

証 研

レポート



No.1535

1996年6月

- 証券会社の経営組織
- 株式保有構造の日米比較
 - 試算による統計比較—
- 社債募集の「新方式」とプロポーザル方式
- 中国国有企业の「現代企業制度」への改革
 - 福州第二化学工場の『実施案』の紹介(2)—
- 「日本の雇用慣行」の行方

財団法人 日本証券経済研究所

証券会社の経営組織

証券市場における規制緩和の進展に伴い日本の証券業経営は見直しの時期にきている。こうした問題関心のもと、先進諸国なかんずく手数料自由化以後のアメリカの証券業経営についての調査も再び盛んになつてきただ。⁽¹⁾ ところで、手数料自由化以後の生き残り策としてビジネスチャンスのある業務分野やコスト削減策の可能性を追求するという問題関心が強かつたせいか、この方面での従来の分析は業務内容のあり方に焦点を当てすぎていたようと思われる。もちろん、このような角度からの調査には今後も取り組んでいく必要があるが、これと平行して、証券会社の経営組織や人事政策など主として経営内部の諸問題の検討も必要である。ところがこの点についての学問的な検討が遅れている。

九〇年以降、準大手・中堅証券の一部から始まつた業績給や年俸制の導入は、当初は人件費の削減策として始まつたが、その後徐々に広がりを見せ、一時の便法とはいえないくなつてきている。またジェネラリストよりもスル・シリストの育成が叫ばれるようになつたし、後方事務（バックオフィス）におけるアウトソーシングの利用さらには子会社化による分離独立など経営組織の面でもあらたな動きが見られるようになつた。このような給与・昇進体系の改革、キャリア形成の変革、組織部門の外部化などの動きは、製造業など他業界でも見られるところであつて、総じていえば、「日本的経営」の見直しが日本全国いたるところで行われているといつても過言ではない。その割には、証券会社における経営組織のあり方についての検討が遅れているのである。

そこで、以下では、証券会社の経営組織や人事政策について、我が国との比較を念頭に置きながらアメリカの例を紹介することにした。

証券会社の経営組織

ラッパボルトによるとアメリカの証券会社の組織は大きく五つの部門からなつていてといわれる。すなわち①支店（個人営業、法人営業）、②資本市場部（ディーリング、引受部、法人セールス）、③投資銀行部（企業金融、公共金融）、④総務部（法務、経理、会計監査など各種支援サービス）、⑤商品部（各種商品開発、マーケッティング）が挙げられている。⁽²⁾ このほか、能動的なサポート部門としては調査部が挙げられよう。今、これを我が国の証券会社に当てはめてみると、①支店、②資本市場部ないしは株式部・公社債部、引受部、③法人部（事業法人、金融法人、公共法人）、④管理部門（総務、経理、受渡、法務、企画、人事部など）、⑤投資信託部、ということになろうか。もちろん、証券会社の規模、業態の違いによって、各社別の組織図は異なつてくるのであるが、単純化していえば以上のようになる。しかしながら、業務遂行における権限（特に人事権）の所在や意思決定、各部署における従業員の業績評価、インセンティブ（昇進・給与）制度について、日米間にかなり大きな違いがあるのである。

支店経営

まず、フロント業務に従事する支店営業員をみると、⁽³⁾ アメリカでは営業員（ブローカーと称され、日本の外務員にあたる）の採用権限は支店長にある。営業員のみならず事務職員もすべて、その人事権は支店長にある。採用は全くの新人を雇う場合⁽⁴⁾ や他の証券会社の営業員を引き抜く場合とさまざまであるが、新人の場合は外務員試

験に備えて研修を施し、その後はすぐに勧説活動に乗り出す。

また営業員の業績評価はコミッショニ・フィー（収入）に連動し、個人投資家からの受注の場合には手数料の四〇数%、機関投資家の場合には一五%前後の歩合給となる。それゆえ彼らはコミッショニブローカーといわれる。手数料自由化以後は各社独自の手数料率表を作つており、割引率についてもその許容範囲をブローカーに通告し、ブローカーの歩合給がゼロになる最低料率を設定している場合が多い⁽⁵⁾。したがつて、むやみやたらな手数料率のダンピングには歯止めがかかるといわれるのである。

つぎに昇進やローテーションをみると、アメリカのブローカーには昇進は無いし、その他のキャリア形成も無い。すなわち、支店長になる営業員もいるがそれが一般的ではなく、優秀なブローカーほど支店長になるのを避ける。支店長職にまつわる面倒を嫌がるからであり、一生をブローカーで終わる人が多い。さらにブローカーが会社の方針でインベストメントバンカー（日本の法人部員にあたる）やトレーダーに職種替えになるということもほとんどない。営業員の採用、業績評価、昇進、キャリア、給与などの点で、このようなアメリカの事例に近いのは、わが国では一部の準大手や中堅・中小証券に残つてある歩合外務員制度であつて、我が国の営業員の一般的なあり方である社員外務員とはかなり異なつてゐる。

もちろん、これがアメリカの営業員のあり方のすべてではない。ディスカウントブローカーにおける従業員の方はこれとは違つて、顧客に気配値情報、受注、取引結果や、口座残高の通知など通常のブローカーが顧客に対して行うサービスを提供する担当者がいるが、それは必ずしも外務員である必要はない。むしろ外務員ではないのが普通であり、したがつて投資アドバイスはしないのである。このようないくつかの顧客担当者の給与は固定給であり、通常その水準は低い⁽⁶⁾。したがつて彼らのインセンティブはコミッショニ・ブローカーのように自らの企業家的精神の發揮によつて収入を増やそうというもののではなく、昇進して支店長やマネージャーなど管理職になつて地位や職務給をあげることにある。アメリカの支店営業ないしはリテール営業においては昇進・給与の面でコミッショニブローカーとはことなるインセンティブをもつ営業員が併存するというのが現在の状況である。

他方、支店長の役割、権限・義務はどうか。一般的にはアメリカの証券会社の支店長は営業にはタッチせず、日常の管理業務（人事管理、売買注文に付隨する事務処理の管理、本店との諸連絡）に注力する。支店は当該地域の経済状況ならびに本社の戦略に基づいて本店と協議しつつ業績目標が設定される。これによつて支店ならびに支店長は評価される。その目標基準は、売上額、経費、稼働率、顧客口座、預り資産の増加率、従業員の定着率、戦略商品の消化率などである。ここで注意しなければならないのは「稼働率」が目標基準にあげられていることである。経済状況を勘案した結果、この支店にはこれぐらいの数の営業員（ブローカー）が必要であると判断されるとその人數分の割当があり、支店長は新人の採用のみならず、他社のブローカーを引き抜いてまでその数を埋めようとする。けだし、顧客関係は属人的であつて特定のブローカーに帰属しているのであり、ブローカーの引き抜きは即、顧客の引き抜きとなるからである。また経費の面でも目標基準があり、人件費についても地元の賃金水準にもとづいて査定される。そのため営業員以外のサポートスタッフの採用についても支店長に権限を持たせるのである。

投資銀行業務

アメリカの投資銀行の陣容は、投資銀行部門とセールス・トレーディング部門に大別されるが、その両者の間に

資本市場部門、シンジケート部門が位置する。後二社は投資銀行部門ないしはセールス・トレーディング部門のいずれかに属している場合が多い。投資銀行部門は①顧客企業と常に接触を保ちそのニーズを汲み取って、必要なスタッフを集めてチームを結成し、具体的なディールを提案するインベントバンカー（Relationship Managerと呼ばれる）、②公益事業、ハイテク、金融機関、エネルギーのような産業別およびM&A、私募、海外、不動産ファイナンス、プロジェクトファイナンスなど商品別に特化してディールを纏め上げるインベストメントバンカー（Specialistと呼ばれる）に分かれる。また資本市場部門は一括登録制以後、市況をみてすべき引受けを提案出来る能力があります求められた結果、設置されるようになつたセクションである（この部門のスタッフの機能はトレーダーに近い）。セールス・トレーダー部門は新規発行証券を売り捌くセクションである。シンジケート部門は投資銀行部門とセールス・トレーダー部門の間に入つて最も適切な発行条件（プライシング）を提案する。

さて、そのインベントバンカーやトレーダーは営業店のプローカーとは違つたやり方で採用、評価され、昇進しキャリアを形成していく。まことに、インベントバンカーをみると、投資銀行部門本部の採用担当者が有名ビジネススクール数校を訪問し、三回、四回の面接を通して採用が決定される。三ヶ月程度の新人研修のあとすぐに投資銀行部門に配属され、On the Job Trainingで先輩のインベントバンカーにつきながらもさまざまな業務を経験する。報告書・ドキュメントーション作成の補助のみならず、シンジケーション部門やトレーディング部門に回つて当該業務の経験を積むこともあり、投資銀行業務の大枠のなかであるが、いくつかの部門を移動しキャリアを経るものも少なくない。入社三年ほどこのようなキャリア形成をつんだ後、正式の投資銀行部員となり、その後は定期的なローテーションはなくなる。

入社当初の肩書きはAssociateまたはResearch-assistantなど各社によつてしままちであるが、入社四年程度で Vice President もしくは Principal、次いで四年程度で Managing Directorへと昇進していくのが一般的である。Managing Directorが昇格の最終的到達点であり、したがつて、通常三十五、六才で昇格は頭打ちとなる。

インベントバンカーの活動は、通常、チームを組んで行われる。やがては Managing DirectorクラスのベンチャーがRelationship Managerとなって顧客企業とコンタクトを保ち、Vice Presidentクラス、Associateクラスのバンカームチームを組む。案件の性質によってそのチームに業種別または商品別のSpecialistと呼ばれるバンカーを組み入れる必要があれば隨時参加してもらい、案件を纏め上げていく。したがつて一人のバンカーは複数のチームに所属するという関係にある。しかし一旦チームが構成されると、メンバーの顔ぶれは固定され、移動は少ない。したがつて、バンカーの業績評価は彼らが属するチームの長である複数のRelationship Managerが行い、その評価を直属の部長が集約し、Managing Directorの会議で会社としての評価シートを作成し、これに基づいて翌年の報酬、昇進を決めるところになつてゐる。なおManaging Director自身の評価については前年に自らが出した活動目標にのつて自己評価を行う。活動目標およびその評価についてはManaging Directorの会議で検討、チェックされる。

トレーディング

他方、トレーダーはこれとは全く異なるルートで採用される。高学歴の人は少なく、通常は学歴の無い者が志望してやってくる場合が多い。新人は一時見習いの形で入社するが、見込みが立たないと判断されると一、二ヶ

月で解雇される。次に、Assistantとして、一年間トレーダーの電話番をする。この間ビジネスのやり方、自
主ルール、諸規則等を学ぶ。何よりも能力が認められると本採用となり、顧客からの注文執行を任せられ、On
the Job Tradingで訓練を受ける。これがさらに約一年ほど続く。これが終わるとジュニア・トレーダーとし
てシニア・トレーダーのもとで働く少數の銘柄のディーリングを実際に行う。その際には会社にポジションの
数%のDepositを差し入れる場合もある。このDepositはディーリングがいかにリスクの多いビジネスである
かを身をもって認識させるためであるといわれる。のように一人前のシニアトレーダーになるまでは約五、六
年かかるといわれている。

当初は極めて低い固定給に甘んじるが、トレーダーになれば、その業績評価は売買益によってなされ、ボーナ
スの形で業績給が支払われる。

日米の比較

さて、アメリカの証券会社を主に経営組織および人事政策の観点からみてきたが、日本ではどうなっているの
か。

まず、わが国では、そもそも従業員の採用の権限は支店長ではなく、本社の一括採用が本筋である。証券会社
のみならず我が国企業ならばどんにもある人事部というセクションがアメリカの証券会社には無い。Human
Resourcesという研修部にあたるセクションないしは福利厚生のセクションがあるだけである。

