

証 研

レポート



No.1534

1996年5月

- 規制緩和と証券市場
- アメリカにおける機関投資家の積極的投資戦略
- 銀行行政の目的について
- 世界の株価指数先物・オプション
—1995年を振り返って—
- 長期的・年功的雇用慣行と金融業

規制緩和と証券市場

この二月末、政府は規制緩和推進計画を改訂した。ちょうど一年前、五ヶ年計画で進められる予定で公表されたこの計画は、今回三ヶ年計画に改められ、前倒しで実施されることになった。証券市場プロパーに限つてみても、すでにこれまでにいくつかの規制が緩和・撤廃されている。たとえば起債関係では適債基準や財務制限条項が撤廃・緩和され、発行登録制度の要件も緩和されるなど、起債に関する制約はほとんどなくなっている。また店頭市場については原則市場の開設、公開会社数の制限撤廃がなされた。そのほか、証券会社の通貨スワップの解禁措置も取られている。今回は、これらに加えて時価発行増資にかかるガイドラインの撤廃、発行登録制度の店頭公開企業への開放、リース・クレジット債権にかかる資産担保型証券の導入、投資信託の運用規制の更なる緩和、店舗規制の原則撤廃、兼業業務の拡大（金融債権の売買の媒介）等の証券業務の効率化・多様化、報告書などの簡素化などの措置が取られた。

規制緩和の動きはこれにとどまらず、今後は、手数料の自由化、投資一任業務にかかる規制緩和、業態別子会社の業務分野規制の緩和、証券業の免許制から登録制への移行の可能性等についても検討されることになつてゐる。こうした規制緩和の推進については行政改革委員会答申（昨年一二月発表）がかなりの影響力をもつたことも特記すべきであろう。

他方、我が国の実体経済は九〇年代に入つて、構造的な変革期にきているといわれている。現在進められてゐる規制緩和の諸措置も、こうした日本経済の構造変化に即応したものでなければならないのは言うまでもない。すなわち、これから検討の俎上に乗せられようとしている右記の項目の是非は、今後の日本経済における証券市場の機能と役割、またそのなかで仲介者たる証券業のあり方はいかにあるべきかという観点から判断すべきである。そこで以下では、日本経済はどのような構造的変化にあるかを簡単に整理し、これに即応して金融・証券市場の機能、銀行・証券会社はどう変わるべきか、したがつて、これまで採られた規制緩和措置、今後検討されることになつてゐる諸措置の是非について考えてみた。

日本経済の構造的变化

現在、我が国経済は変革期にきているといわれているが、それは九〇年代前半期の長期にわたる不況の特質に色濃く現れている。そこで、どのような構造変化が生じてゐるのか、今回の不況の特徴をみておこう。

九一年から始まつた今回の不況は三つの異なる不況要因が重なつたものといわれてゐる。まず、第一は循環的なものである。八〇年代後半の過剰投資が九〇年代にストック調整を必然化し、今回の不況となつたというのである。そうだとすればまずはその調整も終わつて景気は回復するであろう。事実、住宅投資は九三年以後、民間設備投資は九五年以後、増勢に転じ、昨年秋から景気回復は顕著となつてゐる。このように、今回の不況が過去と同じ循環性のものであるならば、財政金融政策の発動で不況の程度を和らげ、自生的な景気回復につなげれば良いということになる。しかしながら、今回の不況の最大の特徴は、九一年八月の総事業規模一〇兆円余の総合経済対策以来、これを含め六回もの景気対策（累計六五兆円）が打ち出されたにもかかわらず、景気がなかなか浮揚しなかつたし、財政政策の発動が後退するやたちまち失速し、自生的な回復力が弱いということであつた。

そこで第二に、今回の不況の特徴として金融的要因を指摘するものが多かった。たとえば、宮崎義一「複合不況」（中公新書、一九九二年）は、株価の下落により銀行の含み益が減少し、その結果BIS規制（銀行の自己資本比率規制）のからみから銀行の貸し渋りが起り、これが循環性の不況をさらに強めていることを強調している。その後、土地価格の下落から貸付債権が不良化し、リスクに敏感になりすぎて銀行のクレジットクランチが強められたという主張が加わった。他方、同じ結果に帰着するが、マネーフローのミスマッチを指摘するものも多かった。すなわち、不良債権の累増が明らかになるにつれ、民間金融機関に対する信頼が低下し、定期預金が大銀行や特に郵便貯金へ流動性預金としてシフトし、資金遍在が顕著となつたというものである。以上のような点からすると、対策は①金融機関のバランスシートの改善（証券化による貸付債権の切り離し等）、②金融機関の整理統合、③郵便貯金を始めとする公的金融の改革（民営化など）、④投資信託をはじめとする多様な資産運用ニーズの受け皿作りなどとなろう。

第三に構造的不況要因が重なつてゐるとの重要な指摘がある。すなわち、東南アジア地域における急速な変化が「日本経済の空洞化」をもたらし、産業構造の転換に迫られていること、急速な高齢化社会を迎える社会保障費や企業年金債務が膨張するということ、このような課題に対して我が国経済が十分に対応できていないことが自生的な回復力の弱さにつながつてゐるという主張である。すなわち、新興工業国（韓国、台湾、香港、シンガポール）が鉄鋼、造船等の重化学工業分野でも日本の強力なライバルとして出現したこと、ASEAN諸国（タイ、フィリピン、マレーシア、インドネシア等）、中国等が急激に工業化したこと、この結果、日本は一方では在来型の産業で競争力を失いつつある反面、他方ではASEAN等への最大の直接投資国としてこれらの地域のマーケットを技術や資本財の供給先として囲い込める位置に立つことになつた。したがつて、対策としては、かつて

日本に急追されたアメリカのように産業構造の高度化（ハイテクノロジー産業へのシフト）をはかり付加価値の高い産業を育成し、国内の余剰雇用を吸収する一方、東アジア地域に対してさらに進んだ技術、資本財の供給元として共生共榮を図る方向へ、産業構造を転換させることでなければならない。そのためには、新しい産業・サービスの出現をはばむ規制を取り除き（規制緩和の推進）、企業経営の面では人材の流動化を図り（雇用慣行の見直し→日本の経営の見直し）、金融の面ではベンチャービジネスへのリスクキャピタルの効率的配分を図ることであろう。

また高齢化社会の突入についていえば、社会保障費の拡大にたいしては税制改革が、また企業年金債務の累増に対しても年金制度改革が課題となつてこよう。企業年金はこれから掛け金より給付金支払いが多くなり成熟期に入ることになり、資産運用の効率化に迫られることになるが、そのような観点からは資産運用規制などの画一的な規制は撤廃し、基金のディスクロージャー、セーフティネットの拡充等環境整備が必要となる。

証券市場の課題

このように見ると、証券市場における規制緩和はあくまでも、今後、日本経済の構造変化に沿つて証券市場に求められる新しい機能の拡充に資する方向性を持つものでなければならない。それは、具体的には何か。

【リスクキャピタルの効率的配分】

まず、資産調達の面からいうと、資金のアベイラビリティの絶対量の確保こそが至上命題であった高度成長期の時とは異なつて、今後は価格発見機能が十分働き、市場メカニズムに沿つて成熟産業からは自社株買い等で資

金が株主に還元され、成長産業には店頭公開、時価発行増資等により資金が配分される市場になる必要がある。この点からいうと、商法改正（九四年一〇月）、みなし配当課税の九九年三月までの凍結（九五年一一月）は自社株買いの環境を整備したことで意義深いことであった。また、店頭特別市場の発足、大証二部市場等の上場基準の緩和、起債基準の撤廃（九六年一月）、発行登録制度の店頭登録企業への開放などは、今後の日本経済の成長を担う産業・企業への資金調達の促進、具体的には成長産業、ベンチャービジネスへ円滑に資金供給がおこなわれ、金融面から産業構造の転換を促進するという要請に合致する措置である。また時価発行増資にかかるガイドライン（九三年一二月公表）および利益配分ルールを今回撤廃したこと、市場メカニズムに沿つたリスクキャピタルの配分に資するものといえよう。

【バランスシートのリストラ】

企業・金融機関のバランスシートのリストラを進めるためには金融資産の証券化を進め、各種金融資産がそれに適した投資家に効率的に配分される市場にならなければならない。この点からすればリース、クレジット債権等の特定債権のみならず幅広く債権の証券化を推進することが必要であろう。また、過去に過剰に発行された転換社債、ワランチ社債、過剰な銀行借入金も縮小の対象とされるべきものであり、これらが今までのところ円滑に普通社債によつて借り換えられているという事実から、起債基準の撤廃、財務制限条項の緩和は意義あるものであった。今後は、持ち合い株など低収益資産の効率的運用という観点からカバードワランチなど新商品開発が積極的に行われる環境整備が必要となるう。

【リスクの効率的配分】

これに関連して、資金の調達や金融資産の配分の結果生じる市場リスクについては、リスクの効率的配分、リスク管理の観点からデリバティブ市場にかかる規制の撤廃、市場整備・拡充が求められる。金融派生取引（デリバティブ）とは、金融・証券取引における種々のリスクのうち市場リスク（価格変動）を原取引である資金移転行為から切り離し、そのリスクの配分だけを行う取引を指す。したがつて、元本無しでリスクテーキング（投機）やヘッジ（保険繋ぎ）ができるので、リスク負担能力のあるものへのリスク移転を容易にしたり、低コストで多様な損益特性を作ることによりディーリング、ヘッジを促進し、金融市場の流動性を高めるなど、長期的には金融市場の効率性を高めるという効果がある。

【資産の効率的運用】

他方、投資家サイドの多様なニーズに対応できる市場作りという観点からは、投資信託にかかる運用規制のさらなる緩和は多様な投資戦略に投資家がアクセスできるようになる点で望ましい。

また投資一任業務における新規参入を図る観点から一任業務の登録制への移行や認可基準のあり方が今後、検討の対象とされるが、それは企業年金基金等の資産配分・運用およびその評価の効率化の観点からその是非が検討されることになろう。さらに投資一任契約の最低額（現行一億円）の引下げ、一括発注の是非も検討予定とされているが、高齢化、ストック化を迎える多くの人々が老後の資産形成・運用を考えるときにその効率化の観点から一任運用業務の大衆化を図る必要が生じてこようが、これはその対策の先駆けとなるものであろう。

