

証券業経営

〜ビッグバン後の将来像〜

二上季代司

九〇年の株価暴落と翌年の証券不祥事で旧来型の証券業経営を否定された日本の証券業界は、昨年秋からの一連の出来事（山一証券の破綻、野村証券と興銀との提携、日興証券とトラベラーズとの提携、大和証券と住友銀行との提携）を経て、ようやくその将来展望が見えてきた。九〇年以後、日本の証券会社は、法人営業においても、また個人営業においても、従来の日本的な営業スタイルを否定される営業環境に置かれ、新しい営業スタイルの創造を模索してきたのであるが、昨年来の金融ビッグバンをきっかけとしてようやく証券業経営の将来像が見えてきたのではなからうか。以下では、この間の証券界の動きをフォローする中で、証券業経営の将来像を整理してみたいと思う。

(1)

1 九〇年代の個人営業の変遷

九〇年までの日本の証券会社、特に大手証券の個人営業は、スタイルとしては推奨販売・シナリオ営業、営業員へのインセンティブとしては売買回転重視のノルマ営業と特徴づけられるものであった。営業本部とか本社営業企画部で特定の銘柄を取りあげて、これを各支店、各営業員にノルマを割り当て、消化させるといやり方である。これは、新入社員でもそこそこの手数料が得られ即戦力となるという証券経営上のメリットならびに法人営業に於ける幹事獲得競争を出来高や株価の面からバックアップするものとして高度成長期には絶大な威力を発揮してきた。法人営業は推奨販売方式の個人営業なくしてはあり得ず、「総合証券」の名の通り、個人営業と法人営業は密接不可分のものとして一体的に運営されてきた。また、資金不足の時代には、この方法はエクイティブ・フィナンスの環境を整備するものとして産業界に多大の貢献をしてきたのである。

しかし、デメリットとして、この営業手法は顧客のニーズを無視するものであり、営業員はノルマを消化するため顧客の口座に無断で推奨銘柄をはめ込むような誘惑に陥りやすいことから、たえず顧客とのトラブルの種を内包してきた。しかしこの種のトラブルも相場の右肩上がりの中では容易に解決することが出来た。はめ込んだ商品もおおむね値上がりし、そうでなければ、値上がりが見込める転換社債の新発物や新規公開株を優先的に回せば良かったからである。

ところが九〇年前後から事情が変わってきた。相場が低迷し、個人投資家が株式市場から撤退する一方、過去の顧客トラブルの解消が容易に出来なくなったのである。そこでこれらのトラブルは支店レベルでは処理できず、本社に解決が求められることとなり、損失補填や「飛ばし」と言うルール違反の処理を行わざるを得なかった。損失補填や「飛ばし」は、八〇年代後半に急速に膨らんだ営業特金に絡むトラブル処理の方が金額としては大きい。末端営業員がノルマ達成のため個人顧客にはめ込んだ銘柄を親密な法人筋の口座に集約して飛ばし、相場回復を待っているうちにますます損失が膨らみ、やむなく補填という事例もあつたのである。これらが九一年の証券不祥事として露見するのであつた。

いずれにしても、資金不足の時代、高度成長の時代には何の問題視もされなかった推奨販売・ノルマ営業が証券不祥事を契機に批判され、それ以上に証券業経営においてもトラブル処理が簡単には出来なくなつて会社の存続さえ危ぶまれる危険な営業手法に転化していったのである。そのことを当時の証券会社の経営陣がどこま

(2)

で意識していたかは明らかではないが（意識していたならば山一の破綻はなかったであろう）、ともあれ九一年に野村証券が先導する形で大手証券各社は方向を転換、「自主営業」という営業スタイルを掲げ始めたのである。

【自主営業】

九一年の時に唱道された「自主営業」とは、本部が各支店の抱える顧客の実状を無視して一律に推奨銘柄を割り当てることを止めて、支店ごとの顧客マーケットの実状を勘案して支店長が自主的に株式や債券、投信等の年間の販売目標を申告、この販売目標の消化実績に応じて賞与を加減するというものである。たしかにこれによって、全社レベルの推奨販売、ノルマ営業はなくなったが、各支店の販売目標は全社レベルの予算統制の制約を受けて作成されるため、その目標は一種のノルマとなり、顧客トラブルの種は一掃されたとはいえないのである。しかし、推奨販売が法人営業における幹事獲得競争の圧力に左右されることはなくなった。相場の低迷の中でエクイティファイナンス自体が縮小し、法人営業との密接な関係はなくなりつつあったのである。

(3)

