

構造転換が進む証券界

二 上 季代司

要 旨

1990年の株価暴落と翌91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に、ようやくこれに替わる新たな証券業経営ならびにそれにふさわしい経営組織・人事制度等の経営改革への胎動が見え始めた。1997年がその転機となった。97年前後に、①新規参入と既存業者の退出が顕著となり、②大手証券と外資や邦銀との相次ぐ資本・業務提携、③法人営業、個人営業の両面に於けるビジネススタイルの革新、④経営組織と人事制度における革新が顕著となったのである。

その背景として、いわゆる金融ビッグバン構想が97年6月に公表され、証券行政がこれまでの漸進的規制緩和から抜本的市場改革のスタンスに替わったことが指摘できるが、さらにその根本では、証券業自体の構造転換が進行していることに注目したい。日本経済自体の構造転換が新しい証券ビジネス・営業スタイルの土壌をはぐくみ、それを商機につなげようと新規業者が参入する一方、既存業者の間からもこれに呼応して経営組織や人事制度を改革しようという動きがでているのである。まさに「組織は戦略に従う」(チャンドラー)ののだが、戦略自体も産業構造に規定されている。

このような過渡期の時代には、革新的なビジネス・営業スタイルの萌芽を大事にすべきであって、それを抑制するようなルールは再検討すべきであろう。

目 次

I. はじめに

II. 新設業者の特徴と証券産業の構造変化

1. 投信販売専門業者
2. オンラインブローカー
3. 富裕資産家向け私募ファンド(オルタナティブファンド)の組成・販売
4. 未公開株専門業者
5. 総合商社系
6. デリバティブ
7. その他の新設業者

8. 今後に期待される証券ビジネス

III. 既存証券業者の経営対応

1. 推奨販売から資産管理型営業へ
——リテール営業の変化——
2. エクイティファイナンスから投資銀行業務へ
——法人営業の変化——
3. 経営上の課題
4. 経営革新の動き

IV. 競争構造の変化

I. はじめに

1997年以降、証券界への新規参入と既存業者の退出が顕著となった。新規参入業者は新しい証券ビジネス・営業手法を指向しており、証券産業が構造転換の過程にあることを反映している。これと平行して、既存の証券会社でも人員整理をはじめとする合理化と同時に、こうした証券産業の構造転換に呼応して経営組織と人事制度の両面から経営改革に取り組む動きが見られた。なかでも97年秋の山一証券破綻後に相次いだ大手証券と外資、邦銀との資本・業務提携は、従来の「総合証券」経営の抜本的見直しにつながる重大な経営改革である。

本稿では、1997年前後から最近までの事実経過を出来るだけ網羅的にトレースし、わが国の証券界にどのような構造変化が起きているかを明らかにしていきたい。まず最初に、新規参入業者の特徴を整理することにより、新規参入業者がどのような事業分野に資源を集中し、どのような経営戦略・営業スタイルを取ろうとしているのか整理してみた。次いで、既存の証券会社の方に目を向け、90年の株価暴落と翌91年の証券不祥事によって旧来型の証券業経営を否定された経緯を辿りつつ、どのような方向へ経営を革新していこうと模索しているのか、事実経過を整理してみた。その結果、「総合証券体制」とか「4社寡占」、「大手証券対中小証券の二極構造」等と形容されてきた証券界の「戦後型業界構造」は終わりを告げ、欧米型の証券業界に近づきつつあると考えられるが、末尾ではその理由について触れてみた。

II. 新設業者の特徴と証券産業の構造変化

1965年の免許制移行後、初となった小川証券の自主廃業（97年4月）から99年5月までの2年で自主廃業や自己破産等による退出は18社（取引所会員業者12社、非会員業者6社）にのぼり、同じ時期に11件の合併で12社が姿を消した。他方、97年7月からの2年間に新設証券会社28社が免許取得や証券業登録を受けた（このほか外国証券の進出も盛んであり、同時期に10社の支店設置をみている）¹⁾。国内証券会社は約220社、外国証券国内支店は約60社であるから15%がわずかに2年間で入れ替わったことになる。日本の証券業界も、業者の流動化、新陳代謝が進む業界へと変わり始めている。このほか、既存の証券会社に対する買収や資本参加を通じて異業種からの参入も相次いでいる。

しかも新規参入組は、これまでとは違った新しい業務に絞り込んだニッチが多い。このことは証券業という産業の構造変化を予想させるものである。そこで、最初に新規参入業者を取りあげて、今後の証券産業にどのような構造変化が読みとれるか、これを整理してみた。

1. 投信販売専門業者

第1は、投信販売に特化した業者の参入である（第1表）。

これら投信販売専門業者の特徴は、第1に販売チャンネルを工夫していることである。電話、ファックスのような通信販売、インターネットによる受注、対面販売においても通常の営業員を抱えず外部の独立ファイナンシャルプランナー（FP）と契約し販売を委託する（アメリカではこうした業者をFPブローカーと呼ぶ）という

第1表 投信販売専門業者

社名	免許または登録年月	備考
フィデリティ東京支店	97/6	・世界最大の投信運用会社フィデリティグループ。 ・Telと郵便で自社投信の投信販売。
日本インベスターズ証券	98/8	・英ジャーディングフレミングと丸紅など芙蓉系との合併 ・販売は契約ファイナンシャルプランナー（FP）に委ね、自らはパソコンでの情報提供や事務の集中処理に注力。
アメリカン・エクスプレス・ファイナンシャル・アドバイザー証券	99/1	・クレジットカード会社アメリカン・エクスプレスの孫会社。 ・その子会社の業態（販売は契約FPに委ね、パソコンで情報提供、事務処理を集中）を日本に持ち込む。
野村ファンドネット証券	99/2	・Telとインターネットでの通信販売部門を野村本体から分社化。 ・コールセンターは沖縄に設置。
日本ティー・ピー・ピー証券	99/4	・三和銀行系。 ・投信販売の事務代行、販売員の研修、派遣を専門に扱うサードパーティプロバイダー会社。
アドバイザーテック証券	99/6	・米ディスカウントブローカーのチャールズ・シュワブの元社長ティモシー・マッカーシー氏がオーナー。 ・FP向けに投信を供給、インターネットで情報提供。
LPCファイナンシャルサービス	99/11(予定)	・独立系FPと契約。