さらに、取引執行の効率化の観点からは手数料の自由化をはじめとする取引システムの効率化が検討の対象と

さてこよう。

【仲介業者のあり方】

業態別子会社の分野規制の見直しや証券業者の登録制への移行も今後の検討対象とされているが、これらの問題は、今見たような、リスクキャピタルの効率的配分、金融資産の証券化や新金融商品の開発、投資家の資産運用の効率化という目的に資するかどうかという観点から判断すべきであろう。今後の証券業は仲介業者としてそのような目的を遂行していかなければならない。リスクキャピタルの効率的配分の観点から審査機能の充実が求められるし、店頭株式の情報提供能力、さらにベンチャー企業株式の流動性を向上させるためのマーケットメイク機能の向上が必要とされる。また既存のマーケットを利用して新商品を開発する機能も求められようし、金融資産の証券化とその分売の手腕も試される。そして、高齢化、ストック化を迎える高度な財産運用アドバイスが求められる。

銀行の証券子会社に幅広い業務分野を認めるべきかどうかという問題は、それによって取引コストが適正な水準になつたか、業務にイノベーション（革新）がもたらされたか、すなわち引受業務において革新的なディールが生まれたか、発行側のバランスシートを改善しつつ投資ニーズに合致するような新商品の開発が促されたか、ブローカー業務において効率的な取引執行の手法の開発が促進されたか、財産運用アドバイスサービスが向上したかという観点から判断すべきであろう。もちろん、新規参入のある無しにかかわらず既存の証券会社自身もそのような方向にそつて業務を革新していくべきである。そして、われわれは外資系の証券会社が引受けやブローカー業務において革新的な手法を我が国市場に持ち込んで成功した例を知っている。それに比べ銀行の証券子会社はどうか。

(二上)

アメリカにおける機関投資家の積極的投資戦略

アメリカでは機関投資家の成長とともにそのプレゼンスが目立つようになり、株式保有の集中化も指摘されているが、最近ではその資産運用の性格変化が注目を浴びている。従来機関投資家は、株価が下がれば買い上げば売るといういわゆるウォール・ストリート・ルールに基づいて資産運用を行っていたとされてきた。しかし、一九九〇年代には企業と長期的な関係を維持する積極的投資戦略（Institutional activismと呼ばれる）が注目を集めており、最近事実上の株式分割を発表したバークシャー・ハザウエイはその筆頭である。⁽¹⁾このためこのような傾向が持続するとすれば、分散性を特徴としたアメリカの株式保有構造にも変化が生じる可能性もある。このため小稿では、機関投資家による積極的資産運用の要点を紹介してみよう。

1 必要性

積極的投資の必要性は、アメリカの大企業の分散した株式保有構造から生じる。分散しかつ零細な株式保有構造とは、多数の株主が小規模な株式を保有しており、経営に影響するほどの大規模な株主が存在しない状態を言う。分散した株式保有構造は、企業の戦略決定の監視における経済学で集団的選択問題と呼ばれる問題を発生させる。大企業は、効率的に経営され環境変化に対応するためには外部からの監視が必要であるが、零細な個人株主は経営を監視する誘因を持たないし、機関投資家も含む多くの株主は経営を監視するために必要な専門知識を持たない。

アメリカの株式市場では、この問題の解決は積極的な投資家によって行われてきた。彼らは、企業調査に必要な専門技術を蓄積し、政策変更によって企業価値の増大ができる企業を発見し、これを実現する戦略を発展させた。そしてその上で投資を行い、政策の変更を強制した。こうして彼らは、分散した投資家の代理人として行動し、彼らが出来ないし望みもしない投票権の集中と行使を行った。彼らは常に成功したわけではないが、一世紀以上にわたって株式市場での企業に対する外部監視機構だつたのである。

積極的投資家の活動は、アメリカ株式市場の流動性と深さによって促進された。アメリカの市場は、流動性の高さ、保有の分散、低い取引き費用等によって特徴づけられるが、このことは積極的投資家が株式を集めて高い保有比率を持つ事を容易にした。⁽²⁾このことはアメリカでは日本からみればわずかな比率の株式でも、積極的な投資戦略のために有効に利用できることを示している。

2 定義

一九九〇年代には成長しつつある機関投資家の一部は積極的投資戦略を採用しつつあることによって注目されている。このような機関投資家の一つであるカリフォルニア州公務員退職年金基金（CALPERS）のために作成された積極的投資戦略についての報告によれば、積極的投資という概念は、投資家が投資によって得られる収益を増大させるために対象企業（target corporations）を巻き込む行動を起こす投資戦略から構成されている。⁽³⁾このような行動は、たいていの場合その企業の価値を増大させるために企業の政策や支配に重要な影響を与える。従つて経済的に見れば、積極的な投資家は、そのパートナーがその行動によって投資戦略の結果に影響を与える市場支配力を持つとみなされている。積極的投資戦略の反対概念である受動的投資戦略は、その投資に

対し投資家が何の影響力も持たない投資であると定義される。⁽⁴⁾

積極的な投資戦略のうちには以下のようない方法が含まれている。第一に、公開買付、レバレッジド・バイアウトおよび交渉による対象企業の買収である。対象企業の買収は、投資家が企業にその価値を増加させるような政策変更を強制することを可能にする。第二に、対象企業の役員会の支配をねらう方法もある。「この方法は、投資家が対象企業の全ての株式を買い占めるのではなく、一部を買い占める方法であり、通常5%から15%の株式を買い占める。役員会を支配することは、積極的な投資家に企業の政策に重要な影響を与える」と可能にする。

第三に、役員会に代表を送る「この方法の場合には、積極的投資家は企業の政策の見直し、経営監視および必要なときには政策の変更を主張するために代表を送り込む。第四に、役員会に代表を送らないとはいっても、企業の政策に重要な影響を与えるように努力するという選択肢もある。「この方法は、企業の役員会、経営および支配を変更するわけではないため前三者より稳健である。第五に、経営の日常的監視という方法もある。このような監視は、役員会の構成、企業の政策および報酬システム等の広範な諸問題についての交渉や話し合いの機会を作ることができる。

要するに積極的投資戦略は、分散した株式保有構造のもとでは5%から15%程度の株式保有でも有効であり、その投資目的を実現するために多様な方法を利用できる。

3 機関投資家による保有比率の上昇と株式保有の集中

機関投資家の積極的戦略を裏付ける事実は、機関投資家による株式保有比率の上昇に伴つて株式保有の集中化が見られることである。

機関投資家による株式保有比率の上昇は、以前から指摘されていたが、一九八〇年代以降にも持続している。事実、アメリカで最大級の二五社の株式に占める機関投資家の保有比率は、一九八五年には平均三六・一%であったが、一九九〇年には四五・三%に達し、一九九五年には四八・六%まで上昇した。また最大級の二五社の機関投資家による上述の二五企業の株式保有比率は、一九八五年の一九・八%から、一九九〇年の二二・九%を経て、一九九五年には二四・五%まで高まつた。⁽⁵⁾

しかし機関投資家による株式保有は、もはや分散化を促進する要因ではなく集中化を促進する要因に転じつた。マーク・ローによればアメリカの株式保有構造は集中化する傾向がみられる。彼は最近の著書において「アメリカの集中の程度はまったく低いものだが、大企業の株式保有は原子的なバーリミーンズ型の企業のものではない」と指摘している。⁽⁶⁾

機関投資家の株式保有状況についての調査によれば、最大手企業二五社の発行済み株式のうち上位一〇位までの株主によって保有される株式の比率の平均値は一九八五年には一二・六%であり、最高がフォードの一七・二%、最低がAT&Tの六・四%であった。この値は、一九九〇年には、一五・一%に上昇しており、この時の最高値はEli Lillyの三五・一%、最低はAT&Tの八・四%であった。一九九五年には、この値は一五・一%を維持しており、最高値は、Coca-Colaの一六・四%であったがAT&Tの示す最低値は九・五%に達した。このうち最大級の一〇社を取り上げてその一九九五年における株式保有者を検討してみると、株式保有はいずれも分散しており、一社の機関投資家で株式の三%以上を保有する投資家は多くはない。しかし、上位一五位までの機関投資家のなかにはWells Fargo, Bankers Trust, Mellon Bank, CalPERS, New York State Common Retirement Fund等の特定の機関投資家のグループが共通して含まれていた。

4 歴史

「このため」のようない機関投資家は、大量の株式を保有する積極的な投資戦略を採用している可能性がある。「このような変化が事実であれば、株式保有の集中化は機関投資家による経営監視の強化を伴つている可能性もある。」た。⁽¹⁾

例えば一九〇〇年代の初頭には、文献によれば大部分の積極的投資は銀行および金融持株会社によって担われていた。しかし、「このような動きは、このような金融機関が株式を保有することを規制されたため抑制された。とりわけ一九三三年銀行法は、銀行の株式保有を禁止した。

一九五〇年代には、積極的な投資のための主要な方法は、企業の支配をめぐる投票権委任状をめぐる争いであった。しかし、「このような動きは、一九五〇年代末の株式公開買付（tender offer）の登場によって方向が変わり、一九六〇年代には株式公開買付が主要な積極的投資戦略となつた。さらに一九八〇年代には、ジャンクボンドによるレバレッジバイアウト（LBO）が主要な手段として登場した。

一九九〇年代の積極的な投資戦略をもたらした要因は次のように要約できる。第一に、企業買収とりわけ敵対的な買収に対し様々な法的制約が設けられた。個別企業は、ポイズン・ピルのような防御手段を採用したし、合計すると四〇以上の州で敵対的企業買収を制約する州法が施行された。第二に、一九八〇年代末の危機と一九九〇年代初頭の不況は、危険負担を嫌う保守主義を強化した。このため企業支配をねらつた積極的投資戦略は大きく後退した。第三に、敵対的買収や売却目的での企業買収に対する政治的注目が高まつた。このような投資戦略は、現在では短期間に政治的反動や新聞による批判を生み出すだろう。第四に、企業民主主義に対する理解が深まつた。現在では企業が長期間「正しく」統治されることを目的とした介入は、ずっと受け入れられやすくなつていて。これはアメリカの企業は十分に競争的でなくなりつつあり、事実ゼネラル・モータースのように経営に失敗した企業もあらわれたためでもあった。最後に、機関投資家の重要性の上昇が重要であり、企業監視に対する機関投資家の積極主義（institutional activism）は劇的に高まつてている。アメリカの株式市場の歴史上初めて、主要な機関投資家の力と技術上の洗練は否定できない水準に達している。

