

証 研

レポート



No.1536

1996年7月

- 社債引受競争激化の影響
- 金利スワップと都長銀
- 日経平均先物・オプション  
—平成8年6月限—
- 中国のB株市場  
—その特徴、背景及び現状—
- 証券業の人事政策について

財団法人 日本証券経済研究所

## 社債引受競争激化の影響

〈はじめに〉

国内公募普通社債市場において引受競争が激化している。その最大の要因が、一九九三年七月の長信銀系および農林系三行の証券子会社設立、さらに一九九四年一一月の都銀系六行の証券子会社設立による積極的な社債引受市場への参入にあることは明らかであり、直近五月の普通社債発行においても、二八銘柄のうち一一銘柄が銀行の証券子会社の主幹事によるものであった。

このような引受競争の激化は、かつて硬直的な発行条件決定がなされ、固定的な幹事・シ団関係が維持された引受市場を大きく様変りさせ、引受業務や発行条件決定に市場メカニズムが機能する土台を提供するものであると評価できるが、他方で引受証券会社のあり方や起債の仕組みや手数料にさまざまな影響を及ぼしている」とも事実である。

したがつて、ここでは引受競争の激化による影響を次のように整理して考察する。まず、従来の証券会社への影響として①準大手証券の引受シェアの低下、②シ団の絞り込みによる中堅・中小証券の排除、があげられる。次に、起債のあり方への影響としては③分割発行の増加、④ファイアーウォール違反の疑いある引受の増加、⑤社債管理会社の不設置債の導入、⑥それにともなう手数料の引き下げ、などがあげられる。

### 〈銀行系証券会社の進出〉

周知のように、銀行・証券の業界問題は金融制度改革の主要課題として議論され、結果的に子会社方式による相互参入という形で決着がつき、一九九三年七月に長期信用銀行系および農林系三行、さらに一九九四年一一月に都銀系六行の証券子会社が営業を開始し、社債引受およびディーリングを中心とした業務を行っている。とくに社債引受では、親銀行の取引先を中心に行っている。とくに社債引受では、親銀行の取引先を中心に行っている。

この間の主幹事獲得として、興銀証券は一九九四年は日産自動車債、ゼクセル債、神戸製鋼所債の三銘柄であったが、一九九五年は六月だけでも関西電力債、東北電力債、九州電力債の三銘柄を獲得し、一〇銘柄を獲得した。また、後発の都銀系証券子会社も一九九五年一月に三菱ダイヤモンド証券がニコン債の主幹事を獲得したのを皮切りに、第一勧業証券が古河機械金属債、住友キャピタル証券が住友商事債のそれぞれ主幹事を獲得した(第1表参照)。

一九九五年の国内普通社債の主幹事獲得実績は、第2表に示されている通り、一～四位は従来の大手四社が占めているが、五～一〇位はすべて銀行の証券子会社によるものであった。一九九五年における銀行の証券子会社による主幹事獲得実績は、件数ベースでは八〇銘柄(シェア三三%)、金額ベースでは一兆一〇七〇億円(同二二%)を占めるにいたっている。

このような銀行の証券子会社による積極的な引受市場への参入は、引受競争を激化させ、さまざまな影響を生じさせているが、以下それについてみていく。

第2表 1995年度の国内普通社債主幹事獲得実績

	主幹事件数 (%)	主幹事金額 (億円) (%)
①野村	52 (21.5)	13,625 (27.0)
②山一	40 (16.5)	9,432 (18.7)
③日興	40 (16.5)	7,965 (15.8)
④大和	28 (11.6)	7,420 (14.7)
⑤興銀証	10 (4.1)	2,400 (4.8)
⑥第一勵業証	13 (5.4)	2,300 (4.6)
⑦富士証	10 (4.1)	1,500 (3.0)
⑧三菱ケイセンド証	10 (4.1)	1,200 (2.4)
⑨住友キャピタル証	10 (4.1)	960 (1.9)
⑩さくら証	8 (3.3)	760 (1.5)
合 計	221 (91.2)	47,562 (94.4)
年間合計	242 (100.0)	50,462 (100.0)

(資料)『公社債月報』、各号より作成。

第3表 準大手証券10社の国内普通社債引受シェア  
(金額ベース、%)

	95年度	94年度
新日本	3.05	4.01
勵 角	3.05	4.08
国 際	2.02	2.73
和 光	1.14	1.36
三 洋	0.98	1.52
岡 三	0.67	0.87
コスモ	0.66	0.79
東 京	0.51	0.65
第 一	0.41	0.55
山 種	0.40	0.56
計	12.90	17.12
銀行子	24.88	9.72
会社計		

(資料)トムソン・ディール  
・ウォッチ

(出所)『日経金融新聞』、1996年4月9日。

第1表 銀行の証券子会社の普通社債の主幹事獲得実績(1994年2月~1995年9月)

主幹事	発行企業	発行額 (億円)	期間 (年)	発行日
興銀証券	日産自動車	200	5	94.2.25
	ゼクセル	100	8	4.20
	神戸製鋼所	200	5	9.29
	関西電力	400	7	95.6.20
	東北電力	500	20	6.20
	九州電力	300	20	6.28
	オリックス	200	6	7.31
	北海製鉄	100	7	8.8
	伊豆急行	100	5	9.8
	日本郵船	100	7	9.22
長銀証券	東京鐵鋼	50	4	94.7.27
	伊藤忠商事	200	5	95.5.10
	住友商事	100	6	95.1.31
	ムーンバット	50	3	1.31
	ロイヤルホテル	60	5	2.20
	三洋電機	100	6	5.25
	平和堂	100	5	6.30
	住友電気工業	100	5	8.1
	日本板硝子	100	10	8.3
	N E C	100	10	9.14
第一勵業証券	住友金属鉱山	100	6	9.20
	古河機械金属	100	6	95.1.25
	伊藤忠商事	300	7	2.8
	川崎製鉄	200	6	2.15
	本州製紙	200	6	3.14
	安藤建設	50	6	9.5
	日商岩井	200	5	9.20
	東京ドーム	200	7	9.25
	ニコン	100	6	95.1.19
	三菱マテリアル	100	6	2.28
三菱ケイセンド証券	三菱製紙	100	6	3.15
	三菱電線工業	100	6	6.21
	日本郵船	100	6	9.22
	丸紅	200	5	95.4.27
	大成建設	200	6	5.15
	トピー工業	50	3	5.25
	日本钢管	300	6	7.13
	キヤノン	200	6	8.23
	日産自動車	200	5	9.13
	サンデン	50	5	9.26
富士証券	日本製鋼所	150	6	95.2.23
	東芝プラント建設	50	5	4.20
	日揮	50	4	7.31
	三井造船	200	5	9.5
	日商岩井	200	7	95.3.8
	オリックス	100	5	3.31
	ニチメン	100	5	5.10
	大林組	100	6	9.25
	ウシオ電機	50	3	94.9.27
	松坂屋	50	4	94.9.29
さくら証券	三菱マテリアル	70	5	95.2.28
	日本国土開発	100	5	95.9.14
三和証券	あさひ証券			
	東海リカーショップ証券			
	三菱信託証券			
	三井信託証券			

(資料)『公社債月報』、各号より作成。

まず、準大手証券では銀行系証券会社にシェアを奪われる形で引受シェアを低下させており、一九九五年度の準大手10社の普通社債引受シェアは金額ベースで一九九四年度の一七・一二%から約四・二%低下し、一二・九%となり、引受総額は五兆七一五〇億円（前年度は三兆二六三〇億円）であった。銀行系の証券子会社の合計シェアが二四・八八%であり、前年度から約一五%余りの上昇となつたことから、まさにそのしわ寄せを受けた

わけであるが、とくに新日本証券、勵業角丸証券では約一%のシェア低下となつてゐる（第3表参照）。

このようなシェア低下に対する準大手の取組みとしては、外資系証券と共同で主幹事獲得を目指す動きがあり、

国内リテール販売力をもつ準大手証券と引受実績をもつ外資系が相互補完するものとして注目される。現在、こ

のような動きは、国際証券とメリルリンチによるコロンビア共和国発行のユーロ円債、太平洋証券とメリルリンチによるメリルリンチ米国持ち株会社発行の豪ドル建普通社債などであるが、今後国内普通社債市場に拡大していくことも予想され、その際には従来のシ団、幹事団関係を越えた提携関係が築かれる可能性が出てくるものと思われる。

第4表 95年度のおもなシ団変更(主幹事を除く)

銘柄(回号)	新規	シ団落ち	増減	銘柄(回号)	新規	シ団落ち	増減
近畿日本鉄道(16)	9	18	▲9	オリックス(8)	18	0	18
住友化学工業(2)	1	1	0	トクヤマ(8)	6	13	▲7
丸紅(2)	8	8	0	関西電力(392)	7	24	▲17
九州電力(329)	2	14	▲12	三洋電機(3)	8	1	7
中部電力(405)	1	2	▲1	三洋電機(4)	2	5	▲3
東急不動産(8)	1	6	▲5	ジャスコ(6)	2	1	1
伊藤忠商事(9)	2	6	▲4	北陸電力(245)	2	5	▲3
大成建設(4)	10	9	1	住友金属工業(11)	8	21	▲13
ニチメン(2)	8	7	1	東武鉄道(29)	3	9	▲6
北海道電力(254)	1	11	▲10	三井造船(2)	5	4	1
東京瓦斯(15)	3	0	3	日本国土開発(2)	3	2	▲12
東北電力(374)	1	16	▲15	日揮(2)	5	17	▲2
トピー工業(6)	5	20	▲15	三菱商事(2)	3	5	▲22
中国電力(298)	0	12	▲12	住友電工(3)	7	29	0
伊藤忠商事(10)	8	0	8	日本板硝子(2)	5	5	0

(出所)『日経公社債情報』、1995年8月28日。

ていることが指摘される（第4表参照）。もつとも、一九八八年に導入された発行登録制度や一九九二年に導入

された均一価格販売方式および需要予測方式が定着するにしたがつて、条件決定から募集終了までが短時間で行われるようになり、それに対応できる販売力のない証券会社がシ団から排除される傾向にあるという側面はあるが、他方で銀行系証券会社の参入の余波を従来の準大手・中堅証券が被つているのも確かである。とくに、従来から銀行と系列関係にあつた証券会社は証券子会社参入の影響が強いといわれる。つまり、発行会社は銀行グループごとにシェア配分を決定するため、同一銀行の証券子会社が参入することによってはじき出される傾向がある。したがつて、このようなシ団絞り込みの傾向に対する中堅・中小証券会社の取り組みとしては、第一に個人向け普通社債のようなシ団数の多い案件への積極的参加、第二に転換社債のようなシ団数の増加傾向にある案件への新規参入（転換社債では株価審査などの必要から、届け出から上場まで一か月以上を要するため、顧客開拓に時間をかけることができる上、金融機関が六億円までしか購入できないという制限などがあり、シ団数は増加傾向にあるといわれる）、第三にシ団落ちしても引受リスクのない販売団に加わることで、販売手数料（通常引受手数料は、三～四年債の場合、三五～四五銭で、うち幹事手数料五銭、引受責任料五銭、販売手数料二五～三五銭となつていて）を確保する、第四に店頭公開企業の幹事獲得に注力し、従来適債基準によつて起債が制限されていた銘柄の社債発行に参入する、などの経営対応が挙げられるが、競争の激化は今後も続くものと予想される。

（注2）

わけであるが、とくに新日本証券、勵業角丸証券では約一%のシェア低下となつてゐる（第3表参照）。

このようなシェア低下に対する準大手の取組みとしては、外資系証券と共同で主幹事獲得を目指す動きがあり、国内リテール販売力をもつ準大手証券と引受実績をもつ外資系が相互補完するものとして注目される。現在、このような動きは、国際証券とメリルリンチによるコロンビア共和国発行のユーロ円債、太平洋証券とメリルリンチによるメリルリンチ米国持ち株会社発行の豪ドル建普通社債などであるが、今後国内普通社債市場に拡大していくことも予想され、その際には従来のシ団、幹事団関係を越えた提携関係が築かれる可能性が出てくるものと思われる。

（引受シ団の絞り込みによる中堅・中小証券の排除）

次に、このような銀行系証券子会社の社債引受市場への積極的参入とともに、従来のシ団の見直しおよび絞り込みが進み、準大手・中堅証券のシ団落ちが増加していることが指摘される（第4表参照）。もつとも、一九八八年に導入された発行登録制度や一九九二年に導入された均一価格販売方式および需要予測方式が定着するにしたがつて、条件決定から募集終了までが短時間で行われるようになり、それに対応できる販売力のない証券会社がシ団から排除される傾向にあるという側面はあるが、他方で銀行系証券会社の参入の余波を従来の準大手・中堅証券が被つているのも確かである。とくに、従来から銀行と系列関係にあつた証券会社は証券子会社参入の影響が強いといわれる。つまり、発行会社は銀行グループごとにシェア配分を決定するため、同一銀行の証券子会社が参入することによってはじき出される傾向がある。したがつて、このようなシ団絞り込みの傾向に対する中堅・中小証券会社の取り組みとしては、第一に個人向け普通社債のようなシ団数の多い案件への積極的参加、第二に転換社債のようなシ団数の増加傾向にある案件への新規参入（転換社債では株価審査などの必要から、届け出から上場まで一か月以上を要するため、顧客開拓に時間をかけることができる上、金融機関が六億円までしか購入できないという制限などがあり、シ団数は増加傾向にあるといわれる）、第三にシ団落ちしても引受リスクのない販売団に加わることで、販売手数料（通常引受手数料は、三～四年債の場合、三五～四五銭で、うち幹事手数料五銭、引受責任料五銭、販売手数料二五～三五銭となつていて）を確保する、第四に店頭公開企業の幹事獲得に注力し、従来適債基準によつて起債が制限されていた銘柄の社債発行に参入する、などの経営対応が挙げられるが、競争の激化は今後も続くものと予想される。

## 〈分割発行の増加〉

一九九四年度と九五年度を比較すると、普通社債発行額は三兆二六五〇億円から五兆七一九二億円へと七五%程度増加しているが、件数ベースでみると、一一五から一六八へと一三〇%以上の伸びを示している。つまり、一銘柄の平均ロットは、二八四億円から一一三億円へと小型化していることがわかる。

その理由として発行企業が起債の折に償還期間を変えて一、三本に分割して発行するという事例（例えば、六年債と七年債）が多數みられることが指摘されている。つまり、分割したうちのひとつの中の銘柄の主幹事をメインバンクの証券子会社に担当させ、もうひとつの銘柄を従来の証券会社に主幹事を担当させるというものである。ちなみに、銀行の証券子会社が獲得した主幹事銘柄は、直近五月末までの時点で一三三銘柄にのぼるが、このうち同日払い込みで償還期間と主幹事を変えた起債とワンセットとなっている銘柄は六七銘柄（五〇%）であった。また、今年一月から五月末の期間では四八銘柄のうち二九銘柄（六〇%）であった。もちろん、このうちには企業の財務戦略上の必要性から年限の変更がなされた場合もありえるため、すべてがメインバンクとの関係維持のために分割発行を行つたと断定することはできないが、分割発行は一銘柄のロットを小さくさせるため、流通市場での売買を低下させる一因となることが懸念されている。流通市場活性化の必要性がいわれている中で、このような分割発行が今後ますます増加すれば、流通市場育成の上で障害となる可能性があると思われる。

## 〈ファイアード・ウォール違反の疑い〉

ファイアード・ウォール違反の疑いのある行為について、日本経済新聞社の行つたアンケート調査（発行登録制度利用企業一〇七社対象、回答六一社）<sup>(注3)</sup>では、①頼んだわけではないのに、親銀行の行員と銀行の証券子会社の

社員が起債に関して一緒に訪ねてきた、②銀行と相談していた起債等に関する情報がいつの間にか証券子会社に伝わっていた、③銀行の証券子会社の引受けた社債の一部を親銀行に販売していた、④起債に関してメインバンクから自分の証券子会社を幹事に加えるように強い要請があつた、という四項目の質問に対し、それぞれ①一七社（二七%）、②一六社（二六%）、③〇社（〇%）、④一〇社（一六%）が「ある」と回答しており、ファイアード・ウォール違反の疑いのある行為が①②④のように証拠を残さない形でかなり行われていることがうかがえる。

そして、一九九五年七月には三和銀行が海外証券子会社の社債引受け業務に関して大阪国税局から申告漏れを指摘されるという問題が生じ、大蔵省の事情聴取を受けた。これは三和銀行の英國証券現地法人が一九九三年三月までの三年間に引受けた証券のうち、三和銀行が発行条件の取り決めに深く関与した部分について、本来国内所得として計上すべきであるにもかかわらず、不当に海外に移転したとして、追徴課税されたものである。これについては証券取引法六五条違反の疑いが指摘されたが、大蔵省は税務当局の判断がそのまま行政判断につながらないと説明したと伝えられている。<sup>(注4)</sup>この問題は、対象が海外現地法人であり、また期間も国内都銀の証券子会社開業以前であり、銀行系の国内証券子会社のファイアード・ウォール違反行為の証拠とすることはできないが、その後大手銀行各行は、証券子会社の引受け不関与などのルールの徹底など業務の点検に乗り出したといわれている。<sup>(注5)</sup>他方、日本証券業協会も三和銀行に対して厳重注意したが、ファイアード・ウォール違反問題については、物的証拠に乏しい場合が多く、証券界からの批判も決め手を欠いているという感は否めない。

「社債管理会社不設置債の増加」

前述のような銀行の証券子会社の社債引受けの積極的進出に対する、証券側の対応として注目されるのが、社債管理銀行不設置債である。

周知のように、一九九三年六月の商法改正によって従来の社債受託制度についてさまざまな改正が加えられた。すなわち、①いわゆる「社債募集の受託会社」を条文から削除する、②社債管理会社を新設し、その設置を原則強制する、③社債管理会社の資格を銀行・信託・担保付社債信託法の免許を受けた会社に限定する、④社債管理会社の業務を発行後の社債管理に限定し、現在受託会社が行っている発行段階の業務に関する規定を条文から削除する、⑤社債管理会社の権限・義務・責任を明確化する、などであるが、<sup>(注2)</sup>社債管理会社の原則強制に関しては、券面額が一億円以上の場合不設置が認められている（商法二九七条）。

まず、不設置債の第一号となつたのは、一九九五年九月一日払い込みのソニーのワラント債（発行額一〇億円）であるが、これは発行総額も小さく、募集も私募形式で行われたため、特殊なケースとされた。したがって、不設置債として注目されたのは、同九月二七日払い込みのソフトバンク債（主幹事野村證券、発行総額五〇〇億円、年限一二年）である。この起債では、元利払い事務を代行する財務代理人を設置したが、この場合財務代理人は社債権者保護の役割がないため、手数料も低く、ソフトバンク債では社債管理会社を設置した場合の手数料が一  
二年間の期中事務代行手数料を含めて二億七七二〇万円と推計されるのに対し、財務代理人手数料は一三〇〇  
万円に過ぎないとされている。<sup>(注8)</sup>ソフトバンク債の場合、財務代理人は野村信託銀行が担当したが、その役割には元利金支払い業務の他、社債券の交付、利払い時の源泉徴収なども含まれている。

