

証研

レポート



（毎月一回第二月曜日発行）
昭和五十一年十一月十日第二種郵便物認可

No.1574

1999年9月

ディストレス投資の条件と展望 松尾 順介（1）

電子先物取引所 EUREX
—ヨーロッパ最大から世界最大へ— 吉川 真裕（11）

中国上場企業の産業別・業種別の株式分布状況について
王 東明（25）

証券取引所の市場情報収入（2）、清水 葉子（44）

アメリカにおける決済機関統合の動き 福本 葵（53）

財団法人 日本証券経済研究所

「ディストレス投資の条件と展望

松尾 順介

はじめに

前回のレポートでは、日本で初めてのディストレス投資事例と考えられる、アドバンテッジ・パートナーズ社の運営する投資会社APM社による富士機工電子への投資事例を考察したが、この間大和証券SBキャピタル・マーケットが「ジャパン・リカバリ・キャピタル・パートナーズ」と命名するディストレス専門のファンドを設立したほか、未来証券が「みらい一号」と命名したプライベート・エクイティ・ファンドを設立、その投資対象としてディストレス企業も視野に収めるといった動きが表面化しており、いよいよ日本でもディストレス投資がスタートしたといえるだろう。

そこで、本稿では、これらの投資ファンドを簡単に紹介した上で、日本でこのような投資が本格的に展開されるためにはいかなる条件が必要かについて考えたい。とくに、今秋には倒産関連法制の改正（民事再生手続）が予定されており、その影響も大きいと推測される。

1. 最近の事例

まず、今年七月に発表された「ジャパン・リカバリ・キャピタル・パートナーズ（JRCP）」は、大和証券SBCMと米国の投資銀行ロスチャイルドが共同で設立したものであり、総額四〇〇億円を目処に現在募集が行われている。ロスチャイルドはもともとM&Aなどのアドバイザリー業務に秀でており、すでに一九九七年秋からRothschild Recovery Fund L.P.を運用しこの分野でのノウハウを有しているとされている（例えば、同ファンドは一九九九年二月には破綻した韓国のセメント会社ハラ・セメントへの投資、一九九九年四月には米国のAnker Cool Groupへの投資などを行っている）。JRCPの主な投資対象は、①不良債権、②ワークアウト、③その他資産、となっており、このうち①については本邦金融機関の保有する不良債権が対象となり、②については再建過程にある本邦企業の証券・債権等への投資とともにそれらの企業への短期運転資金貸付なども対象となり、さらに③については本邦企業または公的機関の放出する資産が対象となっている。このうち興味深いのは、②のデイストレスト企業への投資であるが、ここではロスチャイルドが従来行つてきた手法を応用して、(a)短期貸付・運転資金の提供（DIPファイナンス）、(b)有価証券投資、(c)資産購入・営業譲受などを行うとされている。まず、(a)については、売掛債権または在庫資産を担保とし、投資利回りをベースとした交渉で金利を設定し、(b)については、社債や株式を大口保有して再建のアドバイスを行うなど再建手続への影響力を行使することが考えられる。また、(c)については、破綻企業の資産継承会社を設立して、そこを通じて投融資を行うことも考えられる。ただし、前回紹介したAPM社の事例とは異なり、破綻企業へ経営者を派遣して主導的に再建することはせず、再建過程でアドバイスを行い、できるだけ早期に事業管財人となるスponサー企業または投資家を見つけ出すという戦略を採用することである。これは、前者については日本では経営者を対象とする労働市場が形成されていないこと、後者についてはファンドの運用期間に制約があり、再建完了まで資金を固定することが困難であるためと考えられる。

なお、JRCPの総額は四〇〇億円であるが、このうち二〇〇億円は海外機関投資家、残り半分は国内機関投

資家から調達する予定である。また、募集に際しては、最小コミットメント額を一〇億円とし、六営業日前までの事前通知によつて払い込みを行うことが義務付けられている。

他方、未来証券の「みらい一号」は、投資事業有限責任組合の形態をとつており、一九九九年七月に設立された。投資対象は、国内未公開会社の発行する株式、転換社債、新株引受権付社債などであり、出資金総額一四億円、投資期間五年（ただし、存続期間満了後も清算手続き上、二年を限度に一部の業務を行う場合がある）となつてゐる。したがつて、これは未公開株に投資を行い、株式公開や未公開株式市場、あるいはM&Aによつて資金回収を図る、プライベート・エクイティ・ファンドであり、必ずしもディストレス証券に専門的に投資を行つてゐるものではない。実際、現時点ではビッグボーリ（北海道の酒類ディスカウンター）やラップマスター（東京にあるシリコンウエハー研磨装置製作会社）といったベンチャー企業に投資しており、まだディストレス投資は行っていない。ただし、未来証券の筆頭株主であるとともに設立母体である日本アジア投資は、数年前に会社更生法申請を行つた本間物産（山形）に投資した実績があり（この案件では、カウボーリが事業管財人に選任され、日本アジア投資は全体の三〇%相当の出資を行つた）、今回のファンドでもディストレス投資を検討している。現時点では、両ファンドともまだディストレス投資を実際に行つていなかが、いずれ近いうちに投資が行われるものと考えられる。

ところで、日本においてディストレス投資が本格的に拡大し、ディストレスト証券市場が成立するためにはどのような条件が必要だらうか。一般に、市場の成立条件を論議する際、三つの条件が必要と考えられる。第一は客観的条件、すなわち取引対象が十分に供給されるかという点である。第二は制度的条件、すなわち市場インフラが整つているかどうかという点であり、決済システムや情報ベンディングシステムなども含まれるが、ディストレス投資に関しては、倒産法制なども含まれる。⁽³⁾第三は主体的条件、すなわち取引主体である投資家が存在するかどうかという点である。そして、米国のディストレスト証券市場は、このような条件を満たしていると思われる⁽¹⁾。以下、市場成立の客観的条件、制度的条件および主体的条件という観点から考察する。

2 ディストレス投資の客観的条件

まず、客観的条件についていふと、ディストレス投資対象の供給は、企業倒産の増減に左右され、その意味では景気動向や産業構造の変化に大きく影響される。ただし、日本の場合、今後の企業倒産の動向やそのあり方は、日本型経済システムの転換によつても、大きな影響を受けるものと考えられる。

なかでもメインバンク制度の今後の変化は企業倒産のあり方を大きく変化させるものと考えられる。というのは、メインバンクは取引先企業が危機に陥つたとき、通常救済的な行動をとつてきたからである。たとえば、メインバンクは債務の返済猶予、金利減免、あるいは追加融資などによつて金融支援を行い、また役員派遣などによつて再建計画策定を主導し、場合によつては経営陣の更迭や資産売却、さらには合併・吸収などの手段も講じた。そして、その間メインバンクは債権者間の交渉や調停を執り行つてきた。その結果、多くの場合メインバンクが再建に深く関与し、尽力した後（いわばメインバンクが見放した形で）行われるのが通例であつた。そのため、上場企業の会社更生法申請件数は少なく、申請企業はメインバンク不在ないしメインバンク関係が希薄である企業がほとんどであつた。つまり、明確なメインバンク関係を有する企業がディストレスに陥つた場合、メインバンクが主導して、ワーカーアウトやリオーガニゼーション（DIPファイナンスを含む）を行つてきたた

め、法的な手続きが回避されたといえる。その結果、ディストレス状態に陥った企業は、市場原理にさらされることはなかつた。なぜならば、ディストレス企業の債権者たちは、メインバンクと交渉し、メインバンクに対してもより大きな責任を負担させようとする一方、その見返りとして一定の協力を義務付けられる。そのため、債権者は債務者企業と直接交渉することも、また債権を転売することもなく、ディストレス投資の介在する余地がなかつた。

しかし、このメインバンク関係は、今後大きく変化する可能性がある。私見では、メインバンクの機能の根幹は、集中的融資動員機能であり、それを担保するものとして救済的機能が存在したと考えられる。その観点からすると、直接金融の比重が拡大し、企業の資金不足が解消するとともに、融資集中機能の役割は低下し、メインバンク関係も弛緩すると考えられる。実際、最近の倒産事例にはメインバンクが救済的機能を果たさなくなつた事例（たとえば日本国土開発）が見られる。したがつて、メインバンクの救済的機能が低下すると、自ずから当事者間でのワークアウトやリオーガニゼーションが行われるようになり、そこにはディストレス投資の余地が生まれるものと思われる。

3 ディストレス投資の主体的条件

第二に、主体的条件としては、①情報を分析し投資判断するノウハウが投資家側に蓄積されていること、②ディストレス投資のようなハイリスクの投資を行う投資家層（ここには投資ファンデのような機関投資家が含まれる）が形成されていくこと、が挙げられる。

①については、社債を例に挙げると、適債基準などによつて、リスクの高い社債を市場から長年にわたつて排除してきたために、日本ではデフォルトのデータはきわめてわずかであり、また投資する側にもこのようなノウハウの蓄積は乏しいと思われる。しかし、前述のAPM社の事例では、経営コンサルタント会社が有する経営ノウハウがここでは生かされていると見ることができ。その意味では、ディストレス投資のノウハウを、パッシブな投資に必要なノウハウと、アクティブな経営参加型の投資を行う際のノウハウに分けるとすると、前者のノウハウの蓄積は現在の国内金融機関において不充分である思われる。しかし、後者のノウハウは、経営コンサルタントなどの間で一定程度蓄積されている可能性はあると推測される。ただし、経営参加型でも、積極的に経営者を派遣して再建にコミットするとなると、経営者の労働市場が日本では狭隘であること、さらにこの分野の経営者に求められる資質や能力が多様であること（たとえば、経営破綻した中堅・中小企業の場合、基本的な経営管理そのものが未整備である場合が多い。したがつて、派遣された経営者は、経営管理体制全般を整備した上で、経営戦略を立案・実行し、さらに業界や取引先との関係も維持するなど、多種多様な業務を遂行しなければならない）、などの点が障害になるものと思われる。そのため、経営参加型の投資が行われるとしても、経営者の派遣には自ずから限界があるだろう。したがつて、海外すでに十分なノウハウを蓄積している外資系金融機関と提携するとともに、経営アドバイス的な再建支援を行いながら投資するというスタイルが現実的であると考えられる。

ただし、これは推測であるが、ベンチャー投資のノウハウに比して、ディストレス投資のそれは、獲得しやすいと思われる。というのは、ベンチャーの多くは新技術開発に重点があり、新技術の可能性や市場性を判断しなければならないのに対し、ディストレス投資は、すでに市場の評価にさらされた財・サービスを提供している企業に対して投資判断を下すわけであり、十分にリサーチするだけで、不確実性は相対的に低下する場合が多い

と考えられる。

②については、個人金融資産残高一二〇〇兆円といわれながら、米国に比して、厚みのある投資家層が形成されない要因のひとつは、機関投資家の投資行動にあると思われる。例えば、内規によつて、投資適格のトリプルB格の債券ですらそもそも投資できない機関投資家が多数あるといわれているのはその端的な現れであろう。しかし、最近の運用難によつて、このようなあり方は徐々に転換を余儀なくされている。また、今後の日本版ピッグバンの進展によつて、運用競争が激化するため、今後機関投資家の行動が変化する可能性は大きいと思われる。

4 ディストレス投資の制度的条件

第三に、制度的条件としては、①破綻企業の情報開示、②迅速に会社更生を行うための倒産法の整備、が重要である。

まず①については、日米間で裁判所の手続き過程の情報開示に大きな相違があり、これは裁判所の情報開示に対する姿勢の相違によるところが大きいと考えられる。したがつて、日本でディストレス証券市場が形成されるためには、何らかの公式的な情報開示制度が整備される必要があり、そのためには現行の裁判所での手続きをよりパブリックなものとするか、あるいは破綻後の継続開示を証券取引法などで制度として義務づけることが必要であろう。ただし、後者については、年二回では事態の流動的な変化に対応できないという難点や、有価証券報告書提出に要する費用負担の問題があり、前者については、裁判所の保守性や、改革を主導する利益集団の欠如という難点があるため、このような情報開示は困難であると否定的に考えられた。しかし、前回のレポートで述べたように、今回のAPM社の事例は、管財人を通じて情報が提供されており、この点で新たな可能性があると考えられる。

次に、②については、現行の日本の倒産法が、迅速な会社更生を進めるように機能していないために、会社更生が遅延し、更生期間が長期化するといわれていた。実際、米国の倒産法と比較すると、少なくとも更生手続き開始要件の問題、DIP制度がないという問題が指摘できる。まず、更生手続き開始要件の制約がない米国のチャプター・イレブンに比べて、日本の会社更生法では開始要件に制約があるため、支払不能や債務超過などといった破綻事実がないと申し立てできないのが実状である。このために開始が遅れ、それが早期再建を阻らせる原因となつてゐるという見方もある。また、米国のようなDIP制度がないため、多くの場合旧経営者は申し立て後に経営から排除され、その身分を喪失する。このため、あくまでも立場を維持するために申し立てを回避するインセンティブが働かざるをえず、万策尽きて申し立てに至るという形になりがちであった。しかし、これらの点については、現在日本でも、倒産関連法の見直し作業が進められており、九九年秋の国会に法案が提出される見通しであることが報道されている。これによると、経営不振企業が破綻前でも裁判所に手続き開始を申し立てができるようにする、社外の管財人でなく業務に詳しい経営陣が経営を継続できるようにする、再建計画の合意に必要な債権者の議決権の割合を三分の二程度に引き下げる、などといった規定が盛り込まれており、破綻企業の早期再建が重視されるといわれている。この倒産法改正によつて、制度的な条件が整備される可能性はあると思われる。

