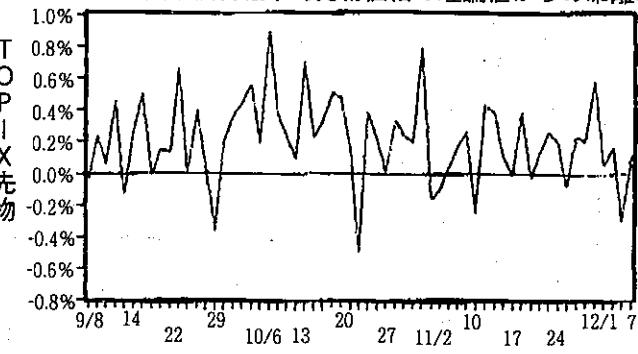


図11 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

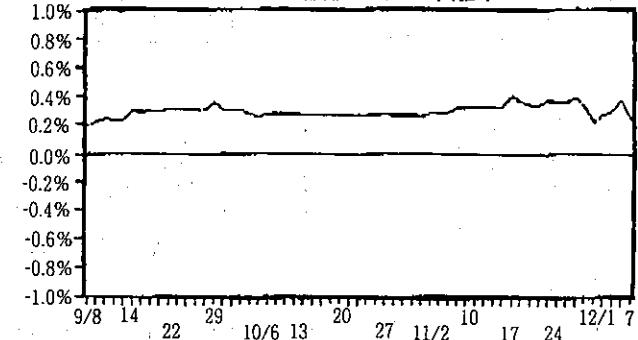
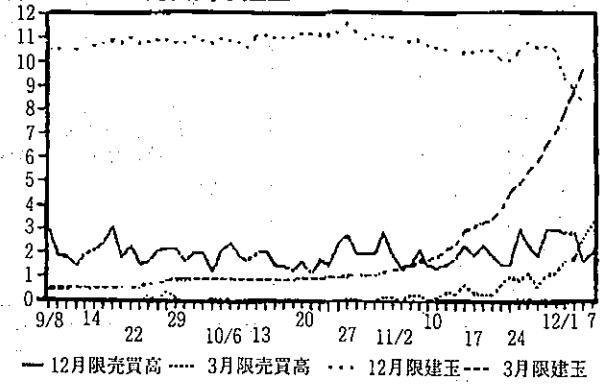


図12 SIMEX日経平均先物12月限と3月限の売買高と建玉



○・○九ポイント減少、○・○四ポイント減少していた。  
 図22は日経300先物価格の理論値からの乖離率を、図23は限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図24は二月限と三月限の売買高と建玉を表わしている。日経300先物価格の上方乖離はTOPIX先物よりもさらに小さく、取引が少ないため限月間スプレッドは一月中旬まで実質的には存在しなかった。そして、売買高の限月交替は取引最終日三営業日前の一二月四日、建玉の限月交替は取引最終日四営業日前の一二月一日であつた。

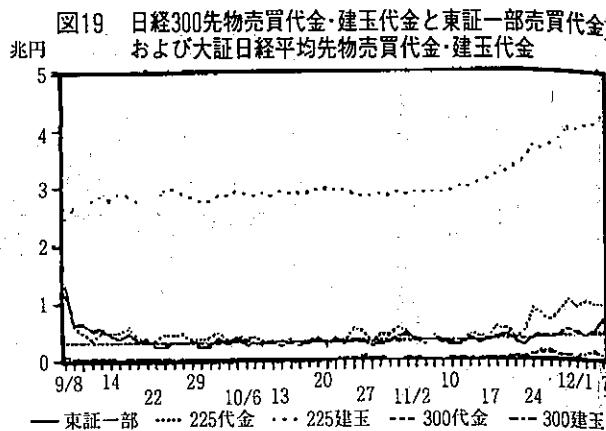


図20 日経300先物売買代金の東証一部売買代金と日経平均先物売買代金に対する比率

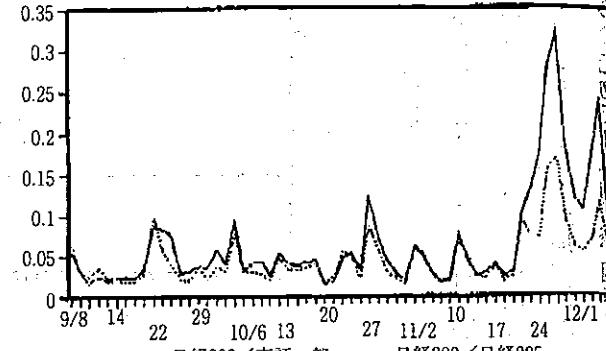


図22 日経300先物建玉代金の東証一部売買代金と日経平均先物建玉代金に対する比率

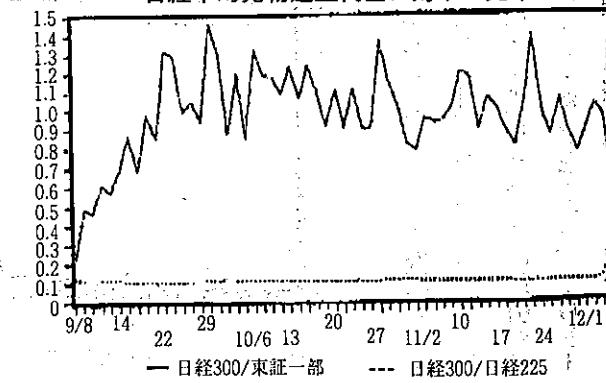


図19は日経300先物売買代金、建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図20は日経300先物売買代金の比率を、図21は日経300先物建玉代金の比率を、図22は日経300先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は○・○六、大証日経平均先物売買代金比は○・○五、東証一部建玉代金比は○・九七、大証日経平均先物建玉代金比は○・一一であり、九月限期に比べてそれぞれ○・○一ポイント減少、○・○一ポイント増加、

