

証券会社の経営組織と人事制度

二 上 季代司

要 旨

1. 大手証券会社のガバナンス構造は一般事業会社と同じく「状態依存的ガバナンス」であるが、メインバンクは対一般事業会社と違って証券会社に対しては監視機能が弱いとされ、免許制に基づく大蔵省の事前行政指導はこれに代替する役割を担ってきた。一方、大手証券会社のガバナンス構造が「状態依存的ガバナンス」であると言うことは、大手証券会社の経営組織、人事制度について基本的には事業会社と共通する「日本的経営」が貫徹していたこと、つまり日本の証券会社の場合には業務の特性が経営組織や人事制度に反映していないことを意味する。
2. これに対してアメリカの証券会社の経営組織、人事制度は製造業など他の産業と比べて異なっており、業務の特性が反映されている。投資銀行とワイヤーハウスとの間でさえ違いがあるのだが、他産業と比べてみても組織単位がはるかに分権のかつ自律的であり、人事権は各部門長にあり、昇進・報酬のベースは各部門によって異なるし、部門間の配置転換は原則的になく、昇進に関する考え方、報酬のあり方も他産業と著しく違うのである。
3. 日本の場合は組織構造が統制的であり、人事制度においても人事部の一括採用、包括的労働契約であり、配置転換は拒否できず、職能資格制度に基づく人事評価など他産業と異なるところはない。こうした日本的雇用慣行は固定費がかかることから収入が大きく変動する証券業には本来は不向きであるのだが、推奨販売政策を遂行する上では合目的的であり、財閥解体後の株主大衆化および資金のアベイラビリティ確保という、高度成長期に課せられた証券界へのニーズを満たすという観点からみると合理的であった。
4. 90年代に入って、日本経済の基調は大きく変化、発行会社と投資家の証券界に対するニーズは根本的に変わってきている。これに応じて企業戦略と組織設計は変わらざるを得ない。証券会社のガバナンス構造の変化も避けられないだろう。

目 次

はじめに

I. 経営組織にみる証券業の特殊性

1. 投資銀行の経営管理
2. ワイヤーハウスの経営管理
3. 小括

II. 日本の証券会社の経営組織

1. 大手証券会社の経営管理
2. 中小証券の経営管理
3. 小括

III. おわりに

はじめに

証券会社のコーポレート・ガバナンスに関する最近の研究によると、免許制時代における上場証券会社のコーポレート・ガバナンスは一般事業会社と異なっていたとされる。メインバンクが大株主の相当部分を占めていたにもかかわらず、仮に危機に瀕したとしてもメインバンクの救済機能に依頼するということはなく大蔵省証券局の指導・監督の下に再編の方策がたてられたからだとされる(小林[1999])。

一方、橋本[1999a, 1999b]は、登録制から免許制へ移行する直前の昭和40年証券恐慌における山一証券の危機と救済を例にとって、山一におけるコーポレート・ガバナンスの具体的あり方を詳細に分析している。すなわちこの論文では、登録制から免許制への移行以前においてもメインバンクの監視機能が弱く、これに代わって大蔵省証券局が証取法改正(免許制)の準備過程から事前的な行政指導を採用、監視機能を発揮していったプロセスが記されている。

一般に日本企業のコーポレート・ガバナンスは「状態依存的ガバナンス」とされている。「状態依存的ガバナンス」とは、長期継続雇用等を特徴とする日本的雇用慣行を基礎として、通常は企業のコントロールがインサイダー(内部出身の経営者)の側にあるのだが、企業業績が悪

化する経営危機の時には、外部のステークホルダーがコントロール権を握る企業統治の構造を云うとされる。ちなみに最大の融資シェアを持ち、かつ大株主でもあるメインバンクがコントロール権を握るのが一般的とされる。前掲橋本論文がつとに強調するように、山一をはじめとする日本の大手証券会社も、日本的雇用慣行を維持しており、従って一種の「状態依存的ガバナンス」の構造にあった。ところが、免許制以前においても証券会社に対するメインバンクのモニタリング機能が弱かった¹⁾とされる。そこに大蔵省証券局の監視・監督によって代替される根因があったと橋本論文は主張している、と解することが出来よう。