### 第5表 社債管理会社不設置債

発行企業	発行額(億円)	年限	払込期日	主幹事	財務代理人
ソフトバンク	500	12	9月5・9・27	野村	野村信
新日本製鐵	500	6	1月1・27	興銀証	興銀(社債事務取扱者)
ヤマト運輸	150	5	1月2・12	富士証	富士
ソフトバンク	200	3	1月2・19	野村	野村信
ソフトバンク	250	5	1月2・19	野村	野村信
ソフトバンク	250	7	1月2・19	野村	野村信
日本航空*	500	5	9月6・1・31	野村	第一勸銀
日本航空*	200	6	9月6・1・31	興銀証	興銀(社債事務取扱者)
ニコン*	100	7	2月7	日興	三菱
ニコン*	100	6	2月7	三菱ダイヤ証	三菱
日新製錬**	200	6	2月8	三和証	三和
日新製銅**	200	5	2月8	山一	三和
三菱電機*	300	6	2月8	大和証	三菱
三菱電機*	200	5	2月8	三菱ダイヤ証	住友
住友金属工業**	200	5	2月13	山一	住友
アサヒビール**	200	5	2月14	野村	住友
アサヒビール**	150	6	2月14	大和証	住友
トクヤマ*	100	7	2月15	野村	三和
新日本製鐵*	500	7	2月21	野村	興銀(社債事務取扱者)
日商岩井***	100	7	2月26	三和証	三和
日本石油*	200	6	2月28	さくら証	第一勸銀
日本石油*	200	10	2月28	日興	富士
日立製作所*	2000	10	2月29	野村	興銀
オリックス*	200	5	2月29	大和証	三和
鹿島建設*	400	5	3月8	大和証	住友
鹿島建設*	100	4	3月8	住友	住友
三菱石油*	200	5	3月14	山一	三菱
日本精工*	100	4	3月14	山一	富士
日本精工*	100	10	3月14	富士証	富士
日商岩井*	200	5	3月19	第一勸業証	第一勸銀
トステム*	200	5	3月21	野村	さくら
トステム*	100	4	3月21	さくら証	さくら
日商岩井***	100	7	3月26	日興	三和
YKK*	100	5	3月27	興銀証	興銀
トーハン*	70	5	4月22	野村	三和
住友金属**	100	3年2か月	4月30	大和	大和インター信
西洋ナートシステム*	200	5	4月30	勤角証	第一勸銀
日産自動車**	200	5	5月10	日興	興銀
富士通*	600	5	5月15	第一勸業証	第一勸銀
富士通*	300	6	5月15	興銀証	あさひ
富士通*	300	7	5月15	日興	さくら
住友化学工業*	150	6	5月17	野村	住友
横河電機*	100	5	5月21	野村	富士
富士電機**	200	5	5月24	興銀証	興銀
富士電機**	200	4	5月24	第一勸業証	第一勸銀
三井物産*	300	10	5月24	野村	富士
三井物産*	300	6	5月24	さくら証	さくら
東京瓦斯*	300	20	5月31	山一	第一勸銀

\*社債間限定同順位特約付

\* \* 特定社債間限定同順位特約付

\* \* \* 社債間限定同順位特約付・期限前償還条項付

(資料)『公社債月報』、各号より作成。

としていた社債管理会社の強制設置を発行会社の任意事項とすることによって、従来の社債受託制度のもとで維持されてきた既得権益の枠組みを崩したものいえ。したがって、以後発行コスト削減を求める企業の間で、不設置債の起債増加が進むとともに、元利払い手数料の引き下げも相次ぐことになる。

まず、その後の不設置債の起債は、一九九六年五月末現在で新日鉄、ヤマト運輸、日本航空、ニコン、日新製鋼、三菱電気、住友金属工業、アサヒビール、トクヤマ、日商岩井、日本石油など二七社によつて行なわれており、一九九五年一一月から九六年五月までの期間に発行された普通社債一七二銘柄のうち四七銘柄を占め、とくに直近五月発行の普通社債では一八銘柄のうち一一銘柄を占めるにいたつていて（第5表参照）。ソフトバンク債が発行された後、一一月に新日鉄債（五〇〇億円、期間六年、主幹事興銀証券）が不設置債として発行されたが、その際不設置債に強く反発していた日本興業銀行が自ら財務代理人となり、主幹事に興銀証券がなつたことは、発行企業の不設置債導入の要望をもはや興銀とて抑え切れないものであることを意味するとともに、銀行本体の既得権益を譲歩しても証券子会社の引受シェア拡大を援護する方向への経営戦略を印象づけるものであつた。注10また、不設置債によつて財務制限条項が多様であり、投資家サイドに混乱が生ずることを懸念する向きもある。注11

#### 〈手数料の引き下げ〉

不設置債が導入されたことによつて、発行企業サイドから社債管理会社に対する手数料の引き下げ要求が強まり、各種手数料の引き下げが生じていて。これについては、すでに一九九四年八月に元金取扱手数料が二〇銭（額面一〇〇円当たり、以下同じ）から一四銭に、利金取扱手数料が三〇銭から一八銭に引き下げられており、手数料引き下げの動きは強まつていて、さらに一九九五年八月の東京電力債（額面一五〇〇億円、期間一二年）

で利金取扱手数料が一八銭から一〇銭に引き下げられたのをきつかけに、同九月の日商岩井債（額面二〇〇億円、期間五年）では元金取扱手数料も一四銭から一〇銭へ引き下げられた。約一年間に、元金取扱手数料は半分、利金取扱手数料は三分の二に引き下げられ、政府保証債・地方債と同じ水準となつた（第6表参照）。その結果東京電力債では四五〇〇万円のコスト削減が実現したといわれる。そして、ソフトバンク債を契機に社債管理手数料の引き下げも進み、前述の新日鉄債の一週間後に発行された富士通債では、社債管理会社の設置を巡つて論議がなされた後、設置債となつたが、管理手数料は一・五銭（額面一〇〇円当たり）となり、従来A A格で従来最も低かつた一・七銭を下回る水準となつた。また、社債登録機関（銀行）に支払う当初登録手数料についても、従来の七・一〇銭という水準で長年固定されていたものが、最近六・銭程度で契約をみた例も出ていると伝えられている。注12

このように不設置債が導入されたことによつて、不設置債の場合もとより、従来のように社債管理会社を設置する場合においても諸手数料の大額な引き下げが実現したわけである。不設置債の導入は、従来国内普通社債発行の際、ユーロ市場などに比べて割高な発

行コストの主因とされていた受託手数料を、(13)にきて著しく引き下げるものとなり、内外のコスト格差を大幅に縮小させるものとなつたといえる。<sup>(注13)</sup>

### 〈まとめ〉

本稿では、引受競争激化の影響を従来の証券会社に対するものと起債のあり方に関するものとに分けて考察したが、例えば引受競争の激化によって発行企業寄りの条件決定がなされ、そのために売れ残りが多発していることも指摘されているが、これについては本稿では触れなかつた。競争激化とミス・プライシングと募残の因果関係については、別稿を期したい。また、銀行の証券子会社が親銀行の取引関係（いわゆるメインバンク関係）を通じて主幹事を獲得し、引受シェアを伸ばしていることが指摘されているが、証券子会社の主幹事獲得の背後で、不設置際の急増に示されるように起債によつて親銀行が得られる手数料収入が低下する事例も増え、さらには発行企業が社債によつて調達した資金をメインバンクから借入金返済に充当し、取引関係が弱まる可能性もあると考えられる。つまり、将来的には親銀行と証券子会社間の利益相反関係が強まり、メインバンク関係も低下していく可能性が考えられるわけだが、その際には証券子会社も親銀行の「威光」を背景にした幹事獲得競争はでかず、単体での引受能力が問われるようになるものと思われるが、これについても別稿を期したい。

### 〔注〕

(1) 金融制度改革がこのようない形で決着したことについては、拙稿「わが国金融制度改革の一観角」、『証券経済』、第一八六号、一九九三年二月、参照。

(2) 「進むシグニヤー込みの動き」、『日経公社債情報』、一九九五年八月二八日、五〇六ページ、参照。

(3) 「社債市場・企業アンケート」、『日経公社債情報』、一九九五年八月七日、五ページ、参照。

(4) 『日本経済新聞』、一九九五年七月二〇日、および「三和銀行の証取法違反疑惑」、『日経公社債情報』、一九九五年七月二十四日、三六ページ、参照。

(5) 『日本経済新聞』、一九九五年七月二七日、参照。

(6) 従来の社債受託制度については、拙稿「日本における社債受託制度の導入と確立」、『証券経済』、第一七六号、一九九一年六月、「望ましい社債市場のあり方について」、『公社債月報』、第四二三号および第四二四号、一九九一年一月および二月、「日本の社債受託制度の特長とその形成」、『証券経済』、第一八七号、一九九四年三月、参照。

(7) 新商法の改正点については、水田徹「社債法改正に伴う実務上の対応」、『商事法務』、一九九三年九月一五日、一五〇一九ページ、および山本茂「社債法改正と受託業務」、『商事法務』、一九九三年九月一五日、二〇〇一四ページ、参照。

(8) 丸木強「社債管理会社を不設置とした社債について」、『公社債月報』、一九九五年九月、二八〇三〇ページ、参照。

(9) ただし、銀行側の反対理由は、当時の財務制限条項（ただし、一九九六年一月から撤廃）は社債管理会社が存在しなければ機能しないというものであつた。詳しくは、前掲、丸木、参照。

(10) ただし、日本興業銀行はA A格以上でなければ、不設置債を認めないという暗黙のルールを作つてゐるといわれる。詳しくは、「近づく適債基準撤廃」、『日経公社債情報』、一九九五年一月一三日、二ページ、参照。

(11) 「抜がる管理会社不設置債」、『日経公社債情報』、一九九五年一二月一一日、五一ページ、「多様化する財務上の特約」、『日経公社債情報』、一九九六年三月四日、七ページ、および『日経金融新聞』、一九九五年一二月一二日、参照。他方、不設置債が導入されたことによつて、いわゆる買取引受が行われるよくなつたことも注目される点であるが、これについては(1)では触れない。

(12) 「日経金融新聞」、一九九六年一月二十四日、参照。

(13) ただし、ユーロ円債には還流制限があり、そのため国内企業が国内債を選択している面があり、今後還流制限の撤廃がなされれば、当初登録手数料などは国内債にしか存在しない手数料のために起債がユーロ円市場にシフトする可能性も指摘されている。そして、不設置債では引受証券会社によって買取引受けが行われているが、この場合当初登録の名義人は証券会社となり、当初登録費用の引き下げの余地もあるのではないかという指摘もなされている。この点については、丸木強「根づく管理会社不設置債」、「日経金融新聞」、一九九六年六月二十六日、参照。

（松尾）

### はじめに

デリバティブ取引の重要性については、すでに多くのことが述べられてきた。しかしながら、その中心は、新たな商品についての解説か、リスク管理の必要性を説くものであったと言つてよいであろう。その一方で、これほど大きな市場となりながらも、デリバティブが金融市場の構造をどのように変えようとしているのか、実態に即しつつマクロ的視点から考察したものは比較的少ないようと思われる。小稿では、金利スワップを取りあげ、それが都市銀行・長期信用銀行においてどのように利用されているのか、そしてそのことがどのような意味をもつているのか簡単に整理してみた。

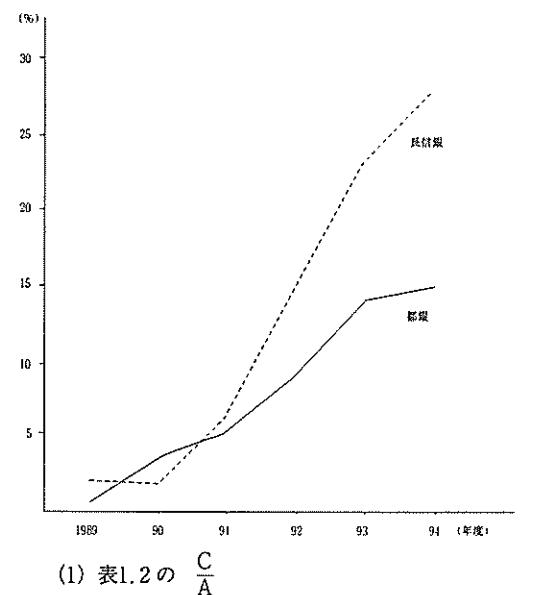
(1) 金利スワップと金融市场の関係については、多胡秀人・大久保勉「デリバティブ取引からみた債券市場」『公社債月報』一九九四年一月号、多胡秀人「デリバティブは長期金利を変質させた」『金融財政事情』一九九五年一月一三日、「金融機関ALMの現状と課題」『日本銀行月報』一九九五年九月号、「邦銀のデリバティブ」『日経公社債情報』一九九四年一月八日、他、参照。  
小稿は、特に多胡・大久保論文に多くを負っている。

### 金利スワップ業務の拡大

まず、銀行にとっての、金利スワップ業務の大きさがどのように変化してきたか見てみよう。金利スワップ市

## 金利スワップと都長銀

両業態とも九〇年代に金利スワップ業務を急拡大させており、かつその伸びは長信銀のほうが大きいという特徴は、反対の支払い金利の面からも確認することができる。すなわち資金調達費用(金利スワップ関連を含めたすべての預金・債券利息等の合計)に占める金利スワップ支払い金利の比率(表1、2のF-D)も、ほぼ同じ数値・傾向を示しているのである。金利の受払いの内の、都市銀行の場合で一四ないし二二%、長期信用銀行では二七・七%にも達している。



(1) 表1.2の  $\frac{C}{A}$

場全体の大きさは、通常、想定元本などによって把握されているが、銀行の他の業務との関係を理解しようとすると、そうした方法は適切でなく、また必要な数値も入手不可能である。そのため、ここでは損益計算書に表された受入れ金利の比率を用いることとした。図1では、銀行の資金運用収益(金利スワップ関連を含めたすべての受入れ金利・配当等の合計)に占める金利スワップ受入れ金利の比率(表1、2のC-A)の推移を示したものである。

都銀・長信銀とともに、八九、九〇年度には、資金運用収益の一～三%程度にすぎなかつた金利スワップが、九一年ごろから急増していることがわかる。特に伸びの著しい長信銀の場合、九四年度にはその比率は

表1 都市銀行の資金利鞘と金利スワップ<sup>(1)</sup>

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
資金運用収益(A=B+C)	27,055.967	32,364.711	29,836.840	22,667.512	18,862.644	17,726.330
貸出金利息等(B)	26,867.846	31,329.010	28,246.020	20,627.318	16,256.511	15,171.977
金利スワップ受入利息(C)	188.421	1,035.701	1,590.820	2,040.194	2,606.133	2,554.353
資金調達費用(D=E+F)	23,847.476	29,334.677	25,760.548	18,093.204	14,511.048	13,525.001
預金利息等(E)	23,802.067	28,517.127	24,357.481	15,875.782	11,529.807	10,582.155
金利スワップ支払利息(F)	45.409	817.550	1,403.067	2,217.422	2,981.241	2,942.846
資金利鞘(G=A-D)	3,208.491	3,030.034	4,076.292	4,574.308	4,351.596	4,201.329
預貸利息等取支(H=B-E)	3,065.479	2,811.883	3,888.539	4,751.536	4,726.704	4,589.822
金利スワップ取支(I=C-F)	143.012	218.151	187.753	△177.228	△375.108	△388.493

(出所)『銀行局金融年報』各年版。

(1)都市銀行11行(ただし89年度は13行、90年は12行)の合計。

表2 長期信用銀行の資金利鞘と金利スワップ<sup>(1)</sup>

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
資金運用収益(A=B+C)	5,128.407	5,817.389	5,780.056	5,370.216	5,030.630	5,071.191
貸出金利息等(B)	5,012.817	5,705.723	5,419.667	4,607.148	3,875.882	3,667.590
金利スワップ受入利息(C)	115.590	111.666	360.389	763.068	1,154.748	1,403.601
資金調達費用(D=E+F)	4,760.279	5,510.431	5,309.232	4,843.938	4,689.468	4,811.599
債券利息等(E)	4,681.946	5,349.588	4,949.352	4,208.680	3,727.318	3,582.838
金利スワップ支払利息(F)	78.333	160.843	359.880	635.258	962.150	1,228.761
資金利鞘(G=A-D)	368.128	306.858	470.824	526.278	341.162	259.592
貸出・債券利息等取支(H=B-E)	405.385	356.035	470.315	398.468	148.564	84.751
金利スワップ取支(I=C-F)	△37.257	△49.177	509	127.810	192.598	174.841

(出所)表1と同じ。

(1)長期信用銀行3行の合計。

二五ないし一八%を占めるに至っているのであるから、金利スワップは、銀行業務にとつてもはや特殊な業務などではなく、中核業務の一つになつてゐると言つてよいであろう。

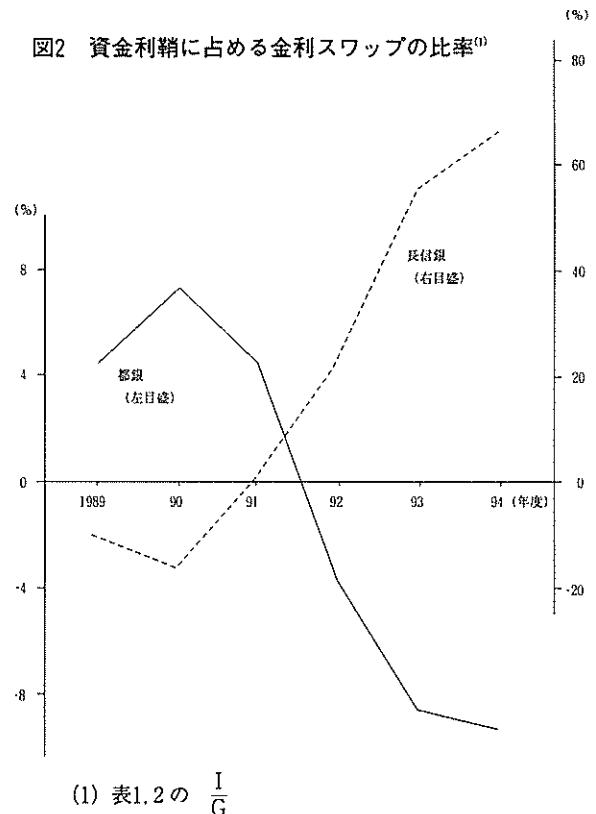
### 金利スワップ収支の変化

このように、金利スワップ

取引は業態にかかわらず急速に拡大しているのであるが、しかし、その収支(金利スワップにかかる受入れ金利から支払い金利を差し引いたもの)に着目すると、都銀と長信銀では大きな違いが存在する。違いというよりも、金利スワップ収支の動向が両者でまるで正反対となつてゐるのである。

図2は、総資金利鞘(資金運用収益から資金調達費用を差し引いたもの)に占める金利ス

図2 資金利鞘に占める金利スワップの比率<sup>(1)</sup>



(1) 表1,2の  $\frac{I}{G}$

ワップ収支の比率(表1、2のI-G)の推移を示したものである。これを見ると、都銀の場合には、八〇年代末にはプラス、しかも上昇してゐるにもかかわらず、九〇年代になると大きく減少し、九二年度以降はマイナス(金利スワップの収支自体がマイナス)となり、かつその収支赤字が(相対的にも絶対額でも)大きくなつてゐるのである。ところが、長信銀の変化は全く逆である。八九、九〇年度とマイナスだったスワップ収支は九一年度を境にプラスに転じて急増、九四年度には資金利鞘の六七・四%を占めるに至つてゐるのである。

収支(比率)の大きさそのものの違い(図2の二つの縦軸の目盛り幅の違い)は、先に確認した、長信銀のほうが金利スワップにより積極的であつたということを反映したものであるが、その変化のこのよくな鮮やかな対称性はどのような理由で生じてゐるのであろうか。金利スワップの基本的な仕組みに立ち返つて考えてみよう。

### 金利スワップによる収益と金利動向

最も一般的な金利スワップは、六ヶ月物LIBORと一定期間の固定金利を交換するというものである。固定金利でLIBORを売買すると考えてよいであろう。すると、取引の結果生じるポジションは、固定金利の受払いから見て、「ペイ」(固定金利の支払い・変動金利の受取り)と「レシーブ」(固定金利の受取り・変動金利の支払

図3 金利スワップポジションと金利動向

	金利上昇期	金利下降期
レシーブ (固定金利受取り) (変動金利支払い)	損失	利益
ペイ (固定金利支払い) (変動金利受取り)	利益	損失

い)のどちらかとなる。

では、それぞれのポジションは、どのような状況で利益をあげるのだろうか。「ペイ」の場合、五年なら五年の間、契約時に決定された固定金利を支払い、市場に連動した変動金利(L-TB0R)を受け取るのであるから(変動金利が「収益」、固定金利が「費用」)、金利が上昇する過程で利益があがり、逆に、金利が下がる局面で損失が出ることがわかる。固定金利を受取り、変動金利を支払う「レシーブ」の場合は逆である。「利益」は固定金利、「費用」は変動金利であるから、利益が出るのは金利が低下する時であり、金利が上昇する時には損失が大きくなるのである。スワップのポジションと金利動向の対応関係は、結局、図3のようになる。