しかも我が国の証券会社には一般職と総合職の区別しかないのが一般的で、ブローカー（営業員）、インベス
トメントバンカー（法人部員）、トレーダーとして入り口段階で職種別に振り分けない。また新入社員は半年ほ
どの新人研修の後は各支店に配属され、外務員資格の取得後は先輩の営業員のもとで専門知識を学ぶ。On the
Job Trainingで訓練をつんでいく。総合職の大卒では数年の単位で各地方の支店への配置替えや法人部など他
部門への転勤があり、幅広い職種を経験するのが一般的である。その過程で、キャリアを形成していく。係長、
課長、支店長や部長へと職階を昇りつめていく。その過程で、本人の特性から総務など後方事務に携わる人など
職務が徐々に固定されてくるが、営業員、法人部員、株式部、調査部、総務部など職務の違いによる給与格差は
多くない。年功賃金の色彩が強くなっている。インセンティブとしては昇格による地位向上とより上位の職階へ
の移行による俸給アップということになる。

経営組織の効率性

以上のように見ると、まずアメリカの証券会社は経営組織としてはかなり分権的であるといえよう。リテール
営業と投資銀行業務、トレーディングは別個の業務として組織的にもまた人事政策の面でもはつきり区分される
からである。

青木昌彦は企業間の生産性格差の源泉として、①企業組織のあり方、②組織のインセンティブ（人事戦略、モ
ニタリング）をあげ、どのような場合において生産性が高まるかを問題にしている。⁽⁷⁾すなわち、各職場間の環
境要因の間の確率的相関度が高くない場合には、前もって決めておいた組織ルールに則って、各職場固有の経営
環境に関する情報に基づいて分権的に意思決定を行った方が効率が高いといわれる。すなわち証券業でいえば支
店営業、投資銀行業務、トレーディングが相互に関係なく業務展開されていると考えることが出来れば、アメリ
カのような分権的な組織の方が効率性が高いということになろう。

「これとは逆に各職場間の確率的相関度が高く、かつまた資源補完性が強い場合には、各職場に共通する経営環境に関する情報もあわせて検討し、各職場は他の職場と連携しつつ分権的に意思決定したほうが効率性が高い」と青木はいう。これを証券業に引き戻せば支店営業、引受、自己売買の各業務が何らかのやり方で有機的に関連しており、しかも支店営業に優れていれば引受業務にも強いというような補完的な関係であれば、各部門間は密接に連携する必要があるし、これに携わるスタッフも幅広い職種に通じていた方がよいということになろう。つまり日本の総合証券体制のやり方が効率的ということになろう。

一方、このような職場間の関係が支店営業、投資銀行業務、トレーディングの間にはみられないが、投資銀行業務内部の職種（投資銀行部門、資本市場部門、シンジケーション、セールス・トレーディング）にみられるならば、それら職種間の連携を密接にしておいた方が良いことになろう。⁽⁸⁾ 発行企業側のニーズが高度化しコーコーポレートファイナンシャルサービスが多様化した結果、一人のバンカーでは対応できなくなつたことがチームプレーを一般化させリレーションシップマネジャー制を生んだのであり、また機関化の進行に伴い条件決定や消化能力のうえでトレーディングの持つ意義が投資銀行業務の正否を左右するようになってきたことが資本市場部門やトレーディングとの共同作業をうんだのであつた。しかし、顧客企業のニーズの多様化と機関化の進展は、投資銀行内部における職種間の連携性を強めたが、反面ではリテール業務とホールセール業務の分断を強め、日本的な総合証券体制の効率性を弱める方向に働くと考えられる。⁽⁹⁾

（追記）以上の記述は注記の参考文献のほか、筆者が九四年から九五年にかけて在英中に行つたロンドン、ニューヨークなどにおける関係者からのインタビューに基づいている。ヒアリング対象企業は限られるため、包括的な調査ではない。

更に詳細な調査が必要と痛感している。

(二上)

1 たとえば、証券団体協議会『米国証券市場および証券業界の現状』（一九九六年五月）は、この面での調査では直近まで分析した簡明なレポートである。

2 ラッパボルト著・藤原英郎訳『アメリカの証券会社経営』（東洋経済新報社、一九九一年四月）、九ページ。

3 日本証券業協会大阪地区協会『大阪米国証券市場視察団報告書』（一九九一年一月）には全米最大のメリルリンチ社ダベンポート支店の支店経営が紹介されている。

4 本人みずから希望してやつてくる場合や雇用斡旋所、キャリアセミナーを開いて会社説明をし、募る場合など種々ある。

5 少々古いが、SIA, *Prices Charged Retail Clients in 1991*を参照のこと。

6 市況によって変動するが、コマーシャンブローカーの年収の約30%前後と推定される。

7 青木昌彦『経済システムの進化と多元性』（東洋経済新報社、一九九五年四月）。

8 エクルズ・クレイン著松井和夫訳『投資銀行のビジネス戦略』（日本経済新聞社、一九九一年一月）は、この点を強調している。

9 なお、ここでは日本の雇用慣行の特徴とされる「終身雇用制」が我が国の証券会社における雇用関係の中でどの程度貫徹しているのかといった点についてはほとんど扱っていない。証券業のみならず銀行業においても、従業員の離職率、中途採用の実態調査いわんやその国際比較分析などを無に等しい。この点については、本誌掲載の清水「長期的・年功的雇用慣行と金融業」と「『日本の雇用慣行』の行方」（一九九六年五月、六月）が扱っているので参照のこと。

株式保有構造の日米比較

～試算による統計比較～

株式保有構造は、各国の経済主体の株式保有行動の結果を示すものであるが、経済主体の株式保有行動はその動機や環境によって言い換えれば各国の金融システムのありかたによって規定されている。このため株式の保有構造とその規定要因を検討することは、同時に金融システムのあり方についての一断面を明らかにすることになる。

ところでこのようないくつかの観点から日米の株式保有構造を検討してみると、一九七〇年代後半以降新しい動向が見られるようになってきた。この変化を一言でいえば、日本における株式持合いの衰微とアメリカにおける株式保有の集中傾向である。そして日本における株式持合いの衰微が株式保有の流動化をもたらしており、アメリカにおける株式保有の集中が機関投資家積極主義の台頭と株式保有の固定化をもたらしているとすれば、アメリカとは「性格を異にしている」とされた日本の株式保有構造の特徴は、相対的に薄まりつつあるのではないか?という疑問が生まれる。

そこで小稿では、日米の株式保有構造を統計的に比較検討し、統計比較から得られる諸事実を整理してみよう。

1 統計比較の問題点

とはいえる統計資料の日米比較を行うためには、いくつかの問題点がありこれを緩和ないし解決するためには若干の準備作業が必要である。

日米の株式保有統計には、要約すると次のような問題点がある。まずアメリカでは、株式保有統計は、連邦準備制度理事会(FED)の発表するFlow of Funds Accountsが経済部門別の株式保有額を示した主要な統計である。しかしこの統計は、部門間の資金フローに基づいて作成されているため部門内取引は相殺されており、企業による株式保有は部門内取り引きであるため含まれていない。一九八〇年までは証券取引委員会(SEC)が作成したStatistical Bulletinに発表していた「発行済株式の市場価値」が株式の企業間保有額を推計していたため、この統計によって以上の問題を補足することができた。しかしこの統計の発表は一九八〇年以降停止されている。

日本では、アメリカのFlow of Funds Accountsに相当する統計としては日本銀行の発表する「資金循環勘定」があるが、金融機関と公共部門の株式保有額を簿価で表示してあるため使用できない。しかしその代わりに証券取引所協議会が『株式分布状況調査』を毎年発表しており、これによつて経済部門別の株式保有額を得ることができる。とはいってこの統計も集計対象が上場株式に限定されており、さらに時価でみた保有額は一九七〇年までしか遡及できないという問題がある。

このため日米の株式保有統計の比較を行うまでの最大の問題点は、現状ではアメリカの統計に企業部門が含まれていないことおよび日本の統計が一九七〇年までしか遡及できないことである。この問題点の解決のために、小稿ではアメリカの事業法人による株式保有比率の推定と日本の一九七〇年までの時価で見た株式保有構成の試算を行つた。

2 アメリカ事業法人の株式保有比率

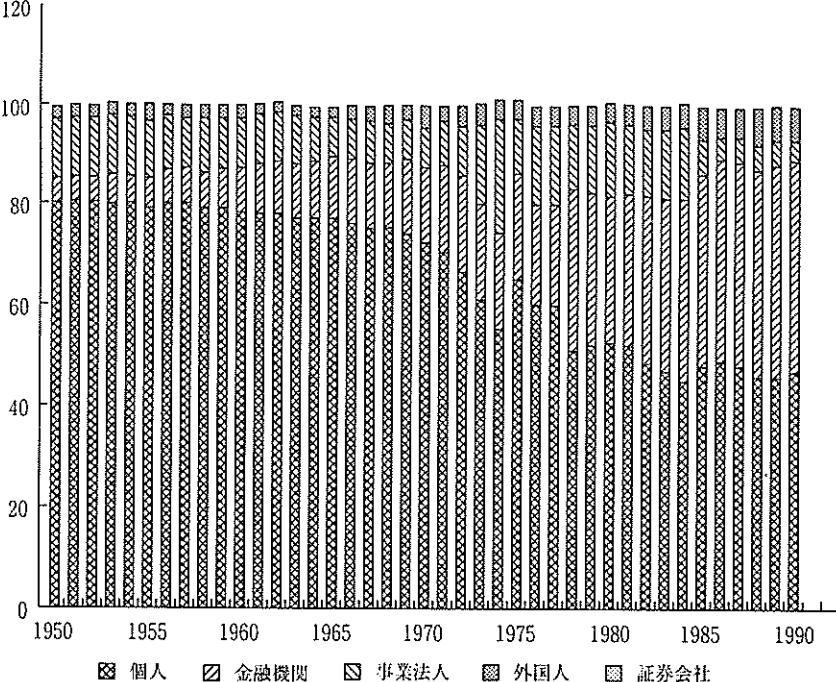
図1 アメリカの調整済み大分類部門別株式保有構成比の推移

表1 アメリカの調整済み部門別株式保有構成の推移

(単位 %)