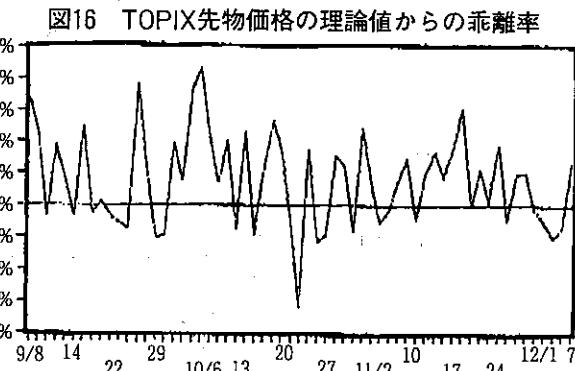


図17 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

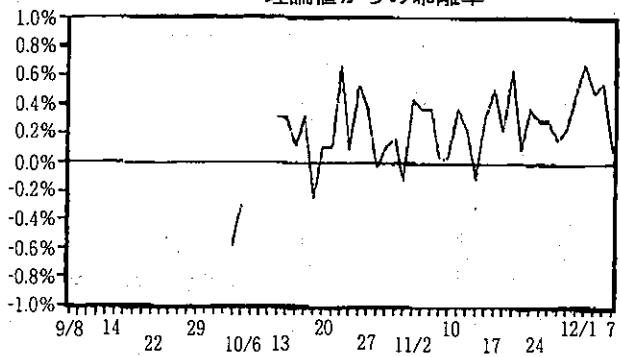


図18 TOPIX先物12月限と3月限の売買高と建玉

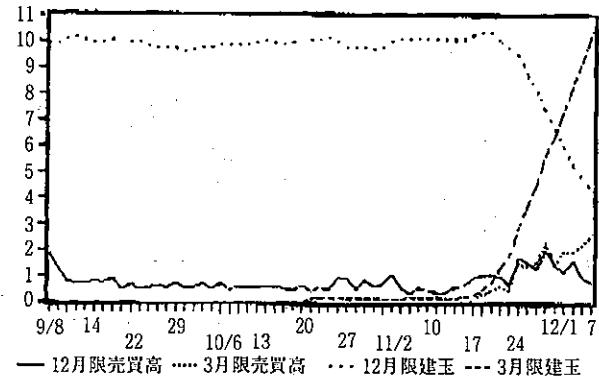


図25 日経平均株価のボラティリティ

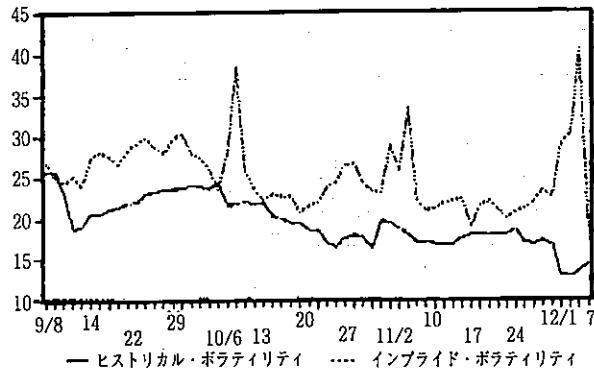


図26 日経平均オプションの売買高と建玉

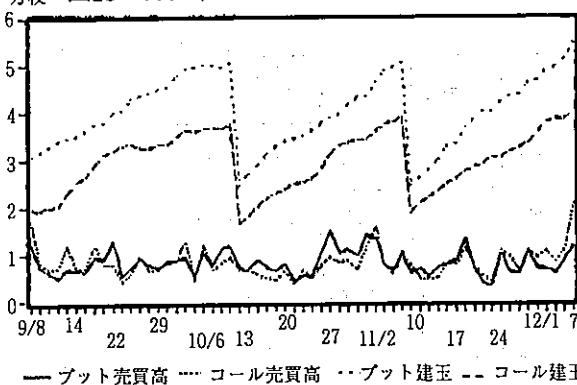
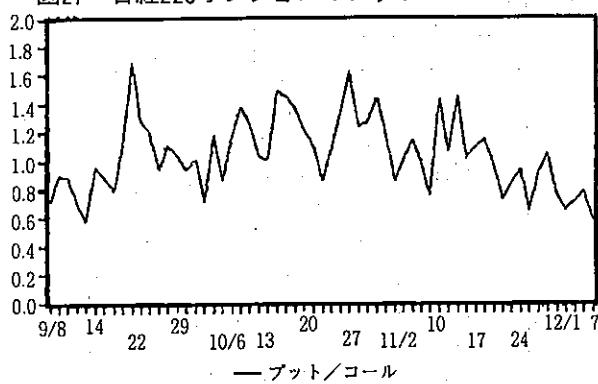


図27 日経225オプションのプット・コール・レシオ



#### 日経平均オプション

図25から図27は日経平均オプションのボラティリティ、プット・コール別売買高と建玉、プットの売買高をコールの売買高で割ったプット・コール・レシオをそれぞれ表わしている。九月限期と比べてヒストリカル・ボラティリティは投資主体別売買動向を表わしており、日経平均先物では証券会社の自己売買（七三%）・外国人（一三%）・銀行（七%）・投資信託（五%）、TOPPIX先物では自己売買（七二%）・外国人（一七%）・銀行（七%）・投信（四%）、日経300先物では外国人（四六%）・自己売買（四五%）・投信（五%）の取引が多い。九月限期と比べると日経平均先物では自己が九ポイント増加、日経300先物では外国人が四ポイント増加、自己が六ポイント減少しているのにに対し、TOPPIX先物では外国人が四ポイント増加、自己が六ポイント減少している。

