

証 研

レポート



No.1533

1996年4月

- 金融持ち株会社導入論争
—検討課題の整理—
- 社債決済制度改革論議の現状と方向性
- デリバティブと金融政策
- 日経平均先物・オプション
—平成8年3月限—
- 中国における株式会社制度導入の背景について

財団法人 日本証券経済研究所

金融持ち株会社導入論争

④検討課題の整理

昨年一二月に発表された公正取引委員会「独占禁止法第四章改正問題研究会中間報告書」（以下「中間報告」と略称する。）は、独占禁止法（以下独禁法と略称する）第四章に規定されている企業結合規制全般について検討を行い、一定の規模以下の会社、純粹分社化、ベンチャー・キャピタルおよび一定の金融持ち株会社の四類型の純粹持ち株会社は「事業支配力の過度の集中の防止」という独禁法の目的に反しないとして認可する方針を打ちました。このため一九九三年に施行された金融制度改革法の構想段階において金融制度調査会で検討された金融持ち株会社方式による銀行および証券の相互参入方式は、より現実性を帯びたものとして浮上してきました。

とはいっても、一九六七年以來財界によつて繰り返し主張されてきた純粹持ち株会社解禁論と、一九八〇年代以降金融システムへの競争原理導入の必要性という観点から主張されてきた金融制度改革論とは、異なつた経緯を経て検討されてきた別の対象をめぐる議論であり、それぞれの論点についての慎重な検討が要求される。

例えば、日米における企業の株式保有規制を取り上げてみてもアメリカでは純粹持ち株会社についての規制はないかわりに、一九三六年歳入法によつて企業の株式保有を抑制する受取配当課税が行われてきた。また金融機関規制の分野では、日本では限度付きで認められている銀行と生保による株式保有は、アメリカでは周知のようないわゆる銀行の株式保有は一九三三年銀行法によつて禁止され、保険会社の株式保有についても州法によつて厳しく規制されてきた。このように規制のあり方の相違は多くの点で指摘できるが、このことは二国の企業法制や金融システムは有機的な統一体として編成されており、その構成部分だけを取り出して比較することには一定の限界があることを示している。このため上述の問題に接近するためには、企業や金融機関をめぐる制度的枠組みのグランドデザインについての広範な比較制度研究をするはずである。

とはいっても小稿では、このような比較研究を直接行うわけではない。小稿の課題は、このような問題へのアプローチとして金融持ち株会社構想に焦点をあてて、全面解禁論と原則禁止論の検討と論点の整理を行い何が検討課題かを確認することである。

1 金融持ち株会社構想浮上の経緯

金融持ち株会社構想は、純粹持ち株会社解禁論とは異なつた経緯で主張されてきた。そこで両者の経緯を簡単に整理しておこう。

一九八九年にとりまとめられた金融制度調査会の中間報告は銀行と証券の参入方式として、相互乗り入れ、業態別子会社、特例、持ち株会社、ユニバーサル・バンク方式を検討した。この際金融持ち株会社は、関係会社の直接の影響が遮断されるため、利益相反の防止等を行い易いとされ高く評価されていた。しかし産業一般を対象とする独禁法によって純粹持ち株会社そのものが禁止されていたため、その改正を求めるのは不適当とされた。この背景には、日米構造協議で問題視された系列に手をつけることなく純粹持ち株会社を解禁すれば米国からの批判を受けることへの配慮が行われたことが指摘されている（証券団体協議会、1995, pp.11-13）。

このような提案は、相互乗り入れに否定的であった証券側にも受け入れられた。一九九一年に発表された証券

取引審議会基本問題報告「証券取引に関する基本的制度のありかたについて」は、弊害防止の観点からは持ち株会社方式が「効果的」としながらも、独禁法の存在を理由に業態別子会社方式を支持した（証券取引審議会、1991.p.82）。

このため一九九一年に制定された金融制度改革法では、業態別子会社方式が採用され、一九九三年四月から実施されており、社債引き受けにおける銀行の証券子会社のシェア拡大が報道されている（日経、一九九五年一二月一八日）。とはいえるこのような業態別子会社方式には、早くも批判が噴出している。新聞報道によれば、全国銀行協会連合会は、一九九五年五月には金融持ち株会社を子会社方式より優れたものとして「前向きに検討する」と発表した（日経、一九九五年五月三一日）。また銀行本体と証券子会社のファイア・ウォールが不完全であるため銀行から証券子会社へ出向した社員のモラルの低下や社債引き受けにおける親銀行の影響力の行使が問題視されている（日経、一九九四年一一月二一日）。

他方、純粹持ち株会社解禁論は、一九六七年の大屋歐州経済視察団の帰朝報告で企業結合を容易化する方法として提案された。また一九六九年には海外資源開発のための持ち株会社解禁論が主張された。

その後一九八七年の経団連産業問題委員会報告でも企業のリストラクチャーリングと国際的ハーモナイゼーションの観点から解禁論が主張された。さらに一九九二年には経済同友によって「企業系列の国際的ハーモナイゼーションをめざして」が発表され、一九九三年には、経団連の「外資系企業の環境改善とわが国経済の改革について」が公表され類似した観点から純粹持ち株会社解禁を主張した。一九九四年には経団連は、「対日直接投資拡大、輸入促進ならびに輸入関連規制緩和のための緊急提案」を発表し、外資系企業を巻き込む形で同様な観点から純粹持ち株会社解禁論を主張した。

このような動きを受けて一九九三年には、産業構造審議会基本問題小委員会が純粹持ち株会社規制の見直しを提案した中間報告を発表した。一九九四年には通産省は企業法制研究会を設置して純粹持ち株会社規制の研究を行い、一九九五年に「企業法制研究会報告書」（以下「報告」と略称する。）をとりまとめた。この「報告」は、一九九五年に「企業組織の新潮流—急がれる持ち株会社規制の見直しー」に収められ刊行された。一九九五年には、行政改革委員会規制緩和小委員会の最終報告案が明らかになつたが、このなかで純粹持ち株会社の全面解禁が盛り込まれた。また一九九五年に「規制緩和推進計画」が閣議決定されたが、このなかに公正取引委員会が持ち株会社規制について検討を行い三年以内に結論を出すことが明記された。公正取引委員会は、直ちに独占禁止法第四章改正問題研究会を開催し、同年に発表されたその中間報告は純粹持ち株会社の原則禁止と冒頭で述べた四類型の解禁を結論した。そしてこの中間報告の中に「一定の金融持ち株会社」が四類型の一つとして含まれていた（金子、1995.p.18-20）。

このように純粹持ち株会社解禁論は、金融持ち株会社解禁論より以前から主張されており、戦後日本の企業組織を規定してきた法制の再編を提起していくと言えよう。それに対し金融持ち株会社解禁論は、金融制度調査会の議論で取り上げられたという経緯があるとはいえ、子会社相互乗り入れ方式の欠陥が明らかになるとともに、純粹持ち株会社解禁論にいわば相乗りする形で主張されていると言えよう。⁽¹⁾

2 全面解禁論と原則禁止論の検討

このため金融持ち株会社解禁論についての検討は、純粹持ち株会社解禁論と密接に関わってくる。しかし小稿ではこのすべての論点を取り上げる余地はないため、金融持ち株会社に関連する論点に焦点を絞る。整理の分

析枠組みとしては、政府介入の形態を一律禁止にするのかそれとも個別事例検討型にするのかおよび純粹持ち株会社導入に伴う弊害の可能性を大きいとみるのか小さいとみるのかという二つの軸を想定するのが便利である。

まず純粹持ち株会社解禁論の立場を代表する企業法制研究会の「報告」から金融持ち株会社解禁の論理を要約してみよう（企業法制研究会 1995）。この報告は、純粹持ち株会社導入に伴う弊害の可能性を極めて低く評価し、個別事例検討型の規制を求めている。

「報告」は、まず独禁法第一条に規定された経済民主主義の理念を「評価しえるものである」とする。しかしこのような理念の実現のための規制は、その時の政治・経済の状況によって決めるべきであるとして、独禁法の九条（持ち株会社の禁止）、九条の一（大規模会社の株式保有総額の制限）および一一条（金融会社の株式保有制限）を具体的な基準を持たない一般集中規制であると性格づける。そしてこの規制が制定当初想定していた経済力の集中に伴ういくつかの弊害は現在では規制の根拠とするためには問題点が認められるとする。この弊害のうちには、政治的弊害、事業力格差の発生、企業集団化、企業系列化の弊害が取り上げられている。「報告」の検討内容をあえて要約すれば、現在では政治経済構造の変化によってこのような弊害が発生する可能性は低く、たとえ弊害がみられる場合にも別の規制によって十分対処できるということである。そして「報告」は、独禁法によつて規制すべきなのは「一定の取引分野における競争の実質的制限」に限定すべきであり、一般集中規制のうち九条および九条の一は廃止すべきであると主張している。

このような主張に基づいて「報告」は、「純粹持ち株会社の経済的効用」が、多角化・多国籍化に対応した効率的企業組織の実現と円滑な人事・労務管理の実現、国際的法制とのハーモナイゼーション、組織・人事面での摩擦を回避した企業結合、消費者の利益の増進および雇用の拡大にあると指摘し、その導入のメリットを列举している。

「報告」は、「純粹持ち株会社の具体的形態」として七つの形態を取り上げている。このうちには分社化、ベンチャーやビジネスの創出、多角化・多国籍化、企業集団の株式持ち合いの受け皿、水平および垂直的結合、規制産業の場合、家族支配のための持ち株会社が含まれている。ここでは金融持ち株会社に関連する株式持ち合いの受け皿および規制産業の場合に立ち入つてみよう。

まず「報告」は、純粹持ち株会社が株式持ち合いの受け皿となる可能性を否定できず、その場合には企業集団の結合を強化するとともに安定株主対策としてM&Aから経営者を保護する仕組みとなる等の批判が予想される。しかし「報告」によれば、企業集団の巨大化が生じる可能性は低く、また安定株主対策として利用される可能性も六大企業集団の場合には低い。しかもそのような事態が発生した場合には、株式相互保有規制の問題として対処することができるため、一般集中規制は必要ではない。

次に、規制産業については「報告」は次のように主張する。日本でも規制産業においては金融持ち株会社が登場する可能性はある。この場合には、他地域や他部門へコストとリスクを転嫁するおよび不適切な多角化が行われるという問題が指摘される。しかしこのような問題は各種規制事業法によつて対処すべきであるから、持ち株会社を禁止する必要はない。

要するに「報告」は、政治経済情勢の変化によつて一般集中規則は存立根拠が薄弱になつたと主張しており、金融持ち株会社の問題については規制事業法によつてクリアすべきであると提案している。このため市場メカニズムを生かすという点では説得力のある主張である。だが反面では、「報告」は弊害が発生する可能性が低いこ

とを主張するだけで、それを防ぐための具体的な提案はしていないため、説得力に欠ける面も残している。

それに対し独占禁止法第四章改正問題研究会の「中間報告」は、持ち株会社禁止制度の枠組みを基本的に「維持」する原則禁止の方針を打ち出している（独占禁止法第四章改正問題研究会、1995）。上述の分析枠組みから見れば、弊害の発生する可能性が高いため一般的規制を維持する類型の主張である。

「中間報告」は、まず企業結合規則が、事業支配力の過度の集中と競争制限的な市場構造の創出・形成の防止を目的としていることを確認する。そして持ち株会社規制の理由として、財閥の再現の防止、経済力集中の手段になり易いという持ち株会社の性格および市場の開放性・透明性の確保を指摘する。そして現状認識として、日本には大規模な企業集団が存在するうえ株式の法人所有比率が高いことを指摘した上で、持ち株会社を容認した場合には、株式保有を通じた企業間関係が強化されることによって市場メカニズム機能が妨げられる恐れがあるために制度の枠組みを「維持」すると主張している。この点で、上述の企業法制研究会の「報告」とは、現状認識において大きな相違がある。

とはいえた「中間報告」も、持ち株会社の全面的・一律禁止が制度の目的に反しない場合にもその利用を制限してきたおそれがあることを認めており、制度の目的に反しない持ち株会社を認める方向をうちだした。

また規制の根拠については、「中間報告」は、九条、九条の一および二一条が、その他の規定と異なつて形式的・一律な禁止を規定していることを確認する。そしてこのような形式的・一律な禁止規定が必要な理由は、すでにみた企業集団や系列の広範な存在、法人持ち株比率の高位および株式の相互持ち合いが取引を固定的にしておそれがあることに求められるとする。

「中間報告」は、持ち株会社の有効性についても次のようない主張する。戦略的グループ・マネジメントと事業

マネジメントの分離、円滑な人事・労務管理、ベンチャー・ビジネスの振興、企業グループの再編成の柔軟化・多角化の促進、対日投資の促進および金融持ち株会社等の主張されている有効性は、現行法のもとでの会社形態で達成できるものがほとんどである。つまり「中間報告」は、持ち株会社の必要性について疑問を提起したといえよう。

また制度のハーモナイゼーションの観点から欧米と同様に純粹持ち株会社導入を主張する国際的整合性論についても、「中間報告」は、各國はその経済実態に応じた規制を行う必要があると指摘している。

さらに弊害のみ規制すべきであるという上述の弊害規制論に対しては、「報告」は弊害とみられる行為の特定の困難さ、包括的な規制基準の設定の必要性、弊害と見られる行為の特定および監視の困難性を指摘し、その非現実性を訴えている。

そのうえで「中間報告」は、「制度の目的に反しないと考えられる四つの類型」を列挙する。それは一定規模以下、純粹分社化、ベンチャー・キャピタルおよび金融持ち株会社の場合である。ここでは金融持ち株会社について検討しておこう。金融持ち株会社については、「中間報告」はその有効性を認めている。金融業の相互参入によつて競争も促進される。また破綻金融会社の救済にも金融持ち株会社は有効である。もつとも金融会社の株式保有は、独禁法二一条によつて五%以上を保有する場合には公正取引委員会の認可が必要である。

このように「中間報告」は、政治経済構造の変化にもかかわらず日本には企業集団や系列および株式持ち合いが強固に存在しており、これを規制することによつて市場メカニズムが維持されると主張しており、金融持ち株会社もこのようない規制に抵触しない純粹持ち株会社の一類型として認可されている。このため純粹持ち株会社導

入に伴う弊害の防止という点では評価できる主張といえよう。とはいえたが、政府による規制の類型としては、一律禁止規定はその運用方法によっては市場の活力を阻害しやすい」とも否めない。このためこの主張がより説得力を持つためには、新しい規制のあり方の検討が不可欠であろう。

3 検討されるべき課題

以上検討したように、金融持ち株会社導入論浮上の背景には純粹持ち株会社解禁論をめぐる論争があり、独禁法の一般集中規制を維持するか廃止するか、そしてどのような類型を認めるかがその新たな争点となっている。そこで最後にこの論争で明らかになつた主な論点を整理し、比較制度研究の課題を明らかにしておこう。

第一に、第二次大戦後の政治経済構造の変化をどのようにとらえるかである。「報告」と「中間報告」では、国際化や市場構造の変化については共通した理解も見られるものの、企業集団、系列、株式持ち合い等による事業支配力の過度の集中等の弊害が発生する可能性の評価には大きな差が見られる。そしてこの認識の差が一般集中規制の必要性の評価に関わってくる。このため株式持ち合いの解消の実態分析や企業リストラの現状についての立ち入った検討と議論が必要であり、とりわけ解禁論者は弊害を防止するシステムの提示を求められよう。

第二に、市場における政府の役割についての認識も温度差がある。「報告」は、企業組織のあり方は企業が自ら決定すべきことであり、それが市場メカニズムの活性化をもたらすという主張を随所で行っている。それに対し、「中間報告」は事業支配力の過度の集中の防止は政府の役割であるという点では一貫しており、この点の徹底によって市場メカニズムが維持されるとしている。このため独禁法の一般集中規制が、どのような費用と利益をもたらしてきたかについての立ち入った検討が必要であり、とりわけ原則禁止論者には新しい規制のありかたの検討が要求される。

第三に、弊害だけを規制することの実施可能性の問題である。「報告」は、市場における具体的な行為規制強化を提起したが、「中間報告」はその行為の特定と監視が困難であることを主張した。一般集中規制を廃止しうるか否かは、市場での弊害を招く行為の特定や監視がどの程度実施できるかにも関連する問題であると言えよう。このためには行為規制や監視のガイドラインの検討やその実施のための体制や費用の検討が要求される。

