

証 研



No.1542

1997年1月

- 手数料自由化と市場集中義務
- 戦前のディフォールト社債の処理について(2)
一事例の紹介
- 日経平均先物・オプション
—平成8年12月限—
- 中国国有企業改革の経緯について

手数料自由化と市場集中義務

昨年来、いくつかの審議会等で証券市場に関する重要な制度改革案が出されている。例えば経済審議会の行動計画委員会金融ワーキンググループは「日本版ビッグバン」を唱え、また証券取引審議会総合部会も市場活性化に向けた提言を行っているが、いずれにおいても手数料自由化が主張され、また前者においては市場外取引の自由化も唱えられている。

ところで、アメリカではすでに二〇年前の七五年証券諸法改正法によって、手数料は自由化され、それと平行して全米市場制度（ナショナルマーケットシステム、NMS）が構築された。NMSの具体的な構築は規制当局者であるSEC（証券取引委員会）に委ねられており、そこでSECはNMS構築の観点からニューヨーク証券取引所NYSEに市場集中義務の撤廃を要求してきた。このことからわが国では、漠然と手数料自由化は市場集中義務撤廃と関連付けられやすい。しかしその関連性は必ずしも一義的ではない。手数料を自由化しながら地方取引所の統合およびパリ証券取引所への取引集中を内包するフランスのプチ・バンのケースもあるからである。このような地方取引所の統合、単一の証券取引所への取引き集中の傾向はフランスのみならずドイツ、スイスなど大陸諸国に多く見受けられるのである。そうであれば、改めて、アメリカはどうして全米市場システムが必要であり、それには市場間競争さらに市場集中義務の撤廃が伴わなければならなかつたのか、これらの目的、効果は何と考えられたのか、が問題となるはずである。以下では、この点について簡単にまとめてみた。

七五年証券諸法改正法の意義

アメリカの七五年改正法の背景となつた事態は、市場分裂と互恵取引の横行にあつた。SECは、固定手数料制の下で機関投資家が手数料の実質的引き下げを図つて地方取引所や第三市場、第四市場を利用することが盛んになったことから市場分裂がもたらされ、また互恵取引のような慣行を横行させていくこと、互恵取引は利益相反の恐れをもたらし競争の公正性を損なうものであるとの判断から規則一九b—三（証券取引所が会員に固定手数料率を課すことの禁止）を採択した。

のみならずSECとしては、市場分裂の原因となつた固定手数料制を廃止させるだけではなく、分裂した市場を再び集中させる必要があった。分裂した市場は流動性を減少させ、市場情報の分断による透明性の欠如から投資家の最良執行を困難にさせるからである。ところで分裂した市場の集中には二通りの方法が考えられた。

一つは、連邦準備制度理事会の元議長であったマーチン氏がNYSE理事会から委嘱されて行った一九七一年の報告書⁽¹⁾、いわゆるマーチンレポートが主張したもので、全国の証券取引所を統合し、各証券取引所はその一部門となり、各部門の上場証券はそこでしか売買させない、すなわち重複上場、非上場取引特権を認めないというものである。市場集中義務の徹底であり、单一市場アプローチといわれるものである。このアプローチをとれば、流動性の分断、情報の分断を回避することが出来るが、市場間競争を排除することになるので、競争による効果は得られない。

第二は、これとは反対に異なる複数の市場の存在を認め、これら市場間の相互の競争を促進させることで競争の効果を享受しつつ、市場分裂に対する対策としては異なる各市場をコンピューターでリンクさせ市場情報の統合を通じて透明性の向上、最良執行の確保を図るものである。これが全米市場システムであり、SECが

といった選択であった。ソリューションは、市場間競争の阻害要因となるNYSEの市場集中義務を次のやり方で撤廃させた。

まず七五年に規則一九〇一一を探査し、NYSE規則三九四条（委託注文の場外への回送を禁止）を撤廃せた（七六年二月）。次に委託注文同士のクロスおよび自己向かによるクロスの場外執行の禁止条項についても、これを撤廃させるべく七八年に規則一九〇一一を提案したが、あまりに過激な影響をもたらすとの懸念から規則一九〇一一の提案は後に撤回される。代わりて、規則一九〇一三が八〇年に採択された。⁽²⁾これは七九年四月二六日以降に上場した銘柄については自己・委託を問わず市場集中義務の撤廃を規定した条項である。

他方、市場分裂に対する補正策としては、①各市場において行われた取引情報（取引成立銘柄の価格、株数、執行市場）の統合とそのオンラインでの公表（CTS、Consolidated Tape System）、②各市場における気配情報（最良気配と株数）の統合とそのオンラインでの公表（CQS、Composite Quotation System）、③市場間の注文回送システムによる顧客注文の最良執行市場への回送（ITS、Inter-market Transaction System）の三つの措置が取られた。⁽³⁾のよるにSECは市場分裂対策として、取引・気配情報の統合による良好執行の確保を目指したのである。ただし、これは情報分断への対策とはなるが、流動性分断への対策とはなっていない。

全米市場システムの評価

かくして、証券取引システムのあり方として全米市場システムは唯一無二といふわけではない。そのメリットとは、市場集中義務の撤廃を通じて市場間競争を促進し、もって競争効果が得られるという点にある。しかば、①市場間競争とは何か。そこでは何をめぐって競争が展開されるのか、その結果得られる競争上のメリットとはどのようなものか、がまず問題となる。またはじめに見たように、イギリスを除くヨーロッパ諸国では、手数料自由化は地方取引所の統合・廃止（中央市場への取引集中）すなわち单一市場アプローチを随伴している。したがつて、市場集中義務を維持しながら競争効果を得ることが出来るのか、があわせて問題となる。

次に、市場集中義務を撤廃すれば市場分裂あることはその拡大の可能性が生じる。そのための手段として、CQS、ITSを導入したが、そこで、②これらの措置によって、どの程度まで最良執行の確保が担保されたと考えられるか、が第一の問題となる。もちろんこれららのシステム構築にはコストがかかるから、そのコストベネフィットも勘案すべきとなる。の第一の論点に付いては、SECは常に関心を持っており、全米市場システムのフォローを怠っていない。その直近の報告書が、「マーケット1000」（SEC. Market 2000:An Examination of Current Equity Market Development, January 1994）と『報告書』⁽⁴⁾である。

〔競争の効果〕

米澤康博教授（筑波大学）によると、一般に市場間競争とは、上場獲得競争と取引獲得競争の二つであると整理でき、特に問題となつてゐるのは取引獲得競争であるとされる。⁽⁴⁾の取引獲得競争において何が競われているかといえば、執行コスト（手数料のほか、bid and ask spread、市場インパクト、タイミング・コスト、オプチニティーコスト、）がどれだけ低くかかるか、サービスの向上・拡大（たとえば取引時間外の取引サービスの提供）、これらを可能とするイングーションの開発（例えば小口注文自動処理システム）等である。⁽⁴⁾のよ

うな観点からするとNYSEへの市場集中は一種の独占状態であり、これらの執行コスト削減、サービス改善、イノベーション開発に対するインセンティブが十分ではない、と同教授はいう。事実、『報告書』もまた、「過去二〇年間の市場におけるイノベーションは第三市場マーケットメイカーやPTS(Proprietary Trading System、私設取引システム)のような主要マーケット以外の代替市場から、あるいは代替市場の競争圧力に促されて生まれた」と主張している。⁽⁵⁾

しかし一方、ヨーロッパ各国の証券取引所はむしろ一層、厳格な単一市場アプローチをとっている。これらの国では競争効果は得られないのか。これらの国は、国内では市場間競争のインセンティブは起きないものの、海外との間では激しい競争圧力にさらされている。というのは、イギリスにおける八六年の市場改革（いわゆるビッグバン）によって、ロンドン証券取引所（LSE）の外国株部門（SEAQインターナショナル）が成長したが、これが欧州に競争圧力となつたのである。というのは、①欧州諸国間に時差がほとんどなく立会時間が重なること、②SEAQセンターは、LSEが認知する海外市場の上場企業の株式に対して二社以上（九三年までは二社以上）の会員業者が確定気配を表示するマーケットメイカーとしてLSEに登録するだけで気配が表示できる、いわば巨大な「勝手上場」の市場であり、欧州証券取引所と競争関係にある。しかも、③九六年からEU加入国側の許可が不要となり、海外端末設置を通じた取引き獲得競争が現実化しあげてきている。このようにみると、ヨーロッパの場合には、国内で単一市場アプローチを採用しても市場間競争へのインセンティブは十分働いているといえよう。

【市場分断への補正策】

アメリカでは、市場間競争を喚起させるための工夫とは、市場集中義務の撤廃というわけであるが、しかし、これによつて市場分離およびその拡大の恐れが生じる。現象的に見ると、地方取引所、第三市場、PTS（私設取引システム）の出来高が拡大し、NYSEのシェアが低下している。この点につき、『報告書』は、NYSEはNYSE上場銘柄の出来高のなお七〇%をキープしているとの事実を持ち出して、「価格発見、流動性が悪影響を受けるほどには市場は分離していない」と述べている。したがつて、SECとしては、流動性分断については何らかの手当をするほどではないというわけであろう。

それでは情報分断への対策および最良執行の保証については満足な成果が得られているか。この点につき、行澤一人助教授（神戸大学）は、「各市場間を通信ネットワークで結び、取引情報を集約することによって市場全体の透明性を拡大し、もつて投資家にとっての最良執行を保証する」という前提は、二〇年以上を経過した今日なお十分な意味で完成されていないと論評している。⁽⁶⁾ すなわちSECは、『報告書』の中で、透明性向上、投資家の公平な扱い、公正な市場間競争、開かれた市場アクセス、の四つの観点からいくつかの提案を行つてゐる。これらの提案は一〇数項目にわたつてゐるが、これらに対して具体的な規則改正案がこれまでにいくつか明らかになつてゐる。このうち主なものをあげると、①表示ルール（規則一一A^c一一四）、②気配ルール（規則一一A^c一一一）、③価格向上ルール（規則一一A^c一一五）、④オーダーフローベイメントの開示、である。このうち①、②の改正は九七年一月一九日より施行、③は採用が延期、④は施行がたびたび延期されている。

まず、①表示ルールの改正は、『報告書』の提案「スペシャリスト、店頭マーケットメイカーは最良気配よりも有利な指値注文があつた場合にはこれを積極的に表示し、その執行を保護すること」、に対応するものである。

すなわち取引所スペシャリストや店頭マーケットメイカーが自ら表示する売買気配より有利な顧客の指値注文がある場合には、その顧客の指値と株数を三〇秒以内にネットワーク上のディスプレイに表示しなければならないとするものである。

N Y S E はもともと完全な競売買制ではなく部分的にディーラーズマーケットを混在させたスペシャリスト制度をとつており、このほか N Y S E 以外にマーケットメイカー制の N A S D A Q 、第三市場が併存している。これらスペシャリスト、マーケットメイカーは自らが管理する注文情報を外部に開示する必要はないのである。さらに、先述の C Q S (気配統合システム) ではスペシャリストが最良気配を入力するのであって、電子ブック上の最良気配が自動的に公開されているわけではない。そこにスペシャリストの裁量の余地が働く。たとえば市場実勢から判断して最良気配を更新しない方が投資家にとって良い値段での執行が期待できると判断した場合には気配を更新しなくてもよいし、最良気配より優先する指値注文が発注されても、それが極端に少額の場合は市場実勢を反映していないと判断して気配更新しなくてもよいのである。

しかし、今回の新しい規則は、そのようなディーラーズマーケットの併存を認めながらも競売買制度のメリットである価格向上をおりぎりまで追求するため、価格において最も優先する注文を積極的に開示してこれに対応する注文を誘おうといふのである。

次に②の改正案には二つの内容があつて、一つは、スペシャリスト、店頭マーケットメイカーが E C N (電子取引ネットワーク、 Electronic Communications Networks) に顧客に提示している気配より有利な気配を出したときにはそれを開示しなければならぬといふものである。いじでいう E C N とは N A S D A Q のスクリーン取引システムであるセレクトネットや P T S のひとつであるインステイネットを指している。これらは現行の規則では C Q S (気配統合システム) には参加していない。したがつて、改正案②の目的の一つは、これらのシステムに提示されている気配も統合させようといふことである。

また②の改正案のもう一つの内容は、全上場銘柄につき、取引量 1% 以上を取扱つているスペシャリスト、店頭マーケットメイカーはその銘柄の売り買い双方の気配を継続的に表示すべしといふものである。現行の気配ルールによれば、市場集中義務を解除されている一九 C — 三銘柄については N Y S E 、 A M E X 以外の地方証券取引所スペシャリスト、第三市場マーケットメイカーのうちシェア 1% の業者は確定気配を表示する義務があるが、それ以外の上場銘柄については取引高シェアが最大のスペシャリストまたはマーケットメイカーのみに気配公表の義務があるとされていた。今回、一九 C — 三銘柄以外の銘柄についても 1% 基準の適用を広げたのである。他方、③は、「報告書」の提案「注文提示規則の導入、 Order Exposure Rule 」に対応するもので、その内容は、成行注文を取り扱い店頭マーケットメイカーがその提示する最良気配で自動的に執行する前に、一定の時間、当該注文を C Q S に晒してより良い価格での執行を確保しようといふにある。このルール導入にあたつてはスペシャリスト、マーケットメイカーの反対が強く、採用は延期されている。

最後の④は、オーダーフローペイメント (O F P 、 Order Flow Payment) が問題視されていることから提案されたものである。 O F P に対しては、 O F P それ自体およびそれによるリベートの金額は、 C T S や C Q S に反映されていない。このために市場全体の価格効率を阻害している恐れがある。また、 O F P を行わないスペシャリスト、店頭マーケットメイカーとの関係で競争制限的な効果がある。自動回送システムを利用するため、ブローカーが最良執行市場を探索する努力を放棄してしまう。気配に基づく注文獲得競争が展開されないため、スペシャリストやマーケットメイカーがスプレッドを縮める努力をしないようになる、などの批判がある。そ

どの日のことでは、ブローカー、ディーラーに対して注文回送の代価として金銭を得たかどうか、また、どの程度まで顧客の注文に価格向上的機会が与えられたか、について情報開示を要求したのであった。

市場集中義務撤廃の是非

以上のように見るに、市場集中義務を撤廃され、「これによつて国内に市場間競争を持ち込む」とのは是非を語る前に、多くの前提条件を吟味しなければならないことが分かるであろう。

第一に、わが国はヨーロッパの多くの国々と同様に市場集中義務を維持したままで競争効果が發揮できる時間帯にはアジア各国証券市場も立会いを行つてゐるが、少なくとも現物株についてみれば、競争が展開されていふとはいえない状況である。したがつて、競争効果が發揮できるようにするためには、ヨーロッパと違つて、やはり市場集中義務の何らかの手直しが避けられないのではないか。

第二に、市場集中義務を緩和すれば、それだけで東証のシェアが低下し流動性に問題が生じる」とはないであります。しかし、複数の市場が存在するようになれば（そしてまた、競争効果が發揮出来る程度には複数市場が必要である）、その出来情報、気配情報を何らかのやり方で統合する必要は生じてくるであろう。それにはコストがかかる。そのコストベネフィットを計算する必要があることは間違ひではない。

(1) (上)