図22 日経300先物価格の理論値からの乖離率

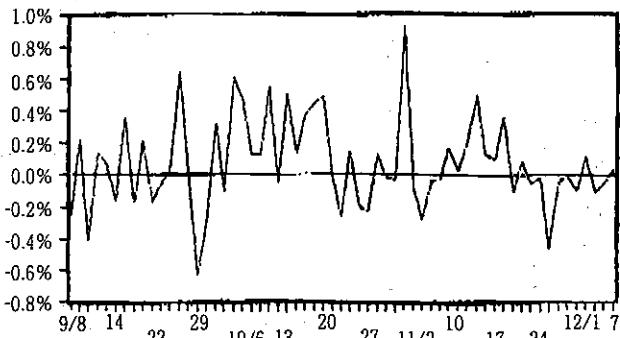


図23 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

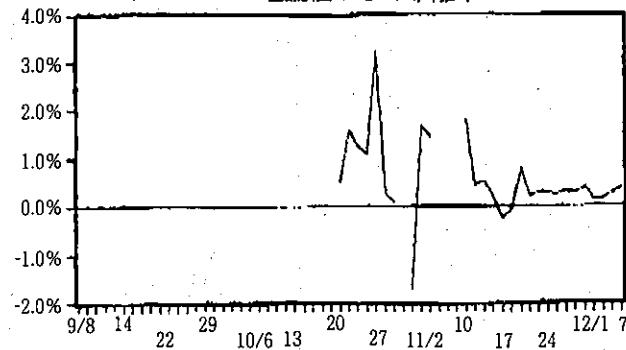


図24 日経300先物12月限と3月限の売買高と建玉

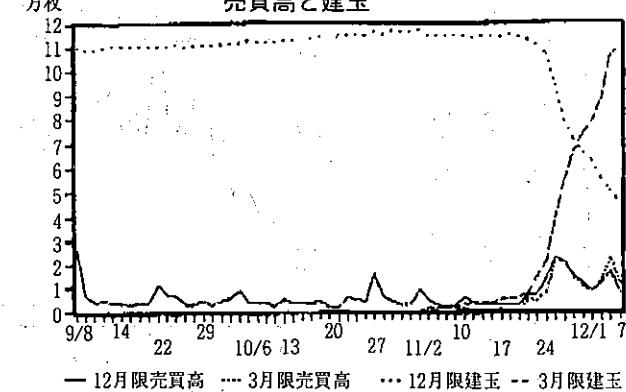


表1 株価指数先物売買動向（日経平均先物、

TOPIX先物、日経300先物）

単位：枚

単位：枚

取引主体	期間	日経平均先物					TOPIX先物					日経300先物					期間	取引対象	取引主体
		9月第2週 (9/11-14) 4営業日	9月第3週 (9/18-21) 5営業日	9月第4週 (9/25-29) 5営業日	10月第1週 (10/2-6) 4営業日	10月第2週 (10/9-13) 5営業日	10月第3週 (10/16-20) 5営業日	10月第4週 (10/23-27) 5営業日	11月第1週 (11/30-11/2) 4営業日	11月第2週 (11/6-10) 5営業日	11月第3週 (11/13-17) 5営業日	11月第4週 (11/20-24) 4営業日	11月第5週 (11/27-12/1) 5営業日	12月第1週 (12/4-8) 5営業日	全期間	61営業日			
自己	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	147,342 (75.60%)	157,395 (68.18%)	150,717 (71.65%)	151,691 (74.34%)	102,752 (69.91%)	116,603 (66.97%)	141,800 (70.43%)	131,686 (72.30%)	132,228 (71.16%)	137,292 (70.48%)	143,115 (71.86%)	298,184 (67.96%)	356,468 (72.73%)	2,167,273 (70.98%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	自己		
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	60,974 (87.58%)	53,730 (75.10%)	41,063 (69.10%)	51,309 (81.49%)	35,078 (78.97%)	44,532 (78.93%)	53,893 (79.16%)	40,968 (76.72%)	49,867 (71.18%)	47,401 (74.99%)	65,667 (56.94%)	215,058 (65.80%)	206,987 (68.94%)	966,587 (72.37%)	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)			
	日経300先物 (対日経300先物合計)	23,323 (63.56%)	32,295 (64.53%)	30,027 (64.56%)	28,637 (57.39%)	19,380 (45.80%)	38,687 (57.14%)	61,019 (61.01%)	1,262 (4.15%)	17,223 (28.04%)	19,549 (46.62%)	130,067 (27.41%)	98,582 (44.26%)	469,382 (45.36%)	日経300先物 (対日経300先物合計)				
	生保・損保	1,296 (0.66%)	894 (0.39%)	1,297 (0.62%)	904 (0.70%)	1,027 (0.73%)	1,269 (1.02%)	2,051 (0.73%)	1,715 (0.94%)	2,143 (1.15%)	1,388 (1.07%)	2,979 (0.68%)	4,826 (0.98%)	23,870 (0.78%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)				
銀行	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	80 (0.13%)	120 (0.17%)	495 (0.83%)	211 (0.34%)	95 (0.21%)	130 (0.23%)	240 (0.35%)	254 (0.48%)	232 (0.53%)	243 (0.38%)	40 (0.03%)	333 (0.10%)	408 (0.14%)	2,891 (0.22%)	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	銀行		
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	日経300先物 (対日経300先物合計)			
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	16,765 (9.20%)	15,569 (8.38%)	14,340 (7.36%)	11,767 (5.90%)	27,877 (6.35%)	26,699 (7.26%)	221,811 (7.26%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)			
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	13,564 (6.96%)	19,847 (8.11%)	17,065 (7.35%)	15,001 (6.43%)	9,445 (8.89%)	17,225 (8.27%)	16,657 (6.35%)	4,523 (8.47%)	4,171 (8.26%)	5,220 (7.55%)	8,701 (7.39%)	24,470 (6.73%)	20,209 (7.06%)	94,307 (7.06%)	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)			
その他金融	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	2,192 (3.15%)	3,807 (5.32%)	5,558 (9.35%)	3,162 (5.02%)	3,708 (8.35%)	4,199 (7.44%)	4,387 (6.44%)	179 (0.59%)	184 (0.60%)	180 (0.59%)	26 (0.30%)	502 (0.65%)	2,020 (0.48%)	1,075 (0.62%)	6,450 (0.62%)	日経300先物 (対日経300先物合計)	その他金融	
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	601 (0.33%)	397 (0.21%)	445 (0.23%)	354 (0.18%)	637 (0.15%)	747 (0.15%)	6,645 (0.22%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)			
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	16 (0.03%)	13 (0.04%)	27 (0.05%)	58 (0.01%)	25 (0.01%)	41 (0.04%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	488 (0.25%)	400 (0.17%)	695 (0.33%)	334 (0.18%)	287 (0.20%)	720 (0.41%)	540 (0.27%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		
投資信託	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	9,821 (5.04%)	12,825 (5.56%)	10,469 (4.98%)	8,918 (4.37%)	6,576 (4.47%)	7,446 (4.28%)	8,846 (4.39%)	7,013 (3.85%)	5,637 (3.03%)	7,073 (3.63%)	12,831 (6.44%)	41,397 (9.43%)	23,699 (4.84%)	162,556 (5.32%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	投資信託		
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	2,146 (3.08%)	3,388 (4.74%)	2,380 (4.00%)	1,563 (2.48%)	1,745 (3.83%)	2,092 (3.71%)	1,987 (2.92%)	2,065 (3.87%)	1,729 (3.92%)	1,280 (2.03%)	8,218 (7.13%)	13,147 (4.02%)	10,199 (3.40%)	51,939 (3.89%)	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)			
	日経300先物 (対日経300先物合計)	2,037 (5.55%)	2,250 (4.50%)	1,883 (4.05%)	1,618 (3.24%)	857 (2.84%)	870 (2.57%)	970 (1.53%)	1,224 (4.03%)	1,101 (1.79%)	1,397 (8.34%)	3,025 (5.01%)	28,650 (9.32%)	28,727 (3.51%)	55,809 (3.39%)	日経300先物 (対日経300先物合計)			
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	2,150 (1.10%)	2,924 (1.27%)	1,881 (0.89%)	2,738 (1.34%)	1,872 (1.27%)	1,507 (0.87%)	2,339 (1.16%)	1,813 (1.34%)	2,493 (1.17%)	2,283 (0.79%)	1,568 (0.70%)	3,086 (0.60%)	2,919 (0.97%)	29,573 (0.97%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)			
事業法人	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	255 (0.37%)	546 (0.16%)	28 (0.05%)	85 (0.14%)	2 (0.00%)	24 (0.04%)	4 (0.01%)	5 (0.01%)	28 (0.01%)	9 (0.01%)	45 (0.04%)	1,329 (0.04%)	70 (0.02%)	2,430 (0.18%)	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	事業法人		
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.01%)	0 (0.01%)	0 (0.01%)	4 (0.00%)	24 (0.01%)	61 (0.01%)	日経300先物 (対日経300先物合計)			
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.01%)	0 (0.01%)	0 (0.01%)	0 (0.00%)	0 (0.01%)	30 (0.01%)	日経300先物 (対日経300先物合計)			
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	174 (0.09%)	234 (0.10%)	341 (0.16%)	264 (0.13%)	113 (0.08%)	179 (0.10%)	226 (0.01%)	254 (0.14%)	339 (0.18%)	175 (0.09%)	114 (0.06%)	793 (0.06%)	389 (0.08%)	3,595 (0.12%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)			
その他法人	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	その他法人	
	日経300先物 (対日経300先物合計)	30 (0.08%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	174 (0.09%)	234 (0.10%)	341 (0.16%)	264 (0.13%)	113 (0.08%)	179 (0.10%)	226 (0.01%)	254 (0.14%)	339 (0.18%)	175 (0.09%)	114 (0.06%)	793 (0.06%)	389 (0.08%)	3,595 (0.12%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)			
	日経300先物 (対日経300先物合計)	30 (0.08%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
証券会社	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	367 (0.19%)	596 (0.26%)	564 (0.27%)	864 (0.42%)	418 (0.25%)	469 (0.27%)	670 (0.33%)	385 (0.21%)	251 (0.14%)	312 (0.14%)	340 (0.16%)	420 (0.17%)	263 (0.10%)	5,919 (0.19%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	証券会社		
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)			
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	日経300先物 (対日経300先物合計)			
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		
個人	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	1,605 (0.82%)	2,144 (0.93%)	1,278 (0.61%)	996 (0.49%)	990 (0.67%)	1,171 (0.67%)	1,754 (0.47%)	1,380 (0.76%)	1,696 (0.91%)	1,534 (0.79%)	1,361 (0.68%)	2,086 (0.49%)	2,655 (0.54%)	20,650 (0.63%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	個人		
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	27 (0.04%)	43 (0.06%)	3 (0.02%)	12 (0.01%)	6 (0.03%)	18 (0.03%)	20 (0.02%)	50 (0.02%)	11 (0.02%)	119 (0.02%)	167 (0.02%)	375 (0.02%)	117 (0.02%)	968 (0.02%)	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)			
	日経300先物 (対日経300先物合計)	23 (0.04%)	45 (0.07%)	31 (0.07%)	48 (0.07%)	22 (0.07%)	17 (0.07%)	26 (0.07%)	14 (0.05%)	13 (0.05%)	13 (0.05%)	24 (0.02%)	30 (0.04%)	316 (0.04%)	615 (0.04%)	11,418 (0.04%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	18,091 (9.28%)	33,593 (14.55%)	26,032 (12.38%)	22,352 (10.95%)	23,490 (15.98%)	27,335 (15.81%)	26,453 (13.14%)	20,529 (11.27%)	25,071 (13.49%)	29,256 (15.02%)	26,322 (13.22%)	61,325 (13.98%)	71,459 (14.58%)	411,508 (14.86%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)			
外国人	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	3,933 (5.65%)	9,836 (13.75%)	8,484 (16.56%)	6,585 (10.46%)	3,758 (8.46%)	5,368 (9.51%)	7,492 (10.00%)	53,401 (3.39%)	56,422 (4.22%)	56,040 (5.10%)	44,060 (4.00%)	63,206 (3.30%)	115,319 (4.73%)</					

