

証 **研**

リサーチ



昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

No.1539

1996年10月

- PTSの法的位置づけをめぐる諸問題
- 社債決済制度改革とDVP
- 日経平均先物・オプション
—平成8年9月限—
- 香港株式市場の中国企業株（H株）について
- ディスカウントブローカーとブローキング業務

財団法人 **日本証券経済研究所**

PTSの法的位置づけをめぐる諸問題

最近、新聞紙上でよく「PTS」という言葉がでてくる。これは、Proprietary Trading Systemの略で、一般的には私設取引システムと訳されているが、アメリカで自主規制機関（証券取引所や証券業協会）以外のものが商業ベースで運営する電子取引きのネットワークをさしている。⁽¹⁾要するに証券取引所の外で、取引参加者をコンピューターのネットワークで結び、各参加者が取引きの意志や気配情報を他の参加者に伝達し、注文の回送や執行のサービスを提供するものである。

八〇年代後半以後、アメリカではこの種の私設取引システムの数が増えており、現在、全米では株式、債券、デリバティブ、外国証券などを対象とするものが二〇以上、株式を取引きするシステムだけでも七つあるといわれており、出来高も増え、無視できない存在になっている。それとともに、監督当局のSEC（証券・取引所委員会）もPTSの法的位置づけや規制のあり方を明確にする必要に迫られていた。

現在、アメリカでは、PTSは法的には証券取引所ではなく証券会社として位置づけられているものが多い。このため、証券取引所類似の施設でありながら自主規制機関としての証券取引所が負わされている義務の多くから免れているうえ、実質的には七五年証券改正法に基づいて構築された全米市場制度の枠外にある。このためニユートヨーク証券取引所（NYSE）を始め既存の証券取引所からは、不公正、不透明であるとの批判が出ていたのである。これに対しSECは、その報告書「マーケット二〇〇〇」⁽²⁾のなかで、NYSEらの批判を退け、基本的には現状を容認することを明確にした。しかし、あとで見るようく、これでもってこの問題の最終的決着をみたとはいえない。

我が国では、証券取引法の「市場類似施設の禁止」、証券取引所規則「市場集中義務」、免許制に関連した制約⁽³⁾から、PTSはもちろん第三市場でさえ存在する余地は今のところない。したがって、問題それ自体が存在しないわけであるが、今後、規制緩和の潮流の中でこの種の取引システムへのニーズが出てくる可能性は大いにあるのであって、その場合には、これをどう法的に位置づけるかは、アメリカと同様の困難に陥るであろう。そこで以下、PTSの法的位置づけ、規制のあり方を巡る議論を整理してみよう。

PTSの法的位置づけと規制のあり方

現在、アメリカでは株式を対象とするPTSは七つあるが、最も代表的なものはインスティネット（INSTINET）、ポジット（POSITIVE）、アリゾナ証券取引所の三つである。その中で最も古いインスティネット（一九六九年稼動）を例にとると、ここでは端末に参加者が売買の意向（売り買いの別、希望価格や株数）を入れし、それを見た参加者同士の間で交渉が行われ、取引が執行される。またインスティネットは八六年にクロッキングネットワークのサービスも始めている。これはバスケット売買を含む大口取引をNYSE等主要市場の終値で付け合わせ、売買執行するシステムである（ポジットのサービスもこれと同様である）。八七年以降、インスティネットはロイターの傘下にあるが、九五年現在、端末数は全世界に五二〇〇、一日あたりの売買高七一八千万株、世界最大の店頭市場NASDAQの登録銘柄についてみるとその出来高の一〇%、上位一〇〇銘柄では実に六〇%を占めるとされ、米国の機関投資家上位五〇〇の約半数がこのような代替的電子取引きシステムを利用している⁽⁴⁾。

「」のインスティネットおよびポジットは、取引所類似施設でありながら国法証券取引所の登録義務から免れている。証券取引所は国法証券取引所としてSECに登録する義務があり（三四年証券取引所法六条）、登録された国法証券取引所は、①自主規制機関として会員証券会社がその規則を遵守しているかどうか監督する義務、②規則を変更する場合にはSECへ申請する義務などを負う。しかし、インスティネットやポジットは、SECから取引所として登録しなくても三四年法六条違反として問わない旨の「ノーアクションレター」を発行されており、ブローカー業者として登録するだけでサービスを提供している。もちろんブローカーとしての義務はあるが、取引所ではないので参加者を監視する義務は無い。

一方、アリゾナ証券取引所は参加者から指し値注文を集め、一日に二回の節立会いで売買を執行するもので、競売買の証券取引所である。参加者は二〇〇社、一日平均四〇社が取引を執行しており、九六年現在、出来高は一日平均二〇万株である。参加者の四分の一が証券会社、残る四分の三が機関投資家である。三四年法六条（取引所の登録義務）は、当該取引所の取引量が限定的で投資家保護上問題がない場合には、免除してもよい（三四年法五条）とされている。アリゾナ証券取引所はこれに該当するものとして登録を免除されているので、これまで登録証券取引所が課せられている右記の義務から免れていているのである。

全米市場制度とPTS

「」まひとつ問題視されているのはPTSが全米市場制度（National Market System、NMS）の枠外にあることからくる不透明性である。アメリカでは七五年の法改正により手数料自由化と全米市場制度を主な内容とする大規模な市場改革が行われた。NMSは、①テクノロジーの重要性を確認した上で同一銘柄についての複数市場間の競争を容認し、競争促進によってより効率的な市場運営を追求することを目標とし、②競争容認の結果生じうる市場分裂の対策としては、各市場をコンピューターで連結し取引の事前・事後の情報（最良気配値、出来高、価格）を統合することで市場の透明性を確保し、最善の市場への注文回送システムを通じて最良執行を担保しようというのである。しかし、PTSはブローカーなのでNASD規則に基づき取引事後情報（出来高、出来値など）については九〇秒以内にNASDに報告する義務はあるが、気配情報は開示しなくてよいことになっている。したがって、情報開示の点で不透明性を残すし、気配情報の統合によって最良執行市場を見つけるというNMSの目的に背馳するとの批判がでてくるのである。

SEC規則一五c一一〇条の提案

「」のような批判に遭遇して、SECは八九年に規則一五c一一〇条を提案した。すなわち、取引の意志、気配、売買注文の指示を外部に伝達し、執行、決済の手続きを提供するシステムを運営・管理するものを「スパンサー」と定義し、これに該当する者はSECに登録する義務を課した。登録「スパンサー」は、SECに情報を提供する義務のほか、①取引参加者が連邦証券法およびそれに基づくルール・諸規則を破った場合にはそれに関する情報をSECに報告する、②取引参加者がこのシステムの計画、連邦証券法およびそれに基づくルール・諸規則を遵守しているかどうかを監視する義務、要するに一種の自主規制的義務が課せられる。

すぐ分かるように、「」の規則案はPTSも一種の自主規制機関としてみなすという考えに基づいているのである。しかしながら、SECは九四年一月の「マーケット一〇〇〇」の公表後、「」の提案を撤回した。PTSに対する法的地位に関する問題、NMSの枠外にあることからくる問題はすべて積み残しになっている、といつ

ても過言ではない。一体、この歯切れの悪い結果はどこから來るのであるか。そのヒントは P.T.S.が取引所類似施設でありながら、取引所である、自主規制機関であると、言い切つてしまふことにある。

会員制度をもたない取引システム

それは「会員制度」をもたない取引システムだからである。P.T.S.は株式を対象とするものだけでも七つあるが、これらに共通しているのは顧客が直接に売買に参加できる取引システムだということである。これは既存の証券取引所が伝統的に会員制度、委託売買制度（顧客は直接取引に参加できず会員に売買を委託する）を採つてきたことに比べ、大きな特徴である。

取引所が会員制度、売買委託制度を採つてきた理由は、これまで需給の集中により流動性の確保、公正な価格形成を図るためににはこのような方法しか無かつたからである。というのは、①立会場にすべての投資家を集めることは物理的に不可能であるし、②たとえそれを認めても約定不履行の危険を排除できないからである。そこで既存の取引所では取引参加者の数を制限し、参加資格を設けて約定不履行のリスクを排除する制度を設けた。これが会員制度である。そして会員になり損ねた者の取引は、会員への売買委託を通じて執行できるようにして、出来るだけ多くの需給の集中を図ろうというのである。

しかし、その反面で客注の執行に会員業者が介在することから不公正取引や相場操縦等、顧客利益を損なう恐れがでてくる。そこで会員には委託者保護の観点から種々の会員義務を課すと同時に、会員がその義務やルールを遵守しているか取引所自体が監視するようにしむけるため、当局が取引所を自主規制機関として監督・規制するという現行の規制構造が生まれた。このような構造は多かれ少なかれ各国の取引所に共通して見られるのである。

ところで、自主規制機関としての取引所の義務は会員制度を採つていることから必然的に派生していくものである。証券取引所は市場の運営者であると同時に自主規制機関という二重性格であり、それは会員制度をもつことから不可分に結びついていたのである。

ところが、テクノロジーの急速な発展により会員制度を採らない取引システムが可能になつてくるとどうなるか。市場情報の提供、注文回送、執行、取引確認、決済という一連の取引プロセスが遠隔地から端末操作によって電子的に処理可能となり、立会場という物理的な場所に注文を集める必要が無くなり、物理的には無数の投資家が直接参加出来る可能性が生まれる。

これと平行して、パフォーマンス競争を強く意識せざるをえない機関投資家は取引ニーズを多様化させていく。運用規模の拡大につれバスケットの入れ替え売買や大口取引は日常茶飯事となり、手数料コストはもちろん、マーケットインパクトを抑えたいとのニーズが機関投資家に広がる。このためには、会員業者に手口が簡抜けになるような既存の証券取引所では困るわけで、このほかに、自分たちが直接参加できてなおかつ匿名性を帯びた取引システムを持つておく必要がある。こうして、機関投資家のニーズとそれを現実化させるテクノロジーが結びついてP.T.S.が出現、発展したのである。したがって、P.T.S.は取引所に類似したシステムであり市場運営者であるが、会員制度をもたないことから、自主規制機関だと規定することは出来ないし、会員制度を前提とした現行の規制構造にもともとそぐわないものである。

会員制度と現行の規制構造

ルーベン・リーはアメリカ、イギリスの例をとりあげて、証券取引に関する現行の規制構造は、ピラミッド構

造だと形容している⁽⁶⁾。すなわち、①政府が頂点に立って、市場運用における一般的な目的を決め、②その下で規制当局が望ましいとされる諸目的を達成するためのルールを策定・実施し、③さらにその下に当局に規制される取引所が位置し、④さらにその下に取引所の会員であり取引所に規制されるブローカー・ディーラー、マーケットマイカーが位置し、⑤ブローカー・ディーラーはさらにまた規制当局やそれから委任された自主規制機関に規制され、⑥規制構造の最下層には投資家が位置する、というのである。この規制構造がうまくワークするのは、この階層の中で各範疇の活動が明確であり、重複しておらず、その活動によつて各範疇が明確に分類できることが前提条件になつてゐる。したがつて、ブローカー・ディーラーが取引所機能の一部でも担うようになると、このピラミッド的規制構造は崩壊する、とリーは主張するのである。

現に、PTSは証券取引所としての登録義務を免除されており、その結果、自主規制機能を持たない取引システムが出現している。現行の規制構造に隙間があきはじめているのである。またこれとは別に、全米市場制度の枠外にあることから気配情報の統合という点でも問題が生じはじめている。

しかしだからといって、SECがPTSを自主規制機関として規定し、かかるものとしての義務（参加者の規則遵守監督義務など）を負わせたり、全米市場制度の枠内に閉じ込めたらどうなるか。それはPTSの否定である。まず第一にPTSは匿名性を持つた投資家同士の私的な取引システムであり、これを全米市場制度の枠内に閉じ込めて気配情報をオンラインで開示させたりしたならば、参加するメリットはなくなり、参加者はいなくなってしまう。第二に、参加者の規則遵守監督の必要は、その参加者が他人の勘定において証券取引の執行をすることから生じるのであって、参加者が自らの勘定で取り引きする投資家自身の場合にはその必要は基本的にはありえないし、また、そのような監督義務は不要なコストを招いて、これまたPTSの発展を抑制することになる。なによりSEC

Cは七五年改革で市場間競争の促進を確認しており、PTSの抑制はその基本的立場を自ら否定することになる。

結論を先延ばしたSEC

かくして容易に答えは出せないのであるが、SECは結局、現状肯定の立場を貫いた。すなわちSECは報告書「マーケット二〇〇〇」の中で、①競争のもたらす利益を強調し、価格発見、流動性が悪影響を受けるほどには市場分裂は生じていないとの認識から、PTS等に取引所と同一の取引規制を適用しないとする一方、②小口投資家と機関投資家に対して、異なるレベルの規制を行いながら公正かつ秩序ある市場を維持することも困難であるからこれ以上の積極的な規制緩和アプローチもとらないと述べた。そして当然のことながら、PTSに一種の自主規制機関的義務を課すことになる、右記の規則一五c—一一〇条の提案を撤回した。

しかし、こうした選択は、何らか積極的な理由付けがあつてのことではない。PTSの規模がまだ十分大きなものではないので、このまま事態を静観しようといつてゐるに過ぎず、PTSの法的位置づけや規制のあり方にについての問題が決着したとはいえないであろう。ルーベン・リーも言うように、恐らく、二通りの解決の仕方ががあるのであって、一つは、できるだけ証券取引所の規定の不明確さを取り除いて現行の規制構造の維持に努め、取引量が限定的な場合にのみ証券取引所としての登録を免除するにとどめるか、これとは全く逆に、証券取引所の一重性（市場の運営者と自主規制機関）を分解して、証券取引所を市場運営者に純化させ、自主規制機関的機能は単一の機関に担わせ、新しい取引きシステムはすべて取引所として公認するという方法である。⁽⁷⁾

いずれにせよ、アメリカではこの問題の法的な決着は見なかつた。したがつて、PTSの規模が拡大するに連れ、いざ再び同じ問題が蒸し返される可能性が高いのである。

1. アメリカのSEC（証券・取引所委員会）の規定による（コードII回一II〇九I〇）。

2. Division of Market Regulation, United States Securities and Exchange Commission, *Market 2000; An Examination of Current Equity Market Developments*, January 1994.

3. 大蔵省は証券業の免許を下せざるにあたって、業務方法書を提出せらる。その際、非会員業者の場合には上場銘柄の取り扱いについて特定の会員業者を取り次ぎ失せし明記せざるにあつてゐる。したがつて、非会員業者でも市場集中義務に服しており、アメリカのような、DTCのはやからん非会員業者による上場銘柄のディーラー市場（取引所市場を第一市場、店頭市場を第一市場と呼ぶのに対し、他の市場は第二市場と呼ばれる）も存在し得なる。

4. "Instinet's identity crisis", *Institutional Investor*, November 1995.

5. その義務として、①II四年法やSEC規則に基づくローカルとしての諸義務（自己資本規制、顧客の預託証券・金銭の保護、帳簿などの記録保存の義務など）、②NASD（証券業協会）会員としての規範（取引等情報のリアルタイムの開示、注文の最良執行義務、NASDからの情報提供要求に対する回答義務）等があげられよう。

6. Ruben Lee, "What is an Exchange?", a discussion paper in *Capital Market Forum*, April 1992.

7. 前者はアメリカSECがアリゾナ証券取引所に対して行ったやり方であり、後者はイギリスのやり方に近い。ロンドン証券取引所はビッグバンの時に会員に対する自主規制機関的機能の大部分をSFA（証券先物委員会）に移管しており、市場運営者として純化しつゝある。したがつて、アメリカ的な発想からすればDTCもニューポイントを公認投資取引所と認める事が出来たのであら。

社債決済制度改革とDVP

〈はじめに〉

現在社債決済制度改革論議の舞台となっているのが、一九九五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「社債受渡し・決済制度研究会」であり、従来からの改善案をたたき台にしながら、新しく具体的な改善案を出すべく検討が積み重ねられてきたことは、以前の本レポートでも紹介してきたが⁽¹⁾、今年五月同研究会は「社債受渡し・決済制度の改善に向けて」と題する報告書を提出するに至った。これにより長年の懸案であった社債決済制度は、その改革に向けて大きく前進するものといわれている。したがって、本稿はまずこの報告書を取り上げて、従来争点となっていた点がどのように形で決着したのかをみると想定する。つまり、「銀証問題化」したといわれた点に焦点をあてながら、その決着をみていく。次に、この研究会の過程と相前後しながら、決済システムをめぐるリスクの問題が論議されるようになつたが、この問題意識は研究会にも反映し、報告書ではいわゆるDVPの導入が提唱されている。したがって、DVPを巡る国際的な論議を紹介しながら、日本でのDVPのあり方も考えてみたい。

（社債受渡し・決済制度研究会の報告書）
以前のレポートでも紹介したように、「社債受渡し・決済制度研究会」では、野村証券の「中継法人」案に対して、さきの富士銀行の「中継機関」案が示されたことによって、論議は従来の平行線から一步近寄つたされて

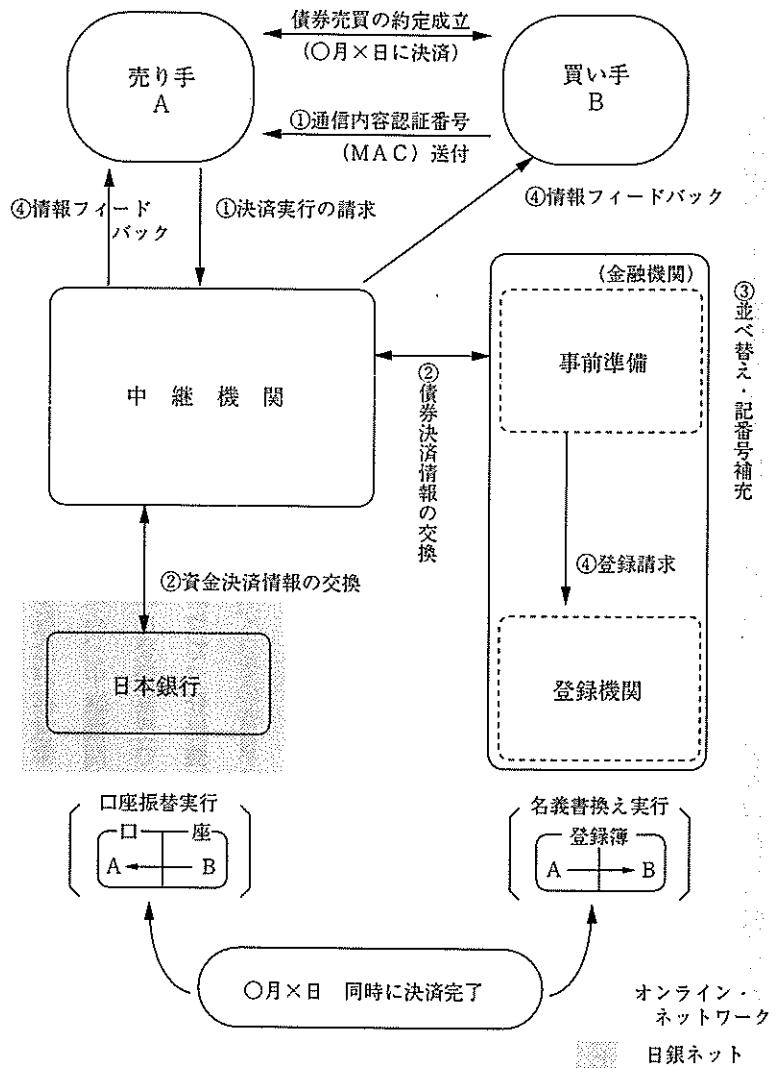
いる。とくに、一月の会合で蟻山座長が「公社債流通制度の改革案作成の原則」(いわゆる「蟻山五原則」)を示したことによって、いくつかの合意事項が成立した。