こうしてみると、再び登録制に復帰した現在、今後のわが国証券会社のコーポレート・ガバナンスの帰趨を読む鍵は、「状態依存的ガバナンス」が証券業において今後も続くのかどうか、ということにあらう。つまりもともと証券業に日本的雇用慣行を適用することは収支構造の面から適切ではないにもかかわらず、それが日本の証券会社に導入され、根付いたのであるが、それは何故か²⁾、その条件は何か、その条件は今度も維持継続されるのかどうか、という問題点に収斂されるのでは無かろうか。

本稿はこういった問題意識から、証券会社の経営組織、人事制度について日米比較を試みたものである。最初に本章の構成をみておこう。

第1節ではアメリカの例を取り上げて、証券業という業務の特殊性が証券経営にどのように反映しているのか、をみる。つぎに2節では、これまでの伝統的な日本の証券経営が戦後どのような経緯、事情で形成・確立されたのか、その特徴はどこに見いだせるか、論点を整理してみる。

I. 経営組織にみる証券業の特殊性

ラッパポート [1988] は、証券会社における経営組織、昇進の考え方、給与のありかたについて、一般企業と比べて次のような相違、特徴がみられる、と指摘する。

第1に、一般企業では組織を構成している単位が相互に密接に関連し合っており、製品の開発から販売にいたる製品全体の流れを作り上げている。しかし証券会社では必ずしもすべての組織単位が相互に関連しているわけではない。また関連している場合でも、従業員の多くは自分の属する部署は半ば自律的であり、独立したプロフィットセンターであると考えている。

第2に、一般企業では、従業員もマネージャーも組織上一段と高い地位への昇進を考えているのが普通である。昇進のチャンスは自分の仕事の質と量のバランスにかかっており、順調に階段を上れば上るほど多くの業務を自分の管轄下で学べると考えている。他方、証券会社の従業員の大部分は会社内での地位が上がるという意味での昇進が出来るとは考えておらず、そうした昇進を望んでもいない。昇進の階段を登ろうとする意欲も能力も自分の専門分野のマネージャーまでであり、担当者が専門家になり、自分の小さな組織単位の統括者となった時点で管理職研修は終了となってしまふ。加えて、多く

の証券会社では業務が相当に専門化、細分化されているので、幹部マネージャーも自分の管轄下の複雑な領域を全体として把握するのが難しくなっている。

第3に、一般の企業では昇進は昇給を伴い、マネージャーも一般従業員も昇進の階段を登るにつれ収入が増える。しかし証券会社では全く逆になる。マネージャーの収入が管理している従業員より遙かに少ないということがあり得る。すなわち高給がその人の組織上の地位と関係ない場合が多い（以上、ラッパポート [1988], pp. 2～4）。

こうした指摘は、証券会社の経営組織における特徴をよく伝えているが、若干の付言が必要と思う。一般に証券会社のビジネス（ここから各組織単位は分化する）は、①引受等の投資銀行、②ブローカー・セールス、③トレーディングから成り立っている³⁾。これらのビジネスはラッパポートのいうように相互に全く無関係というわけではないが、投資銀行業務と個人投資家向けブローカー業務は主体的には全く別個の業者によって担われてきたというのがアメリカ証券業界の歴史である。したがって投資銀行業者と個人投資家向けブローカー業者とに分け、ラッパポートの指摘を手がかりにしながらそれぞれの経営組織、人事制度の一般企業と比べての特徴を整理しておこう。

1. 投資銀行の経営管理

投資銀行の経営管理問題を取り上げたエクルズ＝クレイン [1988] は、全社的な戦略、組織設計はトップマネジメントが策定するが、その大枠の範囲内で特定の業務のための戦略（前者の企業戦略にたいして「業務戦略」とされる）はもっと下部の職階の者が策定するし、また業

務戦略を発展させ実行する人々によって組織構造は自己設計される、事業単位を組織化するうえで高度の自律性がみられる、という。こうした業務戦略の策定方法を、彼らは「草の根戦略策定方式=grass-roots strategy formulation」, 「積み上げ方式=bottom-up」と呼び、組織構造は自己設計能力を高めるべく伸縮のかつフラットであるという(同書、6章)。

もう少し具体的にみよう。アメリカの投資銀行の経営組織は、たいていの場合、①投資銀行部門、②セールス部門、③トレーディング部門、④調査部門、⑤総務等のサポート部門などから成り立っており、職能別部門組織といわれている。セールスとトレーディングの職能は部門別に分けず一括りにして商品別(エクイティ、債券、外為、コモディティ)に分割する場合も多く、さらにその下部に各商品ごとの事業単位(例えば国債、事業債、公共債など)に専門化する場合もある⁴⁾。