第四に、純粹持ち株会社の有効性の評価である。「報告」は、効率的な企業組織、円滑な人事管理、摩擦の少ない企業結合、消費者利益増進等をその有効性として指摘したが、「中間報告」はこれらを現在の企業組織でも可能と断定した。このためこのような諸点についても具体的な検討が必要であるが、このためには人事、経営、昇進等のシステムが標準的な日本の企業に類似していながらすでに海外で持ち株会社を開拓しているTDK、ヤオハン、高島屋、グンゼ等の具体例が参考になろう（日経、一九九一年一月二一日、一月一日、一九九二年四月二三日、九月一〇日）。

第五に、ハーモナイゼーションへの対応である。経団連によれば、欧米企業から「日本で持ち株会社をつくり異なる業種の事業をやりたい」という声が高まつてゐるとされている（日経、一九九四年三月二一日）。しかしこれに対し公正取引委員会は、純粹持ち株会社解禁は欧米からの系列批判を刺激すると反論している（日経、一九九四年六月七日）。この問題については、各国の金融システムは独自性を持っているとすれば果たして制度を同じにすることがハーモナイゼーションなのかという基本的な問題があるが、とりあえずは系列批判をまねかない純粹持ち株会社のありかたが問題となろう。

第六に、解禁されるべき純粹持ち株会社の類型である。「報告」は、七種類の具体的形態を示し、「中間報告」

はこのうち三類型を認めるとともに、新たに一定規模以下の純粹持ち株会社を認可する方針を示した。このため今後、今回認められなかつた多角化のための持ち株会社、株式持ち合いの受け皿としての持ち株会社、水平および垂直結合のための持ち株会社および家族支配のための持ち株会社の取扱いが議論の焦点となるう。

むすびにかえて

以上の検討によつて確認された論点は、いずれも比較制度研究にとつての新たな課題を提起する。そして冒頭に述べたように、純粹持ち株会社の認可や大企業の株式保有制限の緩和は、企業や金融システム全体のあり方との関連で検討されるべき課題である。すでにアメリカ型金融システムは、アメリカに固有な制度的、政治的かつイデオロギー的な影響力のなかで形成されてもいたことを解説した研究も発表されており（Roe Mark,1994）、各国の制度を比較しつつ日本の特殊性を解明することが新たな課題として浮上すると言えよう。

（北條）

【注】

- (1) 館竜一郎金融制度調査会会长長は、インタビューに対し業態別子会社方式は「次善の策」であったと述べている。「持ち株会社は原則禁止＝部分解禁が望ましい」「エコノミスト」一九九六年一月二三日,pp.52-53°
- (2) 「報告」は、独禁法九条の二大規模会社の株式保有規制の緩和を求めており、「中間報告」も見直しの必要性を認めている。しかし小稿ではこの点の検討は、省略した。

【参考文献】

- 独占禁止法第四章改正問題研究会「持ち株会社禁止制度の在り方について—独占禁止法第4章改正問題研究会中間報告書—」公正取引委員会【公正取引特報】N.O.1-407、平成八年一月八日,pp.1-39°
- 金子晃「持ち株会社解禁論をめぐって」公正取引委員会【公正取引】N.O.537、一九九五年七月,pp.18-23°
- 企業法制研究会「企業法制研究会報告書—純粹持ち株会社および大規模会社の株式保有規制の見直しの提言—」通商産業省産業政策局「企業組織の新潮流—急がれる持ち株会社規制の見直し—」財團法人通商産業調査会出版部、一九九五年,pp.2-130°
- 証券団体協議会「純粹持ち株会社論議と今後の課題」一九九五年一一月。
- 証券取引審議会「証券取引に係る基本的制度のありかたについて」大蔵省証券局【大蔵省証券局年報第一十九回】金融財政事情研究会、一九九一年,pp.75-88°
- Roe, Mark. *Strong Manager and Weak Owner: Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton,1994.

社債決済制度改革論議の 飛矢一弓同生

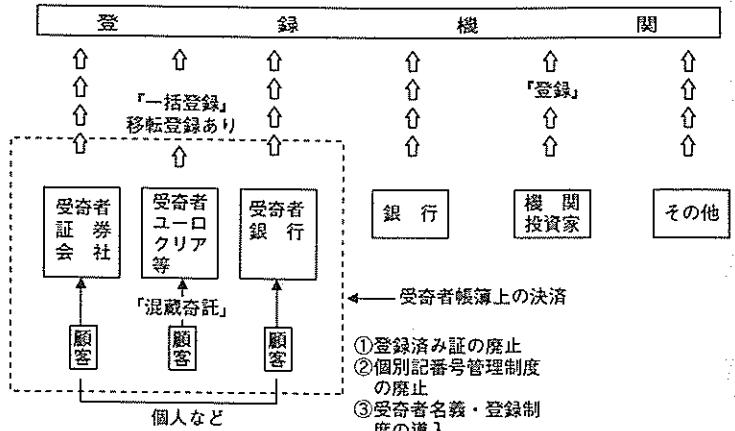
はじめに

前回レポートで報告したように、社債決済制度改革が大蔵省内の社債受け渡し・決済制度研究会で進められており、制度改革をめぐっては社債登録制度がその中心となつてゐる。そして、この点については、かねてよりセデルやユーロクリアのような集中決済機構の導入を主張する証券界と、現行の社債登録制度の改善で対処しようとする銀行界との間で意見が対立し、現在まで決着を見ていないことはすでに述べたとおりである。

現在のところ、銀行界の主張する案と証券界の主張する案との一案で刷り合わせ作業が進められているようであるが、これについては前回簡単にしか触れられなかつたので、今回はこの両案の骨子について伝えられている範囲で紹介する。そして、日銀ネットを活用する案が有力視されているが、これについても紹介・検討したい。

〔社債受け渡し・決済制度研究会の論議〕

現在社債決済制度改革論議の舞台となつてゐるのが、昨年七月に大蔵省内で証券局長の私的研究会として発足した「社債受け渡し・決済制度研究会」であるが、この研究会は蟻山昌一・大阪大学教授が座長を努め、野村證券などの証券会社、日本興業銀行、富士銀行、さらに日本生命保険などの機関投資家、新日本製鐵など産業界の代表が参加メンバーとなつております。常務専務以上で構成されている。



(出所) 「日経公社債情報」、1996年3月4日、5ページ。

このうち、まず①案は、大蔵省内でかつて開かれた社債等登録制度研究会が一九八八年に提言したものであり、移転登録の際に添付する登録済証を廃止することによって、登録請求手続きの迅速化を図るとともに、個別記番号制を廃止することによって残高管理を行い、本券発行も容易になるというものである。また、受寄者名義登録とは証券会社、銀行などの「受寄者」が顧客から寄託を受けている社債について、受寄者名義で登録することを可能にし、受寄者が異なる顧客間の売買は移転登録で行うことを可能にするというものであ

る（第1図参照）。

これに対して、②案では集中的な決済機関が設立され、証券は「最終投資家→機関参加者→機関」の順で混蔵寄託され、それぞれの段階で寄託者名義で銘柄別に帳簿上の口座管理が行なわれ、最終投資家、機関参加者は混蔵寄託された証券全体の上に共有持ち分を取得することになる。そして、機関は寄託された証券を一括して集中保管する。したがって、決済は機関の帳簿上の口座振替によつて行われ、その際資金と証券の同時決済（DVP）サービスが行われることが望ましいというものである。

③案と④案については後述するが、①案に対しても公社債引受協会が、一九九三年六月の「普通社債流通市場の改善にむけて」のなかで、種々の実務的問題点があることを指摘し、さらに日本証券業協会と公社債引受協会共同の「決済制度等専門委員会」が一九九四年六月中間報告「債券決済制度の改善について」で、三点セット案の不十分さを詳細に検討した。^(注1)また、法律的な点でも、個別記番号管理制度の廃止や受寄者名義登録制度を導入するためには社債等登録法改正や商法改正が必要であるために数年の日数を要し、法務省側の見解も否定的なものであったこともあり、案としてはかなり後退していた。また、②案はさきの中間報告で提案されたもので、「三点セット」案の問題を根本的に解消するためには、債券決済取引サービスは、中立的な集中決済機関による振替決済によつて提供されることが望ましいという立場に立つている。つまり、ユーロクリアやセデルのような海外の集中決済機関を国内に導入しようとするものである。そして、これには、一九八九年G-30^(注2)が「国際的決済制度の改善」を勧告したこと^(注3)も背景にあり、提案当初は大蔵省もこれを支持したといわれているが、実際に集中決済機関を設立するとなると、その費用は多額なものになり、その出資負担および社債等登録法改正の問題もあり、さらに銀行側からの反発も強く、その後案としては後退した。

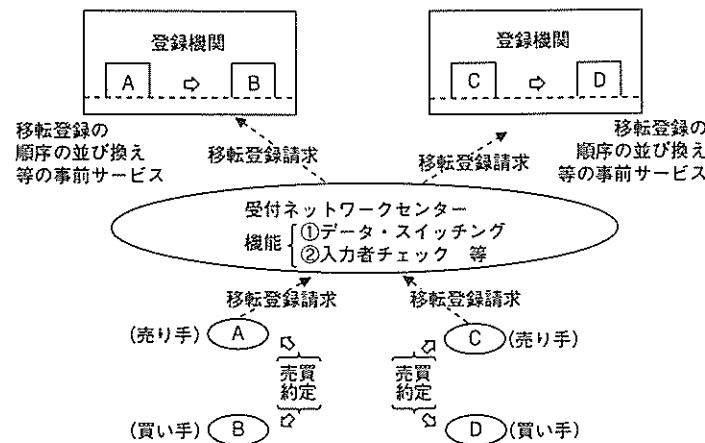
そして、結果的に昨年二月の会合での「理想論よりも現実論を」という証券局長の発言もあって、①案と②案は検討対象からはずされたと報じられている。^(注5)しかし、この発言がなかつたとしても、①案は実務上の難点ゆえに廃案とならざるを得ず、また②案は社債登録制度による既得権益維持を図る銀行界に対しても、証券会社側はコスト面から振替決済機関設立を押しきれなかつた点があり、実現性に乏しかつたことは^(注6)否定できない。したがつて、検討対象とされる案は、自ら③案と④案に絞られたわけである。

〈いわゆる「内藤私案」とその後の銀行界案〉

いわゆる「内藤私案」とは、全大蔵省証券局公社債市場室・内藤純一室長が昨年二月に提案したものであるが、この案では法律改正を伴う社債登録制度の撤廃はせず、登録済証の廃止と移転請求のオンライン化を骨子とするものであった。そして、このオンライン化の核となるのは「受付ネットワーク・センター」であり、ここに移転登録請求が集中化され、データ・スイッチング、入力者チェックなどがなされるというものである（第2図参照）。この案はもともと経団連の「格付けを巡る証券市場懇談会」で証券・銀行界に非公式に提示されたものであり、「銀行と証券が対立する中で現実的な改革案」を提示することが意図されていたのであるが、案自体が従来からの日本興業銀行の主張に近く、重要情報の管理面での問題が残ること、さらに「受付ネットワーク・センター」といわれるものが、基本的にコンピュータ装置であり、その際のオンライン化のコスト負担の申し出が日本興業銀行からなされたこともあって証券界から強い反発があつた。そして、論議の舞台であつた経団連の「格付けを巡る証券市場懇談会」も打ち切られた。

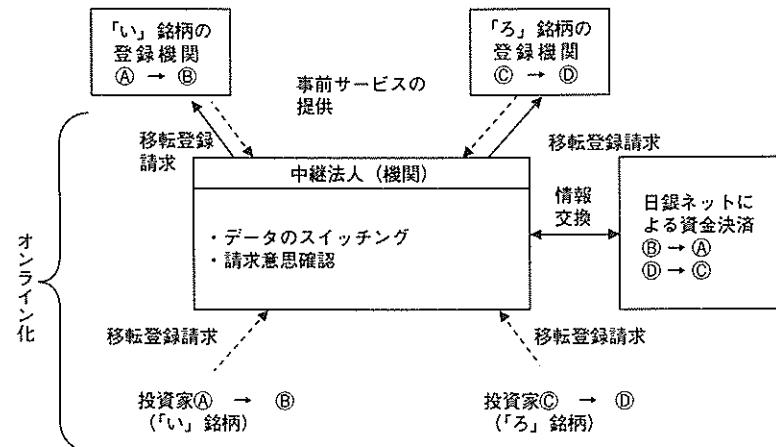
そして、現在の「社債受け渡し・決済制度研究会」では、先に触れたように、この「内藤私案」が検討対象と

第2図 「内藤私案」



(出所) 第1図に同じ、4ページ。

第3図 富士銀行案



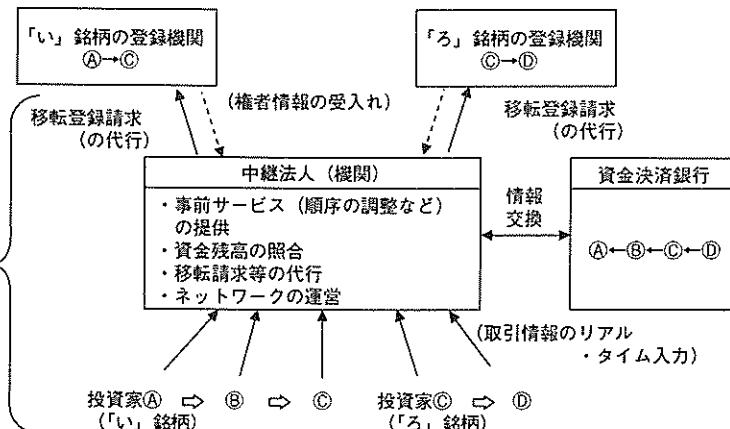
(出所) 第1図に同じ、5ページ。

〈証券側の「中継法人案」〉

証券界が主張してきた振替決済制度案が後退し、前回の「格付けを巡る証券市場懇談会」で「内藤私案」が提示され、そして今回の「社債受け渡し・決済制度研究会」で事実上検討課題から外されたことから、いわば証券界側の譲歩案として提示されたのが、「中継法人案」である（第4図参照）。この案が具体的に提示されたの今回の研究会の過程であり、野村証券が提示したものであるが、その内容は「内藤私案」で「受付ネットワーク・センター」とされたものを具体的に「中継法人」として設立し、ここで順序の調整などの事前サービス、資金残高の照合、移転請求などの代行、ネットワークの運営などを行なうというものである。ここでいう事前サービスと

して残されたわけだが、現在銀行側の提示している案は、この「内藤私案」を基礎にしながらもより具体的なものとなっている。すなわち、今年一月の同研究会の会合で富士銀行側の提示した案は、Ⓐ「受付ネットワーク・センター」を単なるコンピュータ装置とせずに、中継機関を設立する、Ⓑ現在文書で行なわれている登録請求をオンライン化することによって移転手続きの迅速化と簡素化を進める、Ⓒ中継機関と日銀ネットをつなぐことでDVPを実現する、というものである（第3図参照）。そして、中継機関の機能として、Ⓓ債券売買情報を証券会社と登録機関の間で振り分けること（スイッチング）、および売手に対する請求意志の確認作業とに限定するものとしている。したがって、見方によつては内藤私案をもとにしながらも、中継法人を設立するという点では、後述する証券側の「中継法人」案と形式的には類似したものとなつていて、しかし、この富士銀行案に対して証券側からは賛否両論の反応があつたといわれている。^(注7)この点について証券側の中継法人案を紹介しながらみていこう。

第4図 野村証券案



(出所) 第1図に同じ、4ページ。

は、移転請求を行なう際の移転登録請求書の順序調整を行なうことであり、現在登録機関はこれを行なう権限がないとされているため、証券会社が無償サービスとして行なっているものであるが、短期間に頻繁な売買が生じた場合やカラ売りが生じた場合は、登録済証の保有者の週及に手間と時間を要するものとなつておる、通常社債決済制度の問題点として名義変更手続きに時間がかかりすぎるといわれる主因となつておる。^(注8)また、この決済と名義変更との間に発生した信用リスクが市場全体に波及し、システム・リスクへと拡大する可能性をもつといわれる所以となつておる。それゆえに、「前さばき」といわれる事前サービスの迅速かつ効率的な提供は、単なる事務手続き上の技術的問題ではなく、システム構築の核心的な問題ともいえる。したがつて、さきに述べたように、富士銀行が「中継機関」案を提示した際、その形式的な類似性と日銀ネットの活用という点で、証券界から肯定的な評価が示されたと同時に、