そして、五月二八日に同研究会は「社債受渡し・決済制度の改善に向けて」とする報告書を発表した。まずこの報告書では、受渡し・決済制度改善案の骨格は、決済の迅速化のために登録済証を廃止した上で、取引当事者と登録機関を結ぶオンライン・ネットワークを構築し、そのためのネットワーク運営法人(中継機関)を創設するというものであり、さらにこのネットワークを日銀ネット(営業系)に接続することによりDVPが実現され、売買から決済までの時間の短縮化によりローリング決済也可能となるものであることが確認された後、移転登録請求の並べ替えについては、ネットワークの中で取引当事者に代わって行われるものとしている。

具体的には、まず決済実行の請求はオンラインによってなされ、取引当事者が約定後、取引情報をネットワークの端末に入力する。次に、中継機関はその情報が取引当事者からの指示であることを確認し、債券決済に関する情報と資金決済に関する情報とに振り分け、債券決済情報は請求の並べ替え作業を行なう機関に、また資金決済情報は日本銀行に送られる。そして第三に、請求の並べ替えなどの事前作業は一般的には登録簿を保有している金融機関によって行われる。最後に、債券決済と資金決済は同時に実行される。つまり、特定決済日に係る決済の予定は予め中継機関から当事者に連絡され、決済日当日には、債券、資金の必要残高がそれぞれ存在し、決済可能であることを登録機関と日本銀行が確認し、正式な移転登録請求と日本銀行内の当座預金口座上の振替が同時に実行される(第1図参照)。

ここでの手続きでは、かねて懸案であつた請求順序の並べ替えなどの事前作業は、登録機関たる金融機関で行なわれるものとされており、この点前述の富士銀行案に沿つたものとなつていて、このような形で決着した理由

第1図 改善案での債券・資金決済の流れ



(出所) 社債受渡し、決済制度研究会「社債受渡し・決済制度の改善に向けて、『金融』、1996年7月所収、13ページ、参照。

として次の二点が指摘できる。まず第一に技術的な問題として移転登録請求が紙ベースで直接登録機関に持ち込まれた場合、オンライン・ネットワークで稼働する中継機関はこれを扱うことができず、紙ベースでの登録請求データの提供を受けないとスマートな名義移転が行えなくなる懸念が存在することがあげられる。次に法律的な問題としては、今回の改革案は改正を抜きにして行われたため、中継機関は法的に根拠づけられたものではない。しかし、移転請求の並べ替えは、社債等登録法に規定された登録業務でないにしても、いわば登録簿で名義変更する前の仮の登録簿作成作業という見方もできる。したがって、登録機関である銀行側はこれを譲れなかつたという点である。そして、証券界もこれに妥協したわけだが、その背景として、第一に現在「証書」ないし「預かり証」によって維持されている仕組みは、将来的に流通市場が活発化した場合、あるいは市場参加者が増加して決済リスクが拡大した場合、維持しがたくなるという認識があつたこと、第二に現状でも事前サービスは手数料なしで証券会社によって行われており、コスト要因となつていてることがあげられ、特に回転売買がなされた場合、請求順序の並べ替えは相当な手間を要するものと思われる。したがって、証券会社のサービスの一環としてではなく、第三者機関等で制度的にこれを行なつてほしいという要請は存在しており、それゆえに中継機関にこれを担当させる案が打ち出されていたと考えられる。その意味で事前サービスの提供を改革案に盛り込むことは合意事項であつたと思われるが、これを登録機関が行うことについてはかなりの反発があつたと思われる。なぜならば、並べ替えの過程で、証券会社自体をも含む取引当事者の売買手口やポジションが明らかになるからである。そして、これを銀行である登録機関に曝すことには、強い拒否感があつたと思われる。しかし、それにもかかわらず、この案を拒否できず妥協することになったのは、この拒否感を声高に主張できないという面があつたためと思われる。つまり、登録機関は社債等登録法で規定されているように準公務員であり、守秘義務など

(13)

の点で公務員と同じ義務（いわゆる「みなし公務員」規定）を有するものとなつてはいる。そして、この義務のもとで登録業務は行なわれているが、他方事前サービスは社債等登録法上の登録業務ではなく、銀行がこれを行なう場合には、元利払いサービスなどと同様に付随業務とされる可能性が強い。つまり、法的にみて「みなし公務員」規定が適用されず、それゆえに守秘義務の遵守などが保たれないのではないかという懸念が生じたものと思われる。しかし、この点を厳格にするためには、社債等登録法の改正が必要になり、議論が振り出しに戻る可能性が出てくるため、そこまでは証券界としても言及できず、結果的にこの案に妥協せざるを得なかつたと思われる。

そこで、並べ替え作業が社債等登録法令に基づくものではなく、あくまでも取引当事者の契約でなされ、かつ多数の金融機関において行なわれるものであるから、作業の均質性を確保し、利益相反の可能性を排除するためには、決められた時間内に作業を完了することなどの一定のサービス水準の確保を図ることや、並べ替えが恣意的にならないための手続きが必要であること、また金融機関がこの並べ替えを行なえない場合や所定の水準のサービスを提供できないときは、ユーザーの意向で中継機関がこれを行なうことも考えられることが改革案に注記され、その上後述するように今回の改革が最終的・固定的なものではなく、証券界が主張していた振替決済制度に将来的に移行する可能性を示唆する文言が加えられ、決着を見たものと思われる。

以下、同報告書の記述を見ていくと、ローリング決済に関しては、現在の一〇日決済（すなわち毎月一〇日、二〇日、三〇日に決済する方式）からできるだけ早急に、約定日から三営業日後に決済を行なう「T+3」方式に移行することも目標として盛り込まれている。

次に、中継機関については、まず①入力内容の確認や決済情報の振り分けを行なうが、加えてネットワークの

運営主体としてネットワークが円滑に機能するための役割も負うこと、②当初のネットワークの構築に際して、中継機関が中心となつてシステムの開発や事務手続きを行なつていくこと、さらに、ネットワークの今後の発展についても、中継機関に何らかの場を設けて検討、決定していくこと、③中継機関の形態として、決済の中核となり、かつ中立的な立場を維持するという観点から、広く関係者の出資を仰ぎ、株式会社として設立すること、④中継機関の運営費用は、基本的に利用者から徴収する料金をもつて賄うこと、ただし、今後はネットワークの徴収する利用料金と登録機関の徴収する登録料の合計が登録の直接のコストとなるので、料金体系の設定については総体として適切な水準に設定されるべきであること、などが指摘されたうえで、「将来的な姿」として、市場のニーズや出資者との合意の下に、中継機関を振替決済機関とすることも検討しうるとしている。つまり、投資家のニーズがあり、かつ登録機関である銀行の合意が得られれば、証券界の当初の目標である振替決済制度にも導入の可能性があることを示唆しているわけである。

最後に、ネットワークの利用に関して、①その利用は自由意志に基づくことが適當であるが、多数の参加があつて初めて機能が十分發揮するので、ネットワークにできるだけ多くの参加が得られるよう工夫すること、②登録率が高く流動性の高い公募債などを扱う登録機関はすべてネットワークに接続し、このような債券がすべてネットワークを通じた登録処理可能となること、③ネットワークによらずに登録請求が行なわれる場合でも、少なくとも記番号の補充および並べ替えのサービス提供までを行なうことが適當であること、などが指摘された。

今後のスケジュールとして、設立準備委員会が設置され、一九九七年中にはオンライン・ネットワークの稼動が期待されるものとしており、現在この案に沿つて、同委員会が具体的な作業を行なつているが、そこではローリング決済については九八年初から移行する見通しといわれ、また中継機関自体も九六年一月を日程に設立さる。

れる予定といわれている。⁽⁵⁾しかし、今後は中継機関の出資比率など資金負担が課題として残されている。当初費用は一〇億から二〇億円程度であるため一社当たりの費用負担は大きくなるものの、これが今後の運営コストの負担比率に反映するといわれ、一時的な支出でないとすると出資比率の問題は難航する可能性もあるといわれている。⁽⁶⁾

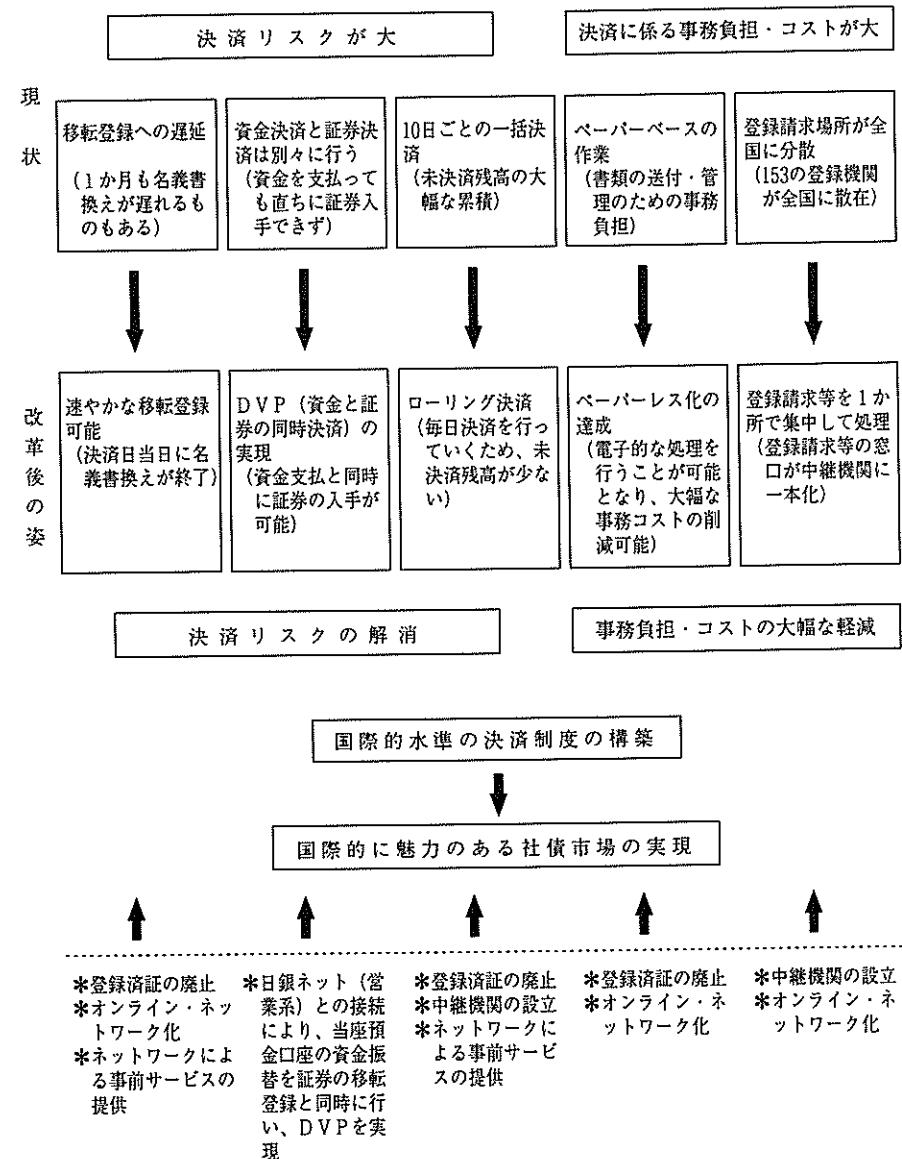
いざれにせよ、この案にそつて受渡し・決済制度改革が始動し、これによって決済リスクの解消が図られる同時に、決済にともなう事務負担やコストの大額な軽減が図られ、国際的水準の決済制度が構築され、国際的にみても魅力のある社債市場となっていくことが展望されると評価されている（第2図参照）。しかし、社債流通市場が活性化するかどうかは、投資家のニーズによるものであり、決済システムの改善が全てではないが、その点はひとまず置くとして、次に決済システムにおけるリスクの排除という観点から国際的な課題となつてているDVPについてみてみよう。

〈DVPの定義と問題点〉

まず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た機能であり、また証券界も前述の「債券決済制度の改善について」のなかで、新制度に当然組み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、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。⁽⁸⁾

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ことによつて生じるリスクが顕在化して

第2図 社債受渡し・決済制度改革後の姿



(出所) 小野尚「国際的な水準の流通市場の構築を目指して」、『証券業報』、1996年6月、15ページ。

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ことが明確になったことである。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(ISSA)と国際証券取引所連合(FIBV)などとの連係のもとに作成したのが、この勧告であった。

この勧告は、次の九項目についてなされている。すなわち、①取引当事者同志による取引内容の照合をT+1(約定日の翌日)までに完了させる(勧告1)、②証券業者が投資家等に対して取引内容の照合をして承認を行う(勧告2)、③証券の無券面化と証券集中保管機構の実現を推進する(勧告3)、④取引の清算をネットティングによって行うことなどが、リスクの減少と効率性の向上の面で適切かどうか検討し、適切な場合はそれを実施する(勧告4)、⑤決済はD V Pによる(勧告5)、⑥支払いは即時現金化可能な手段である(勧告6)、⑦ローリング決済を採用し、T+3で決済する(勧告7)、⑧証券貸借の促進によつて決済不能を回避する(勧告8)、⑨クロスボーダー取引のための銘柄コードや取引の指示の統一を行う(勧告9)、であり、それぞれが実施期日を付して掲げられている(第1表参照)。

この九項目にわたる勧告の実現状況⁽⁹⁾は、日本の場合、一九九五年時点で一般債では九勧告中すべてが未達成であり、国際的な水準に程遠いといわれる所以となつてゐる。また、日本以外の多くの国では一年以内に達成が予定されている項目も多く、その点でも日本の立ち後れが指摘されている(第2表参照)。

また、検討課題とされた勧告4のネットティングについては、現在のところ時点ネット決済が一般的であるといわれている。しかし、これでは参加者のディフォールト・リスクが存在し、そこで即時グロス決済(Real Time Gross Settlements)案の主張が高まっている⁽¹⁰⁾。しかし、確かに即時グロス決済はディフォールト・リスクの縮小につながるもの、決済資金を全額手当するため、不効率であることは否めず、いわば安全性か、効

第2表 G30勧告順守状況¹⁾

	未達成 項目数									
		勧告1 (両側 照合)	勧告2 (片側 照合)	勧告3 (CSD)	勧告4 (ネット ティング)	勧告5 (DVP)	勧告6 (即日 資金)	勧告7 (ローリング セトルメント T+3)	勧告8 (証券 貸借)	勧告9 (ISO 標準)
	2年後									
ドイツ	0	0	○	○	○	○	○	○	○	○
アルゼンチン	1	1	○	○	○	○	○	○	△	○
オーストラリア	1	1	○	○	○ ²⁾	○	○	△	○	○
ブラジル	1	1	○	○	○	○	×	○	○	○
カナダ	1	0	○	○	○	○	△→○	○	○	○
フランス	1	0	○	○	○	○	○	○	○	△→○
インドネシア	1	1	○	○	○	○	○	×	○	○
オランダ	1	1	○	×	○	○	○	○	○	○
ノルウェー	1	1	○	○	○	○	○	○	○	×
ポルトガル	1	0	○	○	○	○	○	△→○	○	○
スウェーデン	1	1	○	×	○	○	○	○	○	○
スイス	1	1	○	○	○ ³⁾	○	○	○	○	○
タイ	1	1	○	○	○	○	○	○	△	○
アメリカ	1	0	○	○	○	○	○	△→○	○	○
オーストリア	2	2	○	×	○	○	○	×	○	○
ギリシャ	2	2	○	△	○	○	○	○	△	○
韓国	2	1	○	○	○	○	○	○	△	△→○
メキシコ	2	2	○	○	○	△	×	○	○	○
シンガポール	2	2	○	○	○	○	○	△	△	○
スペイン	2	1	○	×	○	○	○	△→○	○	○
台湾	2	1	○	○	○	○	○	○	△	△→○
トルコ	2	2	○	△	○	○	○	○	○	△
ベルギー	3	3	○	○	○	○	○	△	△	○
デンマーク	3	1	○	○	○	○	△→○	○	×	△→○
フィンランド	3	2	○	△	○ ²⁾	○	○	△→○	○	○
香港	3	0	○	○	○	△→○	△→○	○	○	△→○
ハンガリー	3	3	○	×	○	○	○	○	○	△
イタリア	3	2	○	△	○	○	○	○	○	△→○
日本(株) (国債)	3	3	○	×	○	○	○	×	○	×
ニュージーランド	4	2	○	△→○	○ ²⁾	○	△→○	○	△→○	○
ポーランド	4	1	○	△→○	○	△→○	×	○	○	△→○
イギリス	4	0	○	○	△→○	△→○ ³⁾	△→○	○	△→○	○
南アフリカ	5	1	○	△→○	○	○	○	○	○	△→○
インド	7	7	○	×	△	○	△	△	△	△
日本(一般債)	9	9	X	X	X	X	X	X	X	X
達成度(36ケース中)	35	19	33	32	29	27	23	25	21	

(注) 1. ○は達成(部分的達成を含む場合がある)、△→○は96~97年中に達成予定。△は計画中。×は未達成で現状計画なし。ISSA(1995)を基に、その後の状況や筆者の判断を踏まえ修正している。