このことを念頭に、もう一度、図2に戻ってみよう。都銀と長信銀のスワップ取支が入れ替わったのは九一年度であるが、その年は金利が上昇から下降に転じた年である。公定歩合で見ると、八九年五月の引き上げを皮切りに、計五回引き上げられ九〇年八月には六%となっていたのであるが、九一年七月から今度は、現在まで続く急激かつ大幅な引き下げが始まったのである。九一年は、ちょうど、その金利反転期にあたる。すると、都銀の場合、金利上昇期の八九、九〇年度にスワップで黒字を出していたのであるから、その時のスワップポジションの中心は「ペイ」、すなわち固定金利の支払い・変動金利の受取りという形になっていたと推測される。そして九一年以降の金利下降局面では損失を出していったのであるから、この時もやはり「ペイ」のポジションをとつていたことがわかる。

それに対して長信銀の場合、金利上昇局面で赤字、下降局面で黒字だったのであるから、都銀とは逆に、全体としては一貫して「レシーブ」(固定金利受取り・変動金利支払い)のポジションが組まれていたと推定することができるのである。

### スワップポジションと業態

ではなぜ、金利動向が大きく変化しているにもかかわらず、都銀は「ペイ」、長信銀は「レシーブ」と、一つのポジションに固執してきたのであろうか。

それはそもそも、二つの業態を区分する資金調達方法そのものに根拠があると考えられる。すなわち、短期の預金を主たる資金調達手段とする都銀の場合、運用側も短期であれば金利リスクは存在しないのであるが、固定金利での長期貸出や債券投資がなされると、長短金利のミスマッチが発生することになる。運用金利が固定されているにもかかわらず、資金調達金利は市場金利の変化に応じて変更されるため、金利が低下する時にはコスト安となって利益が拡大するものの、金利上昇時にはコスト高となって利鞘が減少してしまうのである。こうした収益構造への対応策の一つが、金利スワップでの「ペイ」ポジションの構築であったと思われる。つまり、「ペイ」のポジションにおいては、先に述べたように、金利が低下する時にはマイナスの、上昇する時にはプラスの収支が得られるのであるから、これは、都銀の預貸業務による収支とまったく逆である。すなわち、オンバランスと逆の金利ポジションをオフバランスでもつことによって、金利リスクがヘッジされているのである。だからこそ、表1のHとIが示しているように、預貸利息等の収支が減少している時にはスワップ取支が拡大し、前者が増大している時には反対に後者が減少しているのである。

長信銀の場合も、同様のことが全く逆の形であてはまる。五年物金融債の発行によつて固定金利で調達した長期資金を、長期で運用しているのであれば、そこに金利リスクは存在しない。しかし、短期での(あるいは変動金利での)運用をおこなえば、金利上昇期には利益が、下降期には損失が発生することになるのである。しか

も、資金調達(金融債の発行)は長期金利が最高水準にある時に、資金運用(長期貸出)は長期金利がボトムにある時に集中しやすい。例えば、九〇年秋のワイドファイバーとその後の資金運用難は、こうしたリスクを顕在化させたものであった。そこでこうしたオンライン上の金利ポジションに対し、金利スワップで「レシーブ」のポジション(固定金利受取り・変動金利支払い)を組むことで、長信銀は、金利リスクをヘッジしていると考えられるのである<sup>(2)</sup>。

このように、二つの業態の銀行は、従来の主業務から生じる金利リスクをヘッジするポジションをもつために金利スワップを利用しているのである。

(1) 他の対応策としては、新短期プライムレートの導入(一九八九年一月)、新長期プライムレートの導入(九一年四月)、住宅ローンの短期プライムレート連動化(九四年)などの、オンラインでの、資金運用収益の市場金利連動化がとられてきた。

(2) 一九九一年一一月からの二年物金融債の発行による調達資金の短期化は、同じリスクに対するオンラインでの対応策の一つである。

#### 金利スワップと業態区分の根拠

このように、業態区分にもとづいた従来の業務による金利リスクがヘッジされるということは、リスク管理という観点からは望ましいものと言えよう。しかしながらそれは、裏返して言えば、業態の区分が意味を失つているということである。短期の預金の受入れであっても、「ペイ」(固定金利支払い・変動金利受取り)のポジションを持てば、金利リスクの観点からは長期固定債務をもつていてこと、すなわち金融債の発行と同じになってしまふ。しかも、自由化が進んだ今日の市場ではアベイラビリティ上の制約は限られたものだから、実際の長期資金の調達に限りなく近づいているのである。

長信銀の場合も同様である。金利スワップを活用することで、調達資金の期間は自在に調節することが可能である。実際、表2が示しているように、九四年度には資金利鞘の七割近くをスワップ取扱が占め、従来業務の比率は三割強にすぎないのであるから、スワップの役割は、預貸業務のリスクヘッジといった限界的なものをはるかに越えていると言つてよいであろう。

しかしそうであるとするなら、運用と調達のミスマッチを生み、金利リスクを必然化するものとみなされてきた預金の受入れ・金融債の発行という業態固有の資金調達手段の存在は、これまでと異なった性格を帯びることになる。と言うのは、金利リスクの観点からは、資金調達方法はその銀行の運用方法との対応関係が問題となるが、そのミスマッチがスワップによって解消される以上、問題は、その業態固有の調達手段の金利(資金調達コスト)と、他の、つまり市場での調達コストとの格差という点に現れざるをえないからである。例えば、金融債の利回りが市場レートである五年のスワップレート(LIBORと交換される五年物固定金利)よりも小さいのはなぜかという問題である。

今、仮に金融債の利回りがA、五年物スワップレートがBであったとしよう。その時、長信銀は、金融債を発行すると同時に「レシーブ」のスワップポジションをもつことにより、(LIBOR+A-B)のコストで変動金利での資金調達ができたことになる。この時、AがBよりも小さければ、そのコストは市場金利(LIBOR)よりもBとAの差額だけ小さくなるのである。つまり、長信銀は、スワップ市場に参加している一般的な資金調達者のコストであるLIBORよりも低い金利で短期資金を調達できるのであるが、それは、長信銀の信用リスクが小さいというよりも、むしろ、金融債市場の「特殊性」によると言つてよいであろう。すなわち、長信銀が市場

金利(「LIBOR)以下で資金調達できる」とは、スワップ市場には「非競争的な特権」と映るのである。

同じことが預金金利についても言える。預金金利がスワップレートより低いことはどのように理解すべきなのだろうか。預金者保護によって信用リスクが存在しないためであるといった論理は、銀行破綻があいつぐ今日では説得力を失いつつある。そもそも、預金金利は同期間の国債利回りよりも低いのである。また、預金を集めるためには、店舗の維持等のコストが必要であるためといった理由も、成立しがたい。事実は逆であり、金利が低かつたからこそ、コストをかけてでも預金が集められたのである。とすれば、預金の受入れもまた、預金金利が実質的にも完全に自由化されるまでは、スワップ市場からは「非競争的な特権」と見えることになる。

そして、こうした「特権的」資金調達「市場」とスワップ市場との間での一種の裁定取引が、「特権」の享受者自身によつておこなわれ、具体的には、LIBORよりも(信用リスクの格差以上に)低いレートの資金が調達されることで、巨額の、自己責任にもとづくとは言いがたい利益が上げられているのである。その一方で、金融債購入者や預金者に対しては、「特権」の裏側において、得られる利回りは市場レート以下に抑えられるにもかかわらず、いざという時には、市場参加者として自己責任が求められるということであるなら、それは、自由化の過渡期の現象とはいえ、公正さに欠けるのではないだろうか。

(1) 五年物利付金融債は、発行額が大きく流動性があるのみならず、①非上場であるため決算時に含み損を計上する必要がないこと、②五年物国債が発行されていないため比較可能な他の指標が存在しないこと、③資金運用部資金の運用対象に指定されていること(資金運用部資金法第七条第九号)などの制度的な「配慮」によって、信用力以上に低いレートで発行されてきた。しかし、九三年一月には五年物普通社債が解禁、九三年一月には四年物国債、翌年一月には六年物国債が発行され、今年一月には五年物国債先物取引が開始、さらに四月には中国電力の五年物社債が発行されるなど、利金債と競合する金融商品が続々と登場している。

とはいっても、五年物国債先物取引では、受渡適格銘柄が残存期間三年以上五年以下の利付国債とされているため、現状では実質的に三年物の市場となつており、また、中国電力債は興銀債よりも高い格付けを得ているにもかかわらず、そのレートは興銀債を上回る水準に決定されているなど、現時点では、五年物市場の「特殊性」がすべて解消されたわけではない。

(伊豆)

## 日経平均先物・オプション 平成八年六月限

日経平均株価は三月一五日に一九九二四円をつけた後、円高基調の後退が定着したことから企業業績の回復を好感して四月二四日には二二二八二円にまで達し、その後も二二〇〇〇円をはさんだ展開となり、比較的堅調に推移していた。六月一四日のSQ値は日経平均先物・オプションで前日比一八一円九七銭高の二三三六四円三七銭、TOPIX先物・オプションで前日比九・〇二ポイント高の一六九三・八七ポイント、日経三〇〇先物・オプションで前日比一・八一ポイント高の三一四・六八ポイントといずれの指数も上昇し、日経平均株価は終値で二二二八九円と年初来高値を更新した。

本稿では大阪証券取引所（大証）の日経平均先物平成八年六月限を中心に、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代金・建玉代金を、図2は東証一部売買代金に対する日経平均先物売買代金と建玉代金の比率を表わしている。売買代金比は一・四〇、建玉代金比は一四・五二であり、三月限期に比べてそれぞれ〇・〇七ポイントと五・八四ポイント上昇していた。この間、現物市場の売買代金は三月限期に引き続き堅調に推移しており、先物市場の建玉が大幅に拡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

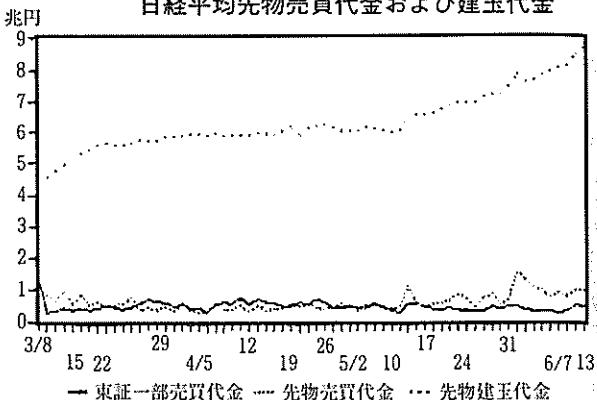


図2 日経平均先物売買代金および建玉代金の  
東証一部売買代金に対する比率

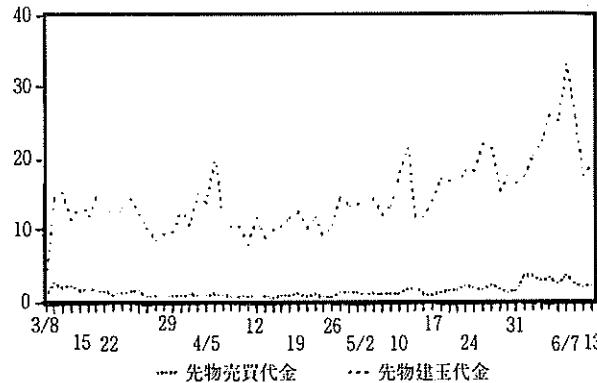


図3 日経平均株価と日経平均先物6月限価格

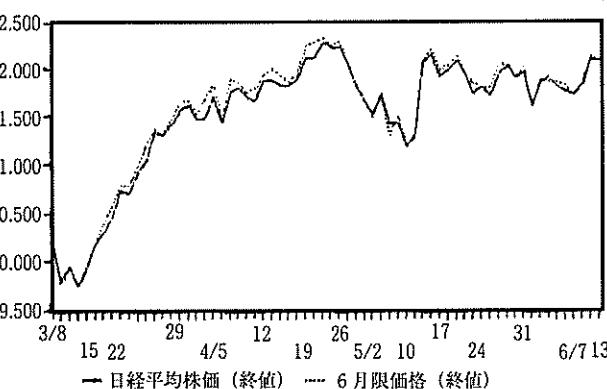


図3は日経平均株価と日経平均先物6月限価格を、図4は6月限価格の理論値からの乖離率を、図5は6月限と九月限の限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図6は6月限と九月限の売買高と建玉を表わしている。先物価格は前半の株価上昇期に上方乖離しがちであったが、限月間スプレッドはむしろ後半に上方乖離しがちであった。売買高の限月交替は取引最終日三営業日前の六月一〇日であったが、建玉の限月交替は取引最終日にも生じず、従来とは異なる様相を呈した。

○・○二ポイント増、○・六六ポイント増、○・一〇ポイント減であった。  
 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は六月限と九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同様、先物価格は前半に上方乖離しがちで、限月間スプレッドは後半に上方乖離しがちであった。そして売買高の限月交替は取引最終日前日まで観測されなかつた。

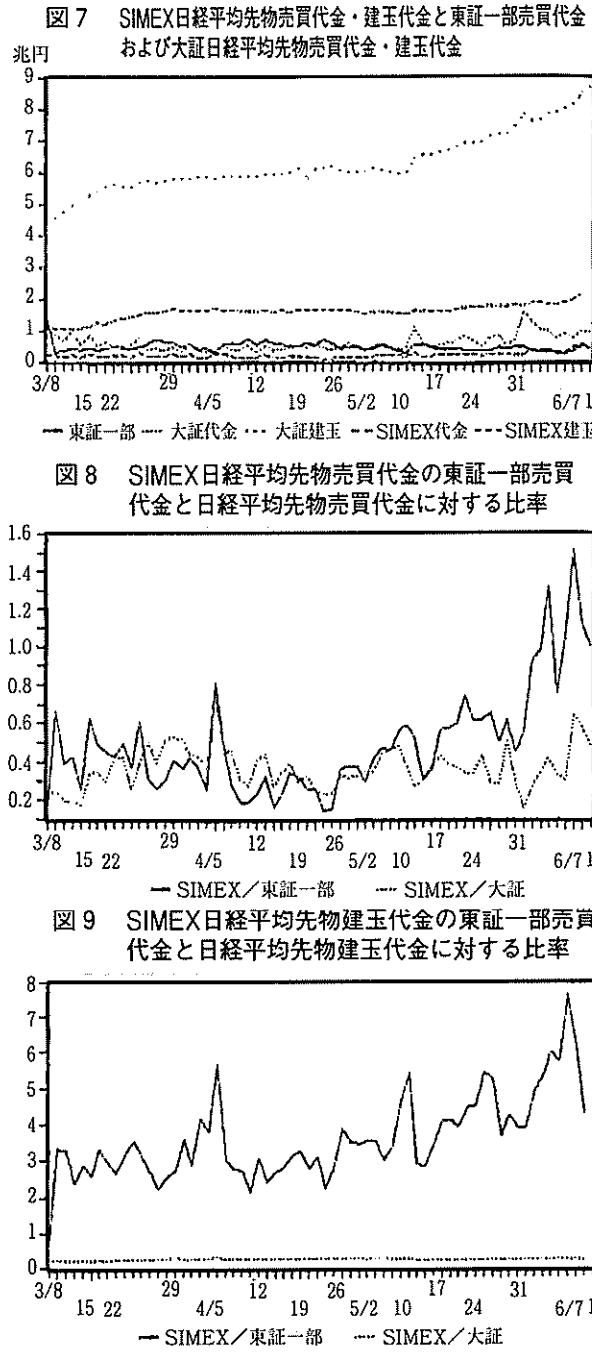


図7はSIMEX日経平均先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図8はSIMEX日経平均先物売買代金の比率を、図9はSIMEX日経平均先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は○・四九、大証日経平均先物売買代金の比率は○・三六、東証一部建玉代金比は三・六一、大証日経平均先物建玉代金比は○・二五であり、三月限期に比べてそれぞれ○・○三ポイント増、

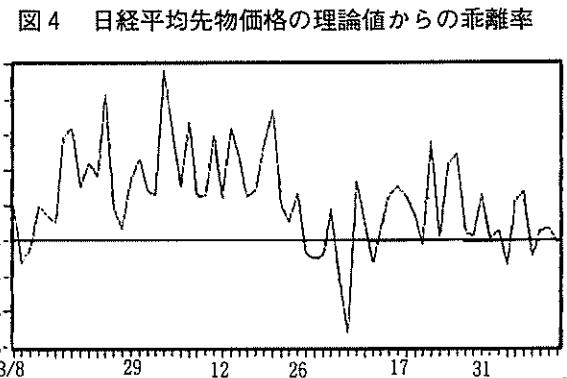


図4 日経平均先物価格の理論値からの乖離率

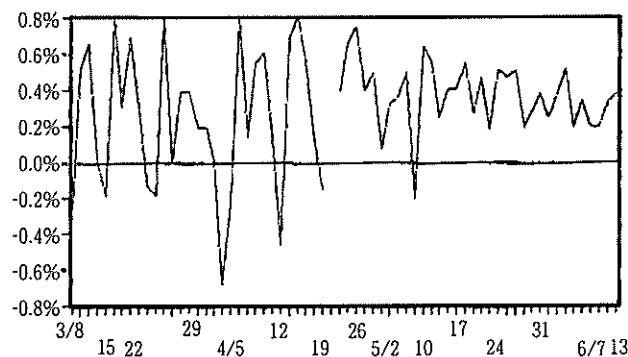


図5 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

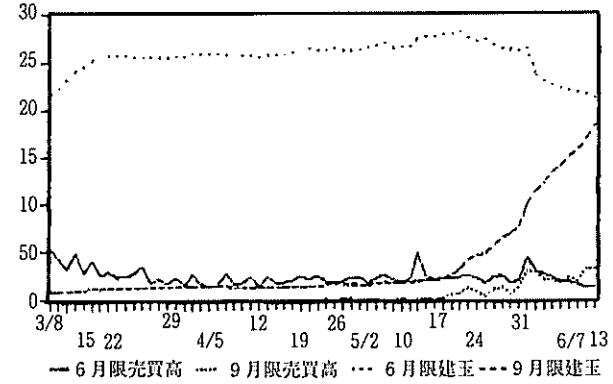


図13 TOPIX先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金  
円 および大証日経平均先物売買代金・建玉代金

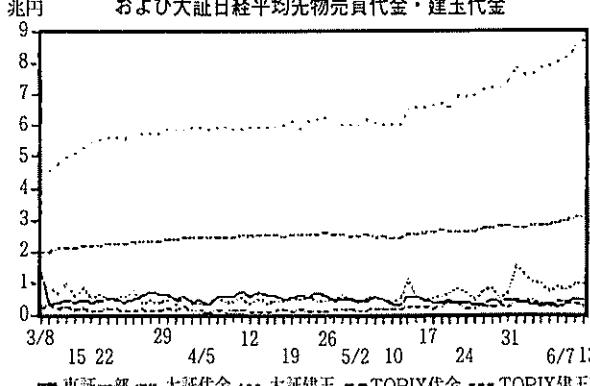


図14 TOPIX先物売買代金の東証一部売買代金と  
大証日経平均先物売買代金に対する比率

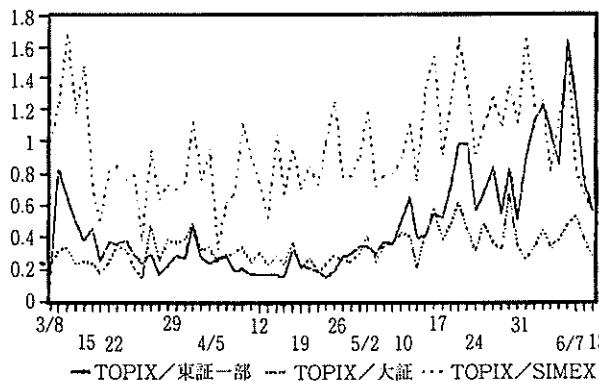
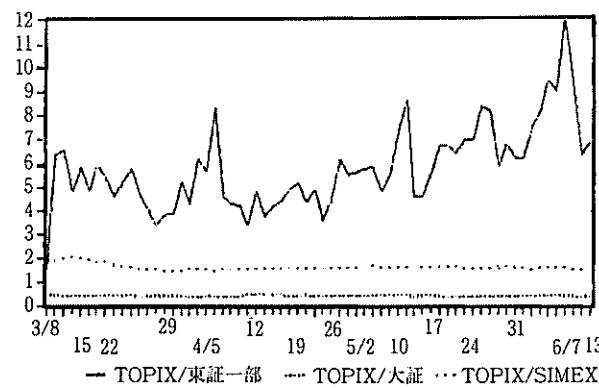