このシステム構築の核心的部分で隔たりがあつたために否定的な反応も示されたのである。

〈日銀ネットによるDVP実現〉

しかし、野村証券の「中継法人」案にたいして、さきの富士銀行の「中継機関」案が示されたことによつて、論議は従来の平行線から一步近寄つたされておる。とくに、二月の会合で蟻山座長が「公社債流通制度の改革案作成の原則」(いわゆる「蟻山五原則」)を示したことによつて、いくつかの合意事項が成立した。^(注9)

この蟻山五原則とは、改革案は早急に実現可能なものであり、市場参加者が進んで利用するものであることを大前提としたうえで、①決済遅延の解消、②証券と資金の同時決済(Delivery Versus Payments: DVP)の実現、③将来への発展性、④制度の中立性の確保、⑤効率的でコストが適切、といふものであり、いわば長年平行線をたどり、銀行と証券の業界問題化したとみられておいた論議のなかで接点となつた事項をまとめたものといえる。

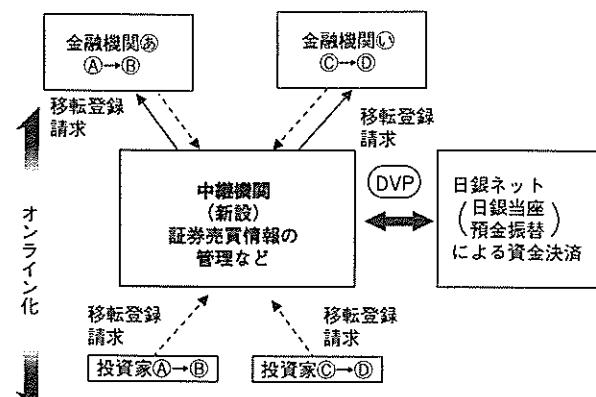
そのなかでも、DVPにおいては日銀ネットを利用する方向で合意が成立し、作業部会で具体的な詰めの作業が始まつており、大蔵省・日銀もその結論をみておると伝えられている。^(注10)

このDVPとは、決済日において保証された支払いを対価としての証券の同時引渡しとして定義され、先のG-30の勧告にも盛り込まれるべき機能と位置付けており、参加者が機関内に証券と資金の双方の口座をもつことが可能ならばこのサービスの提供も容易であろうとしていたが、これを実現するためには何らかの集中機関が必要であり(第5図参照)、銀行側と証券側とが中継機関を設立することで一致したことが、DVPの土台となつたわ

けである。

そもそもG-30勧告の背景は、安全かつ迅速な決済制度が伴わない」とによって生じるリスクが顕在化してきた」とあり、とくに国際的な決済の結了が困難になると危機的事態がもたらされる」とが明確になつた」とである。そして、民間団体であるG-30が各国の規制当局および市場関係者の意見を踏まえ、国際証券管理者会議（I S S A）と国際証券取引所連合（F I B V）などとの連係のもとに作成したのが、この勧告であった。ただし、この勧告ではD V Pが厳密に定義されておらず、D V Pのあり方によってはプリンシバル・リスク（売手のデフォルトによって購入代金を支払ったものの、対価となる証券の受取りができない場合、またはその逆の場合に生じるリスク）を完全に除去できない場合も考えられるという指摘もなされている。したがって、B I Sの支払・決済委員会のD V P小委員会は、一九九二年に「証券決済制度におけるD V P」とする報告書をまとめ、この点について検討している。^(注13)確かに現時点では、社債決済制度にどのような形でD V Pを導入するのかについて、先の研

第5図 日銀ネットによるDVPのしくみ



(出所) 「日本経済新聞」、1995年3月13日。

究会において詳細な検討がなされているものと思われ、いずれ結論を待つて決済リスクがどう軽減されるのか、またそれでもなおどのようなリスクが残されるのかを考察する必要があると考えられるが、いざれにせよ「証書」や「預かり証」といった、業者間ないし業者・顧客間信用のみを基礎とする文書でもって決済がなされている現状からすれば、D V Pの導入はリスクの軽減といふ点で大きな進歩であることは間違いないだらう。

したがつて、今後具体的にどのような形でD V Pが導入されるのか、そしてそれと接続する中継法人の業務内容およびコストはどういうなものになるのか、さらに投資家を含めてそのコスト負担はどうに分担されるのかが注目されるところである。

[注]

- (1) 江頭憲治郎「社債の決済制度」(江頭憲治郎他編「現代企業立法の軌跡と展望」、商事法務研究会、一九九五年、所収)、二六一ページ、参照。
- (2) G-30が、the Group of Thirty の略であり、正式なthe Consultative Group on International Economic & Monetary Affairs, Incorporated やある、一九八七年に設立された民間の非営利団体である。
- (3) Group of Thirty Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets, 1989, ぬかる国際証券取引所連合「国際的決済制度の改善」、「証券」、一九八九年一一月、参照。
- (4) 江頭、前掲、二六二ページ、参照。
- (5) 「動き出す公社債決済制度改革」、「日経公社債情報」、1011号、一九九六年三月四日、三三ページ、参照。
- (6) 抽録「社債登録制度と流通市場」、「証研レポート」、一九九六年三月、一七ページ、参照。

(7) いの間の経緯については、前掲「動き出す公社債決済制度改革」に詳しい。

(8) いれらの問題点について詳しきは、決済制度専門委員会「債券決済制度の改善」について、一九九四年六月、第一章、参照。

(9) 「日本経済新聞」、一九九六年二月一四日、参照。

(10) 「日本経済新聞」、一九九六年三月一三日、参照。

(11) G-30の勧告五では、「アゲンスト決済(DVP)をすべての証券取引の方法として採用する」と。DVPは一九九一年までに実施するといふ」となつてゐる。ただし、G-30の勧告では、「これが最も効率的に機能するためには、究極的な目標としては、ロハシヨータによる証券振替システムとリンクした当口資金制度の利用が必要であるしながらも、選択的な形では、当口資金を必要しないものDVPは達成可能であるとしている。そして、多くの市場での当面の課題はDVP制度を採用することであるとしている。

(12) 清田康之「証券決済制度のあり方にについて」、「財界観測」、一九九六年一月一日、八ページ、参照。

(13) BIS Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems, September 1992

「デリバティブと金融政策」

デリバティブ取引が金融市場各分野に与えているインパクトについては、すでにやまやまな検討がなされてい
るが、小稿では、金融政策への影響という観点から（主に金利関連取引を念頭に）デリバティブ市場の意味の一
端を探ることとする。というのは、デリバティブ取引は、金融取引をその構成要素に分解することによって、市
場参加者に自らの選好に応じたリスクバスケットの組成を可能にするものであり、言い換えるば、従来の通貨取
引と資本取引、短期市場と長期市場といった区分を相対化する⁽¹⁾ことで、金融政策が管理・誘導対象としてきた通
貨、インターバンク市場の概念そのものを問い合わせ直すものとなり得るからである。以下、中央銀行のレポートな
どによりながら、簡単な整理をおこなつこととする。

- (1) BIS 「金融派生商品市場の拡大に伴うマクロ経済と金融政策上の論点に関する報告書」(アスーン報告書、堅約部分)『日本
銀行月報』一九九五年三月、同『日本銀行オフバランス取引研究会誌』『変貌する国際金融市场』(アロマセル報告書)『金融財
政事情研究会』一九九二年、「オフバランス取引の拡大とわが国金融市场の課題』『日本銀行月報』一九九三年一月、"The
monetary policy implications of the increasing use of derivative financial instruments", Deutsche
Bundesbank Monthly Report, Nov.1994."The information content of derivatives for monetary policy".
Deutsche Bundesbank Monthly Report, Nov.1995."Derivatives—a central banker's view", Bank of England
Quarterly Bulletin, August 1994.

デリバティブ取引の特徴

デリバティブ取引の特徴としては、繰り返し指摘されていることではあるが、まず、オフバランス取引であるにもかかわらず、貸出などのオンライン取引と全く同じキャッシュフロー、リスクとリターンの組み合わせを作り出せることがあげられる。すでにこの点で、同じく簿外取引であるといつても、債務保証など従来のものは大きく異なっている。その結果、市場参加者にとってのオンライン取引の役割は相対的に低下することとなり、同時に、貸借対照表上の変化を中心にミクロの経済活動をとらえようとしてきた制度や監督方法は空洞化せざるをえないものである。この点は会計、情報開示、自己資本基準などに関して現在急ピッチで進められている制度改革を促した大きな要因の一つである。

しかし、デリバティブのより大きな特徴は、原資産取引にともなうさまざまなリスクの中から、マーケットリスク（とそれに伴うリターン）だけを取り出して取り引きできる点にあると思われる。しかしこれだけであれば、その機能は価格変動商品に対するヘッジないし投機の手段を提供したというにすぎない。ところが、マーケットリスク取引を原資産のオンラインにおける従来の取引と組み合わせることによって別の範疇のリスクをも一つの独立した商品として抽出するところに、大きな意味があると言えよう。例えば、変動金利で調達した資金を固定金利で運用している場合に、金利スワップで調達金利を固定化すれば、資金運用にともなうリスクのうち金利リスクはヘッジされたわけであるから、信用リスクだけを負担することが可能となる（単純化のため、完全な裁定取引がなされ、決済リスク、流動性リスク等その他のリスクは存在しないと仮定する）。そして、このようにして抽出された各種のリスクを組み合わせることによって、これまで存在していなかつた金融商品を生み出すことが可能となると同時に、そこから翻つて、従来一つの取引として認識されていた金融取引（例えば債券投資）

を、別々の経済行為（マーケットリスクの負担と信用リスクの負担）を合成したものとみなすことが可能となつたのである。こうした金融商品の分解と合成は、当然に、それを扱う金融業務・業態の分解と合成に直結するものであり、そのことは、旧来の金融商品と業態との排他的な対応関係を前提としてきた金融行政・金融政策に大きな課題を提起するものとなつてているのである。

金融取引全体・マネーサプライへの影響

こうした特徴が金融政策に与える影響として、はじめに、マネーサプライを左右する金融取引・実体経済に対する影響を見てみよう。

わずかな通貨によつて、（想定元本としては）大きな額の金融取引をおこなえる（「テコの原理」）という点からすれば、それは通貨の節約すなわち通貨需要の縮小をもたらすことになるであろう。しかし、デリバティブの導入によつて金融取引全体が拡大すれば、金融取引の基底に位置する通貨への需要も高まるはずである。どちらの要因が強く作用するかは経験的に判断するほかないと思われるが、ではデリバティブ取引はどうにして金融取引を拡大させるのであろうか。

デリバティブによる金融取引の拡大、さらには実物経済の成長は、一言で言うと、それまで市場の不完全性によつて存在しえなかつた取引が可能となることによつて生じると考えられる。例えば、資金運用あるいは貸出は、デリバティブ取引「以後」の見方からすれば、信用リスクと価格（金利）リスクの双方を負担する行為だということになるが、デリバティブ取引「以前」には、貸出を二つの取引に分解することはできず、一つの取引として一つの市場参加者が担うほかなかつた。逆に言えば、価格リスクと信用リスクのどちらか一方しか負えない者は、

貸出業務からは排除されていたのである。しかし、デリバティブ市場の誕生によつて、誰もが自らのリスク選好とリスク負担能力に応じて融資市場の一画に参加することが可能となつたのである。つまり、従来に比べて市場の参入障壁が低下したため、これまで排除されていた者がその一端を担うことで、市場は拡大すると同時により効率的になると考えられるのである。例えば、金融制度調査会基本問題検討委員会報告「金融仲介機能の新たな展開への対応」（一九九五年五月二六日）では、「異なるリスク選好を持つ経済主体間の取引を通じて社会全体として最適なリスクシェアリングを実現するという側面」（『金融』一九九五年六五号、四九頁）が強調され、デリバティブをゼロサムゲームとして理解することが否定されている（五七頁）。

こうしたメカニズムが実際に機能すれば、確かに、通貨需要量、マネーサプライの増大にまで至る可能性も否定できないであろう。しかしながら、以上で取り上げているのは、原資産取引におけるリスクの分散だけであつて、デリバティブ取引をおこなうことによって新たに生じるリスクも考慮にいれる必要がある。つまり、原資産の取引にともなうリスクはデリバティブでヘッジされたとしても、それだけでは、そのデリバティブ取引にともなうリスクが残つてしまふのである。そのリスクは金融取引を縮小させないのであるうか。⁽²⁾

店頭デリバティブ取引における信用リスクを考えてみよう。デリバティブ取引においては、取引相手が債務（契約）不履行となつても通常の貸出等と異なつて元本の回収不能という意味での信用リスクは存在しない。しかしの場合でも、取引相手から得られるはずであつたキャッシュフローが失われるため、原状を回復するためには同じ取引をデリバティブ市場でもう一度おこなう必要がある。そして、この再構築のためのコストが、デリバティブ取引における信用リスクとなるのであるが、それは再構築が必要となつた時点（＝相手の倒産時点）におけるデリバティブ市場での取引価格そのものであるから、結局は、マーケットリスクの形で把握することが可能であるとされている。

しかしながら、再構築コストをもとに信用リスクを算出するカレントエクスボージャー方式の採用には、コンピューター投資などに膨大なコストが必要となることから、実際には想定元本に一定の掛け目を掛けるという、十全とは言い難いオリジナルエクスボージャー方式の併用が内外を問わず認められている。⁽³⁾しかも、潜在的なリスクの大きさが確定されたとしても、それが顯在化する蓋然性、つまり、取引相手の破綻の可能性はどのようにして把握できるのであろうか。それは、結局、相手の情報開示に依存せざるをえないのであるが、日本においては、価格の客觀性を理由に店頭デリバティブは開示の対象に含められておらず、しかも海外子会社がおこなつてゐるデリバティブの実態も連結ベースで開示されていないのである。となると、疑わしいものとは取引禁止とばかりに、取引相手を高い格付けを得てゐる機関に限定するか、あるいは逆に、信用リスクを十分把握できないまま、実際には高リスクの参加者を巻き込む形で市場が拡大していくかのどちらかとなつてしまふ可能性が高い。とすれば、デリバティブ取引は、原資産市場に対してもリスクの分解によつて市場参加者を拡大し、市場の効率と規模を高めるものであつたとしても、デリバリティ取引そのものの市場構造は、きわめて非効率なものとなりかねないのである。情報開示の拡充は、こうした点からも要請されるのであるが、このように考えると、デリバティブ取引がマネーサプライを拡大させるまでに原資産取引や実体経済を拡大させることは必らずしも言い切れないので思われる。

(2) 取引所取引の場合には、清算機関が介在することになるため信用リスクは原則的には存在しない。

(3) 金融制度調査会金融機関のデイスクリージャーに関する作業部会報告「金融機関のデリバティブ取引の情報開示について」

多胡秀人「デリバティブと長期金利」[証券経済]第一九四号、一九九六年三月、六八—七一頁。また前掲プロミセル報告も、(その主たる根拠は「規模の経済」に求められているが) デリバティブ取引を中心とした国際インバウンド市場における市場の集中化・一層化を指摘している。

金利政策への影響

デリバティブ取引は金利形成に対しても、どのような影響を与えるのであろうか。すぐに理解できるのは、より滑らかなイールドカーブが作り出されるであろうということである。従来、イールドカーブは債券の流通利回りを中心に把握されてきたが、長短分離規制の残存による銀行預金や各種債券の満期期間の制限や、上場・非上場による会計上の違いからの利回り格差の発生などによって、十分に連続的な曲線が描かれているとは言えなかつた。しかしながら、例えば金利スワップを用いれば、そうした従来の金融商品への規制は回避できるのであって、その結果、規制から自由な利回り曲線が形成されるのである。

このことは、金融政策の観点からすれば、短期金利への調節策が、規制による市場の分断に遮られることなくただちに長期金利へと波及するようになることを意味する。逆に言えば、業態分野の区分に基づく人為的な金利体系の維持や、アベイラビリティの調節といった旧来の政策手段は、もはやその存在根拠を失つたということになろう。

しかしその一方で、デリバティブの発達によつて金利リスクが過度にヘッジされることになれば、金利調節はその効果を失うことになつてしまふ。と言うのは、確かにすべての市場参加者が同時にリスクを解消することは不可能であるが、仮に金融政策の波及媒体として重要な役割を果たしている大手金融機関が、その金利リスクを不可能であるが、仮に金融政策の波及媒体として重要な役割を果たしている大手金融機関が、その金利リスクを

金融政策指標への影響

次に、デリバティブ取引が、指標としてのマネーサプライや金利に与える影響、つまり、マネーサプライや金利そのもののへの影響ではなく、政策運営目標を示す指標としてのマネーサプライや金利とデリバティブとの関係について見てみよう。