2. オーストラリア、フィンランド、ニュージーランドでは、他国で一般的な形のCSDは存在しないが、同等の機能がシステム的に提供されているため○とした。

3. スイスの制度及びイギリスで導入予定の制度はネットティングではないが、同等ないしそれ以上に効率的なグロスセトルメントであるため○とした。

(資料) ISSA Country Reports and Review of the G30 Recommendations. Spring 1995及び各種資料より野村総合研究所作成。

(出所) 深田康之「証券決済制度の在り方について」、『財界観測』、1996年2月、78ページ。

第1表 G30勧告一覧

- 勧告1：1990年迄に、直接市場参加者(ブローカー、ブローカー・ディーラー及びその他の取引所会員)間の全ての約定照合(comparisons)は、T+1(約定日の翌日)迄に完了させること。
- 勧告2：1992年迄に市場の間接参加者(機関投資家とか、非会員業者)は、約定内容についての確認作業(affirmation)を行う約定照合システムの参加者になること。
- 勧告3：1992年迄に、各国は効率的な十分整備された証券集中保管機構を実現し、関係者を出来るだけ広汎(直接的又は間接的)に参加させることを組織的、制度的に進めること。
- 勧告4：各国はその市場取引高と市場参加状況について研究を行ってネット清算システム(trade netting system)がリスクを減少させ効率を増進させ得るか判断すること。もし、ネット清算システムが適切な場合は、1992年迄に実施されること。
- 勧告5：アゲンスト決済(DVP)をすべての証券取引の決済方法として採用すること。DVPは1992年迄に実行すること。
- 勧告6：証券取引決済及び証券のポートフォリオ管理に係わる金銭決済は全商品及び全世界を通じて即日ファンド(same day funds)により行うこと。
- 勧告7：ローリング・セトルメント方式をすべての市場で採用し、最終決済日は1992年迄にT+3にすること。また1992年迄のT+3決済実施をさまたげない限り中間目標として遅くとも1990年迄にはT+5にまでしていくこと。
- 勧告8：証券の貸借は、約定の決済を容易にする為の手段として促進されること。証券の貸付を禁止している規制及び税制上の障害は1990年迄に排除されること。
- 勧告9：各国はISO(国際標準化機構)により開発された標準証券メッセージ[ISO標準7775]を採用すること。特に、少なくとも国際取引については、ISO標準6166に基づくISIN銘柄コードを採用すること。また、これらの標準化は世界的に1992年迄に行われること。

出所：グループ・オブ・サーティ『世界の証券市場における決済システム』、(財)資本市場研究会、1989年。

率性かという新たな問題を生じさせた。また、実際上一件当たりの支払金額が大きくなることによって、取引そのものがフェイルするリスクも生じることとなつた。したがつて、やはり即時グロス決済を全面的に導入するには困難があり、ネットディングせざるを得ないが、ディフォールト・リスクの縮小のための対策も必要となつた。そこでBISインターバンク・ネットティング・スキーム検討委員会は、一九九〇年いわゆる「ランファルシーレポート」を発表し、ネットティングを行なう際の基準を次のように提起した。すなわち、①ネットティング・システムが確固たる法的根拠を有すること、②ネットティング・プロセスでの金融リスク（信用リスク・流動性リスク）についての参加者の理解があること、③マルチラテラル・ネットティングでは信用リスクと流動性リスクについての明確な管理方法があること（責任の特定化、リスクの上限など）、④ネット負債額が最大の参加者に決済不能が生じた場合にも、決済を結了できること、⑤マルチラテラル・ネットティング・システムは公正な参加基準を有すること、などであり、この基準は各国内の資金決済システムにおいて急速に採用されているといわれている。⁽²¹⁾

そして、DVPについてみると、このG-30勧告ではDVPが厳密に定義されておらず、DVPのあり方によつてはプリンシバル・リスク（売手のディフォー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がなされるようになつた。したがつて、BISの支払・決済委員会は、DVP実現のメカニズムについて、またそのメカニズムの設計と運営が金融リスクに与える影響について認識を深めるために、一九九二年に「証券決済制度におけるDVP」とする報告書をまとめ、この点について検討している。⁽²²⁾それによれば、DVPには三つのモデルがある。まず①証券と資金を取りごとに即時グロス・ベースで決済するシステム（グロス・クロス型）、次に②証券については、決済システムの稼動時間中を通じて即時グロス・ベースで売り手から

買い手へのファイナルな引渡しを行なう一方、資金については、稼動時間の終りに買い手から売り手へのファイナルな支払いをネット・ベースで行なうシステム（グロス・ネット型）、最後に③証券も資金もいずれもネット・ベースで決済するシステム（ネット・ネット型）である。

まず、モデル1では、プリンシバル・リスクが除去できるが、その反面フェイルの可能性が高まる。したがつて、フェイルの発生を回避しながら、参加者が決済に必要な資金を最小にしようとするとき、参加者に信用を供与することになるが、そうすると他のリスク（参加者の破綻によるディフォールト・リスク）が生じることになる。

次に、モデル2では、証券は即時グロス・ベースで売り手から買い手へと引き渡されるから、売り手の側にはプリンシバル・リスクが残される。ただし、たいていの場合、このモデルでは売り手は銀行による支払保証を受けており、この保証人は買い手の証券に先取特権を設定している。しかし、この場合は、保証人が信用リスクに曝されることになり、保証人である銀行の破綻は、プリンシバル・リスクを含む信用リスクや流動性リスクの要因となる。したがつて、買い手の銀行が高い信用度をもつていれば、売り手はプリンシバル・リスクを無視できるが、そうでないならばこれを除去する必要がある。

最後に、モデル3では、プリンシバル・リスクは除去できるが、信用リスクが残る。そして、たとえそのような大きなリスクに曝すことが避けられるとしても、ある市場参加者が破綻すると、他の市場参加者には、決済を再実行するためのコストを負担するというリスクや流動性リスクがかかつてくる。

以上のようにどのモデルを用いても何らかのリスクが残るという結果となつた。そこで、一九九五年国際証券管理者会議（ISSA）は、G-30勧告の修正を行ない、DVPについては、上記のモデル1を最適として採

用したが、このことは今日即時グロス決済が広く取り上げられるようになつたことを反映しているといえる。したがつて、この修正勧告では、DVPは「証券と現金が同時的 (simultaneous)、最終的 (final)、取消不可で (irrevocable)、かつ即時に利用可能な形で (immediately available) 交換される」と定義されしており、今後もこの方向で議論が進展していくものと思われる。

ところで、日本の社債受渡し・決済制度では、前章でみたように、単に移転登録に時間がかかるばかりではなく、「証書」や「預かり証」といった、法的根拠をもたず、業者間なし業者・顧客間信用のみを基礎とする文書が未だに受渡し・決済に利用されている。したがつて、今回の社債受渡し・決済制度改革でDVPが導入される」ととなつたことは、リスクの軽減という面で大きな進展といえる。

先の研究会でも、社債決済制度にどのような形でDVPを導入するのかについて検討がなされているものと思われるが、現時点では明確な結論は出でていない。したがつて、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について、国際的な議論に照らし合わせながら考察する必要があると考えられる。ただし、今の段階でいえることは、日本の場合、DVPを導入しようとすると自ら即時グロス決済にはならないのではないかと思われることである。その理由として、まず証券の受渡しについては、そもそもネットディングをしようにも米国のNSCC (National Securities Clearing Corporation) のような集中的な清算機関が日本に存在せず、ネットディングを行なうとするとのよるような清算機関を設立しなければならず、相当なインフラ投資が要求されることがあげられる。そして、仮にこのよるような清算機関を設立したとしても、同一の銘柄の社債が売買される頻度は限られており、ネットティングに見合はほどの売買があるのかどうか疑わしく、清算機関の設立・運営コストに見合った利用は見込まれにくくと考えられる。したがつて、

グロス・ベースで決済されるものと予想される。他方、資金決済については、日銀ネットに接続されるとは改善案に明記されているが、グロス・ベースかネットディングがおこなわれるのかという点は明らかになつていらない。ただし、国債の多くが時点不特定決済されていることから、また早期に実現させるという要請からも、なんらかの形でネットディングがなされるものと予想される。

以上のことから、今回の改革ではBIS報告書でいう、モデル2 (グロス-ネット型) が採用され、即時グロス決済にはならないという予想が成り立つが、この点に関してはいづれ研究会の結論を待つて検討したい。

[注]

- (1) 拙稿「社債登録制度と流通市場」、「証研レポート」、一九九六年三月、および「社債決済制度改革論議の現状と方向性」、「証研レポート」、一九九六年四月、参照。
- (2) 同報告書では「中継機関の将来的な姿」として、「中継機関を振替決済機関とする」と等も検討しそる」としている。
- (3) そのための費用は、同研究会のタスクフォースの調査によれば、一〇〇～一〇〇億円と見込まれるという。
- (4) 「日本経済新聞」、一九九六年九月六日、参照。
- (5) 「社債決済のオンライン化」、「日経公社債情報」、一九九六年九月九日、六ページ、参照。
- (6) 「日本経済新聞」、一九九六年八月二一日、参照。
- (7) 小野尚「国際的な水準の流通市場の構築を目指して」、「証券業報」、一九九六年六月、一一ページ、参照。
- (8) グループ・オブ・サーティ「世界の証券市場における決済システム」、資本市場研究会、一九八九年五月、参照。
- (9) 清田康之「証券決済制度の在り方にについて」、「財界観測」、一九九六年一月、七七～七九ページ、参照。

- (10) 例えば、「市場関係者はいつの利用を拡大すべきだ」、『金融政策監査』、一九九六年三月一日、参照。
- (11) 「資料 決済システムと海外の動向」、『日本銀行月報』、一九九五年一〇月、一一二一頁、参照。
- (12) BIS. 'Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems'. September 1992. pp.4-5.

(松隈)

日経平均先物・オプション

（平成八年九月限）

六月二六日に日経平均株価は年初来高値二二六六七円をつけた後、景気回復を見越した金利引き上げ観測や材料難の夏枯れ相場を反映して低迷し、七月八日には二三〇〇〇円、七月二十四日には二一〇〇〇円を割り込み、九月六日には二〇一五三円にまで下落していた。九月一三日のSQ値は日経平均先物・オプションで前日比一〇〇円三八銭高の二〇五四四円三一銭、TOPPIX先物・オプションで前日比〇・一九ポイント高の一五五四・五三ポイント、日経三〇〇先物・オプションで前日比〇・〇七ポイント高の二八九・七一ポイントといずれの指数もわずかながら上昇した。

本稿では大阪証券取引所（大証）の日経平均先物平成八年九月限を中心に、シンガポール国際金融取引所（SIMEX）の日経平均先物、東京証券取引所（東証）のTOPPIX先物、大証の日経三〇〇先物・日経平均オプション、裁定取引に伴う現物株売買高および残高を考察する。

日経平均先物

図1は東証一部売買代金と日経平均先物売買代金・建玉代金を、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。東証一部売買代金は平均三三〇〇億円、日経平均先物売買代金は

図4 日経平均先物価格の理論値からの乖離率

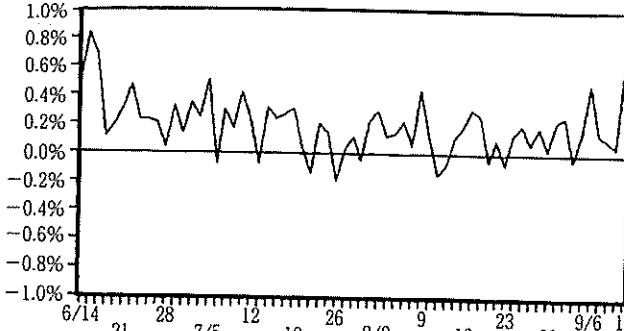


図5 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

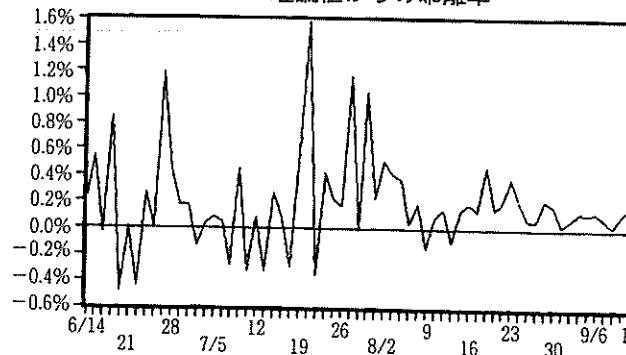


図6 日経平均先物9月限と12月限の売買高と建玉

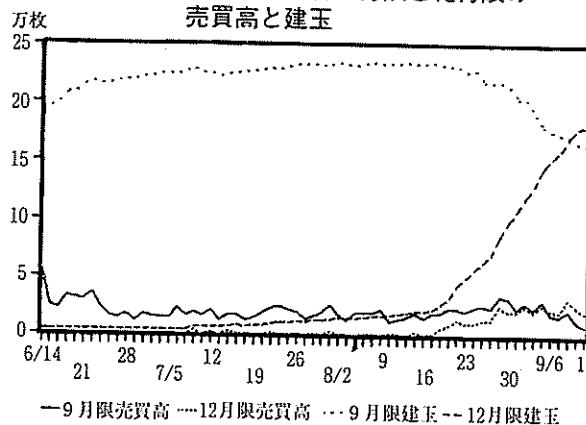


図3は日経平均株価と日経平均先物9月限価格を、図4は9月限価格の理論値からの乖離率を、図5は9月限と一二月限の限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図6は9月限と一二月限の売買高と建玉を表わしている。先物価格はやや上方に乖離しがちであり、限月間スプレッドは前半には上方乖離が著しかったが、後半には従来に比べても上方乖離は小さかつた。売買高の限月交替は取引最終日四営業日前の九月六日、建玉の限月交替は二営業日前の九月一〇日であった。

五七一億円、日経平均先物建玉代金は五兆四五〇四億円であり、六月限期に比べてそれぞれ二八二六億円(三〇%)、三三三億円(五%)、八四九六億円(一・三%)減少していた。売買代金比は一・八六、建玉代金比は一・七・九九であり、六月限期に比べてそれぞれ〇・四六ポイントと三・四七ポイント上昇していた。売買代金比と建玉代金比の上昇は現物市場の低迷によるものであつたが、八月後半からの先物売買高と建玉残高の増加が目を引いた。

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

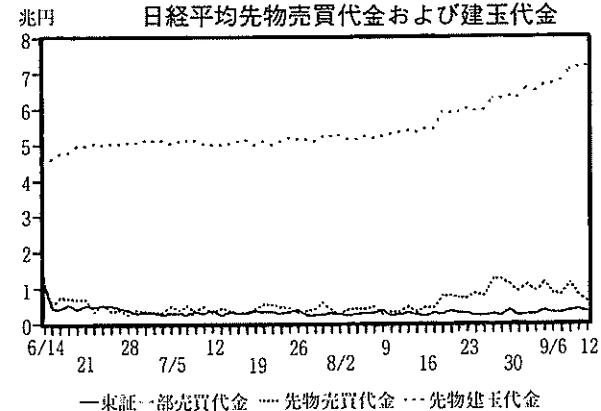


図2 日経平均先物売買代金および建玉代金の東証一部売買代金に対する比率

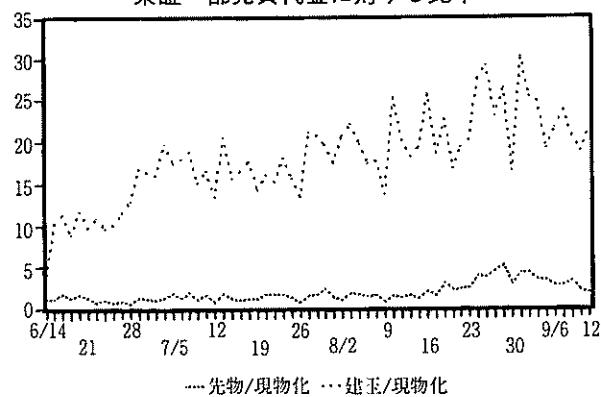


図3 日経平均株価と日経平均先物9月限価格

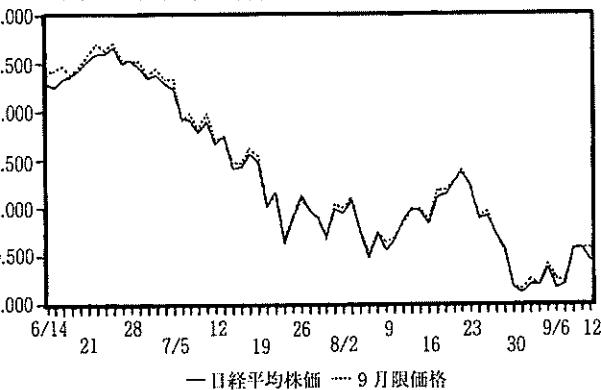


図10 SIMEX日経平均先物価格の理論値からの乖離率

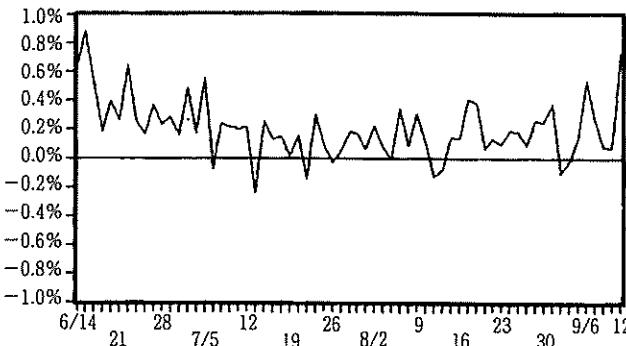


図11 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

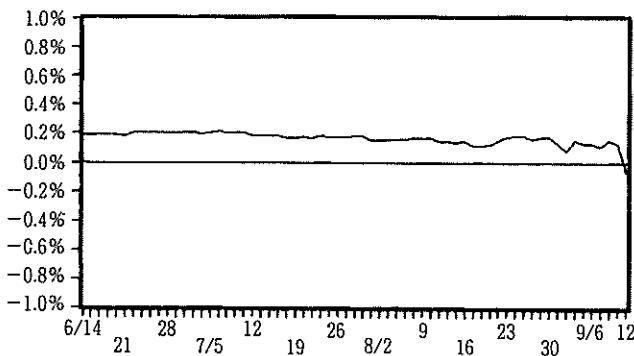
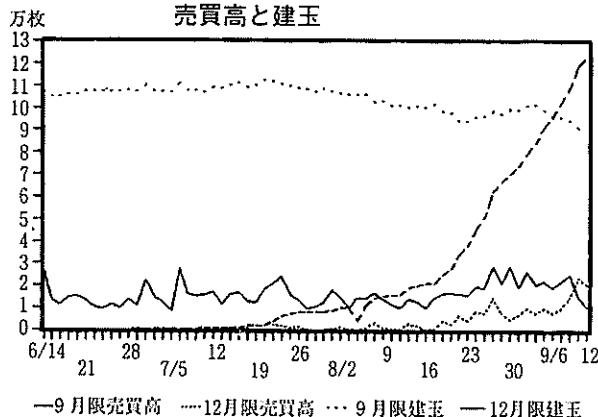