出所：新聞報道などにより作成

営業手法をとっている。また独立FPと契約している場合には預かり資産に比例した報酬にしているケースが多い。共通しているのは通常の意味での営業員や店舗を持たない、これまでの伝統的なブローカーを否定したビジネススタイルである。第2の特徴は、市場情報ならびに基準価格や運用に関する情報、顧客属性に応じた資産配分をシミュレートできるソフトなどをインターネットで提供したり、コールセンターを沖縄に設置したり、約定処理や顧客への運用報告書発送等の事務を集中処理するなどシステム化、コスト管理の徹底を図っていることである。

2. オンラインブローカー

第2はインターネットで情報提供、注文を受け付けているオンラインブローカーである。オンラインブローキングサービスを提供しているのは既存の証券業者を中心に約30社ほどあるが、そのほかに参入を計画している業者があり、今

後も増えそうである（第2-1、2-2表）。情報会社ブルームバーグ調べによると、8月現在、口座数は約8万（ただし1人で複数口座を持つ者があり実数は3万人）と推計とされ、顧客数はまだ多くない。しかし10月には手数料の全面自由化が予定されており、価格戦略の余地が働くとディスカウントブローキングが本格化すると予想され、顧客数が飛躍的に増加するとの見方もある。すでに7月中にはその前哨戦として、自由化後に適用する新しい料金体系を前宣伝的に提示する動きが出ている。

オンラインブローカーは、自己判断で投資する顧客を相手にしており従来の個人営業とはコンセプトが全く違っている。アメリカでもオンラインブローカーの創業者にはソフトプログラマーなど証券業の経験がない人も多いとされる。新設の参入業者の場合には既存証券会社の場合と違って、対面販売の営業員を抱えておらず、営業面での競合を心配することなくオンライン

第2-1表 既存証券会社のオンラインサービス

オンラインサービス提供各社	開始時期	10, 丸八証券	98/2	20, センチュリー証券	99/3
1, 大和証券	96/4	11, 明光ナショナル証券	98/4	21, 太平洋証券	99/3
2, 日興証券	96/7	12, 松井証券	98/5	22, 日の出証券	99/3
3, 今川三沢屋証券	97/1	13, 岡三証券	98/6	23, 堂島関東証券	99/4
4, 野村証券	97/1	14, 第一証券	98/6	24, ユニバーサル証券	99/4
5, 丸三証券	97/7	15, 和光証券	98/6	25, 東京証券	99/5
6, 豊証券	97/10	16, 岩井証券	98/6	26, オリックス証券	99/5
7, ウツミ屋証券	97/11	17, 新日本証券	98/6	27, 勸角証券	99/7
8, コスモ証券	98/2	18, 東和証券	98/9	28, 山種証券	99/8
9, 東海丸万証券	98/2	19, 日産証券	98/12		

注：そのほか、東京三菱パーソナル証券、日本グローバル証券が提供をはじめ、東洋、水戸、高木、一吉、国際等も準備中ないしは検討中とされる。

出所：大和証券調べ、ほか新聞報道により作成

第2-2表 新設のオンラインブローカー（予定も含む）

社名	免許または登録年月	備考
日興ビーンズ証券	99/5証券業登録	・日興の通信販売部門を分社化。10月開業の予定。 ・資本金100億円と巨額（オンラインで引受業務狙うか？）
DLJディレクトSFG証券	99/6登録	・米ドナルドソン・ラフキン・ジェンレッタのディスカウントブローカー子会社DLGディレクトと住友銀との合併会社。 ・6月、オンラインサービスを開始。
マネックス	99/8登録	・ソニーと米ゴールドマンサックスの元パートナー松本氏との合併。
アメリトレード		・アメリカにおけるオンラインブローカーの草分け（進出の計画段階）
シュワブ東京海上証券		・ディスカウントブローカー最大チャールズシュワブと東京海上との合併
インターネットトレーディング証券		・日興と富士通（ニフティ会員350万人を抱える）の合併 ・取引勧誘、商品説明、受注のみを行うイントロデューシングブローカー（執行は日興ビーンズに取り次ぎ）
日本オンライン証券		・伊藤忠が第一勧銀、マイクロソフト、朝日生命と合併
ウィットキャピタルジャパン証券		・三菱商事とウィットキャピタル（オンライン株式公開引受業者）との合併 ・オンラインでの株式公開引受業務（ネットIPO）を狙う
【買収による改組】		
イートレード証券	98/10買収	・ソフトバンクと米オンラインブローカー大手E-tradeの合併会社「イートレード」が大沢証券を買収。 ・4月よりコールセンター経由の通信取引を開始。オンラインサービスは準備中。
HIS協立証券	99/1買収	・ディスカウント航空券販売の最大手HISが山一系の協立を買収。

出所：新聞報道などにより作成

サービスを展開できる分、有利とも指摘される。

3. 富裕資産家向け私募ファンド （オルタナティブファンド） の組成・販売

第3に、少数の富裕資産家にヘッジファンド

やデリバティブ組み込みの仕組み債などハイリスクハイリターンの金融商品を組成し、販売することに専念する業者も出てきている（第3表）。こうしたヘッジファンド、商品ファンド、不動産ファンド、プライベートエクイティファンド等のような、伝統的な株式や債券、投信と