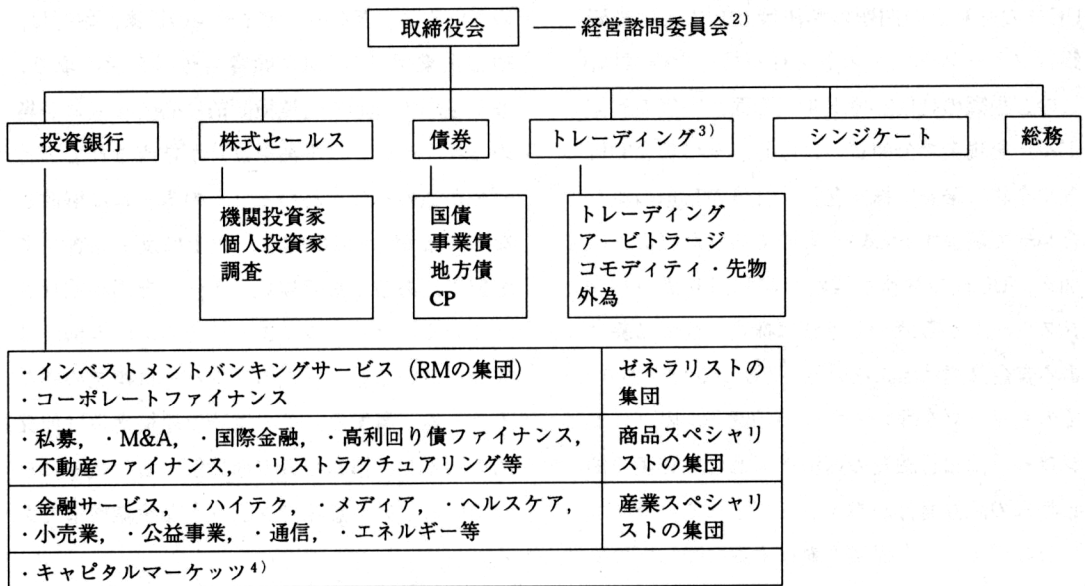
このような専門化、細分化の傾向はむしろ投資銀行部門内部において顕著である。1970年代まで多くの投資銀行業者はパートナー制を採っており、顧客企業との取引は歴史的なつながりや個々のパートナーとの個人的なコネクションに裏付けられたものであった(井手・高橋[1977], 280ページ)。この時代には、バンカーは顧客企業へのアドバイス、提案、価格設定、書類作成まですべての職務を担当する「ゼネラリスト」であり、一人のバンカーがすべてを仕切るこうした取引の仕方を「スターシステム」と呼んだ。ところが、70年代以降、顧客企業に提供する商品種類が多様化、専門化し、1人のバンカーでは対応し難くなった。新しい商品をラインアップすべく、大手投資銀行の投資銀行部門は市場別、商品別の組織単位に分化、専門

化していったのである。すなわち、①顧客企業を担当し日常的に接触してそのニーズをくみ取るバンカー(リレーションシップマネージャーと呼ばれる、以下、RMと略)をまとめた部署、②顧客企業の属する業種によってファイナンスニーズに顕著な違いがあるため、金融機関、メディア、エネルギー、小売業、ハイテク、通信など市場別にバンカー(産業スペシャリストと呼ばれる)をまとめた部署、③案件の設計に特殊な技能を有する商品が増えたことからプロジェクトファイナンス、リース、M&A、私募、国際金融など商品別にバンカー(商品スペシャリストと呼ばれる)をまとめた部署を設ける動きが広がっていった。

また市場の機関化の進展、為替と金利のボラティリティの拡大、82年導入の一括登録制により機関投資家に対するセールス・トレーディングが引受の成否を左右するようになったことから、キャピタルマーケット部を設ける投資銀行が増えた。このセクションに属するメンバーは、顧客企業を担当するRMのチームに配属され発行会社と密接に接触すると同時に市場に関する情報を入手すべくトレーディングデスクに配置される。セクションとしては投資銀行部門またはトレーディング部門の下におかれる場合が多い。上記の関係を図示すれば、大手投資銀行の経営組織は第1図のようになる。

(1) 自己設計的な組織構造

こうした新しい商品や事業分野を担当する組織単位の新設、組織単位の細分化、専門化の決定はもちろんトップマネジメント(経営諮問委員会などのゼネラル・スタッフ機能を利用する場合が一般的である)が行うのであるが、そのアイデアはボトムアップで下から上がってくる