図12 日経平均先物と9月限と12月限の売買高と建玉



(30)

図7 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

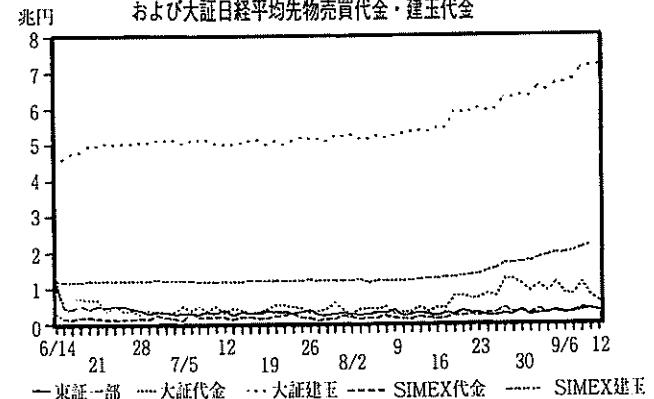


図8 SIMEX日経平均先物売買代金の東証一部売買代金と日経平均先物売買代金に対する比率

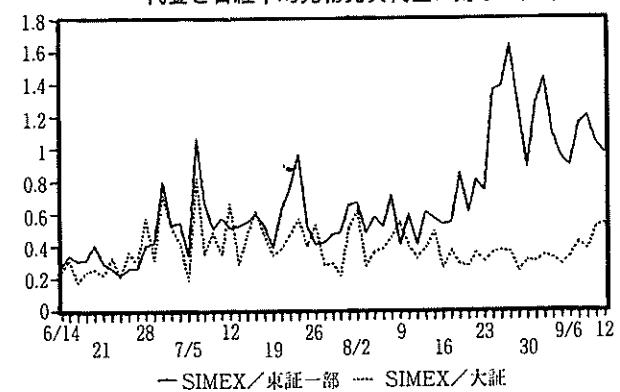
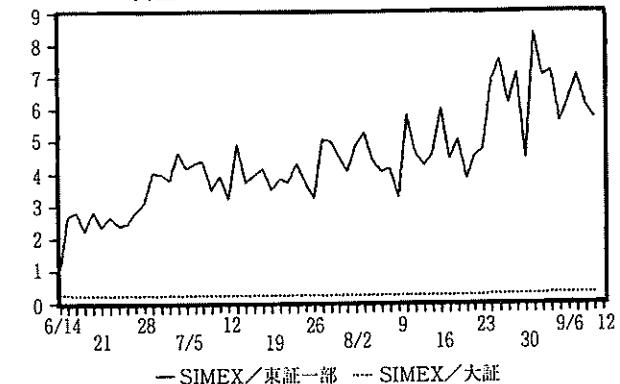


図9 SIMEX日経平均先物建玉代金の東証一部売買代金と日経平均先物建玉代金に対する比率



(29)

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○・六七、大証日経平均先物売買代金比は○・二八、東証一部建玉代金比は四・四四、大証日経平均先物建玉代金比は○・一五であり、六月限期に比べてそれぞれ○・一八ポイント増、○・〇二ポイント増、○・八三ポイント増、変わらず、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9月限と12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、先物価格はやや上方乖離しがちであったが、限月間スプレッドは安定していた。そして売買高の限月交替は取引最終日前日の九月一日であったが、建玉の限月交替は四営業日前の九月六日であった。

図16 TOPIX先物価格の理論値からの乖離率

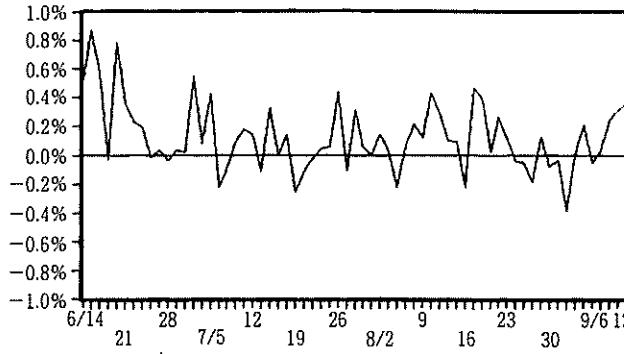


図17 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

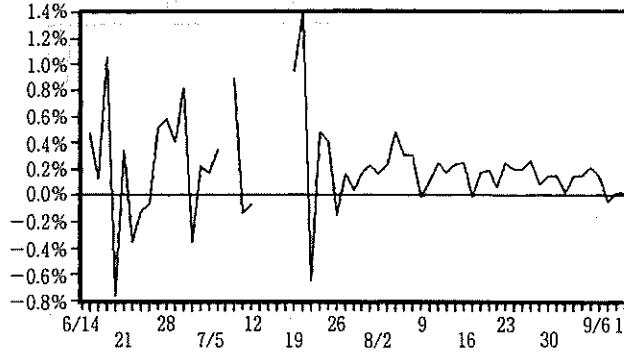
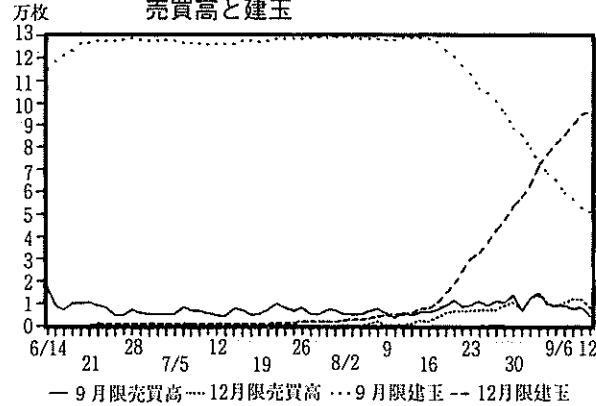


図18 TOPIX先物9月限と12月限の売買高と建玉



一・三一ポイント増、○・一五ポイント減であった。

図16はTOPIX先物価格の理論値からの乖離率を、図17は限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図18は9月限と一二月限の売買高と建玉を表わしている。TOPIX先物価格の上方乖離は大証日経平均先物やSIMEX日経平均先物よりも小さかつたが、限月間スプレッドの乖離は大証日経平均先物とほぼ同様であった。また、売買高と建玉の限月交替はいずれも取引最終日五営業日前の九月五日であった。

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

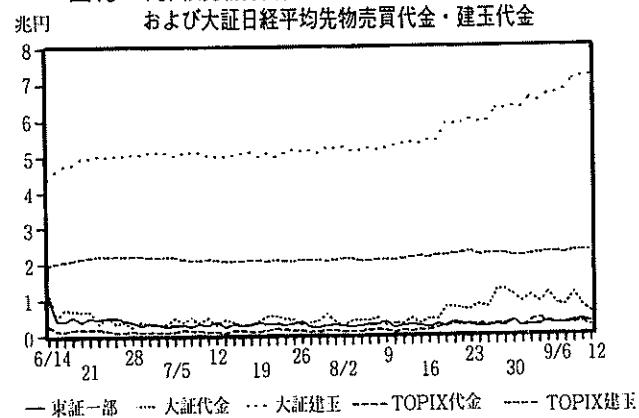


図14 TOPIX先物売買代金の東証一部売買代金と大証日経平均先物売買代金に対する比率

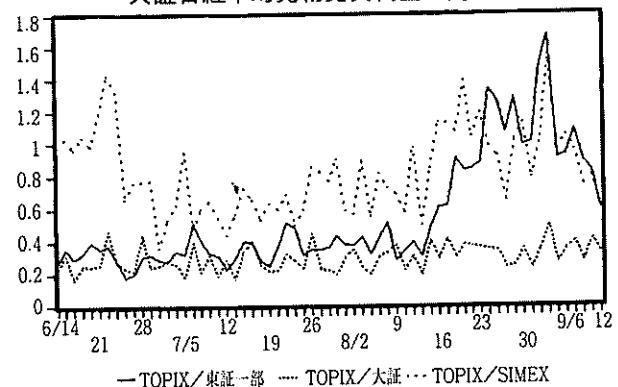


図15 TOPIX先物建玉代金の東証一部売買代金と大証日経平均先物建玉代金に対する比率

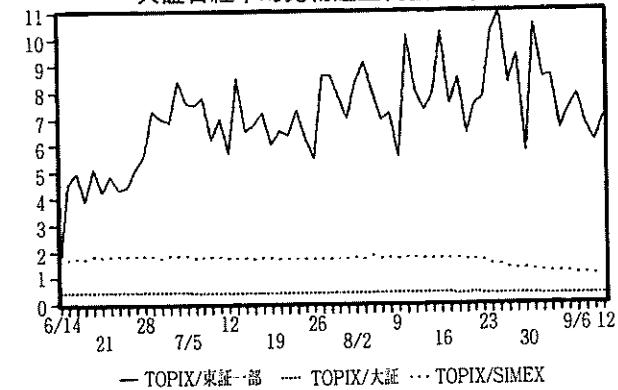


図22 日経300先物価格の理論値からの乖離率

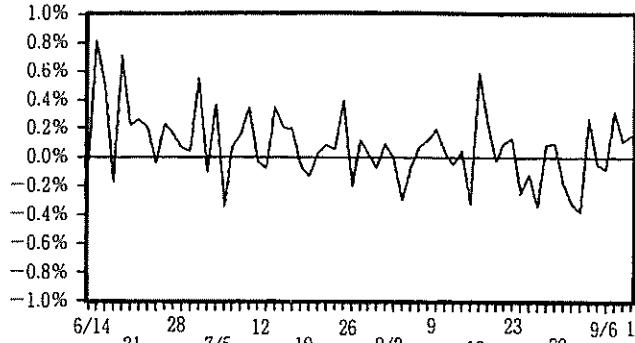


図23 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

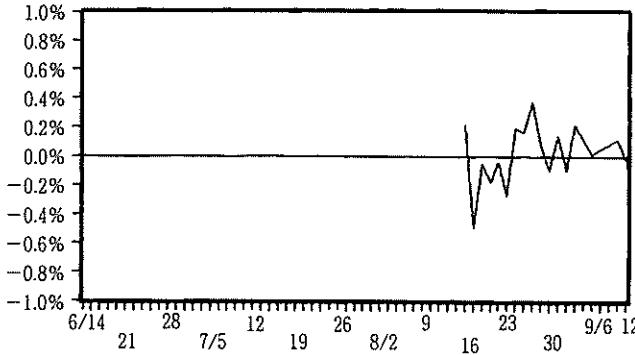
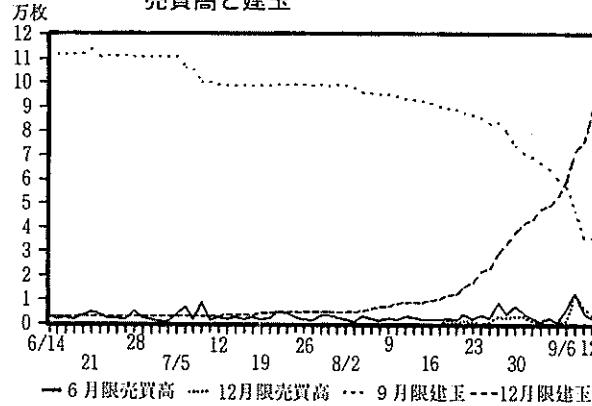


図24 日経300先物 9月限と12月限の売買高と建玉



○・○四ポイント増、○・○一ポイント減であった。
図22は日経300〇〇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は九月限と一二月限の売買高と建玉を表わしている。日経300〇〇先物価格と限月間スプレッドの乖離はTOP I X先物とほぼ同様であったが、取引が少ないため前半には限月間スプレッドは存在しなかつた。売買高の限月交替は取引最終日前日の九月一日、建玉の限月交替は三営業日前の九月九日であった。

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

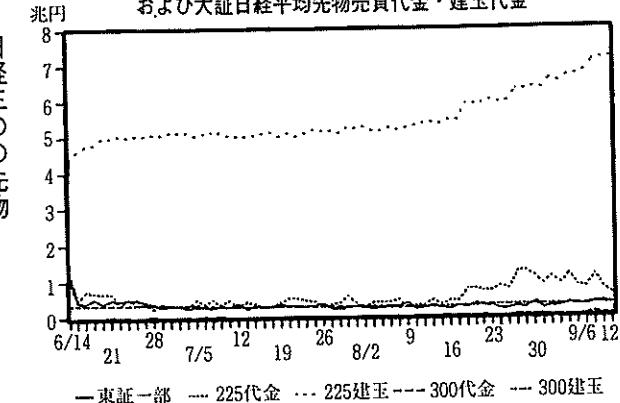


図20 日経300先物売買代金の東証一部売買代金と日経平均先物売買代金に対する比率

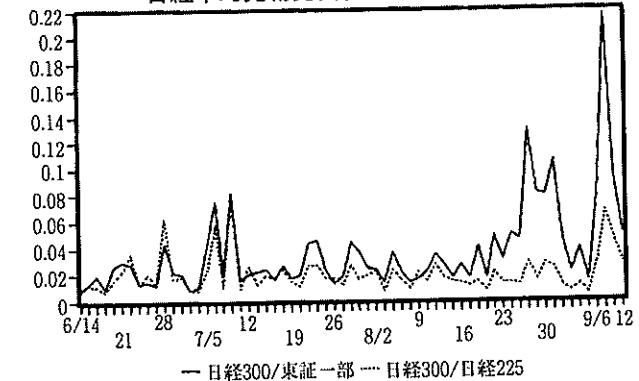


図21 日経300先物建玉代金の東証一部売買代金と日経平均先物建玉代金に対する比率

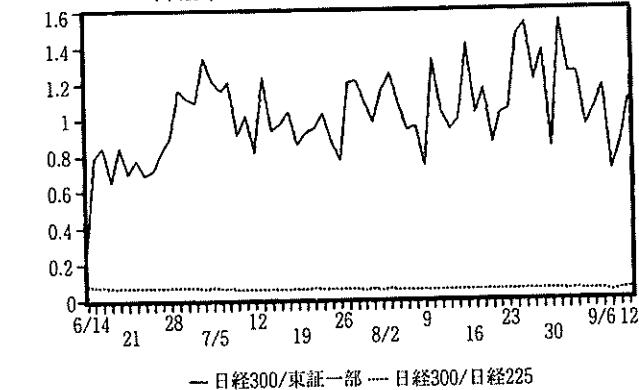


表1 株価指数先物売買動向（日経平均先物、TOPIX先物、日経300先物）

単位：枚

取引主体	期間 取引対象	6月第3週 (6/17-21) 5営業日						
		6月第4週 (6/24-28) 5営業日	7月第1週 (7/1-5) 5営業日	7月第2週 (7/8-12) 5営業日	7月第3週 (7/15-19) 5営業日	7月第4週 (7/22-26) 5営業日	7月第5週 (7/29-8/2) 5営業日	
自己	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	235,681 (80.61%)	214,787 (78.16%)	104,915 (70.40%)	141,570 (69.51%)	104,337 (66.12%)	143,292 (63.76%)	136,172 (70.07%)
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	76,608 (84.37%)	50,667 (74.32%)	39,110 (76.21%)	46,961 (73.61%)	40,501 (69.49%)	61,121 (76.14%)	45,054 (74.30%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	15,825 (53.45%)	13,647 (44.63%)	8,596 (45.10%)	14,078 (32.90%)	15,799 (60.61%)	29,320 (63.84%)	15,131 (53.97%)
	生保・損保	34 (0.01%)	56 (0.02%)	166 (0.11%)	389 (0.19%)	1,123 (0.36%)	809 (0.15%)	292 (0.15%)
銀行	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	9,968 (3.41%)	8,418 (3.06%)	6,118 (4.11%)	13,480 (6.62%)	11,213 (7.19%)	17,384 (7.74%)	10,725 (5.52%)
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	4,074 (4.49%)	6,306 (9.25%)	2,594 (5.05%)	3,092 (4.85%)	6,366 (10.92%)	7,613 (9.48%)	3,378 (5.57%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	72 (0.24%)	206 (0.67%)	0 (0.22%)	41 (0.06%)	25 (0.19%)	49 (0.12%)	23 (0.08%)
	その他金融	444 (0.15%)	463 (0.17%)	294 (0.20%)	772 (0.38%)	1,808 (1.15%)	748 (0.33%)	798 (0.41%)
投資信託	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	20 (0.02%)	5 (0.01%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	36 (0.06%)	51 (0.02%)	10 (0.02%)
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	1,267 (4.32%)	11,780 (4.29%)	6,494 (4.36%)	11,164 (5.48%)	8,498 (5.39%)	15,680 (6.98%)	8,646 (4.45%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	2,945 (3.21%)	2,560 (3.76%)	1,770 (3.45%)	3,452 (5.41%)	2,065 (3.54%)	2,827 (3.52%)	2,043 (3.37%)
	事業法人	1,651 (5.58%)	1,304 (4.26%)	391 (2.05%)	426 (1.00%)	599 (2.30%)	569 (1.24%)	443 (1.58%)
その他法人	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	2,177 (0.74%)	2,379 (0.87%)	1,762 (1.18%)	1,915 (0.94%)	1,083 (0.69%)	1,994 (0.89%)	1,586 (0.82%)
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	33 (0.04%)	37 (0.05%)	53 (0.10%)	10 (0.02%)	80 (0.14%)	43 (0.05%)	109 (0.18%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	10 (0.03%)	20 (0.07%)	14 (0.07%)	10 (0.02%)	0 (0.00%)	10 (0.02%)	0 (0.00%)
	証券会社	159 (0.05%)	193 (0.07%)	109 (0.07%)	103 (0.05%)	320 (0.20%)	197 (0.09%)	201 (0.10%)
外国人	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	568 (1.92%)	883 (2.89%)	480 (3.52%)	350 (0.82%)	144 (0.55%)	191 (0.42%)	364 (1.30%)
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	23 (0.03%)	2 (0.00%)	2 (0.00%)	19 (0.03%)	65 (0.11%)	43 (0.05%)	23 (0.04%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	11 (0.04%)	18 (0.06%)	11 (0.04%)	15 (0.04%)	10 (0.03%)	13 (0.03%)	8 (0.03%)
	合計	29,314 (10.03%)	35,125 (12.78%)	27,484 (18.44%)	32,048 (16.89%)	26,650 (17.89%)	40,208 (17.14%)	33,303 (11.30%)
一営業日平均	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	1,287 (0.44%)	1,062 (0.39%)	1,059 (0.71%)	1,270 (0.62%)	1,769 (1.12%)	2,524 (1.12%)	1,356 (0.70%)
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	23 (0.03%)	2 (0.00%)	2 (0.00%)	19 (0.03%)	65 (0.11%)	43 (0.05%)	23 (0.04%)
	日経300先物 (対日経300先物合計)	11 (0.04%)	18 (0.06%)	11 (0.04%)	15 (0.04%)	10 (0.03%)	13 (0.03%)	8 (0.03%)
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	9,600 (6.84%)	68,171 (51.13%)	51,322 (3.86%)	63,797 (4.80%)	58,286 (4.39%)	80,276 (6.05%)	60,635 (4.57%)
一営業日平均	日経300先物 (対日経300先物合計)	29,607 (3.79%)	30,581 (3.91%)	19,060 (2.44%)	42,791 (5.47%)	26,068 (3.33%)	45,924 (3.35%)	28,034 (3.59%)
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	5,921 (45.45%)	6,116 (46.94%)	3,812 (29.26%)	8,358 (65.68%)	5,214 (40.01%)	9,185 (70.49%)	5,607 (43.03%)