例えば、先物で価格リスクをヘッジした国債投資は、そのリスクエクスパートから見れば同期間の銀行預金と同じであると言える（国債と銀行預金の信用リスクが同じだと仮定する）。しかも、ヘッジ付きの国債投資のほうが定期預金に比べてより流動性が高いのであるから、決済機能においてはむしろ前者のほうが通貨により近いと考えることができるはずである。したがつてこの場合、現在おこなわれているように、銀行預金（と市中流通現金）によってマネーサプライを把握したのでは、流通通貨量を過小評価することになるのである。また、逆の場合も考えられる。定期預金と同時に債券先物を買えば、それは現物での国債投資と同じとなる。つまりこの場合には、国債投資の一部にすぎない銀行預金が、「通貨」としてマネーサプライ（M₂+CD）に算入されてしまうのである。こうした点からすれば、銀行が唯一の決済機能提供機関であるところから銀行の債務である預金を「通貨」の中心とみなして通貨量を測定するという方法は、デリバティブ取引の浸透とともになつて実効性

を失う可能性も否定できないように思われる。

では、金利指標はどうであろうか。金利の場合には、デリバティブによる金融取引の要素分解機能がプラスに作用し、金利の指標性を高めることになると思われる。すなわち、(先物) 金利のみを独立して取り引きすることによって、市場参加者の期待金利のありかたを金融政策当局に知らせることになるからである。従来も、現物市場のイールドカーブから特定の時点を起点とする期待金利を逆算することは可能であったとはいへ、債券市場の流動性が十分でなければそのような導出方法は不完全なものにとどまらざるをえない。しかし、先物や先渡し形態での金利取引が活発になれば、それは、リスクプレミアムの変化をともなうものとはいへ、より正確な期待金利を伝えるものとなりうるのである。また、金利先物オプションにおけるオプションプレミアムの変化は、将来のボラティリティに関する市場の見方(インプライド・ボラティリティ)を示すものとして利用可能である。単純化すれば、例えばオプションの価格が上昇したとすれば、それは金利取引における保険料が上昇したということであるから、市場参加者が、オプション期間中、金利のボラティリティは上昇する、ないし金利水準については不確実であると予想していることを意味すると解釈できるからである。

このように政策指標に関しては、マネーサプライなどの量的指標に対してもその計測はより困難になると思われるが、それは、デリバティブが、金融商品の量的把握の前提となる従来の金融商品(取引)の区分を解体・再編成する機能をもつためであろう。逆にその一方で、金利などの価格指標についてはその透明性を高めると考えられるのは、金融商品の区分が一旦取り扱われることで、あらゆる金融商品を含む一つの「金融商品集合」が形成され、そこでの単一の価格体系として金利が析出されるということではないだろうか。

このように、デリバティブが与える影響については、その一部だけを取り出しても極めて多面的であり、現実の金融政策の運営においては、実際の市場動向を見ながらその時点時点の状況に応じた対応が積み重ねられるほかないと思われる。しかし、試行錯誤を繰り返すには市場規模はあまりに大きくなつており、各層で慎重かつ堅実な対応が求められていることは繰り返すまでもないであろう。

(伊豆)

日経平均先物・オプション 平成八年三月限

日経平均株価は二月一四日に一九二二七円をつけた後、アメリカ市場の好調と住専問題の政治決着を受けて反発し、二月一四日には二〇九四三円にまで達したが、その後は住専問題の紛糾や短期金利の上昇などからじわじわと反落した。三月八日のSQ値は日経平均先物・オプションで前日比二七五円八七銭安の一九六八一円二八銭、TOPIX先物・オプションで前日比一二・八八ポイント安の一五一七・二九ポイント、日経三〇〇先物・オプションで前日比一・五四ポイント安の一七八一・五七ポイントといずれも値を下げたが、前引け前には反騰に転じ、大引けではいずれの指標も上昇していた。

本稿では大阪証券取引所（大証）の日経平均先物平成八年三月限を中心に、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TOPIX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、建玉代金比は八・六八であり、二月限期に比べてそれぞれ〇・〇一ポイントの増加と〇・六〇ポイントの減少であった。この間、現物市場の売買代金は大幅に増大しており、先物市場の売買代金もほぼこれに見合って増大し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

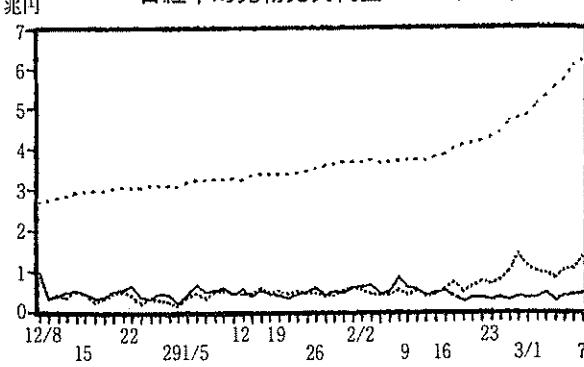


図2 日経平均先物売買代金および建玉代金の
東証一部売買代金に対する比率

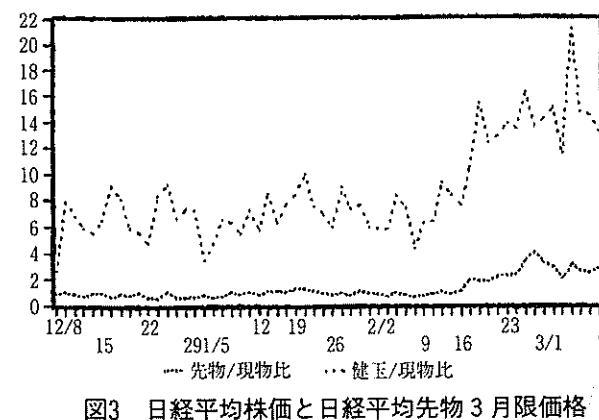


図3 日経平均株価と日経平均先物3月限価格

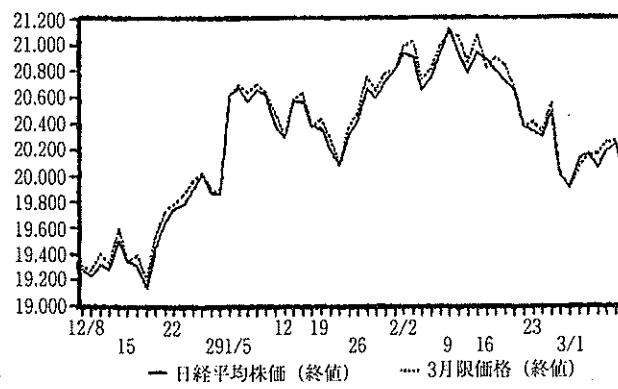


図3は日経平均株価と日経平均先物3月限価格を、図4は3月限価格の理論値からの乖離率を、図5は3月限

と六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3月限と六月限の売買高と建玉を表わしている。

先物価格は上方に乖離しがちであったが、限月間スプレッドにはこうした傾向は見られず、株価の先行きを先物市場が先取りしていくようである。売買高の限月交替は取引最終日七営業日前の二月二七日、建玉の限月交替は五営業日前の二月二九日であった。

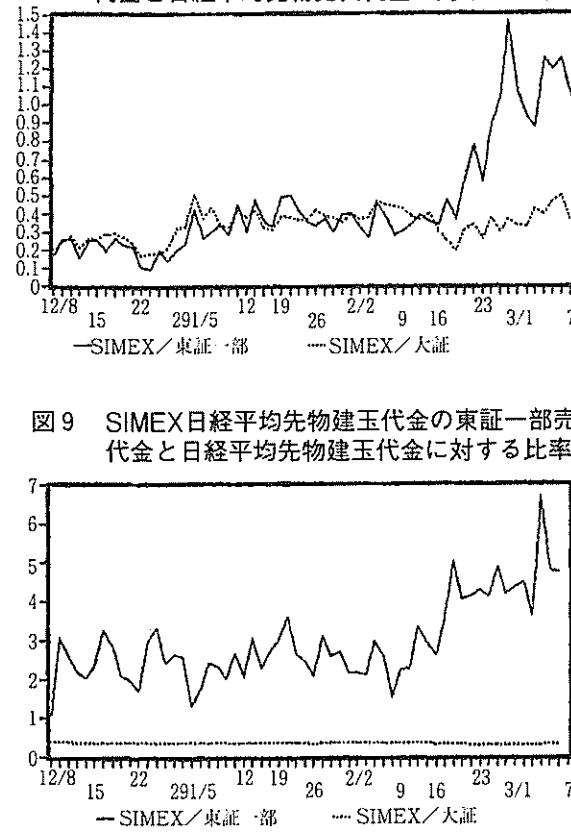
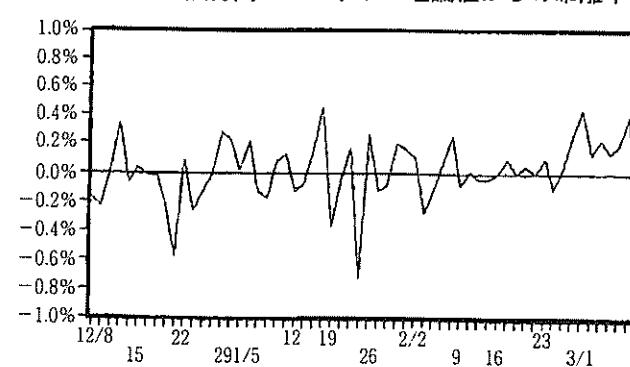


図7はSIMEX日経平均先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図8はSIMEX日経平均先物売買代金の比率を、図9はSIMEX日経平均先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は〇・四六、大証日経平均先物売買代金比は〇・三四、東証一部建玉代金比は二・九五、大証日経平均先物建玉代金比は〇・三五であり、一二月限期に比べてそれぞれ〇・一二・三ポイント、



The graph displays four data series over time:

- 3月限売買高 (3-month limit buying and selling volume):** Represented by a solid line, it shows low volatility throughout the period.
- 6月限売買高 (6-month limit buying and selling volume):** Represented by a dotted line, it remains near zero until late February, then rises sharply to peak around 3,000 on March 1st.
- 3月限建玉 (3-month limit open interest):** Represented by a dashed line, it shows a steady increase from approximately 1,000 in January to about 2,500 by March 1st.
- 6月限建玉 (6-month limit open interest):** Represented by a dash-dot line, it starts at zero and begins to rise significantly after March 1st, reaching nearly 3,000 by March 7th.

経平均先物やSIMEX日経平均先物よりもやや大きめであったことがわかる。そして売買高の限月交替は取引最終日八営業日前の二月二六日、建玉の限月交替は取引最終日七営業日前の二月二七日であった。

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

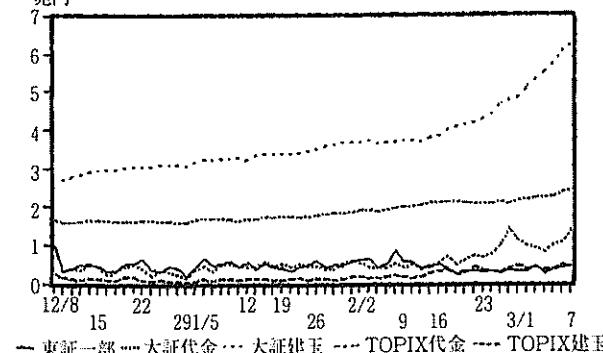


図14 TOPIX先物売買代金の東証一部売買代金と大証日経平均先物売買代金に対する比率

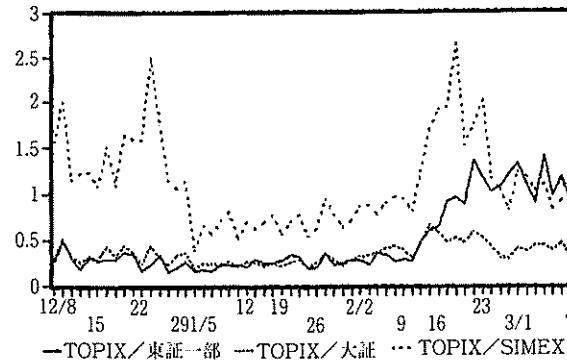


図15 TOPIX先物建玉代金の東証一部売買代金と大証日経平均先物建玉代金に対する比率

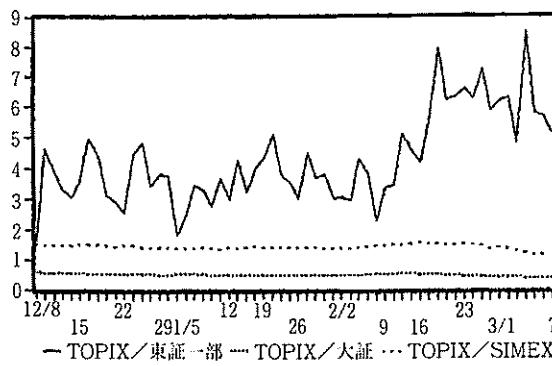


図13はTOPIX先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図14はTOPIX先物売買代金の比率を、図15はTOPIX先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は○・四九、大証日経平均先物売買代金比は○・三五、東証一部建玉代金比は四・二七、大証日経平均先物建玉代金比は○・五一であり、一二月限期に比べてそれぞれ○・○五ポイント増加、○・○四ポイント増加、○・○一ポイント減少、○・○一ポイント増加していた。

図10 SIMEX日経平均先物価格の理論値からの乖離率

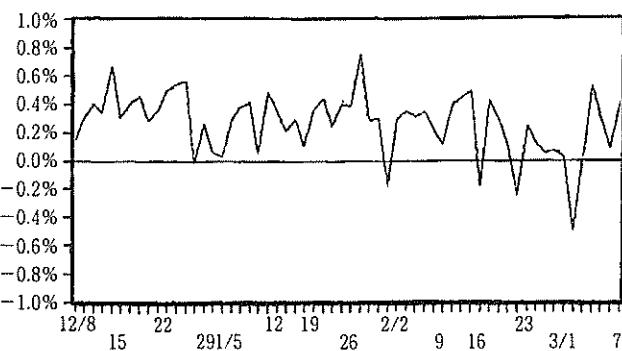


図11 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

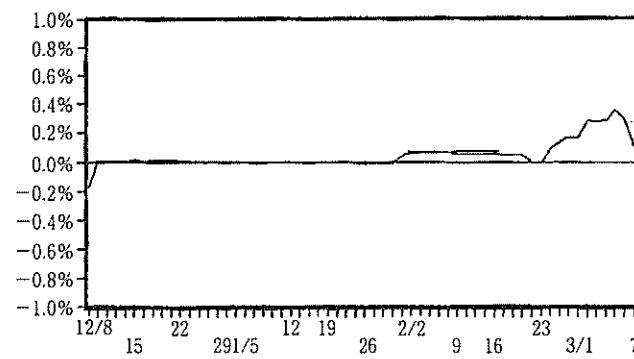
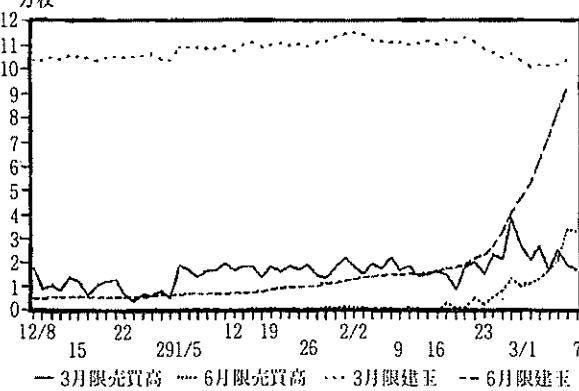


図12 SIMEX日経平均先物3月限と6月限の売買高と建玉



少、○・○七ポイント減少、変わらず、であった。
 図22は日経三〇〇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は三月限と六月限の売買高と建玉を表わしている。日経三〇〇先物価格の上方乖離はTOPIX先物と同様であったが、最終的には建玉の限月交替と同様に取引最終日前日の三月六日であった。