注

1. "The Securities Markets". 1971. (邦訳「証券市場—マーチン・レポート」)『インベストメンツ』11回巻五号、一九七一年一〇月)
2. 「七九年四月】六日以降に上場した銘柄」と限定した理由は、「これらの銘柄はつい最近まで店頭市場で売買されていたもので、市場集中義務を解除しても過激な影響をもたらさない」と判断されたからである ("Introduction and Historical Background", in SEC. *Market 2000: An Examination of Current Equity Market Development*. January 1994.)。
3. I-Tのは証券会社の店頭から直接に最良執行市場へ回送するのではなく、流動性の統合に資する手段とは言えさ。
4. 米澤康博「手数料自由化と市場間競争」(日本証券業協会大阪地区協会編『大阪米国証券市場規制団報告書』一九九六年一一月、所収)。以下は、同論文による。
5. SEC. *ibid.* pp13~14.
6. SEC. *ibid.* pl4.
7. 行澤一人「手数料自由化問題と市場自由化問題～アメリカの経験に学ぶ」(日本証券業協会大阪地区協会編『大阪米国証券市場規制団報告書』一九九六年一一月、所収)。以下は、同論文による。
8. オーダーフローベイメントとは、地方取引所スペシャリストや第三市場マーケットメイカーが、小口の注文を獲得するためにブローカーに金銭を支払う慣行を指す。ブローカーはディスカウンターが多く、これで得たりべートを最終顧客から徴収する手数料の割引きの原資にしてくるといわれる。
9. NASDAQでは気配はスクリーン表示されるが、取引の約定は電話で交渉、締結されるのが一般的である。ところが

八七年のブラックマンデーの時に電話での売買が不可能になつたため電話方式によらず端末を通じた売買交渉を可能にする必要が生じた。そこで生まれたのがSelect-Netである。

10. ただし、価格発見機能を持たないインステイネットクロッキングシステムやポジット、ブローカーディーラーの店内注文回送システムはこのECNには含まれないとされる。
11. 先物・オプションについてはシンガポールのSIMEXが大証と競争している。

戦前のデイフォールト社債の 処理について（2）

～事例の紹介～

〈はじめに〉

国内公募普通社債では、デイフォールトが生じた際の処理として、受託会社一括買取が慣例として行なわれてきただが、これは戦後に定着した慣行であり、戦前はこのような慣行はみられないといわれている。そして、昨年の村本建設のデイフォールト社債を受託銀行が買い取らなかつたことを契機として、今後は不買取が一般化するのではないかといわれるようになつてきた。したがつて、本稿の目的は戦前のデイフォールトの事例を紹介し、それに検討を加えることによつて、今後のデイフォールト債処理を考えるための素材を提供することである。前回のレポートでは、板橋菊松著『社債研究資料 第二集』、社債制度調査会、一九三四年、によりながら、戦前の社債デイフォールトを四例（上毛モスリン、大正製糖、桜麦酒、東洋モスリン）取り上げ検討した。今回は、板橋菊松著『社債の実際知識』、千倉書房、一九三四年、によりながら、日本製麻、後藤毛織、琴平参宮電鉄、箱根土地の事例を取り上げ検討する。

〈日本製麻社債〉

日本製麻社債第一回（発行総額四〇〇万円、利率年八%、発行価格九七円、償還期間三年）は、日本興業銀行

を受託会社とする物上担保付で一九二四年三月に発行された。しかし、同社は安田財閥系の帝国製麻会社⁽¹⁾と競争的にダンピングを繰り返したため、経営危機に直面した。そこで、井上準之助や渋沢栄一らの尽力で同社を帝国製麻と合併させる案が進められ、同社株式一〇株と帝国製麻株式一株が交換されるという条件が示された。この条件のために合併に反対する同社株主もあつたが、同社社債は償還期日を目前にしても償還の見込みは立たず、結局日本興業銀行が合併成立の際には帝国製麻に対して日本製麻社債の償還資金を融資するという条件を付けることで、合併に反対する株主の了解を得、両社株主総会で合併が決議された。受託会社である日本興業銀行が担保権を実行すれば、日本製麻には財産が残らず同社株主は残余財産の分配に与かれないという事情が合併を促進したのである。したがつて、事前に担保権の実行を見合わせることが受託会社と株主の間で取り決められたうえで、社債権者集会が招集された。

この結果、同社社債の社債権者集会は一九二七年四月一六日に開催され、同集会では、①同社社債の償還が不可能であるため、同年六月一〇日迄償還を延長すること、ただし、受託会社はこの猶予期間中でも支払いを受けられること、②猶予期間中に社債元利金の弁済を終了せざるときは受託会社は担保権を実行すること、という決議が採択された。そして、同社債は帝国製麻に引き継がれ、同社は日本興業銀行から融資を受けて元利金と延滞利息を支払った。

この事例で、受託会社が支払い猶予を先議して担保権の実行を見合わせたことを、板橋菊松は担保付信託法の解釈として「横道」としている。担保付社債信託法第八二条（社債力期限ニ至リテ弁済セラレス・・・トキハ受託会社ハ遲滞ナク社債権者集会ノ決議ニ依リ担保権ヲ実行スヘシ）が任意規定ではない以上、法解釈としては担保権を実行することが「正道」であるとしている。しかし、いざれにせよこの事例では受託会社である日本興業銀行は、日本製麻社債を引き継いだ帝国製麻に融資を行ない、社債償還を支援した。これは見方によつては、間接的な形ではあるが、受託銀行によるディフォールト債の一括買取といえる。日本興業銀行が社債償還資金を融資した直接の理由は詳らかではないが、帝国製麻は安田財閥系であり、日本興業銀行とはそれまで融資関係はなかつたものと思われる。日本興業銀行と日本製麻との関係は明らかではないが、社債権者集会の招集前から合併の推進と担保権の不実行が取り決められたことから明らかかなように、当時の不況下で業界整理の推進という方針が根底にあつたと思われる。⁽²⁾つまり、昭和恐慌下での業界再編という流れの中でのこのような社債整理がなされたといえる。

(1) 帝国製麻については、「帝国製麻株式会社三〇年史」、一九三七年、参照。

(2) この時期の融資について、日本興業銀行は次のように記している。すなわち、「昭和二年（一九二七年）から同五年（一九三〇年）までの四年間の融資残高は：・普通銀行の減少したのに対し増加の一途をたどった。・この増加は中小商工業救済に努力した外、本行の財界調整的役割を果たした結果」であるという。「日本興業銀行五〇年史」、一九五七年、一八七ページ、参照。

〈琴平参宮電鉄社債〉

琴平参宮電鉄社債第二回（発行総額二三〇万円、利率年七%、発行価格一〇〇円、償還期間五年）は、共同信託（三十四銀行系）を受託会社とする物上担保付で一九二七年一二月五日に発行された。担保に供されたのは軌道財団および鉄道財団であった。しかし、その後経営難から一九三一年六月に社債の利金支払いに行き詰まり、同年一〇月五日受託会社によって社債権者集会が招集された。

この社債権者集会で可決された決議事項は次のとおりであった。すなわち、①一〇月一二日までに同社に支払いの催告を行い、支払いがなされない場合は、受託会社が担保権の実行をするか、または必要に応じて訴訟行為もしくは破産手続きを行なうこと、②発行会社が以下の三条件を履行するならば、代表者は発行会社の更生のために担保権の実行を一九三二年一二月まで猶予し得ること、というものであり、三条件とは③一九三一年六月に支払われるべき利金を同年一月までに支払うこと、④一九三一年六月以降は年三%以上の利息を支払うこと、⑤未払込資本金（同社資本金三五〇万円のうち払い込まれていたのは二三六万円であった）に関しては一九三一年一二月までに徴収すること、であった。そして、社債整理の代表者として一瀬糸吉（三十四銀行副頭取）、木下茂（山一證券取締役）、他一名が選出された。

この決議では、第一に代表者が担保権の実行の可否を決定する権限をも有する点、第二に条件④の年三%以上の利率では最高四%の金利減免となる点で、社債権者の権利がないがしろにされていると板橋菊松は批判しているが、結局催告によつても支払いはなされず、一〇月二一日に代表者は、またも前記と同じ条件を付して担保権の実行を一九三二年一二月四日まで猶予する決定を下した。それにもかかわらず、同社の更生は進捗せず、一九三二年二月二六日社債権者の請求によつて社債権者集会が招集されたが、決議では担保権の実行の猶予が可決され、先と同様一九三二年一二月まで猶予することが可決された。

その後、同社では未払込金の徴収も進まず、同年一月一七日に三回目の社債権者集会が招集された。⁽³⁾でも担保権の実行の猶予が決議されたが、利金支払いは滞りがちであったといわれている。【全国公債社債明細表】では、同社債は一九三六年一二月まで償還が猶予（ただし延利年二%）され、残高も一九三三年末から一九三五年末まで一三〇万円と変わつていない。そして一九三六年一二月、償還期限が再度一九三九年一二月まで延長（延利年二%）され、残高は同年末一二四万八〇〇〇円、一九三七年末一二二万八〇〇〇円、一九三八年年末二二〇万円と推移している。さらに一九三九年一一月、償還期限が一九四六年一二月まで延長され、残高は一九三九年末二〇七万円、一九四〇年末二〇四万円、一九四一年末二〇〇万円、一九四二年末五五万一五〇〇円と推移している。以降、しばらく『明細表』が刊行されていないため、残高の推移は不明であるが、一九四六年末の残高はなく、同年内に償還が完了したと判断される。

この事例では、その後の社債整理の経緯に不明な点が多い⁽³⁾が、最終的に担保権は実行されず、支払を猶予することで経営難を切り抜けたものと思われる。再びにわたって担保権の実行が猶予された直接の理由については、他の資料を収集して検討しなければならないが、同社の業績を見ると、一九三一年上期の收支は、その前期が収入一〇万九五四八円、支出一六万六四五円で、五万一〇九七円の赤字であったのに対し、収入一五万六四二二円、支出一四万五九二六円で、一万四九六円の黒字に転換している。つまり、このような業績の回復、さらに社債整理の代表者に三十四銀行の副頭取が名を連ねていることからも、担保権を実行せずとも支払猶予によって社債整理が可能であるという受託銀行の判断が背後に合つたものと推測される。

(3) 「琴平参宮電鉄株式会社六〇年史」、一九七一年、にもこの間の経緯は記述されていないが、この時期は競争相手である琴平急行電鉄との間で競争が激化し、運賃の割引はいうまでもなく、景品付乗車券などが発行され、苦難の時代であったと伝えている。八三一八四ページ、参照。

〈箱根土地社債〉

箱根土地社債第三回（発行総額二〇〇万円、利率年一〇%、発行価格一〇〇円、償還期間二年）は、神田銀行

を受託会社とする物上担保付で、一九二四年九月一日に発行された。しかし、資金繰りに行きづまり、一九二六年三月の元利払いが不能となつたため、この第三回債を借り換えるため、急遽第六回物上担保付社債を募集したが、応募が予定額に達せず不成立となり、受託会社である神田銀行は社債権者集会を招集し、担保権実行の決議を採決したといわれる。ところが、担保権を実行するまでに神田銀行は破綻し、社債整理も手つかずのままとなつた（その間に社債権集会の決議録も行方不明となつたという）。そこで、一九三一年四月大蔵省は大臣の命令として同社債の整理を日本興業銀行に承継させることで社債整理を進めようとした。したがつて、日本興業銀行は一九三一年五月社債権者集会を招集した。

社債権者集会の招集公告では、会議の目的として日本温泉土地株式会社株式と箱根土地の社債を交換することが冒頭から議案として示されており（これは箱根土地の申し出による）、集会（議長・板橋菊松）でも会社側の代表者として堤康次郎が出席し、かなり論議がなされたようであるが、次の決議が可決された。すなわち、①箱根土地が社債の担保物件を出資して設立した日本温泉土地株式会社の株式と箱根土地社債を交換する、②交換比率は社債額面二〇円に対する元利金全額について、額面二〇円の全額払込済株式1株とする、③箱根土地はこの株式の名義書き換えについて日本温泉土地と協力すること、④箱根土地は交換により取得した社債を消却し、その抵当権を抹消すること、⑤その他付隨する一切の手続きについて箱根土地は日本興業銀行の指図に従うこと、である。

この事例では、箱根土地のディフォールト社債は、新会社の株式と交換されたわけであるが、その際新会社の設立のために提供された社債担保物件は、借換のために発行しようとした第六回債の募集公告から⁽⁴⁾判断すると、箱根、軽井沢の土地一〇〇〇万坪のほか、国立大学町および箱根強羅温泉付土地三五〇〇坪であつたと思われる。これらの担保価値が当時の実勢でどの程度の価値があつたか不明であるが、国立大学町は東京商科大学（現、一橋大学）の移転によつて省線（現、JR）が開通し、郊外の住宅地としてその将来性が注目されており、社債権者を納得させるにたる価値があつたものと思われる。したがつて、板橋菊松が評するように、ディフォールトによって、この社債は結果的に転換社債と同じ機能を果たしたわけである。

この事例では、担保物件の価値およびその成長性が受託会社および社債権者によって評価され、そのためにはディフォールト社債と株式の交換という整理方法が選択されたと思われる。

（4）第六回債の募集公告は、板橋、前掲書によれば、次のとおりである。すなわち、「本社債は箱根、軽井沢の土地約一千萬坪の外に、今回新たに国立大学町及び箱根強羅温泉付土地約三万五千坪を増担保に提供したのであります。…即ち百円の社債をお持ちの方は五百余坪土地を一番抵当にお取りになるのです。つまり百円の社債をお持ちの方は坪二十錢の割で土地を抵当として税金いらすに金をお貸しになるのです。」（二二〇ページ）

〈後藤毛織社債〉

後藤毛織社債第一回（発行総額二〇〇万円、利率年一〇%、発行価格一〇〇円、償還期間三年、ただし一年据置後二年間に毎年六月および一二月に五〇万円づつ抽選償還）は、神田銀行を受託会社兼引受会社として物上担保付で一九二四年一一月二十五日に発行された。担保に供せられたのは、工場財團（岐阜）および本社土地建物（東京）であった。しかし、一九二六年六月、第一次分割償還期が到来したにもかかわらず償還できず、会社側は第二回債（発行総額五〇万円、利率年一〇%、発行価格一〇〇円、償還期間一年）を第二順位物上担保付として発行し、償還資金を調達したが、再び同年一二月にも第二次分割償還の資金が調達できず、第三回債（発行総

額一〇〇万円、利率一〇%、発行価格一〇〇円、償還期間二年)を第三順位物上担保付で発行した。そして、さらに一九二七年六月には第四回債(発行総額一〇〇万円、利率九%、発行価格一〇〇円、償還期間二年)を第四順位物上担保付で発行せざるをえなくなった。そして、これら社債もすべて神田銀行の受託兼引受であったが、一九二八年八月、神田銀行が破産宣告を受けたことから、大蔵省は日本興業銀行に受託会社の承継を命じた(大蔵省告示第四六号)。