5 共通する性格と多様性

「このような傾向は、一九八〇年代に主流を占めていた方法とは志向性が異なる積極的投資家群を形成した。」⁽²⁾のようない志向性は上述の諸要因を反映している。

新しい積極的な投資家は、取り引きや支配は強く志向しない。また彼らは、梃子や攻撃的な金融技術の利用にも積極的ではない。むしろ彼らは、積極的な投資によってより価値を増加させるという目的を追求し、数年間にわたる長期的な関与から変化が生じるような「忍耐強い」接近方法を支持する。

より広範みると、新しい積極的な投資戦略は、以前のものより重要な費用と便益をもたらす。彼らは、積極的な投資家が企業の業績や変化に直接影響を与えない方向に向かっているが、この結果何も生じない危険性が増加すると同時に将来重要な変化が起こる可能性も増大させていている。

しかしそのようないくつかの類似性にもかかわらず彼らの採用する投資戦略や投資目的は多様である。このことは現在の市場の不確定性とともに、この時期にも多くの積極的投資戦略が利用可能であったことも反映している。

新種の投資関係 (the new breed of investment partnership) の第一の多様性は、その戦略に敵対的因素が含まれる程度である。現在のところCalPERS以外の四つのファンデの中では、The Lens Fund (以下レンズ社と記す) だけが攻撃的で非交渉的な戦略を用いている。このファンデは、公開討論だけでなく株主投票も利用する。しかし他のファンデは、経営陣によつて歓迎される投資だけを行つてい。

第二は、彼らが日常的監視者 (ongoing monitor) やあるかそれとも一時の触媒 (one-time corporate catalyst) であるかと言つてある。レンズ社以外のファンデは、企業が選択した戦略に協力的な投資家として投資している。レンズ社は、企業の戦略が株式の価値を極大化することに失敗していると考えられる場合に投資する。

第三は、役員会に介入するか否かという点である。レンズ社以外の三社は、彼らが役員会に出席することを受入られ、従つて内部から経営を監視できる企業に投資するであろう。レンズ社は、役員会への参加を要求するかもしれないが、投資した後でそうするであろう。それゆえにレンズ社は、変化の触媒としての役割を果たす。

第四は、その投資戦略である。レンズ社は、投資対象を選択するためスクリーニングを行い、経営者が株式の価値を増大させる戦略を採用した場合には、より高い収益が得られる企業を選別する。アライド・インベストメント・パートナーズは、価値の評価にもとづいて投資対象を選択し、それに主体的判断を加える。他の二社の場合には、投資戦略はそれほど特定されていない。

最後に、経営の専門性も異なる。アライド・インベストメント・パートナーズは、他の二社と異なり、その投資選択と経営監視の専門性を投資戦略の特徴とする。これは、アライド・インベストメント・パートナーズが、その経営者の高い経営技術は投資対象の選択に有利であり、しかも投資対象企業の役員としても有能にすると考えているためである。

6 危険と報酬

積極的な投資家の利益は、二つの要因から生じる。第一に、役員と投資家による不十分な監視から発生する業績低下の程度である。この程度が大きいほど、積極的な投資によって回復できる業績の余地は大きい。第二に、投資関係者 (パートナーシップ) の持つ、専門性と専門知識である。投資関係者は、過ちを犯している企業を見し、それに投資し、企業に変化をもたらさなければならぬ。⁽⁹⁾

一九八〇年代の経験は、この利益が非常に大きいことを示唆している。企業買収や再建から生じた巨額のキャピタル・ゲインは、企業業績の低下は長期間放置されていたため積極的投資家に大きな利潤機会を与えてきた。例えば、友好的な買収から生じる平均の超過利潤は、三五%以上に達した。企業再建の場合には、一九九二年に行われたHartmarxの再建の場合には、株価は五〇%以上上昇した。

しかし準備が不足した専門知識のない投資関係者による積極的投資は、大きな危険を伴う。企業の価値を減少させる多くの過ちがありうる。とりわけ過小評価された企業の発見に失敗した場合には、積極的な投資は、経営者と株主を混乱させ、誤った政策を企業に押し付けることによつて企業の価値を減少させる。また積極的な投資家によつて採用された戦略が失敗した場合にも、価値の減少が発生する。

また投資家と債権者の利害の不一致から発生する積極的な投資の不利な面もある。この典型的な場合は、積極

的な投資家が債権者の犠牲によって企業に利益を与える場合である。また積極的な投資家は、企業資産の支配権を手中にして、自らに過剰な報酬を与える可能性がある。

むすびにかえて

以上みたように機関投資家による積極的投資戦略は、株式保有の分散というアメリカの特徴に基づいて発展してきた投資戦略であり、機関投資家による株式保有比率の上昇によってその実施しうる可能性も高まつてゐた。そして一九八〇年代における敵対的な投資戦略が反乗取り法の制定等によつて社会的な規制を受けることにより、有効な選択肢となつてきただと語るよ。

しかし積極的投資戦略が今後アメリカの機関投資家の資産運用の主力となるかどうかといふ可能性についてでは、現在では疑問点も多い。例えば、積極的投資戦略を用いる主体である年金基金や投資会社は、どのように監視されるのかといふ問題も指摘でありますし、おそらく積極的投資戦略を採用している機関投資家は現在ではそう多くはない。このため今後の動向については、慎重な検討が必要である。

(北條)

[注]

- ① "Buffet Knocks Down Bar For Investing in Barkshire," *Wall Street Journal*, Feb.14,1996.
- ② Gordon Group Inc., *Report to the California Public Employees Retirement System: Active Investing in the U.S. Equity Market: Past Performance and Future Prospects*, Newton, 1992,p.7.
- ③ *Ibid.*,p.8.
- ④ *Ibid*,p.8
- ⑤ Carolyn Kay Brancato ed., *The Brancato Report on Institutional Investment, Volume 2 Edition 3*, Fairfax, Sept.1995,pp.21-45.
- ⑥ Roe J. Mark, *Strong Managers and Weak Owners : the Political Roots of the American Corporate Finance*, Princeton, 1994,p.223.
- ⑦ Gordon Group Inc., op.cit.,pp.10-11.
- ⑧ *Ibid.*,pp.12-13.
- ⑨ *Ibid.*,pp.14-15.

銀行行政の目的について

銀行行政の根拠法である銀行法は、その第一条第一項で、「この法律は、銀行の業務の公共性にかんがみ、信用を維持し、預金者等の保護を確保するとともに金融の円滑を図るため、銀行の業務の健全かつ適切な運営を期し、もつて国民経済の健全な発展に資することを目的とする」と述べている。ここでは、「銀行の業務の公共性」、「銀行の業務の健全かつ適切な運営を期し」という言葉が、重要なポイントになつてゐると思われる。対照的に、証券取引法の第一条は、「この法律は、国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめることを目的とする」としており、証券会社の「公共性」や「健全」性については触れていない。すなわち、銀行法においては、銀行の公共性を根拠に、銀行の健全性の充足が直接的な目的とされているのに対し、証券取引法では、その目的は投資家保護におけるおり、法律上証券会社の健全性維持が要請されるのは（例えば、証取法五四条など）、投資家保護のために必要な場合に限られている。

証券行政上は投資家保護が最重要視されるのに対して、銀行行政上は銀行の経営状態が最大の問題となるのであつて、それゆえ、それが侵された際には、証券会社であれば例えば損失補填に厳しい対処がなされ、銀行に対しては経営が悪化した場合には、同様に厳正な対応がなさるべきものと理解するほかない。それは、証券・銀行行政のそれぞれの根拠法の基本的目的にかかる点であり、市場環境の悪化による不可避な事態といった解釈は、投資家保護規定の侵犯、銀行経営の悪化どちらの場合も許されないと思われる。

銀行法、証券取引法における（それゆえ、各行政の）こうした目的の違いが、金融市场における証券会社と銀行との役割の違いに由来することは、言うまでもない。ところが最近、銀行への監督において、一方で市場規律の重視、預金者の自己責任原則といった、「証券市場的」な考え方方が強調されるかと思うと、同時に、銀行の公共性や信用秩序の維持を論拠にした銀行への公的支援の必要性も繰り返し主張されている。両者は相矛盾する側面をもつが、こうした議論はどうに理解すればよいのであるか。以下、証券行政と比較しながら、銀行行政の目的とありかたを基本的原則に立ち返つて整理することとする。

銀行の健全性の維持

そもそも、銀行の健全性維持が公的な目的とされる理由は何であろうか。常識的な、そして、上記銀行法第一条に示されている回答は、預金者保護と信用秩序の維持のためということであろう。では、預金者保護、信用秩序とはそれぞれ具体的には何をさしており、それが公的に維持されなければならないのはなぜなのか、そして、その実現のためにはなぜ、銀行の経営の健全性が維持されねばならないのだろうか。まず、預金者保護から見てみよう。

預金者保護とは、預金の元本と利息が保証されることであるが、それが保証されねばならないのは、通常、（イ）預金者である一般大衆は、銀行の経営情報を含めた金融情報に関して劣位にあるためであり、かつ（ロ）経済的弱者としての（小口）預金者の財産権を保護するためである。そして、こうした保護を実現することによって、多くの大衆資金を銀行に集め、生産的投資に振り向けるためであるとされている。しかしながら、こうした論拠によつては、預金者保護を正当化することはできないのではないだろうか。というのは、（イ）（ロ）

のいすれも、預金者に限定される性格ではなく、証券投資を含めたすべての金融商品に妥当するものだからである。預金と言えども、預金者の側からすれば、それは、証券や土地、さらには一般的な財と同等の（額の大小はあっても）一つの資産にすぎない以上、その価値が当局によつて保証されるということは、市場経済の原則からは認められないはずである。さらに、社会権的な経済的弱者の救済が、通貨発行特権を握る中央銀行の施策を含んだ銀行行政の目的とされば、それは、通貨価値の維持という中央銀行の根本的責務と両立しがたいものとなつてしまつてであろう。結論的には、預金者への元本等の保証は、それ自体としては、公的に維持される必要性は存在しないと考えられる。

ところが、もう一つの信用秩序の維持という点から考えると事態は異なる。信用秩序の維持は、様々に拡張解釈・適用されることが多いが、本来的には、預金通貨が支払手段として機能する通貨決済システムを維持することと解するべきであろう。預金は、いつでも現金の形で引き出し可能であるところから、手形交換制度やインターバンク市場などの整備によつて、預金の形態のまま決済通貨として機能させることができる。つまり、本来、現金通貨のみが果たす支払い手段としての機能を補完的に代行しているのであるから、現金通貨の価値を（物価の安定という間接的な方法であれ）中央銀行が保証しなければならないのと同様、通貨である預金の価値も公的に保証される必要があるのである。