	家計	外国人	商業 銀行	貯蓄金融 機関	生命保険 会社	その他の 保険会社	私的年金 基金	州・地方 政府年金 基盤	投資会社 (オープン エンド型)	投資会社 (クローズド エンド型)	プローカー および ディーラー	銀行個人 信託	事業法人	計
1954	80.10	1.80	0.00	0.17	1.13	1.53	1.09	0.04	1.84	0.00	0.24	0.00	12.06	100.00
1955	79.67	1.83	0.00	0.28	1.01	1.50	1.69	0.05	1.92	0.00	0.25	0.00	11.79	99.99
1956	80.38	1.84	0.00	0.27	0.93	1.48	1.87	0.05	2.08	0.00	0.19	0.00	10.96	100.05
1957	80.31	1.83	0.00	0.30	1.02	1.56	2.25	0.09	2.22	0.00	0.24	0.00	10.17	99.99
1958	79.22	1.77	0.00	0.29	0.87	1.42	2.47	0.09	2.48	0.00	0.11	0.00	11.30	100.02
1959	79.08	1.83	0.00	0.28	0.90	1.42	2.85	0.10	2.73	0.00	0.12	0.00	10.66	99.97
1960	78.63	1.85	0.00	0.26	1.00	1.49	3.28	0.12	2.94	0.00	0.10	0.00	10.31	99.98
1961	77.28	1.91	0.00	0.26	1.02	1.51	3.71	0.14	3.28	0.00	0.04	0.00	10.88	100.03
1962	77.29	1.92	0.00	0.28	1.17	1.60	4.07	0.19	3.40	0.00	0.05	0.00	10.04	100.01
1963	77.19	1.98	0.00	0.28	1.12	1.58	4.37	0.23	3.49	0.00	0.08	0.00	9.69	100.01
1964	77.11	1.99	0.00	0.29	1.14	1.64	4.79	0.29	3.68	0.00	0.13	0.00	8.86	99.92
1965	77.46	1.89	0.00	0.29	1.17	1.55	5.27	0.32	3.99	0.00	0.16	0.00	7.91	100.01
1966	76.47	1.78	0.00	0.28	1.25	1.56	5.59	0.39	4.09	0.00	0.18	0.00	8.39	99.98
1967	75.13	2.84	0.01	0.27	1.21	1.45	5.68	0.43	4.36	0.00	0.19	0.00	8.44	100.01
1968	75.66	2.77	0.01	0.22	1.24	1.37	5.77	0.54	4.33	0.00	0.14	0.00	7.96	100.01
1969	74.47	2.85	0.01	0.27	1.46	1.42	6.55	0.78	4.36	0.00	0.20	0.00	7.68	100.05
1970	72.49	2.89	0.01	0.30	1.64	1.41	7.14	1.08	4.22	0.00	0.21	0.00	8.62	100.01
1971	70.68	2.80	0.01	0.32	1.87	1.51	8.07	1.40	4.42	0.00	0.19	0.00	8.74	100.01
1972	66.69	3.07	0.01	0.36	2.10	1.71	9.40	1.74	4.06	0.00	0.19	0.00	10.68	100.01
1973	61.07	3.11	0.02	0.39	2.40	1.83	9.04	1.87	3.55	0.00	0.26	0.00	16.47	100.01
1974	55.74	2.91	0.02	0.45	2.63	1.54	8.49	1.98	3.17	0.00	0.26	0.00	22.80	99.99
1975	63.24	3.70	0.02	0.46	2.94	1.49	10.69	2.54	3.53	0.00	0.36	0.00	11.04	100.01
1976	60.21	3.59	0.02	0.37	2.87	1.41	9.71	2.52	3.12	0.00	0.32	0.00	15.86	100.00
1977	59.75	3.51	0.02	0.43	2.90	1.51	9.81	2.65	2.80	0.00	0.35	0.00	16.29	100.02
1978	51.31	3.63	0.01	0.41	3.02	1.67	12.96	2.87	2.73	0.44	0.17	8.41	12.37	100.00
1979	52.25	3.48	0.01	0.34	2.80	1.79	12.64	2.67	2.55	0.36	0.19	7.70	13.22	100.00
1980	52.90	3.50	0.01	0.23	2.51	1.76	12.12	2.40	2.29	0.26	0.18	6.92	14.93	100.01
1981	52.07	3.81	0.01	0.19	2.73	1.92	12.94	2.83	2.22	0.25	0.21	7.04	13.79	100.01
1982	49.51	4.01	0.01	0.17	2.45	2.02	14.87	3.17	2.60	0.22	0.26	6.71	13.68	100.01
1983	46.95	4.23	0.01	0.19	2.73	2.11	15.36	3.93	3.26	0.19	0.44	6.38	14.24	100.02
1984	45.09	4.36	0.00	0.19	2.74	2.03	16.28	4.37	3.66	0.17	0.4	6.32	14.40	100.01
1985	45.26	4.50	0.00	0.19	2.66	2.04	16.67	4.31	4.08	0.15	0.51	5.91	13.73	100.01
1986	45.16	5.31	0.00	0.22	2.40	1.92	17.32	4.73	5.07	0.24	0.55	4.93	12.16	100.01
1987	45.62	5.71	0.00	0.23	2.62	2.12	17.53	5.51	5.91	0.34	0.35	4.89	9.18	100.01
1988	45.07	5.92	0.00	0.25	2.64	2.11	17.97	6.47	5.53	0.37	0.36	4.88	8.44	100.01
1989	43.92	6.25	0.11	0.27	2.55	2.01	17.62	7.20	6.01	0.37	0.34	4.80	8.56	100.01
1990	45.80	5.84	0.06	0.23	2.58	2.10	17.33	7.80	6.14	0.38	0.25	4.83	6.65	99.99

(出所) 北條(1966).p.220



まず、アメリカの事業法人による株式保有比率の推定からみよう。アメリカの事業法人による株式保有比率は、SECによって法人支払いおよび受け取り配当から推定されていたため、基本上はこの方法に従つた。もっともこの点については筆者はすでに計算方法等を発表済みであるから詳細は拙稿を参照しておこう。⁽¹⁾ここではその推定結果だけ示しておくと、アメリカの企業部門は、一九五〇年代には一二%程度の株式を保有していたが、この値は一九六〇年代には一〇%まで減少した。しかし一九七〇年代から一九八〇年代初頭には再び一四%から二〇%までの高い水準に達しており、その後は二度水準を低下させている。さらに得られた企業部門による株式保有比率によって Flow of Funds Accounts から得られる部門別株式保有構成比を修正しておこう。修正のために各部門の構成比から企業部門の株式保有

構成比を按分して差し引いた結果を表1に示しておこう。また各部門を、家計、企業、金融機関、外国人およびブローカー・ディーラーに大分類した結果を図1に示しておこう。

3 日本の一九七〇年以前における部門別株式保有時価

次に、日本の一九七〇年以前の時価でみた経済部門別株式保有時価の試算（一九六〇年まで遡及）を行った。これはアメリカ側の統計が一九五四年まで遡及できるため、日本側もそれに対応したデータが必要なためである。

『株式分布状況調査』は、本来株数による統計であり、上場企業へのアンケート調査によつて決算期末の保有株数を収集してそれを部門別に集計している。これを時価に換算するためには、集計された部門別の株式数に年度末（三月末）の各銘柄の時価を乗じて再集計を行つてある。このためこの作業を延長すれば時価による株式保有額を延長できるはずである。

しかし東京証券取引所によれば個々の企業のデータは公表できないため、『株式分布状況調査』の部門別の保有株数に『東証統計月報』の部門別の加重平均株価を乗することによつて部門別保有時価の試算を行つた。⁽²⁾もつとも時期を遡及するに伴つて分類や集計方法の変化が増大したため、遡及は一九六〇年まで行えたにすぎなかつた。

この結果は、表2に示される通りであるが、試算結果の正確さをみるために一九七〇年のデータによつてシミュレーションを行つてみると、一部の部門では誤差があつた。例えば参考資料にあるその他の金融機関や政府地方公共団体は、比較的誤差が大きかつた。しかしそ他の部門では、大幅な誤差は見られない。

そこで最後にアメリカと同様に、各経済部門を家計、企業、金融機関、外国人およびブローカー・ディーラー

	(単位%)											
政府地方 公共団体	銀行信託 銀	投資信託 行	年金信託 金	生命保険 社	損害保険 会	その他 金融機関	事業法人 社	証券会社 社	個人	外国人	計	
1960	0.1	23.1	8.8	0.0	0.0	0.0	15.1	3.6	47.8	1.7	100.0	
1961	0.2	20.6	9.6	0.0	0.0	0.0	16.6	2.9	48.4	1.8	100.0	
1962	0.2	20.6	10.0	0.0	0.0	0.0	16.4	2.5	48.5	1.9	100.0	
1963	0.2	21.0	10.0	0.0	0.0	0.0	16.9	2.5	47.4	2.0	100.0	
1964	0.2	21.5	8.2	0.0	0.0	0.0	17.9	4.6	45.7	2.0	100.0	
1965	0.2	22.3	5.8	0.0	0.0	0.0	17.3	6.0	46.5	2.0	100.0	
1966	0.2	11.3	3.9	0.0	9.0	3.3	1.8	17.7	5.6	45.4	1.9	100.0
1967	0.2	12.3	2.6	0.0	10.1	3.5	1.6	19.8	4.5	43.6	2.0	100.0
1968	0.1	12.0	2.1	0.0	10.6	3.6	2.5	20.7	2.2	43.4	2.8	100.0
1969	0.2	12.2	1.5	0.0	10.6	3.8	2.1	22.4	1.5	41.6	4.2	100.0
1970	0.6	13.7	2.1	0.0	10.0	3.7	2.1	23.9	1.3	37.7	4.9	100.0
1971	0.5	14.6	1.9	0.0	9.8	4.1	1.8	26.2	1.7	34.1	5.2	100.0
1972	0.5	16.9	1.5	0.0	10.4	4.6	2.0	29.5	1.6	29.6	4.5	101.1
1973	0.4	16.3	1.4	0.0	10.0	4.6	1.9	29.9	1.4	30.2	4.0	100.2
1974	0.4	16.6	1.9	0.0	10.3	4.5	1.8	28.4	1.2	31.9	3.2	100.2
1975	0.4	16.8	2.2	0.0	10.2	4.4	1.9	27.0	1.4	32.1	3.6	100.0
1976	0.5	17.2	2.3	0.0	10.3	4.4	1.9	27.0	1.4	31.4	3.7	100.0
1977	0.4	17.5	2.8	0.0	10.9	4.4	2.1	25.9	1.5	31.3	3.0	99.9
1978	0.4	17.6	2.8	0.0	11.0	4.5	2.2	26.5	1.6	30.6	2.7	99.9
1979	0.4	17.5	2.3	0.5	11.3	4.8	2.2	26.6	1.9	29.5	3.0	100.0
1980	0.4	17.5	1.9	0.4	11.5	4.6	2.3	26.2	1.5	27.9	5.8	100.0
1981	0.3	17.5	1.6	0.4	11.9	4.5	2.3	26.6	1.6	26.9	6.4	100.1
1982	0.3	18.0	1.6	0.4	11.9	4.5	2.2	25.4	1.7	26.3	7.6	99.9
1983	0.4	17.2	1.5	0.6	11.7	4.2	2.2	27.6	1.7	24.2	8.8	100.0
1984	0.3	17.4	1.5	0.5	12.1	4.1	2.4	29.5	1.8	23.0	7.4	100.1
1985	0.9	18.4	1.7	0.8	12.3	4.1	2.4	28.8	1.9	22.3	7.0	100.0
1986	0.5	19.3	1.9	1.0	12.8	4.0	2.5	30.1	2.1	20.1	5.3	100.0
1987	0.4	19.8	2.6	1.1	12.4	4.0	2.6	30.2	2.3	20.4	4.1	100.0
1988	0.3	21.4	3.1	1.0	12.6	4.1	2.0	29.0	2.3	19.9	4.3	100.1
1989	0.3	21.3	3.7	0.9	11.8	3.9	1.9	29.5	2.0	20.5	4.2	100.0
1990	0.3	20.9	3.7	0.9	12.0	3.9	1.6	30.1	1.7	20.4	4.7	100.2
1991	0.3	20.9	3.4	1.0	12.2	3.9	1.4	29.0	1.5	20.3	6.0	99.9
1992	0.3	21.2	3.2	1.2	12.4	3.8	1.2	28.5	1.2	20.7	6.3	100.0
1993	0.3	21.0	2.9	1.4	12.1	3.7	1.1	28.3	1.3	20.1	7.7	99.9
1994	0.3	21.7	2.6	1.6	12.0	3.7	1.1	27.7	1.2	19.9	8.1	99.9