日本興業銀行では、栗栖赳夫を中心となつて、神田銀行および後藤毛織について調査し、第一、第二、第三回債が償還不能、第四回債が利払不能となつていてことを確認したが、神田銀行が社債権者集会を招集した事実は確認されなかつた(ただし、神田銀行側は集会を招集したと主張したが、社債権者集会決議録もそれに類する書類もなかつた)。さらに、次のような事実のために事態は一層複雑なものとなつた。まず第一に、第二回債の手取り金の大半を神田銀行が流用したとの嫌疑が発生し、後藤毛織は神田銀行を相手取り訴訟を準備していたことである。第一に、社債の担保財団目録と現物が相違しており、なかには既に滅失したり、新たに付け加えられたものもあつたことである。とくに、新たに付け加えられたものには機械器具類があつたが、この購入資金は別の銀行(蘇原銀行)からの借入によつており、そのため銀行の担保権が設定されていた。したがつて、社債権者の弁済順位は劣後していた。第三に、上記の工場は共同毛織に一九三〇年八月まで貸借契約が付されており、法的な手続きが必要であつた。第四に、国税地方税の滞納が一四〇〇円余りに上つていた。したがつて、承継受託会社である日本興業銀行は①蘇原銀行および共同毛織の債権に対する代位弁済、②滞納税金の立替払い、③火災保険料、④競売申し立て費用、⑤弁護士の報酬、などを一時的に立て替えねばならなかつた。

そして、日本興業銀行の招集によつて一九二九年一〇月社債権者集会が開催され、担保権の実行が決議された。

これを受けて一月日本興業銀行は岐阜区裁判所に担保財団の競売を申し立て、一九三〇年六月第一回競売(最低落札価格一九三万五一七八円)がなされたが競売入札者がなく、この間に日本繊維工業株式会社という新会社が設立されて当該財團を落札する計画が立案されたが、共同毛織との貸貸借契約が障害となつて出資者側が落札を躊躇したため、新会社設立計画は頓挫し、結局一九三一年三月共同毛織が一五三万円で落札した。この落札金に本社不動産の落札代金四二〇〇円余りを加えた金額から、受託会社の立替金などを差し引き、第一回債の社債権者には三八円五七銭を分配し、第二回債の未償還分と第三、第四回債の社債権者には分配されなかつた。

この事例は、受託会社の倒産という不測の事態があつたとはいえ、最終的に担保権が実行されたわけであるが、ここで注目される点は、競売での入札が不調に終わつたことを受けて、承継受託会社である日本興業銀行は新会社の設立計画を立案し実行しようとしていたことである。この点前出の上毛モスリン社債の事例と同じ行動をとらうとしていたことがわかる。ただし、上毛モスリン社債の場合は、日本興業銀行が新会社の設立に当たつて全額を払い込み、經營に直接関与したが、後藤毛織社債の場合はそこまで関与せず、投資者を斡旋しようとしたことにどまつている。この相違は、大蔵省告示による承継受託会社という立場と積極的に受託会社となつたことの差から生じたものであろうと思われる。

〈まとめ〉

以上、デイフォールトに陥つた担保付社債の処理を事例に即して考察した。その結果をまとめると、以下のようになる。

第一の日本製麻の事例では、合併による業界整理という政策的な背景があり、受託銀行である日本興業銀行も

それに沿つて行動したという点で、かなり政策的意図の強く示された処理であつたと思われる。

第二の琴平参宮電鉄の事例では、（資料不足ではあるが）支払を猶予することによつて会社の自力更生が期待できただため、担保権の実行が猶予されたと思われる。

第三の箱根土地の事例では、担保物件の価値とその将来性が評価されたために、担保権は実行されず、株式との交換という方法で処理された。（この事例では、次の後藤毛織の場合と同様、受託銀行である神田銀行の破綻という不測の事態が介在しているが、社債処理の結果は大いに異なつてゐる。この相違は担保物件の差にあつたといえよう。）

第四の後藤毛織の場合は、当初の受託会社である神田銀行の破綻という不測の事態が介在するため特殊な事例であるが、承継受託会社である日本興業銀行は最終的に担保権を実行し、競売代金で社債償還を部分的に行つた。その点、担保付社債信託法の規定にそつて事務的に処理がなされた典型的な例であるが、その際日本興業銀行は新会社の設立を計画し同業他社による受け皿を用意しようとした。したがつて、この計画が成功していれば前回の上毛モスリンと同様の処理がなされた可能性は強かつたと思われる。

（松尾）

日経平均先物・オプション

（平成八年一二月限）

日経平均株価は一〇月一八日に二一六二二円をつけた後、反落し、一〇月三一日には二〇四六六円、一二月六日には二〇二七六円と下値を切り下げる、二〇〇〇〇円割れを試す展開となっていた。一二月一三日のSQ値は日経平均先物・オプションで前日比一二〇円八八銭安の二〇三八〇円三三銭、TOPPIX先物・オプションで前日比一二〇・一一点安の一四九二・三二ポイント、日経三〇〇先物・オプションで前日比三・〇二一点点安の二八三・〇六ポイントといずれの指標も値を下げていた。

本稿では大阪証券取引所（大証）の日経平均先物平成八年一二月限を中心に、シンガポール国際金融取引所（SIMEX）の日経平均先物、東京証券取引所（東証）のTOPIX先物、大証の日経三〇〇先物、日経平均オプション、裁定取引に伴う現物株売買高および残高を考察する。

日経平均先物

図1は東証一部売買代金と日経平均先物売買代金・建玉代金を、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・八五、建玉代金比は一六・五三であり、九月限に比べてそれぞれ〇・〇一一点点と一・四六一点点低下していた。東証一部売買代金は一営業日平均三三八八億円で九月限期に比べて一二億円減少していたので、比率の低下は日経平均先物の縮小によるものであった。

SIMEX日経平均先物

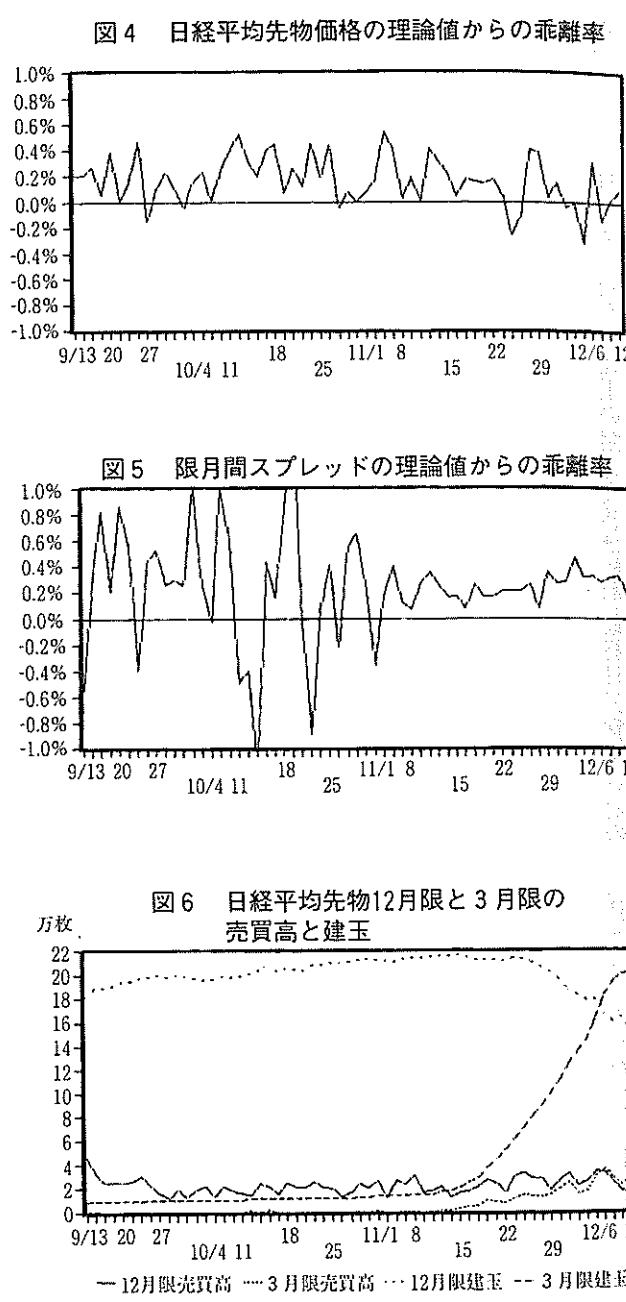


図4 日経平均先物価格の理論値からの乖離率

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12月限と3月限の
売買高と建玉

図7はSIMEX日経平均先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図8はSIMEX日経平均先物売買代金の比率を、図9はSIMEX日経平均先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は〇・六三、大証日経平均先物売買代金比は〇・三七、東証一部建玉代金比は四・五七、大証日経平均先物建玉代金比は〇・二八であり、一二月限時に比べてそれぞれ〇・〇四ポイント減

図3は日経平均株価と日経平均先物一二月限価格を、図4は一二月限価格の理論値からの乖離率を、図5は一二月限と三月限の限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図6は一二月限と三月限の売買高と建玉を表わしている。先物価格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乖離が著しい日も見られたが、後半には〇・三%程度の上方乖離であった。売買高と建玉の限月交替はともに取引最終日三営業日前の一二月九日であった。

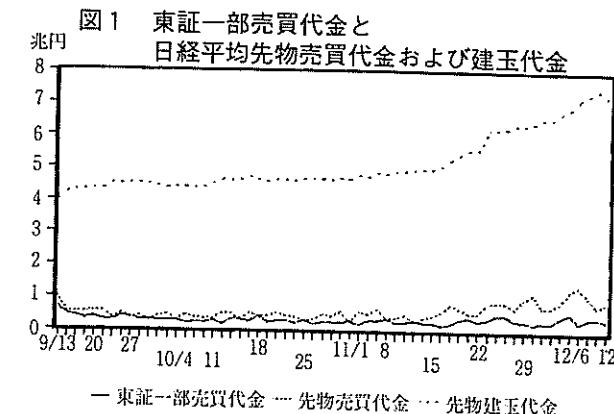


図2 日経平均先物売買代金および建玉代金の
東証一部売買代金に対する比率

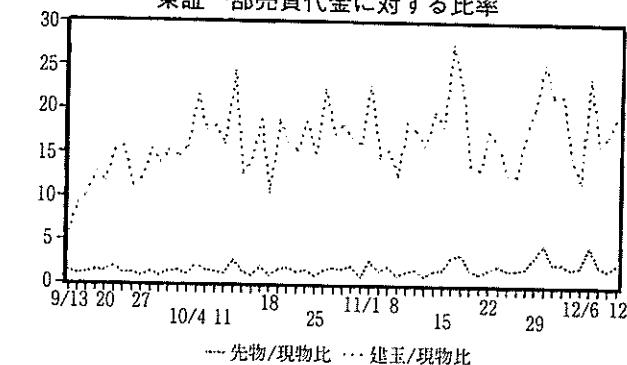
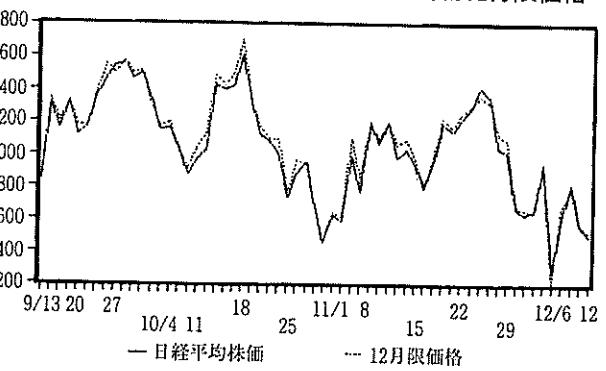


図3 日経平均株価と日経平均先物12月限価格



(23)

TOP-IX先物を、図13はTOP-IX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TOP-IX先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金の比率を、図15はTOP-IX先物建玉代金の比率を、図16はTOP-IX先物建玉代金比は〇・五二、大証日経平均先物売買代金比は〇・二九、東証一部建玉代金比は六・一一、大証日経平均先物建玉代金比は〇・一五であり、九月限に比べてそれぞれ〇・〇三ポイント減、変わらず、〇・八九ポイ

TOP-IX先物

図10 SIMEX日経平均先物価格の理論値からの乖離率

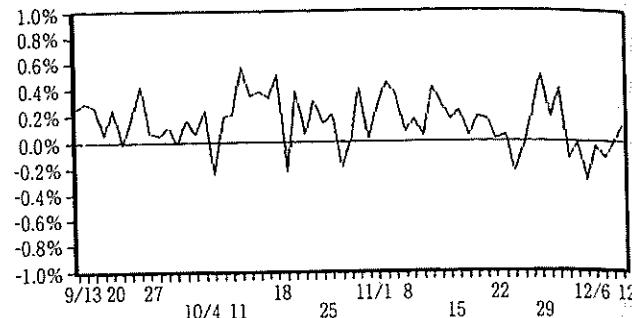


図11 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

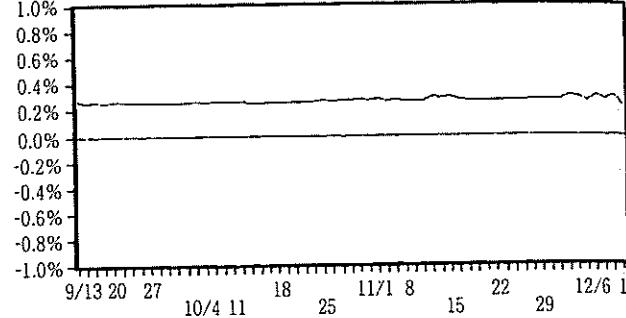


図12 SIMEX日経平均先物12月限と3月限の売買高と建玉

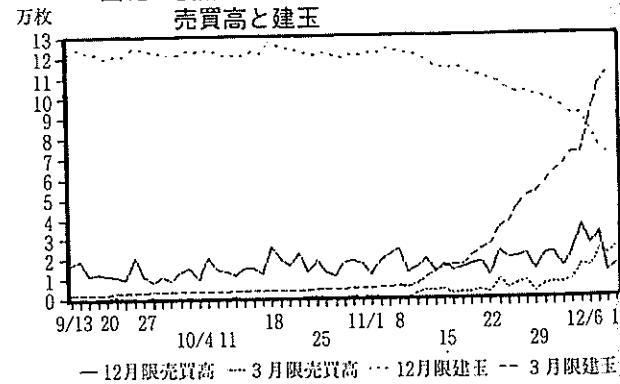


図7 SIMEX日経平均先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金

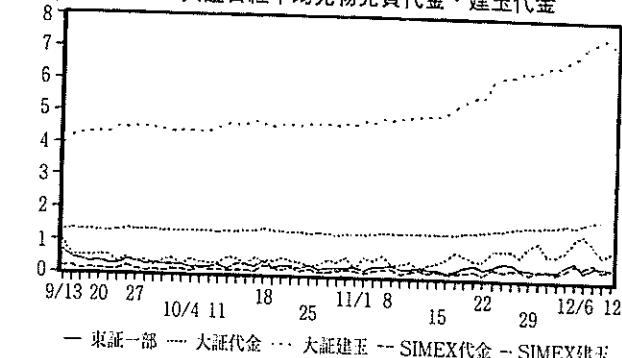


図8 SIMEX日経平均先物売買代金の東証一部売買代金と日経平均先物売買代金に対する比率

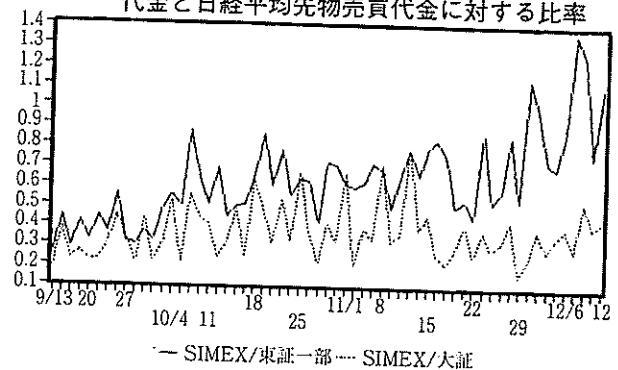


図9 SIMEX日経平均先物建玉代金の東証一部売買代金と日経平均先物建玉代金に対する比率

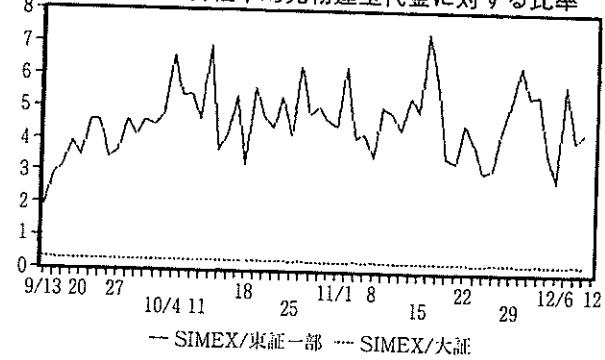


図16はTOPIX先物価格の理論値からの乖離率を、図17は日経300先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金を、図20は日経300先物売買代金の比率を、図21は日経300先物建玉代金の比率を表わしている。東証一部売買代金比は○・○四、大証日経平均先物売買代金比は○・九三、大証日経平均先物建玉代金比は○・〇六であり、九月限に比べてそれぞれ変わらず、変わらず、○・一〇ポイント減、変