第1図 アメリカのある大手投資銀行の組織図¹⁾

注1) 大手投資銀行各社の共通する要素を抜き出したもので、特定の投資銀行の組織図ではない。

注2) 取締役会の下部機関としてはこのほか、報酬委員会、監査委員会、オペレーション委員会等がある。

注3) 商品別（株式、債券など）にセールスとトレーディングを一括りにする業者も多い。

注4) 通常は債券であるが、株式のキャピタルマーケッツを別個に設けている投資銀行もある

のだとエクルズ＝クレインという。つまり、資本市場の変化が激しく、3～4年もすれば新商品も陳腐化する状況の中ではもともと長期的な戦略など立てられない。従って、市場や顧客に最も密着し、機会をみればそれを捉えてタイミング良く行動できる人にこそ業務戦略の策定を委ねるべきである。組織の変化は戦略の変化に、戦略の変化は市場の変化に左右されるが、市場の変化に最も密着しているのは末端のバンカー、セールス、トレーダーであり、彼らがイノベーションの担い手である⁵⁾。そして新しい業務や商品のアイデアがでたときにそれをすぐに実行に移せるよう彼らが組織を自己設計できるように組織構造でなければならない。

そのため組織構造は柔軟かつフラットでなければならない。案件によっては経営資源をどのように組み合わせるべきか前もって知ることは

出来ないから、異なる組織単位を横断しアドホックにチーム（事業単位）を作れるよう柔軟で、かつまた多くのレベルの人々に情報が即座に流れるフラットな組織構造でなければならない。投資銀行業務におけるディールの複雑さ、時間的切迫性がこうした迅速な対応能力を不可欠なものとする、という。

具体例としてエクルズ＝クレインは1986年秋のユニオン・カーバイド社（以下、UC社）が行った25億ドルの資本構成再編計画を挙げている。これより前に、某社にTOBをかけられていたUC社は、株主に現金プラス3種類の高利回り社債で株式を買い戻す対抗的なオファーを提案、これによってTOBを葬り去ったのであるが、この3種類の高利回り社債には敵対的買収者が会社の資産を勝手に処分できないよう財務制限条項を付けたため、その後のUC社の事業展開

の大きな制約になってしまっていたのである。UC社の財務上の問題の解決策として大手投資銀行ファースト・ボストン社が行った提案は、この3種類の社債25億ドル（額面、時価で30億ドル）を現金で公開買い付けし、その資金30億ドルを銀行融資、株式発行、社債の私募の組み合わせで調達するというものであった（これに加え、UC社の財務状態から高利回り債がバランスシートから消えなければ株式と社債私募による資金調達は出来ないというジレンマがあり、そのギャップを埋めるための10億ドルのブリッジローン、銀行融資の返済計画として資産売却と将来の証券発行がパッケージされていた）。

このディールを提案、執行するに際してのファーストボストン側での事業単位は、投資銀行部門の産業スペシャリストがUC社のリレーションシップマネージャー（以下、RMと略）となり、彼が部門横断的にチームを編成して進めたが、その際にディールに加わった人たちの所属部署と役割は第1表の様になっている。

以上のように、投資銀行の経営組織は一応は

階層組織になっているものの、それは大枠を決めているにすぎない。ディールの提案、執行は、顧客企業担当のRMが顧客ニーズを汲み取り、彼が主導する形で組織横断的に必要な人員が集められてチーム（事業単位）が結成されてディールが進められ、終わるとそのチームは解散となる。しかもRMは常時、数十に及ぶ顧客企業を担当、あちこちで複数のチームを同時並行させている。ディールによってそのチーム構成は異なっているし、一人のメンバーは複数の異なるチームに属する。その意味で組織構造は伸縮的であるし、情報が各方面に伝わる仕組みになっているという意味でフラットな組織構造である。

（2）経営管理統制システム

ところでこのようにディールを進めるに際して階層組織を縦横無尽に横断して事業単位が結成され、権限と責任も多重的に共有されるのであれば、なぜ経営資源をわざわざ組織単位に細分化、専門化して階層組織を設計するのだろうか