(注) 「株式分布状況調査」1970年以前は試算値。

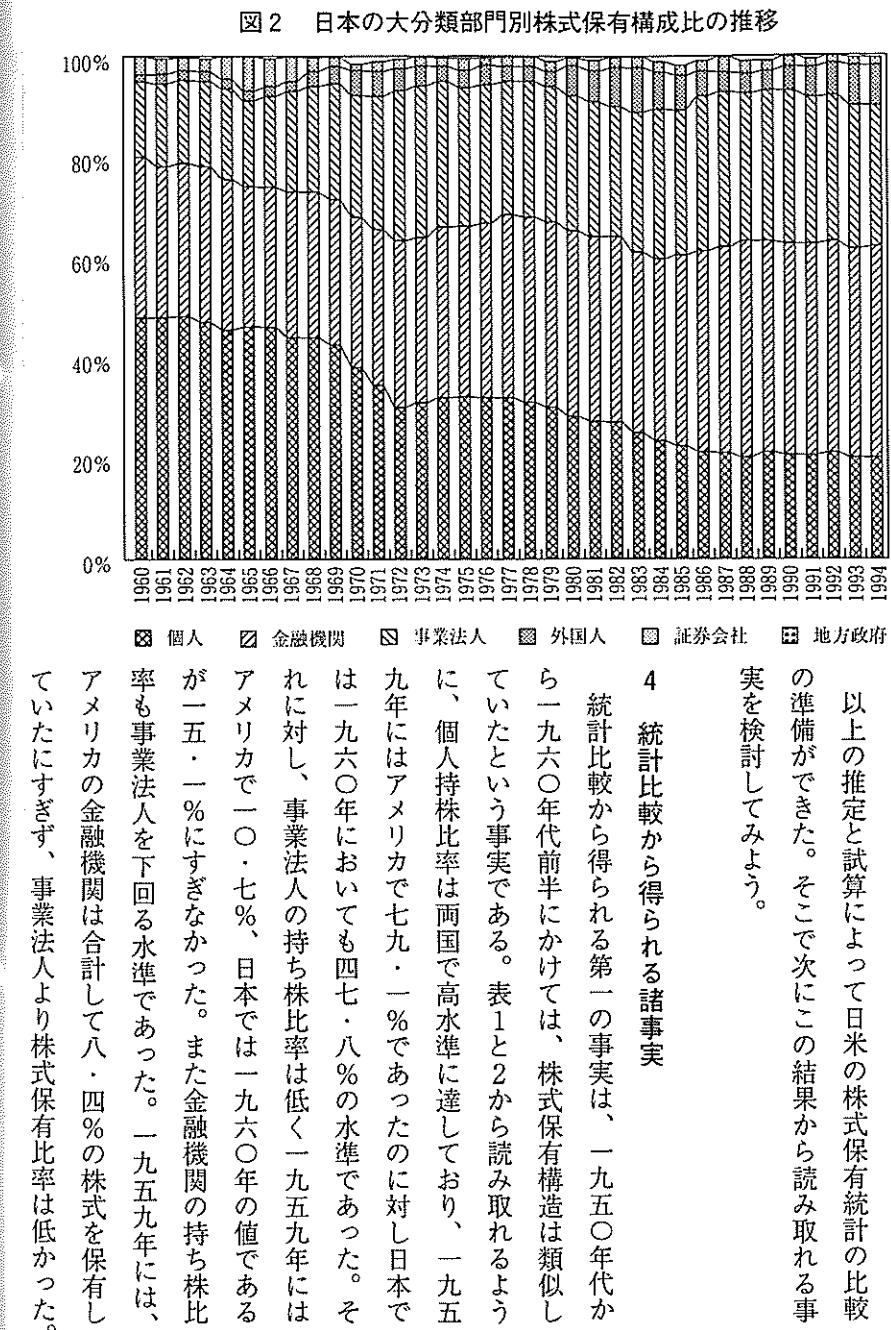
(参考資料) 試算値と公表値の誤差

試算値	1970	0.2	12.4	1.5	0.0	10.4	3.9	3.5	23.8	1.3	39.4	3.6	100.0
	1971	0.2	14.1	1.4	0.0	10.4	4.3	1.8	25.9	1.6	36.3	4.0	100.0
公表値	1970	0.7	13.7	2.1	0.0	10.0	3.7	2.1	23.9	1.3	37.7	1.9	100.1
	1971	0.6	14.6	4.9	0.0	9.8	4.1	1.8	26.2	1.7	34.1	5.2	100.0
誤差	1970	-0.5	-1.3	-0.6	0.0	0.4	0.2	1.4	-0.1	0.0	1.7	-1.3	-0.1
	1971	-0.4	-0.5	-0.5	0.0	0.6	0.2	0.0	-0.3	-0.1	2.2	-1.2	-0.0

に大分類して示すと図2を得る。

以上の推定と試算によつて日米の株式保有統計の比較の準備ができた。そこで次にこの結果から読み取れる事実を検討してみよう。

4 統計比較から得られる諸事実



しかも一九五九年には最大の金融機関は、私の年金基金と投資会社であった。

もちろんこの背景には、アメリカは戦時経済によつて最高の経済拡張に達していたのに対し、日本は敗戦による経済破綻と財閥解体による株式放出が行われたという経済環境上の大きな違いがあり、そもそも比較することができるかどうか疑問の余地もある。しかし、アメリカでも戦後の株式保有構造の変化が、個人投資家を中心とした保有構造から開始されており、個人に次ぐ部門は事業法人であつたことを確認しておくことは無駄ではない。

第二に、一九六〇年代中期から一九七〇年代中期には、両国の特徴が顕在化した。表1と2から読み取れるように、この時期には両国の共通性より異質性が顕著になつた。まず両国に共通する変化としては事業法人と金融機関を法人と呼べば、個人持ち株比率の低下と法人持ち株比率の上昇が見られた。しかし法人の内訳に立ちいつて見ると、次のような相違が見られた。まず日本の銀行の株式保有比率はこの時期に上昇し、株式保有が禁止されているため当然のことであるがアメリカのその値を大きく上回るようになつた。また日本の保険会社の持ち株比率もこの時期に上昇した。それに對しアメリカでは、投資会社の持ち株比率が上昇し、日本のその値を上回るようになつた。また年金の持ち株比率も上昇し、信託型しか示されていないとはいえた日本の年金の持ち株比率を大きく上回つた。このような諸事実は、すでに多くの研究によつて指摘されており、それぞれ日本における株式持合いの進展とアメリカにおける機関投資家の成長を反映した事実と解釈されてきた。証取審が日本における株式保有構造を「異質」と断定したのもこのような解釈に基づいていたためと考えられる。

第三に、一九七〇年代中期以降にはやや異なつたトレンドが読み取れる。それを一言でいえば株式保有構造の類似化であり、再び共通面が強まつたことである。まず日本で個人持株比率の低下傾向が継続した。アメリカで

は一九七五年から一九九〇年までの間に個人持株比率は、一九七八年から分離された銀行個人信託を個人に加えても一二・六パーセント・ポイント低下した。この値は、一九六〇年から七五年までの一五・三パーセント・ポイントの低下と比較するとやや小さいが、個人持株比率の低下が続いたことを示している。日本では、同じ期間中に個人持株比率は一一・四%低下した。この値は、一九六〇年には個人は四八%の株式を保有していたという推計を採用してそれ以前と比較してみると、個人の株式保有比率は一九六〇年から七五年までに一五・九パーセント・ポイント低下しているため個人持株比率の低下のベースはやや緩んでいることを示している。

それに対し法人持株比率は増加を続けた。アメリカでは投資会社および年金基金の成長による金融機関の持株比率の上昇を主因として、法人全体の株式保有比率は上昇した。日本では事業法人の持株比率は頭打ちとなつたが、金融機関の持株比率を主因として上昇を続けた。

しかし以上のような一九七〇年代前半までに見られた現象に連続する変化の内容に立ちいつてみると幾つかの新たな動向が読み取れる。第一に、日米で事業法人の持株比率の停滞および低下が見られるようになつた。日本では、事業法人の持株比率は、一九八〇年代には頭打ちとなり、一九九〇年代には低下する傾向を示している。日本では、事業法人の持株比率は、一九八〇年代後半には低下する傾向が読み取れる。第二に、金融機関の中では投資信託および年金基金の成長が共通してみられるようになった。日本では、年金基金の持株比率は、信託分しか統計にあらわれていないせいもありその水準からみれば低いとはいえ、その増加率は著しく高い。投資信託は、株式市場の不振もあり一九八九年のピークからは減少に転じているが一九九四年には一・六%を保有している。アメリカでは、年金基金と投資会社が成長を続け、一九九〇年には年金基金が二五%，投資会社が六・五%の持株比率を持つている。第三に、両国で外国人の持株比率が増加している。日本では、外国人の持株比率は一九七五年から一九九四年の間に三・六%から八・一%まで増加しており、一九九〇年代には重要な投資部門となつていて、アメリカでは一九七五年に三・七%であった外国人の持株比率は、一九九〇年には五・八%に達している。

むすびにかえて

たしかに両国には株式保有構造の異質面も残存している。例えば、銀行、事業法人、保険による株式保有比率の水準の差は依然大きいし、投資会社および年金の株式保有比率の水準も大きく異なっている。さらに事業法人の持ち株比率は日本では停滞しているのに対し、アメリカでは低下傾向にあるため水準の差は拡大している。

このような違いを否定するつもりはないが、時期による歴史的特徴を析出するためには、新たな動向に着目することも必要であろう。そうだとすれば、この時期には一九七〇年代までの株式保有構造の特徴も依然として残しながらも、それのかわる新たな動向も伺えると言えよう。このためこのような株式保有構造の特徴とその新たな動向を規定する要因が次の問題となるが、この点の検討は別の機会の課題としたい。

【参照文献】

証券取引審議会（一九七六）、「株主構成の変化と資本市場のあり方について」（大蔵省証券局「大蔵省証券局年報昭和五年版」

pp. 41-59)。

拙稿（一九九一）、「アメリカ企業部門による株式保有比率の推定」日本証券経済研究所「証券経済」第一九四号、pp. 1-29。

日本銀行（月刊）、「経済統計月報」。

全国証券取引所協議会（年刊）、「株式分布状況調査」。

Board of Governors of the Federal Reserve System (Quarterly), *Flow of Funds Accounts*, Washington D.C.
Securities and Exchange Commission (Monthly), *Statistical Bulletin*.