表2 日経平均オプション売買動向

単位：枚

単位：枚

取引主体	期間	日経平均オプション売買動向												取引主体		
		取引対象			期初			期間中			期末					
															期間	取引対象
自己	コール	40,886	46,277	39,846	55,748	31,005	54,904	12,707	35,606	58,547	35,587	33,706	56,780	73,741	575,340	コール
	(対コール合計比)	(61.50%)	(57.12%)	(62.29%)	(60.78%)	(52.66%)	(96.50%)	(20.30%)	(52.38%)	(63.23%)	(58.91%)	(61.24%)	(63.06%)	(61.80%)	(59.50%)	(対コール合計比)
	ブット	25,503	49,788	40,416	48,431	42,743	44,627	48,397	48,835	46,236	43,815	29,348	40,977	42,006	551,422	ブット
	(対ブット合計比)	(52.70%)	(57.07%)	(57.01%)	(58.69%)	(57.84%)	(60.57%)	(60.57%)	(54.02%)	(60.85%)	(56.62%)	(52.68%)	(52.08%)	(53.69%)	(56.70%)	(対ブット合計比)
生保・損保	売買高	66,389	96,065	80,262	104,179	73,748	99,531	61,104	84,441	104,783	79,402	63,054	97,375	115,747	1,126,462	売買高
	(対合計比)	(57.79%)	(57.10%)	(59.51%)	(59.79%)	(55.54%)	(76.26%)	(43.88%)	(54.75%)	(58.81%)	(59.96%)	(57.47%)	(57.94%)	(58.58%)	(58.10%)	(対合計比)
	コール	50	280	25	95	0	10	110	105	143	90	50	359	98	1,415	コール
	(対コール合計比)	(0.08%)	(0.35%)	(0.04%)	(0.10%)	(0.00%)	(0.02%)	(0.18%)	(0.15%)	(0.15%)	(0.15%)	(0.09%)	(0.40%)	(0.08%)	(0.15%)	(対コール合計比)
銀行	ブット	0	19	55	169	55	140	120	85	198	65	28	110	280	1,325	ブット
	(対ブット合計比)	(0.00%)	(0.02%)	(0.08%)	(0.20%)	(0.07%)	(0.19%)	(0.15%)	(0.10%)	(0.23%)	(0.09%)	(0.05%)	(0.14%)	(0.36%)	(0.14%)	(対ブット合計比)
	売買高	50	299	80	264	55	150	230	190	341	155	79	469	378	2,740	売買高
	(対合計比)	(0.04%)	(0.18%)	(0.06%)	(0.15%)	(0.04%)	(0.11%)	(0.16%)	(0.12%)	(0.19%)	(0.12%)	(0.07%)	(0.28%)	(0.19%)	(0.14%)	(対合計比)
その他金融	コール	4,062	4,000	3,111	6,039	2,946	3,401	4,942	3,434	3,790	3,882	2,252	5,609	6,889	54,357	コール
	(対コール合計比)	(6.11%)	(4.94%)	(4.86%)	(5.98%)	(5.00%)	(7.90%)	(5.05%)	(4.09%)	(6.43%)	(4.09%)	(6.23%)	(5.77%)	(5.62%)	(5.40%)	(対コール合計比)
	ブット	3,437	5,235	3,739	5,203	3,846	4,635	5,565	4,694	4,148	3,446	2,470	4,704	3,282	54,405	ブット
	(対ブット合計比)	(7.10%)	(6.00%)	(5.27%)	(6.30%)	(5.20%)	(6.29%)	(6.97%)	(5.44%)	(4.85%)	(4.79%)	(4.52%)	(5.98%)	(4.19%)	(5.00%)	(対ブット合計比)
投信信託	売買高	7,499	9,235	6,850	11,242	6,792	8,037	10,507	8,128	7,938	7,328	4,722	10,313	10,171	108,762	売買高
	(対合計比)	(6.53%)	(5.49%)	(5.08%)	(5.45%)	(6.16%)	(7.37%)	(5.27%)	(4.45%)	(5.53%)	(4.30%)	(6.19%)	(5.15%)	(5.61%)	(5.10%)	(対合計比)
	コール	123	223	409	1,415	801	344	900	812	732	475	454	376	657	7,721	コール
	(対コール合計比)	(0.19%)	(0.28%)	(0.64%)	(1.54%)	(1.36%)	(0.61%)	(1.44%)	(1.19%)	(0.79%)	(0.79%)	(0.82%)	(0.42%)	(0.55%)	(0.80%)	(対コール合計比)
事業法人	ブット	154	212	409	1,171	804	447	614	1,368	894	471	483	782	718	8,527	ブット
	(対ブット合計比)	(0.32%)	(0.24%)	(0.58%)	(1.42%)	(1.09%)	(0.61%)	(0.77%)	(1.59%)	(1.04%)	(0.65%)	(0.88%)	(0.99%)	(0.92%)	(0.88%)	(対ブット合計比)
	売買高	277	435	818	2,586	1,605	791	1,514	2,180	1,626	946	937	1,158	1,375	16,248	売買高
	(対合計比)	(0.24%)	(0.26%)	(0.61%)	(1.48%)	(1.21%)	(0.61%)	(1.06%)	(1.41%)	(0.91%)	(0.71%)	(0.85%)	(0.89%)	(0.70%)	(0.84%)	(対合計比)
その他法人	コール	437	808	459	522	442	287	341	796	438	533	725	1,474	1,348	8,610	コール
	(対コール合計比)	(0.66%)	(1.00%)	(0.72%)	(0.57%)	(0.75%)	(0.50%)	(0.54%)	(1.17%)	(0.47%)	(0.88%)	(1.32%)	(1.64%)	(1.13%)	(0.89%)	(対コール合計比)
	ブット	457	879	759	735	1,333	830	1,645	1,063	1,241	593	1,317	1,497	235	12,584	ブット
	(対ブット合計比)	(0.94%)	(1.01%)	(0.89%)	(1.80%)	(1.13%)	(2.06%)	(1.23%)	(1.45%)	(0.82%)	(2.41%)	(1.90%)	(2.03%)	(1.29%)	(2.04%)	(対ブット合計比)
証券会社	売買高	894	1,687	1,218	1,257	1,775	1,117	1,986	1,859	1,679	1,126	2,042	2,971	21,191	21,191	売買高
	(対合計比)	(0.78%)	(1.00%)	(0.90%)	(0.72%)	(1.34%)	(0.86%)	(1.39%)	(1.21%)	(0.94%)	(0.85%)	(1.86%)	(1.09%)	(0.80%)	(1.09%)	(対合計比)
	コール	3,367	4,299	4,206	4,999	6,541	2,880	5,107	8,639	4,991	3,780	2,746	5,448	8,922	65,925	コール
	(対コール合計比)	(5.06%)	(5.31%)	(5.57%)	(5.45%)	(11.11%)	(5.07%)	(8.16%)	(12.71%)	(5.39%)	(6.26%)	(4.99%)	(6.05%)	(7.48%)	(6.82%)	(対コール合計比)
個 人	ブット	4,661	4,743	3,408	4,414	4,272	4,057	3,879	6,343	4,741	4,708	3,828	9,032	10,151	70,967	ブット
	(対ブット合計比)	(9.63%)	(5.44%)	(4.81%)	(5.35%)	(5.78%)	(5.51%)	(4.86%)	(7.35%)	(6.54%)	(7.00%)	(11.48%)	(7.30%)	(7.30%)	(7.30%)	(対ブット合計比)
	売買高	8,028	9,042	7,614	9,413	10,813	6,937	9,986	14,982	12,462	8,488	6,574	14,480	19,073	136,892	売買高
	(対合計比)	(6.99%)	(5.37%)	(5.65%)	(5.40%)	(8.14%)	(5.31%)	(6.31%)	(9.71%)	(6.99%)	(6.41%)	(8.58%)	(9.65%)	(7.06%)	(7.06%)	(対合計比)
外国人	コール	519	758	378	646	592	535	450	565	820	1,001	576	594	2,180	9,694	コール
	(対コール合計比)	(0.78%)	(0.94%)	(0.59%)	(0.70%)	(0.01%)	(0.94%)	(0.85%)	(0.83%)	(0.89%)	(1.66%)	(1.05%)	(0.66%)	(1.83%)	(1.00%)	(対コール合計比)
	ブット	484	843	669	978	305	481	1,769	882	414	263	254	645	978	8,465	ブット
	(対ブット合計比)	(1.00%)	(0.97%)	(0.94%)	(1.19%)	(1.09%)	(0.65%)	(0.96%)	(1.02%)	(0.48%)	(0.37%)	(0.46%)	(0.82%)	(1.25%)	(0.87%)	(対ブット合計比)
合 計	売買高	1,003	1,601	1,047	1,624	1,397	1,016	1,299	1,447	1,234	1,264	830	1,239	3,158	18,159	売買高
	(対合計比)	(0.87%)	(1.00%)	(0.95%)	(0.78%)	(0.93%)	(1.05%)	(0.91%)	(0.94%)	(0.69%)	(0.95%)	(0.76%)	(1.00%)	(1.60%)	(0.94%)	(対合計比)
	コール	840	1,430	1,013	1,245	837	774	1,041	1,078	1,272	550	426	996	720	12,222	コール
	(対コール合計比)	(1.26%)	(1.77%)	(1.58%)	(1.42%)	(1.36%)	(1.66%)	(1.66%)	(1.37%)	(0.91%)	(0.77%)	(1.11%)	(0.60%)	(1.26%)	(1.26%)	(対コール合計比)
証券会社	ブット	656	1,471	1,164	1,384	1,157	701	1,032	893	2,059	888	1,034	1,515	1,219	15,173	ブット
	(対ブット合計比)	(1.36%)	(1.69%)	(1.64%)	(1.68%)	(1.57%)	(1.64%)	(1.29%)	(1.04%)	(2.41%)	(1.23%)	(1.89%)	(1.68%)	(1.56%)	(1.57%)	(対ブット合計比)
	売買高	1,386	2,901	2,177	2,629	1,994	1,475	2,073	1,971	3,331	1,438	1,460	2,511	1,939	27,393	売買高
	(対合計比)	(1.30%)	(1.72%)	(1.61%)	(1.51%)	(1.50%)	(1.13%)	(1.45%)	(1.28%)	(1.87%)	(1.09%)	(1.33%)	(1.49%)	(0.98%)	(1.41%)	(対合計比)
個人	コール	5,907	11,171	7,248	8,718	6,634	4,797	16,946	6,774	5,576	4,183	3,605	6,449	9,644	84,952	コール
	(対コール合計比)	(8.88%)	(13.79%)	(11.33%)	(9.50%)	(11.27%)	(8.44%)	(11.10%)	(9.97%)	(6.02%)	(6.93%)	(6.55%)	(7.16%)	(8.79%)	(8.79%)	(対コール合計比)
	ブット	4,838	9,481	6,906	9,279	7,246	5,462	16,633	5,999	6,348	4,139	4,547	8,061	5,732	84,376	ブット
	(対ブット合計比)	(10.00%)	(10.87%)	(9.74%)	(11.24%)	(9.81%)	(7.41%)	(7.93%)	(6.96%)	(7.42%)	(5.75%)	(8.32%)	(10.25%)	(7.39%)	(8.58%)	(対ブット合計比)
外国人	売買高	10,745	20,652	14,154	17,997	13,880	10,259	15,284	12,773	11,924	8,322	8,152	14,510	12,676	169,328	売買高
	(対合計比)	(9.35%)	(12.27%)	(10.50%)	(10.45%)	(10.33%)	(10.65%)	(10.59%)	(12.49%)	(8.28%)	(6.69%)	(7.43%)	(8.60%)	(8.73%)	(8.73%)	(対合計比)
	コール	10,295	11,765	7,277	14,300	9,081	8,796	18,080	10,167	16,279	10,323	10,502	11,958	17,830	146,653	コール
	(対コール合計比)	(15.48%)	(14.52%)	(11.38%)	(15.59%)	(15.42%)	(15.48%)	(12.91%)	(14.96%)	(17.58%)	(17.09%)	(19.08%)	(13.28%)	(14.94%)	(15.17%)	(対コール合計比)
合 計	ブット	8,207	14,563	13,367	10,760	11,637	12,300	11,537	1,000	16,586	13,622	11,364	13,359	13,642	149,944	ブット
	(対ブット合計比)	(16.96%)	(16.69%)	(18.86%)	(13.04%)	(15.75%)	(16.69%)	(14.44%)	(1.00%)	(18.92%)	(20.79%)	(14.44%)	(15.43%)	(17.44%)	(15.00%)	(対ブット合計比)
	売買高	18,502	26,328	20,644	25,060	20,718	21,096	19,617	11,167	32,865	23,945	21,366	23,317	31,472	296,597	売買高
	(対合計比)	(16.11%)	(15.65%)	(15.31%)	(14.38%)	(15.60%)	(16.16%)	(13.72%)	(7.24%)	(18.44%)	(18.08%)	(19.93%)	(15.93%)	(15.30%)	(15.30%)	(対合計比)
平均	コール	66,486	8													