第3表 富裕資産家向け私募ファンドの組成・販売業者

社名	免許年月	備考
アクシース証券	98/2	・証券化、デリバティブなどの仕組みファンドを提供。
スパークス証券	98/6	・野村出身者。 ・ヘッジファンド型運用のスパークス投資顧問の販売部門。
アイティーエム証券	98/9	・山一出身者。 ・私募投信に注力、店頭企業・東証2部のCBを組み込んだファンドなど。
ブリヴェチュリーッヒ証券	98/11	・台湾などアジアへの直接投資用ファンドの組成、販売をめざす。

出所：新聞報道などにより作成

第4表 未公開株取り扱い業者

社名	免許年月	備考
ディープレイン証券	97/8	・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・販売
エンゼル証券	98/2	・未公開株の売買、コンサルタント
未来証券	98/10	・日本アジア投資の子会社 ・未公開株の売買、新興企業株を組み込んだベンチャーファンドの組成・販売

出所：新聞報道などにより作成

はひと味違った金融商品はオルタナティブファンド（代替的ファンド）と総称されるが、こういったファンドはごく少数の金持ちにオーダーメイドで私募投信の形で提供されるケースが多い。

これらの創業者は、既存の証券会社で個人営業の経験を積むなかで顧客ニーズを肌で感じ、それを満たすためには自分で金融商品を作って提供したいと考えてスピニアウトした人が多いのである。アメリカでも新規参入業者の多くはこうしたタイプの営業員のスピニアウトであり、日本的雇用慣行が見直されて証券従業員の流動化が加速すれば、このケースの新規参入組が増えるものと予想される。

4. 未公開株専門業者

第4は、新興企業の発掘、育成を旗印に未公開株の売買の仲介、引受などの取り扱いに特化する業者の参入である（第4表）。創業者は会計士や経営コンサルタント、ベンチャーキャピ

タルなど常日ごろ、顧客企業の財務や企業経営の問題点に接している業者が多い。アメリカの地方の投資銀行では、こうした新興企業の資金調達ニーズと前記第3のような富裕資産家の資金運用ニーズを結びつけて商機につなげている業者が多い。

5. 総合商社系の参入

やや分類が違うが、第5が総合商社系の新規参入である（第5表）。総合商社はグループ内に多数の子会社・関連会社を抱えており、それらの資産運用のほか売掛金や資産の証券化のニーズがもともと高い。しかも内外で多くの投融資に携わっており、種々のファンドの扱いにも慣れている。そこで本体及びグループ内企業の財務リストラ（証券化、M&Aなど）や資産運用、海外ファンドの卸販売などを目的に証券会社を新設する例が出ている。また先にも見たように、オンラインブローカーへの参入の動きもある。

第5表 総合商社系業者

社名	免許または登録年月	備考
日商岩井証券	98/6	・グループ内の財務再編、資産運用
伊藤忠キャピタル証券	98/11	・海外ファンドの国内販売 ・証券化、ABSの組成・販売
三菱商事証券	99/4	・本社の資金運用 (4,000億円)、取引先資産運用の受託。 ・機関投資家へのファンド提供 ・引受など投資銀行業務

出所：新聞報道などにより作成

第6表 短資系業者

社名	免許年月	備考
トウキョウフォレクス証券	97/7	・TBやユーロ債に注目
日短ブローカーズ証券	97/9	・エマージング債に注目
上田短資証券	97/10	・中期国債に注目
八木インター証券	98/2	・TBや一般債、非流動証券に注目
山根ブレボン証券	98/11	・非流動性債券と店頭デリバティブの売買仲介に注目

出所：新聞報道などにより作成

なお、総合商社ではないが、自グループの資産証券化商品の販売のために新設した例として日立クレジット証券（99年1月登録）がある。同社はクレジット債権の証券化の草分け的存在である日立クレジットの子会社である。日立クレジットはこれまで自社発行のABS（資産担保証券）の販売を他社に依存していたが、これを自前で行うために同社を設立したとされる。

6. デリバティブ

第6はデリバティブ専門業者の新設である。アイビージェー・ノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ（99年3月登録）は興銀と野村の業務提携の一環としてロンドンに設立された合弁会社が東京に逆上陸したものである。98年12月の改正により店頭デリバティブの国内販売が解禁されたが、リスク管理の観点から店頭デリバティブは拡大発展すると見込まれている。デリバティブの契約においては取引先リスクが大きな意味を持つことから、契約にあたっては高い

格付けを持つ業者が有利になる傾向がある。このため、デリバティブに注力する他の銀行、証券会社においても、資本金を積んで高い格付けをもったデリバティブ専門の子会社を作ったり、既にある海外デリバティブ子会社の逆上陸を図る例が増えてくるであろう。

7. その他の新設業者

そのほかの新規参入の例として、短資会社系がある（第6表）。短資系の参入分野は主として債券のブローカーズブローカーである。従来の業務の周辺分野を考えるからであろう。

また日本電子証券（98年11月免許）はシカゴCRTの子会社の例に倣って、大証デリバティブのマーケットメイク、ディーリングを主業務に新設された。

最後に、伝統的なブローカー業務であるが、アメリカ流の資産管理型営業を持ち込んだ新規参入組としてメリルリンチ日本証券（98年5月免許）を挙げねばならない。同社は元山一証券

の社員を中心に2,000人（うち営業1,000人）、33店舗を継承した。営業員の転勤は無し（1年目は固定給保証、2年目から業績給へ移行）、店頭での現金の受け渡しをなくし、営業スタイルはアメリカの親会社が展開する資産管理型個人営業であり、従来の日本の伝統的なブローカー業務とは異なるコンセプトとなっている。