第1表 ユニオン・カーバイド社の資本構成再編計画（1986年）を提案、執行したファーストボストン社側の主要関係者

所属部署（肩書きまたは職階）	役割
エネルギーグループ（VP）	UC社のリレーションシップマネージャー（RM）
1. 高利回り債（財務制限条項付き）の買い戻し関係	
高利回りファイナンス部門（VP）	現金交換がベストとアドバイス
高利回り債券セールス・トレーディング（MD）	債券買い戻しの案を作成、現金交換の際の買い戻し価格決定
リストラグループ（MD）	財務に与える影響を調査、株式発行の幹事事務
2. 資金調達関係	
経営執行委員会（財務最高責任者）	ブリッジローン供与を承認
銀行融資部（VP）	UC社の銀行および資本市場からの資金調達能力を審査
株式セールス・トレーディング（MD）	株式発行の実行可能性を検討
エクイティキャピタルマーケット（VP）	株式の売り出しの準備（セールスに必要な文書＝販売仮契約書の作成など）、株式のセールス、トレーディングと投資銀行部門との橋渡し
私募ファイナンス部門（MD, VP）	機関投資家に直接引き受けてもらえる種類と額を決め、彼らに接触＝販売

出所：エクルズ＝クレイン [1988]、第1章より作成。

注1）職階のMDはマネージングダイレクター、VPはヴァイスプレジデントの略。

注2）このディールにおけるRMの職階はVPであるが、このクラスの大会社になるとMDがRMを務めるのが通例である。

か。その理由は、採用、配置、昇進・昇給のベース、管理会計の単位が部門ごとになっているからである（この点はアメリカの一般企業と同様である）。専門化が高度に進んでおり、部門間にわたる人事異動は極めて少ないのである。

そして組織構造が自己設計的であるだけに、会社から見て利益にならない顧客やディールを追いかけたり、逆に今はビジネスが見込めなくても将来性のある顧客、会社から見て大事な顧客をおろそかにしたり、部下の育成を怠ったりする可能性があることから、これを防ぐために一般企業に比べてむしろ強固な管理統制システムが必要になる、とエクルズ＝クレインはいう（同書、7章）。この経営管理統制システムは、業務とパフォーマンスを測定して無駄をチェックすることを目的としており、評価手段として①顧客企業訪問活動の報告書のチェック、②顧客企業による担当者の評価、③部門内、部門間での相互評価、④財務上の業績、が利用される。

訪問活動の報告書作成は、①担当顧客に関する重要な情報源の共有手段、②今はビジネスを生んでいない見込客にも時間を費やすようしむけるための手段、③ライバルにさらわれたディールに注意を払う手段、という役割が期待される。客による評価としては、グリニッチ・アソシエイツなど第三者が顧客へのアンケート等を通じて行う外部評価を利用するのが一般的であり、これによって各投資銀行の訪問努力の質について広範な情報が他社比較で入手できるのである。こうした外部評価はバンカーだけではなく、セールス、トレーダー、企業アナリストについても行われている。

第3の部門内、部門間での相互評価とはいわゆる「360度評価」と名称されるもので、上司

が部下を評価するだけではなく、部下が上司を評価し（上下の評価）、他のセクションの者を評価し、評価されあう（横の評価）相互評価のシステムを言う。例えば、投資銀行部門ではRMは商品スペシャリストを（商品について技術的側面の理解が正しかったか、顧客企業に対する説明会は有効だったか、商品の応用の機会が多かったか、協力の度合いは、等）の観点から評価し、逆に商品スペシャリストはRMを（担当顧客に対してどれだけ有効な戦略をもっていたか、商品についての理解度、チームメンバーとの意志疎通、協力の度合い等）の観点から評価する。チームを組んでいることがそうした相互評価を必要とし、可能にもする。

最後の財務上の業績とは、獲得したディールの収入額、ディール別・業務別の収益性である。一件のディールに対する各部門の貢献度の計り方としては、関係した部門に全収入を割り当てることが一般的である。これは二重計算になるが、収入を貢献度に応じて分割する方法は恣意的になるし、少ないと感じた部門は今度から協力しなくなるからである。

（3）昇進と報酬

以上のように管理統制システムはさまざまな手段を使って従業員の昇進・昇格、昇給、ボーナスの査定を行うのである。ところで、昇進・昇給に対する考え方はバンカー（投資銀行部員）とセールス、トレーダーでは若干異なっている。バンカーでは、大卒入社は「Analyst」、大学院（MBA）卒は「Associate」から出発し、Analyst→Associate→Vice-president→Managing-Director（役員クラス）の順で昇進して行くし、これに応じてサラリーは昇給していく。報酬はサラリーの他にボーナスがあり、経費控除後の