ティリティは五ポイント（二一%）、インプライド・ポラティリティは七ポイント（二一%）低下、売買高は三四%、建玉は二四%減少しており、プラット・コール・レシオは〇・〇二ポイント低下して一・〇四であった。

表2は日経平均オプションの投資主体別売買動向を表わしており、自己売買（五八%）・外国人（一五%）・個人（九%）・事業法人（七%）・銀行（六%）の順で取引が多く、九月限期と比べると自分が四ポイント増加し、個人が二ポイント減少していたことがわかる。

図29 裁定取引に伴う現物株売買高の東証一部売買高に占める比率

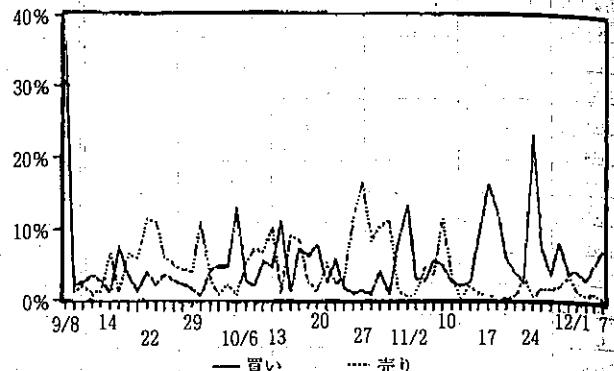


図30 裁定取引に伴う現物株残高の東証一部売買高に対する比率

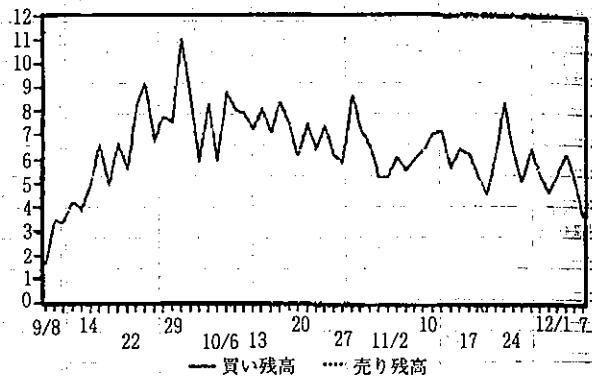


図31 裁定取引に伴う当限と翌限以降の現物株残高

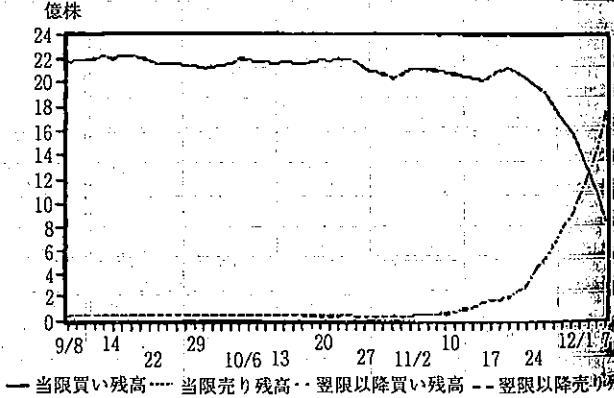
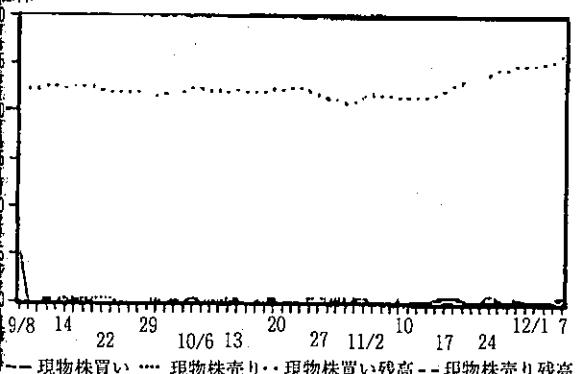


図28は東証一部売買高と裁定取引に伴う現物株売買高および残高を、図29は裁定取引に伴う現物株売買高は四七三九万株で九月限期と比べて一四一万株（約三%）減少しており、裁定取引の東証一部売買高に占める比率も一〇・〇%（売り四・七%、買い五・四%）で一・九ポイント（売り〇・二ポイント、買い一・五ポイント）低下していた。図30は裁定取引に伴う現物株残高の東証一部売買高に対する比率を、図31は裁定取引に伴う当限と翌限以降の現物株残高をそれぞれ表している。裁定買い残高は九月八日の二二億三七九万株から一〇月二日の二一億六一〇三万株まで一端は減少したが、その後は再び徐々に増加し、一二月七日には二五億九三〇九万株に達していた。

図28 裁定取引に伴う現物売買高および残高



裁定買い残高の東証一部売買高に対する比率は平均六・四四倍と九月限期よりも二・七三ポイント上昇しており、裁定買い残高の三月限へのロールオーバーは一月二七日頃から進みはじめ、限月交替は取引最終日前日の一二月六日に生じ、取引最終日の一二月七日には当限の残高八億四一〇五万株に対して翌限以降の残高は一七億五一〇四万株であった。

表3は会員別週間裁定取引状況を表わしている。二七社のうち一六社が外資系で売買高では五四%を占め、上

表3 会員別裁定取引状況(売り買い合計)