すなわち、預金は、預金者の債権であるから保護されるべきものなのではなく、通貨として機能する特別の債務であるからこそ、市場経済の原則の下でも当局によつて保証される必要が生まれると考えられる。

では、次に、元本等が保証されるという際の、保証の意味は何であるか。もちろん、預金の債務者である銀行自身が元本等を保証したところで意味はない。そうした保証では、利回り確定の社債や抵当証券会社によつてが必要となり、しかも、預金が銀行の債務であるため、結局銀行経営の安全性を公的に維持するほかないのである。

こうした観点からすると、預金保険制度による預金の保護は、原則的ではない。制度においては、その運営コスト上の理由に弱者保護的な観点が入り込んで、小口預金のみが払い戻しの対象とされているが、それは、「ここで見た信用秩序の維持という公共性とは論理的に区別されるべきものと考えられるからである。決済システムの維持という観点からすれば、大口預金を排除してよい論拠は存在しないのであって、となれば、コスト面からも、銀行の破綻を認めて保険制度に大口預金を含めた全預金の払い戻しをさせるよりも破綻を未然に防ぐほうが効率的であろう。

このように、その「業務の公共性」から、銀行経営の健全性が当局によつて保証されるとすれば、そこには、預金者の自己責任なる概念は、当然、存在しないのであって、また、自己責任追求の前提となる情報開示も不必要なものとなる。事実、銀行法の第二一条は、「銀行は、営業年度ごとに、業務及び財産の状況に関する事項を記載した説明書類を作成して、主要な営業所に備え置き、公衆の縦覧に供するものとする」としながらも、「ただし、信用秩序を損なうおそれのある事項……については、この限りでない」との限定をつけているのである。預金者にとって意味のある情報とは、預金（通貨）の安全性、すなわち、信用秩序に関する情報なの

であるから、その開示が制限されている以上、自己責任を問うことはおよそ不合理と言わざるをえないであろう。

投資家保護と証券会社

これに対し、証券市場における投資は、利益を目的とした経済行為であるので、市場経済においては、その利益が保証されることはない。一定の利益率を行政当局が保証するとなれば、それは、資本の配分そのものを当局が決定することになり、市場メカニズムとは異なるルールが必要となるからである。したがって、投資家が当局に要請できるのは、取引の結果における利益ではなく、取引の過程における公正さのみとなる。

また、預金が銀行との取引であると異なつて、証券投資は、市場そのものを相手とする取引である。証券会社は、投資家全員が直接市場に参加することが不可能であるために、取引の委託を受けてその仲介を行うにすぎず、しかしながらそのため逆に、公正な取引の実現という意味での投資家保護において重要な役割を担うことになるのである。

したがつて、こうした証券投資においては、証券会社との間に債権債務関係が作られることがない。保護預かりされている有価証券も、その所有権は当然に投資家に属するのであって、万一、証券会社が破綻した場合も、それが侵されることはないのである。だからこそ、証券会社経営の健全性維持が公的に要請されるとしても、それは、投資家保護に必要な程度と場合に限定されるのであって、銀行の場合とは大きく異なるのである。むしろ、証券会社への当局からの介入は、財務状況などの経営状態に関してよりも、取引のありかたそのものへの監視という形でなされることになる。それに対して銀行の場合には、その行う取引が相対型であり、かつ、銀行の健全性が維持されていればそのことがただちに預金取引の健全性を意味するものであるため、そ

もそも公正な取引が阻害されることへの銀行法上の対応の必要性は小さいと考えられる。証券取引等監視委員会が設置された際も、その監視対象に銀行の取引が含まれなかつたことへの主たる説明は、銀行取引における不公正な取引は、その取引の性質上、刑法で対応可能であるというものであった。

以上、単純化すれば、証券市場においては、市場（取引）の公正さこそが公的に保護されるべきものであり、証券会社はそこで重要な役割を担うとはいへ、一民間会社にすぎないのであって、銀行は、その債務である預金通貨を保護する必要があるところから、その経営の健全性そのものが保護されねばならないと考えられる。

市場規律の重視

では、こうした銀行行政の目的にもかかわらず、最近、銀行経営に対しても市場規律による監視、さらには淘汰の重要性が主張されるようになったことはどのように考るべきであろうか。それは、改めて言うまでもなく、銀行が預金通貨の創出にとどまらず、同時に貸付をおこなうことで、資金の仲介機能をもはたしているからである。そして、その貸付とは、先に証券投資について述べたのと同じく資本の配分にほかならないのであるから、そこにおいては、自己責任原則が資本主義のルールである。そうした資金配分は私的に営まれるほかないのであつて、そこに市場の規律が働き、しかるべきリターンを得られない投資（融資）を行つた銀行が市場から駆逐されることは、むしろ資本主義における大原則のはずである。はじめに述べた銀行法がその目的を記している第一條に、第一項がつけられ、「この法律の運用に当たつては、銀行の業務の運営についての自主的な努力を尊重するよう配慮しなければならない」としているのは、こうした点が反映されたものと考えられる。

しかし、戦後復興期以来、金利メカニズムの機能は抑制され、市場メカニズムによらない資金の人為的な配分

が重要な役割を果たしてきたのであって、そこでは、当局からの市場への介入の目的がどこに置かれているのか、預金通貨の決済機能を維持することなのか、マクロ的な資金配分の誘導なのか、あるいは、一つの業種としての銀行の利益を維持することなのか、区別することができず、またその必要もなかつたと言えよう。その時には、資金の配分の適切性が、市場にゆだねられることなく、公的な（＝政治上の）問題として論じられることになるのである。

しかし、こうした「戦後的」（論者によつては「戦時の」）状況が変化し、資金配分においても、それゆえ金融調節の手段においても金利メカニズムの活用が強く主張されるようになると、銀行経営の健全性維持は、行政によって保証されるものではなく、銀行の「自主的な努力」によって満たされるべきものとされる。そして預金も、通貨であるだけでなく証券と同じく一つの財産でもあるとされて、預金者への自己責任原則の適用が言われ、その前提条件としてのディスクロージャーの必要性が強調されている。ところがそうなると、決済機能の健全性をどのように確保するかがあらためて問題とならざるをえない。銀行にとっての決済業務は、高リスク業務への参入が制限される一方で、規制された金利体系の下で預貸業務において十分な利鞘が確保されることの根拠とみなされていたのに対して、今日では逆に、それ自体としては収益性の低い業務であることが強調される。それゆえ、決済業務を維持するためにも他の業務で幅広く利益を確保することが必要であるとされ、「範囲の経済」を根拠に各種業務への参入が積極的に進められているのである。

ところがその一方で、不良債権の増大により銀行の経営が悪化すると、今度は、やはり決済機能の担い手としての銀行という側面が再び強調され、空前の低金利による預金者から銀行への「損失補填」、日銀の出資による救済銀行の設立、日銀特融の実施、さらには財政資金の投入、と、公的手段による銀行の救済は、とどまるどど主張されるのでは、いずれも説得力に欠けることにならざるをえないであろう。

（伊豆）

世界の株価指数先物・オプション

「一九九五年を振り返つて」

一頃は連日、新聞紙上をにぎわしたわが国の株価指数先物・オプションも、昨年はベアリングズ・ショックを除けばさしたる話題もなく、市場関係者の関心は為替レートの動向と実体経済の回復に向けられていた。日経平均株価は七月一日を大底にして反騰し、為替レートの安定やアメリカ市場の好調、〇・五%の公定歩合などを背景に現物市場の出来高も昨年後半には持続的に増加していた。

他方、海外の株価指数先物・オプション市場でもこれといった話題もなく、取引所に上場されている株価指数先物・オプションは株式市場の一部としてすでに定着した感がある。

本稿では一九九五年における世界の株価指数先物・オプション市場の動向を振り返り、株価指数先物・オプションの売買高や建玉と株価指数の関係について考察する。

世界の株価指数先物・オプション取引

表1は一九九五年における世界の株価指数先物・オプション取引の売買代金と建玉代金を表わしている。まず、現物市場の売買代金を見ると、アメリカ・日本・ドイツ・イギリス・フランス・カナダ・スイス・オランダ・香港・オーストラリアという順で大きく、このうちオランダ（四五%）・スイス（三七%）・アメリカ（二一%）・カナダ（一一%）・イギリス（八%）・ドイツ（三%）・オーストラリア（一%）では前年比で増加しており、香港（一一六%）・フランス（一九%）・日本（一三%）では前年比で減少していたことがわかる。

株価指数先物市場の売買代金を見ると、S&P500・日経二二五・DAX・SIMEX日経・CAC四〇・FTSE一〇〇・TOPIX・ハンセン・SMIという順で大きく、前年比ではS&P500（一九%）・ハンセン（九%）・SIMEX日経（六%）・DAX（六%）・日経二二五（五%）・SMI（一%）で増加しており、FTSE一〇〇（一一五%）・CAC四〇（一一三%）・TOPIX（一三%）では縮小していたことがわかる。さらに株価指数先物市場の現場市場に対する比率では日本（二九一%）・フランス（二六五%）・香港（二四八%）・ドイツ（一六〇%）・アメリカ（一五五%）・スイス（一一三%）・イギリス（一〇四%）・オーストラリア（八二%）・オランダ（四〇%）・カナダ（七%）の順で大きいことがわかる。

株価指数オプション市場の売買代金を見ると、S&P100・S&P500・日経二二五・DAX・CAC四〇・FTSE一〇〇・NDX一〇〇という順で大きく、前年比ではNSD100（八一%）・S&P500（二五%）・日経二二五（一九%）・DAX（一六%）で増加しており、S&P100（一一一%）・CAC四〇（一一〇%）では縮小していたことがわかる。また、株価指数オプション市場の現物市場に対する比率ではアメリカ（一八八%）・フランス（一四〇%）・日本（一一八%）・ドイツ（八一%）・オランダ（七一%）・イギリス（五六%）・スイス（四八%）・香港（三六%）・オーストラリア（二六%）・カナダ（四%）の順で大きいことがわかる。

さらに、株価指数先物市場の株価指数オプション市場に対する比率を比べてみると、香港（六九〇%）・オーストラリア（三三二%）・日本（一四六%）・スイス（二三三一%）・ドイツ（一九九%）・フランス（一八