TOPIX先物、日経300先物

単位：枚

取引主体	期間 取引対象	8月第1週 (8/5-9) 5営業日							全期間 65営業日	期間 取引対象	自己
		8月第2週 (8/12-16) 5営業日	8月第3週 (8/19-23) 5営業日	8月第4週 (8/26-30) 5営業日	9月第1週 (9/2-6) 5営業日	9月第2週 (9/9-13) 5営業日	9月第3週 (9/16-20) 5営業日				
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	129,086 (68.36%)	113,808 (69.81%)	206,039 (71.55%)	321,886 (65.21%)	313,413 (69.64%)	284,645 (70.31%)	2,449,637 (70.31%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	52,725 (74.78%)	46,344 (70.25%)	92,258 (60.33%)	125,645 (64.77%)	117,312 (56.00%)	85,428 (52.80%)	879,734 (66.25%)	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)		
	日経300先物 (対日経300先物合計)	17,424 (56.80%)	17,833 (54.39%)	16,336 (32.08%)	47,997 (36.95%)	13,108 (16.45%)	55,733 (23.64%)	280,827 (35.92%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
	生保・損保	400 (0.21%)	3,440 (2.10%)	1,504 (0.51%)	682 (0.15%)	136 (0.03%)	743 (0.18%)	9,774 (0.28%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		生保・損保
	銀行	63 (0.09%)	0 (0.00%)	105 (0.05%)	1,786 (0.85%)	3 (0.00%)	2,284 (0.17%)	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)			銀行
	その他金融	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)		その他金融
	投資信託	11,208 (5.94%)	9,302 (5.67%)	10,932 (3.70%)	15,063 (3.35%)	18,611 (3.87%)	18,163 (4.44%)	16,585 (4.61%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		投資信託
	事業法人	5,104 (7.24%)	4,695 (7.12%)	12,914 (5.44%)	12,186 (6.28%)	11,919 (5.69%)	13,501 (2.16%)	12,971 (6.12%)	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)		事業法人
	証券会社	300 (0.98%)	200 (0.61%)	5,767 (0.61%)	12,637 (11.35%)	4,877 (9.73%)	1,534 (6.05%)	30,698 (6.12%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		証券会社
	外国人	1,516 (0.80%)	993 (0.61%)	2,670 (0.53%)	2,653 (0.64%)	3,412 (0.83%)	2,589 (0.74%)	2,316 (0.71%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		外国人
	その他法人	6 (0.01%)	26 (0.02%)	47 (0.02%)	51 (0.01%)	33 (0.02%)	560 (0.04%)	280 (0.02%)	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)		その他法人
	一営業日平均	0 (0.00%)	3 (0.00%)	0 (0.00%)	10 (0.01%)	3 (0.00%)	40 (0.02%)	120 (0.02%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		一営業日平均
	個人	183 (0.10%)	198 (0.12%)	155 (0.05%)	236 (0.05%)	106 (0.02%)	156 (0.04%)	2,316 (0.07%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		個人
	TOP1IX先物	40 (0.06%)	50 (0.08%)	0 (0.00%)	80 (0.04%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	280 (0.02%)	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)		
	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%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	336 (1.10%)	343 (1.05%)	119 (0.23%)	2,056 (1.58%)	5,155 (6.47%)	18,529 (7.86%)	29,518 (3.78%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
	日経平均先物	1,116 (0.59%)	849 (0.52%)	1,069 (0.36%)	1,390 (0.31%)	836 (0.17%)	1,233 (0.30%)	16,820 (0.48%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	10 (0.01%)	19 (0.03%)	124 (0.08%)	1,594 (0.82%)	18 (0.01%)	13 (0.01%)	1,955 (0.15%)	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)		
	日経300先物	2 (0.01%)	0 (0.00%)	9 (0.01%)	8 (0.01%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	117 (0.01%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	32,629 (17.28%)	27,716 (16.89%)	45,267 (15.34%)	50,799 (11.29%)	89,874 (18.70%)	67,641 (16.55%)	22,752 (15.44%)	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)		
	日経平均先物	8,906 (12.63%)	10,279 (15.58%)	30,657 (20.05%)	43,331 (22.34%)	66,148 (31.58%)	57,119 (35.30%)	27,752 (20.90%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	12,598 (41.07%)	14,399 (43.90%)	28,504 (55.98%)	67,139 (51.69%)	55,547 (69.72%)	139,786 (67.77%)	438,655 (56.11%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
	日経300先物	188,829 (5.42%)	164,038 (4.71%)	295,142 (8.47%)	449,872 (12.91%)	480,644 (13.80%)	408,731 (11.73%)	3,484,061 (100.00%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		合計
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	70,505 (5.31%)	65,973 (4.97%)	152,925 (11.52%)	193,960 (14.61%)	209,475 (15.77%)	161,799 (12.18%)	1,327,947 (100.00%)	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)		
	日経300先物	30,678 (3.92%)	32,790 (4.19%)	50,918 (6.51%)	129,885 (16.61%)	79,667 (10.19%)	235,777 (10.16%)	781,781 (100.00%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	37,766 (65.04%)	32,818 (56.52%)	59,024 (101.63%)	89,974 (154.95%)	81,746 (165.55%)	58,066 (140.78%)	3,484,061 (100.00%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		
	日経300先物	14,102 (63.71%)	13,195 (59.62%)	30,585 (138.19%)	38,796 (175.29%)	41,895 (189.29%)	32,360 (146.21%)	22,132 (100.00%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
	TOP1IX先物 (対TOP1IX先物合計)	6,136 (47.09%)	6,558 (50.33%)	10,184 (78.16%)	25,977 (199.37%)	15,933 (122.29%)	47,155 (361.91%)	13,030 (100.00%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		

表2 日経平均

単位：枚

取引主体	期間 取引対象	期間							取引主体
		6月第3週 (6/17-21) 5営業日	6月第4週 (6/24-28) 5営業日	7月第1週 (7/1-5) 5営業日	7月第2週 (7/8-12) 5営業日	7月第3週 (7/15-19) 5営業日	7月第4週 (7/22-26) 5営業日	7月第5週 (7/29-8/2) 5営業日	
自己	コール (対コール合計比)	36,414 (64.84%)	36,683 (59.09%)	30,544 (56.72%)	45,968 (54.89%)	31,717 (54.33%)	40,076 (52.61%)	41,457 (57.36%)	自己
	ブット (対ブット合計比)	34,972 (62.47%)	27,208 (53.66%)	29,532 (58.06%)	55,877 (60.09%)	39,069 (62.95%)	67,131 (64.43%)	47,719 (63.40%)	
	売買高 (対合計比)	71,386 (63.65%)	63,891 (56.64%)	60,076 (57.37%)	101,845 (57.63%)	70,786 (58.77%)	107,207 (59.43%)	89,176 (60.44%)	
	生保・損保	33 (0.06%)	130 (0.21%)	8 (0.13%)	107 (0.20%)	119 (0.14%)	108 (0.66%)	475	
銀行	コール (対コール合計比)	1,337 (2.38%)	1,986 (3.20%)	1,686 (3.37%)	2,825 (3.53%)	2,062 (4.64%)	3,337 (2.48%)	1,792	銀行
	ブット (対ブット合計比)	1,388 (2.48%)	1,964 (3.87%)	2,309 (4.54%)	6,181 (6.65%)	2,894 (4.65%)	5,955 (5.71%)	2,993 (3.98%)	
	売買高 (対合計比)	2,725 (2.43%)	3,950 (3.50%)	3,995 (3.82%)	9,006 (5.10%)	4,936 (4.11%)	9,492 (5.26%)	4,785 (3.24%)	
	その他金融	47 (0.08%)	556 (0.90%)	328 (0.85%)	716 (0.84%)	492 (1.79%)	1,362 (1.79%)	1,230	
投資信託	コール (対コール合計比)	616 (1.10%)	458 (0.90%)	669 (1.32%)	1,050 (1.13%)	1,021 (1.64%)	1,944 (1.87%)	984 (1.31%)	投資信託
	ブット (対ブット合計比)	881 (0.79%)	2,231 (1.80%)	1,890 (1.80%)	3,605 (2.04%)	2,608 (2.17%)	3,103 (1.72%)	1,980 (1.34%)	
	売買高 (対合計比)	10,748 (0.58%)	10,353 (9.18%)	9,010 (8.60%)	17,664 (9.99%)	9,737 (8.03%)	11,800 (6.54%)	10,298 (6.98%)	
	事業法人	5,064 (0.02%)	5,164 (8.32%)	5,160 (9.58%)	9,461 (11.30%)	5,128 (8.78%)	6,118 (8.03%)	5,824 (8.06%)	
その他法人	コール (対コール合計比)	5,684 (10.15%)	5,189 (10.23%)	3,850 (7.57%)	8,203 (8.82%)	4,609 (7.43%)	5,682 (5.45%)	4,474 (5.94%)	事業法人
	ブット (対ブット合計比)	656 (0.58%)	1,158 (1.03%)	1,026 (0.98%)	2,127 (1.20%)	1,848 (1.53%)	2,580 (1.43%)	2,374 (1.61%)	
	売買高 (対合計比)	292 (0.52%)	860 (1.39%)	491 (0.91%)	937 (1.12%)	853 (1.46%)	1,862 (2.44%)	982 (1.36%)	
	証券会社	690 (1.23%)	437 (0.70%)	857 (1.59%)	1,265 (1.51%)	1,196 (2.05%)	1,207 (1.58%)	737 (1.02%)	
個人	コール (対コール合計比)	4,387 (7.81%)	4,759 (7.67%)	5,871 (10.90%)	9,261 (11.06%)	5,391 (9.23%)	8,196 (10.76%)	6,302 (8.72%)	個人
	ブット (対ブット合計比)	3,362 (6.01%)	3,791 (7.48%)	3,802 (6.19%)	5,753 (6.13%)	3,807 (4.27%)	4,449 (7.07%)	5,321 (5.27%)	
	売買高 (対合計比)	7,749 (6.91%)	8,550 (7.58%)	9,673 (9.24%)	15,014 (8.50%)	9,198 (7.64%)	12,643 (7.01%)	11,623 (7.88%)	
	外国人	7,635 (13.59%)	9,737 (15.68%)	7,684 (14.27%)	10,650 (12.72%)	9,838 (16.85%)	12,553 (16.48%)	12,485 (17.27%)	
合計	コール (対合買高合計比)	56,164 (50.08%)	62,085 (55.04%)	53,850 (51.42%)	83,745 (47.38%)	58,383 (48.47%)	76,178 (42.23%)	72,289 (48.99%)	合計
	ブット (対ブット合計比)	55,982 (49.92%)	50,709 (44.96%)	50,866 (48.58%)	92,990 (52.62%)	62,068 (51.53%)	104,200 (57.77%)	75,268 (51.01%)	
	売買高 (対全期間売買高合計比)	112,146 (6.16%)	112,794 (6.20%)	104,716 (5.75%)	176,735 (9.71%)	120,451 (6.62%)	180,378 (9.91%)	147,548 (8.11%)	
	平均	11,233 (80.27%)	12,417 (88.73%)	10,770 (76.96%)	16,749 (19.68%)	11,677 (83.44%)	15,236 (108.87%)	14,456 (103.30%)	
平均	コール (対全期間コール平均比)	11,196 (68.55%)	10,142 (62.09%)	10,173 (113.87%)	18,598 (76.00%)	12,414 (127.60%)	20,840 (92.17%)	15,054 (12.60%)	平均
	ブット (対全期間ブット平均比)	22,429 (73.96%)	22,559 (74.38%)	20,943 (69.06%)	35,347 (116.55%)	24,090 (79.43%)	36,076 (118.95%)	29,510 (97.30%)	

オプション売買動向

単位：枚

期間 取引対象	期間							取引対象
	8月第1週 (8/5-9) 5営業日	8月第2週 (8/12-16) 5営業日	8月第3週 (8/19-23) 5営業日	8月第4週 (8/26-30) 5営業日	9月第1週 (9/2-6) 5営業日	9月第2週 (9/9-13) 5営業日	全期間 65営業日	
自己	37,935 (58.45%)	32,217 (61.05%)	35,231 (64.02%)	40,160 (54.80%)	30,338 (57.54%)	38,003 (60.00%)	486,743 (57.97%)	自己
	58,970 (57.44%)	32,262 (64.70%)	39,627 (59.88%)	58,535 (60.54%)	49,589 (58.82%)	51,072 (57.92%)	591,563 (60.37%)	
	96,905 (57.83%)	64,479 (64.37%)	74,858 (61.76%)	98,695 (58.06%)	89,927 (58.24%)	107,830 (59.26%)	1,078,304 (59.26%)	
	147 (0.21%)	10 (0.02%)	107 (0.19%)	153 (0.21%)	108 (0.19%)	132 (0.19%)	1,637 (0.21%)	
生保・損保	264 (0.26%)	30 (0.06%)	109 (0.16%)	328 (0.34%)	178 (0.21%)	247 (0.28%)	2,495 (0.25%)	生保・損保
	411 (0.25%)	40 (0.04%)	216 (0.18%)	481 (0.28%)	286 (0.19%)	379 (0.25%)	4,132 (0.23%)	
	3,342 (5.15%)	1,080 (2.15%)	2,243 (4.08%)	2,425 (3.40%)	2,381 (3.80%)	2,410 (3.47%)	29,106 (3.47%)	
	4,735 (4.61%)	1,684 (3.38%)	3,634 (5.49%)	4,629 (4.79%)	3,308 (3.92%)	4,230 (4.80%)	45,904 (4.68%)	
銀行	8,077 (4.82%)	2,764 (2.76%)	5,877 (4.85%)	7,054 (4.15%)	6,689 (3.68%)	6,640 (4.38%)	75,010 (4.12%)	銀行
	569 (0.88%)	84 (0.17%)	594 (1.08%)	268 (0.37%)	379 (0.54%)	513 (0.85%)	7,138 (0.85%)	
	643 (0.63%)	84 (0.17%)	269 (0.41%)	299 (0.35%)	551 (0.62%)	6,507 (0.66%)	13,645 (0.75%)	
	1,212 (0.72%)	168 (0.17%)	863 (0.31%)	531 (0.44%)	678 (0.70%)	1,064 (0.75%)	13,645 (0.75%)	
その他金融	783 (1.21%)	848 (1.69%)	666 (1.21%)	915 (1.25%)	457 (0.65%)	1,185 (1.72%)	14,410 (1.72%)	その他金融
	1,737 (1.69%)	320 (1.64%)	1,859 (2.81%)	610 (0.63%)	700 (0.83%)	1,006 (1.14%)	12,974 (1.32%)	
	2,520 (1.50%)	1,168 (1.17%)	2,525 (2.08%)	1,525 (0.90%)	1,157 (0.75%)	2,191 (1.45%)	27,384 (1.50%)	
	5,687 (8.76%)	3,098 (6.16%)	4,167 (7.57%)	8,954 (12.22%)	7,908 (11.28%)	5,119 (8.03%)	76,852 (9.15%)	
事業法人	10,450 (10.18%)	3,051 (10.12%)	4,790 (10.10%)	4,790 (9.45%)	3,551 (7.26%)	4,959 (7.26%)	71,177 (7.26%)	事業法人
	16,137 (9.63%)	6,149 (6.14%)	10,852 (8.95%)	13,744 (7.42%)	11,459 (6.65%)	10,078 (8.14%)	148,829 (8.14%)	
	306 (0.47%)	117 (0.23%)	115 (0.54%)	396 (0.90%)	630 (0.97%)	320 (0.51%)	8,161 (0.97%)	
	1,351 (1.32%)	201 (0.40%)	258 (0.39%)	510 (1.10%)	510 (0.60%)	863 (0.98%)	9,741 (0.99%)	
その他法人	1,657 (0.99%)	318 (0.32%)	373 (0.31%)	1,462 (0.86%)	1,462 (0.74%)	1,183 (0.78%)	17,902 (0.98%)	その他法人
	1,313 (2.02%)	578 (1.15%)	897 (1.63%)	2,388 (2.66%)	1,872 (2.67%)	1,104 (1.74%)	14,541 (1.73%)	
	1,134 (1.03%)	1,066 (2.14%)	650 (0.98%)	1,999 (2.07%)	1,746 (2.07%)	3,304 (3.75%)	14,992 (3.75%)	
	2,447 (1.46%)	4,632 (1.26%)	1,547 (2.88%)	4,387 (2.34%)	3,618 (2.34%)	4,408 (2.91%)	32,521 (2.91%)	
証券会社	6,639 (10.23%)	3,294 (6.55%)	4,664 (8.47%)	10,392 (14.18%)	7,522 (10.73%)	4,986 (18.87%)	81,664 (19.73%)	証券会社
	6,998 (6.82%)	4,476 (8.98%)	4,215 (6.37%)	5,713 (5.91%)	5,663 (6.72%)	7,996 (9.07%)	65,346 (6.67%)	
	13,637 (8.14%)	7,770 (7.76%)	8,879 (7.35%)	16,105 (9.47%)	13,185 (8.54%)	12,982 (8.57%)	147,010 (8.05%)	
	8,194 (12.62%)	7,638 (15.18%)	6,349 (11.54%)	8,567 (11.69%)	8,500 (12.13%)	9,570 (15.11%)	119,406 (14.22%)	
個人	16,275 (15.85%)	7,869 (15.78%)	8,870 (13.40%)	17,691 (18.30%)	18,668 (22.14%)	13,948 (15.82%)	159,172 (16.24%)	個人
	24,469 (14.00%)	15,507 (15.48%)	15,219 (15.05%)	26,258 (17.35%)	27,174 (17.00%)	23,518 (15.52%)	278,578 (15.31%)	
	64,915 (38.74%)	50,302 (50.22%)	55,033 (45.40%)	73,280 (43.11%)	70,101 (45.40%)	63,342 (41.80%)	839,658 (46.14%)	
	102,667 (61.26%)	49,861 (49.78%)	66,176 (54.60%)	84,312 (56.89%)	88,176 (58.20%)	97,971 (58.20%)	1,492,000 (53.86%)	
外国人	167,582 (9.21%)	100,163 (5.50%)	121,209 (9.34%)	169,976 (9.34%)	154,413 (8.49%)	151,518 (8.33%)	1,819,629 (100.00%)	外国人
	12,983 (92.77%)	10,060 (71.89%)	11,007 (104.73%)	14,656 (101.98%)	14,020 (100.00%)	12,668 (100.00%)	13,994 (100.00%)	
	20,533 (125.72%)	9,972 (61.06%)	13,235 (81.03%)	19,339 (118.41%)	16,862 (103.24%)	17,635 (107.97%)	16,333 (100.00%)	
	33,516 (110.52%)	20,033 (66.06%)	24,242 (79.93%)	33,995 (112.09%)	30,8			