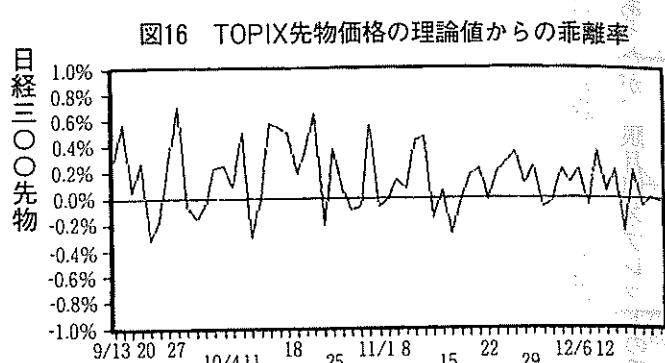


図16 TOPIX先物価格の理論値からの乖離率

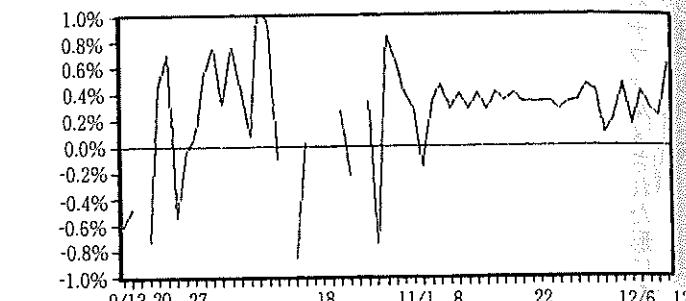


図17 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

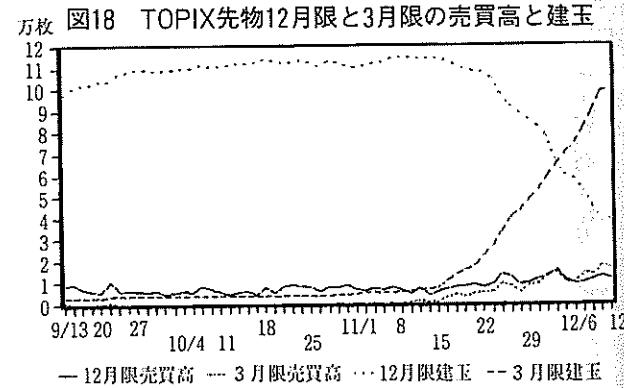


図18 TOPIX先物12月限と3月限の売買高と建玉

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は一二月限と三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やや小さかったが、限月間スプレッドの乖離は逆にやや大きかった。また、売買高の限月交替は取引最終日七営業日前の一二月三日に始まり、建玉の限月交替は五営業日前の一二月五日であった。

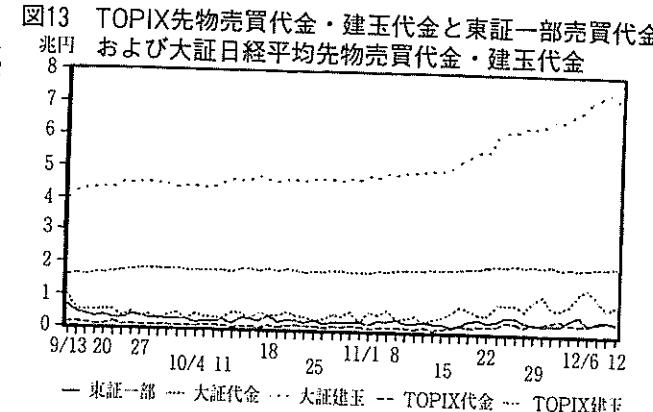


図13 TOPIX先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金

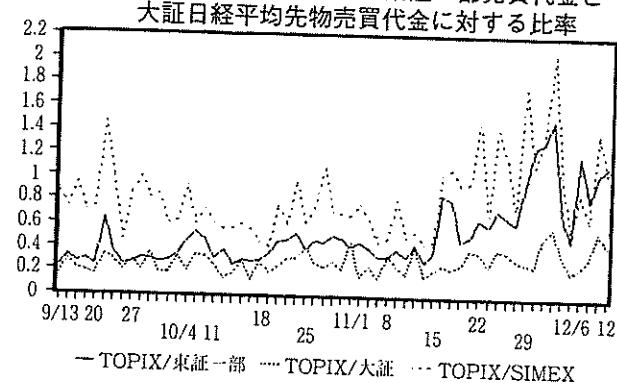


図14 TOPIX先物売買代金の東証一部売買代金と大証日経平均先物売買代金に対する比率

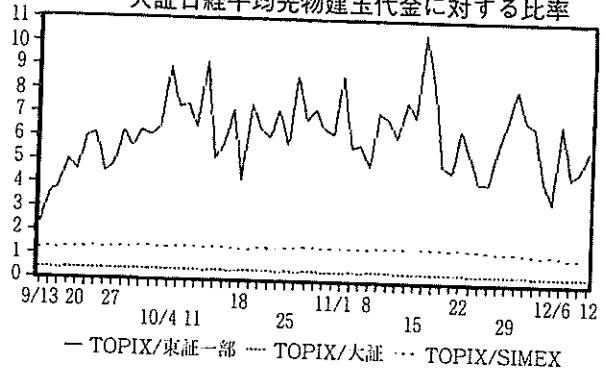


図15 TOPIX先物建玉代金の東証一部売買代金と大証日経平均先物建玉代金に対する比率

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(六六%)・外国人(一八%)・投信(八%)・信託銀行(四%)、TOPIX先物では自己売買(六三%)・外国人(二三%)・信託銀行(九%)・投信(五%)、日経300先物では外国人(五四%)・自己売買(三五%)・投信(三%)の取引が多く、九月限に比べると日経平均先物では外国人が三ポイント増、自己が四ポイント減、TOPIX先物では外国人が二ポイント増、自己が三ポイント減、日経300先物では自己が一ポイント増、外国人が二ポイント減であった。

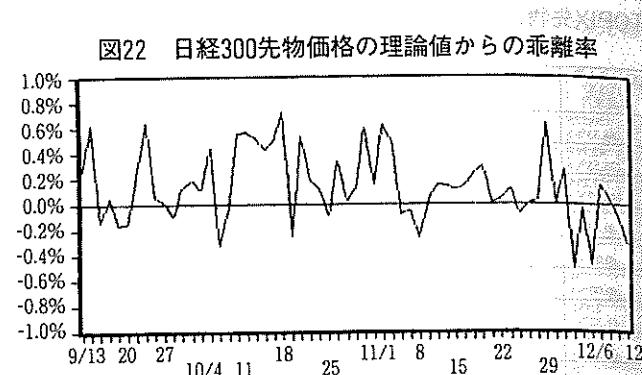


図22 日経300先物価格の理論値からの乖離率

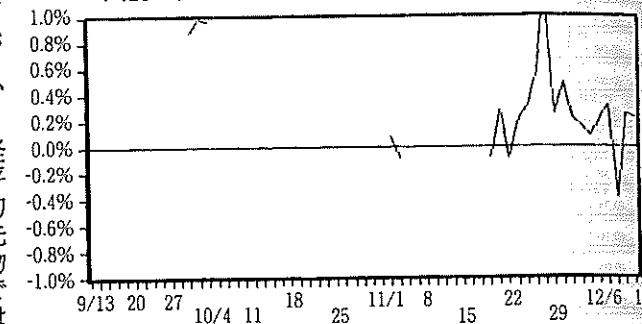


図23 限月間スプレッドの理論値からの乖離率

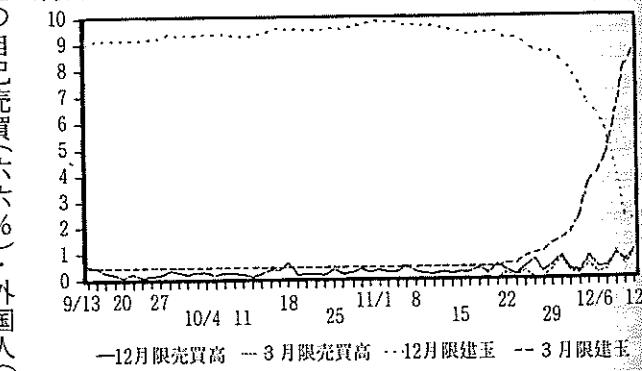


図24 日経300先物12月限と3月限の売買高と建玉

図22は日経300先物価格の理論値からの乖離率を、図23は限月間スプレッドの理論値からの乖離率を、図24は一二月限と三月限の売買高と建玉を表わしている。日経300先物価格の乖離はTOPIX先物とほぼ同様であったが、限月間スプレッドの乖離はややデフォルメされた形になっていた。そして売買高と建玉の限月交換はともに取引最終日一二月一日であった。

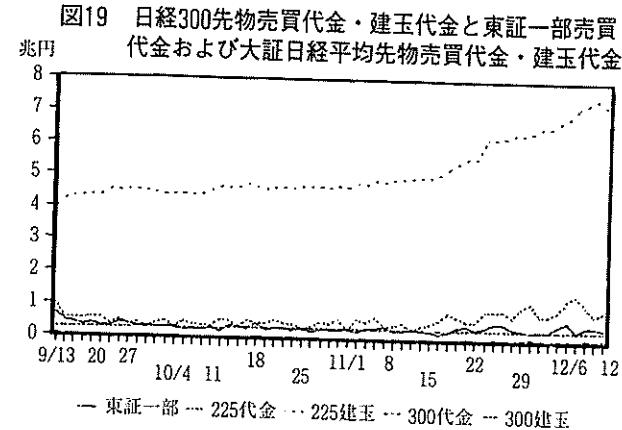


図19 日経300先物売買代金・建玉代金と東証一部売買代金および大証日経平均先物売買代金・建玉代金

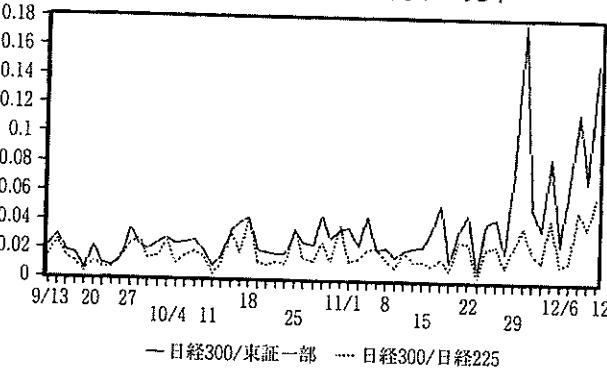
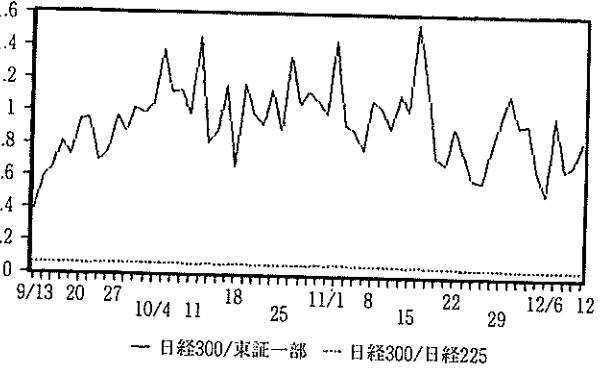


図20 日経300先物売買代金の東証一部売買代金と日経平均先物売買代金に対する比率



(29)