表1 世界の株価指数先物・オプション

単位：百万ドル

	現物株 売買代金	94-95 変化率	先物 売買代金	94-95 変化率	先物/ 現物比	オプション 売買代金	94-95 変化率	オプション 現物比	先物/ オプション比	建玉/ 現物比
アメリカ	13,326	21.0%	20,614	18.2%	154.7%	25,042	5.1%	187.9%	82.3%	342.6%
S&P500			20,090	18.5%	150.8%	11,794	25.0%	88.5%	170.3%	239.3%
S&P100			-	-	-	12,389	-11.0%	93.0%	-	-
S&P MidCap			101	2.5%	0.8%	15	-63.0%	0.1%	673.3%	0.9%
Russel2000			26	41.2%	0.2%	36	-44.0%	0.3%	72.2%	0.5%
NSD100			-	-	-	808	82.0%	-	-	-
NYSE			397	8.0%	3.0%	-	-	-	-	-
TSE35	597	12.0%	38	14.2%	6.4%	23	48.0%	3.9%	165.2%	10.2%
FT-SE100	1,637	8.1%	1,701	-15.0%	103.9%	916	4.0%	56.0%	185.7%	159.9%
CAC-40	674	-8.7%	1,783	-13.0%	264.5%	942	-9.5%	139.8%	189.3%	404.3%
DAX	1,745	2.5%	2,796	5.5%	160.2%	1,408	16.0%	80.7%	198.6%	240.9%
SMI	588	37.0%	665	0.6%	113.1%	285	9.7%	48.5%	233.3%	161.6%
AEX	471	45.0%	187	6.2%	39.7%	338	38.0%	71.8%	55.3%	111.5%
IBEX35	225	-2.3%	262	-3.3%	116.4%	86	10.0%	38.2%	304.7%	154.7%
MIB30	345	-27.8%	407	129.0%	118.0%	-	-	-	-	-
ATX	357	13.0%	95	-4.2%	26.6%	439	29.0%	123.0%	21.6%	149.6%
KFX	110	1.3%	6	234.0%	5.5%	0	-33.0%	0.3%	1714.3%	5.8%
OMX	109	56.0%	18	59.4%	16.5%	68	53.0%	62.4%	26.5%	78.9%
BEL-20	63	20.0%	33	39.1%	52.4%	17	90.0%	27.0%	194.1%	79.4%
日本	3,256	-3.4%	9,464	1.4%	290.7%	3,848	18.1%	118.2%	245.9%	408.8%
日経225			5,152	5.2%	158.2%	3,825	19.0%	117.5%	134.7%	275.7%
SIMEX日経			2,255	6.2%	69.3%	na	na	na	na	na
CME日経			214	-1.0%	6.6%	-	-	-	-	-
TOPIX			1,596	-2.9%	49.0%	10	-22.0%	0.3%	159.6	49.3%
日経300			247	-46.0%	7.6%	13	-62.0%	0.4%	1900.0%	8.0%
Hang Seng	418	-26.0%	1,042	9.1%	249.3%	151	1.7%	36.1%	690.1%	285.4%
All Ordinaries	376	2.2%	309	8.9%	82.2%	96	-22.0%	25.5%	321.9%	107.7%

営業日平均売買高と建玉

単位：百万ドル

先物 建玉代金	94-95 変化率	先物建玉 /現物比	先物建玉 /売買比	オプション 建玉代金	94-95 変化率	オプション 建玉/現物比	建玉/ 現物比	先物建玉/ オプション建玉	建玉合計/ 現物	建玉合計/ 売買合計	
60,291	14.4%	4.5	2.9	215,596	28.6%	16.2	8.6	28.0%	20.7	6.0	アメリカ
58,301	15.0%	4.4	2.9	167,024	42.8%	12.5	14.2	34.9%	16.9	7.1	S&P500
-	-	-	-	39,167	-13.0%	2.9	3.2	-	-	-	S&P100
1,142	3.4%	0.1	11.3	535	-	0.0	35.7	213.5%	0.1	14.5	S&P MidCap
360	16.0%	0.0	13.8	935	-46.0%	0.1	26.0	38.5%	0.1	20.9	Russel2000
-	-	-	-	7,905	137.0%	0.6	9.8	-	-	-	NSD100
488	-9.7%	0.0	1.2	-	-	-	-	-	-	-	NYSE
375	16.0%	0.6	9.9	268	65.0%	0.4	11.7	139.9%	1.1	10.5	TSE35
9,213	27.0%	5.6	5.4	18,824	15.1%	11.5	20.6	48.9%	17.1	10.7	FT-SE100
4,054	4.3%	6.0	2.3	18,226	13.6%	27.0	19.3	22.2%	33.1	8.2	CAC-40
14,428	21.0%	8.3	5.2	13,749	18.0%	7.9	9.8	104.9%	16.1	6.7	DAX
2,165	32.0%	3.7	3.3	4,893	63.1%	8.3	17.2	44.2%	12.0	7.4	SMI
953	23.0%	2.0	5.1	6,280	51.7%	13.3	18.6	15.2%	15.4	13.8	AEX
734	5.9%	3.3	2.8	1,445	36.2%	6.4	16.8	50.8%	9.7	6.3	IBEX35
788	666.0%	2.3	1.9	-	-	-	-	-	-	-	MIB30
336	-13.0%	0.9	3.5	1,727	48.1%	4.8	3.9	19.5%	5.8	3.9	ATX
50	na	0.5	8.3	6	-29.0%	0.1	17.1	833.3%	0.5	8.8	KFX
311	21.0%	2.9	17.3	422	44.6%	3.9	6.2	73.7%	6.7	8.5	OMX
151	92.0%	2.4	4.6	642	281.0%	10.2	37.8	23.5%	12.6	15.9	BEL-20
53,164	8.1%	16.3	5.6	16,093	2.4%	4.9	4.2	330.4%	21.3	5.2	日本
25,709	25.0%	7.9	5.0	15,712	5.2%	4.8	4.1	163.6%	12.7	4.6	日経225
10,247	5.1%	3.1	4.5	na	na	na	na	na	na	na	SIMEX日経
2,757	16.0%	0.8	12.9	-	-	-	-	-	-	-	CME日経
11,287	-4.6%	3.5	7.1	29	37.4%	0.0	2.9	389.2	3.5	7.0	TOPIX
3,164	-31.0%	1.0	12.8	352	-54.0%	0.1	27.1	898.9%	1.1	13.5	日経300
2,338	13.0%	5.6	2.2	1,818	-12.0%	4.5	12.5	123.8%	10.1	3.5	Hang Seng
3,468	16.0%	9.2	11.2	4,216	-37.0%	11.2	43.9	82.3%	20.4	19.0	All Ordinaries

(出所) Goldman Sachs, "Global Derivatives Trading in 1995", Equity

Derivatives Research, January 1996.

9%）・イギリス（一八六%）・カナダ（一六五%）・アメリカ（八二%）・オランダ（五五%）の順で大きく、株価指数先物・オプション市場の現物市場に対する比率では日本（四〇九%）・フランス（四〇四%）・アメリカ（三四三%）・香港（二八三%）・ドイツ（二四一%）・イスラエル（一六一%）・イギリス（一六〇%）・オランダ（一一一%）・オーストラリア（一〇八%）・カナダ（一〇%）の順で大きいことがわかる。

次いで、株価指数先物市場の建玉代金を見ると、S&P500・日経二二五・DAX・TOPIX・SIMEX・FTSE100・CAC40・オールオーディナリーズ・日経300・CME日経・ハンセン・SMIという順で大きく、前年比ではSMI（三一%）・FTSE100（二七%）・日経二二五（二五%）・DAX（二一%）・SIMEX日経（一六%）・オールオーディナリーズ（一六%）・S&P500（一五%）・ハンセン（一三%）・CAC40（四%）で増加しており、日経300（一三%）・TOPIX（一五%）では減少していくことがわかる。先物建玉代金の現物市場に対する比率では日本（一六・三）・オーストラリア（九・二）・ドイツ（八・三）・フランス（六・〇）・イギリス（五・六）・香港（五・六）・アメリカ（四五）・イスラエル（三・七）・オランダ（一・〇）・カナダ（〇・六）の順で、先物建玉代金の売買代金に対する比率ではオーストラリア（一一・二）・カナダ（九・九）・日本（五・六）・イギリス（五・四）・ドイツ（五・二）・オランダ（五・二）・イスラエル（三・三）・アメリカ（二・九）・フランス（二・三）・香港（二・二）の順で大きいことがわかる。

株価指数オプション市場の建玉代金を見ると、S&P500・S&P100・FTSE100・CAC40・日経二二五・DAX・NDX100という順で大きく、前年比ではNSD100（一三七%）・S&P500（四三%）・DAX（一八%）・FTSE100（一五%）・CAC40（一四%）・日経二二五（五%）で増

加しており、S&P100（一三一%）は減少していたことがわかる。また、オプション建玉代金の現物市場に対する比率ではフランス（二七・〇）・アメリカ（一六・二）・オランダ（一三・三）・イギリス（一一・五）・オーストラリア（一一・二）・イスラエル（八・三）・ドイツ（七・九）・日本（四・九）・香港（四五）・カナダ（〇・四）の順で大きく、オプション建玉代金の売買代金に対する比率ではオーストラリア（四三・九）・イギリス（二〇・六）・フランス（一九・三）・オランダ（一八・六）・イスラエル（一七・二）・香港（二一・五）・カナダ（一一・七）・ドイツ（九・八）・アメリカ（八・六）・日本（四・二）の順で大きいことがわかる。

先物建玉代金のオプション建玉代金に対する比率を比べてみると、日本（三三〇%）・カナダ（一四〇%）・香港（一二四）・ドイツ（一〇五%）・オーストラリア（八三%）・イギリス（四九%）・イスラエル（四四%）・アメリカ（二八%）・フランス（二二%）・オランダ（一五%）の順で大きく、先物・オプション建玉代金の現物市場に対する比率ではフランス（三三・二）・日本（二・三）・アメリカ（二〇・七）・オーストラリア（二〇・四）・イギリス（一七・一）・ドイツ（一六・一）・オランダ（一五・四）・イスラエル（一一・〇）・香港（一〇・一）・カナダ（一・二）の順で大きく、先物・オプション建玉代金の売買代金に対する比率ではオーストラリア（一九・〇）・オランダ（一三・八）・イギリス（一〇・七）・カナダ（一〇・五）・フランス（八・二）・イスラエル（七・四）・ドイツ（六・七）・アメリカ（六・〇）・日本（五・二）・香港（三・五）の順で大きいことがわかる。

先物・オプションの売買高・建玉と株価の関係

わが国では一九九〇年以降に株価の大幅な下落・ボラティリティの上昇と株価指数先物・オプションの急拡大が同時に生じたために、原資産価格と先物・オプションの売買高・建玉の間には負の関係があることが当然のように論じられる。そして、この関係を因果関係として捉えて先物・オプションが株価を下落させたとか、先物・オプションがボラティリティを上昇させたという議論もしばしば見られる。