8. 今後に期待される証券ビジネス

以上をまとめてみると次のようになろう。

リテールでは、新設参入業者の注力分野は、投信販売、富裕資産家向けファンドの組成・販売であり、販売チャネルとしては無店舗販売（電話、ファックス等の通信販売、インターネット取引または契約FPの利用による対面販売）、営業スタイルとしては資産管理型営業への指向などこれまでの既存証券会社とは違った戦略が見て取れる。それぞれの戦略に沿って販売員の報酬形態やバックオフィスの集中処理などに工夫がなされている点も注目されて良い。

ホールセールでは、資産の流動化・証券化、デリバティブ、M&A、未公開株の売買仲介、ベンチャーファンド、プライベートエクイティファンドの組成・販売、債券のブローカーズブ

ローカーなどである。

このような動きは、証券ビジネスが徐々に変わりつつあることを反映しているのであろう。これまでの金融システムにおける日本の証券業界の機能、役割、位置づけは、第一義的には産業界への資金のアベイラビリティの供給にあった。しかし、今後の金融システムのなかで求められる証券業務の機能は、①資産運用のアドバイザー、②証券取引の効率的執行、③財務アドバイザー（ソリューションビジネスとも呼ばれる）、④ベンチャービジネスの発掘を通じた産業構造転換の促進など、資産の組み替え、リスクの再配分、産業構造の組み替えという方向になると推測される（第7表）。

金融ビッグバンの目的は、高齢化社会を迎えて貯蓄を有利に運用するための魅力ある投資対象の提供、また何が21世紀のリーディング産業になるか不透明な状況でリスクマネーを効率的かつ積極的に供給し、日本企業の発展を金融面からサポートしていくということであった（証券取引審議会総合部会『報告書』）。そうであるなら、これまでのように大衆投資家のニューマネーを産業界に動員することよりもむしろ、既存の資産の組み替え、リスクの再配分というこ

第7表 期待される今後の証券ビジネス

	求められる機能	充実を求められる業務
投資家向け	・ 資産運用のアドバイザー	・ 資産配分や管理、ファイナンシャルコンサルタント ・ 種々のファンド提供、組成
	・ 証券取引の効率執行	・ オンラインブローカー ・ マーケットメイキング、シームレストレーディングの構築
企業向け	・ ファイナンシャルアドバイザー	・ 仕組み債（CBO、CLO等）の起案、引受 ・ 資産の流動化、証券化 ・ 事業部門の再編（M&A、MBO） ・ デリバティブ
	・ 新興企業発掘、育成	・ 未公開株の売買斡旋、公開支援 ・ ベンチャーファンド組成、募集 ・ プライベートエクイティファンドの組成、募集

とに重きが置かれるようになるのは当然であろう。証券業界の新陳代謝の底流にはこのような根本的变化が生じつつあると考えられる。

Ⅲ. 既存証券業者の経営対応

他方、この間、既存の証券会社の経営対応はどうであったか。バブル崩壊後の株式相場低迷により、例えば国内の東証会員業者（約100社）全体の営業損益は1992年3月期から99年3月期まで連続赤字を記録した。このため人員削減、店舗の統廃合等による合理化策が採られたし、合理化の努力もむなしく自主廃業等、退出の途を選ぶ業者もでてきたのであるが、これと平行してホールセール、リテール両面にわたって営業スタイル、経営対応の大胆な改革も行われはじめたのである。

1. 推奨販売から資産管理型営業へ ——リテール営業の変化——

【推奨販売】90年代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、消化させるというやり方である。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。

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が、そのトラブルも相場の右肩上がりの中で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90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。そして91年の証券不祥事を契機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】91年に唱道された「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かったのである。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。

【資産管理型営業】そして、97年秋、これまで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、野村以外の手大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99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られたのである。

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うやり方ではなく、顧客資産の全般的な相談、年齢や家族構成、保有資産の中身や年収などの顧客属性に応じて顧客にあっ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、それにあった商品（主として投資信託）を提案して、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く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、その情報を適格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、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。90年以後の外人主導の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。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。

2. エクィティファイナンスから投資 銀行業務へ——法人営業の変化——

一方、法人営業においても90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ィテ

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、91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、90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たのである。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て、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トラ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ことが認識され始めたのである。

【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

こりはじめた。第1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。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2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いったものから、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——欧米で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の認識が高まったのである。

3. 経営上の課題

以上のような個人営業、法人営業の変質に直面して、証券各社は90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・

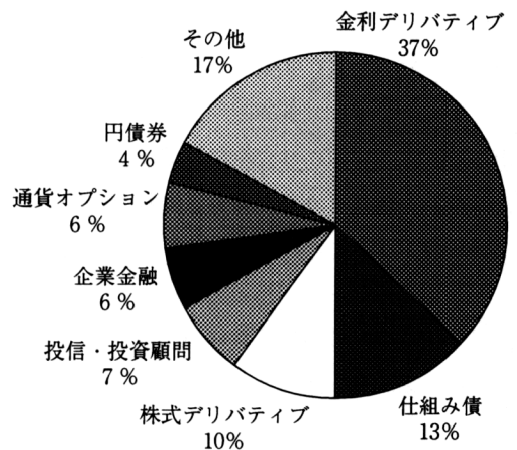
報酬制度の三つの面で問題が起こっている。日本の大手証券会社の経営組織は事業会社と同様に階層的な構造になっているが、このことが新しい法人営業の邪魔になっている。先ほども見たように、日本の証券会社の法人営業は財務のリストラにからむものが多くなっている。法人営業員の仕事の中味は、証券発行などの伝統的なファイナンスに絡むものよりも、金利スワップなどの店頭デリバティブが多くなりつつあり、顧客企業からは債権や資産の流動化ニーズも高い。したがって法人営業員はまずこのようなニーズを把握し、提案能力のあるスペシャリストでなければならない。従来の幹事競争は個人営業部隊の出来高競争で決まるため、特殊な能力は必ずしも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、提案書作成の決裁をもらわなければならないが、支店長・次長は個人営業も監督せねばならずこのよう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っ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だろう。