【資産管理型営業】

そして、昨九七年、これまた野村証券が新社長のもとで個人営業のスタイルを「資産管理型営業」に変えてからは、それが流行となり、野村以外の大手証券はもちろん準大手、中小の一部まで資産管理型営業を唱道するに至った。その背景は九九年中に実施とされる手数料自由化であった。もはや推奨販売・ノルマ営業を必要とする社会環境ではあり得ず、「自主営業」の道も手数料自由化がスケジュールに上る状況ではいずれ収益的に限界がくると考えたのである。

資産管理型営業とは、内容的には、従来のような個別銘柄、個別商品を推奨しそれによって当該銘柄や特定の投信の販売に結びつけるといふやり方ではなく、顧客資産の全般的な相談、年齢や家族構成、保有資産の自身や年収などの顧客属性に応じて顧客に適した資産運用の提案に重きを置くものである。その結果、顧客ごとにモデルポートフォリオを作成し、それに適した商品（主として投資信託）をおすすめして、見返りに手数料を頂く、そのような商売の仕方を言う。この場合、営業員は顧客の資産運用のコンサルタントの役割を果たす。

この営業手法は、顧客との信頼性が醸成されること、収益が市況の繁閑に左右されないことなどがメリットとしてあげられている。

【中小証券経営】

以上述べたことは、大手証券の個人営業の変遷であるが、この変化は中小証券の個人営業にも大きな影響を及ぼした。大手証券の推奨販売・ノルマ営業は規模が大きいだけに短期的には株式相場に大きく影響する。それは中小証券にとって大きな市場情報であり、その情報を的確に入手できれば売買益が得られるし、顧客への有益な情報提供になったからである。そこで、大手証券の推奨販売の動向を探るいわゆる「四社ウォッチャー」が重要な営業戦略となった。また大手証券としても中小証券が提灯を付けてくれれば推奨販売による相場への影響は倍加することとなるので、中小証券の系列化と並んで「〇×会」のような情報交換のグループ化にも熱心になったのである。

しかしながら、証券不祥事をきっかけとする大手証券の自主営業への転換は、大手証券による中小証券系列化の意義を低下させると同時に、中小証券の「四社ウォッチャー」の意義も低下させた。九〇年以後の外人主導の

(4)

第1表 新規参入の状況（予定を含む）

参入分野	社名	備考
ブローカー業務	メリルリンチ日本	・元山一社員2,000人、店舗33を継承。 ・転勤無し、店頭での現金授受なし、資産管理型個人営業をめざす。 ・一年目は固定給保証、二年目から業績給へ。 ・支店では中堅企業への法人営業も行う
	ファイデリティ	98/4より投信の通信販売（栃木にコールセンター用の土地取得）
投信販売	日本インベスターズ証券	ジャーディンフレミングと美容系による合弁（丸紅には商品・不動産ファンドの供給を期待）
	アイティーエム証券	山一出身者による設立
	スパークス証券	野村出身、ヘッジファンドの組成・販売
証券化・仕組み商品、債権流動化	アクシーズジャパン	証券化、デリバティブなどの仕組み証券
	リゾリューション・インヴェストメント・サービス	債権流動化の専門会社、旧山一の幹部が京都に設立
	ディーブレイン	未公開株の売買、コンサルタント、ベンチャーファンド組成
未公開株、公開支援	エンゼル証券	未公開株の売買、コンサルタント
	アーティスプライベートエクイティコンサルタント	株式公開支援、元山一マンが独立
	ソフトバンク	Eトレードと合弁で年内に進出へ
インターネット	ソフトバンク	モーニングスターと組み、日本で投信評価。
投信評価	日商岩井証券	グループ内の財務再編、資産運用
	そのほか	八木インター

新聞報道などにより作成

相場動向は市場情報の中身を変質させ、この傾向を一層強めた。そして、ビッグバンの目玉となった手数料の自由化ならびに取引システムの改革（立会場売買からシステム売買への全面的な移行や場外取引の自由化など）がだめ押しとなり、中小証券も営業手法の転換に迫られることとなったのである。多くの中小証券は大手証券と同様に資産管理型個人営業への転換を図っているが、それだけではなく店頭株や中国株の調査ブティック、インターネットブローカーをめざす業者、さらに現物株の個人営業から撤退してデリバティブのトレーディング強化をめざす業者など多様な試みが展開されている

大手証券の個人営業が法人営業への従属から開放され、それとともに中小証券の営業も大手証券の推奨販売方式の影響力から開放されて、自由な発想で経営戦略を描けるようになった。このことは、厳しい経営環境ではあるが、今後のわが国リテール証券ビジネスが多様なサービスを展開する形で発展する可能性を示唆している（第1表）。