単位：千株

順位	会社名	9月第2週 (9/11-14) 4営業日	9月第3週 (9/18-22) 5営業日	9月第4週 (9/25-29) 5営業日	10月第1週 (10/2-6) 5営業日	10月第2週 (10/9-13) 5営業日	10月第3週 (10/16-20) 5営業日	10月第4週 (10/23-27) 5営業日	11月第1週 (11/3-7) 5営業日	11月第2週 (11/10-14) 5営業日	11月第3週 (11/17-21) 5営業日	11月第4週 (11/24-28) 5営業日	11月第5週 (11/27-12/1) 5営業日	12月第1週 (12/4-8) 5営業日	全期間 61営業日 (前回)	順位	会社名
1	メリルリンチ	① 13,541 (14.07%)	② 29,988 (15.669%)	③ 15,578 (13.41%)	④ 23,452 (18.14%)	⑤ 9,954 (8.08%)	⑥ 9,954 (11.89%)	⑦ 19,147 (11.89%)	⑧ 22,475 (11.54%)	⑨ 17,086 (9.24%)	⑩ 14,156 (10.45%)	⑪ 13,035 (11.24%)	⑫ 25,473 (10.58%)	⑬ 167,002 (19.85%)	⑭ 388,066 (14.65%)	1	メリルリンチ
2	日興	① 27,362 (28.95%)	② 55,670 (29.58%)	③ 23,358 (20.11%)	④ 13,190 (10.20%)	⑤ 23,092 (18.73%)	⑥ 35,588 (22.10%)	⑦ 41,791 (24.04%)	⑧ 27,623 (20.06%)	⑨ 33,158 (17.93%)	⑩ 16,072 (11.87%)	⑪ 12,782 (10.93%)	⑫ 27,645 (11.47%)	⑬ 32,608 (3.88%)	⑭ 371,390 (14.02%)	2	日興
3	野村	② 14,875 (15.45%)	③ 17,016 (8.88%)	④ 5,351 (4.61%)	⑤ 10,602 (9.74%)	⑥ 11,108 (8.60%)	⑦ 12,826 (6.90%)	⑧ 10,336 (7.50%)	⑨ 11,331 (6.13%)	⑩ 12,935 (5.55%)	⑪ 12,267 (18.25%)	⑫ 26,319 (11.17%)	⑬ 202,025 (2.02%)	⑭ 369,181 (13.94%)	8	野村	
4	リーマン・ブラザーズ	④ 13,055 (13.55%)	⑤ 21,547 (11.25%)	⑥ 21,077 (13.02%)	⑦ 19,156 (15.54%)	⑧ 23,682 (14.70%)	⑨ 26,010 (15.13%)	⑩ 25,442 (14.74%)	⑪ 27,261 (15.24%)	⑫ 20,638 (15.04%)	⑬ 17,529 (14.43%)	⑭ 34,773 (11.00%)	⑮ 92,563 (11.52%)	⑯ 358,164 (2.15%)	4	リーマン・ブラザーズ	
5	モルガン・スタンレー	⑤ 5,932 (6.15%)	⑥ 21,923 (11.44%)	⑦ 28,908 (24.89%)	⑧ 25,226 (21.41%)	⑨ 34,145 (21.20%)	⑩ 17,853 (19.98%)	⑪ 5,748 (4.17%)	⑫ 25,929 (14.02%)	⑬ 27,106 (12.75%)	⑭ 14,854 (15.47%)	⑮ 37,289 (6.06%)	⑯ 50,968 (12.15%)	⑰ 321,767 (2.04%)	5	モルガン・スタンレー	
6	大和	⑦ 3,487 (3.62%)	⑧ 11,602 (6.06%)	⑨ 8,193 (7.05%)	⑩ 11,614 (8.98%)	⑪ 5,654 (4.59%)	⑫ 9,429 (5.85%)	⑬ 13,196 (7.59%)	⑭ 11,355 (5.88%)	⑮ 20,587 (11.13%)	⑯ 16,055 (12.94%)	⑰ 21,390 (8.88%)	⑱ 54,586 (7.68%)	⑲ 212,825 (8.04%)	6	大和	
7	UBSファイリップス・アンド・ドリュー	⑤ 6,883 (7.15%)	⑥ 4,859 (2.54%)	⑦ 6,177 (5.32%)	⑧ 2,693 (2.08%)	⑨ 2,584 (2.18%)	⑩ 4,441 (2.75%)	⑪ 7,295 (7.07%)	⑫ 13,652 (9.92%)	⑬ 8,044 (4.35%)	⑭ 3,116 (2.30%)	⑮ 2,887 (2.49%)	⑯ 9,915 (4.14%)	⑰ 77,654 (2.93%)	7	UBSファイリップス・アンド・ドリュー	
8	ウォーバーグ							④ 10,206 (2.65%)	⑤ 4,289 (1.28%)	⑥ 2,218 (0.80%)	⑦ 1,107 (2.27%)	⑧ 4,204 (0.82%)	⑨ 1,110 (4.74%)	⑩ 11,417 (4.73%)	⑪ 39,816 (2.90%)	8	ウォーバーグ
9	ペアリング	⑫ 886 (0.92%)	⑬ 8,049 (4.20%)	⑭ 2,153 (1.85%)	⑮ 4,594 (3.55%)	⑯ 7,196 (3.71%)	⑰ 5,970 (6.23%)	⑱ 10,821 (4.57%)	⑲ 6,438 (7.12%)	⑳ 9,155 (4.95%)	㉑ 2,885 (3.62%)	㉒ 4,218 (3.97%)	㉓ 9,559 (2.44%)	㉔ 64,733 (9.9%)	9	ペアリング	
10	新日本	⑥ 3,403 (3.54%)	⑦ 5,864 (3.06%)	⑧ 1,364 (1.17%)	⑨ 3,119 (2.41%)	⑩ 1,731 (1.07%)	⑪ 1,731 (3.37%)	⑫ 3,376 (2.32%)	⑬ 3,198 (1.99%)	⑭ 5,933 (4.38%)	㉑ 2,268 (1.95%)	㉒ 4,795 (1.99%)	㉓ 17,773 (2.11%)	㉔ 57,110 (2.16%)	10	新日本	
11	山一	⑨ 1,937 (2.01%)	⑩ 1,136 (0.59%)	⑪ 3,418 (2.94%)	⑫ 1,729 (1.34%)	⑬ 1,554 (1.26%)	⑭ 2,310 (1.49%)	㉑ 1,893 (1.09%)	㉒ 4,761 (4.67%)	㉓ 8,647 (4.05%)	㉔ 5,493 (4.40%)	㉕ 5,122 (4.05%)	㉖ 2,891 (0.34%)	㉗ 43,419 (1.64%)	11	山一	
12	シティコープ							⑤ 665 (0.38%)	⑥ 1,333 (0.97%)	⑦ 3,222 (1.20%)	⑧ 1,998 (1.48%)	⑨ 666 (0.57%)	⑩ 3,219 (3.83%)	⑪ 39,104 (1.49%)	⑫ 37,368 (1.41%)	12	シティコープ
13	BZW	⑪ 444 (0.22%)	⑫ 258 (0.22%)	⑬ 1,052 (1.79%)	⑭ 1,052 (0.85%)	⑮ 2,744 (1.58%)	⑯ 1,332 (0.97%)	⑰ 1,183 (0.87%)	⑱ 525 (0.45%)	㉑ 525 (1.79%)	㉒ 4,308 (1.17%)	㉓ 9,840 (0.92%)	㉔ 24,253 (1.01%)	㉕ 64,733 (1.41%)	13	BZW	
14	ソシエテ・ジェネラル	⑩ 1,192 (1.24%)	⑪ 2,077 (1.79%)	⑫ 1,537 (1.19%)	⑬ 631 (0.51%)	⑭ 1,537 (1.19%)	⑮ 1,110 (0.69%)	⑯ 1,554 (1.13%)	⑰ 2,220 (1.20%)	㉑ 1,776 (1.35%)	㉒ 3,552 (0.75%)	㉓ 11,330 (2.0%)	㉔ 19,766 (0.75%)	㉕ 24,054 (2.0%)	14	ソシエテ・ジェネラル	
15	国際	⑪ 666 (0.69%)					⑤ 1,110 (0.69%)	⑥ 1,110 (0.70%)	⑦ 1,110 (0.70%)	⑧ 812 (2.65%)	⑨ 6,411 (1.66%)	⑩ 13,997 (0.91%)	⑪ 21,966 (1.4%)	⑫ 44,419 (1.64%)	15	国際	
16	東和														16	東和	
17	バリバ	⑫ 782 (0.41%)	⑬ 940 (0.73%)	⑭ 1,219 (0.99%)	⑮ 1,132 (0.70%)	⑯ 7,106 (0.81%)	⑰ 1,290 (0.80%)	㉑ 1,290 (0.80%)	㉒ 2,220 (1.20%)	㉓ 3,552 (1.35%)	㉔ 11,330 (0.75%)	㉕ 10,219 (1.21%)	㉖ 15,696 (0.59%)	㉗ 10,219 (1.21%)	17	バリバ	