第3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りとディーラー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、とくに後二者の理由で、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み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。

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、仲介人数に含める割合

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、いまやその必要はないばかりか有害にさえなっている。

第4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占めるから、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。

ここ数年、投信販売への注力によって多くの証券会社では投信関係手数料が増加した。しかし、その増収ベ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、定着したとは言えない。販売手数料稼ごのために再び投信の回転売買（解約－新規購入）に逆戻り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か、資金の譲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²⁾とかの工夫が必要になって来よう。

4. 経営革新の動き

ここ数年の証券界の動きは、まさに上記でみたような、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8, 9, 10表は、ここ数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。

【大手証券と外資、邦銀との提携】山一証券破綻の翌98年春から夏にかけて日興、野村、大和の大手3社が相次いで外資系金融機関や日本の銀行と戦略的な提携を結んだ。まず日興証券とトラベラーズとの提携から見ると、トラベラーズグループ傘下の証券子会社ソロモン・スミスバーニーの在日拠点ソロモン・スミスバーニー・ジャパン・リミテッドに日興証券が、カスタマー商品本部³⁾と投資銀行本部ならびに調査部門の子会社である日興リサーチの一部、併せて3つの部門を営業譲渡し、その見返りに日興証券はソロモン・スミスバーニー・ジャパン・リミテッドの株式51%を取得し、自らの子会社とする。他方、ソロモン・スミスバーニー・ジャパンリミテッドはもともと法人相手の投資銀行であり、したがって、この合併会社は日米合作の法人専門の投資銀行ということが出来る。

また、資本提携の中身を見ると、トラベラーズ側が日興証券本体に普通株、転換社債併せて2,173億円の出資を行い、筆頭株主になる。これと併せて、国内での投資有価証券などの固定資産約1,000億円、海外でも証券部門の統合を行い、トレーディングポジションを中心に2.5兆円を圧縮し、財務力強化を図る。このうちトラベ

第8表 大手証券提携の動き

日興、トラベラーズ提携 ・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、営業譲渡し、ソロモンスミスパーニー（SSB）東京支店（700人）と統合させ合併の証券子会社日興ソロモンスミスパーニーを設立（出資比率：日興51%，ソロモンスミスパーニー49%） ・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（持ち合い株および海外トレーディングポジションを圧縮売却、年俸制、早期退職優遇制）
野村、興銀提携 ・折半でロンドンにデリバティブ等の証券子会社アイビージェー・ノムラ・ファイナンシャル・プロダクツを設立、東京に逆上陸（80人弱、500億円） ・折半で401k関連の管理事務代行サービスの子会社、野村興銀インベストメントサービスを設立
大和、住銀と提携 ・投資銀行部門、商品開発部門（デリバティブ）を分離し、住銀の証券部門と統合し合併の投資銀行、大和SBキャピタルマーケットスを設立（資本金2,056億円、出資比率：大和60%，住銀40%，1,600人） ・大和投資顧問と住銀の投資顧問、投信子会社を統合、大和住銀投信投資顧問を設立

出所：新聞報道などにより作成

第9表 経営組織等の変革

持株会社の導入	・大和、持株会社を導入し、大和証券本体はリテール専門の100%子会社としてぶら下げる
法人営業組織の分離	・大和、日興の提携にみる投資銀行業務の分社（営業譲渡とその合併会社化）
支店組織の改革	・支店内法人課を本店法人部に組み入れる（法人営業と個人営業の分離、——大和、日興） ・支店各課を本社が機能的に横串して統括（野村）
管理会計の導入	・野村、94年より導入、日興（98年）などもこれに続く
経営と執行の分離	執行役員制の導入（国際、日榮、丸八など）
社内カンパニー	・国際、社内カンパニー制導入（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
分社化	通信販売部門 野村、ファンドネット（投信の通信販売）を分社化（野村ファンドネット証券、99/5営業開始） 日興、オンラインブローカー部門を分社化（日興ビーンズ証券）
	総務経理部門 だいこう証券ビジネスと藍澤証券、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・管理・発注 ・野村、バックオフィス部門の事業化（野村ビジネスサービスを日本クリアリングサービスに改組、98/8） ・日興、バックオフィス関連業務とコンピュータシステム関連業務の子会社を統合（日興クリアリングサービス、99/3） ・大和も同様の動き（大和証券ビジネスセンター） ・勸角、既に移管済みの証券管理のほか本社支店事務も勸角ビジネスサービスに移管。 ・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
店舗政策	・一人店舗（岡三、投信中心）、ミニ店舗

出所：新聞報道などにより作成

第10表 人事政策の変化

給与体系	・大和、持株会社化に伴い、一旦、退職させたあと再雇用し、新等級制度、新退職金制度の導入 ・勲角、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
地域限定（エリア）営業職の導入	・野村、完全実績主義（ボーナス、退職金無し）、転勤無しの地域限定営業職FA（ファイナンシャルアドバイザー）を採用（98/11、22人）、今後も増加の予定、平行して社員のFA化を推進 ・日興、99/4より200人が地域限定営業職に転換 ・大和、女性一般職を対象にエリア総合職導入（98/4）
人材の流動化	・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	・松井、社員の40%が女性

出所：新聞報道などにより作成

ラースからの2,200億円弱とあわせ、3,000億円強を国内リテール網構築に使うというわけである。

次に大和一住友の提携を見ると、大和側は日興同様、商品本部、インベストメントバンキング本部のほかに法人本部や商品開発本部も分離して、これを住友銀行側の証券子会社および市場部門、デリバティブ部門と合体させて大和SBキャピタルマーケットという合併の法人専門の投資銀行を作る。さらに大和の投資顧問会社と住友銀行側の投信子会社、投資顧問子会社を合体させて合併の資産運用子会社を作ったのである。そして99年4月には大和証券自体も持株会社に衣替えして、個人営業部門を担当することになったこれまでの大和証券本体を100%子会社にするほか、住友銀行との合併会社大和SBキャピタルマーケットも持株会社の下に置くことになったのである。