図15 TOPIX先物建玉代金の東証一部売買代金と  
大証日経平均先物建玉代金に対する比率



一・四九ポイント増、〇・一二ポイント減であつた。

図16はTOP-IX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は六月限と九月限の売買高と建玉を表わしている。TOP-IX先物価格と限月間スプレッドの上方乖離も大証日経先物やSIMEX日経平均先物とほぼ同様であったが、売買高の限月交替は取引最終日八営業日前の六月三日、建玉の限月間交替は取引最終日三営業日前の三月一〇日であった。

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〇・四八、大証日経平均先物売買代金比は〇・三三、東証一部建玉代金比は五・七六、大証日経平均先物建玉代金比は〇・四〇であり、三月限期に比べてそれぞれ〇・〇一ポイント減、〇・〇二ポイント減、

図10 SIMEX日経平均先物価格の理論値からの乖離率

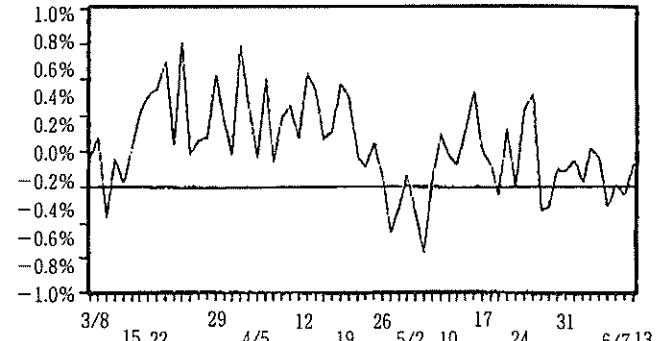


図11 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

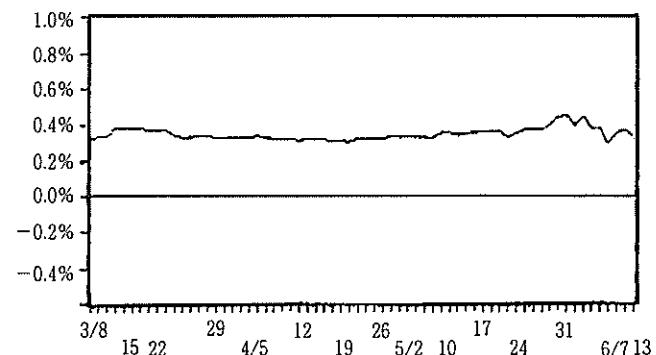


図12 SIMEX日経先物 6月限と9月限の  
売買高と建玉

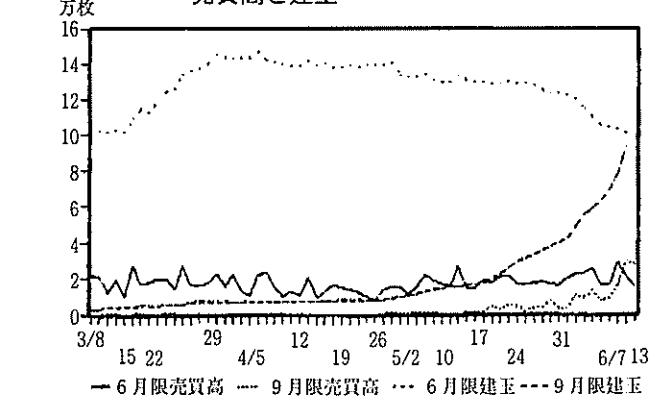


図16 TOPIX先物価格の理論値からの乖離率

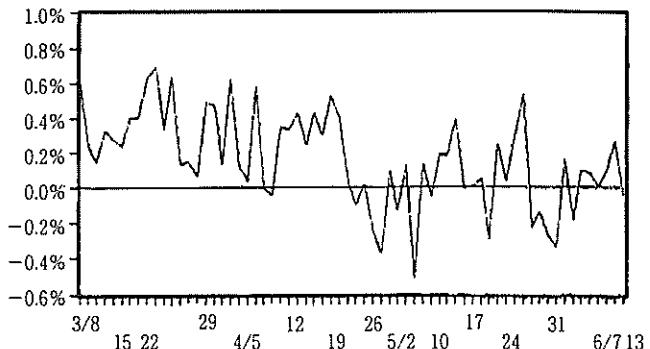


図17 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

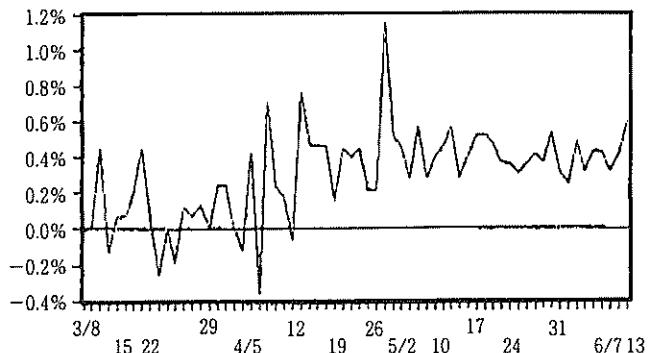


図18 TOPIX先物6月限と9月限の売買高と建玉

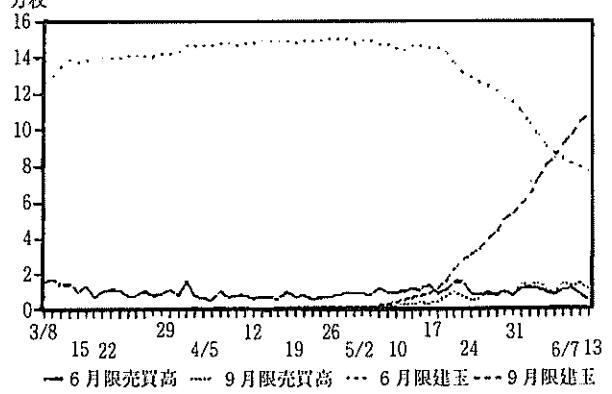


図19は日経300先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図20は日経300先物売買代金の東証一部売買代金に対する比率を、図21は日経300先物建玉代金の東証一部建玉代金に対する比率を表わしている。東証一部売買代金比は○・○五、大証日経平均先物売買代金比は○・○四、東証一部建玉代金比は○・九九、大証日経平均先物建玉代金比は○・○七であり、三月限期に比べてそれぞれ○・○二ポイント減、変わらず、○・○九ポイ

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

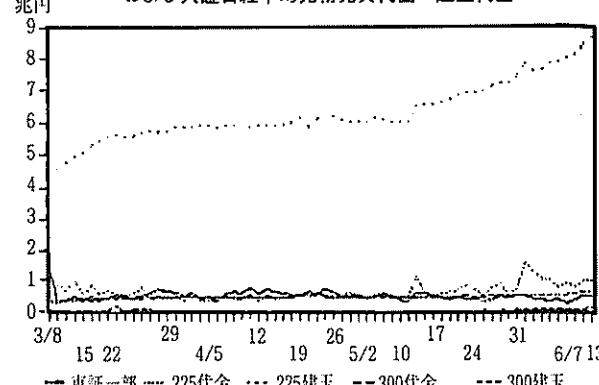


図20 日経300先物売買代金の東証一部売買代金と日経平均先物売買代金に対する比率

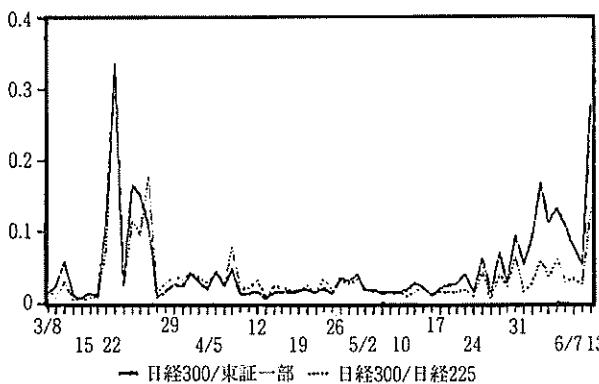
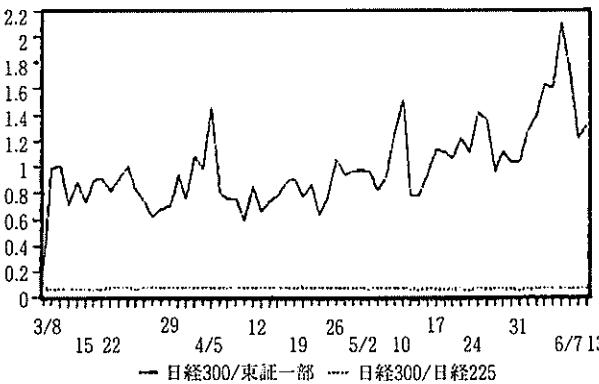


図21 日経300先物建玉代金の東証一部売買代金と日経平均先物建玉代金に対する比率



ント増、○・○四ポイント減であった。

図22は日経300先物価格の理論値からの乖離率を、図23はスプレッドの理論値からの乖離率を、図24は六月限と九月限の売買高と建玉を表してある。日経300先物価格と限月間スプレッドの上方乖離が誇張されていたようである。売買高の限月交替は生じなかつたが、建玉の限月交替は取引最終日二営業日の六月一日であった。

あつたが、取引が少ないため限月間スプレッドの乖離が誇張されていたようである。売買高の限月交替は生じなかつたが、建玉の限月交替は取引最終日二営業日の六月一日であった。

図25 日経平均株価のボラティリティ

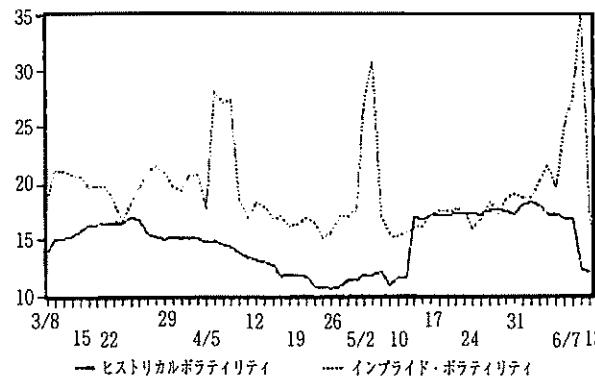


図26 日経平均オプションの売買高と建玉

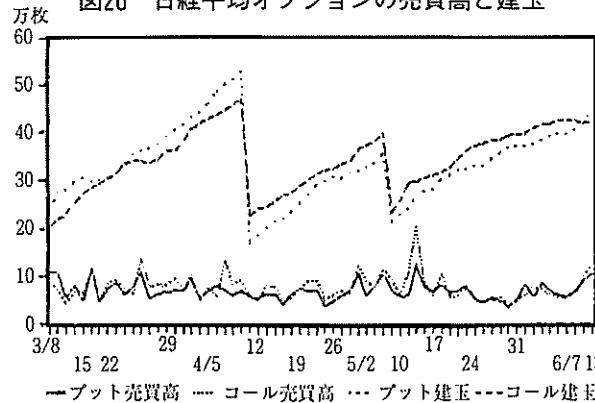
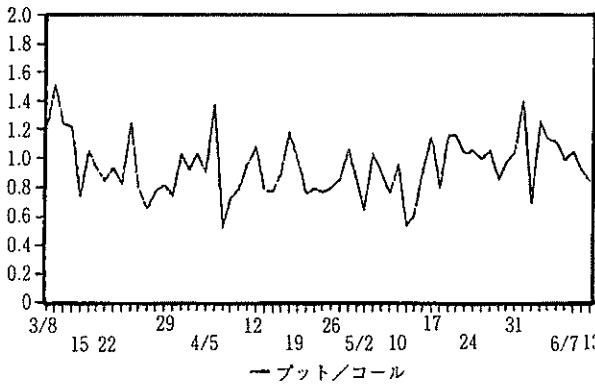


図27 日経平均オプションのブット・コール・レシオ



四ポイント増加、外国人が四ポイント減少していくことがわかる。

#### 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、ブット・コール別売買高と建玉、ブットの売買高をコールの売買高で割ったブット・コール・レシオをそれぞれ表わしている。三月限期と比べてヒストリカル・ボラ

図22 日経300先物価格の理論値からの乖離率

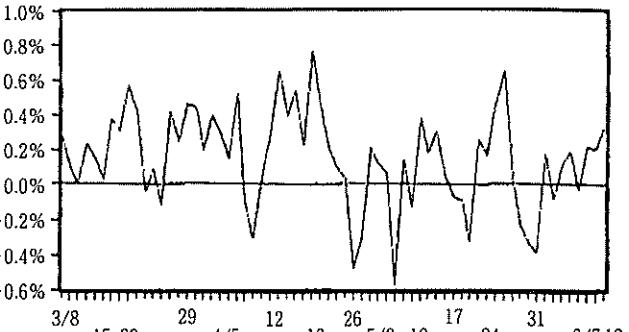


図23 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

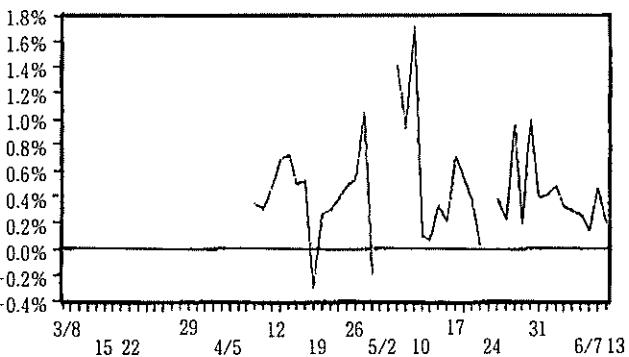


図24 日経300先物6月限と9月限の売買高と建玉

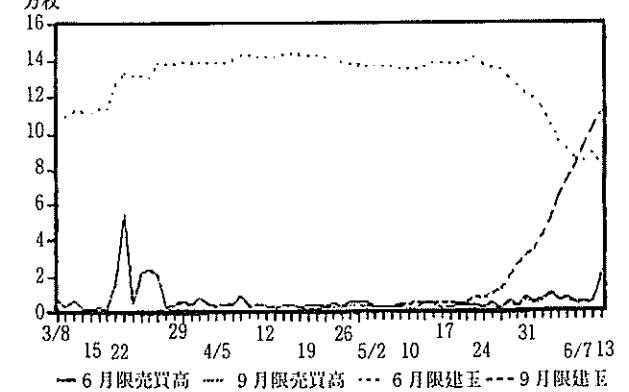


表1 株価指数先物売買動向（日経平均先物、

単位：枚

取引主体	期間	取引対象						
		3月第2週 (3/11-15) 5営業日	3月第3週 (3/18-22) 4営業日	3月第4週 (3/25-29) 5営業日	4月第1週 (4/1-5) 5営業日	4月第2週 (4/8-12) 5営業日	4月第3週 (4/16-19) 5営業日	4月第4週 (4/22-26) 5営業日
自己	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	293,769 (77.05%)	147,425 (72.52%)	156,335 (67.89%)	121,142 (67.45%)	130,446 (68.41%)	128,453 (71.41%)	152,578 (72.48%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	110,712 (83.45%)	48,108 (66.96%)	52,766 (67.26%)	64,935 (70.27%)	52,469 (75.39%)	53,346 (81.60%)	47,350 (74.68%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	14,358 (53.32%)	181,576 (68.16%)	90,357 (46.04%)	22,053 (48.68%)	18,137 (40.96%)	14,328 (61.65%)	22,650 (56.75%)
	生保・損保	2,053 (0.54%)	2,598 (1.28%)	1,071 (0.47%)	229 (0.13%)	529 (0.28%)	345 (0.19%)	83 (0.04%)
銀行	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	20,393 (5.35%)	9,271 (4.56%)	11,782 (5.12%)	10,813 (6.02%)	9,613 (5.04%)	10,859 (6.04%)	11,848 (5.63%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	9,379 (7.07%)	5,609 (7.81%)	6,835 (8.71%)	7,029 (7.61%)	3,269 (4.70%)	2,570 (3.93%)	2,573 (4.22%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	103 (0.38%)	43 (0.03%)	131 (0.09%)	142 (0.31%)	38 (0.09%)	51 (0.22%)	68 (0.17%)
	その他金融	1,247 (0.33%)	621 (0.31%)	731 (0.32%)	366 (0.20%)	608 (0.32%)	447 (0.25%)	304 (0.14%)
投資信託	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	8 (0.01%)	37 (0.05%)	89 (0.11%)	70 (0.03%)	135 (0.19%)	65 (0.10%)	185 (0.29%)
	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%)
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	11,462 (3.01%)	9,122 (4.49%)	16,277 (7.07%)	14,184 (7.90%)	10,922 (5.73%)	8,450 (4.70%)	10,889 (5.17%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	2,831 (2.13%)	2,752 (3.83%)	2,234 (2.85%)	3,630 (3.93%)	3,451 (4.96%)	2,481 (3.79%)	2,288 (3.61%)
事業法人	日経300先物 (対日経300先物合計)	853 (3.17%)	987 (0.66%)	1,598 (1.13%)	1,760 (3.89%)	1,359 (3.07%)	1,985 (8.54%)	1,748 (4.38%)
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	6,529 (1.71%)	3,847 (1.89%)	3,378 (1.47%)	3,115 (1.73%)	2,257 (1.18%)	1,305 (0.73%)	2,113 (1.00%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	32 (0.02%)	365 (0.51%)	54 (0.07%)	55 (0.06%)	58 (0.08%)	41 (0.02%)	41 (0.06%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.01%)	10 (0.00%)	24 (0.09%)	20 (0.09%)	20 (0.05%)
その他法人	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	196 (0.05%)	182 (0.09%)	356 (0.15%)	539 (0.30%)	1,015 (0.53%)	250 (0.14%)	73 (0.04%)
	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%)
	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%)
	証券会社	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	396 (0.10%)	1048 (0.52%)	993 (0.43%)	175 (0.10%)	822 (0.43%)	721 (0.12%)
個人	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)							
	日経300先物 (対日経300先物合計)	1,357 (5.04%)	1,575 (1.06%)	1,428 (1.01%)	611 (1.35%)	961 (2.17%)	646 (2.78%)	1,173 (2.93%)
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	3,216 (0.84%)	1,295 (0.64%)	1,665 (0.72%)	1,566 (0.87%)	1,274 (0.67%)	1,641 (0.91%)	1,051 (0.59%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	12 (0.01%)	45 (0.06%)	23 (0.03%)	9 (0.01%)	65 (0.04%)	26 (0.01%)	5 (0.01%)
外国人	日経300先物 (対日経300先物合計)	5 (0.02%)	33 (0.02%)	33 (0.01%)	19 (0.02%)	9 (0.04%)	19 (0.05%)	18 (0.05%)
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	42,021 (11.02%)	27,890 (13.72%)	37,701 (16.37%)	27,461 (15.29%)	33,194 (17.41%)	27,420 (15.24%)	31,327 (14.88%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	9,702 (7.31%)	14,930 (20.78%)	15,908 (20.28%)	16,686 (18.06%)	10,149 (14.58%)	6,757 (10.34%)	10,863 (17.13%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	10,252 (38.07%)	44,801 (30.06%)	47,503 (33.68%)	20,724 (45.75%)	23,743 (53.62%)	6,199 (26.67%)	14,238 (35.67%)
合計	日経平均先物 (対全期間合計)	381,287 (9.99%)	203,299 (5.32%)	230,289 (6.03%)	179,990 (4.70%)	190,680 (4.99%)	179,891 (4.71%)	210,518 (5.51%)
	TOPIX先物 (対全期間合計)	132,676 (8.19%)	71,846 (4.43%)	78,447 (4.84%)	92,414 (5.70%)	69,596 (4.03%)	65,376 (3.91%)	63,405 (5.19%)
	日経300先物 (対全期間合計)	26,928 (2.82%)	149,015 (12.61%)	141,046 (11.94%)	45,299 (3.83%)	44,281 (3.75%)	23,241 (1.97%)	39,915 (3.38%)
	一営業日平均	76,256 (77.83%)	50,825 (79.86%)	46,058 (72.37%)	89,795 (141,103%)	38,136 (59,932%)	35,978 (56,533%)	42,104 (66,167%)
日経平均先物 (対全期間平均)	日経平均先物 (対全期間平均)	26,535 (98.25%)	17,962 (66.51%)	15,689 (58.10%)	46,207 (71.11%)	13,919 (51.54%)	13,075 (48.42%)	12,681 (46.96%)
	TOPIX先物 (対全期間平均)	5,386 (27.34%)	37,254 (189.15%)	28,209 (143.23%)	22,650 (115.00%)	8,856 (44.97%)	4,648 (23.60%)	7,983 (40.53%)