図19 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

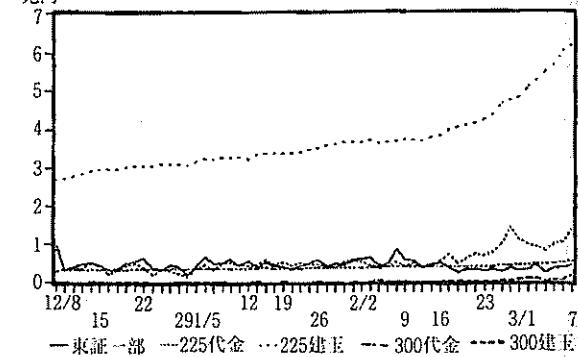


図20 日経300先物売買代金の東証一部売買代金と日経平均先物売買代金に対する比率

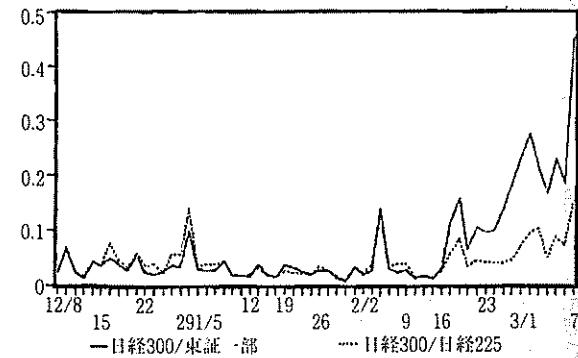


図21 日経300先物建玉代金の東証一部売買代金と日経平均先物建玉代金に対する比率

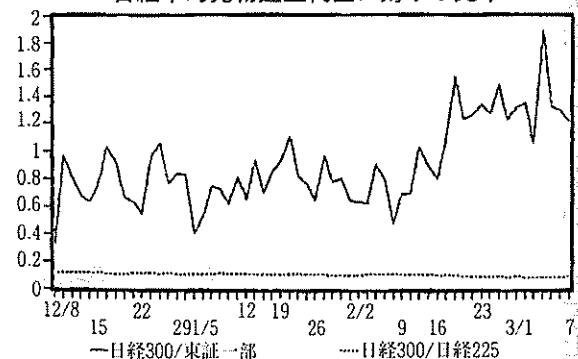


図19は日経三〇〇先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図20は日経三〇〇先物売買代金の比率を、図21は日経三〇〇先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は○・○七、大証日経平均先物売買代金比は○・○四、東証一部建玉代金比は○・九〇、大証日経平均先物建玉代金比は○・一一であり、一二月限期に比べてそれぞれ○・○一ポイント増加、○・○一ポイント減少

図16 TOPIX先物価格の理論値からの乖離率

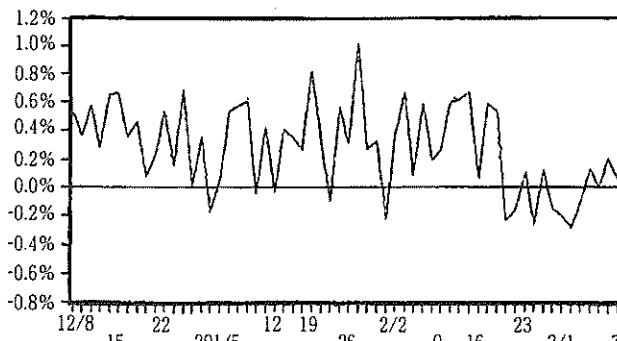


図17 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

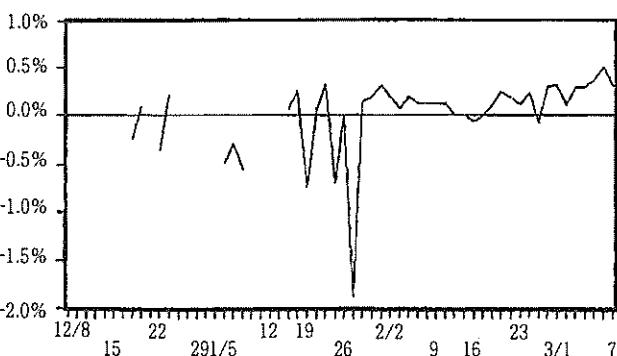


図18 TOPIX先物3月限と6月限の売買高と建玉

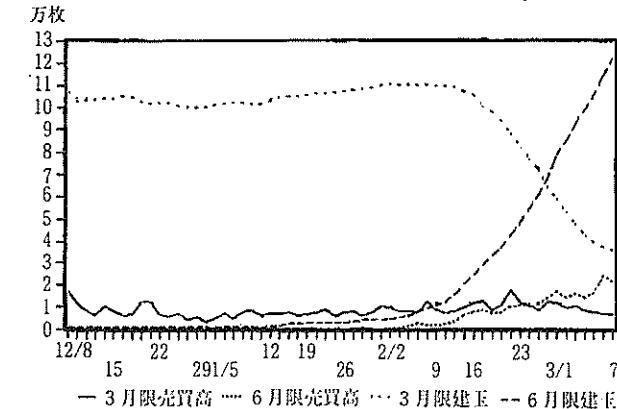


図25 日経平均株価のボラティリティ

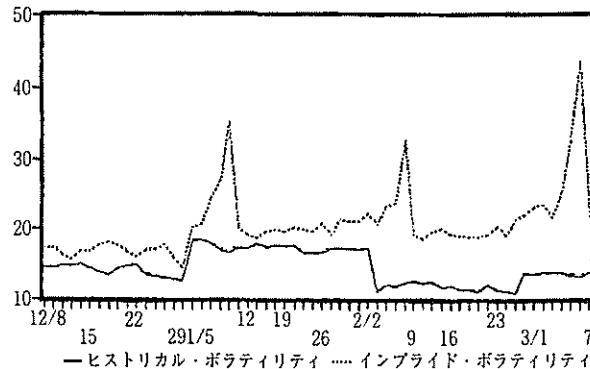


図26 日経225オプションの売買高と建玉

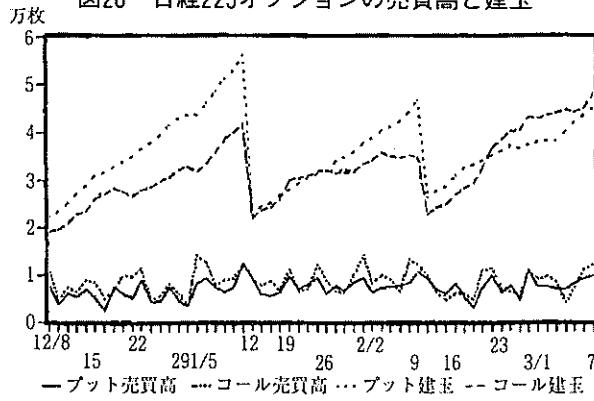
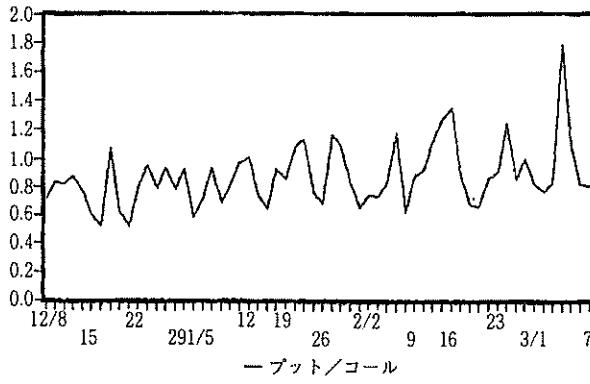


図27 日経225オプションのプット・コール・レシオ



ボイント減少と、外国人の増加と自己の減少が対照的であったことがわかる。

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。一二月限期と比べてヒストリカル・ボラティリティ減少と、外国人の増加と自己の減少が対照的であったことがわかる。

図22 日経300先物価格の理論値からの乖離率

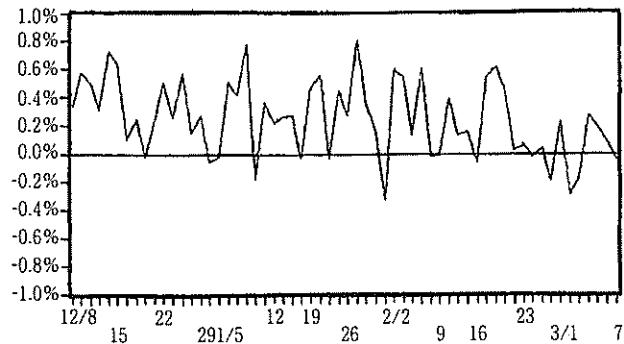


図23 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

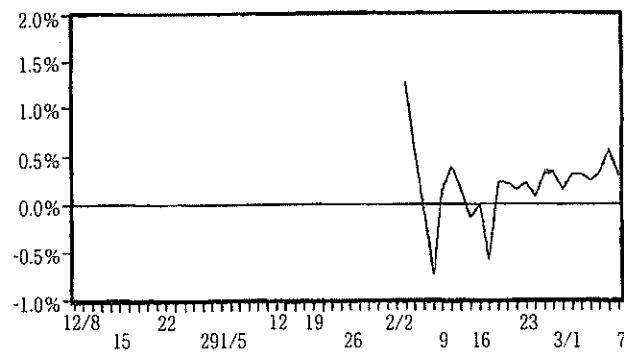


図24 日経300先物3月限と6月限の
売買高と建玉

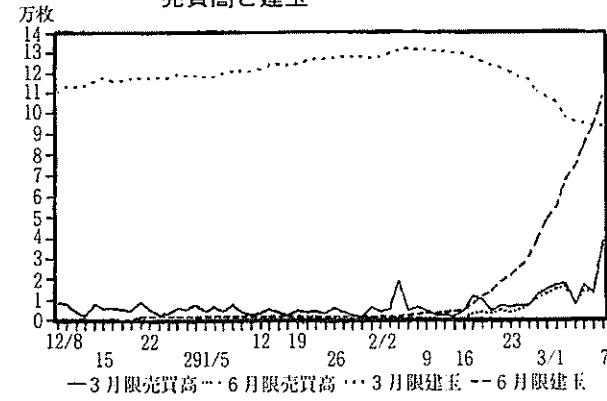


表1 株価指標先物売買動向（日経平均先物、TOPIX先物、日経300先物）

TOPIX先物、日経300先物)

単位：枚

単位：枚

取引主体	期間 取引対象	日経平均先物							TOPIX先物							日経300先物						
		12月第2週 (12/11-15) 5営業日	12月第3週 (12/18-22) 5営業日	12月第4週 (12/25-29) 5営業日	1月第1週 (1/4-8) 2営業日	1月第2週 (1/11-15) 5営業日	1月第3週 (1/16-19) 4営業日	1月第4週 (1/22-26) 5営業日	1月第5週 (1/29-2/2) 5営業日	2月第1週 (2/5-9) 5営業日	2月第2週 (2/12-16) 4営業日	2月第3週 (2/19-23) 5営業日	2月第4週 (2/26-3/1) 5営業日	3月第1週 (3/4-8) 5営業日	全期間 60営業日	期間 取引対象	自己					
自己	日経平均先物	153,385 (73.29%)	128,369 (65.25%)	86,594 (68.19%)	48,308 (60.94%)	159,616 (71.89%)	137,460 (69.40%)	156,314 (70.66%)	172,410 (68.83%)	149,180 (68.95%)	129,089 (64.80%)	211,027 (65.63%)	359,618 (67.17%)	377,699 (71.37%)	2,269,069 (68.64%)	日経平均先物	自己					
	TOPIX先物	71,027 (80.64%)	67,674 (75.97%)	39,764 (75.91%)	16,363 (69.97%)	54,256 (78.39%)	41,392 (71.04%)	59,145 (76.57%)	68,147 (76.24%)	78,745 (72.65%)	89,998 (63.77%)	129,678 (60.59%)	161,514 (63.76%)	176,703 (72.09%)	1,054,011 (69.83%)	TOPIX先物						
	日経300先物	32,811 (60.99%)	25,855 (40.72%)	25,049 (53.72%)	9,781 (48.01%)	20,752 (51.15%)	13,193 (38.10%)	23,044 (58.92%)	17,163 (43.49%)	57,882 (69.89%)	19,874 (42.43%)	42,979 (41.04%)	88,007 (34.35%)	57,223 (18.67%)	433,613 (38.20%)	日経300先物						
	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先物合計						
生保・損保	日経平均先物	1,809 (0.85%)	1,300 (0.66%)	955 (0.75%)	421 (0.52%)	1,164 (0.97%)	1,924 (0.92%)	2,031 (0.92%)	7,658 (3.06%)	2,245 (1.24%)	2,913 (1.13%)	2,644 (0.91%)	2,644 (0.49%)	3,905 (0.74%)	31,650 (0.96%)	日経平均先物	生保・損保					
	TOPIX先物	80 (0.09%)	120 (0.13%)	220 (0.42%)	120 (0.51%)	323 (0.47%)	170 (0.29%)	126 (0.16%)	495 (0.55%)	240 (0.22%)	340 (0.24%)	105 (0.05%)	157 (0.06%)	312 (0.13%)	2,808 (0.19%)	TOPIX先物						
	日経300先物	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						
	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先物合計						
銀行	日経平均先物	16,062 (7.67%)	20,611 (10.48%)	15,074 (11.87%)	8,336 (10.52%)	15,589 (7.02%)	15,744 (7.95%)	17,995 (8.12%)	12,034 (4.80%)	10,713 (6.50%)	23,250 (5.38%)	27,451 (5.13%)	18,180 (3.44%)	215,099 (6.51%)	日経平均先物	銀行						
	TOPIX先物	5,282 (6.00%)	5,928 (6.65%)	5,106 (9.75%)	4,662 (7.11%)	4,568 (6.60%)	5,543 (9.51%)	7,631 (9.83%)	4,949 (5.54%)	4,550 (3.24%)	10,386 (4.85%)	21,176 (3.36%)	12,747 (5.20%)	97,402 (6.46%)	TOPIX先物							
	日経300先物	52 (0.10%)	322 (0.51%)	204 (0.44%)	57 (0.28%)	169 (0.19%)	65 (0.29%)	112 (0.29%)	312 (0.79%)	108 (0.13%)	290 (0.46%)	486 (0.21%)	529 (0.32%)	3,685 (0.32%)	日経300先物							
	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%)	366 (0.15%)	318 (0.14%)	271 (0.12%)	381 (0.14%)	735 (0.15%)	801 (0.15%)	6,237 (0.19%)	日経300先物合計						
その他金融	日経平均先物	456 (0.22%)	704 (0.36%)	578 (0.46%)	177 (0.22%)	433 (0.20%)	415 (0.21%)	602 (0.27%)	12 (0.01%)	22 (0.02%)	2 (0.01%)	32 (0.01%)	4 (0.00%)	79 (0.01%)	317 (0.02%)	TOPIX先物	その他金融					
	TOPIX先物	34 (0.04%)	15 (0.02%)	53 (0.10%)	5 (0.02%)	28 (0.04%)	12 (0.02%)	19 (0.02%)	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						
	日経300先物	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先物合計						
	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先物合計						
投資信託	日経平均先物	7,023 (3.36%)	7,834 (3.98%)	7,059 (5.56%)	4,559 (5.75%)	11,638 (5.24%)	6,767 (4.42%)	9,829 (4.44%)	8,989 (3.59%)	9,255 (4.28%)	12,194 (6.12%)	20,704 (6.44%)	51,168 (5.56%)	26,751 (5.05%)	183,770 (5.56%)	日経平均先物	投資信託					
	TOPIX先物	1,657 (1.88%)	2,982 (3.35%)	3,210 (6.13%)	991 (4.24%)	2,234 (2.11%)	1,229 (2.11%)	2,335 (3.02%)	2,375 (2.66%)	6,468 (5.97%)	9,880 (7.03%)	15,016 (7.02%)	13,578 (5.36%)	7,605 (4.61%)	69,560 (4.57%)	TOPIX先物						
	日経300先物	1,441 (2.68%)	1,550 (2.44%)	1,082 (2.32%)	1,404 (6.89%)	2,323 (5.75%)	891 (5.06%)	1,980 (2.32%)	1,047 (2.65%)	928 (1.12%)	9,000 (8.39%)	21,861 (8.53%)	4,421 (1.44%)	51,860 (4.57%)	日経300先物							
	日絏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%)	2,371 (0.95%)	3,099 (0.93%)	1,861 (0.66%)	2,115 (0.88%)	4,723 (0.73%)	3,856 (0.10%)	36,037 (0.10%)	日経300先物合計						
事業法人	日経平均先物	2,951 (1.41%)	3,252 (1.65%)	2,263 (1.78%)	1,767 (2.23%)	2,095 (0.94%)	2,945 (1.49%)	2,739 (1.24%)	151 (0.17%)	64 (0.06%)	19 (0.01%)	12 (0.01%)	208 (0.08%)	454 (0.19%)	1,280 (0.08%)	TOPIX先物	事業法人					
	TOPIX先物	42 (0.05%)	155 (0.17%)	56 (0.11%)	16 (0.07%)	50 (0.07%)	22 (0.04%)	31 (0.04%)	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						
	日経300先物	0 (0.00%)	8 (0.01%)	2 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	4 (0.01%)	12 (0.01%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	日経300先物合計						
	日絏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%)	322 (0.13%)	288 (0.05%)	92 (0.03%)	93 (0.02%)	121 (0.02%)	275 (0.05%)	3,233 (0.10%)	日経平均先物						
その他法人	日経平均先物	195 (0.09%)	216 (0.11%)	150 (0.12%)	104 (0.13%)	422 (0.19%)	412 (0.21%)	543 (0.25%)	322 (0.13%)	288 (0.05%)	92 (0.03%)	93 (0.02%)	121 (0.02%)	275 (0.05%)	3,233 (0.10%)	日経平均先物	その他法人					
	TOPIX先物	0 (0.00%)	0 (0.00%)	25 (0.05%)	25 (0.11%)	65 (0.11%)	35 (0.09%)	56 (0.07%)	5 (0.01%)	35 (0.03%)	10 (0.01%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	TOPIX先物						
	日経300先物	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						
	日絏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%)	日絏300先物合計						
証券会社	日経平均先物	315 (0.15%)	270 (0.14%)	104 (0.08%)	60 (0.08%)	239 (0.11%)	195 (0.10%)	223 (0.10%)	3 (0.01%)	0 (0.00%)	145 (0.07%)	335 (0.10%)	210 (0.04%)	991 (0.19%)	3,658 (0.11%)	日経平均先物	証券会社					
	TOPIX先物	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						
	日経300先物	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						
	日絏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先物合計						
個人	日経平均先物	1,806 (0.85%)	1,811 (0.92%)	1,445 (1.14%)	805 (1.02%)	1,493 (0.67%)	1,262 (0.64%)	2,194 (0.99%)	2,177 (0.87%)	1,621 (0.75%)	1,421 (0.71%)	1,925 (0.60%)	2,243 (0.42%)	2,747 (0.52%)	22,950 (0.69%)	日経平均先物	個人					
	TOPIX先物	5 (0.01%)	7 (0.01%)	11 (0.02%)	6 (0.03%)	26 (0.04%)	14 (0.02%)	171 (0.22%)	35 (0.04%)	4 (0.00%)	1 (0.00%)	134 (0.05%)	496 (0.02%)	6 (0.00%)	916 (0.06%)	TOPIX先物						
	日経300先物	16 (0.03%)	40 (0.03%)	37 (0.02%)	21 (0.03%)	30 (0.02%)	2 (0.00%)	22 (0.22%)	26 (0.07%)	16 (0.02%)	17 (0.02%)	14 (0.01%)	9 (0.00%)	31 (0.02%)	281 (0.02%)	日経300先物						
	日絏300先物合計	19,480 (36.21%)	35,722 (56.26%)	20,251 (41.43%)	9,106 (44.70%)	17,295 (59.13%)	13,940 (35.64%)	28,738 (40.69%)	43,907 (17.53%)	35,529 (16.42%)	41,193 (20.68%)	38,799 (18.29%)	88,495 (16.15%)	54,413 (17.65%)	534,119 (16.16%)	日経平均先物						
外国人	日経平均先物	25,296 (12.09%)	32,379 (16.46%)	12,746 (10.42%)	14,738 (18.59%)	29,354 (13.22%)	30,932 (15.62%)	28,738 (12.99%)	13,219 (14.79%)	14,939 (13.78%)	36,692 (