最後に野村と興銀の提携の中身をみよう。合併の一つはデリバティブである。イギリスに本社を置き、東京に逆上陸する形で資本金500億円規模のデリバティブハウスを作ったわけである。もう一つは確定拠出型年金、いわゆる401Kの導入を先取りして、そのレコードキーピング

のシステム会社を合併で作ろうというわけである。そのほか、野村はアメリカに投信の評価会社をもっているのであるが、それに興銀が出資し、日本にもこの投信の評価子会社を合併で作ろうというわけである。以上のように、大和、日興の場合には、法人営業と個人営業を組織体としても明確に分離しようとしている。要するにそれまでの個人営業、法人営業一体型の総合証券体制を放棄したのであった。

【経営組織の変革】これと並行して、大手証券各社は経営組織の改革にも着手してきた。まず支店内組織を見ると、それまで支店内の組織はリテール3課（「営業課」、「投資相談課」、「証券貯蓄営業課」）、ホールセール2課（「法人課」、「企業営業課」）と総務課に分かれていた⁴⁾。これらの営業5課の指揮命令系統を大手証券は97年頃から変え始めたのである。例えば、大和は、支店法人課をブロックにまとめた上、本社の法人部に帰属させた。また日興証券では本社にブロック別の個人顧客本部と法人顧客本部をおき、各支店の個人営業課をその支店が所属するブロックの個人顧客本部に、また支店法人課はその支店が所属するブロックの法人顧客本部に組み込んだ。また野村証券でも、各支店を統括

することをやめて支店の各課を機能別にサポートし、統括する体制に変えたのである。このような支店内組織の改革は、個人営業と法人営業の分離に備えた動きと解釈して良からう。これと連動して、部門別（個人営業、株式、債券、法人営業、海外など）に収入と費用を区分させた管理会計制度が導入され始めていることも想起すべきであろう。

このほか、証券管理部門（保管・出納、取引所や他業者との受渡・決済、元利金請求支払い）や総務・法務部門（業務検査、調査、売買監視）についてもそれら（又はそのサポート部門）の分社化が顕著となってきた。また野村では支店総務課が行ってきた証券保管、顧客への書類発送事務を統合、支店総務課はコンプライアンス、リスク管理に機能をシフトさせる方向を打ち出している。

【人事制度の改革】以上の結果、それまでの総合職という名のジェネラリスト志向型の包括的労働契約、年功序列、終身雇用の日本の雇用慣行が見直され、職種別の採用、ジョブサイズに応じた職務給とパフォーマンスに連動した実績給の導入が浸透していこう。持株会社化やカンパニー制、分社化はこのような人事制度の改革の端緒になるはずである。特に今後の注目点はリテール営業における人事制度である。個人営業の収益状況は92年3月期から99年3月期まで一部の中小証券を除き大部分の証券会社では赤字であった。これを債券売買益で埋めて営業損益レベルで黒字にできたのは大手証券と準大手の一部にすぎなかった。既に見たように、個人営業、法人営業を一体的に運営する総合証券は意義を失っている。個人営業の収益基盤にしめるウェイトは大手証券レベルでも3割強となお大きく、手数料自由化によって個人営業の収

益基盤は厳しくなることから、エリア営業職のような複線的な人事制度が導入され始めているのであるが、もっと踏み込んで、例えばFPブローカーやICブローカーの導入なども検討されるべきであろう。

【FPブローカー、ICブローカー】FP（Financial Planner）ブローカーとは、アメリカで活動している証券会社の一業態をさしており、社内に従業員を持たず、独立自営のFPと契約を交わし投信の販売を彼らに請託する証券業者をさす。投信販売を手がける限りに置いては外務員資格を持つ必要があるが、契約FPは従業員ではなく、契約先の証券業者を代表して顧客にコンサルタントベースのアドバイス（ライフプランに沿った資産配分と投資対象の提案など）を与えつつ投信販売の勧誘を行い、証券業者の方は契約FPに対する種々のサポート（顧客の資産運用計画を作成するための情報技術の提供、資産配分をカバーするに足る投信の品揃え、その受注や約定処理・受渡決済ならびに口座管理等のバックオフィス、基準価格や運用に関する情報の提供等）を行う。その報酬形態は業者の取得する手数料の数10%をキックバックする一種の歩合制になっている場合が多く、業者にとって流動費となっている。また契約FPへの情報提供や受注にはパソコンが使われ、無店舗販売が可能になっている。代表的な業者としては、アメリカン・エクスプレス・ファイナンシャル・アドバイザー（クレジットカード会社アメックスの子会社）やLPCファイナンシャル・サービス等がある。

一方、IC（Independent Contractor——独立請負人）ブローカーとは、これまた社内に従業員を持たず、契約を結んで株式、債券、投信などの証券の販売を行う個人を抱える業態の証券

業者を言う。ICも外務員資格を持つ必要があることはいうまでもない。アメリカの証券営業員は歩合制であるが、それとも異なるICの外面的特徴は、その戻し率が極めて高い（通常の営業員への戻し率は40%前後であるがICの場合は80%程度）ことである。つまりICは事務所賃貸費、備品、通信費、秘書などの人件費も負担するため戻し率は高くなっているものであり、事実上、独立自営の証券業者に近い。ただ、証券業者としての登録条件として最低資本金その他の付帯項目を満たすまでには至っていないので登録証券業者と契約を結んでそこへ注文を取り次いでいるのである。これを業者から見れば、優秀なICと契約を結べば、自社の取り分は手数料の2割程度であるものの営業管理・コスト管理が不要になり、小規模店舗の開設が容易になる。アメリカではICの数は推定10万人（登録外務員総数の2割）とされ、代表的な業者としては大手保険会社AIG傘下のサンアメリカなどがある⁵⁾。