「」ののような投資が今後定着・拡大するかどうかを展望するためには、以上の三条件が整えられるかどうかを十分に吟味する必要があるが、私見では主体的な条件や客観的な条件はかなり成熟してきていると考えられる。むしろ、制度的な条件を早期に整備し、「」のような市場のインフラ整備を推し進めるべきである。昨今、ベンチャーアイティストによる投資に対する制度的基盤整備の重要性も大きく、緊急性という点ではベンチャー以上であるが、デイストレス投資に対する制度的基盤整備の重要性も大きく、緊急性といふ点ではベンチャー以上であるかもしれない（実際、ベンチャー投資については、「ベンチャー・バブル」という見方もある）。その意味では、今秋に予定されている倒産関連法制の改正（民事再生手続⁽²⁾）が期待される。米国でも七八年連邦倒産法が倒産企業の再建を促進し、「」ののようなデイストレス投資の拡大に大きく貢献したと言われるからである。したがって、稿を改めて、「」の倒産法制改正とその影響を考察したい。

なお、本稿は投資を勧誘するものでも、投資判断材料を提供するものでもない。「」からのファンズへの投資についてでは、各社に直接問い合わせていただきたい。

未来証券株式会社：

〒100-1001 東京都中央区日本橋茅場町一丁目九番四号 長寿ビル八階

TEL (03)-3639-1811 FAX 03-3639-1813 <http://www.mirasec.co.jp/>

大和証券のBCM事業開発部：

〒101-1829 東京都中央区八重洲一丁目二番五号

TEL (03)3243-2211 (代表) <http://www.daiwa.co.jp/daiwasbcm/index.shtml>

(1) 米国デイストレス証券市場に関する文書では、出稿「米国のデイストレス証券市場とバルチャー・ファンド」、「インベストメント」、一九九九年八月、を参照されたい。

(2) 今秋の倒産法制の改正については、以下の文献を参照されたい。
 法制審議会倒産法部会「民事再生手続（仮称）に関する要綱案」、「ZB」、No. 六七〇、一九九九年八月一日
 商事法務編集部「民事再生手続（仮称）に関する要綱案の概略」、「商事法務」、No. 一五三三四、一九九九年八月五日
 山本弘「新再建型手続の目的・機関・開始」、「ZB」、No. 六六四、一九九九年五月一日

電子先物取引所EUREX

ヨーロッパ最大から世界最大へ

吉川 真裕

一九九八年九月一四日、ドイツ先物取引所(DTB)はスイス金融先物・オプション取引所(SOFFEX)と合併し、EUREX(European Exchangeに由来)が誕生した。DTBは一九九七年後半にロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)で活発に行われていたドイツ国債(BUND)先物取引を獲得し、ヨーロッパ中央銀行のお膝元となるフランクフルトはヨーロッパの金融先物市場としても一躍注目を浴びることになった。SOFFEXとの合併の効果もあって一九九八年の契約数ではEUREXはLIFFEを追い越し、ヨーロッパ最大の先物取引所となつたばかりでなく、シカゴ商品取引所(CBT)に次ぐ世界第二の先物取引所となつた。この勢いは止まるところを知らず、一九九九年上半期にはCBTを大きく上回り、このままいけば一九九九年の契約数では世界一の先物取引所になる可能性が濃厚である。

DTBがフロア取引を行うLIFFEからBUND先物を獲得した主因はコンピューター取引による取引コストの安さと言われているが、一九九八年にはフランスのMATIFとMONEPがNSC-VF/V0と呼ばれるコンピューター取引システムを導入し、LIFFEもLIFFEコネクトと呼ばれるコンピューター取引システムに移行中であり、EUREXのコンピューター取引システムは旧式で表示形式のカスタマイズ設定もできないといつた不満も一部にはみられていた。しかし、EUREXは一九九九年のユーロ導入前に統合することを最優先させていたのであり、コンピューター取引システムの改良(EUREXリリース三・〇)はこの九月から行われる。

本稿では、EUREXを取り巻く状況を振り返った後、EUREXの取引システムと今回導入されるEUREXリリース三・〇の特徴を紹介する。

1 EUREXを取り巻く状況

EUREXの母体となつたDTBは一九九〇年にコンピューター取引システムを採用した株式オプション取引所として設立され、一九八九年に開設されたSOFFEXの取引システムを改良して採用した。シカゴ・マーカンタイル取引所(CME)での金融先物取引の開始が一九七二年、イギリスのLIFFEの設立が一九八一年、わが国の長期国債先物取引の開始が一九八五年、フランスのMATIFの設立が一九八六年であることを考慮ると、金融先物取引所としてはDTBは後発組に属し、一〇年足らずのうちにヨーロッパ最大のみならず、世界最大の先物取引所となることを予想した者はおそらく皆無であろう。

EUREXの急成長の主因はヨーロッパの通貨統合であり、通貨統合なくして今日のEUREXは語れない。ドイツは世界第三位の経済大国ではあるが、GDPではアメリカや我が国に遠く及ばない。しかし、ヨーロッパの通貨統合によつてヨーロッパが一つになればアメリカに匹敵する規模となり、ヨーロッパを代表する先物取引所が世界最大となることはそれほど不思議ではないのである。実際、DTB(EUREX)での取引が急拡大したのはヨーロッパの経済通貨同盟が現実味を帯びだした一九九六年以降である(表1)。

表1 DTB/EUREXの売買高の推移

年	契約数合計			対前年変化率	
		先物(構成比)	オプション(構成比)	先物	オプション
1990	6,798,558	111,028(2%)	6,687,530(98%)	—	—
1991	15,369,880	3,770,078(25%)	11,599,802(75%)	126%	3296%
1992	34,809,778	10,233,700(29%)	24,576,078(71%)	126%	171%
1993	50,176,918	16,135,029(32%)	34,041,889(68%)	44%	58%
1994	59,208,630	25,466,788(43%)	33,741,842(57%)	18%	58%
1995	58,177,309	24,770,101(43%)	33,407,208(57%)	-2%	-3%
1996	77,314,480	40,354,281(52%)	36,960,199(48%)	33%	63%
1997	112,164,106	68,378,281(61%)	43,785,825(39%)	45%	69%
(1997*)	151,983,100	70,847,677(47%)	81,135,423(53%)	—	—
1998	248,222,487	145,248,177(59%)	102,974,310(41%)	121%	112%
(1998**)	159,661,423	92,218,388(58%)	67,431,398(42%)	63%*	105%*
1999**	245,095,363	161,143,403(66%)	83,951,960(34%)	54%**	75%**
				24%**	

注: *はSOFFEX+DTB, **は8月までの累積合計

(資料) EUREX, "Eurex Volume in August Almost Even with Total for 1998 - 245 Million Contracts Traded", Media Release, 1 September 1999, Deutsche Börse, Fact Book 1998, March 1999

表2 EUREXの主要商品売買高

単位: 契約

取引対象	1999年8月	1999年累積合計		対前年平均変化率
		1営業日平均	1営業日平均	
Euro-BUND Future	11,947,117	543,051	99,093,236	589,841 71%
Option on Euro-BUND Future	2,187,707	99,441	16,713,004	99,482 422%
Euro-BOBL Future	4,966,988	225,772	32,508,899	193,505 58%
Option on Euro-BOBL Future	268,406	12,200	957,063	5,697 8%
Euro-SCHAFT Future	2,013,563	91,526	10,978,296	65,347 56%
Bond Market Products 合計	21,466,745	975,761	161,103,967	958,952 78%
DAX Future	970,506	44,114	8,436,669	50,218 91%
DAX Option	2,817,090	128,050	20,492,303	121,978 9%
SMI Future	476,819	21,674	4,452,277	26,502 270%
SMI Option	298,817	13,583	2,417,401	14,389 17%
DJ EURO STOXX 50 Future	358,664	16,303	2,568,274	15,287 5197%
DJ EURO STOXX 50 Option	341,659	15,530	1,573,203	9,364 6463%
Index Products 合計	5,283,911	240,178	40,560,062	241,429 51%
Stock Options 合計	5,074,983	230,681	41,167,127	245,042 -2%
Three-Month-Euribor Future	214,736	9,761	2,209,385	13,151 —
Money Market Products 合計	215,621	9,801	2,264,207	13,477 489%
Eurex 合計	32,041,260	1,456,421	245,095,363	1,458,901 54%

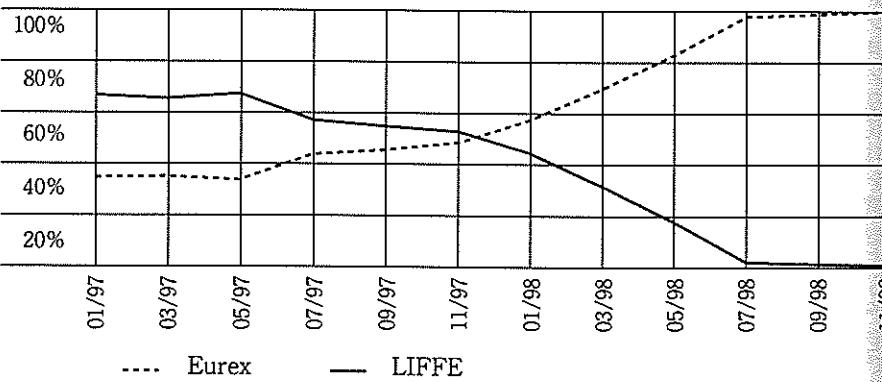
(資料) Deutsche Börse, Eurex Monthly Statistics August 1999, 1 September 1999

一九九九年八月におけるEUREXの売買高を調べてみると、一営業日平均で合計一四六万契約のうち、BUND(ドイツ長期国債)先物が五四万契約、BOBL(ドイツ中期国債)先物が二三万契約、DAX指数オプションが一三万契約、BUND先物オプションが一〇万契約、CHATZ(ドイツ短期国債)先物が九万契約、DAX指標先物が四万契約であり、債券関連の比率が全体でも六七%と圧倒的に大きいことがわかる(表2)。ドイツ国債が通貨統合後のヨーロッパにおけるベンチマークになるという期待がEUREXでの取引拡大の追い風となつて現在に至っていることは明らかである。

BUND先物は一九八八年にLiffeで取引が開始され、一九九〇年にDTBが取引を開始してからもLiffeが中心市場であり、一九九〇年代におけるLiffeの急成長の原動力でもあった。⁽¹⁾ところが、通貨統合後のヨーロッパの金融市場の中心となることを狙ったDTBによる手数料免除やコンピューター取引の優位を唱えるキャンペーン等が功を奏して一九九七年後半からBUND先物はLiffeからDTBへと流出し、一九九八年後半にはLiffeでの取引はほとんどなくなってしまった(図1)。

EUREXは一九九六年一二月にDTBの親会社であるドイツ証券取

図1 Eurex vs. LIFFE in BUND Futures



(出所) Deutsche Börse, Fact Book 1998, March 1999

引所とSOFEXの親会社であるスイス証券取引所が合意をして一九九七年一月に両取引所の五〇%出資による子会社として誕生⁽²⁾し、一九九七年九月にDTBとSOFEXの取引システムと清算機関を統合（実質的にはSOFEXのDTBへの併合）する計画を発表した。一九九八年五月にはDTBの会員にEUREXリリース一・〇が導入され、一九九九年から始まるユーロ建て取引と通貨統合に参加しないスイス・フラン建て取引のためにマルティ・カレンシー清算システムが利用可能となつた。そして、一九九八年九月一四日にはDTBの会員に、九月一八日にはSOFEXの会員にEUREXリリース一・〇が導入され、両取引所の取引規則・取引システム・清算システムは完全に統合されて今日に至つている。

SOFEXが開発し、DTBが改良を加えた取引と清算を統合したコンピューター取引システムは一九九七年一月にドイツ証券取引所が導入した現物取引システムXETRAの基盤となつており⁽³⁾、MATIC/MOND・アーキテクチャーがEUREXの取引システムの改良に用いられている。一九九九年八月二三日にはEUR EXリリース三・〇の導入が完了しており、九月六日からはオープン・インターフェイスの取引システムが利用可能となり、九月一四日からはLiffeが九月二〇日の導入を発表していたプロラタ・マッチングがEURE Xの短期金利商品で導入される予定である。⁽⁴⁾さらに、二〇〇〇年五月にはEUREXリリース四・〇の導入が計画されており、清算機能の拡充とキャパシティの拡大が計画されている。

なお、EUREXはヘルシンキ証券取引所（HEX）との協定に基づいて九月二七日からHEXの上場商品を段階的にEUREXに統合（一〇月一五日に完了）する計画を発表しており、一〇月四日には北欧四カ国の新たな株価指数ダウ・ジョーンズ・ノルディック・STOXX三〇指標先物・オプションの取引を開始する予定である。

。

2 EUREXの特徴

SOFEXもDTBも取引フロアを持たない電子先物取引所として開設されており、先物取引にはローカルズと呼ばれるフロアでの流動性提供者が欠かせないという従来の常識を打ち破つた⁽⁵⁾。両国ともに金融先物取引所を開設する際に商品先物取引所が存在していなかつたという国内事情がローカルズの育成という準備作業を飛び越えてコンピューター取引システムの導入へと導いた。また、DTBは一九九三年に、フランクフルト証券取引所を傘下におさめ、店頭電子取引システムIBISを運営していたドイツ証券取引所の傘下に入ることで、証券取引所と先物取引所が同一運営主体に属するというモデルを打ち立て、その後各国に波及した取引所の組織形態のお手本ともなつた。さらに、DTBは会員権を取得した会員だけが直接取引所で取引を行うことができるという伝統的な取引所概念を覆し、登録料を毎年支払うことで直接取引システムにアクセスできるという制度を打ち出して、コンピューター取引時代の新たな取引所会員制度を確立させた。EUREXに受け継がれているDTBのこうした革新性は、後発組であったことが伝統的な考え方とらわれず、より効率的な方法で先発組を凌駕することに結びつくという後発性の利益を改めて思い起させる。

ここでは、電子先物取引所としてのEUREXの特徴を把握するためにEUREXの取引システムについて項目別に特徴を要約した。

(1) 取引方法

EUREXでの取引はコンピューターを通じたオーケーション形式で行われるが、オプション取引では原則的にマーケットメーカーを付けており、会員のクオート請求に対しマーケットメーカーがクオートを提示する義務を負っている。マーケットメーカーとなるメリットはEUREXに支払う取引との定率フィーが軽減されることがあり、マーケットメーカーの取引には新規と仕切りの区別は必要なく、ネット・ポジションとして処理される。