[注]

- 1 北條（一九九六），pp. 15-26°
- 2 試算の方法や資料については東京証券取引所調査部調査企画室の廣田真人氏より多くの助言をいただいた。品川にて感謝の意
を表した。°

社債募集の「新方式」と プロポーザル方式

〈はじめに〉

今年一月から社債発行の際の適債基準が撤廃され、また同時に無担保債の財務制限条項も自由化され、社債発行の規制緩和は最終局面に入ったといわれているが、企業の起債意欲も旺盛で一九九五年度の普通社債発行額は五兆七一九二億円、前年度に比べて二兆五〇〇億円程度の増加となつた。

このような発行市場の拡大の背景には、前述のような各種の規制緩和の進展があるとともに、長期金利が低位固定する間に財務リストラを進めようとする発行体の財務戦略があることが指摘されているが、他方で銀行系証券会社が積極的に引受市場に参加し、業者間の引受競争が激化していることも見逃せない。そして、相当無理な発行条件での引受がなされ、新発債の売れ残り（募残）が相次ぎ、流通市場での値崩れが懸念されている。

ところで、昨年一二月、社債募集方法について主幹事選定に際して競争原理を導入するという改革案が、発行体側から大手証券会社に対して提示された。その後、発行体側と証券会社側で合意がなされた後、今年四月から導入された。しかし、「新方式」初回の起債は債券相場の下落もあつたとはいえ、結果的にプライシング 자체が発行体寄りとなつたことで募残や値引き販売が続出したことが伝えられている。

したがつて、「新方式」での起債は現在のところ一回しか行われておらず、判断を下すことはできないが、本稿ではまず今回の社債募集の「新方式」の内容とその導入過程を見た上で、次にかつて同じ目的で導入された「プロポーザル方式」にどのような問題があつたのかを検討し、最後に両者の比較を試みたい。

社債募集の「新方式」

社債募集の「新方式」を提示したのは東京電力であり、私案という形で提示されたものであるが、その目的は、
 ①ギリギリのプライシングをめざすこと、②責任のある需要調査を実施すること、③競争原理を導入することとされ、その具体的な内容は、①募集日の前日に証券会社に対して発行条件の提示を求め、最も低い利回りを提示した証券会社を主幹事に選定する、②選定後に投資家の需要調査を実施するが、事前に主幹事が提示した利回りを上限とする、③需要調査後に決定される実際の販売分担額は当初の引受責任額と一致しなくともよいものとする（発行条件次第ではシグン各社が引受責任額を完売できずに値引き販売する可能性があるため、主幹事証券と

【主幹事選定及び需要予測における競争原理導入の方策について】
 ①主幹事選定
 需要予測の前日に年限を1本に絞って条件を提示
 ・原則として、一番有利な条件を提示した会社を主幹事に選定
 ・発行額は主幹事が全額責任
 ・提示レートの根拠も明確に説明
 ・起債が失敗すればペナルティーを課す
 ②需要調査、プライシング
 ・前日の条件提示を中心レンジとして需要を調査
 ・主幹事が事前に提示した利回りを上限
 ③販売分担額の決定
 ・競争原理導入の目的でシグン各社の販売額は引受責任額とは完全に分離
 ・販売分担額は需要予測の結果を重視
 ・順次プロテクション（分担額の最低保証）をかける
 ④実施に当たっての条件整備
 ・相場変動リスクを避けるため午前中に需要を調査、午後に募集
 ・販売完了通知書、販売報告書を提出
 ・主幹事による業者間市場でのマーケット・メイクの廃止

【目的】
 ①ギリギリのプランシングを目指す
 ②責任ある需要予測の実施
 ③競争原理（競争入札に近い制度）の導入

（出所）『日経公社債情報』、1996年1月29日、4ページ。

しては実際に販売可能な精度の高い需要調査を行なったうえで、販売分担額を決定する）、④例えば無理な発行条件を提示して主幹事を獲得したが、需要調査の結果が積み上らず起債に失敗した場合などでは、主幹事にペナルティーを課す、というものであつた。^{注2)}

このような「新方式」を提示した東京電力側の背景としては、改正電力事業法の施行や電力料金の引き下げがあり、コスト削減が迫られていることがあげられると同時に、昨年一〇月に募集した六年債の表面利率二・二五%が、ほぼ

同じく募集した東レの六年債と同じになり、東京電力の格付け（AA格）と東レのそれ（AA十格）との格差が利回り反映されていないことに対する不満があつたことも指摘されている。^{注3)}

そして、この「新方式」は今年四月募集分から導入されることとなり、シグンメンバーも従来の二七社から二九社に増やされ、農中証券とメリルリンチ証券がそれぞれ引受責任シェアを〇・五%ずつ割り当てられ、またさくら証券のシェアが一%引き上げられる一方、

主幹事シェアが一%引き下げられた。この「新方式」での社債発行の第一号（第四三三回東京電力債、

第2表

国内債における需要調査の取り扱いなどの見直しについて	
(96.4.9 東京電力株式会社)	
1.見直しの概要	
・シグン各社の円滑な販売を促すため、原則として各社の販売希望額を販売分担額とする。 ・市場変動リスクを軽減するため、原則として、需要調査の当日に募集を開始する。 ・以上により、①シグン各社のより円滑な販売が可能となること②当社社債に対する新しい投資家層の開拓につながること③結果として、当社社債の発行条件が市場実勢に合致し、当社の信用度、流通性、格付けをより反映した発行条件の実現につながることを期待する。 ・本見直しは平成8年4月以降の起債を対象とする。	
2.見直しの具体的な内容	
(1)需要調査	
・募集開始日当日の午前中、シグン全社に需要調査（従来は需要予測）を依頼する。 ・需要調査は従来どおり、原則として0.05%刻みで実施する。 ・シグン各社は需要調査の結果に基づく販売希望額（当面、引受責任額の2倍を上限）を主幹事に報告する。	
(2)条件決定	
・従来同様、需要調査の結果、発行予定額まで投資家の需要が累積した水準で条件を設定する。 ・前日に主幹事から提示された条件で需要が不足する場合、募集を取り止めことがある。	

（出所）『日経公社債情報』1996年4月15日、7ページ。

二二年)は大和証券が主幹事を獲得し、四月一六日午前シト二九社に対して需要調査が行なわれ、その結果に基づいて発行条件などが決定され、同日中に募集が行なわれたが、結果的には発行条件が厳しすぎたために募残が出て、販売は低調であったと伝えられている。このときの発行条件は、表面利率三・四五%であり、残存期間が同年限の超長期国債(六回債)^(注4)の流通利回りを〇・〇五%下回るものであった。そして、このファイナンスの経過は次のように説明されている。まず、①主幹事選定については、大和と山一が三・四五%、野村と日興が三・五〇%を提示したとみられるが、販売見込み額が数百億円多かつたことで、大和に決定したとされている。②募集当日の需要調査については、主幹事が利率三・三五%から三・五〇%までの範囲で、〇・〇五%刻みで需要調査するようシト各社に要請したが、この三・三五%は直近の一〇年もの国債の流通利回りを〇・〇五%しか上回らず、投資家サイドからの不満が強く、すでに需要調査の段階で市場実勢を無視しているという指摘がなされた。しかし、主幹事サイドではシト各社からの需要調査が一五〇〇億円を超えた、三・四五%(価格一〇〇円)で決定した。そして、③主幹事の大和では一・二割の募残が生じ、シト各社でも募残が生じたことについては募集当日に債券相場が下落したことにも一因があるといわれるが、債券相場が急落したのは少なくとも東電債の募集がなされた一時間半後であり、各社が精緻な需要調査を行っていたならば、この間の販売は支障がなかつたともいわれている。また、④募残が生じたことについては、需要調査に基づいて引受シェアの見直しがなされたという恐怖心が働いたために、引受シェア確保のための根拠のない需要を積み上げた証券会社が相当あつたことが指摘され、また値引き販売を打診する証券会社があらわれたという情報も流れた。

以上のような経緯から、五月に募集された第四三四回債(発行総額一五〇〇億円、償還期間一〇年)について、以下のようない手直しが行われた。まず、需要調査に基づいて引受シェアを短期的に見直すことはないという点が

説明され、次に需要調査については、レンジを主幹事証券会社が当初提示した表面利率を中心上下〇・〇五%で設定し、前回の低い方にレンジを広げた方式が改められた。そして、一五日の募集は、応募者利回り三・五二七%で条件決定され、これは同年限の国債(一八七回債)の流通利回りと比較して〇・〇九%高い水準であったが、投資家サイドからは利回り格差が不十分であるとの指摘がなされ、販売の難航が予想されたが、条件決定後に債券相場が急騰し、国債との利回り格差も〇・一二%まで拡大したため結果的には完売された。しかし、債券相場の急騰という側面に後押しされた観は否めず、「新方式」の効果は確認できなかつたといわれている。^(注5)

〈プロボーザル方式〉

ところで、今回の新方式が提示された際、かつてのプロボーザル方式に近い内容をもつものであり、過度な主幹事獲得競争を招く恐れがあるという懸念が伝えられた。

このプロボーザル方式とは、一九八六年一二月の証券取引審議会報告書「社債発行市場の在り方について」のなかで提示されたものである。この報告書では、従来の起債の仕組みは、起債会方式であり、問題点として①いわゆる月末一括起債方式のように、機動的な起債を行うまでの障害がある点、②画一的な発行条件の決定のために、条件決定が硬直的となつており、発行会社間の信用力や市場実勢の差が十分に反映されない点、などが指摘され、とくに後者については、当時発行条件が電力債の流通実勢を参考としながらも、国債・政府保証債・地方債などのクーポンレートに上乗せする形で決定されていたことが問題視された。そして、前者の指摘については、その後一九八八年から発行登録制度が導入され、現在に至っている。他方、後者について導入されたのが「プロボーザル方式」である。この方式の趣旨は、起債時期および発行条件を決定する際に、発行会社と証券会社が個

別的かつ競争的に交渉を行う方式であるとされ、具体的には①起債に先立つて発行会社は証券各社から発行条件などに関する提案書（プロポーザル）の提出を求め、②発行会社はこのプロポーザルおよびその他の事情も勘案して主幹事を決定し、③主幹事は幹事団を代表し、あるいは単独で、発行会社と発行条件を協議、決定し、その上で引受シグを招聘・編成するという方式であり、一九八七年五月発行のNTT債を第一号として、その後電力九社、営団地下鉄、NHK、KDDに拡大され、一九八八年四月には全銘柄に拡大された。

この方式は、従来固定的であった主幹事決定に競争原理を導入することで、発行条件を弾力化し、さらには発行市場を活性化するものとして発行会社から歓迎されたが、他方で引受証券会社サイドでは主幹事獲得競争が過熱化し、主幹事獲得のために販売可能な限界的な条件、さらには引受手数料の吐き出しを前提にした水準の条件を提示するようになり、値引き販売が横行した。そのため新発債は発行後に値崩れし、流通市場への悪影響が問題視されることとなつた。そして、このような市場実勢を無視した条件設定に対しても、まず投資家サイドからの批判がなされた。簡保・共済組合から電力などの条件設定に関して、市場実勢を無視した条件の社債購入を見合わせる旨の申し入れがなされ、発行会社は急遽条件の再提示を引受証券会社に求めるといった事態も生じた。^(注7) 次に、東京電力などの発行会社からも引受手数料に対する引き下げ要請がなされた。これは、当時高率とされた受託手数料に対する引き下げ要請と軌を一にするものであり、調達コストの引き下げを意図するものであるが、実質的に値引き販売の原資となつていて引受手数料を引き下げるこによつて、流通市場での値崩れを防ぐという意図もあつたといわれている。^(注8) さらに、大蔵省でも一九九一年四月大手証券四社と新日本・勧角証券に対し、公募事業債の引受価格を大幅に下回る価格での販売を自肅するよう口頭指導がなされた。この「事業債引受条件適正化指導」は、「証券会社の健全性の準則等に関する省令」（第八条三号）に則つてなされたものであると説明さ

れているが、業界の内外に波紋を呼ぶものであり、結果的に発行会社の手数料引き下げ要求が強まつた。^(注9)

この間、手数料に関しては漸次引き下げがなされ、例えば七年債の場合、一九八六年四月から一九九一年七月まで一・五〇円（額面一〇〇円当り）であったのが、同年八月には一・三〇円、一ヶ月には一・一〇円、翌一九九二年五月には〇・五〇円へと引き下げられ、現在は〇・四〇円となつていて。また、プロポーザル方式自体についても、マーケット・メイクの拡充という形で改革がなされた。すなわち、一九八八年四月に全銘柄に拡大される際、主幹事による市場実勢無視の条件設定を防ぐべく、主幹事は募集期間中および払込後最低一か月間市場実勢を反映したビットおよびアスク価格を日本相互証券（BB）に提供すること、さらにシグ等からの売り引き合いをBBを仲介機関として行い、守秘性を高めるという改革がなされた。^(注10) しかし、実際には市場実勢無視といわれる条件設定を防ぐことはできず、前述のような大蔵省の「指導」、さらには発行会社サイドからの手数料引き下げ要求が出されるようになるのである。

しかし、プロポーザル方式の下では、市場実勢を無視した条件設定は改善されず、値引き販売や主幹事以外の各社が主幹事に対して売り向かう方式が横行し、結果的に一九九一年の均一価格販売方式の導入につながつていいくのである。^(注11)