アメリカでもオンラインブローカーが「価格破壊」現象を伴って急速に売買シェアを高める一方で、契約FPやICを使って質の高いコンサルタントを求める顧客を獲得しそれなりの業績を上げている業者もある。従って、わが国でもこうした契約FPや契約ICの利用が可能になれば、営業管理・コスト管理の面でも、また営業網構築の面からも、また優秀なコンサルタント能力のある外務員のインセンティブ向上の観点からも営業戦略上有力な選択肢となりうる。では、これをそのまま日本に導入することは可能であろうか。

まず、日本の証券取引法は、外務員を証券会社の役員、使用人に限っている（改正証券取引法64条）。使用人（従業員）ではない者に外務行為を請託することができる（例えば代理店の

ような）規定がないのである。もちろん法律を変えてしまえば話は別であるが、そうでない以上、考えられる可能性としては、証取法上は「使用人」でありながら、実質的にアメリカのIC等に類似したものを日本に導入可能かどうかという問題になる。この点で参考になるのが日本の「歩合外務員制度」である。歩合外務員は証取法上は「使用人」でありながら、歩合制という報酬体系、勤務時間・営業地域・対象顧客・取扱商品を自由に選択することが出来るなど社員外務員とは異なって自営業者に近い内容になっており、税法上も自営業者扱いになっているからである。つまり、現在の法律では、歩合外務員制度の弾力的運用によるしかないと考えられる。

それでは、現在の歩合外務員制度のどの部分を修正すればよいのであろうか。

まず第1に、現在、歩合外務員報酬は証券取引所受託契約準則によって手数料収入の40%⁶⁾とされているが、これを変えないと、40%以上の戻しは不可能であろう。この数字は業者の側で執行事務のほか事務所、備品、通信費、アシスタントの人件費持ちになっていることによるもので、もし外務員の側にこの費用を転嫁させるつもりならば、この数字を変えるか、あるいは戻し率を取引所受託契約準則で縛るというルールそのものを撤廃する必要がある⁷⁾。

もっとも、この戻し率の上限規定はあくまでも取引所受託ルールである。また店頭株の手数料からの歩合戻し率についてはこの様な規定はないが、取引所に準ずるとの慣行があることから、上場証券ならびに協会管理の店頭市場証券についてのみの適用となってきた。つまり投信の販売手数料については不適用であり、したがって投信販売の報酬については現在に置いて

も業者は自由交渉で設定できるはずである。すなわち報酬制度に限って言えばアメリカの契約FP類似のものは可能ということになる。

第二に問題なのは、歩合外務員資格が厳格に過ぎるということである。証券会社は自社のために営業行為を行う者を、名称の如何を問わず「外務員」と定め登録するよう義務づけられており、その登録事務は証券業協会が行っている。協会の規則では現物取引から信用取引、先物等のデリバティブ取引のすべてにかかる営業行為を行える外務員を一種外務員、現物取引だけしか行えない者を二種外務員、現物に信用取引を加えた営業行為をなす者を信用取引外務員、投信や国債など募集商品のみを扱う者を投信債券外務員と名付け、一種外務員、信用取引外務員、二種外務員の中で取引高に応じて報酬の支払いを受ける者を特に「歩合外務員」と規定している。

この「歩合外務員」については、登録資格として、証券業務に従事した期間が7年以上であること、不都合行為者の扱いを受けた者ではないこと、過去3年間に証券事故などによる所属証券会社から処分を受けた者ではないことなどがあげられている（協会公正慣習規則8号「証券従業員に関する規則」6条1項9号）。つまり歩合外務員の資格条件をとくに厳しくしており、なかでも証券業務経験7年以上という縛りは、実質的に歩合外務員の供給源を既存の証券会社で長期にわたって営業に携わってきた従業員に狭く限定してしまっている⁸⁾。この制約を緩め、歩合外務員の供給源をもっと拡大する必要があると思われる。なお、この規制は投信債券外務員には適用されないのであって、アメリカの契約FP類似のものを導入するに際してはこのような制約はない。

アメリカの契約FPなりICは、自前のオフィス、スタッフを持ち、起業家精神を発揮できるというメリット、業者の側ではコスト管理・営業管理が不要で営業網拡大が図られるというメリット、これが魅力なのである。したがって、これと同様のことを日本でも歩合外務員制度の利用によって行おうとすれば、彼らが常駐しているオフィスは「店舗」とみなされる可能性がある。証券の勧誘、受注は証券業務の範囲内にあり、証券業務を営むために設置する施設は「店舗」だからである。もし、この施設を店舗ではないと主張したければ、そこで行われる行為を情報提供やファイナンシャルコンサルタントなど厳密な意味での証券業務とは一線を画したものに限定する必要がある。

しかし、店舗であれば監督当局に届け出る⁹⁾必要があるし、店舗設置基準も遵守されなければならない。店舗の設置基準については近年、ずいぶん緩和されてきているが、この場合に参考になるのがミニ店舗の設置基準である。ミニ店舗とは営業員が少数または一人の店舗であり、現状では最も簡素化された店舗と考えられる。そこで最低限必要とされる要件とは、①営業中常時顧客からの注文を受注できる体制を整備すること（一時的に無人化する場合でも来店や架電した顧客が直接迅速に母店に連絡出来るシステムを構築すること等）、②顧客資産等の保管について通常店舗と同様の手当を行うこと（資産保管の為の金庫設置や資産管理責任者を置くか、あるいは取り次ぎだけに止め資産の受け渡しは一切行わないことにする）、③内部管理体制が他店舗と同様の水準を維持できること（内部責任者を常駐させるか、母店の内部責任者が母店から常時訪問できる距離に設置する）、である。