(2) 注文の形態

EUREXで利用できる注文の種類は、マーケット・オーダー（成り行き注文）、リミット・オーダー（指し値注文）、コンビネーション・オーダー（複合注文）、ストップ・オーダー（条件付注文）の四種類からなる。

マーケット・オーダーには取り消しまで有効（GTC）と指定日まで有効（GTD）の二種類があるが、指定がない場合には当日のみ有効として処理される。また、EUREXでのマーケット・オーダーは対当する注文が存在しない場合、気配値を更新していくことはなく、直近の取引価格または売り買い同一方向の最良気配値で待機し、売り買い同一方向の最良指し値注文に優先して執行される。したがって、マーケット・オーダーが一つの値段で執行されることは限らず、先に出された注文のうち執行可能な部分から順次付け合せが行われる。

リミット・オーダーには、GTCとGTDという期限に関する条件のほか、一括執行（Fill-or-kill）と部分執行（Immediate-or-cancel）とごく少量に関する条件を付けることもできるが、先物取引では一括執行条件は認められてはいない。また、クロス取引を行う場合には、最低一五秒間は注文を板にさらす必要がある。

コンビネーション・オーダーは異なる注文を組み合わせた注文であり、オプション取引では限月間スプレッド取引やストラドル取引等に専用の注文板が用意されており、専用の注文板か通常の注文板のいずれで執行するかを指定しなければならない。また、異なる商品を対象とした商品間スプレッド取引用の注文板も存在するが、商品間スプレッド取引ではコンビネーション・オーダーはかならず専用の注文板で執行されなければならない。

ストップ・オーダーは指定された価格に達するとマーケット・オーダーとなる条件付注文であり、我が国では逆指し値注文と呼ばれているものに近い。なお、ストップ・オーダーは通常の注文板とは異なる注文板にファイルされる。

(3) 取引時間

EUREXでの取引はプレ・トレーディング（注文の入力・取り消し）、ネットティング（コール・オーケーション）、トレーディング（継続オーケーション）、ポスト・トレーディング（注文の入力・取り消し）という四つのフェーズからなり、取引時間は商品ごとに異なるが、主力の債券関連商品では八時から一九時、株価指数関連商品では八時二十五分から一七時（SMIは一六時五五分）となっている。

(4) 注文板の開示

取引対象ごとに売り・買い各一〇個の最良気配とその注文量が開示されるが、プレ・オープニングでは売り・買い一つずつの最良気配のみが表示され、注文量は開示されない。

(5) 建玉制限

取引対象ごとに建玉制限を行うことが定められており、先物取引では売り・買いの建玉合計、個別株オプションでは渡し手側（プラットの買いとコールの売り）の建玉と受け手側（コールの買いとプラットの売り）の建玉それぞれで、原資産の先物取引の建玉と合わせて先物取引の建玉制限を越えてはならない。

(6) 証拠金

先物取引やオプション取引では取引の履行を担保するために証拠金が必要であるが、証拠金を大きくすればリスクは小さくなる一方、コストは高まる。そこで、リスクに見合った適切な証拠金を計算することは取引所にとって重要なセールスポイントとなる。リスクを考慮した証拠金の計算システムとしてはCMEの開発したSPA Nシステムが有名であるが、EUREXでも独自に証拠金の計算システムを開発している。

個々の契約ごとにみると、先物取引と先物オプション取引では時価で損益を評価したバリエーション・マージンと翌日までの間に生じるリスクを評価したエディショナル・マージンの合計、先物のスプレッド取引ではバリエーション・マージンと翌日までの間に生じるリスクを評価したフューチャーズ・スプレッド・マージンの合計、個別株オプションと株価指數オプション取引では権利行使に伴う損益を評価したプレミアム・マージンとエディショナル・マージンの合計として計算される。そして複数のポジションを持つ場合には、取引対象ごとに不テイングが行われ、さらに先物取引ではネットティング済みのポジションが限月間スプレッド取引として軽減（スプレッドディング）され、コール・オプションとプラット・オプションの間または先物とオプションの間でもりはかなり軽減されることになる。⁽⁸⁾

(7) 料金体系

EUREXでの直接の取引費用は取引対象ごとの売買高に応じた定率フィー（ただし、月最低二二五〇ユーロ）だけであるが、取引を完了するためには清算手続きを経なければならない。EUREXの会員には、清算業務を委託しなければならないノン・クリアリング・メンバー（NCM）、自社と自社の顧客およびNCMの清算業務を行えるダイレクト・クリアリング・メンバー（DCM）、自社と自社の顧客の清算業務を行えるジェネラル・クリアリング・メンバー（GCM）の三種類があり、GCMとDCMには清算会員入会時に五万ユーロ、年間清算フィー二万五〇〇〇ユーロを支払う必要がある。一九九九年六月末の時点ではEUREXの会員は三四九社、うちNCMが二五九社（七四%）、DCMが五五社（一六%）、GCMが三五社（一〇%）であり、GCMとDCMはすべてドイツとスイスの会員となっている。⁽⁹⁾

3 EUREXリリース三・〇

一九九九年八月二三日に導入されたEUREXリリース三・〇を用いて、九月六日からはオープン・インター・フェイスの取引システムがEUREXで利用可能となり、九月一四日からは時間優先ではなく、注文量に比例した比率で付け合せを行うプロラタ・マッチングがEUREXの短期金利商品で導入される。ここでは、EUR EXリリース三・〇の特徴のうち、VALUES API、GUI、プロラタ・マッチングを紹介する。⁽¹⁰⁾

(1) VALDES API

EUREXのサーバーにネットワーク上で接続された会員のサーバーのアプリケーションや会員自身のカスタマイズされたアプリケーションを会員のサーバー上で統合することができる。たとえば、リスク管理やポジション調整といった機能もカスタマイズされた独自のアプリケーションを用いてEUREXの取引システムと統合することができる、フレキシビリティが高まる。また、EUREXのアプリケーションは取引と清算に関する最小限の機能にとどめられ、各会員が個々の必要に応じて最適なプロトコル・コンハイギュレーションを選択することができる。

(2) GCO

エクシード(X-ceed)が付与されたGUI(Graphical User Interface)はXTRAで実現される。ユーティリティ・フレンズリーなプロトコルにより押し進めたものである。エクシードで実現できる機能を列挙すると、以下の通りである。

- *マウスやファースト・エントリー・ファシリティによる迅速な注文入力
- *注文、クオート、取引の自動的なアップデート
- *オンライン上での取引の確認は価格だけでなく、取引対象と数量を含む。
- *注文ウインドウやトレード・オーバービュー・ウインドウにIDが表示され、確認が容易になる。

*指定された取引対象ごとの口中のネット・ポジションが自動的にアップデートされ、トレーダーに便利であるだけでなく、ハンド・トレーダーがグループ全体のネット・ポジションを容易に確認できる。

*始値、高値、安値、終値、累積売買高、直近価格、直近取引数量といった日中の取引統計が一覧表示され、継続的にアップデートされる。

- *一つのマーケット・オーバービュー・ウインドウで異なる対象や異なる限月を表示できる。
- *注文入力時間を短縮するために注文の数量をあらかじめデフォルト設定で指定できる。
- *取引の監督者は各トレーダーに対して取引対象ごとに注文量や気配入力を制限できる。
- *注文入力時間を短縮するために顧客の口座番号や名前をショートカット設定できる。
- *マーケット・オーバービュー・ウインドウの価格変化を見やすくするために色やフォントを変更できる。

(3) プロラタ・マッチング

短期金利対象商品は他の取引対象に比べて値動きが小さいために、後から入力した同値の注文が付け合わされる可能性は極めて低い。そこで、市場参加者から短期金利商品に限って注文の付け合わせ方法を時価優先原則から比例配分方式に変更することができる。EUREXは九月一四日から三ヶ月EURIBOR先物・一ヶ月EURIBOR先物・三ヶ月ユーロマルク先物の三商品についてプロラタ・マッチング(Pro Rata Matching)と呼ばれる比例配分方式による注文の付け合せを開始する。

プロラタ・マッチングでは注文板上で対当する注文を持つている複数の注文量が後からくる注文板を消化する注文量よりも大きいときにのみ比例配分が行われる。たとえば、注文板上に九八で買い指し値注文が一〇〇枚と

三〇〇枚、合計四〇〇枚あるとも、九八ポイントで一〇〇枚の売り注文が入ってきたすれば、一〇〇枚の売り注文に相当する買い注文は先に入力された買い指し値注文ではなく、買い注文総数四〇〇枚に占める比率に応じて一〇〇枚の買い手のうち一五枚、三〇〇枚の買い手のうち七五枚が売り注文に付け合わされるとなる。EUREXのプロトコル・マッチングはLiffeと同様では短期金利先物取引で一足早く採用され、八月三日からLiffe EUBOR先物・ユーロLiffe BOR先物でも導入されており、九月六日からはユーロボンド先物のLiffe EUBONK(ユーロボンク)へへの移行とともにユーロボンド先物の中の取引でも導入されている。なお、Liffeでは九月三〇日にEURIBOR先物・ユーロLiffe BOR先物のLiffe EUBONKへへの移行が予定されており、移行に伴ってEURIBOR先物・ユーロLiffe BOR先物の中の取引でもプロトコル・マッチングが導入される予定である。

注

(23)

- (1) Liffeにおける主力商品の構成の変遷については、拙稿「Liffeの反撃—Liffe EUBONKへへの移行」(本誌一五七〇号、一九九九年五月)を参照。
- (2) 形の上ではドイツ証券取引所とスイス証券取引所の五〇%出資による子会社EUREXチューリッヒを持ち株会社として、マイスにあるEUREXチューリッヒ(100%子会社として)とEUREXフランクフルトが設立され、EUREXフランクフルトが取引所としてのEUREX(イチヨウハンドを運営)、清算機関であるEUREXクリアリングの株式を100%保有している。

(2) ドイツ証券取引所の現物取引システムXETRAに関しては、拙稿「電子取引システムによる市場の統合—ドイツ証券取引所のXETRA」(本誌一五五四号、一九九八年一月)、「新たな段階を迎えたドイツ証券取引所のXETRA-XETRAリリース3」(本誌一五六四号、一九九八年一月)を参照。

(4) Eurex, "Smooth Start for Eurex Release 3.0", *Media Release*, 24 August 1999

(http://www.eurexchange.com/entrancehall/content_entrancehall_pressrelease37.html)

(5) Eurex, "Joint Media Release of HEX and Eurex", *Media Release*, 25 August 1999

(http://www.eurexchange.com/entrancehall/content_entrancehall_pressrelease38.html)

- (6) 個別の商品としては東京証券取引所の国債先物(一九八五年)とTOPIX先物(一九八八年)、大阪証券取引所の日経平均株物(一九八八年)がフロアでのローカルズの「なにかハンドルーター取引」を開始しており、取引所としてはのOUEDEXは一月末より遅れて東京国際金融先物取引所(TOPIX)やフロアの「なにかハンドルーター取引」として取引を開始している。
- (7) Liffeの説明は、Eurex, Exchange Rules for Eurex Deutschland and Eurex Zurich, January 1, 1999, Eurex, Conditions for Trading at Eurex Deutschland and Eurex Zurich, June 11, 1999

(8) Eurex, Risk Based Margining, May 1999

(9) EUREXの説明(英語版), Eurex, Investor's Presentation Meeting, Tokyo, August 2, 1999

(10) イトの説明は、Eurex, Xplain special, No.1/1999, April 1999, No.3/1999, August 1999, Eurex, VALUES API - Member Front End Development Guide, June 1999

(24)

中国上場企業の産業別・業種別の株式分布状況について

王 東明

1 はじめに

九八年末現在、中国上場企業八五一社は二、五二六・七七億株を発行した。発行済株式のうち、一般流通できない非流通株は一、六六四・八四億株（全体の六五・八九%）、流通株は八六一・九三億株（三四・一一%）になつてゐる。そして非流通株のうち、国家株は八六五・五一億株（全体の三四・一二%）、国内法人株は五一八・〇五億株（二〇・九〇%）、外資法人株は三五・七七億株（一・四二%）、応募法人株一五二・三四億株（六・〇三%）、従業員持株は五一・七〇億株（一・〇五%）、その他は三一・四七億株（一・一五%）である。逆に、流通株のうち、国内投資家向けA株は六〇八・〇三億株（全体の二四・〇六%）、海外投資家向けB株は一三三・九五億株（五・三〇%）、香港を中心とする海外上場のH株は一九・九五億株（四・七五%）である（図1）。

ここで国内法人株の大部分は国有法人株であったため、国家株と国有法人株を合わせた「國家関連株」は少なくとも五割を超える支配的な立場にある。一方、上海と深圳の証券取引所で売買できるA株とB株は全体の三〇%前後であり、海外上場のH株と合わせた流通株は全体の三割程度になつてゐる。近年の株式分布状況をみ

てもほぼ同じような傾向を示してゐる（表1）。つまり「国家関連株」は全体の五割以上を占め、「支配株」に等しく、一般大衆が保

有できる流通株は全体の三割程度に止まつてゐる。これが現在中国上場企業の株式分布の特徴である。そこで全ての産業、全ての業種の株式分布状況がこの全体の構図と同じものであるかどうか、産業別・業種別の株式分布の特徴があるかどうか、もしあつたとしたらどのような特徴を持つてゐるのか、また上場企業の株式分布が国の産業政策と密接に関連しているかどうかなどを調べる必要がある。小稿では「中国上市公司基本分析^[1]」という資料に基づいて、上場企業の産業別・業種別の株式分布状況を紹介し、その特徴を考察することにしよう。