表2 日経平均

単位：枚

取引主体	期間 取引対象	表2 日経平均						
		1月第2週 (12/11-15) 5営業日	1月第3週 (12/18-22) 5営業日	1月第4週 (12/25-29) 5営業日	1月第1週 (1/4-5) 2営業日	1月第2週 (1/8-12) 5営業日	1月第3週 (1/16-19) 4営業日	1月第4週 (1/22-26) 5営業日
自己	コール (対コール合計比)	44,567 (66.41%)	49,734 (63.01%)	31,689 (60.60%)	30,635 (60.19%)	51,736 (57.62%)	39,975 (62.14%)	47,173 (60.85%)
	ブット (対ブット合計比)	29,119 (57.97%)	30,572 (54.71%)	25,304 (56.80%)	19,456 (59.68%)	49,954 (62.95%)	32,348 (63.94%)	43,586 (61.52%)
	売買高 (対合計比)	73,686 (62.80%)	80,306 (59.57%)	57,193 (58.85%)	50,091 (59.99%)	101,690 (60.12%)	72,323 (62.93%)	90,761 (61.17%)
	生保・損保	150 (0.22%)	25 (0.03%)	45 (0.36%)	185 (0.13%)	120 (0.60%)	383 (0.34%)	263 (0.34%)
銀行	コール (対コール合計比)	3,854 (5.74%)	3,198 (4.05%)	2,615 (5.00%)	2,933 (5.76%)	3,975 (4.43%)	3,718 (5.78%)	3,853 (4.97%)
	ブット (対ブット合計比)	3,236 (6.44%)	3,986 (7.13%)	3,153 (7.02%)	1,779 (5.46%)	3,460 (4.36%)	3,079 (6.09%)	3,263 (4.61%)
	売買高 (対合計比)	150 (6.04%)	155 (5.32%)	355 (5.93%)	285 (5.64%)	120 (4.40%)	866 (5.91%)	476 (4.80%)
	その他金融	183 (0.27%)	177 (0.22%)	146 (0.28%)	222 (0.44%)	673 (0.75%)	398 (0.62%)	510 (0.66%)
投資信託	コール (対コール合計比)	325 (0.65%)	523 (0.94%)	618 (1.38%)	336 (1.03%)	1,050 (0.84%)	423 (2.00%)	1,420 (1.32%)
	ブット (対ブット合計比)	508 (0.43%)	700 (0.52%)	764 (0.79%)	558 (0.67%)	1,723 (0.71%)	821 (1.30%)	1,950 (1.30%)
	売買高 (対合計比)	877 (0.75%)	3,106 (2.30%)	2,030 (2.09%)	2,019 (2.42%)	2,522 (1.49%)	2,403 (2.09%)	1,384 (0.93%)
	事業法人	2,421 (3.61%)	4,326 (5.48%)	3,034 (5.80%)	3,818 (7.50%)	5,938 (6.61%)	4,249 (6.60%)	6,462 (8.33%)
その他法人	コール (対コール合計比)	230 (0.46%)	939 (1.68%)	722 (1.61%)	578 (1.77%)	837 (1.05%)	551 (1.09%)	180 (0.25%)
	ブット (対ブット合計比)	877 (0.75%)	3,106 (2.30%)	2,030 (2.09%)	2,019 (2.42%)	2,522 (1.49%)	2,403 (2.09%)	1,384 (0.93%)
	売買高 (対合計比)	349 (0.52%)	1,037 (1.31%)	646 (1.24%)	867 (1.70%)	1,871 (0.83%)	483 (0.75%)	947 (1.22%)
	証券会社	691 (1.03%)	1,044 (1.32%)	529 (1.01%)	519 (1.02%)	1,887 (2.10%)	657 (1.02%)	923 (1.19%)
個人	コール (対コール合計比)	29 (0.06%)	516 (0.92%)	622 (1.39%)	241 (0.74%)	672 (0.85%)	154 (0.30%)	353 (0.50%)
	ブット (対ブット合計比)	378 (0.32%)	1,553 (1.15%)	1,268 (1.30%)	1,108 (1.33%)	2,543 (1.50%)	637 (0.55%)	1,300 (0.88%)
	売買高 (対合計比)	6,556 (9.77%)	6,902 (8.74%)	5,377 (10.28%)	5,150 (10.12%)	8,753 (9.75%)	4,753 (7.39%)	6,704 (8.65%)
	外国人	7,587 (11.45%)	8,072 (13.20%)	4,112 (10.08%)	2,463 (14.65%)	6,297 (12.22%)	3,438 (12.24%)	6,016 (12.24%)
合計	コール (対コール合計比)	67,104 (57.19%)	78,935 (58.55%)	52,292 (53.80%)	50,899 (60.96%)	89,795 (53.09%)	64,332 (55.98%)	77,533 (52.25%)
	ブット (対ブット合計比)	50,230 (42.81%)	55,884 (41.45%)	44,899 (46.20%)	32,600 (39.04%)	79,352 (46.91%)	50,595 (44.02%)	70,850 (47.75%)
	売買高 (対合計比)	117,334 (13.02%)	134,819 (13.65%)	97,191 (7.67%)	83,499 (5.53%)	169,147 (4.75%)	14,581 (6.53%)	152,273 (5.44%)
	平均	13,421 (65.15%)	15,787 (76.64%)	10,458 (50.77%)	25,450 (123.54%)	22,449 (108.91%)	16,083 (78.07%)	15,507 (75.27%)

オプション売買動向

単位：枚

取引主体	期間 取引対象	オプション売買動向						
		1月第5週 (1/29-2/2) 5営業日	2月第1週 (2/5-9) 5営業日	2月第2週 (2/13-16) 4営業日	2月第3週 (2/19-23) 5営業日	2月第4週 (2/26-3/1) 5営業日	3月第1週 (3/4-8) 5営業日	全期間 60営業日
自己	コール (対コール合計比)	55,882 (60.38%)	55,298 (56.89%)	26,666 (61.67%)	44,225 (58.45%)	44,225 (54.38%)	47,131 (57.16%)	569,002 (59.68%)
	ブット (対ブット合計比)	40,196 (56.93%)	48,747 (60.01%)	32,126 (64.62%)	38,705 (60.83%)	42,232 (59.31%)	50,112 (59.94%)	482,657 (59.82%)
	売買高 (対合計比)	96,078 (58.89%)	104,045 (58.31%)	58,792 (63.25%)	82,994 (59.53%)	97,243 (56.68%)	1,051,659 (59.80%)	1,051,659 (59.80%)
	生保・損保	10 (0.01%)	260 (0.27%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.11%)	0 (0.00%)	1,531 (0.16%)
銀行	コール (対コール合計比)	210 (0.30%)	130 (0.23%)	100 (0.69%)	483 (0.00%)	213 (0.95%)	0 (0.30%)	1,796 (0.22%)
	ブット (対ブット合計比)	220 (0.13%)	150 (0.11%)	355 (0.37%)	285 (0.07%)	120 (0.75%)	866 (0.32%)	476 (0.19%)
	売買高 (対合計比)	354 (0.38%)	374 (0.80%)	306 (0.71%)	306 (0.78%)	591 (0.63%)	509 (1.02%)	568 (0.60%)
	その他金融	1,053 (1.49%)	1,438 (1.77%)	351 (0.71%)	373 (0.59%)	429 (0.60%)	1,130 (1.34%)	9,469 (1.18%)
投資信託	コール (対コール合計比)	1,407 (0.86%)	2,212 (1.24%)	656 (0.71%)	964 (0.69%)	938 (0.61%)	1,974 (1.18%)	15,155 (0.86%)
	ブット (対ブット合計比)	1,443 (1.56%)	2,766 (2.85%)	829 (1.92%)	1,844 (2.41%)	1,776 (2.18%)	818 (0.99%)	19,780 (2.07%)
	売買高 (対合計比)	714 (1.01%)	394 (0.49%)	1,130 (2.27%)	259 (0.41%)	843 (1.81%)	1,003 (1.72%)	8,380 (2.07%)
	事業法人	6,571 (7.10%)	5,409 (5.57%)	2,554 (5.91%)	6,281 (8.29%)	6,502 (7.99%)	4,710 (5.71%)	62,275 (6.53%)
その他法人	コール (対コール合計比)	7,281 (10.31%)	4,314 (5.31%)	2,041 (4.11%)	3,121 (4.90%)	4,395 (6.17%)	5,422 (6.42%)	56,758 (7.05%)
	ブット (対ブット合計比)	13,852 (8.49%)	9,723 (1.45%)	4,595 (0.94%)	9,402 (0.74%)	10,397 (0.74%)	10,132 (0.67%)	119,033 (6.77%)
	売買高 (対合計比)	1,038 (1.12%)	1,862 (1.92%)	494 (1.14%)	1,541 (2.03%)	1,494 (1.84%)	1,105 (1.44%)	13,734 (1.34%)
	証券会社	1,473 (1.59%)	1,500 (1.54%)	1,044 (2.41%)	1,276 (1.68%)	1,436 (1.72%)	3,071 (1.68%)	16,049 (1.65%)
個人	コール (対コール合計比)	493 (0.70%)	487 (0.60%)	245 (0.49%)	373 (0.41%)	295 (0.87%)	732 (0.65%)	5,212 (0.65%)
	ブット (対ブット合計比)	1,351 (0.94%)	2,349 (1.32%)	739 (0.80%)	1,914 (1.37%)	1,789 (1.71%)	1,837 (1.10%)	18,946 (1.08%)
	売買高 (対合計比)	5,921 (6.40%)	6,788 (6.98%)	3,205 (7.41%)	7,411 (9.78%)	8,688 (10.65%)	7,986 (9.68%)	84,194 (8.83%)
	外国人	11,621 (7.12%)	13,469 (7.55%)	5,787 (6.23%)	3,225 (8.04%)	3,796 (7.81%)	3,876 (7.98%)	56,145 (7.55%)
合計	コール (対コール合計比)	14,275 (15.42%)	16,142 (16.61%)	6,520 (15.08%)	9,796 (12.93%)	13,435 (16.52%)	12,682 (15.87%)	133,407 (13.99%)
	ブット (対ブット合計比)	10,533 (14.92%)	13,714 (16.88%)	7,970 (16.03%)	10,567 (16.61%)	12,291 (17.26%)	14,158 (15.29%)	123,076 (15.07%)
	売買高 (対合計比)	24,808 (15.21%)	29,857 (16.73%)	14,490 (15.59%)	20,363 (14.61%)	25,726 (16.87%)	26,840 (16.08%)	256,483 (14.58%)
	平均	92,546 (56.73%)	97,194 (54.47%)	43,239 (46.52%)	75,778 (54.36%)	81,332 (53.32%)	82,460 (49.42%)	953,439 (54.21%)
平均	コール (対全期間コール平均比)	70,601 (43.27%)	81,235 (45.53%)	49,716 (53.48%)	63,629 (46.68%)	71,207 (50.58%)	84,405 (46.79%)	805,203 (45.79%)
	ブット (対全期間ブット平均比)	167,550 (131.52%)	16,247 (121.07%)	12,429 (94.17%)	14,341 (114.60%)	14,241 (116.19%)	16,881 (112.72%)	13,320 (100.00%)
	売買高 (対全期間売買高平均比)	163,147 (92.28%)	178,429 (101.15%)	92,955 (95.29%)	139,407 (97.93%)	152,539 (98.47%)	166,865 (97.49%)	175,642 (100.00%)
	平均	23,137 (145.60%)	19,439 (122.33%)	10,810 (68.03%)	16,266 (119.22%)	16,492 (102.36%)	16,492 (100.00%)	15,891 (100.00%)
平均	コール (対全期間コール平均比)	17,650 (131.52%)	16,247 (121.07%)	12,429 (94.17%)	14,170 (114.60%)	14,241 (116.19%)	16,881 (112.72%)	13,320 (100.00%)
	ブット (対全期間ブット平均比)	40,787 (139.15%)	35,686 (121.75%)	23,239 (79.28%)	34,852 (118.90%)	30,508 (104.03%)	33,373 (113.86%)	29,311 (100.00%)
	売買高 (対全期間売買高平均比)	13,421 (61.90%)	15,787 (71.13%)	10,458 (51.13%)	25,450 (111.39%)	22,449 (75.79%)	16,083 (78.28%)	15,507 (113.86%)

ラティリティは五ポイント（二五%）、インプライド・ボラティリティは四ポイント（一七%）低下、売買高は九%、建玉は三%減少しており、プラット・コール・レシオは〇・一六ポイント低下して〇・八七であった。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（六〇%）・外国人（一五%）・個人（八%）・事業法人（七%）・銀行（六%）の順で取引が多く、二月限期と比べると自己が二ポイント増加し、個人が一ポイント減少していた。

裁定取引

図28は東証一部売買高と裁定取引に伴う現物株売買高を、図29は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を表わしている。この間の一ヶ月平均裁定売買高は四一七七万株で二月限期と比べて五六二万株（約一二%）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七・五%（売り三・〇%、買い四・五%）で一・五ポイント（売り一・七ポイント、買い〇・九ポイント）低下していた。