〔「新方式」とプロポーザル方式〕

では、このプロポーザル方式と最近の「新方式」を比較するとどのような共通点や相違点があるだろうか。まず、主幹事選定に競争原理を導入する点は共通する。しかし、その際プロポーザル方式は競争のあり方が單に低位な発行条件の提示を競う形になり、結果的に手数料の吐き出しを競うことになつた。つまり、募集期間中

および募集期間後のマーケット・マイクが主幹事に義務づけられ、シグニфикатからの売り引き合いに応じることとされていたが、最初に提示される発行条件を根拠づけるものではなかった。それに対し、「新方式」では事前の需要調査に重点が置かれ、提示した発行条件を需要調査で根拠づけることが要請され、それができなかつた場合には募集の取り止めも示唆されている。^(注12)

次に、シグニфикатの販売分担額の割り当てについては、プロポーザル方式の場合には基本的に主幹事の裁量にゆだねられていた。すなわち、発行会社から主幹事申し渡しがなされた後、主幹事はシグニфикат各社に引受責任額（予定）を通知し、発行会社と条件交渉を行う。そして、条件決定の後、幹事団予定会社および引受シグニфикат予定会社に条件を連絡し、それぞれの参加意向を得て、幹事団および引受シグニфикатを組成する。このようにして組成された幹事団およびシグニфикатは主幹事に販売希望額を提示し、主幹事は各引受証券会社に対し販売分担額を通知するという手続きがとられた。それに対し、「新方式」では引受責任額と販売分担額を区別し、シグニфикат各社の需要調査をもとに販売分担額が決められるため、割り当てに関して主幹事の関与する余地が小さくなり、主幹事の権限は小さくなっているといえる。^(注13)

第三に、プロポーザル方式も「新方式」も競争結果を判定する仕組みをもたないという点で共通する。すなわち、プロポーザル方式では募残が生じ、値引き販売がどの程度なされたかによつてのみ、事後的に市場実勢が確認できるに過ぎず、また「新方式」においても募集前の需要調査の段階で、もしシグニфикат各社が根拠のない需要を積み上げても、それをモニターできず、事後的に募残が生じてから市場実勢との乖離が確認される。したがつて、今後新方式では、主幹事によるモニタリングないしシグニфикат各社との情報交換が課題となり、それにともなつて主幹事の権限も課題となるものと思われる。

さらに、方式自体の比較ではないが、社債引受市場の構造がプロポーザル方式が実施された時期と現在とでは大きく変化している。すなわち、プロポーザル方式が導入された時期は、引受市場は四社寡占であり、プロポーザル方式はそこでの競争促進策として提唱されたが、現在は銀行系証券および外資系証券の参入によつて、主幹事獲得競争は著しく激化しており、すでに発行体寄りの条件設定が頻発し、募残や値引き販売の生じるケースが指摘されている。その意味では、プロポーザル方式が導入された時期と比べて市場は、格段に競争的になつているといえる。初回の「新方式」の起債では、とくに当初シグニфикатシェアの見直しという恐怖感もあつて、低位な発行条件が設定されたわけだが、引受市場の競争激化という状況の中において、この「新方式」のように一層の競争原理¹⁴がもち込まれれば、発行会社寄りの条件が設定されやすい環境が生じることは明らかだろう。

ただし、プロポーザル方式が導入された時点から引受手数料は漸次引き下げられ、かつてのように手数料の吐き出しの余地は小さくなつていて、したがつて、このことは手数料の吐き出しによる主幹事獲得競争に対する制約要因となるものと思われる。また、発行会社寄りの条件設定は投資家サイドの不信感をまねき、結果的に流通利回りを上昇させ、発行会社の調達コストを高めることから、ミス・プライシングに対する制約要因も強まるものと思われる。その観点からすると、より市場実勢を正確に反映するプライシング方式が求められる環境も強まつていることも明らかである。この「新方式」はそのための摸索のひとつとして今後が注目されるが、より改善が行われ、社債市場育成につながることを期待したい。

〔注〕

- (1) 通常は「需要予測」と呼ばれているが、この「新方式」では、とくに綿密な需要予測が要請されるとして、発行会社サイドで「需要調査」という言い方が用いられている。したがつて、ここでもこれを用いた。

(2) 「均一価格販売のはこび」、「日経公社債情報」、一九九六年一月二九日、四ページ、参照。また、新方式について、東京電力側の説明としては、「東電の社債発行改革－春英彦取締役に聞く」、「日経公社債情報」、一九九六年四月一五日、参照。

（3）「東電提示の社債発行改革」、「日経公社債情報」、一九九六年一月一五日、四四ページ、参照。

（4）「東電債、新方式が裏目に」、「日経公社債情報」、一九九六年四月二二日、一〇〇一ページ、参照。

（5）「東電債、相場上昇で完売」、「日経公社債情報」、一九九六年五月二〇日、一六ページ、参照。

（6）「日経金融新聞」、一九九六年一月一七日、参照。

（7）「プロボーザル方式」、「日経公社債情報」、一九八八年一月一八日、三ページ、参照。

（8）「日本経済新聞」、一九九一年四月一二日、参照。

（9）この「指導」に対する証券界の反応は、「日経金融新聞」、一九九一年四月一二日、参照。この記事では、証券界はこの指導に対し不信感を募らせたことが指摘されているが、他方「社債販売価格の『適正化』は引き受け手数料引き下げにつながるか」、「金融財政事情」、一九九一年四月二二日、二六二七ページ、は証券会社内部でも債券販売部門では今回の「指導」を評価していることなどを紹介している。

（10）「日本経済新聞」、一九九一年五月七日、参照。

（11）「大蔵省、プロボーザル銘柄のマーケットマーク見直しを決定」、「金融財政事情」、一九八八年四月二十五日、九ページ、参照。

（12）均一価格販売方式については、海藤真生「国際資本市場における普通社債の発行方式の現状と課題－均一販売方式を中心にして－」、「公社債月報」、一九九三年四月、参照。

（13）前掲、「東電の社債発行改革」、六ページ、参照。

（14）八杉哲「プロボーザル方式によるNTT債の発行について」、「公社債月報」、一九八七年八月、三五三六ページ、および江上寛「社債発行市場改革のための具体的方策について」、「公社債月報」、一九八七年五月、二三二四ページ、参照。

（松尾）

中国国有企业

「現代企業制度」への改革

～福州第一化学工場の「実施案」の紹介（2）～

一、はじめに

今年三月号の「証研レポート」で国有企業である福州第一化学工場の基本状況を概観し、同工場の「現代企業制度」改革の「実施案」に依拠して企業の制度改革および組織改革の概要を紹介した。

一九九六年一月一日同工場は「福州一化集団有限公司」（以下「集団公司」と略称）に改名され正式営業を開始した。改革後の「集団公司」は、事業持株会社としての企業体制を完成し、地方政府と企業の資産関係および責任の所在を明確にするとともに、有限責任制を導入した。そして「集団公司」は旧体制の生産偏重の組織体から資産運営を中心とする新しい企業組織へ転換し、「会社法」に基づく独立法人としての企業運営を始めた。今回は改革後の「集団公司」の取締役会、監査役会および労働組合の在り方、出資者の権利と義務、共産党组织の役割および余剰人員の問題などについて考察したい。

二、出資者の権利と義務

「集団公司」は福建省人民政府（地方政府）が全額出資した。出資者の権利と義務について「福州一化集団有

限公司規則」（以下「規則」と略称）の第二条、第二二条は次のように規定している。

「集団公司」の出資者の権利（第一一条）は（1）「集団公司」（国有資産）の「経営権限」案を認可する。（2）「集団公司」の「規則」を認可する。（3）取締役会の報告を審議し認可する。（4）取締役の派遣・交代、監事会（監査役会）主席の指名およびその報酬・奨励金・支払い方法を決定する。（5）出資者側の監事（監査役）の派遣・交代、監事会（監査役会）主席の指名およびその報酬・奨励金・支払い方法を決定する。（6）「集団公司」の資本金の増資・減資案を認可する。（7）「集団公司」の株式・債券の発行案を認可する。（8）「集団公司」の「国有資産財産権変更案」を認可する。（9）国有資産の収益配分権を有する、と規定している。

出資者の義務について第一二条は（1）「集団公司」の「規則」を遵守する。（2）出資を引き上げることはできない。（3）「集団公司」（国有資産）経営案の各規定を順守する。

以上のように、福建省人民政府は出資者として「集団公司」の「経営権限」の認可権、取締役会・監査役会の会長の指名、取締役・監査役の派遣・交代などの権限を持つが、同時に出資を撤退してはならないという義務を負っている。

三、「福州一化集団公司」の取締役会

「集団公司」は株主総会を開催しない。ただし取締役会を設けている。取締役会は企業の最高意思決定機関で出資者（地方政府）に対して責任を負い、出資者の信託を受け会社の重要な案件を決定する（一二三条）。取締役会の役員数は九人とし、その中には会長、副会長、従業員代表（従業員から民主的に選出）各一名が含まれる。取締役の任期は三年であるが、再任することができる（一四条、一八条）。また取締役は「集団公司」の上級經營

者を兼任することができるが、兼任取締役は全取締役の半数を超えてはならない（一八条）。さらに取締役は出資者の承認を得た上で「集団公司」の総經理（社長）を兼任することができる（一八条）。その他、「集団公司」の会長・副会長は出資者の同意を得ずしてはならない（一九条）。

「集団公司」の最高意思決定機関である取締役会の権限について「規則」の第二〇条は次のように規定している。すなわち（1）「集団公司」規則の制定および改正。（2）「集団公司」の重要「規約」制度の制定。（三）「集団公司」の経営方針、発展計画および年度経営計画の審議と決定。（4）「集団公司」の年度財務予算・清算・清算案の審議と決定。（5）「集団公司」の利潤配分案と損失補填案の決定。（6）「集団公司」内部の管理部門設置の決定。（7）法に基づき国有法人である「集団公司」（国有資本）の投資収益を回収・再投資に向け、國家資本金を増加させる。（8）福建省人民政府が与えた権限の範囲内で「集団公司」の重大な投資計画と資産の運用方法を決定する。（9）法に基づいて国有資産財産權の譲渡あるいは購入案、「集団公司」の株式と債権の発行案および「集団公司」の增资または減資案を制定し、子会社の資本金の増減を決定する。（10）「集団公司」の合併・分割・変更・解散・清算案を制定し、出資者の許可を得て執行する。（11）「集団公司」の総經理（社長）を選任あるいは解任する。総經理（社長）の指名する副總經理（副社長）と会計責任者を選任あるいは解任する。（12）全額出資子会社の規則の認可。全額出資子会社への取締役の派遣、取締役会の会長・副会長の指名および役員報酬・賞罰の決定。出資会社（大部分の株式を持つ）および部分出資会社（一部の株式を持つ）に対し「財産權代表」者を派遣し、取締役の候補者を推薦する。（13）「集団公司」の賃金水準と配分案を決定する。（14）出資者（地方政府）に対して定期的に報告を行う。（15）出資者（地方政府）が取締役会に授けたその他の権限。取締役会会长は「集団公司」の法定代表人であり（二三条）、取締役会を召集し、その議決の実施状況の点検、

会社株式・債権発行の署名および緊急事態時に特別裁決を行なうなどの権限を持つており、同時に、政策判断ミスが原因で国有資産が流失した場合、また出資者權益を侵害する行為があつた場合、それ相応の責任を負う。さらに「集団公司」の違法行為があつた場合、それ相応の法律責任を負う（一四条）。会長の給料は年俸制とし、国有资产成長率と企業利潤の増加にリンクして決める（二五条）。