TOPIX先物、日経300先物)

単位：枚

取引主体	期間	取引対象							取引主体
		5月第1週 (4/30-5/2) 3営業日	5月第2週 (5/7-10) 4営業日	5月第3週 (5/13-17) 5営業日	5月第4週 (5/20-24) 5営業日	5月第5週 (5/27-31) 5営業日	6月第1週 (6/3-7) 5営業日	6月第2週 (6/10-14) 5営業日	
自己	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	95,336 (69.03%)	121,235 (70.30%)	176,815 (66.10%)	210,938 (70.58%)	291,059 (68.21%)	329,146 (65.54%)	312,208 (71.45%)	2,666,855 (69.84%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	31,125 (65.39%)	33,358 (73.55%)	78,256 (61.75%)	111,380 (63.18%)	128,932 (63.33%)	116,406 (70.47%)	1,090,757 (67.32%)	1,090,757 (TOPIX先物合計)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	17,792 (60.95%)	11,063 (51.73%)	16,428 (54.24%)	18,991 (46.37%)	51,339 (35.50%)	33,053 (16.35%)	495,014 (25.84%)	495,014 (日経300先物合計)
	生保・損保	320 (0.23%)	1,269 (0.74%)	1,479 (0.55%)	1,040 (0.15%)	627 (0.15%)	214 (0.04%)	1,300 (0.36%)	13,657 (日経平均先物)
銀行	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	1,235 (2.59%)	336 (0.45%)	0 (0.00%)	12 (0.00%)	1,235 (0.61%)	1,545 (0.71%)	226 (0.11%)	5,247 (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 (日経300先物合計)
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	85 (0.18%)	80 (0.11%)	125 (0.10%)	52 (0.05%)	100 (0.01%)	30 (0.01%)	11 (0.01%)	1,072 (TOPIX先物 (対TOPIX先物合計))
	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 (日経300先物合計)
投資信託	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	9,428 (6.83%)	7,951 (4.61%)	11,870 (4.44%)	9,327 (3.12%)	35,143 (8.24%)	52,466 (10.45%)	30,800 (7.05%)	238,291 (6.24%)
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	4,004 (8.41%)	2,134 (2.84%)	6,644 (2.84%)	15,504 (8.79%)	14,247 (7.00%)	10,674 (4.88%)	7,655 (3.86%)	80,529 (TOPIX先物合計)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	487 (1.67%)	574 (2.68%)	1,112 (3.67%)	3,776 (9.22%)	4,461 (3.09%)	11,742 (5.81%)	12,569 (5.16%)	45,014 (日経300先物合計)
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	833 (0.60%)	1,335 (0.77%)	2,837 (1.06%)	2,154 (0.72%)	2,580 (0.60%)	1,573 (0.31%)	2,902 (0.66%)	36,753 (日経平均先物 (対日経平均先物合計))
事業法人	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	14 (0.03%)	12 (0.02%)	23 (0.02%)	1 (0.02%)	36 (0.02%)	8 (0.02%)	136 (0.07%)	846 (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%)	74 (0.24%)	13 (0.03%)	0 (0.00%)	33 (0.02%)	108 (0.04%)	302 (日経300先物合計)
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	79 (0.06%)	89 (0.05%)	1,087 (0.41%)	543 (0.18%)	177 (0.04%)	228 (0.05%)	151 (0.03%)	4,967 (日経平均先物 (対日経平均先物合計))
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	60 (0.13%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	60 (0.03%)	120 (0.06%)	240 (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)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (日経300先物合計)
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	137 (0.10%)	599 (0.35%)	997 (0.37%)	1,218 (0.41%)	504 (0.12%)	516 (0.10%)	946 (0.24%)	9,322 (日経平均先物 (対日経平均先物合計))
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	363 (1.24%)	1,369 (6.40%)	114 (0.38%)	152 (0.37%)	3,275 (2.26%)	6,367 (3.15%)	13,397 (5.50%)	32,788 (日経300先物合計)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	803 (0.58%)	1,687 (0.98%)	2,721 (1.02%)	1,339 (0.45%)	3,029 (0.71%)	1,565 (0.31%)	1,296 (0.30%)	24,448 (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)	100 (0.21%)	9 (0.01%)	48 (0.04%)	23 (0.02%)	52 (0.02%)	32 (0.02%)	648 (0.09%)	2,062 (TOPIX先物 (対TOPIX先物合計))
	TOPIX先物 (対TOPIX先物合計)	21 (0.07%)	10 (0.05%)	19 (0.05%)	5 (0.02%)	24 (0.02%)	12 (0.02%)	196 (0.04%)	2,062 (TOPIX先物 (対TOPIX先物合計))
	日経300先物 (対日経300先物合計)	21 (0.07%)	10 (0.05%)	19 (0.05%)	5 (0.02%)	24 (0.02%)	12 (0.02%)	196 (0.04%)	2,062 (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)	19,310 (13.98%)	25,917 (15.03%)	46,802 (17.50%)	55,721 (18.64%)	66,617 (15.61%)	93,051 (18.53%)	63,873 (14.62%)	598,305 (日経平均先物 (対日経平均先物合計))
外国人	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	7,974 (16.75%)	11,812 (15.69%)						

表2 日経平均

単位：枚

取引主体	期間	3月第2週	3月第3週	3月第4週	4月第1週	4月第2週	4月第3週	4月第4週
		(3/1-15) 5営業日	(3/18-22) 4営業日	(3/25-29) 5営業日	(4/1-5) 5営業日	(4/8-12) 5営業日	(4/16-19) 5営業日	(4/22-26) 5営業日
自己	コール	39,641 (58.88%)	31,650 (55.85%)	49,375 (59.03%)	47,472 (65.22%)	47,101 (60.29%)	36,510 (65.25%)	40,824 (59.98%)
	(対コール合計比)							
	ブット	46,500 (60.43%)	25,483 (51.48%)	35,444 (52.93%)	39,877 (62.08%)	37,688 (60.69%)	35,289 (68.89%)	31,363 (57.77%)
	(対ブット合計比)							
売買高	86,141 (対合計比)	57,133 (53.81%)	84,819 (56.32%)	87,349 (63.75%)	84,789 (60.47%)	71,799 (66.99%)	72,187 (59.00%)	
	(対合計比)							
生保・損保	コール	0 (0.00%)	0 (0.00%)	100 (0.12%)	0 (0.00%)	75 (0.10%)	130 (0.23%)	40 (0.06%)
	(対コール合計比)							
	ブット	0 (0.00%)	0 (0.00%)	450 (0.67%)	620 (0.97%)	50 (0.08%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	(対ブット合計比)							
銀行	売買高	0 (対合計比)	0 (0.00%)	550 (0.37%)	620 (0.45%)	125 (0.09%)	130 (0.12%)	40 (0.03%)
	(対合計比)							
その他金融	コール	2,631 (3.91%)	2,210 (3.90%)	4,168 (4.98%)	2,751 (3.78%)	2,441 (3.12%)	2,590 (4.63%)	2,857 (3.02%)
	(対コール合計比)							
	ブット	5,499 (7.15%)	4,184 (8.45%)	3,202 (4.78%)	2,777 (4.32%)	3,314 (5.34%)	1,662 (3.24%)	2,795 (5.33%)
	(対ブット合計比)							
投資信託	売買高	8,130 (5.64%)	6,394 (6.02%)	7,370 (4.89%)	5,528 (4.03%)	5,755 (4.10%)	4,252 (3.97%)	4,952 (4.05%)
	(対合計比)							
事業法人	コール	129 (0.19%)	333 (0.59%)	496 (0.14%)	105 (0.47%)	364 (0.54%)	304 (0.33%)	225 (0.33%)
	(対コール合計比)							
	ブット	634 (0.32%)	121 (0.24%)	474 (0.71%)	1,220 (1.90%)	643 (1.04%)	562 (1.10%)	557 (1.03%)
	(対ブット合計比)							
その他法人	売買高	763 (0.53%)	454 (0.43%)	970 (0.64%)	1,325 (0.97%)	1,007 (0.72%)	866 (0.81%)	782 (0.64%)
	(対合計比)							
	コール	831 (1.23%)	793 (1.40%)	1,103 (1.32%)	757 (1.04%)	1,426 (1.83%)	587 (1.05%)	904 (1.33%)
	(対コール合計比)							
証券会社	ブット	742 (0.06%)	596 (1.20%)	946 (1.41%)	516 (0.80%)	620 (1.00%)	340 (0.66%)	476 (0.88%)
	(対ブット合計比)							
	売買高	1,573 (1.09%)	1,389 (1.31%)	2,049 (1.36%)	1,273 (0.93%)	2,046 (1.46%)	927 (0.86%)	1,380 (1.13%)
	(対合計比)							
個人	コール	3,691 (5.48%)	2,321 (4.10%)	4,722 (5.65%)	4,494 (6.17%)	4,569 (5.85%)	4,395 (7.86%)	5,341 (7.85%)
	(対コール合計比)							
	ブット	5,116 (7.95%)	5,077 (10.26%)	8,401 (12.55%)	3,355 (5.22%)	3,619 (5.83%)	3,714 (7.25%)	5,545 (10.21%)
	(対ブット合計比)							
外国人	売買高	9,807 (6.80%)	7,398 (6.97%)	13,123 (8.71%)	7,849 (5.84%)	8,188 (7.57%)	8,109 (8.90%)	10,586 (8.90%)
	(対合計比)							
合計	コール	877 (1.30%)	1,031 (1.82%)	1,006 (1.20%)	705 (0.97%)	1,283 (1.39%)	777 (1.19%)	810 (1.19%)
	(対コール合計比)							
	ブット	1,558 (2.02%)	973 (1.97%)	1,180 (1.76%)	893 (1.39%)	925 (1.49%)	403 (1.09%)	447 (0.82%)
	(対ブット合計比)							
一営業日平均	売買高	2,435 (1.69%)	2,004 (1.89%)	2,186 (1.45%)	1,598 (1.76%)	2,208 (1.17%)	1,180 (1.02%)	1,257 (1.03%)
	(対合計比)							
	コール	1,229 (1.83%)	1,551 (2.74%)	1,775 (2.12%)	1,137 (1.56%)	2,154 (2.76%)	689 (2.23%)	1,492 (2.19%)
	(対コール合計比)							
投資信託	ブット	840 (1.09%)	617 (1.25%)	1,477 (2.21%)	831 (1.29%)	854 (0.90%)	461 (0.95%)	514 (0.95%)
	(対ブット合計比)							
	売買高	2,069 (1.43%)	2,168 (2.04%)	3,252 (2.16%)	1,968 (1.44%)	3,008 (2.15%)	1,150 (1.07%)	2,006 (1.64%)
	(対合計比)							
証券会社	コール	1,229 (1.83%)	1,551 (2.74%)	1,775 (2.12%)	1,137 (1.56%)	2,154 (2.76%)	689 (2.23%)	1,492 (2.19%)
	(対コール合計比)							
	ブット	6,022 (12.92%)	9,554 (13.56%)	10,880 (11.02%)	5,976 (9.34%)	8,743 (9.57%)	6,826 (11.21%)	7,578 (8.51%)
	(対ブット合計比)							
個人	コール	5,068 (7.53%)	3,471 (6.12%)	4,835 (5.78%)	5032 (6.91%)	5,354 (6.85%)	2,754 (4.92%)	3,594 (5.28%)
	(対コール合計比)							
	ブット	3,749 (4.87%)	3,092 (6.25%)	5,466 (8.16%)	4,718 (7.34%)	4,122 (6.44%)	2,299 (4.49%)	3,114 (5.74%)
	(対ブット合計比)							
外国人	売買高	14,427 (7.01%)	10,170 (21.35%)	25,984 (17.25%)	19,768 (14.43%)	23,624 (16.85%)	13,709 (12.79%)	22,163 (18.11%)
	(対合計比)							
	コール	13,225 (19.64%)	13,311 (23.49%)	16,080 (19.20%)	10,338 (17.10%)	13,356 (12.89%)	7,214 (18.78%)	12,780 (18.78%)
	(対コール合計比)							
合計	ブット	11,313 (14.70%)	9,356 (18.90%)	9,924 (14.82%)	10,430 (16.53%)	10,268 (12.68%)	6,495 (14.88%)	9,383 (17.28%)
	(対ブット合計比)							
	売買高	24,538 (7.01%)	22,667 (21.35%)	25,984 (17.25%)	19,768 (14.43%)	23,624 (16.85%)	13,709 (12.79%)	22,163 (18.11%)
	(対合計比)							
一営業日平均	コール	67,322 (46.66%)	56,671 (53.38%)	83,640 (55.54%)	72,791 (53.12%)	78,123 (52.20%)	55,950 (55.63%)	68,067 (55.63%)
	(対売買高合計比)							
	ブット	76,951 (53.34%)	49,499 (46.62%)	66,964 (44.46%)	64,237 (45.88%)	51,225 (47.80%)	54,294 (44.37%)	
	(対売買高合計比)							
合計	売買高	144,273 (7.59%)	106,170 (5.59%)	150,604 (7.92%)	137,028 (7.21%)	140,226 (5.64%)	107,175 (6.44%)	122,361 (6.44%)
	(対全期間売買高合計比)							
	コール	13,464 (80.49%)	14,168 (84.69%)	16,728 (100.00%)	14,558 (93.40%)	15,625 (65.20%)	11,190 (65.80%)	13,613 (81.38%)
	(対全期間コール平均比)							
一営業日平均	ブット	15,390 (102.95%)	12,375 (87.28%)	13,393 (89.59%)	12,847 (85.94%)	12,421 (83.08%)	10,245 (68.53%)	10,859 (72.64%)
	(対全期間ブット平均比)							
	売買高	28,855 (91.09%)	26,543 (83.79%)	30,121 (95.08%)	27,406 (86.51%)	28,045 (88.53%)	21,435 (67.67%)	24,472 (77.25%)
	(対全期間売買高平均比)							

オプション売買動向

単位：枚

取引主体	期間	5月第1週	5月第2週	5月第3週	5月第4週	5月第5週	6月第1週	6月第2週	全期間	取引主体
		(4/30-5/5) 3営業日	(5/7-10) 4営業日	(5/13-17) 5営業日	(5/20-24) 5営業日	(5/27-31) 5営業日	(6/3-7) 5営業日	(6/10-14) 5営業日	(6/17-21) 5営業日	
自己	コール	25,313 (54.30%)	38,972 (55.30%)	58,994 (59.76%)	40,082 (62.52%)	51,618 (56.51%)	33,697 (55.34%)	49,572 (54.65%)	59,825 (58.87%)	コール
	ブット	26,264 (61.83%)	35,409 (61.32%)	43,440 (59.37%)	38,735 (60.56%)	51,483 (60.07%)	36,870 (56.85%)	44,767 (53.41%)	528,612 (58.93%)	ブット
	売買高	51,571 (57.89%)	74,381 (58.91%)	102,434 (59.59%)	78,817 (61.59%)	103,101 (58.24%)	70,567 (54.57%)	94,343 (58.90%)	119,437 (58.57%)	売買高
	(対合計比)									(対合計比)
生保・損保	コール	100 (0.21%)	300 (0.43%)	565 (0.57%)	70 (0.11%)	270 (0.30%)	0 (0.00%)	270 (0.30%)	1,920 (0.19%)	コール
	ブット	40 (0.09%)	160 (0.28%)	100 (0.14%)	90 (0.05%)	40 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	1,710 (0.19%)	ブット
	売買高	140 (0.16%)	460 (0.36%)	665 (0.39%)	160 (0.18%)	310 (0.00%)	0 (0.00%)	430 (0.25%)	3,630 (0.19%)	売買高
	(対合計比)									(対合計比)
銀行	コール	1,747 (3.75%)	3,012 (4.27%)	5,090 (5.16%)	2,155 (3.37%)	2,566 (3.55%)	2,566 (4.21%)	5,422 (4.19%)	42,083 (4.19%)	コール
	ブット	2,593 (6.10%)	3,866 (6.70%)	4,553 (6.22%)	3,073 (4.80%)	4,068 (4.75%)	2,556 (3.94%)	4,454 (3.43%)	48,696 (4.19%)	ブット
	売買高	4,340 (4.87%)	6,878 (5.36%)	9,643 (5.61%)	5,228 (4.09%)	7,311 (4.13%)	5,122 (4.09%)	9,876 (4.09%)	90,779 (4.78%)	売買高
	(対合計比)									(対合計比)
その他金融	コール	549 (1.18%)	835 (1.18%)	508 (0.51%)	115 (0.18%)	708 (0.18%)	191 (0.31%)	1089 (1.22%)	5,951 (0.59%)	コール
	ブット	602 (1.42%)	613 (1.06%)	264 (0.36%)	276 (0.13%)	886 (0.72%)	466 (0.42%)	1,187 (0.95%)	8,505 (0.95%)	ブット
	売買高	1,151 (1.29%)	1,448 (1.45%)	772 (0.31%)	931 (0.2					

ティリティは○・三ポイント（二%）上昇、インプライド・ボラティリティは一・三ポイント（六%）低下、売買高は六%・建玉は三%減少で、プラット・コール・レシオは○・〇七ポイント上昇して○・九四であった。

表2は日経平均オプションの投資主体別売買動向を表しており、自己売買（五九%）・外国人（一七%）・事業法人（八%）・個人（六%）・銀行（五%）の順で取引が多く、三月限期と比べると外国人が二ポイント・事業法人が一ポイント増加し、個人が二ポイント・自己売買と銀行がそれぞれ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。

この間の一日平均裁定売買高は五三九四万株で三月限期と比べて一〇一六万株（約二四%）増加しており、裁定取引の東証一部売買高に占める比率も八・九%（売り四・五%、買い四・四%）で一・四ポイント（売り一・五ポイント、買いマイナス

図28 裁定取引に伴う現物株売買高

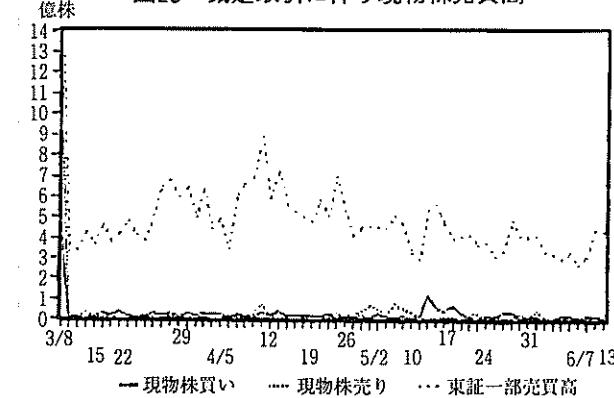
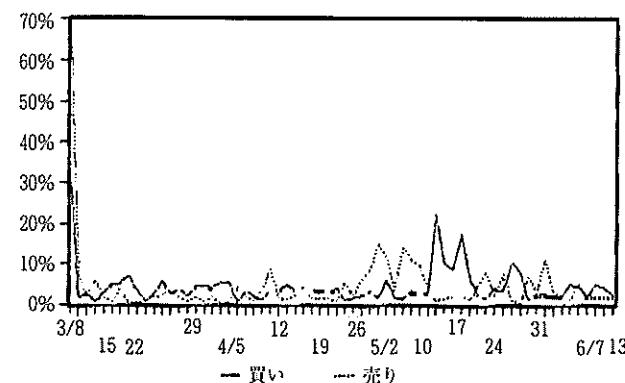


図29 裁定取引に伴う現物株売買高の東証一部売買高に占める比率



○・一ポイント）上昇していた。

図30は東証一部売買高と裁定取引に伴う現物株残高を、図31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32は裁定取引に伴う当限と翌限以降の現物株残高に対する比率を、図33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わしている。裁定買い残高は三月八日の二七億一八〇六万株から五月一九日の二九億五一四万株まで増加したが、その後はやや減少し、六月一三日の先物取引最終日には二九億三五三二万株であった。裁定買い残高の東証一部売買高に対する比率は平均