2 産業別株式分布状況

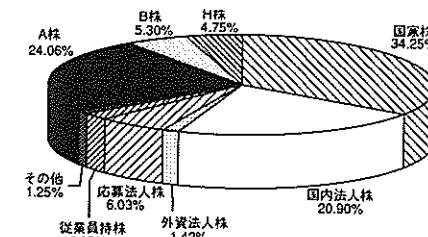
現在、上海、深圳両証券取引所は上場企業の株式を工業、商業、不動産、公共事業、総合類という五つの産業に分類している。この産業別の株式分布状況を見ると、まず工業では、九九年二月末に集計した企業数は五四三社で、全体の六四%であり、既に一・六二一億株を発行し、全体の六五%を占め、上場企業数と発行株数の最も

（表1）中国上場企業の株式分布状況 (%)

年 末	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	69.25	72.18	66.98	64.47	64.75	65.44	65.89
国家株	41.38	49.06	43.31	38.74	35.42	31.52	34.25
国内法人株	13.14	9.02	10.79	15.93	18.42	22.64	20.90
外資法人株	4.07	1.05	1.10	1.40	1.23	1.34	1.42
応募法人株	9.42	10.59	10.64	7.30	7.53	6.71	6.03
従業員持株	1.23	2.40	0.98	0.36	1.20	2.04	2.05
その他	0.00	0.05	0.16	0.74	0.95	1.18	1.25
2. 流通株	30.75	27.82	33.02	35.53	35.25	34.56	34.11
A株	15.87	15.82	21.00	21.21	21.92	22.79	24.06
B株	14.88	6.37	6.06	6.66	6.45	6.04	5.30
H株	0.00	5.63	5.96	7.66	6.88	5.74	4.75
発行済株式 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

（出所）中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑1998」中国財政経済出版社、67頁。
<http://www.csirc.gov.cn/>より作成。

図1 1998年末中国上場企業の株式分布状況



（出所）<http://www.csirc.gov.cn/>より作成。

(中国上場企業産業別株式分布状況)

(表2) 工業

(1) 株式分布

年 度	1994	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	35	38	77	122	127
1. 非流通株	67.92	84.72	115.11	141.00	163.39
国家株	19.07	30.16	48.72	52.40	64.62
法人株	42.73	46.66	59.28	77.89	85.59
その他	6.12	7.90	7.11	10.71	13.18
2. 流通株	25.77	28.27	44.02	73.42	91.23
A株	22.97	25.08	39.84	66.84	87.05
B株	2.80	3.19	4.18	4.58	3.44
H株	0.00	0.00	0.00	0.00	0.74
発行済株数 (1+2)	93.69	112.99	159.13	214.42	251.62

(2) 株式分布

年 度	1994	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	72.49	74.98	72.34	65.76	64.17
国家株	20.35	26.69	30.62	24.44	25.38
法人株	45.61	41.30	37.25	36.33	33.61
その他	6.53	6.99	4.47	4.99	5.18
2. 流通株	27.51	25.02	27.66	34.24	35.83
A株	24.52	22.20	25.04	32.11	34.19
B株	2.99	2.82	2.63	2.14	1.35
H株	0.00	0.00	0.00	0.00	0.29
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

(出所) 中国誠信証券評価有限公司編「中国上市公司基本分析」98年版、99年版より作成。

(表3) 商業

(1) 株式分布

年 度	1994	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	42	44	67	83	81
1. 非流通株	47.03	60.01	67.31	80.55	95.40
国家株	20.36	25.42	28.13	36.91	43.97
法人株	23.01	29.09	33.84	37.22	42.77
その他	3.61	5.50	5.34	6.39	8.66
2. 流通株	21.62	23.29	31.90	43.90	52.73
A株	19.30	20.39	26.06	39.39	47.46
B株	2.32	2.90	3.84	4.51	5.27
H株	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	68.65	83.30	99.21	124.45	148.13

(2) 株式分布

年 度	1994	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	63.22	72.86	73.78	68.54	65.66
国家株	41.34	43.66	43.77	38.11	35.82
法人株	19.23	25.92	27.40	27.62	26.76
その他	2.64	3.26	2.61	2.80	3.07
2. 流通株	36.78	27.14	26.22	31.46	34.34
A株	24.47	13.85	14.18	19.61	23.05
B株	3.96	4.27	5.17	7.18	7.46
H株	8.36	9.02	6.58	4.67	3.83
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

(2) 株式分布

年 度	1994	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	68.51	72.04	67.85	64.72	61.40
国家株	29.69	30.52	28.35	29.66	29.68
法人株	33.56	34.92	34.11	29.91	28.87
その他	5.26	6.60	5.38	5.13	5.85
2. 流通株	31.49	27.96	32.15	35.26	35.60
A株	28.11	24.48	28.28	31.65	32.04
B株	3.38	3.48	3.87	3.62	3.56
H株	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

(表4) 不動産

(1) 株式分布

年 度	1994	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	25	24	25	25	25
1. 非流通株	38.55	42.41	48.80	55.87	56.38
国家株	25.49	28.60	33.88	34.72	36.73
法人株	11.85	12.83	13.89	19.01	17.29
その他	1.21	0.98	1.03	2.14	2.36
2. 流通株	24.28	21.53	25.52	30.23	31.09
A株	17.68	14.11	16.40	20.68	21.54
B株	6.60	7.42	9.12	9.55	9.55
H株	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	62.83	63.94	74.32	86.10	87.47

(2) 株式分布

年 度	1994	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	61.35	66.33	65.66	64.89	64.46
国家株	40.57	44.73	45.59	40.33	41.99
法人株	18.86	20.07	18.69	22.08	19.77
その他	1.93	1.53	1.39	2.49	2.70
2. 流通株	36.64	33.67	34.34	35.11	35.54
A株	26.14	22.07	22.07	24.02	24.63
B株	10.50	11.60	12.27	11.09	10.92
H株	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

(表5) 公共事業

(1) 株式分布

年 度	1994	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	27	27	40	66	68
1. 非流通株	91.33	97.53	200.49	231.70	254.79
国家株	46.97	49.92	126.47	129.55	120.19
法人株	40.08	42.90	67.59	91.13	122.91
その他	4.28	4.71	6.43	11.02	11.69
2. 流通株	19.30	19.42	29.61	79.97	101.58
A株	17.29	12.88	19.47	41.36	60.12
B株	2.01	6.54	10.14	22.94	25.79
H株	0.00	0.00	0.00	15.67	15.67
発行済株数 (1+2)	110.63	116.95	230.10	311.67	356.37

(2) 株式分布

年 度	1994	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	82.55	83.39	87.13	74.34	71.50
国家株	42.46	42.68	54.96	41.57	33.73
法人株	36.23	36.68	29.37	29.24	31.49
その他	3.87	4.03	2.79	3.54	3.28
2. 流通株	17.45	16.61	12.87	25.66	26.50
A株	15.63	11.01	8.46	13.27	16.87
B株	1.82	5.59	4.41	7.36	7.21
H株	0.00	0.00	0.00	5.03	4.40
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

(出所) 中国誠信証券評価有限公司編「中国上市公司基本分析」98年版、99年版より作成。

商業の場合は、八四社の集計企業から一四八億株を発行し、九八年年末全上場企業発行済株式のわずか六%前後であった。株式分布状況では、非流通株と流通株の割合は全上場企業と近いものであり、なかには国家株が少なく（三割以下）、A株が二割以上であり、工業より一〇ポイントも多く、海外上場のH株がゼロであった（表3）。不動産の上場企業と発行株数は最も少なく、上場企業数は全体の約三%前後（二五社、うちB株が六社）、発行株数は全体の四%前後（八七億株）になる。株式分布状況の特徴は、B株の割合が上場企業のなかで一番多く、一割前後であった（表4）。

公共事業について、非流通株の割合は全産業内で一番高く、九七年以前の三年間は八割以上を占め、九七年と九八年でも七割以上であり、そのうち、国家株の割合は以前は高かったが（四割、五割）、九八年には三割まで減り、法人株の割合は全産業の中で一番高く、全体の三割前後を占めた。逆に、流通株の割合は全産業の中で一割前後であつた（表4）。

番低く、唯一三割を割り込んだ産業である。このうち A 株の比率は全産業の中で最も低く、十数パーセントであり、九七年、九八年のインフラ関連企業の外資調達が増えたため、B 株（七%前後）、H 株（四%前後）の割合は比較的高い（表 5）。

総合類は以上の分類以外の企業であり、その企業数は全体の一五%、発行株数は全体の一割前後であった。株式分布の特徴において、国家株の割合が全産業の中で最も低く（二五%前後）、A 株の割合は三割以上を超える全産業の中で最も高く、公共事業と正反対の傾向が示された（表 6）。

以上のように、五つの産業分類から、近年非流通株と流通株の割合が全上場企業とほぼ同じような構成（非流通株・六五%前後、流通株・三割）になっている産業は工業、商業、不動産、総合類である。しかし、公共事業において、その非流通株の割合が七割以上を占め、四つの産業と比べると一段と高く、流通株は二〇数パーセントであり、四つの産業より一段と低いという構成になつていて。そして、国家株の割合が比較的高い産業（三割以上）は工業、不動産、公共事業であり、比較的低い産業（二〇数パーセント）は商業と総合類である。また法人株の割合が比較的高い産業は商業、公共事業および総合類であり、逆に比較的低い産業は工業と不動産である。その他、商業と総合類の A 株、不動産の B 株、工業と公共事業の H 株の比率は比較的高い。ここで国家が基幹産業、土地・不動産、公共事業の株を重点的に持つていてることがわかる。また商業と総合類においては、国内投資家による資金調達、工業と公共事業が海外上場による資金調達が比較的多いこともわかる。そして、国の産業政策と資金調達の配分重点もある程度この産業別株式分布状況からみることができ。しかし、この産業分類は大雑把に五つに分けられ、各業種の株式分布の特徴を見ることができない。次に、業種別の資料を通して、各業種の株式分布の特徴を整理することにしよう。

（中国上場企業業種別株式分布状況）

（表 7）食品メーカー

（1）株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	0	3	6	11
1. 非流通株	2.74	3.66	12.87	13.67
国家株	0.93	0.93	5.56	5.55
法人株	1.53	2.43	6.52	7.02
その他	0.28	0.30	0.69	1.10
2. 流通株	0.18	0.79	2.31	6.08
A 株	0.18	0.79	2.31	6.08
B 株	0.00	0.00	0.00	0.00
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	2.92	4.45	15.18	19.75

（単位：億株）

（表 8）醸造

（1）株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	3	6	12	14
1. 非流通株	12.83	23.43	24.31	28.27
国家株	7.83	17.23	17.00	20.33
法人株	4.75	5.88	6.85	7.56
その他	0.25	0.32	0.46	0.38
2. 流通株	5.86	7.66	10.61	13.28
A 株	2.39	3.59	6.54	9.21
B 株	0.00	0.60	0.60	0.60
H 株	3.47	3.47	3.47	3.47
発行済株数 (1+2)	18.69	31.09	34.92	41.55

（単位：億株）

（表 9）紡績

（1）株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	12	15	23	28
1. 非流通株	18.83	26.37	31.43	33.29
国家株	10.65	12.49	15.19	15.76
法人株	7.66	13.25	15.52	16.48
その他	0.52	0.63	0.72	1.05
2. 流通株	7.77	8.82	14.64	19.88
A 株	5.41	6.39	10.03	15.27
B 株	2.36	2.43	4.61	4.61
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	26.60	35.19	46.07	53.17

（単位：億株）

（表 10）服裝

（1）株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	0	5	9	10
1. 非流通株	5.20	6.68	10.26	12.65
国家株	1.11	1.20	1.20	1.29
法人株	3.27	4.36	8.26	10.39
その他	0.82	1.12	0.80	0.97
2. 流通株	0.54	1.94	3.76	6.01
A 株	0.53	1.14	2.96	5.21
B 株	0.00	0.80	0.80	0.80
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	5.74	8.62	14.02	18.66

（単位：億株）

（表 11）株式分布

（2）株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	70.79	74.94	68.22	62.61
国家株	40.04	35.49	32.97	29.64
法人株	28.80	37.65	33.69	30.99
その他	1.95	1.79	1.56	1.97
2. 流通株	29.21	25.06	31.78	37.39
A 株	20.34	18.16	21.77	28.72
B 株	8.87	6.91	10.01	8.67
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

（単位：%）

（出所）中国誠信証券評価有限公司編「中国上市公司基本分析 1999」中国科学技術出版社より作成。

(29)

(表 15) 農業

(1) 株式分布 (単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	2	3	5	5
1. 非流通株	2.51	2.96	3.18	3.58
国家株	1.77	2.19	2.36	2.63
法人株	0.41	0.44	0.52	0.62
その他	0.33	0.33	0.30	0.33
2. 流通株	1.03	1.48	3.24	3.41
A 株	1.03	1.48	2.09	2.26
B 株	0.00	0.00	1.15	1.15
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	3.54	4.44	6.42	6.99

(2) 株式分布 (単位: %)

年度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	70.90	66.67	49.53	51.22
国家株	50.00	49.32	36.76	37.63
法人株	11.58	9.91	8.10	8.87
その他	9.32	7.43	4.67	4.72
2. 流通株	29.10	33.33	50.47	48.78
A 株	29.10	33.33	32.55	32.33
B 株	0.00	0.00	17.91	16.45
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(表 16) 有機化学

(1) 株式分布 (単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	2	4	6	6
1. 非流通株	3.49	4.04	4.13	4.87
国家株	1.89	2.18	1.91	1.99
法人株	1.18	1.44	2.13	2.76
その他	0.42	0.42	0.09	0.12
2. 流通株	0.63	0.93	2.71	3.17
A 株	0.63	0.93	1.91	2.37
B 株	0.00	0.00	0.80	0.80
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	4.12	4.97	6.84	8.04

(2) 株式分布 (単位: %)