表1は投資主体別売買動向を表わしており、日経平均先物では証券会社の自己売買（七〇%）・外国人（一五%）・投資信託（七%）・銀行（五%）、TOPIX先物では自己売買（六六%）・外国人（二一%）・銀行（七%）・投信（五%）、日経300先物では外国人（五六%）・自己売買（三六%）・投信（四%）の取引が多く、六月限期と比べると日経平均先物では投信が一ポイント増加、銀行が一ポイント減少、TOPIX先物では自己売買と銀行が一ポイント増加、投信が一ポイント減少、日経300先物では外国人が五ポイント増加、自己売買が六ポイント減少していたことがわかる。

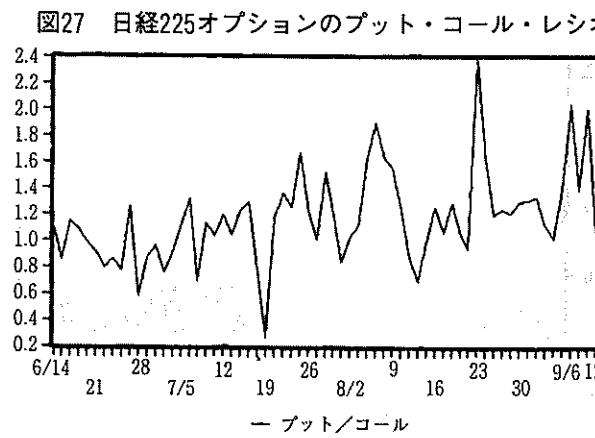
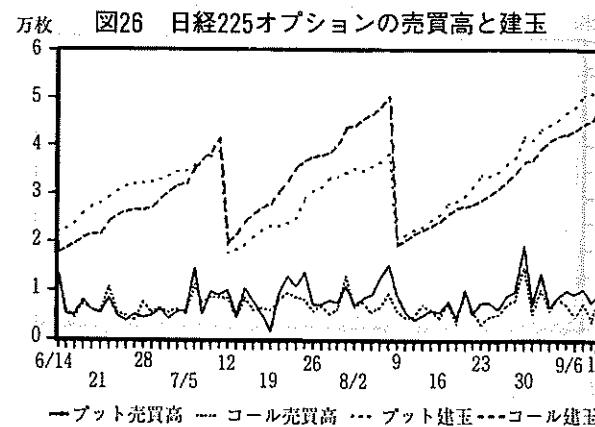
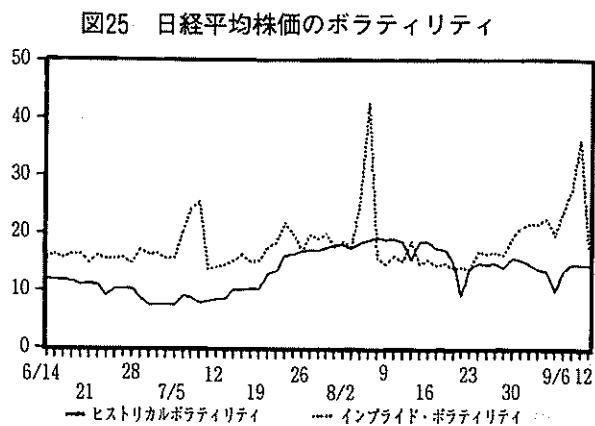
日経平均オプション

図25は日経平均オプションのボラティリティを、図26はプット・コール別売買高と建玉を、図27は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。六月限期と比べてヒストリカル・ボラティリティは一・四ポイント（一〇%）、インプライド・ボラティリティは一・三ポイント（七%）低下し、売買高は二%増加・建玉は三%減少で、プット・コール・レシオは〇・一二三ポイント上昇して一・一七であった。

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（五九%）・外国人（一四%）・事業法人（八%）・個人（八%）・銀行（四%）の順で取引が多く、六月限期と比べると個人が一ポイント増加し、外国人と銀行がそれぞれ一ポイント減少していたことがわかる。

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四一三三万株で六月限期と比べて一二六一万株（約二三%）減少していたが、裁定取引の東証一部売買高に占める比率は現物市場の低迷によって一一・三%（売り六・八%、買い四・六%）で一・四ポイント（売り一・三ポイント、買いマイナス〇・二ポイント）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32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。裁定買い残高は六月二八日の二八億八六一〇万株から九月二日の二五億一二三九万株まで減少したが、その後はやや増加し、九月一二日には当限の残高九億四二四万株に対して翌限以降の残高は一七億一一五六万株であった。

交替は取引最終日三営業日前の九月九日に生じ、取引最終日の九月一二日には当限の残高九億四二四万株に対して翌限以降の残高は一七億一一五六万株であった。

表3は会員別週間裁定取引状況を表わしている。一四社のうち一三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八五%、上位一〇社のうち六社が外

図28 裁定取引に伴う現物株売買高

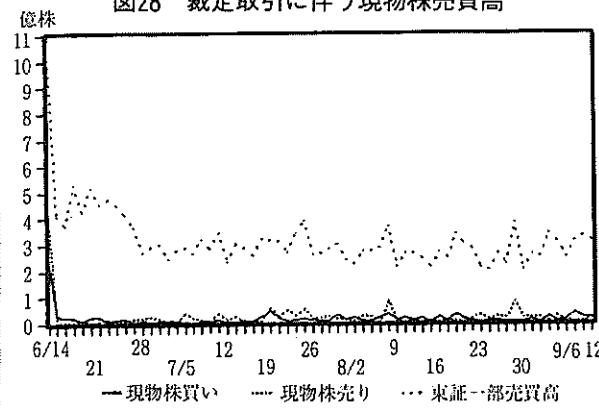


図29 裁定取引に伴う現物株売買高の東証一部売買高に占める比率

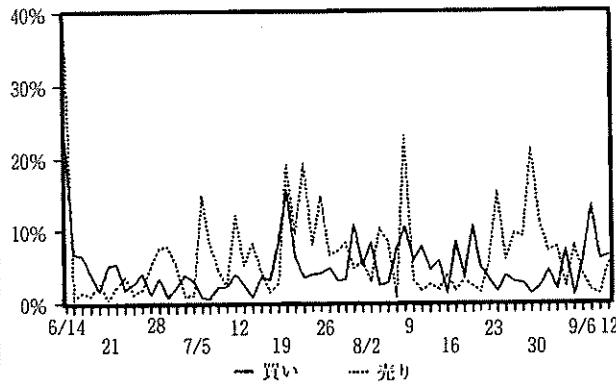


図30 裁定取引に伴う現物株残高

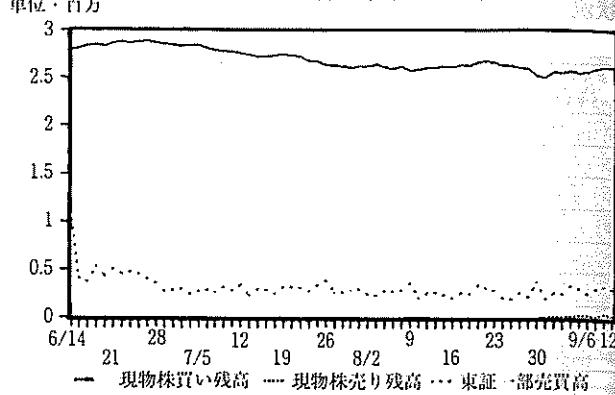


図31 裁定取引に伴う現物株残高の東証一部売買高に対する比率

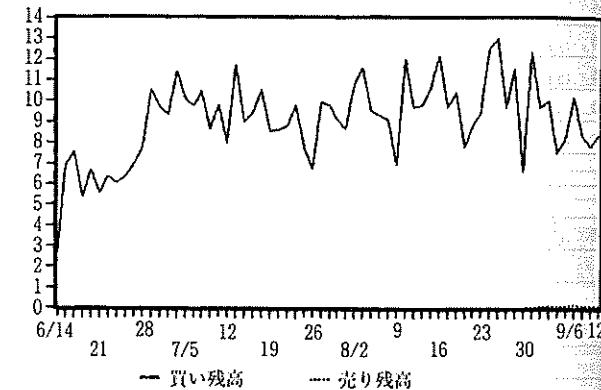
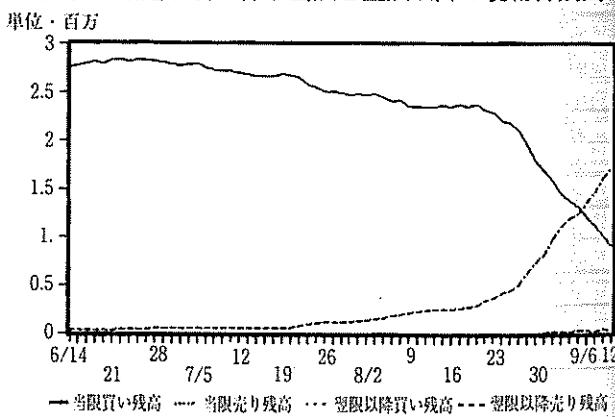


図32 裁定取引に伴う当限と翌限以降の現物株残高



資系で売買高では四八%を占めていた。これを六月限期と比べてみると、それぞれ変わらず、四ポイント上昇、三ポイント低下で、上位日系証券会社のシェア拡大が見てとれる。個別に調べてみると、大和（五ポイント）、モルガン（四ポイント）・ソロモン（二ポイント）が大きく上昇する一方、ベアリング（四ポイント）・CSボストン（三ポイント）・日興（二ポイント）が大きく低下していたことがわかり、大和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。

表3 会員別裁定取引

単位：千株

順位	会社名	6月第3週 (6/17-21)	6月第4週 (6/24-28)	7月第1週 (7/1-5)	7月第2週 (7/8-12)	7月第3週 (7/15-19)	7月第4週 (7/22-26)	7月第5週 (7/29-8/2)
		5営業日	5営業日	5営業日	5営業日	5営業日	5営業日	5営業日
1	日興	① 27,140 (20.78%)	① 40,938 (33.05%)	① 22,558 (22.75%)	① 29,437 (18.81%)	① 38,045 (33.58%)	① 185,874 (55.87%)	① 45,871 (28.56%)
2	モルガン・スタンレー	⑥ 7,035 (5.39%)	⑥ 6,269 (5.06%)	③ 10,192 (10.28%)	② 25,419 (16.27%)	② 22,930 (20.29%)	② 62,220 (18.70%)	③ 25,014 (15.57%)
3	メリルリンチ	② 17,169 (13.15%)	⑤ 6,614 (5.34%)	⑤ 9,701 (7.95%)	③ 20,141 (12.89%)	③ 17,563 (15.50%)	④ 24,672 (7.42%)	④ 18,083 (11.20%)
4	大和	③ 10,558 (8.08%)	③ 9,576 (7.73%)	③ 10,522 (10.61%)	⑦ 7,830 (5.02%)	② 2,567 (2.27%)	⑥ 6,653 (2.06%)	⑥ 11,012 (6.86%)
5	リーマン・ブライザーズ	⑦ 7,401 (5.67%)	⑦ 4,726 (3.82%)	⑧ 8,407 (8.48%)	④ 5,397 (3.45%)	④ 6,060 (5.25%)	④ 16,227 (4.89%)	⑨ 26,480 (16.49%)
6	野村	④ 10,504 (8.04%)	④ 7,460 (6.02%)	② 14,570 (14.70%)	⑥ 16,036 (10.26%)	④ 4,406 (3.89%)	⑤ 11,662 (5.75%)	⑨ 11,667 (7.35%)
7	山一	⑥ 7,615 (5.83%)	⑩ 2,558 (2.07%)	④ 17,766 (11.37%)	⑧ 2,594 (2.29%)	⑥ 4,227 (1.27%)	⑪ 2,086 (1.30%)	④ 2,086 (1.30%)
8	ペアリング	⑨ 10,407 (7.97%)	⑨ 2,651 (2.14%)	⑪ 1,724 (1.74%)	⑦ 2,656 (2.34%)	⑧ 3,483 (2.17%)	④ 2,941 (1.90%)	⑦ 7,245 (2.83%)
9	パリバ	⑧ 3,664 (2.95%)	⑧ 4,117 (4.15%)	⑥ 13,636 (8.73%)	⑩ 2,167 (1.91%)	⑦ 5,621 (1.69%)	⑦ 3,740 (2.33%)	④ 3,740 (2.33%)
10	ソロモン・ブラザーズ							
11	シティコープ	⑩ 5,286 (4.05%)		⑩ 2,433 (2.45%)	⑨ 3,983 (2.55%)			
12	新日本	⑬ 2,890 (2.21%)	⑨ 3,358 (2.71%)	⑦ 4,733 (4.77%)	⑫ 2,269 (1.45%)	⑥ 3,914 (3.46%)	⑪ 2,530 (0.76%)	⑨ 2,878 (1.75%)
13	ソシエテ・ジェネラル	⑫ 3,050 (2.34%)	⑪ 3,077 (2.48%)	⑨ 638 (0.95%)		⑩ 1,568 (0.47%)		
14	UBSファイリップス・ アンド・ドリュー	⑩ 1,623 (1.24%)	⑩ 3,113 (2.51%)	⑨ 3,648 (3.63%)		⑫ 2,669 (0.78%)	⑩ 2,669 (0.89%)	⑩ 1,957 (1.22%)
15	ドイツ銀	⑪ 1,989 (1.52%)			⑮ 1,105 (0.71%)	⑪ 1,196 (0.53%)	⑨ 3,536 (1.06%)	⑩ 1,876 (1.17%)
16	国際				⑫ 1,992 (1.27%)	⑩ 1,003 (0.89%)	⑫ 692 (0.42%)	
17	勤角		② 19,268 (15.56%)	⑩ 1,103 (1.12%)	⑪ 1,447 (0.93%)			
18	和光							
19	ゴールドマン・サックス				⑩ 3,463 (2.22%)			
20	CSファースト・ボストン	⑤ 7,728 (5.92%)	⑩ 2,212 (7.95%)	② 1,326 (1.31%)	⑪ 2,424 (1.55%)	⑩ 1,277 (0.38%)		
21	大東	⑪ 3,101 (2.37%)	⑩ 1,766 (0.43%)	⑩ 684 (10.89%)		⑩ 2,428 (2.14%)	⑩ 1,566 (0.47%)	
22	東海九万					⑩ 1,301 (1.15%)	⑩ 880 (0.26%)	⑩ 1,097 (0.68%)
23	SBCウォーバーグ						⑩ 2,835 (1.77%)	
24	東和							
会社合計		130,590 (5.11%)	123,868 (4.84%)	99,133 (3.89%)	156,277 (6.11%)	113,285 (4.43%)	332,667 (13.00%)	160,630 (6.28%)
上位15社合計		123,496 (9.15%)	117,250 (9.66%)	96,816 (97.71%)	152,365 (97.50%)	109,670 (96.81%)	331,340 (99.60%)	158,764 (93.84%)
うち外資系 (対会社合計)		62,318 (11.72%)	43,668 (35.25%)	42,486 (42.86%)	75,568 (48.36%)	53,412 (47.15%)	117,768 (35.41%)	83,471 (51.96%)
うち自系 (対会社合計)		61,178 (46.85%)	73,582 (59.40%)	54,375 (54.85%)	76,796 (49.14%)	56,258 (49.66%)	213,552 (61.19%)	75,293 (46.87%)
売り (対会社合計)		26,419 (20.23%)	58,906 (47.63%)	63,016 (63.57%)	125,839 (80.52%)	61,335 (51.32%)	226,489 (68.03%)	85,753 (51.01%)
買い (対会社合計)		104,171 (79.77%)	64,872 (52.37%)	35,117 (36.43%)	30,433 (19.48%)	51,750 (45.63%)	106,178 (31.92%)	33,877 (45.99%)
裁定以外のプログラム売買 (対プログラム売買合計)		557,868 (81.03%)	468,667 (79.97%)	303,753 (75.39%)	340,619 (68.55%)	416,772 (78.63%)	582,577 (63.65%)	276,848 (63.28%)
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)		235,664 (42.21%)	209,850 (42.91%)	133,031 (43.81%)	150,680 (44.24%)	181,404 (43.53%)	248,663 (42.69%)	98,604 (35.62%)
裁定以外のプログラム買付 (対裁定外プログラム買付合計)		322,204 (57.76%)	267,217 (57.03%)	170,672 (56.19%)	169,939 (55.76%)	235,368 (56.47%)	333,914 (57.32%)	178,244 (64.38%)
プログラム売買 (対プログラム売買合計)		588,458 (9.43%)	591,935 (8.10%)	402,886 (5.52%)	496,696 (6.60%)	530,057 (5.63%)	915,244 (12.53%)	437,478 (5.99%)
プログラム買付 (対プログラム買付合計)		362,083 (33.07%)	259,816 (43.90%)	196,097 (48.67%)	276,519 (53.65%)	242,939 (51.92%)	475,152 (42.37%)	185,357 (4.32%)
プログラム買付 (対プログラム買付合計)		426,375 (61.93%)	332,059 (56.10%)	206,789 (51.33%)	220,377 (44.35%)	287,118 (54.17%)	410,092 (48.03%)	252,121 (57.63%)