単位：枚

表1 株価指数先物売買動向（日経平均先物、

取引主体	期間	日経平均先物												会期間	期間	取引対象	
		9月第3週 (9/17-20) 4営業日	9月第4週 (9/24-27) 4営業日	10月第1週 (9/30-10/4) 5営業日	10月第2週 (10/7-11) 4営業日	10月第3週 (10/14-18) 5営業日	10月第4週 (10/21-25) 5営業日	10月第5週 (10/28-11/1) 5営業日	11月第1週 (11/4-8) 4営業日	11月第2週 (11/11-15) 5営業日	11月第3週 (11/18-22) 5営業日	11月第4週 (11/25-29) 5営業日					
自己	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	154,659 (72.23%)	146,240 (75.87%)	112,879 (65.18%)	97,672 (69.24%)	148,213 (71.05%)	147,524 (68.44%)	142,062 (67.68%)	130,573 (68.33%)	126,429 (67.67%)	184,145 (62.89%)	274,137 (66.60%)	307,744 (62.15%)	307,119 (59.19%)	2,279,311 (66.04%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	
	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	38,858 (69.36%)	36,670 (60.35%)	37,821 (69.19%)	42,721 (70.04%)	36,966 (76.71%)	60,398 (78.49%)	54,939 (71.66%)	42,797 (75.55%)	48,880 (76.79%)	80,016 (66.55%)	98,431 (54.14%)	127,479 (55.99%)	119,036 (52.92%)	825,017 (62.97%)	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	
	日経300先物 (対日経300先物合計)	11,584 (59.12%)	4,611 (40.81%)	11,958 (47.83%)	9,386 (60.87%)	17,284 (58.13%)	12,712 (64.21%)	17,559 (24.41%)	12,368 (48.07%)	8,673 (45.09%)	11,885 (33.90%)	32,991 (44.71%)	87,894 (19.45%)	265,815 (33.29%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	812 (0.38%)	580 (0.30%)	394 (0.23%)	425 (0.30%)	560 (0.27%)	370 (0.17%)	345 (0.16%)	550 (0.29%)	440 (0.24%)	1,577 (0.16%)	978 (0.38%)	2,342 (0.20%)	9,853 (0.45%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		
生保・損保	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	150 (0.27%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	17 (0.02%)	10 (0.02%)	80 (0.13%)	2 (0.02%)	559 (0.25%)	1,296 (0.57%)	2,134 (0.16%)	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)		
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	1,582 (0.74%)	1,393 (0.72%)	6,339 (3.66%)	1,901 (1.35%)	2,094 (1.00%)	3,434 (1.59%)	3,044 (1.45%)	2,531 (1.32%)	1,686 (0.90%)	1,812 (0.62%)	2,347 (0.57%)	4,407 (0.89%)	3,727 (0.72%)	36,297 (1.05%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	
	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	130 (0.23%)	955 (1.57%)	111 (0.20%)	208 (0.34%)	192 (0.68%)	523 (0.28%)	212 (0.28%)	161 (0.25%)	85 (0.13%)	130 (0.11%)	870 (0.48%)	220 (0.10%)	100 (0.04%)	3,897 (0.30%)	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	
長銀 都銀 地銀	日経300先物 (対日経300先物合計)	6 (0.03%)	14 (0.12%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	3 (0.01%)	0 (0.02%)	0 (0.00%)	10 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	日経300先物 (対日経300先物合計)	
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	12,197 (5.70%)	11,190 (5.81%)	9,718 (5.62%)	6,478 (4.59%)	8,993 (4.31%)	11,815 (5.48%)	11,075 (5.28%)	10,165 (5.32%)	7,381 (3.95%)	12,514 (4.27%)	13,305 (3.23%)	19,550 (3.95%)	18,812 (4.44%)	153,193 (4.44%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	
	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	7,391 (13.37%)	23,204 (38.19%)	4,641 (8.49%)	5,608 (10.63%)	5,651 (10.15%)	5,374 (6.98%)	5,697 (7.43%)	2,222 (3.92%)	4,414 (6.93%)	10,096 (10.50%)	19,941 (8.76%)	14,898 (6.57%)	124,138 (9.47%)	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)		
	日経300先物 (対日経300先物合計)	129 (0.66%)	996 (8.81%)	27 (0.11%)	0 (0.00%)	40 (0.13%)	35 (0.18%)	47 (0.07%)	37 (0.14%)	6 (0.03%)	18 (0.05%)	41 (0.31%)	521 (0.26%)	683 (0.34%)	2,580 (0.28%)	日経300先物 (対日経300先物合計)	
その他金融	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	616 (0.29%)	246 (0.13%)	2,142 (0.12%)	126 (0.09%)	262 (0.13%)	355 (0.16%)	369 (0.18%)	285 (0.15%)	259 (0.14%)	362 (0.12%)	224 (0.05%)	533 (0.11%)	522 (0.10%)	6,301 (0.18%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	
	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	10 (0.02%)	20 (0.03%)	40 (0.07%)	30 (0.06%)	0 (0.00%)	52 (0.07%)	10 (0.01%)	48 (0.08%)	0 (0.03%)	10 (0.02%)	0 (0.00%)	78 (0.03%)	35 (0.02%)	353 (0.01%)	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	75 (0.01%)	日経300先物 (対日経300先物合計)		
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	9,425 (4.40%)	7,353 (3.81%)	9,086 (5.25%)	7,263 (5.15%)	12,988 (6.23%)	13,893 (6.45%)	11,535 (5.50%)	10,303 (5.39%)	12,533 (6.71%)	37,171 (12.70%)	49,262 (11.97%)	59,682 (12.05%)	32,010 (11.78%)	272,507 (7.90%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	
投資信託	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	2,399 (4.28%)	1,707 (2.81%)	2,503 (4.58%)	1,760 (3.48%)	1,279 (3.20%)	2,384 (3.10%)	2,326 (3.03%)	3,017 (5.33%)	4,602 (7.23%)	13,219 (10.99%)	11,096 (6.10%)	15,087 (6.63%)	7,682 (3.39%)	69,061 (5.27%)	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	
	日経300先物 (対日経300先物合計)	365 (1.88%)	335 (2.96%)	516 (2.06%)	179 (1.16%)	391 (1.32%)	346 (1.75%)	249 (0.35%)	149 (0.83%)	181 (0.98%)	253 (0.72%)	3,057 (5.06%)	13,756 (8.11%)	5,907 (1.90%)	24,791 (3.23%)	日経300先物 (対日経300先物合計)	
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	2,805 (1.31%)	3,563 (1.85%)	2,823 (1.63%)	1,591 (1.31%)	2,727 (0.88%)	1,905 (0.66%)	1,381 (0.66%)	1,483 (0.78%)	1,308 (0.70%)	1,806 (0.62%)	2,134 (0.52%)	2,424 (0.49%)	4,856 (0.94%)	30,804 (0.89%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	
	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	22 (0.04%)	12 (0.02%)	36 (0.04%)	22 (0.05%)	29 (0.05%)	35 (0.07%)	36 (0.07%)	57 (0.10%)	40 (0.06%)	50 (0.04%)	155 (0.09%)	102 (0.07%)	149 (0.06%)	763 (0.06%)	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	
事業法人	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%)	4 (0.03%)	7 (0.04%)	7 (0.02%)	21 (0.08%)	0 (0.00%)	7 (0.02%)	0 (0.01%)	17 (0.01%)	91 (0.01%)	91 (0.01%)	日経300先物 (対日経300先物合計)	
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	92 (0.04%)	84 (0.04%)	100 (0.06%)	97 (0.07%)	158 (0.08%)	226 (0.10%)	155 (0.07%)	205 (0.11%)	160 (0.09%)	133 (0.05%)	335 (0.07%)	373 (0.07%)	2,248 (0.07%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		
	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	日経300先物 (対日経300先物合計)	
その他法人	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	92 (0.04%)	84 (0.04%)	100 (0.06%)	97 (0.07%)	158 (0.08%)	226 (0.10%)	155 (0.07%)	205 (0.11%)	160 (0.09%)	133 (0.05%)	335 (0.07%)	373 (0.07%)	2,248 (0.07%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)		
	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	
	日経300先物 (対日経300先物合計)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	日経300先物 (対日経300先物合計)	
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	973 (0.45%)	831 (0.43%)	757 (0.44%)	334 (0.24%)	924 (0.47%)	924 (0.43%)	591 (0.28%)	3 (0.01%)	2 (0.00%)	2 (0.00%)	0 (0.00%)	4 (0.00%)	4 (0.00%)	149 (0.01%)	日経300先物 (対日経300先物合計)	
その他の法人	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	8 (0.01%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	2 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	
	日経300先物 (対日経300先物合計)	3 (0.02%)	8 (0.02%)	6 (0.02%)	19 (0.02%)	7 (0.02%)	11 (0.01%)	10 (0.01%)	32,613 (17.07%)	34,148 (18.28%)	52,137 (17.81%)	1,380 (16.17%)	1,090 (16.17%)	1,110 (13.55%)	11,921 (13.55%)	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)	30,135 (14.07%)	20,092 (10.42%)	28,365 (16.39%)	24,630 (17.46%)	30,537 (14.64%)	33,456 (15.52%)	38,295 (18.24%)	3 (0.01%)	2 (0.00%)	2 (0.00%)	0 (0.00%)	2 (0.00%)	4 (0.00%)	28 (0.00%)	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	
	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	7,109 (12.69%)	8,713 (14.34%)	9,361 (17.12%)	8,167 (15.48%)	5,817 (10.63%)	8,179 (17.48%)	13,404 (12.54%)	8,331 (14.71%)	5,529 (16.69%)	20,889 (17.37%)	52,154 (28.69%)	64,197 (28.20%)	83,445 (36.82%)	295,295 (22.54%)	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	
外国人	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	19,593 (2.56%)	11,299 (1.47%)	24,999 (3.26%)	15,420 (2.01%)	29,732 (3.88%)	19,796 (2.58%)	11,784 (2.58%)	5,674 (39.63%)	6,511 (32.49%)	6,511 (12.92%)	9,293 (12.92%)	22,626 (49.56%)	29,946 (64.55%)	117,472 (69.28%)	160,828 (60.91%)	日経300先物 (対日経300先物合計)
	TOP IX先物 (対TOP IX先物合計)	214,106 (6.20%)	192,758 (5.58%)	173,043 (5.01%)	141,066 (4.09%)	208,611 (6.04%)	215,559 (6.25%)	209,969 (6.08%)	714 (5.54%)	143 (5.41%)	263 (0.75%)	364 (0.60%)	4,856 (2.86%)	9,485 (3.59%)	18,335 (2.39%)	日経300先物 (対日経300先物合計)	
	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	56,027 (4.28%)	60,766 (4.64%)	52,763 (4.17%)	55,689 (4.03%)	76,946 (5.87%)	67,662 (5.85%)	76,662 (5.85%)	1,070 (0.56%)	799 (0.43%)	1,088 (0.37%)	1,380 (0.34%)	1,090 (0.22%)	1,110 (0.21%)	11,921 (0.35%)	日経平均先物 (対日経平均先物合計)	

表2 日経平均

単位：枚

取引主体	期間	取引対象									
		9月第3週 (9/17-20) 4営業日	9月第4週 (6/24-27) 4営業日	10月第1週 (9/30-10/4) 5営業日	10月第2週 (10/7-11) 4営業日	10月第3週 (10/14-18) 5営業日	10月第4週 (10/21-25) 5営業日	10月第5週 (10/28-11/4) 5営業日			
自己	コール (対コール合計比)	31,465 (57.09%)	28,913 (60.67%)	27,903 (56.07%)	28,964 (58.17%)	49,876 (63.95%)	44,437 (58.88%)	52,130 (54.16%)			
	ブット (対ブット合計比)	27,302 (53.37%)	25,292 (50.94%)	34,816 (57.32%)	36,007 (57.89%)	38,603 (57.88%)	60,592 (61.78%)	63,533 (61.31%)			
	先買高 (対合計比)	58,827 (55.30%)	54,206 (55.71%)	62,719 (56.75%)	64,971 (58.02%)	88,479 (61.15%)	105,029 (60.52%)	115,663 (57.86%)			
生保・損保	コール (対コール合計比)	166 (0.30%)	161 (0.34%)	63 (0.13%)	145 (0.29%)	310 (0.40%)	225 (0.30%)	63 (0.07%)			
	ブット (対ブット合計比)	299 (0.58%)	157 (0.32%)	63 (0.10%)	120 (0.19%)	250 (0.41%)	405 (0.36%)	372 (0.36%)			
	先買高 (対合計比)	465 (0.44%)	318 (0.33%)	126 (0.11%)	265 (0.24%)	560 (0.39%)	630 (0.36%)	435 (0.22%)			
長銀	コール (対コール合計比)	80 (0.15%)	52 (0.11%)	13 (0.03%)	150 (0.30%)	364 (0.59%)	41 (0.05%)	31 (0.03%)			
	都銀	24 (0.05%)	44 (0.09%)	90 (0.15%)	45 (0.07%)	149 (0.22%)	285 (0.29%)	254 (0.25%)			
	地銀	104 (0.10%)	96 (0.09%)	103 (0.17%)	195 (0.42%)	613 (0.19%)	326 (0.14%)	285 (0.14%)			
	先買高 (対合計比)	4,335 (4.07%)	6,664 (6.85%)	4,583 (4.15%)	4,825 (4.31%)	6,563 (4.54%)	6,366 (3.67%)	9,301 (4.65%)			
信託銀行	コール (対コール合計比)	2,526 (4.58%)	2,074 (4.35%)	1,321 (2.65%)	3,218 (3.32%)	1,655 (4.13%)	1,655 (2.19%)	3,886 (4.04%)			
	ブット (対ブット合計比)	1,809 (3.53%)	4,590 (9.24%)	3,260 (5.37%)	3,170 (5.10%)	3,435 (5.02%)	5,415 (4.80%)	5,415 (5.23%)			
	先買高 (対合計比)	4,335 (4.07%)	6,664 (6.85%)	4,583 (4.15%)	4,825 (4.31%)	6,563 (4.54%)	6,366 (3.67%)	9,301 (4.65%)			
その他金融	コール (対コール合計比)	510 (0.93%)	493 (1.03%)	343 (0.69%)	220 (0.44%)	152 (0.19%)	584 (0.77%)	697 (0.72%)			
	ブット (対ブット合計比)	317 (0.62%)	422 (0.85%)	820 (1.35%)	308 (0.64%)	86 (0.13%)	346 (0.35%)	587 (0.57%)			
	先買高 (対合計比)	827 (0.78%)	915 (0.94%)	1,163 (1.05%)	618 (0.55%)	238 (0.16%)	930 (0.54%)	1,284 (0.64%)			
投資信託	コール (対コール合計比)	1,114 (2.02%)	774 (1.62%)	616 (1.24%)	898 (1.80%)	629 (0.81%)	837 (1.11%)	747 (0.78%)			
	ブット (対ブット合計比)	1,303 (2.54%)	657 (1.32%)	1,595 (2.63%)	437 (0.70%)	563 (0.84%)	1,682 (1.71%)	725 (0.70%)			
	先買高 (対合計比)	2,417 (2.27%)	1,431 (1.47%)	2,211 (2.00%)	1,335 (1.19%)	1,192 (0.82%)	2,519 (1.45%)	1,472 (0.74%)			
事業法人	コール (対コール合計比)	3,488 (6.33%)	1,924 (4.04%)	4,672 (3.99%)	5,020 (10.08%)	4,125 (5.29%)	6,216 (8.23%)	12,132 (12.60%)			
	ブット (対ブット合計比)	4,201 (8.19%)	4,182 (8.42%)	3,574 (5.88%)	2,673 (4.30%)	4,082 (6.12%)	3,324 (3.39%)	5,913 (3.71%)			
	先買高 (対合計比)	7,689 (7.23%)	6,106 (6.28%)	8,246 (7.46%)	7,693 (6.87%)	8,207 (5.67%)	9,534 (5.49%)	18,045 (9.03%)			
その他法人	コール (対コール合計比)	586 (1.06%)	482 (1.01%)	576 (1.06%)	546 (1.06%)	205 (1.02%)	772 (0.31%)	303 (0.31%)			
	ブット (対ブット合計比)	330 (0.64%)	189 (0.38%)	529 (1.16%)	721 (0.57%)	382 (0.31%)	304 (0.14%)	150 (0.14%)			
	先買高 (対合計比)	916 (0.86%)	671 (0.69%)	1,105 (1.00%)	1,267 (1.13%)	587 (0.81%)	1,076 (0.62%)	453 (0.23%)			
証券会社	コール (対コール合計比)	2,501 (4.54%)	3,352 (7.03%)	954 (1.92%)	497 (1.00%)	1,343 (1.72%)	1,840 (2.44%)	1,059 (1.16%)			
	ブット (対ブット合計比)	1,556 (3.03%)	1,783 (3.59%)	1,194 (1.97%)	1,677 (2.70%)	1,408 (2.11%)	2,233 (2.28%)	1,510 (1.46%)			
	先買高 (対合計比)	4,057 (3.81%)	5,135 (5.28%)	2,148 (1.94%)	2,174 (1.90%)	2,751 (2.35%)	4,073 (1.29%)	2,569 (1.29%)			
個人	コール (対コール合計比)	4,039 (7.33%)	3,652 (7.66%)	6,349 (7.03%)	4,361 (7.67%)	6,055 (7.76%)	7,925 (10.50%)	10,375 (10.78%)			
	ブット (対ブット合計比)	3,217 (6.27%)	3,215 (6.48%)	3,655 (6.02%)	4,233 (6.81%)	4,735 (7.10%)	6,216 (6.35%)	5,580 (5.38%)			
	先買高 (対合計比)	7,256 (6.82%)	6,867 (7.05%)	10,004 (9.05%)	8,594 (7.67%)	10,796 (7.46%)	14,151 (8.15%)	15,955 (7.98%)			
外国人	コール (対コール合計比)	8,612 (15.68%)	5,776 (12.12%)	6,959 (13.98%)	7,332 (14.40%)	11,618 (14.50%)	10,947 (15.41%)	14,835 (15.41%)			
	ブット (対ブット合計比)	10,852 (21.17%)	9,218 (18.57%)	11,145 (20.45%)	12,721 (19.63%)	13,094 (18.32%)	17,972 (18.90%)	19,591 (18.90%)			
	先買高 (対合計比)	19,494 (18.32%)	14,994 (15.41%)	18,104 (16.38%)	20,053 (17.91%)	24,712 (17.09%)	28,919 (16.66%)	34,426 (17.22%)			
合計	コール (対先買高合計比)	55,117 (51.81%)	47,654 (48.97%)	49,769 (45.04%)	49,788 (44.46%)	77,995 (53.90%)	75,373 (43.49%)	96,238 (48.16%)			
	ブット (対先買高合計比)	51,270 (48.19%)	49,649 (51.03%)	60,741 (54.95%)	62,202 (46.10%)	66,697 (56.51%)	98,080 (51.84%)	103,630 (50.67%)			
	先買高 (対全期間先買高合計比)	106,387 (5.47%)	97,303 (5.00%)	110,510 (5.76%)	111,990 (7.44%)	144,692 (8.92%)	173,553 (10.28%)	199,888 (10.28%)			
一営業日平均	コール (対先買高合計比)	13,779 (89.88%)	11,914 (77.71%)	9,954 (64.93%)	12,447 (81.19%)	49,595 (101.75%)	15,599 (98.46%)	15,095 (125.58%)			
	ブット (対先買高合計比)	12,818 (77.41%)	12,412 (74.97%)	12,148 (73.37%)	15,551 (80.57%)	13,339 (118.47%)	19,616 (125.18%)	20,726 (125.18%)			
	先買高 (対全期間先買高合計比)	26,597 (83.41%)	24,326 (76.29%)	22,102 (69.31%)	27,998 (87.80%)	28,938 (108.85%)	34,711 (125.37%)	39,978 (125.37%)			