図30 裁定取引に伴う現物株残高

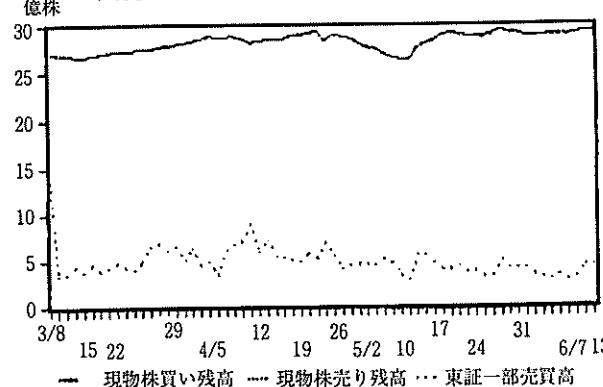


図31 裁定取引に伴う現物株残高の東証一部売買高に対する比率

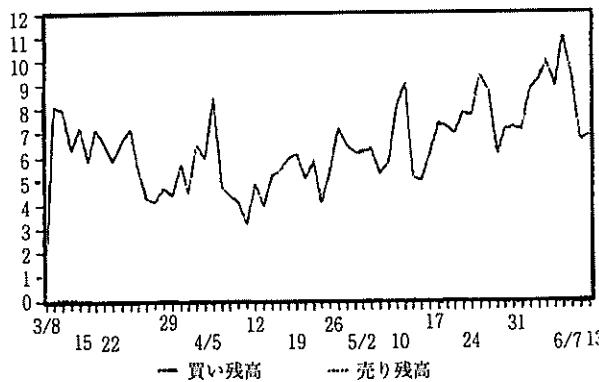


図32 裁定取引に伴う当限と翌限以降の現物株残高

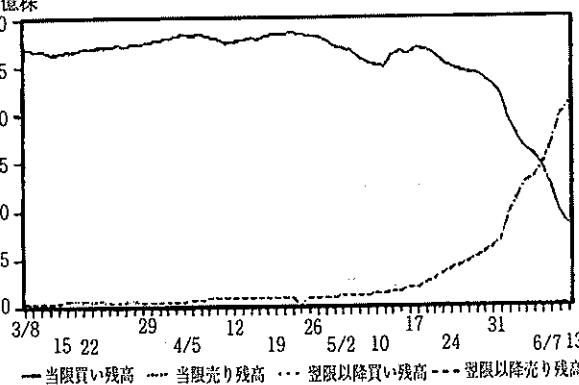


表3 会員別裁定取引

単位：千株

単位：千株

順位	会社名	3月第2週 (3/11-15) 5営業日	3月第3週 (3/18-22) 4営業日	3月第4週 (3/25-29) 5営業日	4月第1週 (4/1-5) 5営業日	4月第2週 (4/8-12) 5営業日	4月第3週 (4/15-19) 5営業日	4月第4週 (4/22-26) 5営業日
1	日興	18,958 (16.31%)	35,768 (40.35%)	48,356 (32.35%)	25,214 (16.37%)	77,755 (38.09%)	85,533 (52.95%)	65,271 (48.29%)
2	メリルリンチ	12,266 (10.56%)	14,361 (9.61%)	14,180 (9.17%)	7,510 (3.68%)	6,576 (4.07%)	5,342 (3.95%)	5,342 (4.74%)
3	モルガン・スタンレー	22,854 (19.67%)	6,169 (6.96%)	9,219 (6.17%)	15,115 (9.77%)	29,557 (14.48%)	15,151 (10.09%)	6,403 (4.74%)
4	野村	8,541 (8.21%)	11,175 (13.17%)	11,077 (7.41%)	11,045 (7.14%)	5,496 (2.86%)	4,626 (2.47%)	3,344 (2.47%)
5	リーマン・ブロザーズ	9,531 (8.20%)	2,500 (2.82%)	10,443 (6.99%)	21,080 (13.63%)	18,247 (8.94%)	7,644 (4.73%)	6,534 (4.83%)
6	大和			3,709 (2.48%)	23,032 (14.89%)	7,021 (3.89%)	18,853 (11.67%)	11,743 (8.63%)
7	ペアリング				2,837 (1.90%)	3,515 (1.72%)	2,423 (1.50%)	3,344 (2.47%)
8	CSファースト・ボストン	3,330 (2.87%)	5,044 (5.69%)	6,570 (6.14%)	9504 (5.69%)	4,443 (2.50%)	5,145 (4.55%)	
9	パリバ	4,984 (4.29%)	4,802 (5.42%)	4,057 (2.71%)	4,148 (2.63%)	15,864 (7.77%)	2,229 (1.38%)	3,385 (2.50%)
10	クレディ・リヨネ	1,776 (1.53%)				3,368 (1.62%)		
11	シティコープ	6,595 (5.68%)	6,431 (7.25%)	3,083 (2.06%)	1,547 (1.00%)	3,085 (1.51%)	2,423 (1.50%)	3,979 (2.91%)
12	新日本	1,181 (1.02%)	2,472 (2.79%)	4,400 (2.91%)	2,390 (1.55%)	2,578 (1.26%)	2,157 (1.34%)	3,532 (2.61%)
13	山一	5,467 (4.70%)	267 (1.09%)	5,809 (3.89%)	3,032 (1.96%)		3,250 (2.40%)	
14	ゴールドマン・サックス	1,962 (1.65%)	651 (0.73%)			17,993 (8.82%)		
15	UBSファイナンス アンド・ドリュー	12,250 (10.54%)		12,540 (8.39%)	7,549 (4.88%)	10,438 (0.70%)		
16	大東			2,442 (1.63%)	3,552 (2.30%)		42 (1.24%)	15,154 (1.15%)
17	国際	1,358 (1.17%)		4,081 (2.73%)	2,777 (1.36%)	12 (1.03%)	1,055 (1.03%)	
18	BZW							
19	ドイツ銀	1,776 (1.53%)	1,108 (1.25%)					
20	ソシエテ・ジェネラル		418 (0.47%)					
21	東丸			4,255 (2.75%)	1,309 (0.64%)	15 (0.48%)	777 (1.41%)	
22	東和			4,641 (3.00%)				
23	和光					1,310 (0.81%)	2,141 (1.58%)	
24	J・フレミング		889 (1.00%)					
25	ウツミ屋	663 (0.75%)						
全社合計 (対全期間合計)		116,209 (40.95%)	89,651 (3.09%)	149,458 (5.21%)	154,673 (5.39%)	204,114 (7.12%)	161,512 (5.63%)	135,105 (4.71%)
上位15社合計 (対全社合計)		113,829 (97.95%)	85,207 (99.59%)	142,984 (95.67%)	150,384 (97.23%)	198,356 (97.18%)	153,103 (93.76%)	126,754 (93.76%)
うち外資系 (対全社合計)		77,324 (66.54%)	36,662 (41.36%)	63,110 (42.23%)	73,123 (47.28%)	110,518 (49.27%)	42,161 (25.10%)	33,760 (24.91%)
うち日系 (対全社合計)		35,505 (31.41%)	51,545 (58.14%)	79,874 (53.41%)	77,261 (49.95%)	97,838 (47.93%)	115,939 (72.39%)	93,052 (68.82%)
うち外資系 (対全社合計)		64,214 (55.26%)	21,606 (24.37%)	57,100 (39.20%)	29,190 (18.87%)	130,027 (63.70%)	58,376 (36.14%)	67,397 (49.71%)
うち外資系 (対全社合計)		51,995 (44.74%)	67,045 (75.63%)	92,358 (61.80%)	125,483 (81.13%)	74,087 (36.30%)	103,156 (63.46%)	57,858 (50.21%)
うち外資系 (対全社合計)		323,962 (73.60%)	376,223 (80.93%)	560,691 (79.53%)	566,421 (78.55%)	556,272 (73.12%)	763,359 (82.90%)	736,197 (84.49%)
裁定以外のプログラム売買 (対プログラム売買合計)		119,810 (36.98%)	149,787 (39.81%)	207,517 (35.74%)	213,597 (37.71%)	246,430 (44.38%)	304,251 (38.84%)	270,746 (36.28%)
裁定以外のプログラム売買 (対裁定外プログラム売買合計)		204,152 (63.02%)	225,436 (60.19%)	373,174 (61.25%)	352,824 (62.29%)	308,842 (55.62%)	479,108 (61.16%)	465,432 (62.22%)
プログラム売買 (対プログラム売買合計)		440,171 (4.48%)	464,874 (4.73%)	730,149 (7.43%)	721,004 (7.34%)	759,386 (7.73%)	944,901 (9.61%)	871,392 (8.87%)
プログラム売買 (対プログラム売買合計)		184,024 (41.81%)	171,393 (36.24%)	264,617 (33.67%)	242,707 (49.57%)	362,627 (38.89%)	382,929 (38.80%)	338,072 (38.80%)
プログラム売買 (対プログラム売買合計)		256,147 (58.19%)	293,481 (63.13%)	465,532 (63.76%)	476,307 (66.31%)	582,274 (50.43%)	533,326 (61.62%)	533,326 (61.20%)

## 状況（売り買い合計）

順位	会社名	5月第1週 (5/3-5/2) 4営業日	5月第2週 (5/7-10) 4営業日	5月第3週 (5/13-17) 5営業日	5月第4週 (5/20-24) 5営業日	5月第5週 (5/27-31) 5営業日	6月第1週 (6/3-7) 5営業日	6月第2週 (6/10-14) 5営業日	全期間 (5月-6月) 66営業日	順位 (前回)
1	日興	83,618 (29.53%)	63,903 (33.85%)	33,269 (17.14%)	61,389 (36.72%)	36,508 (27.70%)	39,716 (44.60%)	713,117 (24.87%)	1	日興
2	メリルリンチ	19,250 (12.16%)	17,509 (7.09%)	29,123 (4.95%)	23,211 (14.92%)	33,900 (20.28%)	29,928 (22.71%)	30,583 (10.52%)	2	メリルリンチ
3	モルガン・スタンレー	16,268 (10.28%)	42,696 (17.28%)	8,694 (4.48%)	20,098 (12.02%)	22,630 (17.17%)	18,690 (12.50%)	257,745 (8.99%)	3	モルガン・スタンレー
4	野村	12,748 (8.06%)	17,196 (6.92%)	31,236 (12.47%)	17,593 (10.52%)	19,199 (7.07%)	19,561 (8.98%)	19,561 (7.98%)	4	野村
5	リーマン・ブロザーズ	21,270 (13.44%)	29,223 (11.83%)	20,358 (10.52%)	3,420 (2.05%)	3,028 (1.95%)	12,991 (6.87%)	12,991 (6.87%)	5	リーマン・ブロザーズ
6	大和	1,155 (0.73%)	7,495 (3.03%)	24,845 (6.50%)	17,531 (2.29%)	7,465 (5.62%)	61,063 (9.15%)	61,063 (6.58%)	6	大和
7	ベアリング	6,590 (4.16%)	8,393 (3.40%)	8,830 (4.76%)	2,861 (1.71%)	989 (1.20%)	120,955 (6.20%)	120,955 (6.20%)	7	ベアリング
8	CSファースト・ボストン	8,068 (5.10%)	6,855 (2.77%)	9,290 (3.18%)	7,121 (3.67%)	3,611 (2.19%)	15,953 (2.39%)	15,953 (3.15%)	8	パリバ
9	パリバ			3,534 (1.21%)	3,852 (1.98%)	1,999 (1.19%)	57,500 (2.51%)	71,959 (10.00%)	9	パリバ
10	クレディ・リヨネ			4,617 (1.58%)	4,874 (1.48%)	2,874 (1.84%)	22,243 (3.33%)	61,933 (2.16%)	10	クレディ・リヨネ
11	シティコープ	2,626 (1.66%)	2,626 (1.58%)	2,874 (1.48%)	2,429 (1.84%)	2,429 (1.84%)	22,243 (3.33%)	61,933 (2.16%)	11	シティコープ
12	新日本	3,680 (2.33%)	2,230 (0.90%)	7,433 (3.42%)	6,632 (1.35%)	2,261 (1.68%)	14,032 (2.10%)	57,190 (1.99%)	12	新日本
13	山一	6,188 (3.91%)	8,396 (3.40%)	7,949 (2.72%)	3,773 (1.94%)	4,311 (2.58%)	5,360 (2.75%)	52,772 (1.84%)	13	山一
14	ゴールドマン・サックス	8,837 (2.77%)					22,903 (3.43%)	50,346 (1.75%)	14	ゴールドマン・サックス
15	UBSファイナンス アンド・ドリュー	3,450 (2.18%)	2,756 (1.12%)			1,988 (2.26%)	3,107 (2.36%)	45,078 (1.57%)	15	UBSファイナンス アンド・ドリュー
16	大東	1,554 (0.63%)	4,440 (1.52%)	2,220 (1.14%)	1,776 (1.06%)	1,776 (1.35%)	16,441 (2.46%)	37,753 (1.32%)	16	大東
17	国際	8,096 (2.77%)				1,909 (1.45%)	19,827 (2.97%)	19,827 (0.69%)	17	国際
18	BZW							14,803 (0.52%)	19	BZW
19	ソシエテ・ジェネラル	5,746 (3.63%)	4,659 (1.97%)			1,314 (1.00%)		14,803 (0.52%)	20	ソシエテ・ジェネラル
20	東丸	1,000 (0.63%)		6,747 (3.48%)	1,160 (0.70%)	1,224 (0.93%)		7,510 (2.06%)	21	東丸
21	東和	1,169 (0.74%)						6,851 (0.24%)	22	東和
22	和光					1,748 (1.05%)		5,199 (0.18%)	23	和光
23	J・フレミング		889 (1.00%)					889 (0.03%)	24	J・フレミング
24	ウツミ屋	663 (0.02%)						663 (2.25%)	25	ウツミ屋
全社合計 (対全期間合計)		158,247 (5.52%)	247,058 (8.61%)	292,270 (10.19%)	194,095 (6.77%)	167,176 (5.93%)	131,777 (4.59%)	667,391 (23.27%)	2,867,856 (100.00%)	全社合計 (対全期間合計)
上位15社 (対全社合計)		155,939 (98.94%)	242,405 (99.12%)	273,689 (93.64%)	182,408 (94.18%)	161,389 (97.49%)	128,472 (89.34%)	596,244 (94.85%)	2,721,159 (100.00%)	上位15社 (対全社合計)
うち外資系 (対全社合計)		84,268 (53.25%)	122,006 (49.38%)	125,767 (43.04%)	95,184 (49.04%)	69,086 (41.33%)	65,646 (49.82%)	139,264 (61.54%)	1,399,264 (49.75%)	うち外資系 (対全社合計)
うち日系 (対全社合計)		71,671 (45.29%)	120,399 (48.73%)	147,902 (50.14%)	87,624 (55.57%)	92,903 (45.14%)	62,823 (47.67%)	185,558 (55.57%)	1,321,895 (45.09%)	うち日系 (対全社合計)
うち外資系 (対全社合計)		128,875 (81.44%)	189,983 (76.65%)	60,960 (26.66%)	70,655 (36.40%)	68,510 (40.98%)	59,822 (59.82%)	400,355 (59.99%)	1,425,881 (49.72%)	うち外資系 (対全社合計)
貿易 (対全社合計)		29,372 (18.55%)	57,175 (23.14%)	241,310 (79.14%)	123,440 (63.60%)	98,666 (59.02%)	52,954 (40.18%)	267,036 (40.01%)	1,441,975 (50.28%)	貿易 (対全社合計)
(対外貿易)		339,506 (68.21%)	523,919 (57.95%)	396,852 (63.94%)	344,197 (74.12%)	478,801 (74.12%)	327,533 (71.31%)	628,328 (48.49%)	1,321,895 (45.09%)	(対外貿易)
裁定以外のプログラム売買 (対プログラム売買合計)		140,591 (41.41%)	222,587 (42.49%)	180,800 (45.56%)	149,057 (43.36%)	199,057 (41.57%)	119,334 (45.49%)	200,912 (31.95%)	2,724,684 (70.45%)	裁定以外のプログラム売買 (対プログラム売買合計)</

六・四一倍と三月限期よりも〇・二三ポイント低下しており、裁定買い残高の九月限へのロールオーバーは六月三日頃から急速に進み、限月交替は取引最終日二営業日前の六月一日に生じ、取引最終日の六月二三日には当限の残高一八億三三二九万株に対して翌限以降の残高は二一億三〇三万株であった。

表3は会員別週間裁定取引状況を表わしている。一五社のうち一四社が外資系で売買高では四八%を占め、上位一〇社のシェアは八一%、上位一〇社のうち七社が外資系で売買高では五一%を占めていた。これを三月限期と比べてみると、それぞれ一二ポイント低下、五ポイント上昇、四ポイント低下で、上位日系証券会社のシェア拡大が見てとれる。さらに個別に調べてみると、日興（一二ポイント）・メリルリンチ（六ポイント）・ベアリング（五ポイント）・パリバ（二ポイント）が大きく上昇する一方、モルガン（四ポイント）・CSボストン（三ポイント）・大和（三ポイント）・野村（三ポイント）・ドイツ銀（二ポイント）・ゴールドマン（二ポイント）・ソシエテ（二ポイント）が大きく低下していたことがわかり、日興のシェア拡大が日系証券会社のシェア拡大をもたらしていたことがわかる。

この他、オプション取引の四月限SQがあつた四月第二週には日興（三八%）・モルガン（一四%）・リーマン（九%）・ゴールドマン（九%）・パリバ（八%）の取引が多く、五月限SQがあつた五月第二週には日興（三四%）・モルガン（一七%）・リーマン（一二%）・メリルリンチ（七%）・野村（七%）の取引が、六月限SQのあつた六月第二週にはベアリング（一八%）・メリルリンチ（一三%）・大和（九%）・野村（九%）・ソリヨネ（九%）の取引が大きかった。

（吉川）

## 中 国 の B 株 市 場

### —その特徴、背景及び現状—

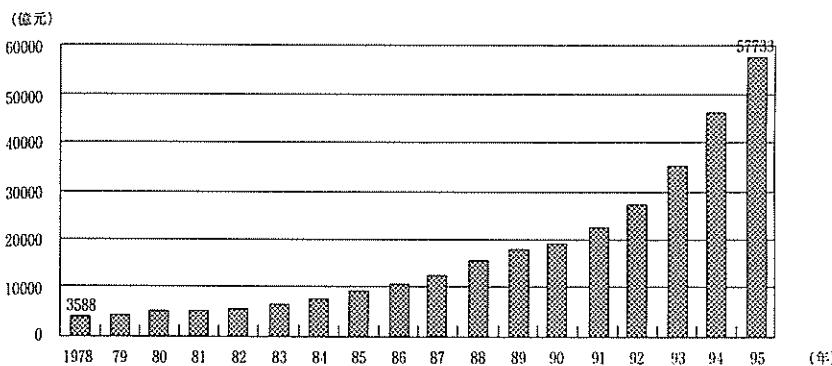
#### 一、はじめに

近年、中国経済は二桁の高成長を持続するなかで（図1・図2）、海外からの投資は着実に増加している。今年三月現在国内の外資系企業数は二六万社に達し、一九七八年「改革開放」以後の外国からの直接投資の累積額は一、四〇〇億ドルを超えて、アメリカに次ぐ世界一<sup>(1)</sup>の外資利用国になった。外国資本の導入は直接投資にとどまらず、各種の借款・商業貸付および海外での債券発行も増えているが、ここ二、三年間の目立った特徴は国内外の株式市場において外国投資家向け株式を発行して新しい外資利用が急増していることである。それは上海、深圳の両証券取引所で外国投資家向けに上場しているB株と海外の香港（一七社）、ニューヨーク（二社）、シンガポール（一社）の各証券取引所に上場しているH株、N株、S株である。<sup>(2)</sup>一九九五年末時点で以上の外資株は合わせて七〇億米ドル余りの資金を調達し、内外の関心を集めている。

小稿では上海、深圳の両証券取引所に上場されている外国投資家向けB株を中心に分析し、その特徴と創設の背景、発展状況および問題点を探つてみたい。

&lt;図1&gt;