18	和光						④ 1,535 (1.19%)	⑤ 880 (0.71%)	⑥ 1,535 (0.71%)	⑦ 880 (0.71%)	⑧ 1,535 (0.71%)	⑨ 880 (0.71%)	⑩ 1,554 (0.71%)	⑪ 8,808 (2.74%)	⑫ 8,808 (2.74%)	18	和光
19	丸万	⑪ 950 (0.99%)	⑫ 1,390 (0.73%)	⑬ 1,314 (1.02%)	⑭ 1,290 (0.80%)	㉑ 1,290 (0.80%)	㉒ 1,290 (0.80%)	㉓ 1,554 (1.15%)	㉔ 1,515 (1.39%)	㉕ 1,515 (1.39%)	㉖ 8,114 (0.31%)	㉗ 8,114 (0.31%)	㉘ 8,114 (0.31%)	㉙ 8,114 (0.31%)	19	丸万	
20	スイス銀	⑪ 2,426 (1.27%)	⑫ 2,622 (2.26%)	⑬ 1,483 (1.20%)	⑭ 1,483 (0.51%)	㉑ 881 (0.51%)	㉒ 881 (0.51%)	㉓ 3,330 (2.42%)	㉔ 3,330 (2.42%)	㉕ 3,330 (2.42%)	㉖ 5,695 (0.29%)	㉗ 5,695 (0.29%)	㉘ 5,695 (0.29%)	㉙ 5,695 (0.29%)	20	スイス銀	
21	ドイツ銀														21	ドイツ銀	
22	大東														22	大東	
23	クレディ・リヨネ						④ 3,999 (3.24%)	⑤ 3,999 (3.24%)	⑥ 3,999 (3.24%)	⑦ 3,999 (3.24%)	⑧ 3,999 (3.24%)	⑨ 3,999 (3.24%)	⑩ 3,999 (3.24%)	⑪ 3,999 (3.24%)	23	クレディ・リヨネ	
24	勤角	⑪ 222 (0.23%)	⑫ 1,840 (0.95%)	⑬ 450 (0.39%)	⑭ 1,032 (0.60%)	㉑ 888 (0.46%)	㉒ 888 (0.46%)	㉓ 1,369 (0.85%)	㉔ 1,369 (0.85%)	㉕ 1,369 (0.85%)	㉖ 3,881 (0.15%)	㉗ 3,881 (0.15%)	㉘ 3,881 (0.15%)	㉙ 3,881 (0.15%)	24	勤角	
25	ゴールドマン・サックス	⑪ 888 (0.46%)													25	ゴールドマン・サックス	
26	ソロモン・B														26	ソロモン・B	
27	J・フレミング						④ 665 (0.57%)	⑤ 665 (0.57%)	⑥ 665 (0.57%)	⑦ 665 (0.57%)	⑧ 665 (0.57%)	⑨ 665 (0.57%)	⑩ 665 (0.57%)	⑪ 665 (0.57%)	27	J・フレミング	
会社合計 (封全期間合計)		95,258 (3.63%)	191,597 (7.23%)	116,144 (4.39%)	129,271 (4.88%)	123,259 (4.55%)	161,056 (6.08%)	173,808 (0.57%)	137,731 (5.20%)	184,971 (6.98%)	135,452 (5.11%)	116,520 (4.40%)	241,013 (9.10%)	841,174 (31.76%)	2,648,314 (100.00%)	会社合計 (封全期間合計)	
王位15社計 (封全社会合計)		95,695 (99.42%)	189,551 (98.93%)	115,700 (97.20%)	125,548 (98.10%)	120,923 (97.32%)	156,741 (98.39%)	171,008 (97.09%)	133,717 (96.34%)	178,199 (97.45%)	132,011 (96.91%)	115,333 (96.91%)	233,569 (96.91%)	792,527 (94.22%)	2,560,676 (96.59%)	上位15社計 (封全社会合計)	
うち外資系 (封全社会合計)		42,203 (43.94%)	94,033 (49.08%)	73,566 (63.34%)	79,014 (61.12%)	78,510 (63.70%)	92,805 (57.62%)	97,38 (56.01%)	72,193 (53.94%)	98,569 (53.29%)	53,775 (46.15%)	72,193 (55.48%)	133,725 (51.93%)	436,847 (53.88%)	1,427,003 (53.88%)	うち外資系 (封全社会合計)	
うち日系 (封全社会合計)		53,402 (55.48%)	95,518 (49.85%)	42,134 (36.28%)	46,634 (34.41%)	42,413 (34.41%)	63,935 (34.70%)	73,658 (34.70%)	59,427 (34.05%)	79,630 (34.15%)	59,818 (44.16%)	61,558 (52.83%)	99,844 (41.43%)	355,680 (42.83%)	1,133,573 (42.83%)	うち日系 (封全社会合計)	
売り (封全社会合計)		33,179 (34.47%)	126,250 (65.90%)	82,548 (30.35%)	39,238 (66.54%)	82,016 (39.65%)	63,855 (45.55%)	134,000 (47.07%)	89,551 (65.03%)	73,394 (39.68%)	24,520 (18.10%)	12,655 (10.53%)	43,868 (18.20%)	375,363 (44.52%)	1,180,065 (44.56%)	売り (封全社会合計)	
買い (封全社会合計)		63,079 (65.53%)	53,537 (34.10%)	33,595 (28.93%)	90,038 (69.65%)	41,243 (33.46%)	97,201 (60.35%)	39,88 (22.93%)	111,577 (34.97%)	104,932 (81.90%)	104,255 (83.47%)	197,145 (81.47%)	455,811 (55.38%)	1,468,249 (55.44%)	買い (封全社会合計)		
裁定以外のプログラム売買 (封プログラム売買合計)		267,329 (73.53%)	356,024 (55.01%)	200,985 (63.38%)	87,185 (40.28%)	145,551 (54.15%)	320,785 (65.67%)	370,424 (68.08%)	202,880 (59.55%)	73,394 (49.97%)	24,520 (20.79%)	12,655 (10.53%)	43,868 (18.20%)	375,363 (44.52%)	1,180,065 (44.56%)	裁定以外のプログラム売買 (封プログラム売買合計)	
裁定以外のプログラム売買 (封裁定外プログラム売買合計)		120,358 (45.04%)	163,674 (45.97%)	81,664 (40.53%)	75,731 (44.80%)	65,212 (44.72%)	143,451 (45.40%)	172,08 (33.18%)	67,317 (48.65%)	89,858 (47.19%)	70,055 (47.19%)	60,849 (47.19%)	142,526 (45.02%)	246,339 (50.17%)	1,499,261 (46.29%)	裁定以外のプログラム売買 (封裁定外プログラム売買合計)	
裁定以外のプログラム買付 (封裁定外プログラム買付合計)		146,931 (54.96%)	192,350 (50.03%)	119,321 (53.37%)	11,454 (13.14%)	80,339 (55.20%)	177,334 (51.50%)	179,341 (51.50%)	135,563 (56.82%)	94,866 (51.50%)	97,103 (52.39%)	90,078 (59.68%)	174,147 (54.98%)	244,676 (49.83%)	1,742,504 (53.75%)	裁定以外のプログラム買付 (封裁定外プログラム買付合計)	
プログラム売買 (封プログラム売買合計)		353,587 (61.17%)	547,621 (59.30%)	317,129 (5.37%)	216,456 (4.56%)	268,810 (4.81%)	481,341 (9.24%)	374,429 (4.24%)	340,611 (5.78%)	369,705 (4.80%)	282,610 (4.54%)	267,447 (9.47%)	557,769 (10.00%)	1,332,189 (10.00%)	5,890,069 (5.04%)	プログラム売買 (封プログラム売買合計)	
プログラム買付 (封プログラム買付合計)		153,577 (42.24%)	289,934 (52.94%)</td														