制度改革後の「集団公司」は株主総会が存在しない一方、取締役会は「集団公司」内最高の意思決定機関として福建省人民政府（出資者）に対して經營責任を負つており、それと同時に「集団公司」規則の制定、經營方針・投資・利益配分の決定および經營者の選任などの権限を持っている。その他、取締役（九名）のうち必ず一名の従業員代表が含まれていることは、企業の意思決定に従業員の参与を示している。

四、監査役会

監査役会（監事會）は「集団公司」の監督機関であり、出資者に対する「集団公司」の監督責任を負う（二二一条）。監査役は三人とし、そのうちの二人は「集団公司」の出資者（地方政府）から派遣し、一人は従業員大会から選出する（三四条）。ただし取締役、総經理（社長）および財務責任者は監査役を兼任してはならない（二五条）。また監査役会および監査役は「集団公司」の經營活動に干渉してはならないが、ただし取締役会に列席することができる（四一条）と規定されている。

監査役会は主に以下の職責を遂行する（三六条）。（1）登録会計士が監査した「集団公司」の年度財務報告の審査、会社財産の処分が国の関連規定に当たるかどうかについての審査、会社の經營効率および財産の増減状況の監督・評価。（2）必要な場合には、「集団公司」の財務帳簿と関連資料を調べ、取締役会および総經理

(社長)などの関係者に対する質疑する。(3)取締役会、総經理(社長)の経営業績を監督・評価・記録し、出資者(地方政府)に対して取締役と総經理(社長)の任免(選任あるいは解任)および賞罰を提議する。(4)取締役会、総經理(社長)および上級管理者が職務執行にあたり違法行為あるいは会社「規則」違反行為がなかどうかについての監督。(5)監査役会は必要と判断された場合、福建省人民政府(地方政府)に直接「集团公司」の情況を説明することができる。

以上のように、監査役会は出資者である福建省人民政府に対して「集团公司」の監督・監査の責任を持つており、主に企業の経営、財務状況を監査・評価し、「集团公司」の経営活動をチェックする機能を有する。しかし企業の意思決定と経営組織の独立性を守るために、監査役会および監査役による経営活動への直接干渉は禁止された。また監査役会メンバー(三人)の中に必ず一人の従業員の監査役が含まれていることは、従業員の企業經營に対する監視機能を強化する意味を持つていると思われる。

五、労働組合

企業制度改革前の労働組合(工会)は従業員の福利・厚生などの面において多少の機能は果たしていた。しかし従業員の利益を守るために経営側と交渉するなどの西側先進国で一般的にみられる労働組合の機能はあまり果たさなかった。今回の企業改革は「労働法」、「工会法」および「会社法」に基づいて「集团公司」の労働組合と従業員の企業經營に対する民主的管理を強化する方針を定めた。

「集团公司」の新しい「労働組合活動および従業員民主管理活動強化の実施方法」によると改革後の労働組合は、まず「集团公司」と各子会社および支社の労働組合の委員長(主席)が民主的に選ばれ、その待遇も管理職職責を同時に果たすことになっている。さらに労働組合の専門委員会は「両会」の各専門委員会と合併して設置することを規定された。

その他、労働組合は「労働法」に基づいて従業員を代表し、企業側と対等の立場で協議し集団合同(団体契約)を結ぶ制度が導入された。この団体契約制度の下では、労働組合側の協議代表団(労働組合の委員長を首席代表とする)が同じ人数の企業側の協議代表団(企業の法人代表を首席代表とする)と対等の立場で毎年協議する。団体契約の内容は、企業・従業員双方で合意した企業の発展目標の確認、従業員の労働報酬・勤務時間・安全衛生などの労働条件、保険・福祉などの権益の保障、従業員の就業「規則」遵守義務および契約違反の際の責任などを含む。ただし双方の協議が合意を達成できない場合には、政府の労働管理部門に申請し改めて協議することになつていて、また団体契約交渉の不調あるいは集団労働争議が発生した場合は、まず企業内部で協議し解決を求める。それでも解決できない場合は、法律に基づいて労働争議仲裁委員会に仲裁を申請し裁決を求める。さらに仲裁の裁決に不服の場合は、裁判所(人民法院)に訴訟を提起することができる。

このように改革後の労働組合は労働者の権益を守るために、組合員代表大会と従業員代表大会の機能を統合し、企業側と対等に協議し集団合同(団体契約)を結び、労働争議があつた場合にも法律に基づいて解決を求める。このような労働組合活動の強化は形式的のみ存在した改革前の労働組合と比べると大きな変化であろう。

六、共産党组织の役割

今までの国有企业ではひとつ的企业内に經營組織と共産党组织が併存しており、党组织から的企业經營に対しつしばしば干渉が行われた。企业的党委員会の書記と總經理（社長）はどちらが偉いか、誰が企业の經營意思決定権を握っているか、また企业改革によつて党组织の機能と役割が変化したとすれば、それはどのように変化したのか注目されるところである。

改革後の党组织の機能と役割分担について「集团公司」の「党组织運営の強化に関する実施意見（四章二八条）」は次のようにまとめている。

すなわち企业内の党组织は政治的な核心であり、党活動のスタートでありゴールは企业改革、經營メカニズムの転換、経済効率の向上および国有資産の保全・増殖を成功させることである。また企业の社会主義「物質文明」と「精神文明」の建設を促進し、党および国家の政策方針を企业内に周知徹底させ、その実行を監督する（第二条）。

「集团公司」は党委員会と纪律審査委員会を設立しているが、同時に「党章規定」によつて傘下企业にも總支部委員会あるいは支部委員会が設けられている（第三条）。「集团公司」の党委員会のメンバーは五人から七人、下部所属の總支部あるいは支部は三人から五人で構成されている。「集团公司」の党组织の主要ポストは取締役、監査役、經理（社長）および副經理（副社長）が相互に兼任することができる。しかし「党章規定」と「会社法」の関連規定に従わなければならない。下部所属の党组织はそれに準拠する（第五条）。

党委員会の主な職責と任務は（1）企业の重大な意思決定に参与し、党と国家の政策方針を企业内に周知徹底させ、その実行を監督する。（2）企业の人事管理に参与する。（3）党的思想、組織、作風および制度建設を強化せ、その実行を監督する。（2）企业の人事管理に参与する。（3）党的思想、組織、作風および制度建設を強化し、党组织の先導的役割と共産党员の模範的役割を十分に發揮する。（4）企业の政治思想と精神文明の建設を指導し、理想、道徳、文化および纪律ある従業員の育成に努める。（5）取締役会、監査役会および經理（社長）の法律に基く職權の行使を支持する。（6）心から労働者階級に依拠し従業員代表大会の活動を支持しつつ、労働組合および共青団（共産主義青年団）などの大衆組織を指導し一つの文明建設を促進する（第八条）。その他、党委員会は企业の生産・經營の社会主義的方向を監督し、同じく党・国家の方針・政策および法律・法令の執行状況や党委員会メンバーの職務態度は清廉か、また従業員の企業に対する民主的管理権利は十分行使しているか、国家、出資者、企业および従業員各相互間の利害関係は適正に処理されているか、などを監督する職責を持つっている（一〇条）。

以上見たように改革後の「集团公司」の党组织は党と国の政策および法律・法令を企业内に徹底させる一方、主に党组织の責任者が取締役、監査役および上級經營者と相互に兼任することによって企业の意思決定と經營に参加している。また党组织は企业の人事管理にも関与し、取締役会から選ばれた總經理（社長）、副總經理（副社長）および中間管理者の候補を考慮して関連部門に意見を述べる（一三条）職責を持つている。その他、党组织は労働組合と従業員大会に対し指導的立場に立ち、企业の民主的管理と国家、出資者、企业および従業員のそれぞれの利益を調整する役割を果たすことになっている。いうまでもなく、監督・調整機能を持つている党组织は現在でも欠かせない存在であろう。

地方政府全額出資の「集团公司」において、今後どのように各方面の利益を調整するのか、党组织の機能と經營者、従業員のインセンティブは如何に結び付くのか、関心のもたれるところである。またそれと関連していわゆる「老三会」（党委員会、従業員代表大会、労働組合）と「新三会」（株主総会、取締役会、監査役会）の関係

が今後の「現代企業制度」改革の一つの焦点になると思われる。

七、余剰人員の問題

余剰人員の問題は国有企业改革にとって難問中の難問といわれているが、制度改革後の「集团公司」も例外でなく、四、五六〇人の従業員のうち一、〇〇〇人余りが余剰人員となっている。「集团公司」はこのような深刻な事態に対して以下の改善策を提出した。

すなわち第一に、余剰人員を生産部門に再配置する。まず現在雇っているアルバイト（臨時工）を削減し、その仕事は現在の従業員が分担する。また技術開発を行なう、現在までの外注依存を全面的に見直し自社生産を図る、さらに新しい事業を興すなどで余剰人員を吸収する。第二に、余剰人員を福利厚生、サービス業に再配置する。つまり企業が抱えている内部向け福利厚生サービス業を徐々に一般向けの「経営型」サービス業に転換し、独立営利企業の形で雇用を拡大する。「集团公司」内の労働サービス公司などの子会社は、新しい営業項目を開発し、サービス業で余剰人員を消化する。さらに不動産開発公司を設立して「集团公司」の敷地内で不動産業を起こし、余剰人員を配置する。第三に、様々な対応策を探る。例えば職業訓練を通じて新しい仕事に転出させる、新人を募集しない、定年（六〇歳）以前の早期退職を勧める、などである（「集团公司」の「企業の社会的負担の軽減と余剰人員の削減に関する意見」）。

八、むすびにかえて

以上三回に渡って国有企业の福州第二化学工場を事例に取り上げ「現代企業制度」改革の概要を紹介した。現

在一千社の大型国有企业が二〇〇〇年までにこの近代的な企業制度の確立を目指しさまざまな改革に取り組んでいる。「社会主義市場経済」という大前提の下で、有限責任制の導入、政府機能の転換、労働慣行の見直しおよび社会保障制度の確立などを如何に着実に前進していくか今後の動向が注目される。

(王)

「日本的雇用慣行」の行方

前稿で見たように、雇用に関する近年の研究によると、「日本の雇用慣行」として挙げられる長期的雇用や年功序列といった慣行が、必ずしも日本固有のものではないことが主張されている。そうした研究によると、長期的雇用や年功序列といった慣行は、ブルーカラー労働者に関して言えば諸外国には見られず、確かに日本固有の特徴であることができるが、ホワイトカラー労働者に関して言うと、国を問わずかなり普遍的に見い出されている。したがつてこうした雇用慣行はホワイトカラー労働者に関してはごく一般的な慣行であつて日本固有の慣行とは言えないということになる。雇用慣行に関して日本固有の特徴があるとすれば、それはブルーカラーホワイトカラー的な雇用慣行にしたがつて雇用されているということになるという。

しかしながら、ホワイトカラー労働者に関して、雇用慣行上、日本と諸外国でまったく違ひがないわけではない。小池（一九九一）は、ホワイトカラー労働者の企業内での技能形成のあり方に注目して、諸外国との違いを述べている。本稿では小池（一九九一）にしたがつて、ホワイトカラー労働者に関して見た日本の雇用の特徴をまとめてみよう。

前稿でも見たように、労働者と企業の関係がまったく流動的であるならば、労働者はより高い評価と賃金を求めて、転職をくりかえし、企業を移動しながら技能を身につけていくことになるであろう。企業のほうも外部労働市場に技能レベルのより高い労働者がいれば、はえぬき人事にこだわることなく、中途採用でそうした労働者を雇用することで生産性を高めていこうとするであろう。しかしながら実際には労働者は企業とのあいだに、明示的であれ暗黙的であれ長期的雇用関係が結ばれていると考えられ、そうである以上、そうした労働者の技能形成のための仕組みと評価のシステムは外部労働市場を経ることなく、企業の内部で行われるのでなければならぬ。