図28 裁定取引に伴う現物株売買高

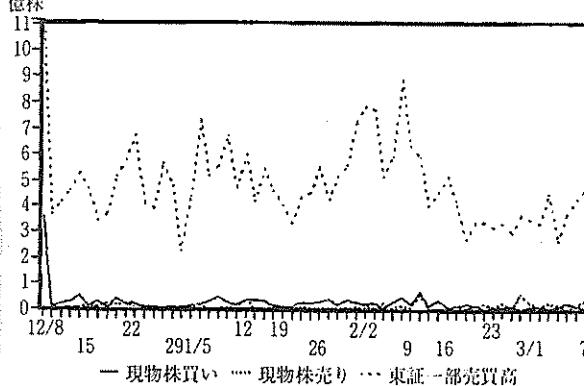


図29 裁定取引に伴う現物株売買高の東証一部売買高に占める比率

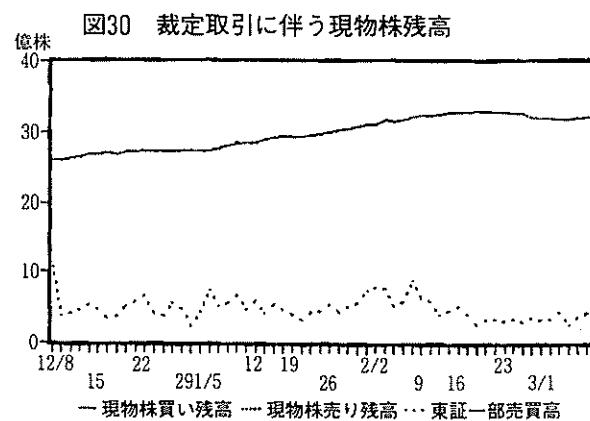
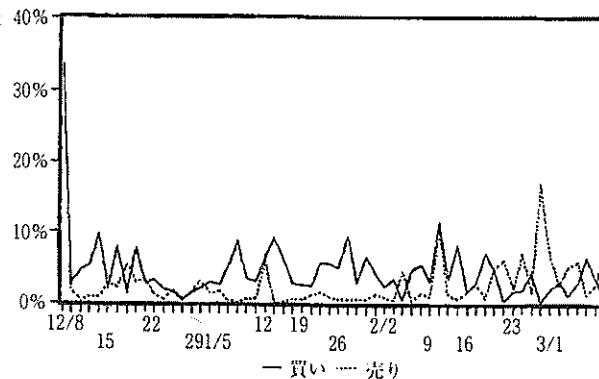


図31 裁定取引に伴う現物株残高の東証一部売買高に対する比率

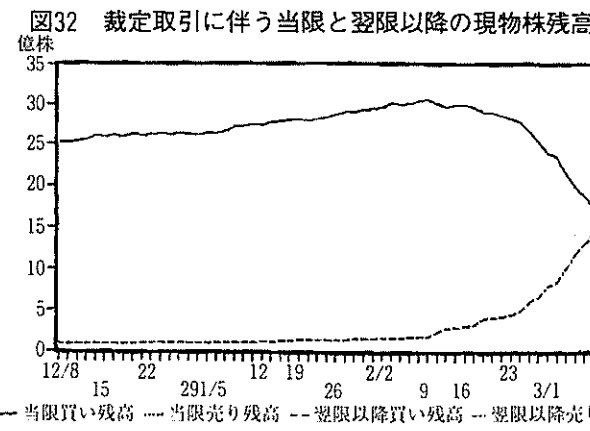
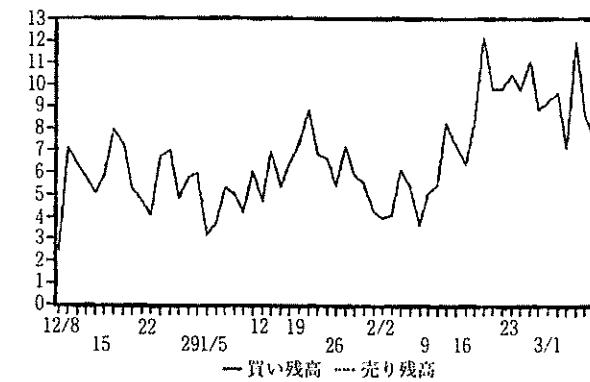


表3 会員別裁定取引

单位：千株

順位	会社名	12月第2週 (12/11-15) 5営業日	12月第3週 (12/18-22) 5営業日	12月第4週 (12/25-29) 5営業日	1月第1週 (1/4-5) 2営業日	1月第2週 (1/8-12) 5営業日	1月第3週 (1/15-19) 4営業日	1月第4週 (1/22-26) 5営業日
1	モルガン・スタンレー	④ (7.45%)	③ (13.99%)	② (18.88%)	① (4.56%)	④ (30.01%)	① (19.60%)	④ (4.42%)
2	日興	③ (9.60%)	④ (32.72%)	① (34.21%)	③ (12.08%)	② (14.41%)	② (16.21%)	④ (17.53%)
3	野村	② (15.93%)	⑤ (5.43%)	④ (8.08%)	⑥ (6.98%)	③ (8.66%)	③ (3.44%)	⑤ (5.94%)
4	大和	⑩ (1.42%)	④ (7.01%)	③ (15.71%)	② (17.46%)	⑤ (6.83%)	③ (12.12%)	⑤ (9.32%)
5	リーマン・ブラザーズ	⑪ (16.22%)	② (19.23%)	④ (15.77%)	② (21.57%)	④ (8.04%)	⑤ (8.55%)	④ (7.43%)
6	CSファースト・ボストン					⑩ (0.47%)	⑦ (5.37%)	④ (16.55%)
7	メリルリンチ	⑤ (6.03%)	⑨ (4.49%)	⑧ (3.36%)	⑩ (2.52%)	⑩ (2.44%)	⑥ (5.92%)	② (22.65%)
8	ゴールドマン・サックス	⑩ (1.09%)		③ (1.19%)	⑥ (1.19%)	⑨ (4.86%)	③ (3.04%)	① (15.05%)
9	ドイツ銀行							
10	クレディ・リヨネ						④ (8.70%)	④ (8.95%)
11	ソシエテ・ジェネラル	⑪ (1.46%)		⑥ (4.99%)	⑩ (2.50%)	⑩ (4.915%)		
12	新日本	⑨ (2.44%)	③ (1.79%)	⑪ (1.76%)	⑨ (3.55%)	⑨ (2.90%)	⑩ (2.88%)	⑩ (2.85%)
13	UBSフィリップス アンド・ドリュー			④ (0.90%)	⑨ (2.07%)	⑦ (3.64%)		
14	ペアリング	⑪ (2.18%)	⑦ (3.97%)		⑩ (2.72%)	⑧ (3.39%)	⑥ (6.664%)	⑥ (6.666%)
15	ソロモン・B					⑦ (3.39%)		
16	和光			⑥ (1.81%)	⑥ (1.81%)	⑩ (1.52%)	③ (2.43%)	③ (2.43%)
17	山一	④ (5.22%)	⑧ (2.04%)	⑤ (4.26%)	⑩ (2.23%)	⑩ (2.21%)	③ (1.55%)	③ (1.555%)
18	シティコープ	⑩ (0.74%)	④ (1.58%)	⑧ (1.58%)			⑩ (1.52%)	⑩ (1.52%)
19	パリバ	⑨ (2.44%)	⑩ (1.58%)	② (3.89%)		⑩ (2.43%)	② (4.767%)	② (4.767%)
20	ウォーバーク	⑦ (4.99%)	⑦ (4.99%)	⑤ (3.46%)	⑧ (3.58%)	⑩ (1.36%)	⑩ (1.944%)	⑩ (1.944%)
21	大東	⑪ (2.18%)	③ (0.99%)	⑦ (1.77%)	⑩ (2.27%)	⑩ (1.110%)	⑩ (1.332%)	⑩ (1.332%)
22	東和	⑧ (2.61%)	⑨ (3.99%)				⑩ (1.30%)	⑩ (1.30%)
23	BZW							
24	丸方			⑤ (0.79%)	④ (1.81%)	⑩ (1.81%)	⑩ (1.35%)	⑩ (1.35%)
25	ウツミ屋	⑮ (0.62%)	⑫ (1.38%)				⑩ (1.30%)	⑩ (1.30%)
26	勵角						⑩ (2.52%)	⑩ (2.52%)
27	J・フレミング			⑩ (1.19%)	⑥ (1.19%)			
企社会計		142,458 (4.61%)	179,342 (5.84%)	56,146 (1.83%)	49,000 (1.59%)	196,449 (6.39%)	102,071 (3.32%)	146,352 (4.76%)
社企合算会計		137,337 (95.41%)	175,260 (97.72%)	55,702 (99.21%)	47,322 (99.59%)	184,446 (93.89%)	96,286 (44.33%)	139,132 (95.05%)
うち外資系		57,531 (40.38%)	83,158 (46.37%)	19,314 (34.40%)	23,812 (48.60%)	117,630 (59.86%)	55,746 (54.61%)	95,674 (65.35%)
うち日系		79,806 (56.02%)	92,102 (51.36%)	36,388 (64.81%)	23,510 (47.98%)	66,816 (34.31%)	40,540 (39.72%)	43,454 (29.69%)
ゼリ		28,539 (20.03%)	69,131 (20.55%)	26,791 (47.72%)	17,346 (36.62%)	44,849 (52.38%)	7,469 (77.17%)	20,286 (13.85%)
(社)企社会計		113,919 (79,975%)	110,121 (61.40%)	29,355 (52.29%)	31,054 (52.29%)	151,600 (53.38%)	94,602 (72.68%)	126,102 (86.15%)
販定以外のプログラム買付 (社)プログラム買付合計		299,945 (67,893%)	441,493 (71.17%)	277,702 (73,181%)	135,091 (73,485%)	367,858 (61.19%)	252,189 (71.19%)	424,765 (74.33%)
販定以外のプログラム売却 (社)プログラム売却合計		151,936 (50.65%)	224,009 (50.74%)	126,556 (45.57%)	57,399 (42.49%)	190,159 (51.69%)	123,777 (49.08%)	209,644 (49.47%)
販定以外のプログラム買付 (社)販定外プログラム買付合計		148,009 (49.35%)	217,474 (49.25%)	151,146 (54.43%)	77,692 (57.51%)	177,699 (48.31%)	128,412 (50.92%)	214,118 (50.53%)
プログラム買付 (社)プログラム買付合算会計		442,403 (51.72%)	620,735 (8.02%)	333,948 (4.31%)	184,091 (2.38%)	561,307 (7.29%)	354,260 (4.58%)	570,144 (7.37%)
プログラム売却 (社)プログラム売却合計		180,475 (40.79%)	293,140 (47.22%)	153,347 (45.93%)	75,345 (40.93%)	235,008 (41.65%)	131,246 (37.05%)	229,926 (40.33%)
プログラム買付 (社)プログラム買付合計		261,924 (59.21%)	327,595 (52.78%)	180,501 (59.07%)	108,745 (58.35%)	329,299 (62.95%)	223,014 (59.67%)	340,223 (62.32%)

状況（売り買い合計）

單位：千株

1月第5週 (1/29-2/2) 5営業日	2月第1週 (2/5-9) 5営業日	2月第2週 (2/13-17) 4営業日	2月第3週 (2/19-23) 5営業日	2月第4週 (2/26-3/1) 5営業日	3月第1週 (3/4-8) 5営業日	全期間 60営業日	順位 (前回)	会社名
24,699 (16.15%)	39,340 (14.39%)	18,016 (18.18%)	21,352 (0.83%)	15,904 (9.98%)	144,206 (10.32%)	398,344 (12.96%)	1 (5)	モルガン・スタンレー
25,950 (16.91%)	45,633 (16.69%)	22,155 (22.36%)	23,858 (20.15%)	29,819 (18.75%)	74,874 (5.36%)	386,251 (12.57%)	2 (2)	日興
14,754 (9.55%)	9,428 (3,455)	3,572 (3,718)	9,428 (7,965)	11,611 (7,299)	243,874 (17.45%)	363,371 (11.79%)	3 (3)	野村
12,433 (8.13%)	10,422 (3,818)	5,975 (6.03%)	12,464 (10.53%)	10,584 (6.65%)	169,235 (12.11%)	292,511 (9.52%)	4 (6)	大和
6,428 (4.20%)	9,710 (3,555)	7,449 (7.52%)	11,923 (10.07%)	37,792 (23.74%)	61,894 (4.43%)	243,665 (7.93%)	5 (4)	リーマン・ブラザーズ
17,267 (0.129%)	15,281 (5.59%)	11,089 (11.19%)	7,171 (6.07%)	1,765 (0.07%)	162,736 (9.07%)	202,895 (6.60%)	6 (-)	CSファースト・ボストン
20,289 (13.27%)	5,021 (1.84%)	2,069 (2.09%)	6,760 (6.48%)	20,228 (12.71%)	46,677 (3.34%)	154,600 (5.03%)	7 (1)	メリルリンチ
	7,776 (2.84%)		1,332 (1.12%)	1,551 (0.97%)	103,135 (7.38%)	128,695 (4.19%)	8 (25)	ゴールドマン・サックス
	89,634 (32.78%)					89,634 (2.92%)	9 (21)	ドイツ銀
					57,994 (4.15%)	79,972 (2.60%)	10 (23)	クレディ・リヨネ
	5,039 (3.30%)	2,003 (2.02%)	2,015 (1.70%)	3,010 (1.89%)	57,180 (4.09%)	79,224 (2.58%)	11 (14)	ソシテ・ジェネラル
	7,851 (5.13%)	6,629 (2,425)	2,673 (2.70%)	4,902 (4.14%)	2,019 (1.275%)	31,311 (2.24%)	12 (10)	新日本
	1,804 (0.665%)		2,904 (2.45%)	4,636 (2.91%)	45,105 (3.23%)	59,020 (1.92%)	13 (7)	UBSフィリップス アンド・ドリュー
	1,111 (0.73%)			1,928 (1.26%)	30,098 (2.15%)	31,396 (1.67%)	14 (9)	ペアリング
					39,987 (2.79%)	45,653 (1.49%)	15 (26)	ソロモン・B
	1,554 (1.02%)	2,860 (2.89%)			31,773 (2.27%)	39,886 (1.30%)	16 (10)	相光
	2,512 (1.64%)	7,738 (2.83%)	2,533 (2.56%)	2,902 (2.45%)	3,920 (2.46%)	36,559 (0.19%)	17 (11)	山一
	5,330 (3.49%)	3,778 (1.38%)	5,777 (5.83%)	2,222 (1.89%)	3,339 (2.09%)	27,768 (0.90%)	18 (12)	シティコープ
	1,761 (0.64%)	3,401 (3.43%)	2,439 (2.06%)	4,636 (2.28%)	3,627 (2.09%)	27,621 (0.90%)	19 (17)	パリバ
					2,377 (1.49%)	18,676 (0.64%)	20 (8)	ウォーバード
	1,776 (1.16%)	1,998 (2.02%)	1,332 (1.12%)			12,432 (0.40%)	21 (22)	大東
		1,776 (1.76%)				9,990 (0.33%)	22 (16)	東和
	6,295 (2.30%)					6,295 (0.20%)	23 (13)	BZW
	1,615 (1.06%)					4,942 (0.16%)	24 (14)	丸万
						4,693 (0.15%)	25 (-)	ウフミ屋
						2,569 (0.04%)	26 (24)	勤角
						666 (0.02%)	27 (27)	J・フレミング
152,394 (4.98%)	273,439 (9.80%)	99,077 (3.22%)	118,408 (3.85%)	159,192 (5.18%)	1,397,681 (45.49%)	3,072,539 (100.00%)	1 (1)	金子證券 (全社合計)
148,512 (97.13%)	259,997 (96.22%)	92,446 (94.32%)	114,035 (96.22%)	153,499 (95.76%)	1,263,057 (90.37%)	2,869,376 (93.41%)	2 (1)	日興証券 (全社合計)
89,163 (52.43%)	183,247 (67.02%)	49,804 (50.27%)	59,048 (49.87%)	94,453 (53.33%)	925,687 (66.21%)	1,845,267 (60.06%)	3 (1)	うち外資系 (全社合計)
68,349 (44.70%)	79,850 (23.20%)	43,642 (44.05%)	54,887 (46.95%)	57,983 (56.12%)	337,389 (24.14%)	1,024,711 (33.35%)	4 (1)	うち日系 (全社合計)
26,581 (17.39%)	108,200 (35.84%)	28,888 (29.15%)	70,014 (59.13%)	122,983 (77.25%)	944,323 (67.56%)	1,513,999 (49.27%)	5 (1)	元町
126,313 (82.61%)	167,239 (61.16%)	70,194 (70.85%)	48,394 (50.87%)	36,209 (22.75%)	453,257 (32.44%)	1,558,460 (50.72%)	6 (1)	貢 (全社合計)
311,602 (67.08%)	493,478 (64.35%)	215,500 (65.50%)	297,094 (71.50%)	373,549 (70.17%)	776,377 (35.73%)	4,687,139 (60.30%)	7 (1)	阪急阪神証券 (外ソフテックラボ証券合計)
122,152 (39.20%)	250,168 (50.70%)	104,014 (48.54%)	146,513 (49.32%)	165,347 (44.15%)	149,124 (19.20%)	2,021,434 (43.31%)	8 (1)	阪急阪神証券 (外ソフテックラボ証券合計)
189,450 (60.80%)	243,280 (49.30%)	110,896 (51.46%)	130,576 (50.68%)	209,202 (55.85%)	627,743 (80.88%)	2,645,697 (56.69%)	9 (1)	阪急阪神証券 (外ソフテックラボ証券合計)
464,496 (5.60%)	766,917 (9.91%)	314,577 (4.06%)	415,502 (5.37%)	554,741 (6.00%)	2,174,558 (28.10%)	7,739,570 (100.00%)	10 (1)	ソフテックラボ証券 (全社合計)
148,733 (32.02%)	356,389 (47.42%)	133,487 (42.42%)	216,532 (52.11%)	285,369 (53.22%)	1,992,437 (50.34%)	3,535,422 (45.68%)	11 (1)	ソフテックラボ証券 (外ソフテックラボ証券合計)
315,763 (7.68%)	410,514 (52.65%)	181,920 (57.55%)	198,970 (47.00%)	245,411 (50.00%)	1,081,101 (47.00%)	4,204,157 (54.88%)	12 (1)	ソフテックラボ証券 (内ソフテックラボ証券合計)