中国の国内総生産（GDP）の推移（1978～95年）

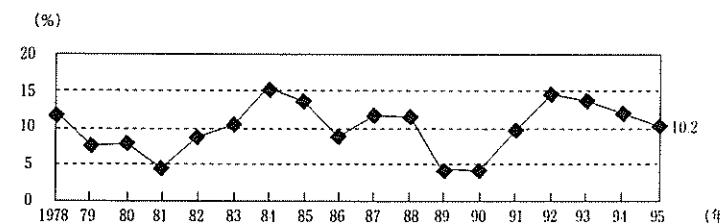


注：金額は当年価格で計算。

(出所) 『中国統計年鑑』1993～95年の各年版、中国統計出版社、  
『経済日報』1996年3月2日より作成。

&lt;図2&gt;

中国の実質経済成長率（GDPの実質ベース）

(出所) 『中国統計年鑑』1993～95年の各年版、中国統計出版社、  
『経済日報』1996年3月2日より作成。

二、B株市場の特徴と創設の背景

B株という株式は中国の国内で外国投資家向けに上場している「人民元特種株」のことであるが、また国内外上場外資株ともいう。B株はその額面が人民元で表記され、現在のところ上海証券取引所では米ドル建てで発行・取引され、深圳証券取引所では香港ドル建てで発行・取引されている。なぜ国内の市場で外国投資家を対象としたB株という外資株を創設したのか、その理由については次の五点を指摘することができる。

（1）現段階では人民元は諸外国の通貨と自由に兌換できないという状況に置かれている。しかし「改革開放」以後、国内企業は外国の技術・生産設備の導入、生産原材料の輸入などが増えたために、特に設備投資資金の導入が必要になっている。したがってB株を創設することによって、このような国内企業の需要に応えることができる。（2）国内と海外の上場基準が異なる。一般的に言えば、海外の上場基準は国内より厳しく、普通の国内企業は海外での上場は難しい。このためB株は多くの国内企業の資金調達を可能にする意義を持つている。（3）国内企業は経営の改善と外国の経験を習うチャンスを与えられる。つまり近年、国有企业は株式会社制度の導入を含む一連の企業改革を進めており、企業経営メカニズムの転換と国際競争力の強化は企業の努力目標になっている。B株を発行している企業もできるだけ国際的なルールに接近し、企業経営、会計基準およびディスクロージャー制度などを根本的に見直す機会となる。（4）中国証券市場の国際化を目指し外資導入を促進する。（5）対外開放政策と金融制度改革の一環になっている。

以上見たように人民元と外貨の自由兌換ができないという背景の下で、一九九一年から外資導入の一つの方法としてB株が採用された。とはいっても中国的金融当局は二〇〇〇年までに為替市場の自由化を目標に立てており、人民元兌換券の廃止、外資系企業の為替市場への部分的参入などの措置に積極的に取り組んでいる<sup>(3)</sup>。要する

に、今世紀末までの何れかの時点で人民元と諸外国通貨は自由兌換でき、そしてA株（国内個人向け）とB株を分ける必要がなくなり、当然ながらA株とB株が統合されることも予測される。その意味でB株は過渡的な性格を持つてていると言えよう。

一九九五年末時点の上海、深圳両証券取引所のB株上場企業数は七〇社に達し、そのうち六〇社はA株も上場している。つまり大部分の企業はA株とB株の両方を上場している。この場合、原則として同じ会社のA株とB株は同じ額面で同じ権利を有するが、A株は人民元建てで国内の個人投資家向けに発行され、B株は米ドル建てと香港ドル建てで外国投資家向けに発行される。言い換れば、A株とB株では販売対象と通貨が完全に異なっており、そのためA株とB株は別個の市場を形成し、株価にも差が出てくる。例えば一九九六年六月二三日の上海真空電子部品株式会社B株の株価は〇・一七八米ドル（〇・一七八米ドル×八・三二約一・四七七人民元）であったが、当日A株の株価は五・三〇人民元で取り引きされた。つまりこの日の上海真空電子部品株式会社A株の価格はB株に比べ三・五倍以上高かった。<sup>(4)</sup> 現在では市場全体で見れば同じ企業のB株はA株より低い水準で取り引きされる傾向がある。<sup>(5)</sup>

現在B株の発行方式は私募方式であるが、それは公募より上場基準が緩やかで、また上場コストも低いというメリットを持っている。その反面、発行対象が狭く、主に海外の機関投資家を中心に発行されていることが流通市場にも影響を与えていている。

### 三、B株市場の現状

一九九一年一月二九日、上海真空電子部品株式会社は中国最初のB株（一〇〇万株、額面一〇〇元）を発行

年	(年末社数)			
	1992	1993	1994	1995
上海証券取引所	9	22	34	36
深圳証券取引所	9	19	24	34
合計	18	41	58	70

(出所) 上海、深圳両証券取引所91年～95年版の年報と年鑑より作成。

B株発行・取引状況 (表2)

年	1992	1993	1994	1995
上海証券取引所				
発行株式数 (億株)	8.05	18.28	31.25	34.65
年間売買代金 (億元)	14.5	89.9	108.3	60.9
年末時価総額 (億元)	37.9	129.5	116.6	91.9
平均株価収益率 (PER)	17.40	15.60	9.94	8.36
深圳証券取引所				
発行株式数 (億株)	4.15	10.54	15.59	26.91
年間売買代金 (億元)	16.6	25.8	16.2	17.0
年末時価総額 (億元)	32.2	84.3	57.9	71.8
平均株価収益率 (PER)	35.56	20.11	7.02	6.01

(出所) 上海、深圳両証券取引所91年～95年版の年報と年鑑、

『中国証券報』1996年2月15日、3月13日より作成。

した。翌一九九二年一月、同社B株および深圳南方ガラスのB株は上海、深圳両証券取引所に上場された。表一と表2を見ると、B株の上場は九一年に上海、深圳両証券取引所でそれぞれ九社からスタートし、一九九五年末現在両取引所合わせて七〇社にまで増加した。その発行株式数は六一億株、三〇・一億米ドルの外資が調達された<sup>(6)</sup>。

九五年の一年間を見ると、B株市場全体は低迷状態になり、売買代金、時価総額および平均株価収益率は低水準にとどまつた。その主な原因として金融引き締め政策の継続と一部企業の業績悪化を指摘することができる。また海外向け宣伝の不足、関連法規やディスクロージャー制度などの未整備、市場規模の狭小性（九五年末上海、深圳両取引所の時価総額は合わせても約一六四億元、一元＝一三円として約二、一三（億円）などが大口投資家の参入の障害になっていると市場関係者は指摘している。

九五年末、政府は上海、深圳両取引所のB株に関するそれぞれの「規定」を廃止し、全国統一のB株規則（「株式会社の国内上場外資株に関する国務院の規定」）を制定した。それによつてB株は統一基準で発行・取引され、制度面の整備と投資家保護は一步前進した。また現在上場企業が上海、深圳の地元企業に片寄つていてる状況を改め、将来は広く全国的に高収益が期待できる有力企業をB株市場に上場させる政策をとつてている。

#### 四、むすびにかえて

以上、上海と深圳の両証券取引所で外国投資家向けに上場しているB株の特徴、創設の背景および発展状況を紹介した。人民元が為替管理されている現状の中、B株の創設は新しい外資導入の方法として評価することができます。いざれ近い将来人民元の為替自由化が実現すれば、B株とA株が統合する可能性は極めて高いと予測される。過渡的な性格を持つB株について金融当局と市場関係者はどう対応するか、今後の焦点になるであろう。また本稿では十分検討できなかつたB株の発行・取引実態と問題点については別の機会に紹介したい。

#### 注

- (1) 「人民日报（海外版）」一九九六年六月五日、1頁。
- (2) 「中国証券報」一九九六年三月一八日、1頁。「金融時報（毎日証券）」一九九六年二月四日、8頁。
- (3) 「日本経済新聞」一九九六年六月二二日、9頁。
- (4) 「証券市場週刊」一九九六年四月二〇日（一六期号）、3<sup>7</sup>頁、4<sup>2</sup>頁。
- (5) 顧夢俊「B股的投資価値と前景分析」「金融時報（毎日証券）」一九九五年一一月三〇日、2頁。
- (6) 「金融時報（毎日証券）」一九九六年二月四日、8頁。

（参考資料）  
中国の株式の種類

種類	所有者	上場状況
個人株 (A株)	国内投資家	上海、深圳証券取引所に上場
外資株	B株	海外投資家 上海、深圳証券取引所に上場
	H株	海外投資家 香港市場に上場
	N株	海外投資家 アメリカ市場に上場
国家株	国家	市場に上場されていない
法人株	会社法人	北京STAQとNET市場に少し上場されたが、まだ流通されていない

（出所）『北京週報』1996年6月18日、No.25、15頁。

上場B株一覧表

<上海証券取引所>

会社名	業種	発行株数 (万株)	発行価格 (米ドル)	上場日	株価 (95/5/31) (米ドル)	時価総額 (万米ドル)
上海大江(集団) Dajiang (Group) Stock	養鶏	4,550	0.4023	93/12/15	0.588	2,675
上海ディーゼルエンジン Diesel Engine	エンジン 製造	11,000	0.5230	93/12/28	0.442	4,862
上海英雄 Hero	万年筆 製造	4,550	0.4390	93/12/28	0.292	1,329
上海三毛テキスタイル Sanmao Textile	毛織物 製造	3,300	0.3245	93/12/31	0.280	924
上海友誼華僑 Friendship & Overseas Chinese	百貨店	4,800	0.4400	94/1/5	0.500	2,400
上海工業ミシン Industrial Sewing Machine	工業用ミシン 製造	7,500	0.4200	94/1/18	0.168	1,260
上海上菱電器 Shangling Electric Appliances	家電製造	7,000	0.7500	94/1/31	0.880	6,160
上海鋼管 Steel Tube	钢管製造	8,800	0.3980	94/3/15	0.144	1,267
上海物貿易センター Material Trading Center	商社	5,500	0.2580	94/3/30	0.162	891
上海オートメーター Automation Instrumentation	工業用計器 製造	7,700	0.2480	94/4/29	0.188	1,448
上海中国国際旅行社 China International Travel Service	旅行社 経営	6,000	0.3600	94/9/28	0.322	1,932
上海郵電通信設備 Posts & Telecommunications Equipment	通信設備 製造	6,000	0.3960	94/10/20	0.558	3,348
上海水仙電器 Narcissus Electric Appliances	家電製造	10,000	0.2650	94/11/10	0.256	2,560
上海市陸家嘴金融貿易区開発 LuJiazui Finance & Trade Zone Development	不動産開発	20,000	0.6680	94/11/22	0.680	13,600
革新セメント Huaxin Cement	セメント 製造	8,700	0.2330	94/12/9	0.268	2,332
上海新アジア(集団) New Asia Group	ホテル 飲食業	10,000	0.3500	94/12/15	0.482	4,820
上海金泰 Shanghai Jintai	建設機械 製造	8,000	0.2770	95/7/27	0.252	2,016
オルドスカシミア Erdos Cashmere Products	カシミア 製品製造	11,000	0.4690	95/10/20	0.438	4,818

1ドル=8.3人民元(10月末)、株価は11月1日現在の直近終値

(出所) 大和証券、大和総研『中国株投資ハンドブック1996』31頁、32頁。

(参考資料)

会社名	業種	発行済B株 (95/10末) (万株)	発行価格 (米ドル)	上場日	株価 (95/11/1) (米ドル)	時価総額 (95/11/1) (万米ドル)
上海真空電子部品 Vacuum Electron Devices	ブラウン管 製造	14,520	0.7087	92/2/21	0.220	3,194
上海二紡機 Erfangji	紡機製造	17,500	0.6062	92/7/1	0.160	2,800
上海市大衆タクシー Dazhong Taxi Shareholding	タクシー会社	7,800	0.6520	92/7/22	0.810	6,318
上海永生製筆 Wingsung Stationery	万年筆製造	3,000	0.8355	92/7/22	0.210	630
中国第一鉛筆 China First Pencil	鉛筆製造	6,600	0.5246	92/7/28	0.320	2,112
中国紡織機械 China Textile Machinery	織機製造	10,920	0.6060	92/7/28	0.152	1,660
上海ラバーベルト Rubber Belt	ゴムベルト 製造	3,300	0.5307	92/7/28	0.156	515
上海塩素アルカリ化工 Chlor-Alkali Chemical	ポリ塩化 ビニル製造	33,600	0.7985	92/8/20	0.278	9,341
上海タイヤ&ラバー Tyre & Rubber	自動車タイヤ 製造	22,100	1.1012	92/8/28	0.268	5,923
上海冷蔵庫コンプレッサー Refrigerator compressor	コンプレッサ 製造	6,500	0.4610	93/1/18	0.478	3,107
上海市金橋輸出加工区開発 Jinqiao Export Processing Zone Development	不動産開発	14,300	0.3442	93/5/31	0.452	6,464
上海市外高橋保税区開発 Outer Gaoqiao Free Trade Zone Development	不動産開発	16,575	0.3800	93/7/26	0.388	6,431
上海聯華合成繊維 Lianhua Fibre	合成繊維 製造	3,600	0.3800	93/9/28	0.190	684
上海新錦江ホテル JinJiang Tower	ホテル 経営	9,243	0.3792	93/10/18	0.300	2,773
上海永久 Shanghai Forever	自転車 製造	6,000	0.3550	93/11/15	0.144	864
鳳凰 Phoenix	自転車 製造	10,000	0.4050	93/11/19	0.220	2,200
上海海欣 Haixin	人造毛皮 製造	3,850	0.7000	93/12/8	0.538	2,071
上海耀華ピルキントンガラス Yaohua Pilkington Glass	板ガラス 製造	10,000	0.7200	93/12/10	0.980	9,800

上場B株一覧表

<深圳証券取引所>

取引所コード	会社名	業種	発行済株式数		上場日	発行価格	株価HK\$	時価総額
			B株	A株				
2030	深圳英英達 Shenzhen Londa Holding	軽工業	262.2	36.0	9/29/93	3.76	1.60	57.6 912.4
2037	深圳南山電力 Shenzhen Nanshan Power Station Co.	電力	198.0	40.7	11/28/94	5.50	1.60	65.1 935.2
2039	中国国際コンテナ China International Marine Containers	コンテナ	124.6	63.0	3/23/94	12.20	5.90	372.0 1,150.9
2041	深圳ベネラクス Shenzhen Benelux Enterprise Co.	FD 製造	50.0	25.6	5/30/94	3.25	1.49	38.2
2045	深圳テキスタイル Shenzhen Textile Holdings	織維	136.2	27.5	8/13/94	5.03	1.34	36.9 586.3
2053	赤湾石油基地 Chiwan Petroleum Supply Base Co.	港湾 管理	230.6	111.18	7/31/93	2.82	3.30	366.9
2054	深圳北方バイク Shenzhen North Jianshe Motorcycle Co.	バイク 製造	477.5	120.0	7/25/95	3.75	3.36	403.2
2055	深圳方大 Shenzhen Fangda Co.	建材	130.0	50.0	11/29/95	1.50	1.60	80.0
2056	深圳インターナショナル Shenzhen International Enterprise Co.	小売	133.4	71.0	10/30/95	1.53	1.40	99.4
2505	海南珠江実業 Hainan Pearl River Enterprise Co.	不動産	328.4	50.0	6/29/95	2.98	1.65	82.5 918.3
2512	廈門燐坤実業 Tuann Kuen (China) Enterprise Co.	家電 製造	148.0	148.0	6/30/93	4.71	1.68	248.6
2513	珠海麗珠医薬 Zhuhai SEZ Lizhu Pharmaceutical Group	医薬品	199.4	79.2	7/20/93	3.56	2.60	205.9 649.4
2539	広東電力 Guangdong Electric Power Development Co.	電力	816.4	204.2	6/28/95	4.10	3.50	714.9 3,278.7
2541	仏山照明 Foshan Electrical and Lighting Co.	蛍光燈	183.9	50.0	8/8/95	7.45	5.40	270.0 1,287.9
2550	江錦自動車 Jiangjin Motors Co.	自動車	693.2	174.0	9/29/95	3.69	1.44	250.6 2,185.3
2581	無錫フュエル・インジェクション Weifu Fuel Injection Co.	自動車 部品	183.4	68.0	9/11/95	2.46	2.50	170.0

(注) 株価は95年11月30日現在。時価総額の単位は上段(B株)が百万香港ドル、下段(A、B合計)が百万人民元。

(出所) 大和証券、大和総研『中国株投資ハンドブック1996』、39頁、40頁。

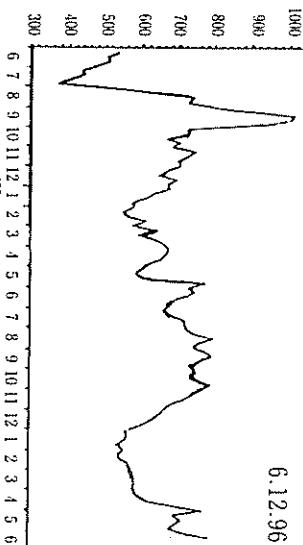
<深圳証券取引所>

取引所コード	会社名	業種	発行済株式数		上場日	発行価格	株価HK\$	時価総額
			内B株	A株				
2002	万科企業 China Vanke Co.	不動産 投資	279.4	64.3	5/28/93	10.53	2.80	180.1 991.6
2003	金田実業 Shenzhen Gintian Industry	不動産	245.7	61.9	6/29/93	10.71	3.18	196.7 930.5
2011	深圳市物業發展 Shenzhen Properties & Resources Dev.	不動産	492.5	55.9	3/30/92	5.30	1.52	84.9 1,458.1
2012	中国南方ガラス China Southern Glass Co.	ガラス 加工	327.1	109.3	2/28/92	5.30	3.90	426.4 1,469.0
2013	深圳石化 Shenzhen Petrochemical Industrial Co.	化学 家電	303.3	32.8	5/6/92	4.28	2.05	67.2 1,138.4
2015	深圳中浩 Shenzhen Zhonghao Co.	各種 重工業	157.2	21.8	6/25/92	4.16	1.40	30.6 481.0
2016	深圳康佳電子 Shenzhen Konka Electronics	家電	281.2	118.2	3/27/92	5.50	4.50	531.9 1,408.1
2017	深圳中華自転車 Shenzhen China Bicycles Co.	自転車	399.5	242.5	3/31/92	5.30	1.28	310.5 822.0
2018	深圳中冠紡織印染 Shenzhen Victor Onward Textile Co.	機械 加工	169.1	69.4	6/16/92	2.50	1.20	83.3 466.5
2091	深圳深宝実業 Shenzhen Shenbao Industrial	食品	138.9	21.8	10/12/92	3.60	1.15	25.0 479.1
2020	深圳華發電子 Shenzhen Huafa Electronics	家電 製造	212.3	77.1	4/28/92	2.69	1.25	96.4 509.2
2022	赤湾ワーフ Chiwan Wharf Holdings	港湾 管理	341.5	66.4	5/5/93	2.83	3.10	206.0 1,360.3
2024	蛇口ポートサービス China Merchants Shekou Port Service Co.	港湾 管理	277.2	131.8	6/7/93	3.23	2.90	382.3 1,258.6
2025	深圳特力機械 Shenzhen Tellus Machinery & Electronics Co.	軽工業	200.3	26.4	6/21/93	4.03	1.30	34.3 665.1
2026	深圳飛亞達 Shenzhen FYITA Holdings	時計	109.8	27.0	6/3/93	3.48	3.07	82.9 749.0
2028	深圳ヘルス・ミネラル・ウォーター Shenzhen health mineral Water Co.	飲料	127.1	24.2	8/9/93	3.17	1.31	31.7 681.0
2029	深圳特区不動産 Shenzhen SEZ Real Estate	不動産	1,686.1	200.0	1/10/94	3.50	1.65	330.0 5,511.6

(参考資料)