2 九〇年代の法人ビジネスの変遷

一方、法人営業においても九〇年代とくにその後半から大きな変化が生じていた。それまでの法人ビジネスは、①法人顧客に対するエクイティファイナンスの掘り起こしと提案、②債券のセールスとトレーディング、これにバブルの時期には③営業特金のビジネスが加わり一時急速に膨らんだが、九一年の証券不祥事で事実上消滅した。

【法人営業】

この法人ビジネスについても、九〇年以降になると次のような変化がでて来た。まず、株式市況の低迷により、エクイティファイナンスは大きく縮減、かわって社債の発行が増える。ところが、銀行系証券子会社や外資系の参入もあり、単純な普通社債の手数料は極めて低くなり、発行条件によっては売却ロスもあり得るので儲けは薄い。むしろ、金利スワップの仲介であるとか、金融法人の抱える貸付債権やリース債権、事業会社の受取債権や不動産等を証券化し、バランスシートをリストラして格付け向上の手助けをする、というようなビジネスへのニーズが高まっているのである。さらに、外資系証券が実証しているように、これにデリバティブを絡ませてさま

さまざまなリターン特性のある仕組み債を作った方が儲かるということが分かってきている。また株式の持合い構造が崩れ、経営者の意識も変わり始め、これに伴って事業部門の売却や再編などのM&Aも増えつつある。

このように、今後の法人営業は単純に資金を調達するというのではなく、資産の流動化とか、事業部門の売却(M&A)とか、法人顧客の資産・負債全般にわたるリスクチャリングのお手伝いをするという方向に変わってきているし、そのような新しい分野を開拓しなければ収益的にも限界にきているのである。

【セールス・トレーディング】

一方、セールス・トレーディングについても同様の変化が起こっている。第一に、バンクディーラーや外資系ディーラーの参入で国債売買の利鞘は価格変動リスクに比べ極端に薄くなっている。現在、外国型投資信託や外債が良く売れていることもあって為替益が膨らんでいるが、いずれ為替関係の手数料、スプレッドも縮小すると予想される。ここでも、収益的にみてデリバティブを絡ませた運用手法を開拓する必要性がでてきている。第二に、年金基金の運用競争が激しくなり、同時に外国人の株式投資が増え、内外の機関投資家の株式売買の比率は急速に高まっている。したがって、機関投資家に対する運用サービスではバスケットトレーディングとか銘柄入れ替えとか、取引高加重平均価格での執行とか複雑な株式のトレーディング能力が必要とされてくる。

以上のように、証券会社の法人ビジネスは、エクイティファイナンスを中心とする資金調達のお手伝いや国債売買の仲介と言ったものから、債権や資産の流動化、M&Aの仲介、デリバティブの組成、複雑な株式売買の執行サービスのようなものに重心が移ってきている。

このような法人向けの証券ビジネス—*Investment Banking*（投資銀行業務）と呼ばれている業務—が拡大すると予想されるとともに、法人営業員やトレーダーについても特殊な才能が必要とされるのである。

3 経営上の課題

以上のような個人営業、法人ビジネスの変質に直面して、証券各社は九〇年代後半から経営革新の動きを具体化させていくのである。というのは、それまでの経営組織、人事・報酬体系は旧来型の営業スタイルに照応したものであり、新しい営業スタイルとの間にギャップがあるからである。

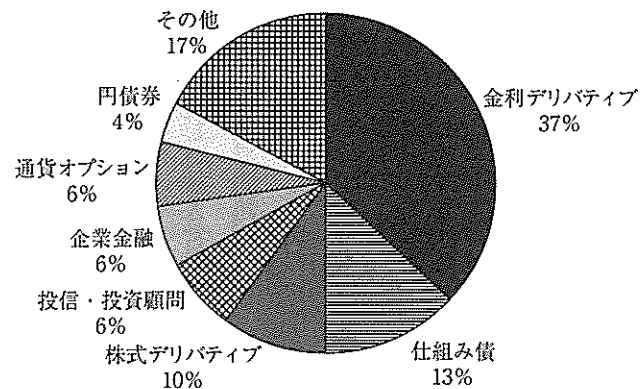
【法人営業における経営上の課題】

まず、新しい法人営業スタイルの投資銀行業務では、①スペシャリストの養成、②経営組織、③人事・報酬制度の三つの面で問題が起こっている。日本の大手証券会社の経営組織は事業会社と同様に階層的な構造になっているが、このことが新しい法人営業の邪魔になっている。先ほども見たように、日本の証券会社の法人営業は財務のリストラからむものが多くなっている。証券発行などの伝統的なファイナンスに絡むものよりも、金利スワップなどの店頭デリバティブが多く、顧客企業からは債権や資産の流動化ニーズも高い。