オプション売買動向

単位：枚

取引主体	期間	取引対象										取引主体
		11月第1週 (11/1-5) 4営業日	11月第2週 (11/11-15) 5営業日	11月第3週 (11/18-22) 5営業日	11月第4週 (11/25-29) 5営業日	12月第1週 (12/2-6) 5営業日	12月第2週 (12/9-13) 5営業日	全期間	61営業日	期間	取引対象	
自己	コール (対コール合計比)	50,871 (60.95%)	34,419 (66.14%)	41,699 (60.34%)	40,216 (51.12%)	55,530 (51.64%)	57,129 (58.13%)	543,553 (58.13%)	543,553 (58.13%)	11月第1週 (11/1-5) 4営業日	コール (対コール合計比)	自己
	ブット (対ブット合計比)	44,669 (60.76%)	35,476 (65.23%)	36,774 (60.55%)	39,288 (60.56%)	97,417 (62.25%)	98,127 (53.96%)	597,956 (59.20%)	597,956 (59.20%)	11月第2週 (11/9-13) 5営業日	ブット (対ブット合計比)	生保・損保
	先買高 (対合計比)	95,540 (60.86%)	69,895 (65.67%)	78,473 (60.44%)	105,029 (61.11%)	152,947 (59.03%)	115,256 (52.78%)	1,141,509 (58.69%)	1,141,509 (58.69%)	先買高 (対合計比)	先買高 (対合計比)	生保・損保
		100 (0.12%)	30 (0.06%)	204 (0.30%)	93 (0.14%)	204 (0.06%)	60 (0.16%)	1,795 (0.19%)	1,795 (0.19%)	11月第3週 (11/18-22) 5営業日	コール (対コール合計比)	生保・損保
生保・損保	コール (対コール合計比)	164 (0.22%)	51 (0.09%)	123 (0.20%)	255 (0.39%)	180 (0.12%)	327 (0.30%)	2,766 (0.27%)	2,766 (0.27%)	11月第4週 (11/25-29) 5営業日	ブット (対ブット合計比)	生保・損保
	ブット (対ブット合計比)	264 (0.17%)	81 (0.08%)	327 (0.25%)	348 (0.27%)	240 (0.09%)	502 (0.23%)	4,561 (0.23%)	4,561 (0.23%)	12月第1週 (12/2-6) 5営業日	先買高 (対合計比)	生保・損保
	先買高 (対合計比)	180 (0.22%)	186 (0.36%)	218 (0.32%)	170 (0.26%)	338 (0.33%)	148 (0.12%)	2,071 (0.22%)	2,071 (0.22%)	12月第2週 (12/9-13) 5営業日	コール (対コール合計比)	生保・損保
		25 (0.03%)	3 (0.01%)	56 (0.04%)	58 (0.04%)	178 (0.11%)	208 (0.14%)	5,650 (0.60%)	5,650 (0.60%)	全期間	コール (対コール合計比)	生保・損保
長銀	コール (対コール合計比)	205 (0.13%)	189 (0.13%)	274 (0.18%)	228 (0.20%)	516 (0.16%)	356 (0.18%)	3,490 (0.18%)	3,490 (0.18%)	11月第1週 (11/1-5) 4営業日	コール (対コール合計比)	長銀
	ブット (対ブット合計比)	2,142 (2.57%)	1,050 (2.02%)	1,148 (1.66%)	1,287 (1.53%)	3,609 (1.11%)	6,264 (1.41%)	5,055 (3.81%)	5,055 (3.81%)	11月第2週 (11/9-13) 5営業日	ブット<br/	

日経平均オプション

図25から図27は日経平均オプションのボラティリティ、プット・コール別売買高と建玉、プットの売買高をコールの売買高で割ったプット・コール・レシオをそれぞれ表わしている。九月限期と比べてヒストリカル・ボラティリティは一・八ポイント(一三%)上昇、インプライド・ボラティリティは〇・四ポイント(一%)低下し、売買高は一四%・建玉は九%増加、プット・コール・レシオは〇・〇四ポイント低下して一・一二であった。

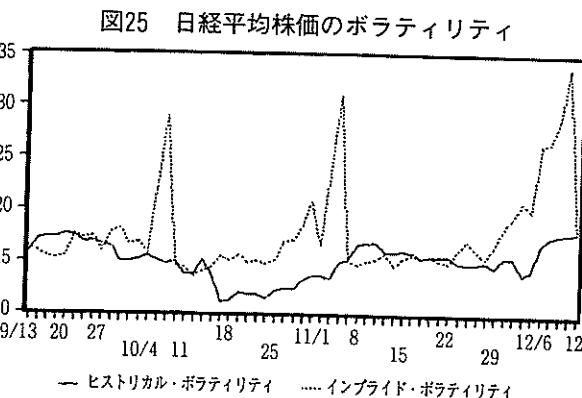


図25 日経平均株価のボラティリティ

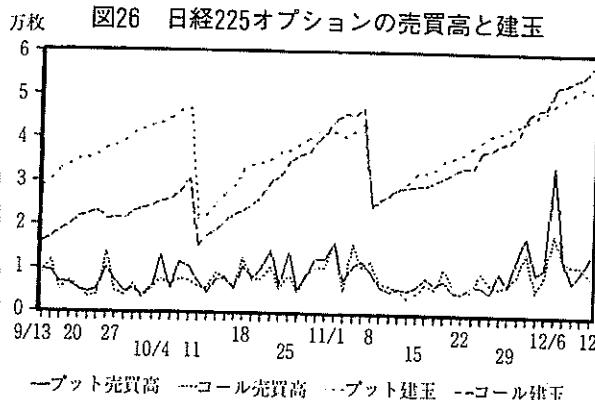
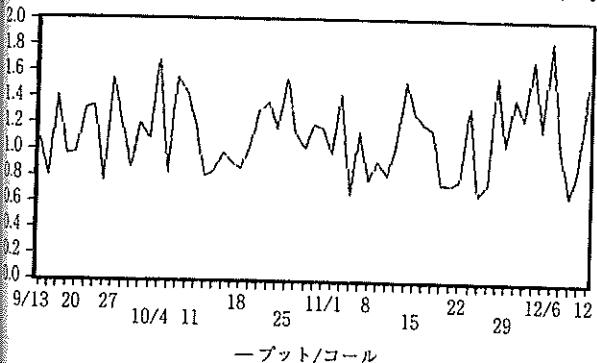


図26 日経225オプションの売買高と建玉



(35)

裁定取引

図28は東証一部売買高と裁定取引に伴う現物株売買高を、図29は裁定取引に伴う現物株売買高の東証一部売買高に占める比率を表わしている。この間の一ヶ月平均裁定売買高は四〇五六万株で九月限期と比べて七七万株(二%)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・七%(売り七・一%、買い四・六%)で〇・四ポイント(売り〇・三ポイント、買い〇・一ポイント)上昇していた。

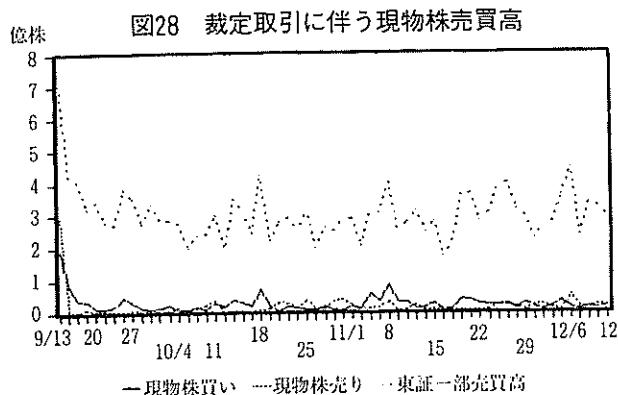


図28 裁定取引に伴う現物株売買高

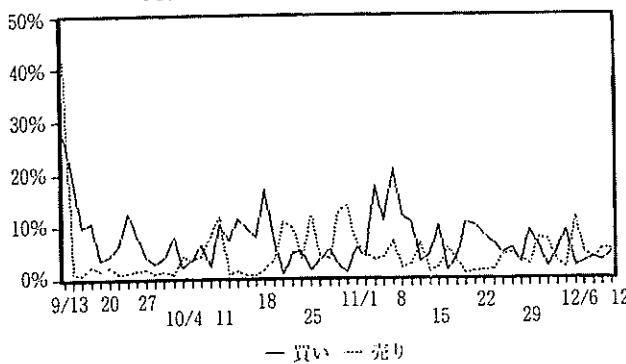


図30は東証一部売買高と裁定取引に伴う現物株残高を、図31は裁定取引に伴う現物株残高の東証一部売買高に対する比率を、図32は裁定取引に伴う当限と翌限以降の現物株買い残高をそれぞれ表わしている。裁定買い残高は九月一三日の二三億四三五五万株から先物取引最終日にあたる一二月一二日の三一億三六四一万株まで緩やかに増加し、裁定買い残高の東証一部売買高に対する比率は平均一〇・一五倍と九月限期よりも一・〇五ポイント上昇していた。裁定買い残高の限月交替は取引最終日三営業日前の一二月九日に生じ、先物取引最終日には当限の残

図30 裁定取引に伴う現物株残高

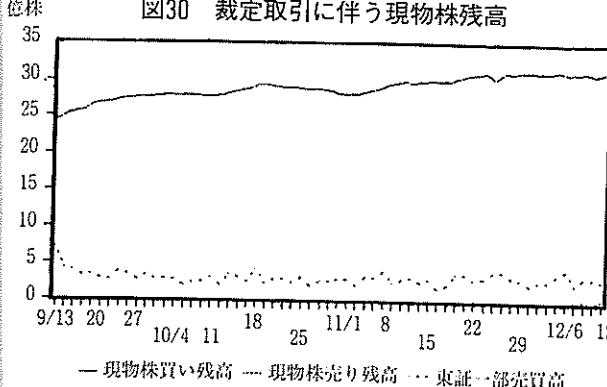


図31 裁定取引に伴う現物株残高の東証一部売買高に対する比率

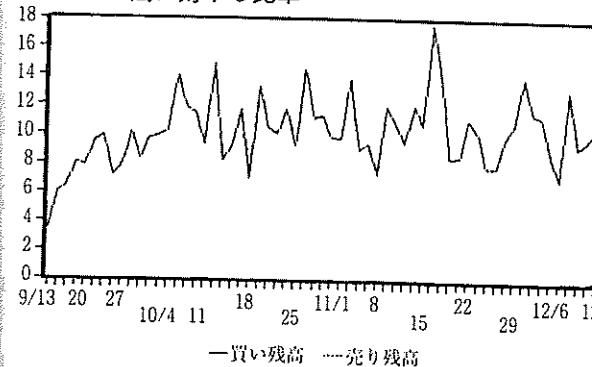
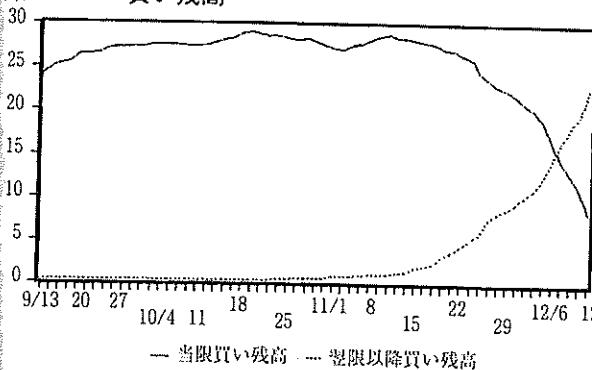


図32 裁定取引に伴う当限と翌限以降の現物株買い残高



高八億三七二九万株に対して翌限以降の残高は二三億九九一一万株であった。

表3は会員別週間裁定取引状況を表わしている。二四社のうち二三社が外資系で売買高では五九%を占め、上位一〇社のシェアは八二%、上位一〇社のうち六社が外資系で売買高では六一%を占めていた。これを九月限期と比べてみると、一ポイント上昇、三ポイント低下、二三ポイント上昇で、上位外資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、UBS(三ポイント)・ゴールドマン(一ポイント)・メリルリンチ(二ポイント)が上昇する一方、日興(八ポイント)・野村(二ポイント)・モルガン(二ポイント)・大和(二ポイント)が低下していたことがわかり、日興のシェア低下が日系証券会社のシェア低下をもたらしていたことがわかる。

この他、オプション取引の一〇月限SQがあった一〇月第二週には日興(一五%)・メリルリンチ(一三%)・大和(一三%)・モルガン(一三%)・リーマン(一一%)の取引が多く、一月限SQのあった一一月第二週には日興(一四%)・メリルリンチ(一五%)・モルガン(一四%)・大和(一一%)の取引が、一二月限SQのあった一二月第二週にはメリルリンチ(一三%)・リーマン(一一%)・ゴールドマン(一〇%)の取引が大きかつた。

表4は日経平均先物・TOPIX先物・日経三〇〇先物の会員別建玉状況をそれぞれ表わしている。これらを見ると、大和・日興・山一の日経平均先物買建玉がこの間継続的に高水準で推移しており、大和についてはTOPIX先物でも買建玉が高水準にあることがわかる。これは株価指数先物を用いたインデックス型やTAA利用の投資信託の拡大の影響とも考えられるが、野村が日経平均先物・TOPIX先物・日経三〇〇先物の建玉のいずれでも大幅な売り建てを維持しているのとは対照的であった。