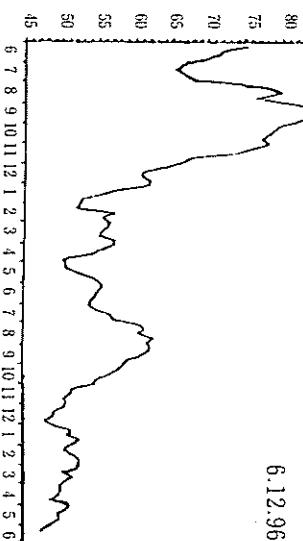
上海A株指数

6.12.96



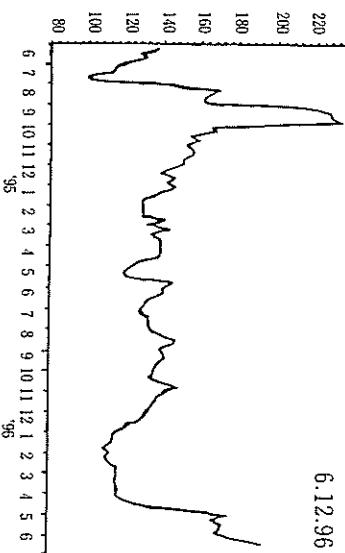
上海B株指数

6.12.96



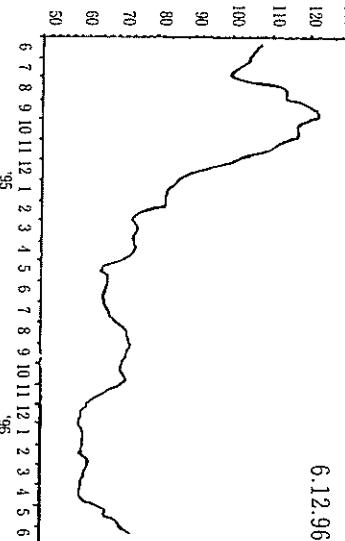
深圳A株指数

6.12.96



深圳B株指数

6.12.96



(出所) 大和総研

## 証券業の人事政策について

はじめに

前稿で見たように、ホワイトカラー労働者に限つて言えば、日本の雇用慣行の特徴は、終身雇用や年功序列賃金よりも、むしろ「おそい昇進」と「幅広い専門性」に見い出すことができる。

諸外国のように、幹部候補をはじめから別枠で採用したり、別枠でないにしても入社一、二年内には将来の中枢管理者の候補を決定し、エリート社員としての別コースを歩ませるケースに対して、日本的な「おそい昇進」では、十数年程度従業員の評価や昇進にあえて差をつけることをしない。このことは、長期にわたって決定的な格差をつけないことで、人事考課者の一時的な主観的評価を排し、従業員の能力の客観的な評価を確保すると同時に、内部労働市場での長期的な競争環境を維持することにつながっているという。

また、欧米では一般に就業時点で職務別に従業員と個別契約を結び、その後の職務の移動はまれであるのに対して、日本企業では、ローテーション人事と呼ばれるようになり、人事異動を通じて従業員に関連性の強い部門を多く経験させ、いわゆるジェネラリストを養成することに主眼がおかれている。こうして作り上げられる「幅広い専門性」は、組織全体に分散して共有された知識を通じて経営環境の変化への柔軟な対応を可能にしていると考えられている。

しかしながら、近年では業種を問わず、年俸制の導入や定期採用の見直し、早期退職制度など従来の雇用慣行に反するような動きが多く見られるようになった。日本経済が低成長期に入ったことで従来のような右肩上がり

の賃金体系を維持することがもはや困難になったこと、人口構成比の変化によって組織内のポストが不足し昇進インセンティブが十分機能しなくなつたこと、技術革新の進展によつて高度な商品知識が要請されるようになつたことなどの経済環境の変化にともなつて、従来高い生産性と効率性の源泉であると考えられてきた「おそい昇進」と「幅広い専門性」も変質を迫られていると考えられる。

こうした日本的雇用慣行の見直しに呼応して、九〇年代前半以降、大手証券会社でも人事政策の見直しが進んでいる。大手証券会社でも、以上のような日本経済全体の変化の影響を受けて、日本の雇用慣行のデメリットが顕在化しており、「おそい昇進」の悪平等的な面や、「幅広い専門性」の高度な専門性に欠ける面が目立つようになつてきたと推測されるほか、バブル崩壊後の一連の証券不祥事の原因となつた、業績至上主義的な経営のあり方や大量推奨販売方式の歪みなどが、社内の士気にマイナスの作用を及ぼしていると考えられ、人事面からの是正が試みられていると思われる。

#### 人事評価制度の見直し

〔1〕 大手証券会社の多くが、バブル崩壊後の九〇年代の初めに人事評価制度の見直しを行つたことが報じられている。見直しの柱は、賞与に関して年功度の低い業績給を採用したことと、目標管理制度を導入して公平・透明で考課者・被考課者ともに納得できる人事評価を導入したことである。

人事評価に関して、欧米企業では、まず組織として必要な職務とその職責・権限が明確にされており、従業員は就業時に職務別に個別の雇用契約を結ぶため、給与も当然その職務に対し支払われることが知られている。また職務の変更に対しては雇用契約の変更をともなうため、頻繁な職務の変更は行われないのが通常である。こ

うした職務を中心にして職務にヒトを配分するという人材管理のあり方は職務分類制度 (Job classification system)

といわれ、証券会社も欧米では職務分類制度にのつとつた人材管理を行つていて。

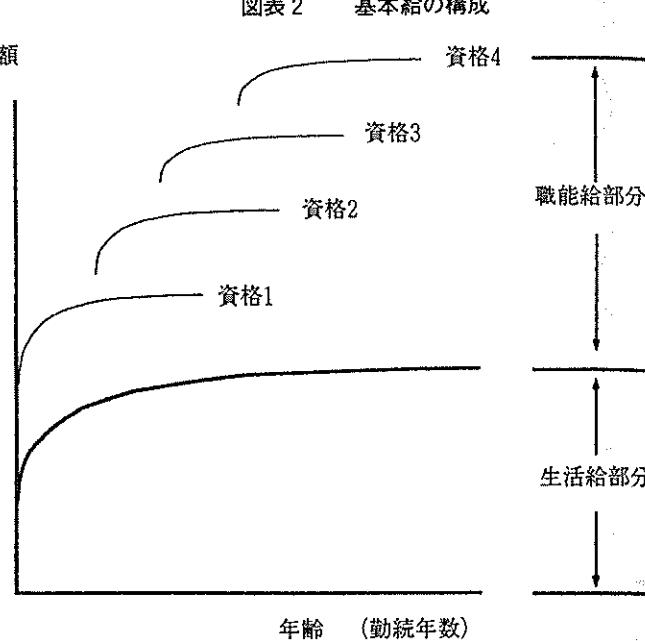
これに対して、採用時に職務ごとの契約を行わず、包括的な雇用契約を結ぶ日本企業では、給与は職務（役職）ではなく、一定の職能資格を付与されたヒトに対して決定される。ほとんどの日本企業が人事評価に際してこうした職能資格制度を採用しているといわれているが、これは各従業員の職務遂行能力を等級化して職能資格とし、その等級に応じて用意された給与テーブルから実際の支給額を決定するものである（一般的な職能資格制度の例として図表1参照）。

職能資格制度は、職務（役職）と職能資格を分離し、職能資格に対し給与を支給することになるため、給与変動をともなわずに組織の都合に応じた機動的な人材配置が可能になるというメリットを持つ。従業員との個別契約を行わない日本では職務変更をともなう人事異動が頻繁に行われるため、職能資格制度はそれに合致した人事管理システムであるといふことができる。また、働き方のことなる従業員を共通の基準で評価するので、公平で平等な人事管理を行うことができる。

しかしながら、図表1にもあるように、職能資格制度では昇格に最低滞留年数を設けるなど、運用が年功的になりがちである上、職務ではなく職能資格によつて給与が決定されることから、抜擢などによって高い職責を担う職務についても、職能資格が昇格しない限り職責にふさわしい給与面での待遇を得ることはできない。図表2に見るようく、職能資格制度を厳格に適用すると、昇格しない限り一定上限以上には昇給しないことになり、昇格・昇進インセンティブが過剰になる可能性があることがわかる。また、職務が同じでも、人口構成比が変わつて職能資格の高い人の比率が増えてくると会社全体の人件費が増大するなどのデメリットがある。

えられる。また、賞与での格差は退職金や年金といった労働コストの大幅な増加をともなわないという利点も存在する。

給与額



(出所) 今野浩一郎 (1991)『人事管理入門』

日本経済新聞社

大手証券会社の今回の人事制度改革では、こうした職能資格制度のデメリットを是正するため、給与のうち賞与部分に関しては、従来の職能資格にこだわらず実際の職務（役職）に応じて決定することとなった。この改革によって、賞与に関しては、たとえば同年齢で職能資格上同格であっても、職務（役職）・職責が高いものについてはそれに応じた処遇が可能になり、また場合によっては職能資格上位の従業員と処遇が逆転することもあるなど、年功的な要素は縮小した。月例給に関しては、労働法上の問題もあって、大幅な格差をつけることは困難であるが、賞与部分での見直しが行われたことによつて、日本の雇用の悪平等的な面を緩和する効果があると考

図表1 職能資格等級フレーム

層	等級	呼称	職能資格	職能資格の等級定義 (業務の職能の等級区分=職能段階)	職掌区分	対応役職		初任格付	理論モデル年数	昇格基準数	
						役職位	専門・専任職			最短	最長
管理専門職能	M3 (9)	参与	管理統率業務・高度専門業務	管理専門職掌	部長	技師長	考査長			-	-
	M2 (8)	副参与	上級管理指導・高度企画立案業務及び上級専門業務		副部長	副技師長	副考査長		⑤	-	
	M1 (7)	参事	管理指導・企画立案業務及び専門業務		課長	主任技師師	調査役		⑤	③	
指導監督専任職能	(6)	副参考事	上級指導監督業務・高度専任業務・高度判断業務	事務・技術・営業職掌	課長補佐	技師	副調査役		④	③	
	(5)	主事	指導監督業務・専任業務・判断業務		係長	技師補	主査		④	②	
	(4)	副主事	初級指導監督業務・判定業務		主任				③	②	
一般職能	(3)	社員一級	複雑定型及び熟練業務	事務・技術・営業				大学院修士	③	②	⑥
	(2)	社員二級	一般定型業務					大学卒	②	①	⑥
	(1)	社員三級	補助及び単純定型業務					高校卒	④	②	④
								短大卒			⑥

(出所) 清水勤 (1991)『ゼミナール会社人事入門』

## 目標管理制度

こうした実績主義的な要素の強い処遇制度の導入にともなって、処遇を決める人事評価の透明性と客観性を確保する必要が生じている。これに対しても、目標管理による人事評価制度の導入が始まっている。これは、評価期間の初めに部下と上司の間で業務目標を設定し、期末に設定目標の達成度によって業績を評価するという方法である。この評価方法は、評価に本人が参加するという点で透明性に優れており、また、目標設定に従業員自身が参画するため本人の納得度が高く、従業員の自主性を引き出せるという利点がある。

目標管理制度の運用を左右するのは、個々の従業員の目標が、部門の方針や計画に合致しているかどうかということと、目標をできるだけ具体的で定量的なものにすることができるかどうかということであると思われる。また、やさしい目標の達成度が高いのは当然であるので、目標の難易度自体も評価の対象にする必要があり、考課を行う上司の評価能力が問われることになるだろう。

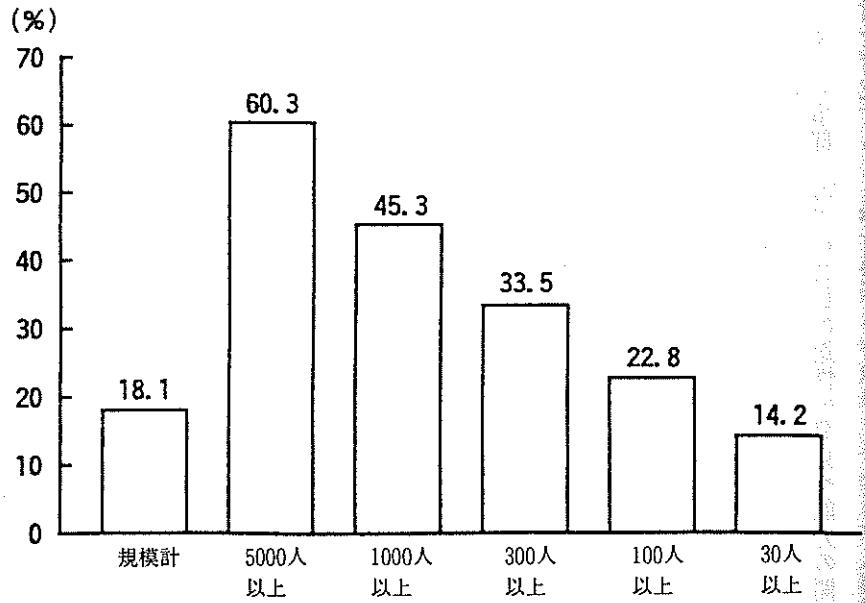
### 一般職と総合職の再編

男女雇用均等法の導入を契機として、ホワイトカラーの職務を総合職と一般職に区分する動きが一般的になっている。大手証券会社でも、営業など業務の第一線を担う総合職とは別枠で、一般職として補助的な業務を行う従業員を採用しており、その多くは女性である。近年は、従来一般職として採用された従業員にも総合職や、転勤・昇進とともにない新しい職系への転換を認める制度が導入されている。新しい職系は新総合職、担当系列など呼び名はさまざまであるが、一般に転換には一定の資格を満たしたうえで選抜を受けることが必要とされる。

転換によって、営業などの場面で補助業務にとどまらない職務と職責を負っている場合には、それにふさわしい処遇が可能になった。

創設された新しい職系では、女性の勤務上の制約を考慮して転勤をともなわないことが通例であるが、女性にとどまらず、近年の少子化傾向にともなって長男・長女の割合が増加し、転勤が個人的な生活と齟齬をきたすケースが増えている。このため、総合職についても地域限定採用を検討する余地は高いと思われる。

図表3 専門職制度の導入状況（「設置企業比率」）



『平成5年度雇用管理調査』

### 専門職制度

図表3に見るようく、日本でも従業員五千人以上の大企業では、専門職制度を導入するところが増加している。管理職としてのキャリアをとらざり、一貫して特定分野の業務に従事するこうした専門職は今後増大する可能性が高いと考えられる。専門職は組織内のライン上で昇格

していくというキャリアをとらないため、処遇は一般に業績を中心に決定されることになると考えられる。こうした専門職系列が登場した背景には、企業での技術革新がすすんで業務が高度化したため、これまでのローテーション人事中心のジェネラリストとしての人材育成を離れて、高度な専門知識を持つプロ集団の重要度が高まつたことがあると考えられる。

大手証券会社でも、ディーラーやファンドマネージャーに限って、社内公募などで選抜し、専門職化する動きが始まっている。このように専門職体系を従来の総合職体系と別に創設することは、高度な専門知識を持つ人材を適切に処遇するという点で高く評価できると思われる。ただし専門職としての人事評価を誰がどのように行うのかという点や、ライン中心で運営されてきたこれまでの社内秩序上専門職をどのように位置付けるのかという点などに今後困難も予想される。現在は、専門職といつても、処遇上総合職と別体系にしない、総合職に準じる役職名をつけるなどの過渡的な工夫がなされているところもある。また、専門職は今後の管理職ポストの不足に対応するための消極的な役割を担わされる可能性もあり、プロ養成として十分機能するかどうかは今後の運用にかかっている。

#### 自己申告制と社内公募制

従来の日本型の人事管理では、曖昧な職務概念を前提に、会社主導型で人事異動が行われてきた。こうした会社主導の人事異動は、市場変動や技術進歩などの経営環境の変化に応じて、人材配分を柔軟に行えるという利点があるうえ、人事部主導で従業員の適性の発見や能力の開発を配慮した異動政策をとることができるために、幅広い人材を育成することが可能となる。

(出所) 日本生産性本部『生産性モデル総合賃金実態調査』

	計	5,000人	1,000~	300~	299人
		以上	4,999人	999人	以下
企 業 数	967	99	243	298	327
自己申告制度	54.0	86.9	68.7	55.1	32.1
社内公募制度	14.0	47.5	21.4	8.0	3.5

#### 研修について

日本の雇用慣行の下では、OJT(On the job training)が教育訓練の最も重要な方法として位置付けられていることが多い。OJTは仕事を通じた教育であるので、

しかしながら、こうした人事異動はかならずしも従業員の希望に沿った形とはならないおそれがあること、転勤とともに伴う異動などが従業員の生活上大きな摩擦を引き起こす可能性があることなどが門題視されてきた。こうした問題に応えるため、大手証券会社でも自己申告制度や社内公募制度を導入しているところが多い。自己申告制度は、従業員が定期的に希望する職務や部門を申請することで、異動の際に従業員の希望に配慮するという制度である。また社内公募制では新規プロジェクトや専門職の募集の際に、一定の資格を満たした従業員なら自由な応募が可能になっている。

こうした自己申告制や社内公募制は、一般企業でもかなり広く取り入れられており、公募制も半分程度が導入している。自己申告制も社内公募制も、多用すると本来の人事制度に混乱をきたす可能性がある上、従業員が希望を本音通りに申告しにくい事情があつたり、経営上の理由から必ずしも従業員の希望が入れられるとは限らないなど、運用次第によっては形骸化するおそれもある。

コスト面でも時間面でも効率が高く、文書化しにくい知識でも個別的な教育を通じて直接伝達することができるなど多くの利点を持つたシステムである。こうしたOJTを中心とする日本の人材開発制度の下では、研修は補助的な位置付けであることが多いが、複雑な商品知識を要求される証券会社では、定型的な知識を一度に多くの従業員に均等に伝えることができるOJTとしての研修も、高い重要性を持つと考えられる。

大手の証券会社の中には、人事異動をともなったかなり長期の研修制度を用意しているところもあり、高い効果を上げている。またオプション、エクイティ、調査などの部門に関して特別の教育制度を設けたり、専門研修制度やチユーター制度、トレイニー制度を導入するなど各社独自の工夫を行っている。

集合研修に関しては、一時的とはいえ営業などの現場を離れることになるため、現場の混乱を最小限に抑える工夫が必要であるし、誰がどのような研修機会を必要としているのかを適切に見極めて効率の高い制度を作り上げていくことが重要である。

#### 終わりに

日本では大手証券会社も、製造業などと同様に、総合職に関しては新卒一括採用制をとつており、採用後は社内でのいわゆるローテーション人事が行われている以上、ジエネラリスト志向型の人材育成を重視していると考えられる。日本で多く引き合いに出されるアメリカの証券会社では、職務ごとの採用が一般的であり、職務間の人事異動もほとんどなく、待遇も含めた契約は職務ごとに個別に結ばれる。したがつて同一の会社に所属していくのも、必ずしも同じ労働インセンティブを持つとは限らず、手数料収入の増加をめざす従業員もいれば、社内での昇進をめざす従業員もいる。こうした組織は、おそらく日本の組織に比べて一体感やまとまりに欠ける可能性はあるが、専門知識・技能の蓄積や、部門ごとの意思決定の迅速さという面で優れた点も多いと考えられる。今後証券会社をめぐる経営環境が大きく変わる可能性が高い以上、人事政策の面でもアメリカ的な職務中心の人事政策から学べる部分は大きいと思われる。

#### (注)

(1) 日本経済新聞一九九二年一月六日、日経金融新聞一九九四年五月十七日、七月十二日、十月二十五日、一九九五年三月二八日、四月二十五日、七月二十五日の記事を参照。

#### 参考文献

- 小池和男(一九九一)「仕事の経済学」東洋経済新報社  
小池和男編(一九九二)「大卒ホワイトカラーカーの人材開発」東洋経済新報社  
清水勤(一九九二)「ゼミナール会社人事入門」日本経済新聞社  
橋木俊詔・連合総合生活開発研究所編(一九九五)「昇進」の経済学 東洋経済新報社  
中馬宏之・樋口美雄(一九九五)「経済環境の変化と長期雇用システム」猪木武徳・樋口美雄編(一九九五)「シリーズ現代経済研究9 日本の雇用システムと労働市場」日本経済新聞社  
二上季代司(一九九〇)「日本の証券会社経営」東洋経済新報社  
R・G・エクルズ&D・B・クレイン「投資銀行のビジネス戦略」松井和夫監訳 日本経済新聞社  
S・P・ラッパポート「アメリカの証券会社経営」藤原英郎訳 東洋経済新報社