状況(売り買い合計)

単位：千株

順位	会社名	8月第1週 (8/5-9)	8月第2週 (8/12-16)	8月第3週 (8/19-23)	8月第4週 (8/26-30)	9月第1週 (9/2-6)	9月第2週 (9/9-13)	全期間 65営業日 (前回)
1	日興	① 46,176 (19.45%)	① 25,023 (27.89%)	① 39,305 (29.80%)	③ 20,703 (10.31%)	③ 25,321 (15.15%)	③ 35,135 (5.72%)	① 581,526 (22.73%)
2	モルガン・スタンレー	① 53,485 (22.51%)	⑤ 8,039 (8.95%)	① 18,022 (13.66%)	③ 38,847 (19.34%)	④ 8,116 (4.85%)	④ 42,225 (6.87%)	② 327,863 (12.82%)
3	メリルリンチ	④ 20,202 (8.55%)	② 15,545 (17.33%)	② 18,270 (13.85%)	① 43,199 (21.51%)	② 28,806 (17.23%)	③ 64,035 (10.42%)	③ 304,090 (11.89%)
4	大和	⑩ 6,066 (2.56%)	⑥ 5,555 (6.19%)	⑤ 9,424 (7.14%)	⑥ 14,230 (7.11%)	⑥ 13,285 (7.95%)	① 184,133 (29.96%)	④ 291,581 (11.40%)
5	リーマン・ブライザーズ	⑤ 17,870 (7.53%)	⑧ 9,948 (9.97%)	④ 13,273 (10.06%)	② 40,056 (19.95%)	① 29,552 (17.63%)	④ 27,994 (4.55%)	⑤ 212,401 (8.30%)
6	野村	⑥ 16,726 (7.05%)	④ 8,317 (9.27%)	⑤ 7,112 (5.39%)	⑤ 16,484 (9.15%)	④ 15,301 (9.59%)	③ 35,576 (5.95%)	⑥ 177,021 (6.92%)
7	山一	⑨ 8,800 (3.71%)	⑦ 4,471 (4.95%)	③ 3,736 (2.81%)	⑧ 3,935 (1.97%)	⑤ 2,941 (1.76%)	⑦ 11,705 (1.90%)	⑦ 72,354 (2.83%)
8	ペアリング	④ 21,962 (10.52%)	⑨ 1,817 (3.14%)	⑩ 6,777 (5.14%)	⑩ 2,571 (1.28%)	⑦ 4,873 (2.91%)	⑩ 9,433 (1.53%)	⑧ 72,354 (2.83%)
9	パリバ	⑧ 11,499 (4.85%)	⑧ 4,084 (4.55%)	⑪ 2,217 (1.68%)			⑩ 10,207 (1.66%)	⑨ 60,952 (2.38%)
10	ソロモン・ブライザーズ						⑩ 60,372 (9.82%)	⑩ 60,372 (2.36%)
11	シティコープ						⑥ 35,187 (5.72%)	⑩ 46,889 (1.83%)
12	新日本	⑫ 2,723 (1.15%)	⑩ 2,801 (3.12%)	⑩ 2,981 (2.26%)	⑩ 753 (0.37%)	⑨ 2,514 (1.52%)	⑩ 34,374 (1.34%)	⑫ 34,374 (1.34%)
13	ソシエテ・ジェネラル	⑩ 6,622 (2.79%)	⑩ 747 (0.83%)	⑩ 1,497 (1.13%)	⑩ 2,972 (1.48%)		⑩ 13,878 (2.25%)	⑩ 13,878 (1.34%)
14	ドイツ銀	⑩ 1,126 (0.47%)	⑩ 1,385 (1.51%)	⑩ 4,480 (3.40%)	⑩ 9,293 (4.63%)	⑩ 2,082 (1.25%)	⑩ 32,261 (1.26%)	⑩ 32,261 (1.26%)
15	ドリーム	⑩ 1,547 (0.65%)	⑩ 1,547 (1.17%)			⑩ 1,664 (1.00%)	⑩ 16,695 (2.72%)	⑩ 31,067 (1.21%)
16	国際	⑩ 1,250 (0.53%)	⑩ 892 (0.99%)	⑩ 1,012 (0.50%)	⑩ 1,328 (0.79%)	⑩ 1,328 (0.30%)	⑩ 18,679 (1.05%)	⑩ 26,838 (1.77%)
17	勤角	⑩ 61,492 (0.49%)		⑩ 69 (0.67%)	⑩ 1,326 (0.65%)	⑩ 552 (0.33%)	⑩ 21,466 (3.49%)	⑩ 21,466 (0.84%)
18	和光						⑩ 19,395 (0.76%)	⑩ 19,395 (0.76%)
19	ゴールドマン・サックス						⑩ 15,409 (0.60%)	⑩ 15,409 (0.60%)
20	CSファースト・ボストン						⑩ 21,466 (0.60%)	⑩ 21,466 (0.60%)
21	大東						⑩ 14,607 (0.57%)	⑩ 14,607 (0.57%)
22	東海九万						⑩ 5,261 (0.21%)	⑩ 5,261 (0.21%)
23	SBCウォーバーグ						⑩ 2,836 (0.11%)	⑩ 2,836 (0.11%)
24	東和						⑩ 1,326 (0.05%)	⑩ 1,326 (0.05%)
会社合計		237,276 (9.28%)	89,715 (3.51%)	131,910 (3.51%)	200,855 (7.83%)	167,176 (6.54%)	61,673 (2.03%)	2,558,055 (100.00%)
上位15社合計		233,076 (9.23%)	89,215 (10.00%)	130,851 (9.20%)	199,500 (99.33%)	138,572 (82.69%)	587,720 (95.62%)	2,469,180 (96.53%)
うち外資系 (対会社合計)		151,335 (63.78%)	42,807 (46.52%)	66,083 (50.10%)	136,933 (68.19%)	75,093 (44.92%)	289,026 (45.56%)	1,230,208 (48.09%)
うち自系 (対会社合計)		81,741 (34.45%)	47,708 (33.87%)	64,768 (31.14%)	62,547 (37.97%)	63,479 (30.65%)	307,694 (49.43%)	1,238,972 (48.43%)
売り (対会社合計)		145,496 (61.32%)	28,971 (32.29%)	40,000 (30.32%)	172,010 (65.65%)	172,010 (40.98%)	68,510 (53.34%)	1,431,942 (53.98%)
買い (対会社合計)		91,780 (38.58%)	60,744 (67.71%)	91,910 (60.63%)	28,815 (11.35%)	98,666 (50.02%)	286,795 (46.66%)	1,126,113 (41.02%)
裁定以外のプログラム売買 (対プログラム売買合計)		273,909 (53.58%)	262,565 (74.53%)	253,890 (65.81%)	230,630 (53.45%)	269,221 (61.69%)	500,256 (45.31%)	4,745,975 (41.98%)
裁定以外のプログラム買付 (対裁定外プログラム買付合計)		96,958 (35.40%)	111,027 (42.29%)	103,008 (40.57%)	89,251 (38.70%)	159,558 (59.27%)	161,383 (41.51%)	1,170,134 (41.51%)
裁定以外のプログラム買付 (対裁定外プログラム買付合計)		176,951 (64.60%)	151,538 (57.71%)	150,882 (59.43%)	141,376 (61.30%)	109,663 (40.73%)	347,873 (58.31%)	2,775,841 (58.49%)
プログラム売買 (対プログラム売買合計)		511,185 (7.00%)	35					

この他、オプション取引の七月限SQがあつた七月第二週には日興（一九%）・モルガン（一六%）・メリル
リンチ（一三%）・山一（一一%）・野村（一〇%）の取引が多く、八月限SQがあつた八月第一週にはモルガ
ン（一三%）・日興（一九%）・ベアリング（一一%）の取引が、九月限SQがあつた九月第二週には大和（三
〇%）・メリルリンチ（一一%）・ソロモン（一〇%）の取引が大きかつた。

（吉川）

香港株式市場の中国企業株 (H株)について

一、返還前夜の香港と中国の経済関係

周知のように来年七月一日香港が中国に返還される。返還後の香港の政治、経済構造は維持されるか、また今まで築いてきた世界有数の国際金融センターとしての機能は今後も変わりなく發揮されるか、世界の関心を集めている。一九七八年「改革・開放」政策の実施以来、香港と中国の経済関係は一段と緊密化し、貿易・投資の拡大だけでなく、金融・証券などさまざま分野での交流も着実に深まり、両者は相互依存関係から一体化へと進んでいる。

現在のところ香港にとって、中国は最大の貿易相手であり、去年の貿易総額（再輸出を含む）約三、六〇〇億米ドルのうち二、八〇〇億米ドル（七八%）は中国との取引であった。また中国は、香港の最大投資相手であり、香港からの累積直接投資額は既に七八六億米ドルに達し、海外投資総額の五八%を占めている。広東省の珠江デルタ地区だけで香港の進出企業は二万三、〇〇〇社を数え、八万軒の加工工場を有し、約四〇〇万人を雇用しているといわれている。一方香港の返還が目前に迫った現在、中国企業の香港進出も急増しており、進出企業数は既に一、八〇〇社を超え、その総資産額は約四二五億米ドル（中国銀行が純資産で計算）、直接投資額は二五〇億米ドルに達し、米国、日本を抜き英國に次ぐ第二位となっている。⁽¹⁾また金融・証券の分野においても、香港は中国の海外進出の窓口であり、同時に重要な資金調達市場である。

現在中国国内企業は海外商業貸付の九〇%までを香港の銀行を通して行い、その融資額は二、三八二億香港ドル

(一香港ドル)約一四円)に達している。⁽²⁾債券による資金調達も増える一方である。さらに近年では香港株式市場においてH株(香港上場の中国国内企業の株式)を発行し、

H株とレッド・チップス(赤い銘柄)その大部分は現地子会社を通じて既存の上場企業を買収するいわゆる裏口上場の方法をとっている)と呼ばれる中国系香港現地法人銘柄

(表1)は注目的となり、中国関連銘柄の人気は増している。八月一〇日時点の統計によると、香港株式市場の中

現企業名	買収年月	買 収 元
嘉華銀行	86.3	CITIC北京
友聯銀行	86.8	招商局集團
粵海投資	87.4	粵海集團
CITICパシフィック	90.2	CITIC香港
華潤創業	92.8	華潤集團
首長國際	92.10	首鋼
第一上海投資	92.12	中創、上海万国証券
新海康航業	92.12	CITIC北京(保利)
東方有色	93.3	中国有色金属總公司
中国光大国际	93.3	光大集團
三泰實業	93.4	首鋼
上海万国	93.4	第一上海投資、上海万国証券
海嘉國際	93.5	鵬源(精油食品)
首長四方	93.5	首鋼
華人銀行	93.7	華潤集團

(出所) ⁽³⁾日本証券経済研究所「図説中国・香港の証券市場」、105頁。

H株連上場企業数は七六社(H株・二社、レッド・チップス・五五社)に及び、時価総額は一、八二〇億香港ドル(一香港ドル)約一四円)、香港株全体の時価総額の六・八%を占めている。なかでも主要レッド・チップスの時価総額は一、四七五億香港ドル(九六年八月末)と九四年末の二倍強に増え、香港株全体の時価総額に占める比率も三・三%から五・二%(九六年七月末)に上昇した。⁽⁴⁾また

CITICパシフィック、広東インベストメントなどのレッド・チップス企業はハンセン指数の三三銘柄に加えられ、香港株式市場の代表銘柄に成長している。

中国企業に対する世界の関心が高まるなかで注目されるのは、九三年に香港証券市場から始まった中国企業の海外市場上場の動きである。今年七月時点で既に二四社の中国企業が海外市場(香港、ニューヨーク、シンガポール)上場を果たし、四四・四億米ドルの外資を調達した。⁽⁵⁾小稿では現在香港株式市場に上場されている二社の中国企業株(H株)について検討し、その特徴、上場背景および発展状況を紹介することにしよう。

二、H株の特徴

H株とはその額面が中国人民元で表記され、香港ドル建てで香港連合交易所(証券取引所)に上場・取引される中国国内企業の株式を指す。このように海外市場に上場する株式は中国国内では「境外上市股票」と呼ばれている。通常、H株を発行しようとする中国企業はまず中国政府の許可を得ることが必要で、同時に他の一般香港上場企業と同様に香港証券取引所の定めた上場基準、ディスクロージャー制度および香港の会計基準または国際会計基準を満たさなければならない。H株発行企業の決算および配当金はまず人民元建てで行われ、H株の配当は国内外外貨調整センターの定めた為替レートで香港ドルに換算し支払われる。H株は取引き通貨、支払い配当金の通貨および外国人投資家に対する規制を除き、原則としてA株(国内投資家向け株式)と同等の権利を有する。

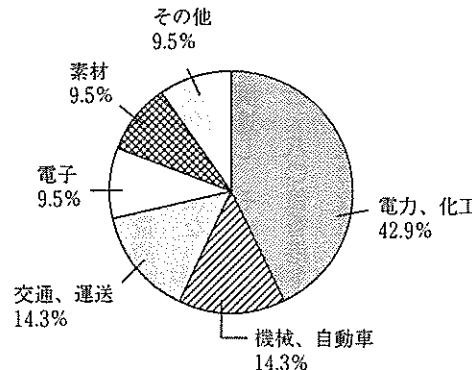
一九九三年七月一五日、中国最大のビールメーカー青島ビールが中国企業として初めて香港証券取引所に上場を果たしたが、大変な投資家人気を集め、応募倍率は一一〇倍、公募価格二・八〇香港ドルに対し七・五五香港ドルで寄り付き、その後の中国企業海外上場の先鞭となつた。⁽⁶⁾(表2・表3)が示すように、今年七月末現在二社の中国企業が香港市場に上場されたが、今年七月二三日上場した中国郷鎮企業の第一号である広東科龍電器

(表3) H株企業数の推移

年	1993	1994	1995	1996、7
H株企業数	6	15	17	21
香港全上場銘柄数	477	529	542	560
H株構成比 (%)	1.3	2.8	3.1	3.8

(出所) The Securities Journal より作成。

(図1) H株の業種別構成図



(出所) The Securities Journal より作成

その理由の第一は、八〇年代から中国経済は計画経済体制から徐々に市場経済へ転換し、経済の高速成長に伴つて企業に大量の資金需要が出てきたことである。しかし旧来の財政支出をベースとする金融体制ではこのようない急増する資金需要にうまく応えられない。そして八〇年代

三、H株の上場背景

を除いて残る二〇社はすべて国有企业であり、しかも全国的にもっとも知名度の高い、利益も比較的良い大中型の優良企業である。また業種別に見れば、(図1)が示すように多くはエネルギー、機械、運送、電子および素材などの企業であり、中国経済の発展に欠かせない戦略的な基盤産業に属するいわゆる「精英(エリート)企業」である。

(表2) H株一覧表

(1996年9月末)

会社名 (香港上場)	上場日	発行済 H株数 (百万株)	売出価格 (HK\$)	株価 (96/9/30 終値) (HK\$)	時価総額 (HK\$百万)	業種	備考
青島ビール	93/07/15	347	2.800	2.700	936.90	ビール	創業1903年。世界有名な老舗ブランドであり、名文ともに中国のビームメーカー。
上海石油化工	93/07/26	1,680	1.580	2.050	3,444.00	石油化学	高度な技術力と上海中心の華東圏をバックに持つ、中国最大級の石油メーカー。
北人印刷機械	93/08/06	100	2.080	1.580	158.00	機械	70%のシェアをもつ中国最大の輸出機械メーカー。技術力・生産性・品質が強み。
広州造船	93/08/06	157	2.080	1.660	260.62	造船	造船及びコンタナメーカーで、中国保有比率が60%を割り、独立性が高まっている。
馬鞍山鉄鋼	93/11/03	1,733	2.270	1.420	2,460.86	鉄鋼	八大鉄鋼所のひとつ。採掘から生産まで一貫生産する。
昆明機床	93/12/07	65	1.980	0.890	57.85	機械	工作機器メーカー。高い技術力を中国国内市場をほぼ独占している。
儀征化纖	94/03/29	1,400	2.380	1.880	2,632.00	化學繊維	中国最大級の大規模工場を有し、化學繊維で50%の国内シェアを持つ。
天津渤海化工	94/05/17	340	1.200	0.630	214.20	化学	工業用化學原料。(精製ソーダ、苛性ソーダ、PVCレジン等)
東方電機	94/06/06	170	2.830	2.000	340.00	発電設備	水力・火力発電機で日本並のシェアを占める。(火力:50% 水力:30%)
洛陽ガラス	94/07/08	250	3.650	1.320	330.00	ガラス	標準ガラスでトップシェアを誇る中国最大のガラスマーカー。
慶鈴汽車	94/08/17	980	2.070	2.975	2,915.50	自動車	日本の技術提携により軽トラックを生産する。重慶自動車の子会社。
上海海興輪船	94/11/11	1,080	1.460	0.580	626.40	海運	中国三大海運会社のひとつ。華東圏での石炭石油輸送で9割以上のシェア。
鎮海煉油化工	94/12/02	600	2.380	2.100	1,260.00	化学	中国四大石油化学メーカーのひとつで多種類の石化製品を扱っている。
成都電線	94/12/13	160	2.800	0.790	126.40	電線	中國電工業総公司の三大工場のひとつで、中国最大の钢管メーカー。
ハルビン動力設備	94/12/16	435	2.580	1.160	504.60	発電設備	火力・火力発電設備の製造。日本・韓国との技術提携による高品質が特徴。
吉林化工	95/05/23	893	1.589	1.110	991.23	化学	化學工業材料メーカー。石油化学、有機化學製品(涂料、合成樹脂、化學肥料)を扱う。
東北輪変電設備	95/07/06	258	1.800	1.280	330.24	送变電設備	中国最大の送变電設備メーカー。
綿綿紡績機械	96/02/02	160	1.290	1.000	160.00	機械機械	中国最大の綿紡機械メーカー。
南京パンダ電子	96/05/02	242	2.23	1.200	290.40	電子	電子メーカー。
広深鉄路	96/05/14	1,245	2.91	2.975	3,703.88	陸運	広州-深圳間の鉄道。
広東科龍電器	96/07/23	383	4.41	3.250	1,244.75	家電製造	電気冷蔵庫の製造販売のトップ企業。新興企業の第1号。
合計		12,678			22,987.83		