表3 会員別裁定取引

単位：千株

順位	会社名	9月第3週 (9/17-20)	9月第4週 (9/24-27)	10月第1週 (9/30-10/4)	10月第2週 (10/14-18)	10月第3週 (10/21-25)	10月第4週 (10/28-11/1)	10月第5週 (11/4-8)
1	メリルリンチ	23,457 (20.27%)	21,411 (19.99%)	17,028 (13.28%)	17,236 (17.50%)	33,016 (23.16%)	37,067 (20.61%)	31,038 (20.51%)
2	日興	23,258 (12.29%)	20,572 (17.06%)	22,845 (12.31%)	19,849 (15.29%)	28,171 (14.93%)	22,230 (14.08%)	34,782 (22.45%)
3	モルガン・スタンレー	23,988 (12.34%)	21,660 (12.10%)	16,382 (10.99%)	18,564 (12.62%)	24,830 (9.84%)	25,515 (15.51%)	22,054 (14.75%)
4	大和	21,299 (12.83%)	20,580 (12.03%)	9,567 (11.84%)	16,923 (13.01%)	31,014 (16.41%)	22,125 (14.82%)	16,531 (16.78%)
5	リーマン・ブロザーズ	20,160 (10.65%)	10,263 (8.48%)	1,492 (11.14%)	14,457 (9.68%)	17,129 (9.91%)	15,584 (12.16%)	18,846 (12.16%)
6	野村	7,905 (4.18%)	15,230 (12.59%)	6,054 (6.35%)	6,128 (6.37%)	12,023 (9.36%)	14,984 (13.56%)	13,381 (8.64%)
7	UBSフィリップス・アンド・ドリュー	14,569 (7.70%)	14,995 (12.39%)	3,584 (11.62%)	3,097 (3.40%)	6,411 (10.70%)	1,128 (7.71%)	5,169 (7.71%)
8	ゴールドマン・サックス	0 (1.01%)	326 (1.01%)	1,306 (1.01%)	1,571 (1.01%)	2,989 (1.55%)	2,430 (1.52%)	2,558 (2.32%)
9	山	5,457 (2.88%)	1,953 (0.87%)	843 (1.21%)	1,571 (0.55%)	9 (1.52%)	2,430 (1.52%)	2,558 (2.32%)
10	ソシエティ・ジェネラル	10,292 (5.47%)	5,878 (4.86%)	11,265 (6.19%)	6,413 (3.40%)	1,259 (0.78%)	1,184 (0.77%)	1,184 (0.77%)
11	ペアリング	6,972 (3.68%)	6,501 (5.37%)	2,605 (3.17%)	1,550 (1.19%)	9,632 (8.18%)	3,067 (2.22%)	2,201 (2.22%)
12	新日本	3,177 (1.68%)	2,595 (2.14%)	1,132 (2.45%)	3,195 (2.45%)	3,950 (2.45%)	2,084 (2.45%)	2,084 (2.45%)
13	パリバ	3,418 (1.81%)	2,312 (2.85%)	1,632 (2.06%)	3,835 (2.01%)	1,268 (0.80%)	1,268 (0.80%)	1,268 (0.80%)
14	インド・スエズ				11,065 (8.52%)			
15	BZW							
16	ソロモン・ブロザーズ							
17	国際	3,410 (1.80%)	1,780 (1.47%)	465 (0.57%)	3,420 (1.81%)	2,912 (1.26%)	3,003 (1.32%)	3,003 (1.32%)
18	大東			884 (1.08%)	3,094 (1.64%)	1,326 (0.83%)	1,063 (0.45%)	1,063 (0.45%)
19	CSファースト・ボストン	1,548 (0.82%)	2,654 (2.19%)	3,054 (3.72%)				
20	東和			1,547 (1.28%)				
21	東海九万				2,439 (1.29%)			
22	ドイツ銀	1,326 (0.70%)			1,506 (1.16%)	1,325 (0.83%)	1,104 (0.71%)	1,104 (0.71%)
23	勧業			308 (1.02%)		659 (0.45%)		659 (0.45%)
24	和光				2,652 (1.41%)			
会員合計 (会員期間合計)		189,316 (7.17%)	120,969 (4.58%)	82,146 (3.11%)	129,798 (4.91%)	188,630 (7.14%)	160,054 (6.05%)	154,945 (5.86%)
上位15社計 (会員合計)		187,526 (99.05%)	122,765 (101.46%)	60,842 (98.41%)	127,182 (97.98%)	180,804 (95.95%)	155,115 (95.91%)	152,786 (98.61%)
うち外資系 (会員合計)		120,030 (63.40%)	49,408 (40.83%)	39,914 (47.37%)	78,516 (60.49%)	95,011 (50.37%)	85,760 (53.58%)	66,271 (55.68%)
うち日系 (会員合計)		67,496 (35.65%)	73,357 (60.63%)	41,928 (51.04%)	48,666 (37.49%)	85,793 (43.33%)	66,517 (42.93%)	55,115 (42.93%)
うち (会員合計)		20,334 (10.74%)	17,403 (14.38%)	23,387 (28.95%)	71,857 (53.39%)	15,830 (70.01%)	112,048 (69.75%)	105,061 (69.75%)
貿易 (会員合計)		168,982 (89.26%)	105,362 (78.08%)	58,359 (71.04%)	57,941 (44.64%)	172,800 (91.61%)	48,006 (29.99%)	45,878 (30.25%)
裁定以外のプログラム売買 (会員合計)		366,792 (65.96%)	271,315 (68.65%)	256,602 (75.77%)	191,001 (59.93%)	254,352 (57.42%)	310,936 (66.02%)	238,045 (60.57%)
裁定以外のプログラム売買 (会員定期合計)		153,237 (41.78%)	107,279 (39.54%)	103,564 (40.31%)	91,017 (38.54%)	128,042 (41.18%)	83,483 (35.06%)	
裁定以外のプログラム買付 (会員定期合計)		213,555 (58.22%)	164,036 (60.46%)	153,338 (63.04%)	123,172 (58.82%)	160,335 (58.82%)	182,894 (64.92%)	154,522 (64.92%)
プログラム売買 (会員期間合計)		556,108 (46.60%)	394,080 (46.10%)	339,048 (52.25%)	323,889 (50.01%)	412,982 (66.63%)	470,990 (72.99%)	399,990 (60.08%)
プログラム売買 (会員定期合計)		173,571 (31.21%)	124,682 (31.61%)	127,351 (37.56%)	142,776 (44.08%)	109,847 (21.60%)	210,690 (50.98%)	191,530 (48.74%)
プログラム買付 (会員定期合計)		382,537 (68.79%)	269,398 (69.36%)	211,697 (62.44%)	181,113 (55.92%)	333,135 (75.20%)	230,900 (49.02%)	201,460 (51.25%)

状況(売り買い合計)

単位：千株

順位	会社名	11月第1週 (11/1-5) 4営業日	11月第2週 (11/11-15) 5営業日	11月第3週 (11/18-22) 5営業日	11月第4週 (11/25-29) 5営業日	12月第1週 (12/2-6) 5営業日	12月第2週 (12/9-13) 5営業日	全期間 61営業日 (前回)	順位	会社名	
1	メリルリンチ	53,585 (22.25%)	22,634 (15.22%)	39,287 (26.46%)	31,703 (22.66%)	46,895 (26.53%)	177,401 (23.24%)	551,587 (29.68%)	1	(3)	メリルリンチ
2	日興	10,935 (17.02%)	35,302 (23.73%)	20,678 (15.66%)	61,831 (42.33%)	24,194 (13.69%)	28,714 (13.76%)	356,911 (44.44%)	2	(11)	日興
3	モルガン・スタンレー	26,159 (10.86%)	20,900 (14.05%)	22,299 (14.05%)	13,142 (16.72%)	25,711 (14.51%)	33,558 (7.02%)	278,651 (10.55%)	3	(2)	モルガン・スタンレー
4	大和	35,127 (14.61%)	16,696 (11.37%)	6,110 (10.92%)	7,314 (3.99%)	27,378 (4.14%)	25,122 (3.59%)	102,730 (0.54%)	4	(4)	大和
5	リーマン・ブロザーズ	12,166 (5.05%)	9,933 (6.68%)	6,966 (5.24%)	11,275 (3.09%)	23,133 (11.16%)	85,188 (5.31%)	246,695 (5.31%)	5	(5)	リーマン・ブロザーズ
6	野村	13,895 (5.77%)	9,439 (6.35%)	9,318 (6.99%)	5,281 (4.35%)	7,519 (6.25%)	120,166 (4.55%)	120,166 (6)	6	(6)	野村
7	UBSフィリップス・アンド・ドリュー	8,921 (3.70%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	3,289 (12.15%)	31,080 (7.76%)	100,730 (2.81%)	7	(14)	UBSフィリップス・アンド・ドリュー
8	ゴールドマン・サックス	5,258 (2.18%)	1,641 (1.23%)	2,395 (1.56%)	4,375 (2.47%)	51,157 (6.07%)	62,747 (3.13%)	13,500 (0.71%)	8	(19)	ゴールドマン・サックス
9	ソシエティ・ジェネラル	8,540 (3.55%)	2,211 (1.49%)	2,606 (1.93%)	6,672 (1.81%)	13,793 (2.43%)	64,289 (1.81%)	12,000 (0.47%)	9	(7)	ソシエティ・ジェネラル
10	ペアリング	6,814 (2.83%)	2,526 (1.70%)	1,727 (1.30%)	1,430 (0.92%)	3,977 (2.55%)	19,801 (2.55%)	32,508 (1.93%)	10	(12)	ペアリング
11	新日本	3,723 (1.55%)	4,492 (3.02%)	1,882 (1.41%)	666 (0.43%)	3,435 (1.94%)	14,879 (1.78%)	46,945 (1.78%)	11	(9)	新日本
12	パリバ	3,757 (1.56%)	1,989 (1.31%)	2,652 (1.99%)	884 (0.58%)	15,470 (2.03%)	31,933 (1.32%)	31,425 (1.19%)	12	(1)	パリバ
13	インド・スエズ	3,180 (1.32%)	2,821 (1.90%)	2,771 (2.68%)	1,136 (0.74%)	1,131 (0.64%)	22,929 (0.87%)	22,929 (0.87%)	13	(16)	インド・スエズ
14	BZW	3,094 (2.09%)	1,768 (1.33%)	2,873 (1.88%)	3,315 (1.88%)	3,145 (0.64%)	31,125 (1.12%)	31,125 (1.12%)	15	(1)	BZW
15	ソロモン・ブロザーズ	3,180 (1.32%)	2,821 (1.90%)	2,771 (2.68%)	1,136 (0.74%)	1,131 (0.64%)	22,929 (0.87%)	22,929 (0.87%)	16	(16)	ソロモン・ブロザーズ
16	CSファースト・ボストン	3,536 (2.38%)	1,727 (1.49%)	3,315 (2.55%)	1,727 (1.49%)	1,727 (1.49%)	7,513 (0.28%)	7,513 (0.28%)	17	(24)	CSファースト・ボストン
17	大東	3,757 (1.56%)	1,978 (1.33%)	3,315 (2.55%)	884 (0.58%)	884 (0.58%)	7,035 (0.27%)	7,035 (0.27%)	18	(29)	大東
18	東海九万	3,180 (1.09%)	1,978 (1.33%)	1,978 (2.55%)	884 (0.58%)	884 (0.58%)	6,446 (0.23%)	6,446 (0.23%)	19	(17)	東海九万
19	和光	3,180 (1.09%)	1,978 (1.33%)	1,978 (2.55%)	884 (0.58%)	884 (0.58%)	6,446 (0.23%)	6,446 (0.23%)	20	(15)	和光
20	ドイツ銀	3,180 (1.09%)	1,978 (1.33%)	1,978 (2.55%)	884 (0.58%)	884 (0.58%)	6,446 (0.23%)	6,446 (0.23%)	21	(17)	ドイツ銀
21	勧業	3,180 (1.09%)	1,978 (1.33%)	1,978 (2.55%)	884 (0.58%)	884 (0.58%)	6,446 (0.23%)	6,446 (0.23%)	22	(17)	勧業
22	新日本	3,180 (1.09%)	1,978 (1.33%)	1,978 (2.55%)	884 (0.58%)	884 (0.58%)	6,446 (0.23%)	6,446 (0.23%)	23	(21)	新日本
23	和光	3,180 (1.09%)	1,978 (1.33%)	1,978 (2.55%)	884 (0.58%)	884 (0.58%)	6,446 (0.23%)	6,446 (0.23%)	24	(17)	和光
24	YTL	3,180 (1.09%)	1,978 (1.33%)	1,978 (2.55%)	884 (0.58%)	884 (0.58%)	6,446 (0.23%)	6,446 (0.23%)	25	(17)	YTL
25	会員合計 (会員期間合計)	189,316 (7.17%)	120,969 (4.58%)	82,146 (3.11%)	129,798 (4.91%)	188,630 (7.14%)	160,054 (6.05%)	154,945 (5.86%)	26	(2)	会員合計 (会員期間合計)
26	上位15社計 (会員合計)	187,526 (99.05%)	122,765 (101.46%)	60,842 (98.41%)	127,182 (97.98%)	180,804 (95.95%)	155,115 (95.91%)	152,786 (98.61%)	27	(1)	上位15社計 (会員合計)
27	うち外資系 (会員合計)	120,030 (63.40%)	49,408 (40.83%)	39,914 (47.37%)	78,516 (60.49%)	95,011 (50.37%)	85,760 (53.58%)	66,271 (55.68%)	28	(1)	うち外資系 (会員合計)
28	うち日系 (会員合計)	67,496 (35.65%)	73,357 (60.63%)	41,928 (51.04%)	48,666 (37.49%)	85,793 (43.33%)	66,517 (42.93%)	55,115 (42.93%)	29	(1)	うち日系 (会員合計)
29	うち (会員合計)	20,334 (10.74%)	17,403 (14.38%)	23,387 (28.95%)	71,857 (53.39%)	15,830 (70.01%)	112,048 (69.75%)	105,061 (69.75%)	30	(1)	うち (会員合計)
30	貿易 (会員合計)										

表4(A) 日經平均生物全量削減率(年率) (%)

中国国有企业改革の経緯について

一、はじめに

新中国成立後、旧ソ連をモデルにつくられた国有企业は「よく限られた範囲を別にして産（生産計画）、供（原 料・機械などの購入）、銷（販売）、人（人事権）、財（財務）、物（資材）のすべての面で自主決定権を持たず、各行政機関の「附属性」に過ぎなかつた。また国有企业は「社会主義の優位性」を示すため、年金、医療、住宅、 娯楽、企業幹部用老人ホームなど本来国家が行なうべき事業を代行し、一部の大手国有企业は幼稚園から小・中学校、そして病院までも經營し、さらに地域の治安維持費、道路建設費なども負担した。重い社会的負担を抱えている国有企業の大部分は技術開発・費用が不足し、生産設備も老朽化しているため、国際競争力に欠け、また 経営は硬直化し、長期的に効率が低下することは避けられなかつた。⁽¹⁾