# 刊行物案内

図説アメリカの証券市場 1995年版  
日本証券経済研究所編  
A5判 251頁 2,700円 送料 310円

図説イギリスの証券市場 1993年版  
日本証券経済研究所編  
A5判 206頁 1,800円 送料 310円

図説ヨーロッパの証券市場 1992年版  
日本証券経済研究所編  
A5判 312頁 2,500円 送料 310円

図説アジア・オーストラリアの証券市場 1994年版  
日本証券経済研究所編  
A5判 294頁 2,400円 送料 310円

ウェルソン委員会報告  
—英国の金融・証券機構と産業資金供給—  
西村閣也監証 日本証券経済研究所  
A5判 978頁 9,000円 送料 520円

西ドイツの金融・証券制度  
—銀行構造委員会報告を中心として—  
日本証券経済研究所編  
A5判 412頁 4,800円 送料 340円

西ドイツの公社債市場 ウータ・ケンブ著  
日本証券経済研究所訳  
B5判 276頁 4,800円 送料 380円

ECの統合と証券市場 クリフォード・チャン編  
—現状と課題—  
日本証券経済研究所訳  
A5判 197頁 2,500円 送料 310円

EUの金融・証券市場統合と通貨統合  
—その法的枠組—  
日本証券経済研究所訳編  
A5判 310頁 2,800円 送料 310円

Securities Market in Japan 1994  
日本証券経済研究所訳編  
菊判 289頁 2,800円 送料 310円

Capital Markets and Financial Services  
in Japan: Regulation and Practice  
日本証券経済研究所編  
菊判 311頁 4,000円 送料 310円

(全額は消費税を含んでおります)

証券関係主要雑誌記事索引 昭和42~54

証券制度研究会編  
B5判 460頁 9,000円 送料 450円  
(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 6,000円 送料 380円  
(日本証券史資料 戦後編 別巻1 別巻2 別巻3)

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 12,000円 送料 590円  
(日本証券史資料 戦後編 別巻2 別巻3)  
(以後各年度版発行)

国際金融危機と証券市場 OECD

日本証券経済研究所訳  
A5判 111頁 1,800円 送料 240円

コーポレート・ガバナンス

—アメリカ法律協会「コーポレート・  
ガバナンスの原理: 分析と勧告」の研究  
証券取引法研究会国際部会訳編  
A5判 291頁 4,000円 送料 340円

中国の株式会社制度と証券市場の生成

日本証券経済研究所編  
A5判 184頁 2,200円 送料 310円

株式投資収益率'94

細谷典子監修 日本証券経済研究所編  
B5判 395頁 9,000円 送料 340円

転換社債収益率'94

細谷典子監修 日本証券経済研究所編  
B5判 281頁 8,500円 送料 340円

証券市場及び証券業の将来像に  
関する研究会報告書

日本証券経済研究所編  
B5判 266頁 1,300円 送料 340円

証券会社のデリバティブ取引に  
関する環境整備のあり方

日本証券経済研究所編  
A4判 84頁 500円 送料 310円

位一〇社のシェアは八七%、上位一〇社のうち六社が外資系で売買高では五六%を占めていた。これを九月限期と比べてみると、それぞれ一ポイント低下、七ポイント上昇、六ポイント低下であったが、個別に見ると、野村(六ポイント)とメリルリンチ(五ポイント)が大きく低下して、その他、オプション取引の一〇月限SQがあった一〇月第二週にはモルガン(一二%)・リーマン(一六%)・ウォーバーグ(一〇%)の取引が多く、一一月限SQのあった一一月第二週には日興(一八%)・リーマン(一五%)・モルガン(一四%)・大和(一一%)の取引が、先物とオプションの一〇月限SQのあった二月第一週には野村(一二四%)・メリルリンチ(一〇%)・リーマン(四ポイント)・大和(三ポイント)が大きく低下していたことがわかる。

(吉川)