したがって法人営業員はまずこのようなニーズを把握し、提案能力のあるスペシャリストでなければならぬ。従来の幹事競争は個人営業部隊の出来高競争で決まるため、特殊な能力は必ずしも必要ではなかったが、今後はそういうわけには行かなくなる。

また支店の法人営業マンは本社の法人本部ではなく直接的には支店に所属するため、顧客企業からニーズを受けてスワップや債権・資産の流動化の提案を受けると、まず直属の支店の上司に説明して了承を得、提案書作成

第1図 部門別スカウト状況



(出所) 日経金融新聞1998年5月25日
(注) 大手人材コンサルタント会社のケース、仲介人数に占める割合

多い。したがって、優秀な専門職を引き止めるためには法人部門を組織の面でも人事・報酬制度の面でも別体系にした方がよいということになる。

これまでのように個人営業と法人営業を一つ屋根の下で統合してきたのは、法人営業の中心がエクイティファイナンスであり、その主幹事獲得競争のためには個人営業体の販売力を必要としたからであるが、いまやその必要は無いばかりか有害にさえなっている。

第四の問題は資本力である。株式・債券のトレーディングではある程度ポジションを持たざるを得ないが、自己資本比率規制の下では自己資本を充実させていなければ、ポジション枠が制約され、商売にならない。同様に、店頭デリバティブの成約においても競争上、カウンターパーティリスクが極めて重要な要素をしめるから、出来るだけ高い格付けを得る必要がある。場合によっては、証券会社本体より高い格付けを得る必要があり、欧米では、店頭デリバティブについては資本金を分離して子会社にするケースが一般的なのである。

【個人営業における経営上の課題】

他方、いまや流行の感がある資産管理型営業であるが、確かに顧客資産の性格を正しく把握し、そのニーズに沿った資産配分の提案をすることに徹すれば、それまでのような顧客とのトラブルもなくなり、顧客と共存共栄の形で営業が続けられるであろうが、しかしこの手法にも難点がある。それは、現状の預かり資産規模では大半の証券会社は営業経費をカバーできず採算がとれないという点である。

この一、二年は国内での空前の低金利に円安傾向が加わり、外国投信の販売が好調であった。これにより、投信関係手数料、為替益が増加、四月～六月の四半期ベースで黒字に転換した業者もある。しかし、その増収ペースほどには投信の預かり額は増えていない。ということは、既存の投信（主としてユニット株式投信）が解約され、その資金が外国投信の購入に向かったと推測される。投信関連手数料としては販売手数料のほか代行手数料があるが、増収部分は主として販売手数料によるものであり、残高に比例する代行手数料はさほど増えていない。その意味で、資産管理型営業への転換は完了、定着したとはいえない。販売手数料稼ぎのために再び投信の回

の決裁をもらわなければならないが、支店長は個人営業も監督せねばならずこの様な特殊な商品内容に精通しているものは少ない。勢い、意志決定は遅れ、有能な法人営業マンほど欲求不満を起こしやすい。したがって法人営業はもつと組織をフラットにし情報伝達や指揮命令系統を短縮し、迅速に意志決定できるようにしておく必要があるのである。

第三に、給与体系についても不満がでてくる。外資系なら財務や事業のリストラに絡んで債権の流動化やデリバティブの組成にあたるたるとデール一件あたりの手数料の何%かの報酬がボーナスとして受け取れるが、日本の証券会社の報酬制度ではこれは無理である。

以上、後二者の理由で、この種の専門職が外資系に移るなど、人材の流動化が起こっている。ヘッドハンターによって仲介されたスカウトの部門別内訳によると（第1図参照）、スカウトはデリバティブや仕組債の策定に習熟した人材が多く、大手証券は引き抜かれるほうが