一九七八年「改革・開放」政策の実施以後、中国経済は中央集権的計画経済から徐々に市場経済へ転換を図り、 企業制度改革が開始された。はじめて市場競争環境における国有企业は国有企业同士だけではなく、新たに急 成長した「三資企業」（外資系企業）や「郷鎮企業」（農村の經營する企業）とも激しい競争にさらされることになつた。

小稿では現在に至る国有企业改革の経緯を紹介し、企業改革の改善策と残された問題点を整理したい。

一、経営自主権の拡大（第一段階・一九七八～一九八七）

周知のように一九七八年一二月に開催された中国共産党の一二期三中全会は「社会主義の近代化建設」への戦略転換を定め、経済体制改革と対外開放政策を打ち出した。計画経済から徐々に市場経済へと切り替える経済体制改革の第一ステップは農村の「家庭生産請負制」から始まり⁽²⁾、その二段階を追つて都市部へと展開してきた。国有企业改革もこの時点からスタートしたが、過去一八年間改革のプロセスを整理してみると、以下の三段階に大きく分けることができる。⁽³⁾

第一段階の改革は「放権讓利」（国家が経営権を手放し、利益を企業に譲る）を中心として進められた。共産党の一二期三中全会が開かれる直前の七八年一〇月、四川省は重慶鋼鉄公司、寧江機床工場および四川化学肥料工場などの国有企业六社を選んで「企業の経営自主権の拡大」実験を始めた。増産・增收を条件に企業には一定額の内部留保を認め、従業員も一定額のボーナスがもらえるようになつた。企業は従業員を総動員して増産に力を入れ、企業と従業員にインセンティブを与えるこの実験は良好な結果を収めた。

一九七九年一月四川省政府はこれらの経験を踏まえて、さらに一四項目の改革措置を制定し、一〇〇社の国有企业と四〇社の国有商業企業に改革実験を拡大した。これらの実験では、政府は、国家計画を達成した企業には、一定の生産計画、販売、人事および技術革新などの決定権限を与えることを明確に約束した。こうして一定の枠内ながら企業は自由に生産、販売、中間管理層の人事および内部留保などができるようになり、改革実験に参加した企業はその生産額と利潤を増加させ、四川省の平均水準を大きく上回つた。

一九七九年五月、国家経済委員会、財政部は北京、上海および天津市で首都鋼鉄公司を含む八社の国有企业を対象に試験的に経営自主権を拡大させたが、その内容は四川省の経験に基づくものであつた。同じ年の七月一二日、国务院は「国営工業企業経営管理自主権の拡大に関する若干の規定」、「国営企業利潤留保実行に関する規定」および「国営工業企業の固定資産に対する徴税の暫定規定」など五つの「規定」を発表した。同年末改革試験に参加した国有企业数は四千社に達し、翌年六月その数はさらに増えて六千六〇〇社にのぼり、全国予算内の国有企业企業数の一六%、生産額の六〇%、利潤の七〇%を占めるまでになつた。

八一年、八二年頃、国庫への利潤上納は主に政府が各企業と個別に交渉し上納額を決めるという「利潤包幹」の方法を取つており、上納後の利潤は企業に内部留保された。そして八三年から利潤上納制は納稅制（「利改税」）に改められ、中堅・大手企業の所得税率は五五%に設定された。八四年五月、国务院は企業の経営自主権をさらに拡大する「暫定規定」を公布し、生産、販売、価格設定、資金使用および人事権など一〇項目を企業に移譲した。後に「工場長の責任制」も導入された。しかし五五%の高税率は企業の強い不満があり、八六年以後は「經營請負制」に関心が集まるようになつた。

三、経営請負制（第二段階・一九八七～一九九一）

一九八七年に入り、国有企业を活性化させるため、経営者に對してより大きい経営自主権を与える経営請負制（承包制）が実施された。七八年末、全国予算内国有企业の七八%は経営請負制を実行し、中堅・大手企業では八〇%になつた。

一九八八年二月、国务院は「全人民所有制工業企業の経営請負制の暫定条例」を公布した。その主な内容は、政府と企業それぞれの権利、責任および利益配分関係を明確に取り決め、利潤の上納額を算定し財政収入を確保し（「包死基數」）、上納後の残余利潤はさらに政府と企業間で配分し、欠損の場合は企業が自己補填する。その

他、技術改良・設備更新は企業の責任とし、給料総額も利潤の上納額と連動するといったものである。八八年未時点で九三%の全国予算内国有工業企業、九五%の中堅・大手工業企業が経営請負制を実施した。⁽⁴⁾

経営請負制の実施は、国有企业の活性化や経営メカニズムの転換に一定の役割を果たした。しかし経営請負制には次のような限界があった。(1) 経営請負制になつても国有企业は依然として政府の「附属物」であり、企業の投資計画、財産処分、収益分配、企業トップの人事などの重大な意思決定権限は依然政府行政が握っている。

(2) 経営自主権、財産権（所有権）のない企業は眞の意味で経営責任を負つてゐるといえず、したがつて損失に対しても経営者は責任を問われない（「盈不包亏」）。(3) 経営者が政府と結ぶ請負期間は普通二、三年、長くとも五年で、経営者の立場からすれば、請負期間内に最大限生産設備を利用し、可能な限り多くの利益をあげればよい。これは生産設備の酷使を招き、長期投資を無視する傾向がある。このような短期的視点に立つ企業運営は企業の長期的発展にとりマイナスになる。(4) 経営者は個人的なコネを通じて政府と交渉することが多く、請負条件も企業ごとに様々で、平等な競争を保証できる統一基準が存在しない。(5) 市場の外部環境は変化が激しく不安定なので、契約の実現がなかなか難しい。(6) 経営請負制は企業の重い社会的負担、終身雇用および倒産などの問題を解決できない。

経営請負制には以上のような限界があり、八九年の天安門事件以後、三年間の「整理・整頓」期を経て、企業改革は有限责任導入方向に転換した。九〇年、九一年上海、深圳に証券取引所が創設され、株式会社制度の導入が始まり、そして最終的に浮上したのが「現代企業制度」改革である。

四、「現代企業制度」の導入（第三段階：一九九二～現在）

一九二年春、鄧小平は中国の南方を視察し、重要な「南巡講話」を発表した。「改革・開放」以後、体制改革、株式会社制度の導入などをめぐつて激しい社会主義対資本主義のイデオロギーの論争がおきたが、「講話」の中で鄧小平は「計画経済イコール社会主義ではない。資本主義にも計画がある。市場経済イコール資本主義ではない。社会主義にも市場がある。……株式会社制度の導入と実験はもつと大胆に進めよう。間違つたら、ストップすればよい」と述べ、生産力の発展を重視する見解を示した。それ以後改革に対する「姓資姓社」（社会主義か、資本主義か）の議論は沈静化し、より大胆な改革実験を可能にする政治的環境が整つた。

一九二年七月、「全民所有制工業企業經營メカニズム転換条例」が公布された。この「条例」は企業經營メカニズムの転換を促進するため、生産、販売、投資、価格決定および雇用など一四項目にわたつて企業の自主決定権を規定し、企業の經營自立を図るものであつた。

一九五年に入り国务院は一〇〇社の国有企业を選定し、改革実験を開始した。それと関連して一八都市の総合的改革として国有企业の「資産構成の最適化」（吸收・合併、売却および清算などのリストラ）、五六社の企業集團化、三社の政府持株会社化の実験も始まつた。改革方針としては「抓大放小」（大企業をしつかり管理し、中小企業は自由にさせる）政策をとり、二〇〇〇年を目標に国务院が一、〇〇〇社、地方の省・市政府が二、〇〇〇

社の国有企业を選定し、「现代企业制度」を完成させることとした。⁽⁶⁾

「现代企业制度」改革の最終的な狙いは公有制と市場経済を結合させ、指令的計画経済を「社会主义市場経済」に転換することである。そのためには、国有企业の經營マニズムを根本的に変革し、独立した法人として市場の競争環境に適応させる必要がある。併せて社会保障制度の確立や政府機能の転換などを含む一連の総合的な社会経済体制の改革も必要になる。

「现代企业制度」は中国国有企业改革の将来の方向として位置づけられており、その基本的な特徴は企業の資産関係の明確化、企業法人の經營責任の明確化、自主經營、独立採算、納税の義務、行政と企業經營の分離、有限责任制および科学的經營管理などである。⁽⁷⁾

九五年からスタートした「现代企业制度」改革は一年余りを経過したに過ぎない。現在のところ、改革候補企業一〇〇社のうち九五社が国家經濟貿易委員会、国家經濟体制改革委員会などから認可された。杭州蒸気タービン動力集團公司、重慶鋼鐵集團公司、冶金鋼鐵集團公司、唐山ソーダ工場、保定天威公司、四川沱牌公司、広州双橋公司、福州第二化学工場など大部分の企業はすでに会社登記を終わり正式に営業を開始している。残る企業の改革案も最終検討段階に入っている。その他、五六社の企業集團、三社の政府持株会社も改革に着手した。改革案が認可されたこれらの企業は五つのパターンで改革を進めている。すなわち（1）唐山ソーダ工場、その他一部企業は有限会社あるいは株式会社に改めた。（2）一部の企業、例えば重慶鋼鐵集團公司などは全額政府出資の国有企业に改められ、その生産担当部門は株式会社に改組された。（3）湖北化纖工場などは全額政府出資の混合持株会社に改造された。（4）監督官厅（局）の一部は全額政府出資の持株会社に変わった。例えば青島益青實業總公司などの企業である。（5）經營不良の企業は倒産させる。現在まで

表1 国有工業企業の赤字企業数の割合と赤字額の推移

年	赤字企業数の割合（%）	赤字額（億元）	財政から国有企业への赤字補助額（億元）
85	9.6	32.44	507.00
86	13.1	54.49	324.78
87	13.1	61.04	376.43
88	10.9	81.92	446.46
89	16.0	180.17	598.88
90	27.6	348.76	578.88
91	25.8	367.00	510.22
92	23.4	369.27	444.96
93	28.6	452.64	411.29
94	30.9	482.59	366.22
95	33.8	540.61	327.77

（出所）『中国統計摘要1995』、39頁、『中国統計年鑑1996』、227頁、429頁、中国統計出版社。
一部の数字は中国国家統計局より提供。

表2 37万社工業企業の企業間不良債権（三角債）の推移

年	不良債権（億元）
90	901.23
91	1,243.70
92	1,613.00
93	3,457.00
94	6,314.21
95/5	7,193.00

（注）（上）（下）（12頁）
（年未数）
（出所）樊網「企業間債務と宏觀經濟波動」『経済研究』1996年第3期、3頁、

①調査された37万社の工業企業は農村の郷以上の工業企業のみ。
②数字は中国国家統計局より提供。

（出所）樊網「企業間債務と宏觀經濟波動」『経済研究』1996年第3期、3頁、

に一社だけが倒産している。⁽⁸⁾

制度改革に取り込んだ企業はいずれも資産・組織構造を改善し、競争力、活力を高めつつある。しかし余剰人員の削減、社会的サービス機能の分離が差し迫った問題になつていて。

市場競争に敗れた一部の国有企业は赤字に陥り（表1）、あるいは多額の不良債権を抱え（表2）、特に近年は大量の過剰人員が深刻な問題になつていて。ある資料によれば、現在国有企业の余剰人員は二千万人と推定され、一人当たり年間給料を平均五、〇〇〇元と仮定して国有企业は一年間に一、〇〇〇億元を支給しなければならない計算になる。その金額は国有企业の九五年度の利潤総額一、一〇〇億元に近い。⁽⁹⁾

経営が悪化した国有企业は倒産させられるケースも増え、その結果失業者は増加傾向にある。今年上半期政府

が指定した五十八の企業改革モデル都市だけで一三一社の国有企业が倒産し、一〇万一千人の従業員が職を失い、再就職先を探さなければならないという状態に追い込まれている。⁽¹⁰⁾ 企業制度改革の実行は倒産、失業を表面化させ、社会保障制度のいまだ整備されていない中国は社会的不安を醸成する懸念もないとはいえない。

六、むすびにかえて

以上、国有企业の問題点を取り上げ三段階に分けて国有企业改革の経緯を紹介し、「現代企業制度」の決定に至る背景を検討した。ここで改めて振り返つて見ると、中央集権的な計画経済の枠組みから「社会主义市場経済」への転換点に立たされた国有企业は、旧計画経済体制から引き継いだ問題点と近年の市場競争原理の導入によって新たに発生した問題の両方を抱えている。企業改革の最大の困難は企業の重い社会的負担、余剰人員、赤字経営、不良債権の累積などの問題であり、これらの問題を適切に解決しないかぎり、改革の前途は険しく、また社会的不安を醸成しないともかぎらない。

「政企不分」（政府と企業の不分離）のもとで長期にわたり経営責任を不明のままにしてきた旧制度を根本的に変革し、可及的速やかに企業の経営責任を明確にし、株式会社制度（有限責任制）の導入などを含む新しい企業制度へ切り替え、自立経営、損益自己負担の原則を確立することが求められている。

企業の長期的発展は最終的には経営努力が決定する。将来の企業は技術革新、新商品開発、コスト削減など科学的経営にあらゆる努力を払うべきである。また外資導入に際しては、単に資金や技術の導入だけに止めず外国企業の経営方法も併せて学びとり、たえず変動する市場環境に即応できる経営戦略をうちたてるだろう。企業改革と平行して国有资产の管理・監督機構の設立や社会保障の提供など関連する総合的な国家施策が推進されるべき」とはもちろんである。

言うまでもなく「現代企業制度」改革は、「社会主义市場経済」という大命題の下で経済発展と社会的安定を両立させなければならない。市場経済の持つ長所を活用し、かつその限界を充分に認識した上で企業制度の抜本的改革を如何に着実に推進していくか、改革はこれから正念場を迎える。

(王)

注

- (1) 中国国有企业の問題点については、拙稿「中国国営企業の形成、拡大および問題点について」、『証研レポート』No.1526、一九九五年九月号を参照されたい。
- (2) 馬家駒編『中国経済改革の歴史考察』浙江人民出版社、一九九四年、一〇九、一一八頁、参照。
- (3) 「中国改革与发展報告」専家組編『中国的道路—中国改革与发展報告（一九七八—一九九四）』中国財政経済出版社、一九九五年、八三、八九頁、参照。
- (4) 徐之河、李令徳『中国公有制企業管理発展史統篇（一九六六—一九九二）』上海社会科学院出版社、一九九六年、二六〇頁、参照。
- (5) 鄧小平『鄧小平文選（第二卷）』人民出版社、一九九三年、三七三頁。
- (6) 「統一思想、協同歩調」『中国改革報』一九九六年一月一二日。中国国有企业の「現代企業制度」改革については、拙稿「中国国有企业における『現代企業制度』の改革について」、『証研レポート』No.1531、一九九六年一月号を参照されたい。

(7)

中国共产党第一四期三中全会で採択された「社会主义市場経済体制確立に関する若干の問題についての決定」による。

中共福建省委政策研究室、福建省經濟委員会編『国有企业改制建制政策文件汇編』一九九四年、一四六頁。

(8)

「突破難点、務求必勝」『人民日報（海外版）』一九九五年二月二三日。陳清泰「国有企业改革の深化」『北京週報』

一九九五年二月二八日、第四八号。『中国改革報』一九九六年一〇月一日。

(9)

『中国信息報』一九九六年八月一五日。

(10)

『人民日報（海外版）』一九九六年八月六日。