年度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	84.71	81.29	60.38	60.57
国家株	45.87	43.86	27.92	24.75
法人株	28.61	28.97	31.14	34.33
その他	10.19	8.45	1.32	1.49
2. 流通株	15.29	18.71	39.62	39.43
A 株	15.29	18.71	27.92	29.48
B 株	0.00	0.00	11.70	9.95
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(表 17) 製薬

(1) 株式分布 (単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	15	27	40	44
1. 非流通株	33.67	38.27	49.91	54.94
国家株	20.81	24.33	26.85	29.12
法人株	9.62	10.97	18.80	20.53
その他	3.24	2.97	4.26	5.29
2. 流通株	10.80	15.93	26.96	31.18
A 株	10.16	13.84	24.43	28.65
B 株	0.64	0.64	1.03	1.03
H 株	0.00	1.45	1.50	1.50
発行済株数 (1+2)	44.47	54.20	76.87	86.12

(2) 株式分布 (単位: %)

年度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	75.71	70.61	64.93	63.79
国家株	46.80	44.89	34.93	33.81
法人株	21.63	20.24	24.46	23.84
その他	7.29	5.48	5.54	6.14
2. 流通株	24.29	29.39	35.07	36.21
A 株	22.85	25.54	31.78	33.27
B 株	1.44	1.18	1.34	1.20
H 株	0.00	2.68	1.95	1.74
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(出所) 同上。

(表 11) 製紙

(1) 株式分布 (単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	0	2	10	14
1. 非流通株	10.46	14.51	16.35	18.44
国家株	6.07	7.52	10.23	12.43
法人株	2.30	4.72	3.84	3.27
その他	2.09	2.27	2.28	2.74
2. 流通株	0.26	0.71	5.07	8.25
A 株	0.26	0.71	3.92	6.64
B 株	0.00	0.00	1.15	1.61
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	10.72	15.22	21.42	26.69

(2) 株式分布 (単位: %)

年度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	97.59	95.34	76.33	69.09
国家株	56.63	49.41	47.76	46.57
法人株	21.46	31.01	17.93	12.25
その他	19.50	14.91	10.64	10.27
2. 流通株	2.41	4.66	23.67	30.91
A 株	2.41	4.66	18.30	24.88
B 株	0.00	0.00	5.37	6.03
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(表 12) 石油・精錬

(1) 株式分布 (単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	3	10	15	16
1. 非流通株	71.84	119.70	128.56	137.58
国家株	66.08	89.20	93.70	97.67
法人株	4.91	29.78	34.13	38.95
その他	0.85	0.72	0.73	0.96
2. 流通株	35.70	33.39	48.47	60.86
A 株	8.66	10.99	14.92	27.31
B 株	0.60	0.60	10.25	10.25
H 株	26.44	21.80	23.30	23.30
発行済株数 (1+2)	107.54	153.09	177.03	198.44

(表 13) 化学原料

(1) 株式分布 (単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	3	7	16	17
1. 非流通株	13.94	21.00	25.78	28.49
国家株	9.33	16.47	17.24	21.67
法人株	4.28	4.03	7.79	5.98
その他	0.33	0.50	0.75	0.84
2. 流通株	6.34	7.75	14.38	17.00
A 株	2.98	4.39	9.68	12.31
B 株	3.36	3.36	4.70	4.69
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	20.28	28.75	40.16	45.49

(2) 株式分布 (単位: %)

年度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	68.74	73.04	64.19	62.63
国家株	46.01	57.29	42.93	47.64
法人株	21.10	14.02	19.40	13.15
その他	1.63	1.74	1.87	1.85
2. 流通株	31.26	26.96	35.81	37.37
A 株	14.69	15.27	21.10	27.06
B 株	16.57	11.69	11.70	10.31
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(表 14) 化学肥料

(1) 株式分布 (単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	1	3	7	10
1. 非流通株	7.02	12.87	20.04	21.06
国家株	1.55	1.55	5.56	7.65
法人株	5.20	11.18	14.05	12.85
その他	0.27	0.14	0.43	0.56
2. 流通株	0.65	0.81	4.11	7.17
A 株	0.65	0.81	4.11	7.17
B 株	0.00	0.00	0.00	0.00
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	7.67	13.68	24.15	28.23

(出所) 中国誠信証券評価有限公司編「中国上市公司基本分析 1999」中国科学技術出版社より作成。

(表23) 鉄鋼

(1) 株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	8	14	26	27
1. 非流通株	99.43	138.06	130.24	140.84
国家株	75.00	108.08	103.66	100.11
法人株	21.77	27.99	24.13	38.44
その他	2.66	1.99	2.45	2.29
2. 流通株	30.36	45.75	76.55	93.51
A株	13.03	19.52	28.99	37.05
B株	0.00	8.90	21.33	30.23
H株	17.33	17.33	26.23	26.23
発行済株数 (1+2)	129.79	183.81	206.79	234.35

(2) 株式分布

(単位: 億株)

年 度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	76.61	75.11	62.98	60.10
国家株	57.79	58.80	50.13	42.72
法人株	16.77	15.23	11.67	16.40
その他	2.05	1.08	1.18	0.98
2. 流通株	23.39	24.89	37.02	39.90
A株	10.04	10.62	14.02	15.81
B株	0.00	4.84	10.31	12.90
H株	13.35	9.43	12.68	11.19
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(表24) 非鉄金属

(1) 株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	0	7	10	11
1. 非流通株	7.61	12.95	16.77	19.63
国家株	4.25	6.67	7.80	12.80
法人株	2.32	5.34	7.84	5.23
その他	1.04	0.94	1.13	1.60
2. 流通株	0.18	1.79	3.57	7.14
A株	0.18	1.79	3.57	7.14
B株	0.00	0.00	0.00	0.00
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	7.79	14.74	20.34	26.77

(2) 株式分布

(単位: %)

年 度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	97.69	87.86	82.45	73.33
国家株	54.56	45.25	38.35	47.81
法人株	29.78	36.23	38.54	19.54
その他	13.35	6.38	5.56	5.98
2. 流通株	2.31	12.14	17.55	26.67
A株	2.31	12.14	17.55	26.67
B株	0.00	0.00	0.00	0.00
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(表25) 内燃機関

(1) 株式分布

(単位: 億株)

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	2	3	6	9
1. 非流通株	4.24	13.73	15.33	16.33
国家株	3.41	7.65	13.00	13.91
法人株	0.81	5.75	1.97	1.99
その他	0.02	0.33	0.36	0.43
2. 流通株	1.61	4.24	6.15	10.25
A株	0.51	1.07	2.98	4.68
B株	1.10	3.17	3.17	5.57
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	5.85	17.97	21.48	26.58

(2) 株式分布

(単位: %)

年 度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	72.48	76.41	71.37	61.44
国家株	58.29	42.57	60.52	52.33
法人株	13.85	32.00	9.17	7.49
その他	0.34	1.84	1.68	1.62
2. 流通株	27.52	23.59	28.63	38.56
A株	8.72	5.95	13.87	17.61
B株	18.80	17.64	14.76	20.96
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(出所) 同上。

(表19) プラスチック

(1) 株式分布

(表20) セメント

(1) 株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	0	2	5	7
1. 非流通株	0.92	2.19	6.12	8.37
国家株	0.11	1.49	4.51	4.65
法人株	0.78	0.97	1.53	3.44
その他	0.03	0.03	0.08	0.28
2. 流通株	0.43	0.67	1.95	4.18
A株	0.43	0.67	1.95	4.18
B株	0.00	0.00	0.00	0.00
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	1.35	3.16	8.07	12.55

(2) 株式分布

(単位: %)

年

年 度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	68.15	78.80	75.84	66.69
国家株	8.15	47.15	55.89	37.05
法人株	57.78	30.70	18.96	27.41
その他	2.22	0.95	0.99	2.23
2. 流通株	31.85	21.20	24.16	33.31
A株	31.85	21.20	24.16	33.31
B株	0.00	0.00	0.00	0.00
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(表21) ガラス

(1) 株式分布

(単位: 億株)

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	4	5	5	5
1. 非流通株	11.43	13.04	14.95	14.95
国家株	4.00	4.00	2.42	2.42
法人株	7.33	8.99	12.53	12.53
その他	0.10	0.05	0.00	0.00
2. 流通株	6.07	7.97	9.49	9.49
A株	1.89	2.83	3.51	3.51
B株	1.68	2.64	3.48	3.48
H株	2.50	2.50	2.50	2.50
発行済株数 (1+2)	17.50	21.01	24.44	24.44

(2) 株式分布

(単位: %)

年 度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	65.31	62.07	61.17	61.17
国家株	22.86	19.04	9.90	9.90
法人株	41.89	42.79	51.27	51.27
その他	0.57	0.24	0.00	0.00
2. 流通株	34.69	37.93	38.83	38.83
A株	10.80	13.47	14.36	14.36
B株	9.60	12.57	14.24	14.24
H株	14.29	11.90	10.23	10.23
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(出所) 同上。

(表31) コンピューター関連

(1) 株式分布 (単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	7	10	15	15
1. 非流通株	6.16	11.14	12.78	14.13
国家株	0.49	2.10	3.08	3.29
法人株	5.54	8.93	8.57	9.64
その他	0.13	0.11	1.13	1.20
2. 流通株	3.45	4.46	7.49	8.70
A株	3.32	4.32	7.33	8.54
B株	0.13	0.14	0.16	0.16
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	9.61	15.60	20.27	22.83

(2) 株式分布

(単位: %)

年度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	64.10	71.41	63.05	61.89
国家株	5.10	13.46	15.19	14.41
法人株	57.65	57.24	42.28	42.23
その他	1.35	0.71	5.57	5.26
2. 流通株	35.90	28.59	36.95	38.11
A株	34.55	27.69	36.16	37.41
B株	1.35	0.90	0.79	0.70
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(表33) 計器

(1) 株式分布 (単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	3	5	8	9
1. 非流通株	5.19	6.42	7.68	8.96
国家株	3.31	3.72	4.30	4.55
法人株	1.47	2.39	2.94	3.92
その他	0.41	0.31	0.44	0.49
2. 流通株	2.06	2.47	3.82	5.14
A株	1.02	1.58	2.46	3.49
B株	1.04	0.89	1.36	1.65
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	7.25	8.89	11.50	14.10

(2) 株式分布 (単位: %)

年度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	71.59	72.22	66.78	63.55
国家株	45.66	41.84	37.39	32.27
法人株	20.28	26.88	25.57	27.80
その他	5.66	3.49	3.83	3.48
2. 流通株	28.41	27.78	33.22	36.45
A株	14.07	17.77	21.39	24.75
B株	14.34	10.01	11.83	11.70
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(出所) 同上。

(表32) 電子部品

(1)

株式分布 (単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	2	6	11	11
1. 非流通株	15.75	25.33	25.38	32.18
国家株	11.04	17.42	13.36	15.41
法人株	4.13	5.71	10.70	15.34
その他	0.58	2.20	1.32	1.43
2. 流通株	2.78	7.45	11.91	15.68
A株	1.33	4.05	6.78	9.18
B株	1.45	3.40	5.13	6.50
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	18.53	32.78	37.29	47.86

(2) 株式分布

(単位: %)

年度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	85.00	77.27	68.06	67.24
国家株	59.58	53.14	35.83	32.20
法人株	22.29	17.42	28.69	32.05
その他	3.13	6.71	3.54	2.99
2. 流通株	15.00	22.73	31.94	32.76
A株	7.18	12.36	18.18	19.18
B株	7.83	10.37	13.76	13.58
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(表34) 電力

(1) 株式分布

(単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	11	17	21	24
1. 非流通株	56.67	80.12	91.87	101.06
国家株	38.02	55.89	55.18	32.35
法人株	16.88	22.59	34.04	66.14
その他	1.77	1.64	2.65	2.57
2. 流通株	10.15	14.31	29.20	34.09
A株	7.61	10.77	17.21	20.43
B株	2.54	3.54	11.99	13.66
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	66.82	94.43	121.07	135.15

(2) 株式分布

(単位: %)

年度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	84.81	84.85	75.88	74.78
国家株	56.90	59.19	45.58	23.94
法人株	25.26	23.92	28.12	48.94
その他	2.65	1.74	2.19	1.90
2. 流通株	15.19	15.15	24.12	25.22
A株	11.39	11.41	14.21	15.12
B株	3.80	3.75	9.90	10.11
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(表27) 自動車

(1) 株式分布

(単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	6	11	17	21
1. 非流通株	21.52	43.13	48.49	55.81
国家株	11.29	14.30	15.43	22.44
法人株	9.72	28.07	31.65	31.83
その他	0.51	0.76	1.41	1.54
2. 流通株	7.23	10.98	17.96	26.79
A株	5.49	6.74	14.97	21.60
B株	1.74	4.24	2.99	5.19
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	28.75	54.11	66.45	82.60

(表28) バイク

(1) 株式分布

(単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	4	5	8	8
1. 非流通株	8.97	15.66	20.58	23.13
国家株	3.91	9.62	11.47	11.66
法人株	4.84	5.35	7.59	9.87
その他	0.22	0.69	1.52	1.60
2. 流通株	3.17	5.09	11.29	12.80
A株	1.97	3.89	7.79	9.30
B株	1.20	1.20	3.50	3.50
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	12.14	20.75	31.87	35.93

(表29) 家電メーカー

(1) 株式分布

(単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	15	23	24	24
1. 非流通株	29.03	35.14	43.14	52.76
国家株	12.08	14.99	20.97	25.16
法人株	15.54	18.72	20.18	24.95
その他	1.41	1.43	1.99	2.65
2. 流通株	11.47	17.82	23.24	28.58
A株	8.65	12.81	17.92	22.90
B株	2.82	5.01	5.32	5.68
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	40.50	52.96	66.38	81.34

(2) 株式分布

(単位: %)

年度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	71.68	66.35	64.99	61.86
国家株	29.83	28.30	31.59	30.93
法人株	38.37	35.35	30.40	30.67
その他	3.48	2.70	3.00	3.26
2. 流通株	28.32	33.65	35.01	35.14
A株	21.36	24.19	27.00	28.15
B株	6.96	9.46	8.01	6.98
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(表30) 通信機器