六・六三倍と一二月限期よりも〇・一九ポイント上昇しており、裁定買い残高の六月限へのロールオーバーは二月二七日頃から進みはじめ、限月交替は取引最終日の三月七日に生じ、当限の残高一五億六六六五万株に対して翌限以降の残高は一六億一七二九万株であった。

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六〇%を占め、上位一〇社のシェアは七六%、上位一〇社のうち七社が外資系で売買高では五五%を占めていた。これを一二月限期と比べてみると、それぞれ四ポイント上昇、九ポイント低下、一ポイント低下であったが、個別に見ると、CBSボストン（七ポイント）とゴールドマン（四ポイント）・ドイツ銀（三ポイント）が大きく上昇する一方、メリルリンチ（一〇ポイント）・リーマン（六ポイント）が大きく低下していたことがわかる。

この他、オプション取引の一月限SQがあつた一月第二週にはモルガン（三〇%）・日興（一四%）の取引が多く、二月限SQがあつた二月第一週にはドイツ銀（一八%）・日興（一七%）・モルガン（一四%）の取引が、三月限SQがあつた三月第一週には野村（一七%）、大和（一一%）、モルガン（一〇%）の取引が大きかつた。

（吉川）

中国における株式会社制度 導入の背景について

一、はじめに

一〇年前に開始された中国の株式会社制度の導入は、段階的な実験を積み重ねた後、一九九〇、九一年上海および深圳に二つの証券取引所が開設されて以後五年の歳月を経過した。現在三〇〇社を超える上場企業と二万五、〇〇〇社に達した株式制企業は株式会社制度導入の成果と言える。

ところで中国の経済体制改革は、いまでもなく今まで何十年間に亘つて社会主義の「理念」あるいは諸原則の下でつくられた中央集権的な計画経済の枠組を競争原理に基づく市場経済システムへ転換することである。この転換の過程では政治的、イデオロギー的変化を含む既存の生産・流通システム、財政・金融制度あるいは政府行政、社会保障制度、企業形態、所有制度などの全般的見直しが必要である。これら一連の総合的な改革の中で重要視されてきたのは国営企業⁽¹⁾の改革である。改革論議の過程で西側先進国に普及している株式会社制度の導入が国営企業を活性化する一種の新しい企業制度として注目された。

小稿では中国における株式会社制度導入の背景を概観し、その導入の経緯を紹介することにしよう。

二、旧中国的株式会社制度

株式制度自体は中国において必ずしも新しいものではない。株式制度は早くも一八九一年上海に「上海股份公

所」が創立されることによって導入された。それ以来「上海衆業公所」、「上海華商証券取引所」および「上海証券物品取引所」が相次いで設立され、一九四三年一月に「上海証券取引所」が開設されたことによつて株式投資は最初のピークを迎えた。当時取引所の仲買人は二〇〇人を数え、上場企業は一〇八社に達していた。⁽²⁾

しかし一九四九年一〇月中華人民共和国が成立し、社会主義体制の変革が開始された。そして一九五〇年代に入り農業、手工業、資本主義商工業に対する「社会主義的改造」が行なわれて、株式制度は中国の社会から完全に姿を消してしまつた。一九八〇年代初頭に株式会社が発生するまで長い空白時期が流れた。

三、株式会社制度導入の経緯

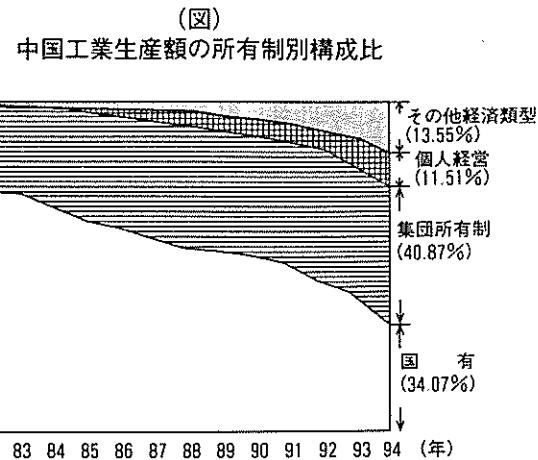
周知のように一九七八年から中国は「改革・開放」路線がスタートし、まず農村から経済改革が開始された。それに伴つて農村の集団組織と個人が共同出資し經營組織を設立するという形で株式会社は自然発生した。

一九八四年には都市の経済改革が始り、一方社会全体の消費需要が急膨張し、多くの企業は急に目先の利益を追求しはじめ投資活動を活発化させた。そのため国家財政予算外の固定資産投資が著しく膨張し、また海外からの耐久消費財輸入も増大して对外支払いが増加、国家財政が圧迫されたため、政府は金融引き締め政策を探ると同時に銀行の貸出金利を引き上げた。農村の集団企業や小型企業は銀行からの資金調達が極めて困難になつた。こうした状況のもとで集団企業や小型企業は間接金融に代わる新しい資金調達方法を模索し、結果的に株式会社制度の導入になつたのである。⁽³⁾しかし当時株式会社制度に対する社会の認識はまだ低い水準にあつたため、投資の安全性を配慮して株主に対し確定した配当率で支払つたり、あるいは元本を保証するケースが多く、株式は實際には債券の性格が強かつた。

株式会社制度導入のもう一つ重要な要因は国営企業の改革と所有制度の改革に係わる問題であった。中央集権的な指令型計画経済体制下の国営企業は政府の付属物に過ぎず、産（生産計画）、供（原料・機械などの購入）、銷（販売）、人（人事権）、財（財務）、物（資材）等について自主決定権を持つていなかつた。その反面、国営企業は國家の大釜の飯を食い（喫大鍋飯）、倒産の恐れはなく、従業員は鉄の茶碗（鉄飯碗）という言葉に象徴されるように一生失業の恐れのない終身雇用を保障されていた。全民所有制の国営企業についていえば「誰もが国営企業の所有権を持つてゐるが、同時に誰一人として国営企業の經營責任は負わない」という無責任な状態に陥つていた。言い換へれば、国営企業は所有と經營が分離していないばかりでなく国家（政府）とも分離していなかつたのである。このため企業改革の中心は「放權讓利」（國家が經營権を下放し、利益を企業に譲る）を行わせることであった。そして国営企業の經營自主権の拡大と經營責任制の確立を目指して、「利改税」（利潤の上納から納税へ）、「経営自主権の拡大」、「工場長の責任制」（廠長負責制）、「経営請負制」（承包制）などの改革が進められた。これらの一連の改革は企業の經營メカニズムの転換と計画経済から市場経済への移行に一定の役割を果たした。

しかし、今までの国営企業の改革はいわば過渡的な性格を持つており、短期的な視点に止まつていていたといふ批判も行われてゐる。例えば現在の国有企业に普及してゐる「経営請負制」（承包制）は請負期間が二年、三年、長くても五年で、この期間内で国家と経営者は契約あるいは交渉を行う。経営者の立場から見れば、請負期間内にできるだけ生産設備を利用し（これは生産設備の酷使を招くことが多い）、多くの利益を出せばよい。このような短期的視点に立つ企業経営は長期投資を無視し、企業の長期的発展上マイナスになると言わざるをえない。また損失が発生した場合も現状では経営者が損失の責任を負わない（「盈不包亏」）という状態になつてゐる。⁽⁴⁾

現在の「経営請負制」（承包制）では、国営企業の赤字問題、無責任経営、政府と企業の関係などの問題を解決できず、それ故に有限責任制である株式会社制度の導入を含む抜本的な改革の必要性が提起されたのである。



※その他経済類型は私学、株式制、中外合資、外資などの企業形態を指す。
出所：「中国統計年鑑」中国統計出版社、1994年版（375頁）、1995年版（377頁）
により作成（当年価格）。

影響を与えたと思われる。

株式会社制度の導入は所有制改革にも関係する。中国革命成功後、社会主義＝公有制という観念が支配的であつたため、一九五〇年代からの農業、手工業、資本主義商工業に対する「社会主義的改造運動（公有化運動）」の流れのなかで、企業の所有形態は徐々に強制的に公有制（全人民所有と集団所有）に「单一化」させられてきた（図参照）。所有制を公的所有に「单一化」させたことは、供給が多様な生活需要に対応できず

（サービスが悪く、商品の種類が少ないなど）、配給制度に頼る人民の大きな不満の原因となつた。单一の所有形態（公有制）を個人経営、私営、中外合資、合作経営、株式会社制度など多様な所有形態に改めることが経済改革の一つの重要な課題となつていて。

以上のような背景の下で一九八四年七月、中国最初の株式会社である北京天橋百貨株式会社が設立され、同年一月には比較的制度化された「本格的な株式会社」である上海飛楽音響株式会社が設立された。上海飛楽音響株式会社は、中国工商銀行上海支店が受託銀行となり、個人を含む一般公募方式で株式を発行、四〇万元余りの資金を調達した。⁽⁶⁾ それ以来集団企業、中小企業を中心に、一部分の大型国営企業（上海真空電子計器公司、中国嘉陵工業股份公司など）も「内部發行」（従業員持ち株）、「公開發行」（大衆向け）株式を発行した。一九八六年末現在、全国の株式会社は六、〇〇〇社ないし七、〇〇〇社に上り、調達した資金は六〇億元に達した。⁽⁷⁾ しかし中央上層部の経済改革の進展をめぐり政治的な対立が表面化し、一九八七年一月共産党總書記胡耀邦が解任されたため、それ以後株式会社制度導入に対して消極的かつ否定的な論議が高まつた。その結果一九八七年四月國務院は国営企業の株式制採用を禁止するという通達を出すまでにいたつた。

四、株式会社制度の復活

一九八七年一〇月に開催された共産党第一三回大会で新しく共産党總書記に就任した趙紫陽は、株式会社制度に触れ、株式には国の保有株、部門・地区・企業などの参入株、そして個人の購入株がある。株式制は社会主義企業における資産の組織方式の一形態であり、引き続き試験的に実施してもよいと指示した。⁽⁸⁾ これによつて株式会社制度導入の「青信号」が掲げられることになつた。

二年後の一九八九年に「天安門事件」が起き政治と経済が一時的に混迷する局面もあったが、一九九〇年一二月および九一年四月に上海および深圳の両証券取引所が開設されたことで株式投資は再びブームとなつた。特に一九九二年初春の鄧小平の南方視察での発言（「南巡講話」）以降、株式発行のスピードは加速し、B株（外国人向け）の発売、中国企業の香港（H株）、ニューヨーク（Y株）株式市場上場も開始され外資利用の道が開かれた。そして一九九三年一月に開催された中国共産党第一四期二中全会は「社会主義市場経済」という改革方針を決め、翌一九九四年七月一日『中華人民共和国会社法』が施行された。企業改革は法人化および制度化に向けて軌道が敷かれ、中国の株式会社制度は生成の段階から発展の段階に入った。

以上見たように直接金融という新しい資金調達の方法として株式会社制度が着目されたわけだが、国有企業については所有と経営の分離、政府行政と企業経営の分離及び経営責任の確立と言う目的のために有限責任制である株式会社制度の導入が注目された。

五、株式会社制度導入の成果

一九九五年末現在、上海および深圳両取引所の上場企業数（A株・国内個人向け）は三〇〇社を超え、発行株式数は約七三四億株、発行金額は六〇〇億元にのぼり、時価総額は四、〇〇〇億元に達した。また全国の比較的制度化された株式制企業の数は累計二万五、八〇〇社（株式会社は一万五、一〇〇社、有限会社は一万七〇〇社）に増大し株主数も三、八〇〇万人になった。その他、全国の証券經營機構は五六七社、証券営業部（所）が五、二四六個所、従業員数は六万七、五〇〇人、また仲介機構は三万一、〇〇〇社、仲介サービス人員は一四万五、〇〇〇人に達した事実も明らかにされた。さらに外資にも株式市場に参加の道を開き、上海および深圳のB株（外国人向け公開株式）の上場企業数は七〇社を超え、三〇億ドル余り資金を調達した。その他、海外の株式市場に上場した国有企业は香港（一七社）、ニューヨーク（一社）、シンガポール（一社）を数え、総額四〇億ドル余りの外資を調達した。⁽⁹⁾

六、むすびにかえて

以上、中国株式会社制度導入の経緯と背景を紹介し、その成果を取り上げた。現在のところ株式制導入の新しい企業制度改革はスタートを切ったに過ぎない。中国の株式会社制度は、今後新しい企業制度の確立に当たって、国有企业の問題点の解決を念頭に置き、株式会社制度の機能と限界を十分に考慮したうえで多様な選択を行うことが重要だと思われる。そして現在中国で行われている「社会主義市場経済」という前代未聞の壮大な社会的実験では、社会主義の諸原則と市場経済システムの諸機能をいかにうまく結合していくか、労働者と経営者のインセンティブをどのように最大限に發揮させるかが肝心なことである。そのため「社会主義市場経済」の理論的問題のさらなる検討と併せて、「無限責任」の国有企业体制から有限責任の株式会社制度への切り替え、法律及び制度を整備して健全な株式市場（発行市場と流通市場）を育成し、中国特有の株式会社制度を確立させていくことが必要であると考えられる。

注

(1) 国営企業は全人民所有制の企業である。一九九一年まで国営企業と呼ばれていたが、それ以後、企業改革に伴って、国有企业と改称された。

（王）

- (2) 郭振英他「中国社会主義股份經濟問答」北京航空學院出版社、一九八六年、二〇一～二〇一頁。金融史編委會「旧中国交易
所股票金融市場資料彙編（上）」書目文獻出版社、一九九五年、二二六～二二七頁。
- (3) 日中經濟協會「中国の企業改革」、一九八九年、一一一頁。
- (4) 馬家駒編「中国経済改革の歴史考察」浙江人民出版社、一九九四年、二二四～二二七頁。
- (5) 馬家駒編「中国経済改革の歴史考察」浙江人民出版社、一九九四年、二二九頁。
- (6) 中国証券監督管理委員会編「中国証券市場年鑑（一九九四年）」改革出版社、一九九四年、四九頁。万解秋編「企業股份化改
革指南」復旦大學出版社、一九九二年、一八頁。
- (7) 山内一男「現代中国の経済改革」学陽書房、一九八八年、一八九～一九一頁。
- (8) 馬家駒編「中国経済改革の歴史考察」浙江人民出版社、一九九四年、二二〇頁。
- (9) 「人民日報（海外版）」、一九九五年五月八日。「中国証券報」、一九九六年一月一〇日、三月一八日。