(出所) 大和証券・大和総研「中国株投資ハンドブック」1996年などの資料より作成。

後半から株式会社制度の試験的導入など企業改革が始まり、それとともに民間からの資金調達・直接金融方式が重視された。九〇年代に入ると、上海、深圳両証券取引所の開設に象徴されるように中国にも証券市場がその新しい姿を現わしはじめた。国内市場での資金調達は量的に限界があり、そのため企業は海外市場の資金調達に希望をつないだ。海外上場を果たした企業は今までにない大規模な資金調達を実現した。去年年末時点で一七社のH株企業は二二三・一八四億香港ドルを調達し、そのなかで馬鞍山鉄鋼は三九・三四億香港ドル、上海石油化工は二六・五四億香港ドル、儀征化纖は二三・八〇億香港ドルの資金を調達した。⁽⁷⁾

第二に、八〇年代以降十数年間にわたる国有企業の改革は経営権拡大の段階から自主経営の段階に移り、いわゆる「現代企業制度」の改革は株式会社制度の導入を軸に進められている。中国企業は海外市場に上場するなかで外国の法律制度、会計基準およびディスクロージャー制度などの知識を吸収でき、それが国有企業の経営メカニズムの転換、国際競争力の強化を早めることに役立っている。つまり外国企業の経験から学び国際的基準に立った企業経営を開拓することが目的である。

第三に、来年香港が中国に復帰したあとも香港の繁栄と安定を維持するため、中国政府は「一国二制度」という基本原則を決め、貿易センター、国際金融センターとしての香港がより一層発展することを期待して、有力国有企业の香港市場上場を促進した。このことは海外に対する中国企業の存在感をアピールし、それは経済的効果はもちろんのこと、政治的にも大きな意義をもつ。

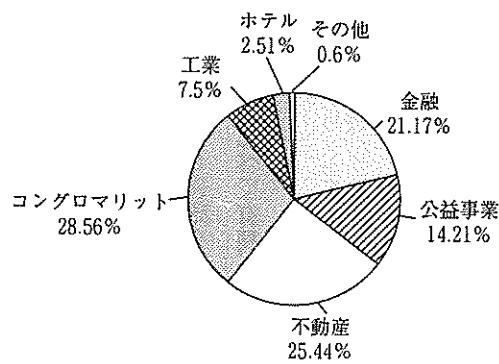
第四に、八〇年代以降香港企業は、労働力の豊かな、土地使用料の安い中国に相次いで工場を移し始め、いわゆる「前店後廠」（前＝香港は店で、奥＝中国は工場）の構造を形成している。これらの工場は加工業を中心とする軽工業で、重工業は殆んどなかった。このような産業構造は株式市場に反映し、（表4・図2）が示すよう

（表4）H株上場前の香港株式市場業種別時価総額の構成

業種分類	上場銘柄数	時価総額		1993年6月末
		百万香港ドル	構成比率	
金融業	55	378,395.76	21.17	
公益事業	9	253,985.83	14.21	
不動産	87	454,670.78	25.44	
コングロマリット	128	510,318.80	28.56	
工業	146	133,999.59	7.50	
ホテル	15	44,886.91	2.51	
その他	9	10,767.68	0.60	
合計	449	1,787,025.35	100.00	

（出所）The Securities Journal Trading Records. August 1993. P10.

（図2）H株上場前香港株式市場の業種別時価総額の構成図



（出所）同上。

に上場銘柄は不動産、金融業に片寄り、工業銘柄はわずかである。香港連合交易所の主席李業広氏は「現在香港の株式市場は不動産に偏重し、工業も軽工業が多く、これは好ましい現象ではない。中国の大型工業、特に重工業を香港に上場させ、香港株式市場の基盤を拡大して、

よりメリットのある市場に転換する」とが大事である。」これまで世界の投資家はあまり香港市場を重視していなかつた。しかし今後中国の大型企業を上場することで彼らの香港市場を見る目も変わるとおもう」と語り、中国の基幹産業を中心としてH株を積極的に取り扱う姿勢を示した。⁽⁸⁾このように香港証券界も国際金融センターとしての自己の地位を守るため、中国の優良大型国有企业の招致に懸命になつてゐる。

第五に、現在香港の人口六二〇万人のうち九〇%以上は中国人が占め、文化と言語を共通していることは一つの重要なポイントであり、また地理的に隣接していることも他の国・地区に比べて有利な条件である。こうして見ると中国企業が香港市場と強いきずなで結ばれるのも自然であろう。

四、むすびにかえて

以上、H株の特徴を説明し、五つの理由を挙げて香港市場上場の背景を検討した。返還後香港の経済繁栄と政治的安定をどのように維持するか、また国際金融センター、貿易センターとしての機能を将来に向けてどういうふうに発展させるか、は中国・香港双方の重大課題である。H株もこのような一体化へと向かう中国と香港双方の経済的かつ政治的要請の中から創出されたものと考えられる。しかし中国と香港は現在の相互依存から共存共栄の道へスマーズに発展することができるかどうか、人々は期待と不安が入り混つてゐる。今回は十分検討できなかつたH株の発展状況と問題点については別の機会に紹介したい。

(王)

注

- (1) 「金融時報」一九九六年七月三日、「人民日報（海外版）」一九九五年八月一二日、九六年八月六日。
- (2) 「人民日報（海外版）」一九九五年六月一九日、「金融時報」一九九六年七月三日。
- (3) 「中国改革報」一九九六年九月一七日。
- (4) 「日本経済新聞」一九九六年九月一一日。
- (5) 「中国証券報」一九九六年九月六日。
- (6) (株)大和総研「アジアの証券市場」一九九五年七月、二二〇頁、(財)日本証券経済研究所「図説中国・香港の証券市場」平成八年七月、一七四頁。
- (7) 「金融時報」一九九六年一月一五日。
- (8) The Securities Journal, August 1993, P5.

ディスカウント・ブローキング業務

はじめに

証券会社の差別化戦略の一つとして、ディスカウント・ブローカーと呼ばれる業態がしばしば紹介されている。ディスカウント・ブローカーの隆盛は、一九七五年五月にアメリカで株式の株式委託手数料が自由化されたことにともなって証券業界に生じた大きな変化の一つである。ディスカウント・ブローカーは投資経験の豊かな個人投資家を対象として、売買注文の受注・取次サービスのみを提供し、投資勧誘や投資アドバイスなどを行わないかわりに株式委託手数料をディスカウントする業者である。

ディスカウント・ブローカーといつても、近年では、店舗を擁したり取扱い商品を多様化するなど、投資アドバイスをしないことを除けばフルサービスなみのサービスを取りそろえるところもでてきてている。ディスカウント・ブローカーは、伝統的なフルサービスのブローカーに比べて大幅にサービスを節減し、そのみがえりに株式委託手数料を割り引くという形で登場したわけであるので、ディスカウント・ブローカーのこうした多様化を前にすると、そもそもディスカウント・ブローカーの手数料ディスカウントの根拠が分かりにくく思われる。本稿では、固定的な委託手数料制度の廃止が生み出したディスカウント・ブローカーにとつて、伝統的なブローカー業務のうちのどの部分がディスカウントの対象となっているのかという点を中心に、ディスカウント・ブローカーについてあらためて検討したい。

ディスカウント・ブローカー業務の成立と発展

アメリカでは、周知のように一九七五年五月をもつて株式委託手数料が自由化された。しかし実際には、一九七五年以前にすでに固定手数料制を形骸化するような動きが出てきていたことも広く知られている。固定手数料制を形骸化させた要因は大きく二つに分けられる。一つは、機関投資家が証券会社に支払う手数料を節減するためにとっていた行動がもたらした市場の分裂である。機関投資家は、手数料を節減するためにNYSEの手数料規則の及ばない、上場株の店頭取引である第三市場や機関投資家同士の直接取引を行う第四市場へと取引の場を移し、その結果、NYSEからの注文の流出が起こって市場の分裂が生じた。

手数料自由化を加速したもう一つの要因は、証券業者による実質的な手数料割引き行為である。証券業者は、機関投資家から大口で手数料を獲得するために、手数料分与や互恵手数料と言った形で実質的に手数料の割り引きを行っていた。

こうしたことを背景に実施された一九七五年の委託手数料の自由化であるが、自由化の恩恵を最も受けたのも大口の売買を行う機関投資家であったことは当然であった。機関投資家向けの手数料率は一九七五年五月一日以降一九七七年までに五割近く低下しており、その後も大口取引に関しては低下したままの水準が続いているのに対して、逆に個人投資家向けはむしろ上昇したとされている。この間、機関投資家向けの大額な手数料割引きの過程で、機関投資家からの手数料収入に依存していた業者が多く倒産の危機にさらされ、証券業界の再編が進んだ。

株式委託手数料の自由化にともなって、大口取引の手数料のみが割り引かれたことは、証券会社側のコスト構造を考えれば自然なことである。証券業者として店舗を維持し、外務員の人事費を支払って、顧客に対する投資

アドバイスを行うために調査部門を抱えるといった伝統的なブローカーサービスに付随するコストを考えれば、一度に大量の注文を出す大口取引の採算が小口より高いことは当然で、大口の機関投資家の手数料のみが低下したことは止むを得ないことである。

一方こうした事態に対し、ディスカウント・ブローカーと呼ばれる業者は、小口注文を出す個人投資家向けに、売買注文の取次・受注のみに特化するかわりに株式委託手数料をディスカウントしてブローカーサービスを行なうという形で業務を展開し始めた。したがって一般的には、ディスカウントの対象はこうした特化によって切り捨てられた投資勧誘や投資アドバイスといった業務であると考えてさしつかえない。

もちろん手数料自由化直後の時点では、多くの証券会社は投資アドバイスも含めたフルサービスのブローカー業務に固執していたのであって、ディスカウント・ブローカー業務に進出したのは、ほんの一握りの業者だけであった。しかしながら、ディスカウント・ブローカーはその後次第にシェアを拡大しはじめ、ディスカウント・ブローカーの個人投資家の委託手数料総額に占める収入シェアは、一九七七年時点のわずか三・五%から、一九八〇年時点で六%と上昇し、最近では手数料総額の一ニ%を占め、売買高のベースで見ると約一〇%にまで達している。ディスカウント・ブローカーの手数料の伸びは、一九八〇年代前半からなかばにかけて年率二〇%にのぼっていたともいわれ、その特化戦略の成功の様子が日本でも多く紹介されるようになった。こうしたディスカウント・ブローカーの拡大には、投資家層の若年化のほか、あとでも見るようく通信技術の急速な革新が大きく貢献していることは言うまでもない。

通信技術の革新に関しては、近年では個人投資家の間にパーソナルコンピューターが普及したことを背景に、ディスカウント・ブローカーのあいだにも電子ブローキングが急速に広まつてきている。付随サービスを行なうディスカウント・ブローカーは、こうしたテクノロジーを利用した経費節減に最も適した業態であるといふことができる。以前から、コンピュサープなどがパソコン通信を経由したオンラインサービスを提供していたが、昨年ころから、インターネットの普及とともに、ホームページから株式や投資信託の売買注文を受け付けるインターネット・ブローキングサービスが口座数を増やし始めている。こうしたブローカーは、一般に売買手数料は一定株数までは固定料金で、それを超えると従量制料金という体系にしており、通常のディスカウント・ブローカーよりずっと安いばかりか、ディープ・ディスカウンターより安いところもある。

ディスカウントの対象となつた業務とは何か

さて、このように手数料自由化を機に拡大したディスカウント・ブローカー業務であるが、こうしたディスカウント・ブローカーは、伝統的ブローカー業務の担つていたどの業務をディスカウントの対象にしていると考えればよいのだろうか。

ディスカウント・ブローカーによってディスカウントの対象とされたのは、まず第一に注文の受注・取次以外の付随サービスであると考えられる。店舗や外務員の維持、調査部門などといった固定費的な多くの経費を伝統的なブローカーサービスは抱えてきたのであって、こうしたコストを考えれば、一度に大量の注文を出す大口取引の採算が小口より高いことは否定できない。証券市場における機関化の進展にともなつて大口の取引が増加していくと、言うまでもなく大口取引の執行単価は小口のそれよりも安いので、大口取引に関する手数料の引き下げ圧力が機関投資家からかかることがある。一九七五年の株式委託手数料の自由化は直接的にはこうした圧力に動かされたものであり、手数料自由化後は、大口の取引の手数料が大幅に下がり、小口取引の手数料はむ

しる上昇したことはすでに述べたとおりである。

これに対し、ディスカウント・ブローカーと呼ばれる業態は、投資アドバイスなどの付随サービスを行わないことを条件に株式委託手数料のディスカウントをはじめた。ディスカウント・ブローカーは典型的には店舗を持たず、売買注文も電話やコンピューター通信を通じて受け付けるのみで、極力人件費を削減しており、投資アドバイスなども当然行わない。大口取引の採算効率の高さを考えると、こうした営業のあり方は、個人投資家向けに委託手数料をディスカウントするために不可欠であったといえるだろう。

機関化の進展とディスカウント・ブローカー

しかしながら、ディスカウント・ブローカーのディスカウント部分に対応しているのは投資アドバイスなどの付随業務だけではない。証券市場における機関化の進展が、一方で手数料自由化を押し進めるとともに、もう一方で伝統的なブローカー業務を変質させたことがディスカウントブローカーの登場に大きな影響を与えたと考えられるからである。

ブローカー業務とは、投資家のために証券の取り引き機会を拡大することで証券に流動性を与え、発行市場での資金移転機能を補完する働きをしていると解釈されている。すなわち、証券発行による資金調達においては、資金需要者（証券発行者）はできるかぎり長期の資金を得ようとすると、資金供給者（証券購入者）はできる限り短期に流動化可能な形で資金を提供しようとするために、需要される資金と供給される資金との間に根本的なミスマッチが生じている。こうしたミスマッチに対し、ブローカーは、証券市場において証券の転売可能性を高めることによって、証券の買い手が流動性リスクを次々と転売先に転嫁できるような環境を作り、このミスマッチを解消するという機能を果たしている。

ブローカーがこうした流動性補完機能を果たす上で欠かせないのが取引所制度である。伝統的には取引所は証券の売買にあたって市場集中義務を課し、売買注文を一箇所に集中することで効率的価格の発見機能を担つている。そしてこの市場集中を実現するための技術的制約として会員制度をとつてきた。こうした取引所の市場集中による価格発見機能は、ブローカーの側から見れば、取引相手とのマッチングまでの探索コストを節減するという役割を果たしていくことになる。

しかしながら、証券市場において機関化が進展してくると、大口の取引が従来通りのブローカーを通して行われるようになつてくる。しかしながら、大口取引は、小口取引にはない特殊性を持つてゐるため、取引所取引にはじまない側面を持つていて、大口取引はまず大きなマーケットインパクトを市場に与える可能性があるため、個々の取引が価格支配力をもたないことを前提とした競争市場の原理になじまない。また同じことであるが、大口であるために、取引所取引でありながら、小口取引の場合にはなかつた探索コストをブローカーに課すことになる。

したがつて、証券市場の機関化が進むと、取引所取引で節減されていたはずのブローカーの探索コストが再発生してくることになる。こうして、株式委託手数料の自由化を促進してきた機関化現象は、他方で、ブローカーの探索コストを増加させ、市場におけるディーラー業務の重要性をより高める方向にも影響を及ぼしていることになる。

このようにして見てみると、ディスカウント・ブローカーが手数料のディスカウントを行つてゐるもう一つの根拠は、機関化が進展した市場で、個人投資家の小口取引を対象としているゆえに、探索コストを低く抑えることになる。

とができるところにあると考えることができる。一九七五年の手数料自由化は、取引が大口化したことによって生じた、執行コストの削減と探索コストの増加という二つの異なる影響の狭間で生じた制度変革であったということができるのではないだろうか。機関化の進展と、それがもたらした手数料自由化の影響は、機関投資家に対しては執行コストの低下をつうじて大口取引の手数料削減に動き、個人投資家に対しては探索コスト節約分のデイスカウントとして表面化しているわけである。

シームレス・トレーディングの時代

インターネットなどを通じた通信技術の発達とともに、シームレストレーディングの時代がきたと言われるようになった。これは投資家が投資選択を決定し、注文を端末に入力しさえすれば、その後の取引所における注文の成立から決済、受け渡しにいたる取引過程のすべてのレベルをひと続きのシステムで行うという構想である。

こうした動きは、すでに一九七〇年代前半ころにバック・オフィスの合理化が叫ばれた時点で、機関投資家と証券会社の間を結ぶ形で部分的にはじまり、一九八〇年代に取引所システムの自動化が行われた時点で、さらに取引所と決済ネットワークをつなぐ形で徐々にその範囲を広げてきたものである。

シームレスのシステムのもとでは、テクノロジーの発達が伝統的なブローカー業務のうちの多くの部分を不要にしてしまう可能性がある。これまで、ブローキング業務としてひとまとめに行われてきた「勧誘」「執行」「決済」「調査・投資アドバイス」といった個々の業務がアンバンドルされてきていることも、こうした変化に対応する動きであるとみなすことができる。今後、ブローカー業務のうちの純粋な売買仲介の部分の機能の重要性は大幅に低下し、大口注文を処理するトレーダーとしての機能がますます重要になってくるだろう。それにもなつて探索コストを要しない小口の取引については、証券会社は売買仲介機関としての機能が低下し、投資情報提供業としての性格が強まる見ることもできる。

こうした動きは、ちょうど銀行の機能が資金のアベイラビリティを確保することではなくて、信用情報を生産することとしてとらえられ直されたこととも対応しているのではないだろうか。

参考文献

- 大崎貞和（一九九六）「インターネットが変える証券市場」『財界観測』
柴田武男（一九九五）「デイスカウント・ブローカー業の発展と業界問題」『証券研究』
証研団体協議会議（一九九六）「証券市場をめぐる諸問題と規制緩和」
二上泰代司（一九九二）「ブローカーの存在意義について」『証券レポート』一四九二号

（清水）