小池（一九九一）によれば、そうしたホワイトカラー労働者の技能形成は、企業内でのキャリア形成のあり方に現われているといふ。すなわち、企業内での技能形成は、一つの仕事を取り上げて職務分析をするだけでは十分把握することができず、企業内で労働者が経験する関連した一連の仕事群に注目し、それらを長期のOJTとみなすことを捉えようとする。したがつて、研究は、長期的なキャリアが企業内でどのように形成されていくかに視点を置いて、主に聞き取り調査によつて進められている。企業内のキャリアは、企業の人事戦略に沿つて、意図的に形成されていくことが例外なく確かめられたといふ。

キャリアの「たての広がり」

ホワイトカラー労働者のキャリア形成は、まず「たての広がり」と「よこの広がり」にわけられる。まず「たての広がり」とは、労働者が組織内のどのレベルまで昇進していくかを指している。ここでの日本の特徴と呼べるのは、昇進の差がつく時期が比較的遅いことである。現代の大企業に関していえば、キャリアの「たての広がり」は、はじめの一五〇～二〇年の第一期とそれ以降の第二期に分けられる。第一期では、実際の差はもつと早い時期についている可能性はあるにしても、キャリアは少なくとも表面上は分化することなく、したがつて昇進にもほとんど差がつかない。この傾向には二つの例外が挙げられている。一つは大卒の採用数がまだ少なくエリート社員であつたころの傾向を残した企業で、大卒をはじめから幹部候補として育てようと

しているもの、もうひとつは自動車ディーラーで、本社の管理部門のスタッフに入社時から別のコースを歩ませたり、自動車メーカーから供給されたりするものであるという。

一方、入社一五～二〇年を過ぎて第二期にはいると、昇進に明らかな差がつきはじめ、キャリアは三つに分かれ。ごく少数の人が企業の中枢管理職へのキャリアを歩み、かなりの人が部門管理者へのキャリアを、残りの人が非管理者へのキャリアを歩むことになる。こうしたキャリアの分化は諸外国に比べて明らかに遅い時期に現われるのが、このことを小池は、「おそい昇進」と呼び、おそらく戦後日本の人事体制の最も大きな特色であると述べている。これに対して欧米でも東南アジアでも「はやい昇進」が見られるという。「はやい昇進」方式の下では、入社前の審査の時点か、少なくとも入社一～二年内には、将来の中枢管理者の候補が決定されており、こうした幹部候補者はエリート社員としてはじめから別のコースを歩むことになる。

キャリアの「よこの広がり」

一方、キャリアの「よこの広がり」であるが、実際にはこれが労働者の具体的な技能形成に大きな役割を担うことになる。というのは、労働者の技能は、OJTを通じて習得されるものもあるとは言え、定型化しにくい企業特殊的な技能・知識の多くはOJTを重ねることで習得されることになるため、労働者が技能を習得するのは現在従事している仕事を通じる以外にないからである。したがって、労働者の企業内移動を通じたキャリアパスを見ることが、労働者の技能の「よこの広がり」を調べることになる。

小池によると、「よこの広がり」に関して日本の特徴と呼べるのは、「幅広い専門性」である。日本企業のキャリア形成の特性として、これといった専門知識を持たないジェネラリスト養成型であることが指摘される

職場内移動の理由に関するアンケート調査結果

1. 総 計

	1. 本人の能力や適性上見合つた持場への移動	2. いろいろな持場を経験させ幅広い技能を身につけるため	3. 職場内の人間関係の改善	4. 特定の持場量による移動	5. 仕事内容の変化による移動	6. 離職者の補充にとって	7. 従業員の希望によって	8. 実 数 (%)
1. 事務部門	65.6	76.5	4.2	13.7	11.2	15.3	3.9	744
2. 現業部門(生産・運輸・建設など)	43.5	54.9	7.3	35.7	22.2	18.0	3.8	572
3. 営業・販売部門	62.0	71.5	4.3	16.5	13.1	12.9	6.4	715
4. 技術・開発・設計部門	69.8	71.5	2.1	14.8	21.1	4.9	3.0	431

2. 製 造 業

	1. 本人の能力や適性上見合つた持場への移動	2. いろいろな持場を経験させ幅広い技能を身につけるため	3. 職場内の人間関係の改善	4. 特定の持場量による移動	5. 仕事内容の変化による移動	6. 離職者の補充にとって	7. 従業員の希望によって	8. 実 数 (%)
1. 事務部門	66.0	74.3	2.4	11.6	10.9	14.0	3.3	421
2. 現業部門(生産・運輸・建設など)	38.5	54.1	6.7	35.3	24.2	18.8	3.4	447
3. 営業・販売部門	56.2	73.9	4.5	16.5	10.5	13.4	4.8	418
4. 技術・開発・設計部門	70.0	71.1	1.4	11.9	17.2	5.8	3.6	360

3. サービス業

	1. 本人の能力や適性上見合つた持場への移動	2. いろいろな持場を経験させ幅広い技能を身につけるため	3. 職場内の人間関係の改善	4. 特定の持場量による移動	5. 仕事内容の変化による移動	6. 離職者の補充にとって	7. 従業員の希望によって	8. 実 数 (%)
1. 事務部門	61.3	74.2	9.7	16.1	6.5	12.9	12.9	31
2. 現業部門(生産・運輸・建設など)	55.6	55.6	11.1	22.2	0.0	11.1	22.2	9
3. 営業・販売部門	72.7	72.7	9.1	12.1	6.1	12.1	12.1	33
4. 技術・開発・設計部門	90.0	60.0	0.0	30.0	10.0	0.0	10.0	10

(出所) 小野 (1989)

(原資料) 雇用職業総合研究所『企業内労働力の有効活用に関する実態調査』(謄写)、451ページ
および453～454ページより。

ことが多いが、小池はその説をとらない。労働者のキャリアは比較的初期のうちから大枠での専門分野が決定されていて、その専門に収まる範囲での幅広い企業内異動を通じて技能を形成していく。

この企業内の異動は、人員の不足を埋めるためといった現実的な要請によるものも少なくはないが、それよりもむしろ労働者のOJTを通じた長期的な技能形成を意図したものであり、場合によってはある職種につくためには、どのような部署を経験しておくことが必要かを明示した形で、人事部内に定型化されたキャリアパスが用意されているケースも見られたという。図は別の研究によるものであるが、職場内移動の理由として労働者の技能形成が意図されていることが分かる。

個別の労働者の専門分野の決定のされ方は個人の適性や業種によって違うため、一般的な比較はできないが、入社数か月程度で本人の希望を考慮しながら人事部によつて大まかな専門分野が決定され、入社一五～二〇年までの第一期では、ほとんどの労働者がその専門分野を中心にしていくつかの部門をまわり幅の広い経験を身につけることになる。このキャリア形成は企業の公式な組織図に沿う形でなされる場合と、それにたいして横断的になされる場合とがある。横断的なされる場合でも、かららず前の職との関連が重視された必然的な異動となつている場合が多い。たとえば製造業の営業職では、初期のキャリアパスのなかに工場の管理部門を経験することが組み込まれているが、これはこの企業の生産する製品の種類が非常に細かく分かれているため、顧客からの注文を工場に対して出す場合に、そうした製品種ごとの製造サイクルや納期を把握しておくことが工場全体の生産効率を考える上で欠かせないからである。ほかにもこうした一見無関係に見える部門を経験しているように見える異動でも、各々の業種ごとの技術環境や顧客特性などの市場環境を踏まえた上で、意図的に用意されたものであるケースが非常に多いという。

「おそい昇進」と「幅広い専門性」の評価

「おそい昇進」には企業内の競争を高め、技能の向上を促す、という二つの利点がある。まず競争についてであるが、企業内の競争は仕事ぶりの評価が昇進という形をとつて表面化するわけであるが、仕事ぶりの評価は最終的にはその仕事を良く知っている直接の上司の評価を重視せざるを得ない。しかしながら、上司による評価は、どうしても主観的なものになりがちであるので恣意性をまぬかれない。この点、「おそい昇進」方式の下では、ながい時間をかけて多くの上司の下での評価が積み重なっていくことになるので、結果的に査定者の人数を増やして査定の資料を多くしていることになり、こうした恣意性のある程度排除することができる。また長期的な成果で評価がなされるということは、敗者復活が可能であるということになり、評価が表面化するまでのながい期間にわたって、企業内の競争意欲が保持されることになる。こうした長期にわたる競争は、長期にわたって、しかも多勢の労働者に、継続的に技能の向上を促す仕組みにもなつていて。

一方、この点、「おそい昇進」のデメリットとしては、入社後比較的遅い時期までキャリアや待遇に差がつかないことの悪平等的な面が、日本企業の海外進出時などにさまざまな摩擦を引き起こす可能性も高いと思われるほか、中途採用などで経験者を雇い入れた場合の待遇の決定に関しても困難が予想される。またはじめから能力

が明らかに高い者に關してはこうした仕組みは損失が大きく、はやい時期からリーダーを養成することには向かないということもできる。しかしだからといって、はやい時期に幹部候補者を育ててしまふと、その時点で選抜から漏れた者の士気が低下してしまい、「おそい昇進」の利点は失われてしまうであろう。また今後の人口構成比の変化によつて、第二期で非管理者の比率が増大しつつあることが指摘されているが、このことも「おそい昇進」のもたらす大きな問題の一つであるといつてよい。

かわつて「幅広い専門性」の方はどうだろうか。「幅広い専門性」は、多様性や変化への効率的な対応という点で大きなメリットを持つていると考えられる。労働者の一人一人が、自分の専門分野とその隣接分野について幅広く経験を積んでいるのであるから、市場環境の変化にたいしても、大きな追加的コストを払わずに対応していくことが可能になると考えられる。たとえば、顧客の海外進出といった事態にたいして、営業担当者が海外部門も経験していれば、大きな摩擦なく対応が可能であろう。もし、担当者の専門が非常に限られたせまいものであつたならば、経営環境の変化にともなつて人員を効率的に配分していくことができず、ある部門で人員が過剰になつてゐるのに別の部門での人手不足が解消できない、と言つた事態になりかねない。

しかしながら、「幅広い専門性」にもいくつかの問題があると思われる。たとえば、かなり専門度の高い仕事に関しては、幅の広さと専門性の高さがうまく両立する保証がないことである。今後企業を取り巻く技術環境の変化にともなつて、非常に高度な専門性を要する仕事が増加してくるとすれば、経験の広さを犠牲にしてでも専門性の確立を重視せざるを得なくなるであろう。企業が幅の狭い専門性を持つた労働者の集まりになつたときに、企業全体としてどのように経営環境の変化に対応して行くかという問題が残されると思われる。またOJTを中心の技能形成を重視するあまり、OJTを通じた知識や技能の習得が軽視されがちである傾向も見られる。

特に入社初期にはほとんどの企業で充実したOJTのコースが準備されているが、中堅以降の社員のためのOJTのコースは、管理職研修といった一般的なものを除くときわめて少ない。たしかに職場を離れたコースで身につけることができる技能は限られてくるとは思われるが、管理職以上の労働者にとっては、現場をはなれてしまう上にこうしたコースも少ないとなると、技術革新の波に取り残されていく危険性もある。こうしたことは昇進の問題とも関係するが、今後第二期での非管理層の増大と併せて考えると、今後大きな問題になると思われる。

参考文献

- 小野 旭（一九八九）『日本の雇用慣行と労働市場』東洋経済新報社
小池和男（編）（一九九二）『大卒ホワイトカラーの人材開発』東洋経済新報社
小池和男・猪木武徳（編）（一九八七）『人材形成の国際比較』東洋経済新聞社

（清水）