第2表 既存の証券会社の対応（この1年の動き）

経営戦略	提携	<ul style="list-style-type: none"> 日興、トラベラーズと提携 <ul style="list-style-type: none"> トラベラーズが第三者割当てと転換社債購入により日興に2,200億円を出資。 投資銀行部門（600人）を分離し、ソロモンスミスバーニー（SSB）東京支店（700人）と統合させ合併の証券子会社を設立、資本金1,400億円（当面は非上場で利益は全額配当） 海外は統合、欧米はSSB、アジアは日興へ（撤収により1,000億円を回収し、国内リテール網構築費用に） コスト削減（持ち合い株売却、年俸制、早期退職優遇制） 野村、興銀と提携 <ul style="list-style-type: none"> 折半でデリバティブ子会社設立（100人、数百億円） 折半で資産管理事務の子会社設立（トランスファーエージェンシー） 折半でロンドンに証券子会社を設立、東京に逆上陸（100人弱、500億円） 大和、住銀と提携 <ul style="list-style-type: none"> 投資銀行部門を分離し、住銀の証券部門と統合し合併の投資銀行を設立（1,500人、3,000億円） 折半でデリバティブ子会社設立（100人、500億円） 大和投資顧問と住銀の投資顧問、投信子会社を統合（150人、1,500億円）
	合併	<ul style="list-style-type: none"> 菱光と大七、合併へ 借成・日本・山加合併へ（日本グローバル証券）
人事制度	給与体系	<ul style="list-style-type: none"> 野村、特別専門職制度改革を検討、完全実績主義の地域限定営業職を導入 大和デリバティブで実績比例の賃金体系を検討 勤角、全社員に年俸制（大企業で初） 中小証券で社員外務員を歩合外務員に転換する動き
	人材の流動化	<ul style="list-style-type: none"> 20～30代で流動化 準大手・中堅で早期退職優遇制度を活用
	女性の活用	<ul style="list-style-type: none"> 松井、社員の40%が女性 日興、事務職の女性社員を人材派遣子会社に移管の計画 大和、事務部門は完全子会社
	研修	<ul style="list-style-type: none"> ファイナンシャル・プランナー資格取得の動きが証券各社に広がる
アウトソーシング	総務経理部門	<ul style="list-style-type: none"> だいこう証券ビジネスと監簿証券、給与計算、人事管理、情報システム開発の事務処理会社を合併で設立
	証券事務・発注	<ul style="list-style-type: none"> 野村系（高木、ワールド、日榮、エース、丸八）が清算事務、売買通知、取引所への発注の共同子会社設立の動き
経営組織	経営と執行の分離	<ul style="list-style-type: none"> 執行役員制の導入（国際、日榮、丸八など）
	分社化・社内カンパニー	<ul style="list-style-type: none"> 野村、ファンドネット（投信の通信販売）を分社化 国際、社内カンパニー（資産運用・企業金融・証券売買部門ごとの採算、人事給与） 日榮、部門制廃止し、営業統括、エリア営業、法人営業に組織を統合
店舗政策		<ul style="list-style-type: none"> 一人店舗（岡三、投信中心）、ミニ店舗 エリア営業職制
特化		<ul style="list-style-type: none"> 大成証券、ブローカー業務から撤退、ディーリング専門へ エヌ・シ・エス証券（旧中野）、未公開株取扱銘柄を拡大

新聞報道などにより作成

転売買（解約―新規購入）に逆行する可能性が残っているからである。資産管理型営業を定着させるためには営業員の報酬体系を預かり資産の残高に応じた歩合給に転換すると、資金の授受を店頭から一切なくし、さらにはバックオフィスを思い切って集約するとか、顧客から徴収する手数料体系をドラスティックに改正する（1）の工夫が必要になって来よう。

4 経営革新の動き

この一、二年の証券界の動きは、まさに上記で見たような、新しい営業スタイル構築に向けた経営革新の時代に入ったことを展望させるものである。第2表は、この一年間の証券界の動きを新聞報道から拾ってみたものである。

旧来型の営業手法が九〇年代以後、すでに歴史的意義を終え、むしろそれが持つマイナス面が露呈したのが山一事件であった。他方、大手三社による業務・資本提携の共通点は、それまでの個人営業、法人営業一体型の総合証券の放棄であった。投資銀行部門を提携相手との合併会社にして社外に分離するか、あるいは管理会計のもとで社内分社の形にするかは、各社の置かれた個別事情によるのであり、いずれにせよ、投資銀行部門と個人営業部門、事務部門を組織的に区分し、それぞれの部門内組織のフラット化、固有の人事・報酬体系の確立は大手三社の共通の課題として進められていくであろう。

一方、資産管理型の個人営業への転換と言う点では、人事労務制度や店舗政策での種々の模索、事務部門の集約、外部委託などの動きが続いている。この分野では、預かり資産に連動した業績給の定着、転勤無しのエリア職の導入、事務職における女性社員の活用などが注目されよう。

(1)

アメリカでは①簡単なモデルポートフォリオの作成自体ですら一〇〇〜二〇〇ドル程度の手数料を徴収したり(サービス内容が高度になるに従い、弁護士報酬と同じように「一時間いくら」という時間あたりの手数料をとる場合もある)、②顧客資産の口座管理については年間最低手数料のほか、残高に応じた手数料を徴収するケースもある。新しいサービスを提供する際には手数料体系を改正しやすいのである。