(1) 株式分布

(単位: 億株)

年度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	4	4	7	7
1. 非流通株	4.10	9.49	11.09	13.57
国家株	0.62	4.84	6.16	8.36
法人株	3.40	4.55	4.45	4.77
その他	0.08	0.10	0.48	0.44
2. 流通株	1.80	1.99	4.48	5.61
A株	1.20	1.39	3.70	3.83
B株	0.60	0.60	0.78	1.78
H株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数<br				

(表39) 観光

(1) 株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	7	18	24	24
1. 非流通株	23.63	26.62	33.22	36.60
国家株	7.49	7.04	8.36	9.88
法人株	14.44	18.18	22.26	24.11
その他	1.70	1.40	2.60	2.61
2. 流通株	4.93	9.01	13.42	15.53
A 株	2.41	4.79	8.80	11.07
B 株	2.52	4.22	4.62	4.46
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	28.56	35.63	46.64	52.13

(単位:億株)

(表40) 電気機械・器材

(1) 株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	8	10	16	17
1. 非流通株	19.39	22.75	25.46	26.63
国家株	12.30	15.13	16.98	17.14
法人株	4.61	5.16	5.67	6.17
その他	2.48	2.46	2.81	3.32
2. 流通株	7.12	7.70	10.16	12.32
A 株	2.84	3.42	5.88	7.24
B 株	0.00	0.00	0.00	0.80
H 株	4.28	4.28	4.28	4.28
発行済株数 (1+2)	26.51	30.45	35.62	38.95

(単位: %)

(2) 株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	82.74	74.71	71.23	70.21
国家株	26.23	19.76	17.92	18.95
法人株	50.56	51.02	47.73	46.25
その他	5.95	3.93	5.57	5.01
2. 流通株	17.26	25.29	28.77	29.79
A 株	8.44	13.44	18.87	21.24
B 株	8.82	11.84	9.91	8.56
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(単位: %)

(表35) 建築

(1) 株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	1	3	10	11
1. 非流通株	9.34	14.40	16.71	19.75
国家株	5.35	10.41	11.20	13.18
法人株	3.21	3.22	4.34	5.14
その他	0.78	0.77	1.17	1.43
2. 流通株	0.28	0.67	5.72	9.13
A 株	0.28	0.67	5.72	9.13
B 株	0.00	0.00	0.00	0.00
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	9.62	15.07	22.43	28.88

(表36) 交通・運送

(1) 株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	11	20	30	31
1. 非流通株	25.40	80.69	89.14	96.96
国家株	4.37	42.67	53.05	62.99
法人株	18.51	31.25	30.94	28.90
その他	2.52	3.77	5.15	5.07
2. 流通株	6.97	13.19	43.94	52.19
A 株	3.57	7.19	19.58	26.65
B 株	3.40	6.00	8.69	9.87
H 株	0.00	0	15.67	15.67
発行済株数 (1+2)	32.37	93.88	133.08	149.15

(単位: 億株)

(2) 株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	97.09	95.55	74.50	68.39
国家株	55.61	69.08	49.93	45.64
法人株	33.37	21.37	19.35	17.80
その他	8.11	5.11	5.22	4.95
2. 流通株	2.91	4.45	25.50	31.61
A 株	2.91	4.45	25.50	31.61
B 株	0.00	0.00	0.00	0.00
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(単位: %)

年 度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	78.47	85.95	66.98	65.01
国家株	13.50	45.45	39.86	42.23
法人株	57.18	36.48	23.25	19.38
その他	7.78	4.02	3.87	3.40
2. 流通株	21.53	14.05	33.02	34.99
A 株	11.03	7.66	14.71	17.87
B 株	10.50	6.39	6.53	6.62
H 株	0.00	0.00	11.77	10.51
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(単位: %)

(表37) 商業関連

(1) 株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
上場企業数(社)	45	68	88	91
1. 非流通株	56.20	68.07	81.90	96.70
国家株	26.10	31.75	39.61	46.82
法人株	24.30	30.65	35.39	40.41
その他	5.80	5.67	6.90	9.47
2. 流通株	22.90	30.70	43.61	54.09
A 株	21.37	29.12	41.72	51.87
B 株	1.53	1.58	1.89	2.22
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	79.10	98.77	125.51	150.79

(単位: 億株)

(2) 株式分布

年 度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	71.05	68.92	65.25	64.13
国家株	33.00	32.15	31.56	31.05
法人株	30.72	31.03	28.20	26.80
その他	7.33	5.74	5.50	6.28
2. 流通株	28.95	31.08	34.75	35.87
A 株	27.02	29.48	33.24	34.40
B 株	1.93	1.60	1.51	1.47
H 株	0.00	0.00	0.00	0.00
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(単位: %)

年 度	1995	1996	1997	1998
1. 非流通株	61.77	60.65	60.18	59.67
国家株	38.14	39.98	34.83	34.93
法人株	22.07	19.33	23.26	22.74
その他	1.57	1.34	2.09	2.00
2. 流通株	38.23	39.35	39.82	40.33
A 株	27.85	28.75	30.09	31.01
B 株	10.38	10.60	9.73	8.71
H 株	0.00	0.00	0.00	0.61
発行済株数 (1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00

(単位: %)

(出所) 同上。

3 業種別株式分布状況

九九年版「中国上市公司基本分析」の資料は上場企業を三四業種に分類し、六二三社のデータを集計した。その業種別株式分布状況は表7～表41が示している。まず、食品メーカーの一社おいて、非流通株の比率は高く（七割前後）、なかには国家株が比較的低く（三〇%前後）、逆に法人株が比較的高く、前の三年間は五割、四割以上、九八年は三割以上に下がった。一方、流通株の比率は九八年以前の三年間は低かつたが、九八年は一気に五%から三〇%まで増えた（表7）。

醸造の一四社においては、国家株の割合が高く、約五割であり、H株の割合も比較的高く、八%前後であった（表8）。

紡績の一八社には目立つた特徴がなく、法人株の割合（三割以上）とB株（八%前後）が比較的高いことである（表9）。

服装の一〇社では、国家株の割合は極めて少なく、七%前後であり、逆に法人株の割合は高く、各年とも五割を超えることが特徴的であった（表10）。

製紙業は一四社であり、国家株の割合は比較的高く、各年とも四割を超えた（表11）。

石油・精錬業は一六社であり、国の基幹産業に属するため、国家株の割合は特に高く、五割前後であり、海外上場による資金調達も比較的高く、H株の割合は全体の一割を超えた（表12）。

化学原料業では一七社で、国家株の割合は高く、四割以上であり、海外投資家向けB株の割合は比較的高く、一割前後で特徴的であった（表13）。

化学肥料では一〇社であり、法人株の割合は四割以上で高いことがわかる（表14）。

農薬はわずか五社であり、九七年、九八年の流通株の比率が高く、五割前後を占め、なかには、A株が約三割、B株が高く全体の一五%以上であったことがわかる（表15）。

有機化学では、六社と少なく、国家株の比率は九五年、九六年の四割台から九七年、九八年の二割台までに落ち込んだ。逆に、法人株の比率は三割、B株は一割程度と比較的高い（表16）。

製薬の上場企業は四四社で比較的多い。一方、株式分布は目立つた特徴がなく、A株の割合は三割程度で比較的高かった（表17）。

化学繊維では一〇社であり、法人株（四割前後）とH株（二割前後）の比率は高いことが特徴的であった（表18）。

プラスチックの企業は七社であり、国家株の割合は五割台から三割台まで減り、A株は三割程度で、B株とH株は発行しなかつた（表19）。

セメントの会社は一一社になり、国家株の割合は四割以上と高かつた（表20）。

ガラス業は五社であり、法人株の割合は五割以上を占め、特に高いことが特徴的であった（表21）。

陶器は六社であり、法人株とA株は三割前後であった（表22）。

鉄鋼業は二七社であり、発行済株式は二三〇億株を超え、業種別で一番多い。国家株の比率は九八年以前に五割を超えて、九八でも四割以上で、H株も全体の一割以上発行したことが特徴である（表23）。

非鉄金属は一社であり、非流通株の比率は七割以上で比較的高く、うち国家株の比率は四割以上であったことがわかる（表24）。

内燃機関の企業は九社で、国家株は五割以上、B株は二割以上で特徴的であった（表25）。

機械は二社であり、国家株は三割前後、法人株およびB株は近年各々三割、二割、一割を超えた（表26）。

自動車は二社であり、国家株の比率は比較的低く、二〇数パーセントであり、逆に、法人株は近年三〇%以上であった（表27）。

バイクは八社であり、国家株は三割前後、B株は一割前後であった（表28）。

家電メーカーは二四社であり、国家株と法人株は各々三〇%前後であった（表29）。

通信機器は七社であり、国家株は四割前後、B株は九八年に一割前後になった（表30）。

コンピューター関連の企業は一五社であり、国家株は少なく、一五%前後で、逆に、法人株は四割以上、A株は三〇%後半で高かつた（表31）。

電子部品は一一社で、国家株と法人株は各々三割前後であり、B株は近年一三%と比較的高い（表32）。計器企業は九社で、そのB株は全体の一割以上であった（表33）。

電力会社は二四社であり、発行済株数は一三五億株で比較的多かつた。その株式分布は、国家株が九八年以前は四五%であったが、九八年はほぼ半減で二三%前後にになった。逆に、法人株は倍増し五割前後を占めた（表34）。

建築業は一一社で、国家株は一段と高く、四五%以上であり、A株も二割前後で比較的高い（表35）。

交通・運送業は三一社であり、発行済株式は約一五〇億株で、業種別で三番目であった。その株式分布について、国家株は四割前後で、H株は一割以上で比較的高い（表36）。

商業関連の企業数は九一社、業種別で最も多かつた。発行済株式は一五〇億株以上で、業種別で二番目となつた。A株は三割以上で、比較的高い（表37）。

不動産関連業では三四社の上場企業を有し、一〇〇億以上の株を発行した。国家株は三割以上に達した。流通

株の割合は四割前後で、比較的高く、うちA株は三〇%以上、B株は九%前後であった（表38）。

観光業は二四社の上場企業を有し、法人株は四割台後半という高い比率を持っていた（表39）。

電気機械・器材業は一七社で、国家株は四四%以上、H株は一割以上を占めていた（表40）。

金融業はわずか四社、一番少ない業種であり、その流通株はA株だけで、全体の六割を占めることが最大の特徴である。また、国家株は少なく、一割程度であった（表41）。そのうち、深圳市場最大の時価総額企業である深圳發展銀行は、流通A株の発行割合が全体の七割前後であり、逆に、国家株は八%、法人株は一二%と少ない。⁽²⁾

4まとめ

以上のように、業種別の株式分布状況をみれば、国家株が比較的多い業種（四割前後）は醸造、製紙、石油、精錬、化学原料、セメント、鉄鋼、非鉄金属、内燃機関、通信機器、建築、交通・運送および電気機械・器材業であり、少ない業種（一割前後）は服装、ガラス、コンピューター関連および金融などである。

一方、国有法人を中心とする法人株の比較的多い業種（三五%以上）は食品メーカー、服装、化学肥料、化学繊維、ガラス、陶器、自動車、コンピューター関連および観光業であり、この中では軽工業とサービス関連の業種が多く含まれている。このうち、服装とガラスなどの業種においては、法人株の割合が高くなると、逆に、国家株が低下する傾向があり、これらの業種は国家株と法人株の間に一定の逆の連動関係があるのでないかと思われる。また、法人株の割合が低い業種（一割前後）は製紙、化学原料、農薬および内燃機関であり、逆に、これらの業種の国家株は比較的高く、国家株と法人株の間に一定の逆の連動関係をこれらの業種からもみることができる。

そして、国内投資家向けA株の多い業種（三〇%以上）は食品メーカー、製薬、プラスチック、商業、不動産関連および金融業などである。海外投資家向けB株の多い業種（一割前後）は化学原料、農薬、有機化学、ガラス、鉄鋼、内燃機関、機械、バイク、電子部品、計器および電力などである。海外上場のH株の多い業種（一割以上）は石油・精錬、化学繊維、グラス、鉄鋼、交通・運送および電気機械・器材などであり、これらの業種から国内、海外、あるいは海外上場を通して資金調達の配分重点をみるとことができる。

以上の状況から一般流通できるA株、B株およびH株を合わせた流通株の割合が高い業種（四割前後）は農業、有機化学、不動産関連および金融業であり、これらの業種は今後市場を通じての吸収・合併および資産の流動化などが上場企業の他の業種よりなされやすくなっている」とも考えられる。

注

- (1) 現在、中国の格付け機関である中国誠信証券評価有限公司は、年度ごと（三月末まで）に全上場企業の年度報告に基づいて「中国上市公司基本分析」を発表している。九七年では七六二社（琼民源を除く）、九八年では八五八社（琼民源、蘇三山を除く）の資料を集計している。今回の産業別株式分布状況は九七年と九八年の資料に、業種別株式分布状況は九八年の資料に基づいて分析したものである。ここで九七年と九八年の分類の差が多少出ており、また、一部の企業は上場する前のデータも含まれている（中国誠信証券評価有限公司編「中国上市公司基本分析」九八年版、九九年版）。
- (2) 中国誠信証券評価有限公司編「中国上市公司基本分析一九九九」中国科学技術出版社、一〇一頁。

証券取引所の市場情報収入（2）

清水 葉子

1 はじめに

前稿⁽¹⁾で指摘したように、証券取引所にとって、その収入構成に占める市場情報収入の重要性は無視できない大きさとなっている。証券取引所は、市場利用者であると同時に運営者・所有者でもある会員によつて成り立つてゐる会員組織である。この点から考えると、証券取引所の基本的な収入は、会員が会員権の見返りとして定額で負担する会費と、実際に行なつた取引料に応じて負担する取引手数料（いわゆる場口錢）であると考えられる。