アメリカではフロント営業と執行・受け渡しなどのバックオフィスは分かれており、ICはもちろん通常の営業員が資産の受け渡しにタッチすることはほとんどない。またICを抱えている証券業者は顧客口座の情報を本社コンプライアンス（法務）部門で毎日確認し、問題となる取引引きがないかチェックし、抜き打ちでICの事務所を訪ね、帳簿類のチェックを行っているのである。したがって、日本では代理店制度がないために、歩合外務員の常駐するオフィスが店舗とみなされても、そのために必要とされる要件は米国と実質的に変わらないのではないかと考えられる。

以上のように、FPブローカーやICブローカーを導入するためには自主規制機関のルールを一部修正する必要がある。現在のような過渡期の時代には、革新的なビジネス・営業スタイルの萌芽を大事にすべきであって、それを抑制するようなルールは再検討すべきであるし、業者の側から新しいルールを提案すべきであろう。

IV. 競争構造の変化

以上のように、証券産業の構造変化は新規参入の圧力と相まって、既存の証券会社の経営革新を誘発し、昭和30年前後に形成された日本的な戦後型証券業界構造は終わりを告げつつある。営業スタイルとしては「推奨販売」（その裏面としては中小証券の「4社ウォッチャー」）、経営手法としては「総合証券」と「中小証券」の二極的形態、競争秩序としては「4社寡占」、これが戦後型業界構造の特徴であった。いまやそのすべてが変わりつつある。

ホールセール、リテールを融合させる形での部門でも最大のシェアを占めるという大手証

券寡占の競争秩序は終わった。マーケットは細分化・多様化し、主要プレーヤーの顔ぶれも異なってきた。例えばホールセールでの競争者は大手証券3社、外資系、銀行系証券子会社であるが、伝統的な引受業務では大手3社がなお強いもののABS（資産担保证券）では銀行系が強く、M&Aや不良債権の流動化、プライベートエクイティファンドの組成販売では外資系が席卷している。調査部門でも近年、外資系アナリストがランキングをあげ、株式業務解禁を前に銀行系証券子会社による引き抜きも目立ってきた。規模の大きさではなく給与などの処遇とサポート体制等の職場環境がこれらスペシャリストを引き留める重要な要素となってきたのである。

他方、リテールでも競争の構図は変わった。まず大手証券が同業の証券会社を系列下に置く意味がなくなった。大手証券にとって系列中小証券は推奨販売の一翼、退任役職員の受け皿であったが、推奨販売の時代は去り、大手証券でさえ日本の雇用慣行からの脱皮が始まっている。大和証券は系列のユニバーサル証券を三和銀行に売却した。リテール業務における競争の基本はコンサルタント能力、執行能力の善し悪し、低い価格（手数料）である。サービスと価格の種々の組み合わせによってオンラインブローカーと伝統的ブローカー、投信専門のFPブローカー等が入り乱れて競争することになる。

注

- 1) 金融システム改革関連法の施行により、98年12月以降、証券業は登録制となった。しかし、それ以前に新規参入が多数現れているのであり、証券行政の転換（免許制の弾力的運用）が既に始まっていたのである。なお、これより以前、銀行の証券業務参入の方策として証券子会社の新設が認められ、93年から順次、参入を始めた。ただ、証券子会社の参入とその証券界へのインパクトについては銀行自身の証券戦略が絡んでくるため、別に論じた方がよいと思われるので、ここでは特に取り上げない

ことにした。

- 2) 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100~200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、弁護士の報酬と同じように「1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。
- 3) カスタマー商品本部とは株式や債券などのトレーディング部門であるが、機関投資家からの注文だけを執行する商品部門であり、個人顧客からの注文を執行する商品部門はリテール商品本部という名前で日興証券本体に残る。また投資銀行部門とは証券の引き受け業務、M&Aの仲介業務等を含んでいる。しかし、事業会社や金融法人を実際に訪問して営業に歩く法人営業マンはこの合併会社には移籍しない。法人部門は日興証券本体に残る形になっている。
- 4) 「営業課」とは一般の個人営業の担当する主として男子の営業職、「投資相談課」とはカウンターレディと呼称される店頭での営業職、「証券貯蓄営業課」とはミディと呼称される外交の主として投信等の募集商品の営業職である。他方、「法人課」とは金融法人、上場企業の担当で債券運用の受注やファイナンスの提案等の担当、「企

業営業課」とは未公開会社の公開支援を行う担当部署である。

- 5) ICについては伊豆久「外務員のあり方(インデペンデントコントラクター)」(『大阪米証券市場視察団報告書—米国証券会社の経営戦略・個別株オプション・自由化と市場間競争—』1996年12月、所収)を参照。
- 6) 東証と大証とでは若干の違いがあるが、ほぼ同様である。
- 7) 昭和20年代末期の不況期に中小証券を中心に歩合外務員への需要が高まり戻し率が上昇したため、これを取引所受託契約準則で決めたという経緯がある。とすれば、当時の状況との比較も考慮して、その存廃の是非を検討すべきであろう
- 8) この規定は1981年6月に新設された条項で、95年末までは証券業務経験10年以上となっていた。新設の経緯は、1980年頃にいわゆる誠備グループの信用取引を悪用した株の買い占め事件があり、同グループのリーダー加藤某が歩合外務員であったことから当局が歩合外務員制度を嫌ったこと、とされる。当時から、株の買い占め事件と歩合外務員制度との因果関係が明確ではないとされてきたのである。再考すべきであろう。
- 9) 昨年末の改正までは証券会社は免許制であったので店舗も認可制であった。

(当所大阪研究所主任研究員)