論理的には先物・オプション自身はゼロサム・ゲームであるから投資家の選好を別とすれば原資産価格やボラティリティの変化と特定の関係をもつ必然性はない。もし投資家が現物市場と同様に買いポジションを選好するトスレバ、原資産価格の下落は一般的には先物・オプションの売買高や建玉を減少させるであろうし、もし投資家が現物資産のヘッジとして売りポジションを選好するとすれば、原資産価格の下落やボラティリティの上昇は先物・オプションの売買高や建玉を増加させるであろう。したがって、もし先物・オプションの売買高や建玉が原資産価格やボラティリティと特定の関係をもつとすれば、それはその市場における投資家の選好を反映しているのであつて、先物やオプションといった投資形態とは直接の関係はないはずである。

ゴールドマン・サックスは株価指数先物の売買高と現物指数のパフォーマンスには負の関係が、株価指数先物の売買高とボラティリティの間には正の関係が認められると報告し、その理由を次のように述べている。

『上昇相場においてはファンスマネジャーは新規の資金を受け取り、エクスポートヤーを高め、アクティブラーニジャーは指数よりも好みの銘柄のエクスポートヤーを高めようとする。他方、下降相場ではアクティブマネジャーはエクスポートヤーを減らすために現物よりも先物を売つてマーケットリスクを調整しようとする。

加えて、下降相場で買手を見つけるよりも上昇相場で売手を見つける方が概してやさしいので、株式市場の流動性は下降相場よりも上昇相場で高い。その結果、先物の流動性の価値は上昇相場よりも下降相場で高い。さらに、先物は市場への素早いアクセスを可能とし、その結果、ボラティリティの高い市場でより重宝される。』
(Goldman Sachs, "Global Derivatives Trading in 1995", Equity Derivative Research, January 1995, P.2)

そして、その証拠として上昇相場にあつてボラティリティが小さかつたアメリカとヨーロッパ諸国では現物市場が先物市場以上に成長し、日本のようにボラティリティの大きい市場では先物市場が現物市場よりも拡大していたことを上げている。(ただし、ボラティリティの減少していく香港でも先物市場は拡大していた。)

そこで、こうした主張が正しいかどうかを簡単な回帰分析によつて調べてみよう。表2は各国の株価の変動と先物・オプションの売買高と建玉を取引単位で表わしている。もし先物売買高と現物指数のリターンの間に負の関係があるとすれば、先物売買高の変化率とリターンの変化の間にも負の関係が存在するはずであり、もし先物売買高とボラティリティの間に正の関係があるとすれば、先物売買高の変化率とボラティリティの変化の間にも正の関係が存在するはずである。したがつて、先物売買高の変化率を従属変数に、リターンの変化を独立変数にして各國の一九九四年と一九九五年のデータからリターンと売買高の関係を推計し、先物売買高の変化率を従属変数に、リターンのボラティリティの変化率を従属変数にしてボラティリティと売買高の関係を推計した。同様にして、先物建玉やオプション売買高・建玉についてもリターンやボラティリティとの間に特定の関係をもつかどうかも調べてみた。表3はその結果を要約したものである。

先物売買高変化率とリターンの変化の間には負の関係が、先物売買高変化率とボラティリティの変化の間には

表3 回帰分析(1)

独立変数	従属変数	標本数	切片	t値	p値	係数	t値	p値	F値
リターン増減	先物売買変化率	18	0.0322	0.6365	0.5395	-0.1962	-1.0362	0.3155	1.0738
ボラティリティ増減	先物売買変化率	18	0.0009	0.0224	0.9824	0.5217	0.6037	0.5545	0.3644
リターン	先物売買変化率	18	0.0319	0.5163	0.6127	-0.2368	-0.7157	0.4845	0.5122
リターン増減	先物建玉変化率	18	0.1414	2.6152*	0.0188	-0.3030	-1.4961	0.1541	2.2383
ボラティリティ増減	先物建玉変化率	18	0.0922	2.1497*	0.0472	0.6734	0.7079	0.4892	0.5011
リターン	先物建玉変化率	18	0.1833	2.9473**	0.0095	-0.6554	-1.9657	0.0669	3.8642
リターン増減	オプション売買変化率	17	-0.0831	-0.6723	0.5116	0.0713	0.1703	0.8671	0.0290
ボラティリティ増減	オプション売買変化率	17	-0.0650	-0.8420	0.4130	0.2067	0.1349	0.8945	0.0182
リターン	オプション売買変化率	17	-0.0830	-0.6244	0.5418	0.0903	0.1514	0.8817	0.0229
リターン増減	オプション建玉変化率	16	0.0864	0.5673	0.5795	0.0807	0.1547	0.8793	0.0239
ボラティリティ増減	オプション建玉変化率	16	0.1178	1.2473	0.2328	1.9045	1.0465	0.3131	1.0952
リターン	オプション建玉変化率	16	0.0451	0.2770	0.7859	0.3383	0.4538	0.6569	0.2059

注. *は5%, **は1%で有意

表4 回帰分析(2)

独立変数	従属変数	標本数	切片	t値	p値	係数	t値	p値	F値
リターン増減	先物売買変化率	7	0.0523	0.5866	0.5829	-0.2970	-1.0608	0.3373	1.1254
ボラティリティ増減	先物売買変化率	7	0.0162	0.2571	0.8074	1.5284	1.1776	0.2920	1.3867
リターン	先物売買変化率	7	0.0161	0.1672	0.8738	-0.2421	-0.5029	0.6364	0.2529
リターン増減	先物建玉変化率	7	0.2893	3.4920*	0.0174	-0.5356	-2.0596	0.0945	4.2418
ボラティリティ増減	先物建玉変化率	7	0.2155	3.4604*	0.0180	2.4067	1.8777	0.1192	3.5259
リターン	先物建玉変化率	7	0.2577	2.6683*	0.0444	-0.6503	-1.3488	0.2353	1.8192
リターン増減	オプション売買変化率	6	0.1394	2.2142	0.0912	-0.6413	-2.6952	0.0544	7.2643
ボラティリティ増減	オプション売買変化率	6	0.0407	0.8997	0.4192	3.3269	2.4191	0.0728	5.8522
リターン	オプション売買変化率	6	0.0774	0.8636	0.4365	-0.4128	-1.0262	0.3628	1.0530
リターン増減	オプション建玉変化率	6	0.3444	2.2379	0.0888	-0.7251	-1.2895	0.2667	1.6629
ボラティリティ増減	オプション建玉変化率	6	0.2216	2.3208	0.0811	3.3197	1.2787	0.2702	1.6351
リターン	オプション建玉変化率	6	0.1349	1.5831	0.1886	-0.3827	-1.0000	0.3739	1.0000

注. *は5%, **は1%で有意

表2 株価変動と先物・オプション売買高・建玉

	1994 リターン	1995 リターン	94-95 リターン 増減	1994 ボラティリティ	1995 ボラティリティ	94-95 ボラティリティ 増減	94-95 先物売買 売買変化率	94-95 オプション 売買変化率	94-95 先物建玉 変化率	94-95 オプション 建玉変化率
S&P500	-1.5%	34.1%	35.6%	10.0%	7.9%	-2.1%	0.8%	6.4%	-2.2%	20.9%
S&P100	-0.2%	36.7%	36.9%	10.4%	8.4%	-2.0%	-	-14.8%	-	-17.2%
S&P MidCap	-5.5%	28.6%	34.1%	11.2%	10.1%	-1.1%	-10.4%	-65.8%	-8.9%	na
Russel2000	-3.2%	26.2%	29.4%	10.0%	8.3%	-1.7%	12.9%	-51.0%	3.0%	-52.6%
NSD100	-3.2%	42.5%	45.7%	11.7%	23.1%	11.4%	-	40.1%	-	83.3%
NYSE	-3.1%	31.3%	34.4%	9.3%	7.1%	-2.2%	-5.6%	-	-20.5%	-
TSE35	2.5%	11.4%	8.9%	13.3%	10.1%	-3.2%	6.2%	37.8%	8.0%	53.7%
FT-SE100	-10.3%	20.4%	30.7%	13.6%	10.1%	-3.5%	-16.2%	-8.6%	22.0%	4.3%
CAC-40	-17.1%	-0.5%	16.6%	17.8%	17.8%	0.0%	-12.7%	-6.1%	8.4%	19.9%
DAX	-7.1%	7.0%	14.1%	17.0%	13.4%	-3.6%	-6.4%	1.6%	7.4%	3.0%
SMI	-11.1%	25.5%	36.6%	16.3%	11.3%	-5.0%	-13.4%	-8.9%	11.2%	32.6%
AEX	0.6%	17.1%	16.5%	13.1%	9.8%	-3.3%	-6.2%	10.5%	1.2%	19.3%
IBEX35	-14.6%	17.6%	32.2%	18.7%	14.5%	-4.2%	-2.1%	8.7%	7.1%	31.4%
MIB30	na	-41.8%	na	na	20.3%	na	na	-	na	-
ATX	na	na	na	na	na	na	-19.7%	37.1%	-27.7%	27.8%
KFX	na	na	na	na	na	na	197.3%	-37.0%	na	-34.6%
OMX	na	na	na	na	na	na	57.4%	4.9%	18.7%	21.6%
BEL-20	na	na	na	na	na	na	27.0%	53.0%	71.8%	189.5%
日経225	13.2%	0.7%	-12.5%	18.6%	24.2%	5.6%	25.4%	27.3%	50.1%	12.4%
SIMEX 日経	13.2%	0.7%	-12.5%	18.6%	24.2%	5.6%	19.0%	na	16.9%	na
CME 日経	13.2%	0.7%	-12.5%	18.6%	24.2%	5.6%	12.9%	-	33.1%	-
TOPIX	8.3%	1.2%	-7.1%	14.2%	20.1%	5.9%	15.3%	-16.6%	13.7%	51.2%
日経 300	8.3%	3.2%	-5.1%	14.7%	21.4%	6.7%	-42.0%	-59.9%	-26.0%	-50.9%
Hang Seng	-31.1%	23.0%	54.1%	30.1%	21.2%	-8.9%	7.1%	6.7%	11.8%	-7.9%
All Ordinaries	-12.0%	15.2%	27.2%	14.1%	10.9%	-3.2%	10.4%	-20.5%	21.1%	-36.1%

(資料) Goldman Sachs, ibid. "Gloval Derivatives Review". *Equity Derivatives Research*. January 1996 および "Gloval Derivatives Trading in 1995". *Equity Derivatives Research*. January 1995 より作成