しかしながら、実際の証券取引所の収入の多くの部分は、そうした基本的な収入以外のものに支えられている。ニューヨーク証券取引所の場合、一九九八年の収入の中でもっとも大きな割合を占めていたのは、取引所上場企業が取引所に対して支払う上場賦課金（四〇・六%）であり、続いて取引手数料（十七・〇%）、第三に市場情報収入（十五・三%）となつており、定額の会費収入は全収入のわずか一%を占めるに過ぎない。

市場情報収入の全取引所収入に占める割合は、オプション取引の情報収入のあるアメリカン取引所の場合はさらに大きく三割の後半となつており、Nasdaqでは全収入の四割にも及んでいる。このように、証券取引所やNasdaq市場の収入は市場情報提供からの収入に大きく依存していることができる。

こうした事実から、取引所間もしくは非取引所市場の間で市場間競争が行われる場合、取引所は会員・非常利組織としての性格よりも、上場サービスや取引執行サービス・市場情報サービスなどの提供者として、収入をめ

ぐる競争者としての性格をより強めていくと考えられる。なかでも、市況に影響されやすく変動の大きい上場賦課金や取引手数料に比べて、市場情報収入は取引所にとって比較的安定的な収入源となつて⁽³⁾いるため、重要な競争手段となりうる。

このように、証券取引所は取引所での取引を通じて成立した価格情報や気配情報を有料で市場参加者に提供することによって大きな収入を得ているのであるが、こうした市場情報の所有権が本来的に取引所に属するものであるのかどうかについて、一九三四年証券取引所法をはじめとする諸法は必ずしも明確な規定をしていないわけではないのである。

2 市場情報の権利

アメリカでは一九七五年に証券取引所法が改正され、市場間競争の促進を提唱して全米市場システムが整備された。改正法一一A条では、SECに対して取引情報と気配情報が公平に市場参加者に配信されるよう適切な措置をとる責任を課した。SECはこの権限に基づいて、総合テープシステム、総合気配表示システムなどの情報伝達システムの整備をすすめるとともに、取引所が市場情報の配信に関するコストを回収することができるようにな、市場情報の利用に対して適切な料金を徴集することを認めた。

しかしながら、料金算定の根拠となる市場情報の配信コストが具体的に定義されなかつたため、取引所は市場情報提供サービスの料金について、その金額の根拠を明らかにすることを求められないまま、市場情報の利用に課金してきた。すなわち市場情報の配信のためにどのような内部運営を行つており、また徴集した手数料がどのようなコストをまかなうのに使われているのかといったことについて明らかにする義務を負わなかつたのである。

3 オンライン・ブローカーと市場情報

前述のように、昨年、ニューヨーク証券取引所は個人投資家向けのリアルタイムの気配情報の利用料を気配一件あたり〇・五セントから、一挙に二倍に値上げして一セントとした。ニューヨーク証券取引所は、気配情報の値上げの見返りとして、遅延データ（リアルタイムの気配情報に対し、一五分以上経過した価格情報を指す）を無料としてバランスがとれるよう課金体系を変更したが、当然ながら、この措置にオンライン・ブローカーは一斉に反発した。

オンライン・ブローカーの顧客は、コンピューターを利用した取引を行なう個人投資家であつて、なかでもオンライン・ブローカーのフラットな手数料を利用して一日のうちに頻繁な売買をくり返すデイ・トレーダーと呼ばれる投資家が急速に拡大しているとされる。ニューヨーク証券取引所の市場情報収入は、一九九〇年からの八年間で二倍以上に増え、とくに一九九〇年代後半になると、年率十五%以上の伸びを見せて⁽⁴⁾いるが、その理由として、こうしたオンライン・ブローキングとそれを利用したデイ・トレーダーの増加が指摘されることが多い。また、各種ベンダーが付加的な情報とともに多くの市場情報を配信していることも知られているとおりである。

こうしたディ・トレーダーは、投資先企業のファンダメンタルズや長期的な成長性よりも、その時その時の値動きに着目して頻繁な売買を行つて収益をあげている。このため、ディ・トレーダーにとっては遅延データはほとんど意味がなく、ニューヨーク証券取引所の気配情報利用料の値上げはこうしたディ・トレーダーの負担増大に直結した。

さらに、ディ・トレーダー自身はこうしたリアルタイムの気配情報の利用料を負担しているわけではなく、オンライン・ブローカーが顧客投資家の市場情報利用料を肩代わりしている場合が多いとされる。したがつて、ニューヨーク証券取引所のリアルタイムの気配データの利用料値上げは、実際にはオンライン・ブローカーの収益にマイナスになると考えられる。

アメリカ最大のオンラインブローカーのひとつであり、現在最もアクティブに市場情報の権利について問題提起をしているとされるチャールズ・シユワップ社によると、ニューヨーク証券取引所に対しても同社が支払っている市場情報利用料は、一九九八年を含む十四か月で一・七倍に拡大したという。

オンライン・ブローカーの反発の背景には、もう一つの理由がある。現在の課金方式では、オンラインブローカーを通じて取引をする場合と、フルサービス証券会社を通じて取引をする場合とで個人投資家に課金される情報利用料が異なることである。オンラインブローカーを通じて取引をするにあたつてリアルタイムの気配データを利用する場合には、取引所が定めるノン・プロフェッショナル向けの課金がなされ、一件あたり一セント、または一ヶ月五・二五ドルのフラットな料金が徴集されるが、フル・サービスの証券会社を通じる場合には、証券会社がプロフェッショナル向けの利用料（端末数が多いほど一端末あたりの料金が遞減する体系）を負担しておき、個人投資家は課金されないからである。⁽⁴⁾オンライン・ブローカーが顧客の情報利用料を負担しているのも、した再値下げの根拠はやはり明らかではない。

フル・サービスの証券会社との競争上、顧客に情報利用料を課金することが難しいからであると推測できる。

その後、ニューヨーク証券取引所は、オンライン・ブローカーの反発に配慮して、ノン・プロフェッショナル、すなわち個人投資家向けの市場情報利用料を再値下げするとしている。これによると、いつたん気配一件あたり一セントに値上げしたノン・プロフェッショナル向けの情報利用料を、あらためて一件あたり〇・七五セントに値下げし、さらにフラット・フィーを一ヶ月五・二五ドルから一ドルに下げるとしている。しかしながら、こうした再値下げの根拠はやはり明らかではない。

4 情報収入をめぐる問題

市場情報に関する証券取引所の権利が争われた裁判として、一九六三年のアメリカのシルバー判決⁽⁵⁾が有名である。これは、また一九三四年証券取引所法のもとで、はじめて反トラスト法の証券取引所への適用が争われた裁判でもある。

ニューヨーク証券取引所を相手どつたこの反トラスト訴訟は、テキサス州ダラスの証券業者Harold J. Silverによって一九五九年に提起された。Silverはダラスで地方公共債と店頭証券とを扱う証券業者であったが、ニューヨーク証券取引所の会員ではなかつた。

Silverは一九五八年に地方公共債と店頭証券を扱う証券会社 Municipal Securities, Inc.を設立し、ニューヨーク証券取引所の十社の会員業者との間に市場情報を得るために連絡線を設置した。また会員業者一社との間にはテレタイプを接続し、取引所のチッカー・サービスも利用できるよつとしていた。

ニューヨーク証券取引所の規則は、会員が非会員との間に連絡線を設ける時には取引所の承認を必要とするこ

とを定めており、取引所は Municipal Securities, Inc.^{※1} が設けた連絡線を「一時的に承認」している。

ところが、ニューヨーク証券取引所は、翌一九五九年一月に、事前通告も説明もないまま、会員会社に Municipal Securities, Inc.^{※2} の間の連絡線を撤去するよう命じた。この結果、Municipal Securities, Inc. は営業を続けられなくなってしまった。Silver は取引所に対して連絡線を撤去した理由についての説明を求めたが、取引所側はその理由を明らかにしなかった。

Silver は、取引所とその会員が連絡線を会社から取り去ったことは、反トラスト法違反である集団ボイコットにあたるとして訴訟を提起し、取引所が連絡線撤去命令を出すことを禁じる」と、取引所が損害補償金を支払うことを求めた。

これに対するニューヨーク証券取引所の反論は、一九三四年証券取引所法のもとで自主規制の権限が認められている以上、取引所が会員に対して行った行動は反トラスト法の適用除外であるというものであった。一審の連邦地方裁判所の判決は、取引所の反トラスト免除の訴えを退け、取引所が Municipal Securities, Inc. と会員業者の間の連絡線に介入することを禁止するものであった。

ニューヨーク証券取引所はこの判決を不服として上訴裁判所に訴えた。法廷助言者である SEC^{※3} は、実質的には明確な態度を表明しなかつたが、取引所が一定の自主規制機能を持ち、会員を規制する権利及び義務を持つことは明らかであると主張した。一方、司法省はこの問題に関連し、一九三四年証券取引所法はニューヨーク証券取引所が主張するような反トラスト法からの包括的な援助を認めているわけではないことを指摘している。上訴裁判所は、しかしながら司法省の見解に反して、取引所の権限は証券取引所法によって規定されているものではない、と述べた。

ついで、その権限は反トラスト法の適用から免除されるとした。

この問題は、最終的には最高裁判所で争われることとなつた。最高裁判所では、証券取引所とその会員が集団的に Municipal Securities, Inc. から連絡網を取り去つたことは、もし一九三四年証券取引所法の定めがなかつたならばそもそも反トラスト法違反であるとした。また、一九三四年証券取引所法が反トラスト法の適用除外について明確な規定をしていない以上、証券取引所に対して反トラスト法の規定の適用除外を認めることはできない。適用除外は、証券取引所法が機能するために必要である時ののみ認められ、しかも必要最小限でなければならぬ、と述べた。

さらに、最高裁判所判事は、証券取引所法で会員に対する規制責任が定められている以上、取引所がその権限を行使するに際して非会員にも影響がでてしまうことはさけられないとしている。しかしながら、だからといって取引所の行為が反トラスト法の適用除外にあたるとは言明できず、反トラスト法は取引所の反競争的行為に対する適切なチェックとなりえる、と述べている。また、反トラスト法の適用を否定することは、反トラスト法にあらわされた自由競争を促進しようとする議会の方針を無効にしてしまうことになるとして、取引所の反トラスト法の適用除外の主張を退けている。

最高裁判所の判決は、証券取引所の反競争的行動は、証券取引所法の範囲と目的に照らしてのみ、反トラスト法の適用除外をともなうが、そうした場合には SEC の監督に従う必要があり、さらに、告知や説明、公正な意見聴取など手続き上の公正性を遵守しなければならず、取引所は Silver の営業活動に損害を与える前に補償をするべきであつたとの考え方を示した。

この判決で問われたのは、取引所が証券取引所法に基づいて会員に対して行う規制行為が非会員に対しても影

響を持つてしまう場合、そのどいままでが反トラスト法の対象になるかという点が中心になつております。取引所の市場情報に対する権利が直接的に問われたわけではない。しかしながら、取引所が市場情報を独占的に利用して、他の市場参加者の活動に大きな弊害をもたらすような行動を取る場合には反トラスト法の観点からなんらかの問題になりうることが示されたと見るに止めである。しかしながら、今日問題になつてゐるような市場情報の権利についてはその後長い間十分問われることはなかつたのである。

5 おわりに

Ruben Lee (一九九八)⁽⁶⁾によれば、現在の市場間競争は、基本的には各市場が流動性をめぐって競争を行つてゐるわけだが、流動性をめぐる競争はさらに収入の増加をめぐる競争であると見るに止めであるとの考え方を示している。

そのように考えた場合、取引所にとって重要な収入源である市場情報に関して取引所が権利を主張する」とは不思議ではない。Leeによれば、取引所は市場情報を利用して競争を有利にするためのさまざまな権利を主張しており、それは情報の所有権、利用を制限する権利、契約に関する諸権利など多様なレベルでの権利を確保して市場情報収入をめぐる交渉を有利にすすめようとしているといふ。

このように、証券取引所が市場情報収入を重視している背景には、ECN、ATSなどとよばれる代替的取引システムとのあいだの競争関係があることは言うまでもない。市場情報の提供をめぐつて、現在取引所と直接に対立しているのはオンライン・ブローカーであるが、同様の問題が代替的取引システムとの間にも起きた可能性があるからである。

このように、こうした取引システムのなかには、取引所の価格情報を使ってクロス取引を行つて、価格発見機能のないものも少なくないからであつて、取引所の価格情報を使って投資家どうしのクロス取引を行つ」とによつて、価格変動リスクをなくし、低コストでの付け合せを可能にしてゐるのである。このような価格発見機能のない非取引所システムにとつては、取引所の価格情報にいわばただ乗りして注文の執行を行つてゐるのであるから、取引所の市場情報が自由に使える」とが都合が良いと考へられるのである。

わが国でも、取引所集中義務が撤廃され、取引所外取引がさかんに行われるようになつてきた。わが国ではまだこうした非取引所取引システム(PTS)は現れていないが、多くの取引所外取引が取引所の価格情報をなんらかの形で参照して行われるであろう」とが推測できる。この場合、取引所の市場情報の管理がどのように行われるかは、取引所と取引所外取引の競争条件を左右する問題となりうると考えられる。

(1) 清水葉子(一九九九)「証券取引所の市場情報収入」[証研レポート]一五三七号、一九九九年八月。

(2) NYSE Annual Report, 1998.