正の関係が存在するようだが、いずれも統計的に見て有意な結果とは言えない。同様にして調べた結果のうち、統計的に有意とは言えないが、相対的に確からしい結果が得られたのはリターン（株価指数変化率）と先物建玉変化率の間の負の関係とリターンの変化と先物建玉変化率の間の負の関係であった。

先の回帰分析は利用可能なデータをすべて用いて行なったわけであるが、アメリカと日本の場合には複数の先物・オプションが存在し、取引の活発なものとそうでないものを同様に扱つており、また国によつてはかならずしもすべての先物やオプションが活発に取引されているわけではない。そこで、表2から活発に取引されているものだけを選んで先の回帰分析を繰り返してみた。（先物の場合にはS&P500、日経225、FTSE100、CAC40、DAX、SMI、ハンセンのみを用い、オプションの場合にはS&P100、S&P500、日経225、FTSE100、CAC40、DAXのみを用いた。）表4はその結果を要約したものである。

この場合にも先物売買高変化率とリターンの変化の間には負の関係が、先物売買高変化率とボラティリティの変化の間には正の関係が存在するようだが、やはり統計的には有意な結果とは言えない。同様にして調べた結果のうち、統計的に有意とは言えないが、相対的に確からしい結果が得られたのはリターンの変化とオプション売買高変化率の間の負の関係、ボラティリティの変化と先物建玉変化率の間の正の関係、リターンの変化と先物建玉変化率の間の負の関係、ボラティリティの変化と先物建玉変化率の間の正の関係であった。

したがつて、先物売買高（の変化）とリターン（の変化）の間の負の関係、先物売買高（の変化）とボラティリティ（の変化）の間の正の関係は標本数の不足から統計的には確認できなかつた。流動性の高い先物・オプションは限られており、年次データでは標本数が少なすぎる所以、月次データを用いて先物・オプションの売買高や建玉と株価の関係を調べてみることが次の課題であろう。

（吉川）

長期的・年功的雇用慣行と金融業

金融の国際化とともに、日本の金融業の国際競争力が話題にのぼることが多くなった。日本の金融業の競争力については、規制の是非という観点からすでに多くのことが論じられているが、もう少し一般的に産業としての金融業の競争力について考えると、企業にとっての人的資産としての従業員の知識・技能の習得とそれにに対する報酬のあり方も、企業の生産性という観点から非常に重要である。この点で日本は、特徴的な雇用慣行と報酬体系を持つとされ、その通説に基づいて日本経済のさまざまな評価がなされてきた。

日本の経営のあり方と雇用慣行については、高度経済成長期には、終身雇用や年功賃金といった長期的関係のあり方が、非合理的で日本経済の後発性を表わすものとして否定的に論じられたが、石油危機以後八十年代までは日本経済の比較的良好なパフォーマンスとともに、日本の経営の優れた点として高く評価された。現在は、いわゆるバブル経済後の長期的な停滞のなかで、むしろその悪弊の方が強調され、日本の終身雇用や年功賃金はまさにくずれつつあるとも言われている。このように「日本の雇用慣行」は、その時々の経済状態に応じてその評価を大きく変えてきたと言えるだろう。

しかしながら、こうしたさまざまの評価の対象になってきた「日本の雇用慣行」なるものが、具体的には何を指しており、そしてそれがどの程度日本に固有の慣行であるのかといった点について、こうした議論が必ずしも十分踏まえているとは言えない。また、これまで日本の雇用慣行は、主にブルーカラー労働者を対象に研究されてきたことであって、ホワイトカラー労働者についても同様のことが成立するのかどうかについても検討する必

要がある。

本稿では、雇用慣行について「日本の」とされたものが何を指しているのか、本当に日本固有のものであるのか、またこうした慣行はどういった経済合理性を持つていると考えられたのかを整理し、そのことから日本の金融業について示唆するところを検討したい。ただこうした「日本の雇用慣行」についての実証研究は、主に製造業を対象に行われてきたために、金融業については実証例が少なく、本稿は理論面での一般的な整理を主眼とするを得なかつた。

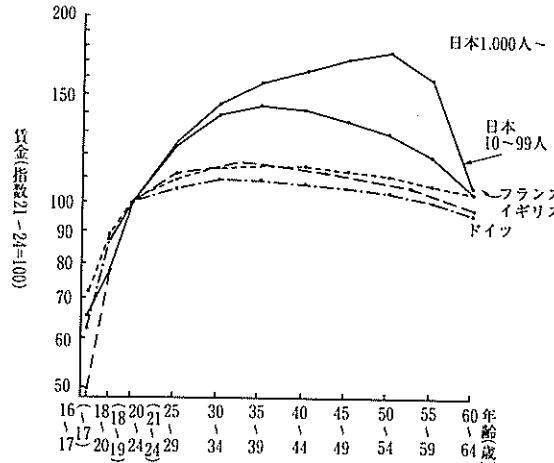
「日本の雇用慣行」としてきたものは何か

一般に「日本の雇用慣行」とされたものが具体的に何を指しており、それらが本当に日本固有の慣行であるのかどうことについて、小池（一九九一）にしたがつて改めて検討して見ることにしよう。

「日本の雇用慣行」の最も特徴的とされるのは、年功序列的賃金と終身雇用である。年功序列的賃金とは、(a)賃金が年齢や勤続に応じて上昇し、(b)仕事に対応せずに決まる、とする考え方である。ただし(b)については注意が必要である。というのはたとえ賃金が仕事に対応して決められていても、仕事自体が年功序列的に昇格して行くならば、やはり年功序列的賃金であると言えるからである。

図1、2、3はそれぞれ日本とEC・アメリカの一九七〇年代はじめの年齢別賃金をブルーカラー労働者とホワイトカラー労働者に分けて比較したものである。図は、賃金を指数化して表示されているため、賃金の絶対額が示されているわけではない。図1からは、確かに日本の年齢別賃金が年功序列的に決まっていることがよみとれる。西欧のブルーカラー労働者の賃金は二〇歳ながらまでは急激に上昇するが、それ以降はほぼ横這いである。

図1 年齢別賃金の日-EC比較（ブルーカラー、男、製造業、1972, 76年）



(注) 1) イギリスのみ全産業。他は製造業。

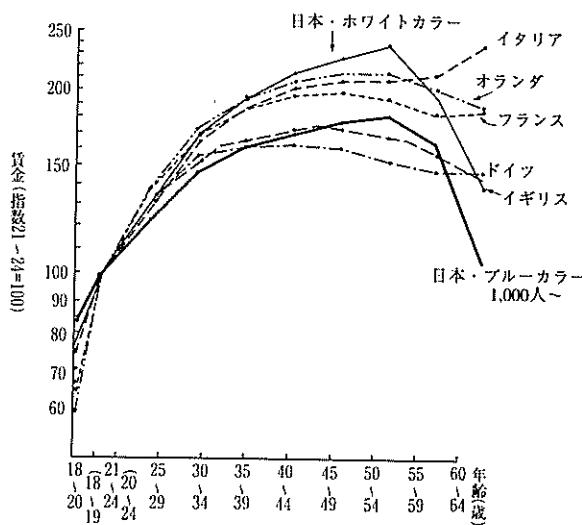
2) 日本は企業規模10人以上。ECは、事業所規模10人以上。イギリスは全規模。
3) () 内の年齢は、日本の区分である。

(出所) 小池和男(1991)

(原資料) 日本労働省『昭和51年賃金構造基本統計調査』

EC Structure of Earnings in Industry for the year 1972, 13vols., 1975-6.
UK Dep. of Employment, New Earnings Survey, 1975.

図2 年齢別賃金の日-EC比較（ホワイトカラー、男、製造業、1972, 76年）

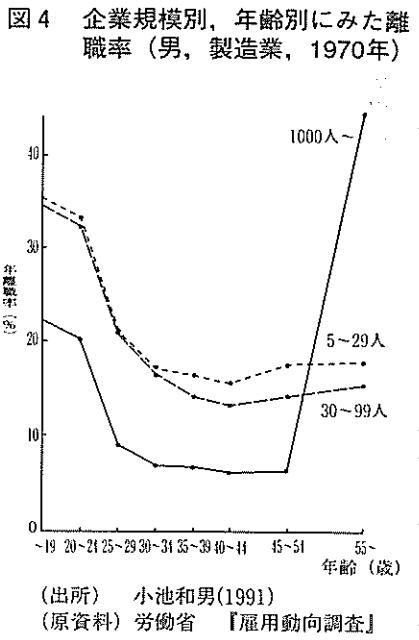
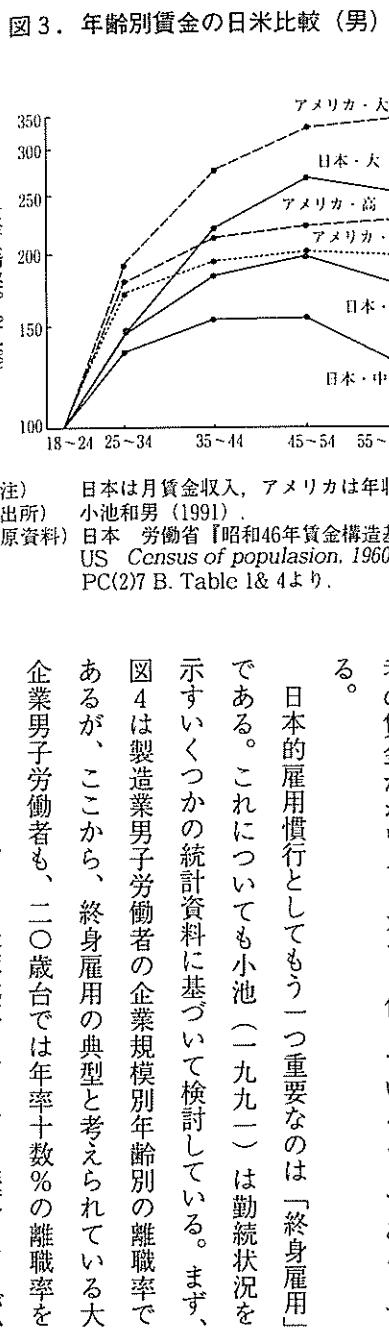


(注) 図1と同じ

(出所) 小池和男(1991)

しかし、ホワイトカラー労働者の年齢別賃金を表わした図2からは、年功序列的賃金が日本固有の慣行であると
いう通念に反する事実を読み取ることができる。図2では西欧ホワイトカラー労働者の賃金はほぼ日本と変わら
ない程度に年功序列的であると言えるだろう。図3は日本とアメリカの男子労働者の賃金を学歴別に比較したも
のであるが、ここからも同様に、アメリカの賃金が日本に劣らず年功序列的であることがわかる。また賃金の年
功序列的な性格は、学歴が高いほど顕著であることがわかる。

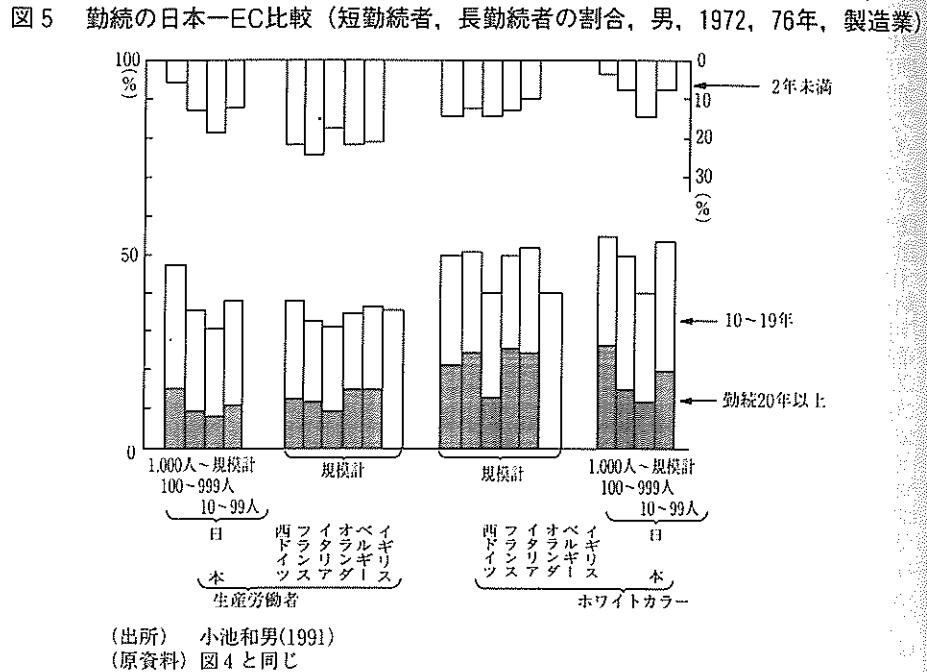
小池（一九九一）は、これらの比較から、日本の賃金が諸外国に比べて特に年功序列的に決まっているとは言え
ないとしている。ホワイトカラーに限つて見れば年功序
列賃金は国を問わずに一般的に見られるとしてよいの
で、むしろ日本固有の特徴は、日本のブルーカラー労働
者の賃金がホワイトカラー化していることであるとす
る。



それでもやめる人が極端に例外的であるというわけではないこと、中小企業では若年世代の離職率は大企業
よりも高いことが読み取れる。年率十数%と言え
ば三年で半数近くの人人がやめるという水準であるの
で、決して低いとは言えない。

続いて図5で勤続の状況の国際比較を行つてみよ
う。確かに短期勤続層は日本よりも西欧の方が多いが、

長期定着層の比重も西欧の方が高いことがわかる。ま
た、決して低いとは言えない。



たホワイトカラーのみで比較してみると、日本の大企業労働者とさえ、西欧の（企業規模別でない）労働者の定着率には及ばないこともわかる。ここでもやはり西欧と比較して日本の特徴と言えるものを挙げるとすれば、ブルーカラー労働者の勤続年数がホワイトカラーに匹敵するほど長いことであるということができる。

雇用慣行の国際比較は、統計資料上の違いなどで簡単に結論を出すことはできないが、やや大胆に結論づけるとすれば、これまで日本の雇用慣行とそれてきたものは、ホワイトカラー労働者の雇用慣行としては国を問わずかなり普遍的なもので、日本固有の特徴であるとは言えないということになる。日本固有の特徴があるとすれば、それはブルーカラー労働者がホワイトカラー化していることであるということになる。

雇用慣行を説明する理論仮説

さて、以上のような年功的な賃金カーブや、長期的な定着の傾向は、ホワイトカラー労働者の間ではかなり一般的に観察できる雇用慣行であって、必ずしも日本固有の特徴であるとは断言できないことを示唆しているわけであるが、こうした雇用慣行は経済理論的にはどのように説明されているのであろうか。

現在の労働経済学では、企業特殊的な技能や知識の存在と、内部労働市場という二つの仮説で、こうした雇用慣行を説明している。労働経済学がこのような雇用慣行をどのように説明しているのか、二つの理論仮説を簡単にまとめてみよう。

1. 企業特殊的な知識・技能の存在

労働者が企業で身につけていく知識や技能の中に、標準化可能なものと標準化不可能なものがあると考えてみるところだ。標準化可能な知識や技能は、同業であれば他社でもその価値を減ずることなく評価されるであろうから、こうした知識や技能を身につけた労働者の転職コストは低いと考えられる。わかりやすい例として、制度化された一定の資格を持つ労働者を考えることができる。

他方、現実の企業ではこうした標準化できる知識や技能に加えて、ある特定企業と結合したときにだけ追加的に価値を持つような標準化できない知識や技能が存在していると思われる。現在雇用されている企業内でのみ通用するような、企業内の人的ネットワークや信頼・協力関係、生産設備や機械などの個別的な特徴についての知識やノウハウなどが、標準できない知識や技能の典型であることができる。こうした標準化できない知識や技能を企業特殊的知識・技能と呼んでいる。

企業特殊的知識・技能の存在を前提にすれば、企業と労働者の間の長期的な関係が成立する。なぜなら、企業

特殊的な知識や技能は、習得するのに時間がかかる上、いったんそのような知識や技能を身につけてしまって解雇や離職によって現在の雇用関係が断ち切られたときに、企業と労働者の双方に損失が発生するからである。さらに、こうした知識や技能が存在すると、チームワークによる成果のように、個人の貢献度を定量的に測定することは難しい。そのため長期的で安定した評価をするのでなければ、労働者の習得インセンティブは低下する。また、こうした標準化できない知識や技能は、記述することになじまず、Office-ITを通じて身につけることが難しいので、習得にはOffice-ITが重視されることになるが、そこでは年功の高いものが仕事をかたわら若年者を指導することになるので、報酬も年功的になる。労働者の技能のすべてが標準化可能であれば、こうしたことには起こらない。

2. 内部労働市場

さらに、企業特殊的な知識や技能を前提にした長期的な雇用関係だけでは、労働者の労働や技能習得のための十分なインセンティブが存在しない。そうした長期的雇用が保証されることは、労働者の怠慢を招きかねないため、長期的な雇用関係の中でも、労働者が企業特殊的な知識や技能を習得しようとするインセンティブを保持するための競争的な労働環境を作ることが必要となる。しかも競争的な労働環境は解雇と転職を通じてつくれるのでなく、企業の内部でトーナメント型の昇進競争を用意することでつくられる。これが企業外部の労働市場を通じて離職入職を繰り返すことで競争的環境を保持するという外部労働市場に対比して、内部労働市場と呼ばれる。

内部労働市場でトーナメント型の競争環境を作つて選抜していくというやり方をとることで、労働者の能力が長期的に評価しやすく、結果的に労働者と仕事のミスマッチによる損失を避けることもできる。

長期的なキャリア形成と金融業

以上のような説明に基づいて雇用慣行を考えると、労働者は長期的雇用関係と年功序列的な賃金制度の下で、時間をかけて企業特殊的な知識・技能を習得していくと解釈できる。労働者は〇→↑と企業内での異動を通じて、縦の昇進という点からも、横の経験の幅という点からも比較的広がりのあるキャリアを身につけることになる。こうして身につけられた幅の広い企業特殊的な知識や技能は、変化に対して柔軟な対応を可能にする。

しかしながらこうした遅い昇進と幅の広いキャリア形成には問題がないわけではない。たとえば、大組織のリーダーを養成するという点からは、長期的にキャリアを形成していたのでは間に合わず、上位管理職は単なるまどめ役的な存在になり、リーダーシップが漠然としたものになる可能性がある。また、非常に専門的で高度なスペシャリストを養成するという面でも、こうしたジェネラリスト重視のキャリア形成が適切かどうかには疑問をもたざるを得ないだろう。

雇用慣行の分析という観点から金融業について行われた研究は、統計資料の制約もあって非常に少ないが、中村恵（一九一二）が行った、銀行のキャリア・パスについての聞き取り調査を見ることにしよう。この調査はある大手都市銀行を取り上げて銀行におけるキャリア形成をみたものであるが、まず特徴的なのは、非常に幅の広いキャリアの形成である。数年単位で本店→支店、もしくは支店間の異動をくり返すことによって、多くの部門の業務に通じたジェネラリストとしての人材育成がはかられていることが分かる。

さらにここで興味深いのは、専門性が比較的高いと考えられる国際部門や資金・証券部門が銀行員のキャリア・パスのなかでどのようにあつかわれているかである。こうした部門は、sworthやオプションなどの担当、外為ディーラーなど高度専門職とも呼べるスタッフを抱えているため、通常の異動に比べて長期訓練が必要となる。こうした部門が専門化を強めていくならば、通常の幅の広いキャリア・パスと切り離して、完全に独立した専門部門にしてしまうという動きがあつて当然だが、聞き取り調査によると、むしろ改めて支店経験を与えてキャリアの幅を広げる方向に進む可能性が高いという。

金融の国際化・証券化という変化が、こうした本部部門の国際部門、資金・証券部門の高度化・専門化をもたらしているわけだが、それと同時に支店涉外業務でもそうした専門業務についての一定の知識が必要とされるため、人材育成の方向としてジレンマが生じていることが読み取れる。すなわちキャリアの専門化を進めるか、専門化もある程度満たしながら、依然としてジェネラリストを養成する方針を維持するか、である。

証券業については、こうした観点からのまとまった研究をめざすことはないが、以上のような考察が示唆することは、チームワークが重要で比較的長期的な関係を維持することが必要な部門、比較的定量的に個人の業績が評価しやすい部門、非常に高度な専門性を要する部門など、多様な部門を抱えていた証券業には、こうした各部門に対して賃金制度をはじめとする柔軟なインセンティブ・プログラムを用意する必要があると考えられることがある。

参考文献

- 猪木武徳・樋口美雄（一九九五）『日本の雇用システムと労働市場』
小池和男（一九九二）『仕事の経済学』東洋経済新報社
中村恵（一九九一）『銀行におけるキャリア形成』『大卒ホワイトカラーの人材開発』東洋経済新報社

（清水）