(3) ニューヨーク証券取引所の収入構成に占める市場情報収入の割合については、注(1)参照。

(4) ニューヨーク証券取引所の情報利用料の課金体系については、注(1)参照。

(5) ハルバー判決については Joel Seligman (1982) *The Transformation of Wall Street*, P.383などを参照。

(6) Ruben Lee (一九九八) "What is an Exchange?", Oxford University Press, Chap.4 参照。

アメリカにねむの決済機関統合の動向

福本 葵

1 はじめに

一九九九年三月二十一日、The Depository Trust Company (以下、DTCC) と National Securities Clearing Corporation (以下、NSCC) は、二つの会社を統合する計画を発表した。専らに、本邦では、DTCC、NSCC のそれぞれの設立経緯、機能、現状を説明し、なぜ、この度、二社が統合するに至ったか、新たな組織はどのようなものかについて、その概要を述べた。

2 DTCCの機能

(1) 証券決済の四プロセス

証券売買が完了するためには、売買約定後その契約が履行されなければならない。約定された取引は、計算、照合、清算、振替（又は、受渡）という四つのプロセスを順番に踏襲する。この四つのプロセスが完了してはじめて、売買された取引は完了する。このプロセスのうち、主に、照合と清算を担当するのが、NSCC を代表とする清算会社であり、保管振替制度における振替を担当するのが DTCC を代表とする預託機関の役割である。

(2) DTCCの機能

DTCC はアメリカにおける証券保管振替制度の中央預託機関である。日本では、財團法人証券保管振替機構が類似の機能を担つてゐる。DTCC を代表とする中央預託機関は、証券決済のうち、振替のプロセスを担つた。

アメリカにおける保管振替制度は、一九六〇年代後半に起つたペーパークライシスを契機に導入された。ペーパークライシスとは、当時の株式売買高の急成長に、約定後の業務を担当するバックオフィスが対応しきれなかつた事態をいう。急激に拡大した未決済の取引を処理するため、一週間に一度は市場を閉鎖しなければならなかつた。これでは、市場自体が機能しない。そこで、バックオフィスの処理を合理化するため、物理的な券面の移転を必要としない保管振替制度の導入が急務となつた。

保管振替制度とは、まず、証券を保有する顧客は、ブローカーに証券を預託し、ブローカーは顧客の口座を管理する。次に、ブローカーは、顧客から預託を受けた証券と自己の証券とを共に中央預託機関に預託する。中央預託機関では、参加者であるブローカーの口座を管理する。証券の移転は、中央預託機関にある参加者口座間の振替による。この保管振替制度によって、物理的な券面の移転は必要なくなる。

この中央預託機関の中で、最も大きいものが DTCC である。一九六八年、DTCC の前身である CCI が設立された。組織変更の後、一九七三年、DTCC が設立された。現在、DTCC は、一兆兆ドル近くの資産を持っており、株式のみならず地方債、その他の証券を取扱つてゐる。ニューヨークに拠点を持ち、その参加者である、ブローカーディーラーや銀行、証券会社によつて株式を保有されてゐる。DTCC は、ニューヨーク銀行法の下にある限定目的信託会社であり、Federal Reserve System のメンバードである。また、の EDC 上に登録され、Clearing agency である。昨年は、七七兆ドル以上に評価された一億六千回以上の取引のバックエントリーによる

リバリー（口座間の振替）を処理した。

(3) NSCCの機能

NSCCは、清算会社である。先の四つのプロセスでは、主に、照合と清算を担当する。清算会社というシステムは、アメリカの証券決済制度に特有のものである。清算会社は、日本やヨーロッパには見られない。清算会社の存在しない国においては、その機能を別の機関が担わなければならない。日本において、清算は、証券取引所が担う機能の一つである。

清算会社の主な役割の特徴は、清算会社が取引のカウンターパーティになることによって、取引の保障を行うことにある。これにより、取引をした参加者は、当初の相手方と証券や代金のやり取りをするのではなく、清算会社を相手に、証券および代金の受渡を行うこととなる。清算会社が取引のカウンターパーティとなり、リスクを負担することによって、清算会社の参加者は、売買取引の相手方の財務状況を懸念する必要がなくなる。

NSCCは、一九七六年、ニューヨーク証券取引所（NYSE）、アメリカン証券取引所（AMEX）、店頭市場（NASD）の三市場の清算会社として設立された。NSCCはそれまで、NYSE、AMEX等それぞれの市場が独自で保有していた清算機構を統合し設立された。それまで、各取引所で行われていた清算業務を標準化し、集中化した。NSCCは、ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、NASDによつて株式を所有されている。

NSCCは、株式、ボンド、投資信託、ミューチャルファンド、年金の売買取引後の照合、取引の保証、取引のネットティング、情報サービスを提供する。現在、NSCCは、二〇〇〇以上の参加者を持つている。その参加者には、「ブローカーディーラー、銀行、投資信託会社、保険会社を含む。昨年は、四四兆六千億ドル以上の取引とNSCCは、これまでも密接に関連していた。

3 合併の目的

新たな組織のCEOとなる Jill M. Considine氏によると、合併の目的は概ね以下のように述べられている。⁽¹⁾「NSCCおよびDTCは、過去二〇年以上に渡り、高い効率性と確実性を市場にもたらすという役割において、大きな成功を収めてきている。我々の行動（統合）は、NSCCおよびDTCのそれぞれを強化し、アメリカ国内および海外において変化している金融サービスをサポートする」とのできる組織を作るよう、将来のために備えるものである。」

また、現在、NSCCのCEOであり、新たな組織のvice chairmanとなる David M. Kelly氏による統合の目的の概要は、「決済サイクルの短縮化、新たな技術および金融サービスの融合は引き続き行われる。取引量の拡大に対処し、処理を合理化し、リスクを削減し、経費を下げ、新たなサービスをサポートするために、過去においてこの産業のインフラストラクチャーを拡大してきたのと同程度に効率的に、決済サイクルの短縮化、新たな技術および金融サービスの融合を達成すべく備えなければならない。」というものである。

統合についての話し合いは、NSCCとDTCの管理者チーム、取締役会、および参加者間で、一九九八年七月、非公式に始まった。これらの事前協議の議題は、国内外の市場で起つてている変化に集中した。続く八月までに、DTCの取締役会が指名した七名の参加者代表と、NSCCの取締役会が指名した七名の参加者代表による一四名の参加者代表が、統合に関する利益とリスクについて、正式に議論を始めるよう依頼された。

同年一〇月に、一四名のグループは、取締役会の支援を受けて、Deloitte & Touche (D&T) を組織した。この組織の目的は、統合の利益とリスクを研究するものである。D&TはDTC、NSCCの管理者、参加者に対し調査を行つていて、一二月に、D&T報告が取締役会に提出された。この報告書は、双方の参加者の多くが統合に賛成しているところを示している。

NSCCとDTCの管理者チームは統合の計画に対し、共同して取り組んでいる。統合の提案は一九九九年二月取締役会によって承認された。統合には、SECによる承認を受けなければならず、この承認が下りるには、一九九九年年末までかかるであろうと予想されている。

5 新しい組織

(1) 管理構造

DTCとNSCCの統合は、持株会社という形態をとる。一九九九年七月一四日、持株会社の名称は、The Depository Trust & Clearing Corporationと決定した。経営管理チームは単一であり、DTCとNSCCの業務をサポートするため、中央集権化された企業サービスを提供する。この構造は、相乗作用、調和した計画および統一、一貫したアプローチをもたらす企業努力を支援する。中央集権化された持株会社が、法律、人的資源、金融戦略、会計といった一般的な管理業務を行うことになる。

(2) 別々の運営子会社

業務のレベルでは、DTCとNSCCは、現状のまま稼動しつづける。従つて、DTCとNSCCはともに、先に述べた持株会社が株式を保有する別々の運営子会社という形態をとる。これは、DTCとNSCCの金融商品およびサービスが異なり、規制の条件が異なることを考慮している。更に、NSCCは、参加者のカウンターパートとなり、その決済不履行リスクをファンドで吸収するが、DTCは、そのようなリスクを想定していないといふように、リスクの局面が異なるということを考慮しての結果である。

(3) 単一の取締役会

これまで、DTCとNSCC取締役会は、一四名の参加者からの代表者と一四名の管理者の代表という合計二八名の取締役で構成されていた。参加者がNSCCとDTCの両方の取締役会において代表業務を行う場合は、一方の取締役会を選択するよう依頼されていた。

今年六月、DTCとNSCCの取締役会で、DTCとNSCC、持株新会社の三法人の取締役会で取締役を務める一つのグループを設立する計画が認められた。DTCとNSCCの株主によるこれらの取締役の選挙は、今年七月に行われ、取締役は法的な根拠を持つものとなつた。この取締役のグループには二十七名いる。NSCCの取締役会は、二十七名の投票メンバーを有しているが、DTCは、適用される連邦法によって、取締役の人数

を二五名に限定されているため、二名のNSCC取締役会のメンバーが投票権のないアドバイザーとして出席している。これは、一二名の参加者代表と二名の取引所代表、三名の管理者で構成される。取締役会の統合によって、構成員の数は、三八名から⁽²⁾二十七名となつた。

6 なぜ、今まで統一しなかつたか

では、なぜ、今まで統合しなかつたか。NSCCは、今まで統合しなかつた理由を概ね以下のように述べている。

アメリカにおいて、預託機関と清算会社が別々の機関となつてているのは、その方が効率的であるからという理由よりも、歴史的な理由によるところが大きい。預託機関を設立する際、預託機関は、銀行を参加者とし、その銀行に保有されている株式を預託機関に預けることを必要とした。預託機関の参加者である銀行は、清算会社が被るリスクを、負担することを回避した。清算会社は、カウンターパーティとなつて、決済の不履行を保証する。つまり、参加者の決済不履行の際には、そのリスクを負担しなければならない。DTCとNSCCが単一の機関となつてしまえば、NSCCの被るリスクはDTCの参加者にも及ぶ可能性がある。DTCの参加者である銀行はこれを、良しとはしなかつた。

リスク管理に関する二つの機能を分けるという決断がDTC、NSCCという二つの機関を生み出した。実際、決断は合理的なものではなく、政治的な便宜に基づいていた。その結果、清算会社が、より広い保証を提供するよう requerされた。

しかしながら、周期的に、業界のトップによって、DTCとNSCCには、機能的に統一されたアプローチが

必要であるとの議論がなされている。統一されたシステムは、DTCとNSCCの双方が、（誰が規制を違反したかといった）規制に関する情報を利用することが可能であり、担保は集中的に管理されており、操作の繰り返し、ハードウエアの不必要的繰り返しがない。管理サービス、経済的、法的、人的資源に対するコストが統一の管理下におかれることを保証する。今後は、このような統合も行われるであろう。

7 Global Investment

この度のDTCとNSCCの目的は、国際的な市場間競争に対し、競争優位となることを目的とするものである。アメリカにおいて、NYSEその他の取引所は、国際投資に係る様々な対策を検討している。これには、ロンドン証券取引所等、ヨーロッパの市場との重複上場銘柄が、近年、増大しているという側面と、アメリカにおけるアメリカ以外の会社の上場銘柄取引が急速に拡大しているという側面がある。

一九九八年一一月一七日、合併後の新会社ダイムラー・クライスラーが、NYSEにおいて取引を開始した。これと同時に世界中の一六以上の市場で、同社の証券取引が開始された。このように、世界規模の一企業の株式が世界中の複数市場で上場し、世界中の投資家が当該企業の株式取引をする機会は、近年、目に見えて増加している。投資家がどの市場を選択するかの判断基準には、価格、取引時間、使用通貨、カントリーリスク等様々である。その中に、取引市場の持つインフラストラクチャーも含まれる。決済に関するインフラストラクチャーも競争要因の一つであり、これを整備することは、競争力の増大に繋がる。

NYSEの計画する取引時間の延長、NYSEの東京支店の創設や、アメリカの市場が計画する決済期間のT+1への移行、STOP (Straight Through Processing)⁽³⁾の実現は、国際的な市場間競争に備えて準備するため

のものである。

8 日本への影響

DTCとNSCCは、一九九九年三月二二日、共通の持株会社を設立し、それぞれが、その運営子会社となること)とを発表した。持株会社、DTC、NSCCといった三つの法人を一つの取締役会が統括し、管理チームも新たに構成する方針である。

これは、国内外の金融市場との競争を念頭においた統合である。証券取引は、国境を越えた、効率的で低コストなサービスを提供する)とのできる市場にシフトするであろう。証券取引を自国の市場に引き入れるためには、変化する金融環境に対応する)とのできる安価で効率的なインフラストラクチャーを構築する必要がある。

DTCとNSCCは、これまでも密接に結びついている。証券取引所で取引された情報のほとんどがNSCCに送られ、NSCCでは、取引の照合および清算が行われる。NSCCで清算された取引情報は、DTCに送られ、この情報に基づいて、DTCでは、口座間の振替が行われる。このような情報のやり取りは全て電子的な指示による。統合後は、参加者に対して、更に統一的なアプローチが行われる。今まで、DTCとNSCCに重複する指示やデータを送っている場合には、これらは統一化され、合理化されるであろう。)の統合によって、決済期間の短縮(T+1)やSTPの導入といった市場の求めるニーズに対する対応が進むと考えられる。

では、今回のDTCとNSCCの統合が果たして、日本にどのような影響を与えるであろうか。日本において、清算会社は存在しない。その機能は取引所が果たしている。日本とアメリカとでは、組織形態そのものが大きく異なる。従つて、DTCとNSCCの統合と類似の統合が直ちに、日本の証券市場のインフラストラクチャーに

もたらされると考えるのは適切でない。

しかし、少なくとも、この度の統合が日本にもたらす影響について以下のことは言えるであろう。つまり、日本においても、一九九八年一一月より、取引所外取引が認められ、取引所が国内の市場間競争に晒されている。また、この度の統合が示すように、アメリカは、ボーダーレスの証券取引を取り込み、競争優位に立つべく自国のインフラストラクチャーを着実に整備している。)のような動きからも明らかのように、国外の市場との競争が顕著になりつつある。DTCとNSCCの統合を進めるアメリカの取り組みは、国内外の競争を勘案し、日本において、どのような売買約定後のインフラストラクチャーを整備するかを慎重かつ迅速に検討することを促すものである。

(61)

(62)

- (1) <http://www.dtc.org/pressreleases/data/19990322.htm>による。
- (2) <http://www.nscc.com/about/index.html>による。
- (3) 証券取引において注文から決済に至る全てのプロセスの処理がシームレスに行われる)。