ボーナス・プールから支払われる。このボーナス・プールは当初は部・課別に細分化されていたが、これでは部・課間の協力が損なわれると言う懸念からより大きなプールへ統合される傾向にある。職階があがるにつれ報酬に占めるボーナスの比率は高くなる。こうしたことから、昇進すればするほどサラリーは上がり、しかもそれを上回る率でボーナスも増えることから投資銀行部門では昇進を考えない人はいないし、昇進と報酬は密接に関連している。トレーダーもややこれに近い。

これに対して、セールスは違うのである。セールスにおける報酬は「完全コミッション＝歩合給」と「サラリー＋ボーナス」の2通りあり、「完全コミッション」の場合には、ラッパポートの言うように昇進など考えないケースが多く、生産性の高いセールスは自分の属する部署のマネジャーよりはるかに高額のコミッションを稼ぐ場合も多い。これに対し、「サラリー＋ボーナス」の報酬形態をとる場合には先ほどの投資銀行部門の場合と似てくる。しかし、投資銀行部門とセールス・トレーダー部門は別個に人事権があり、昇進・昇給の基準も違うので、ラッパポートの言うように自分の組織単位の統括者となった時点で昇進は終わり、と考える人は多いのである。

2. ワイヤーハウスの経営管理

広範な地域に支店を設け、そこで主として個人投資家向けのブローカー業務を営む業者を「ワイヤーハウス」と呼ぶが⁶⁾、こうしたワイヤーハウスにおける経営組織、昇進への考え方、昇進と報酬の関係においてこそラッパポートの指摘が最もよく妥当する。

ワイヤーハウスの経営組織は、①各支店、②

商品部、③調査部、④受渡、事務処理などのサポート部門からなっており、大規模になってくれば、支店所在の地域経済状況によってマーケティングのやり方を変えた方が効率的であるため各支店を地域ブロック別に統括する場合もある。業務の流れをみると、末端の支店では営業員が調査部作成の推奨リストに基づいて勧誘行為を行っており、顧客から株式の注文を受けると、それは商品本部（株式部）に回送、執行される。さらに受渡部が資金・証券の受け渡しを担当し、事務処理部を通じて売買報告書など必要書類が作成、顧客に送付される。つまり、支店のセールスも商品部や調査部、バックオフィスとの協働関係にあるのだが、投資銀行業務のようにディールごとのアドホックな協働作業ではなく、ある程度、定型化されている。なにより支店セールスのブローカーは自分一人で顧客対応が可能であり、彼こそが収入を生むプロフィットセンターであるだけに、彼の自立心は極めて高い。

したがって彼の属する支店こそが分権化された組織単位となるのであり、そのマネージャー＝支店長にブローカーの採用権限を持たせることが自然の成りゆきとなる。本社の支店に対する決定権限は全体としての経営方針、ブローカーやアシスタントなど従業員の給料・諸手当、手数料表、営業コスト、内部金利、証拠金取引の条件、広告費などであり、サポートとしてはリサーチ、執行・受渡などのバックオフィス、ブローカーへの教育研修、商品の社内マーケティング等であって、それ以外の営業の方法については原則ブローカーの裁量に委ねられている。すなわち、ここでもボトムアップ的な業務戦略がみられる。

したがってトップマネジメントが下す個人営

業の戦略としては、どこに支店を設置するか（支店戦略）が中心となる。経営管理システムとしては、当然のことながら支店管理とその業績評価が中心となる。業績評価の基準としては、①販売高、②梓一杯の人数までブローカーを雇用しているか（稼働率）、③ライバル会社からの程度、生産性のあるブローカーを引き抜けたか、④従業員がやめていく頻度、⑤新規口座開設、⑥預かり資産、⑦経費、⑧主力商品（Focus Products）を適切な顧客にどの程度販売しているか等、である。また、そのほかの評価項目としては、①顧客からのクレームがないか、②コンプライアンス遵守、③受渡期日が守られているか、などであり、これが次期の支店予算ならびに支店長のサラリーとボーナスを決めていく。（以上は、大阪米国証券市場視察団[1991]におけるメルリンチ社ダベンポート支店の例である）。

支店所属のセールスにはその地域の機関投資家向けブローカーも配属されているが、大部分は個人向けブローカーであり、その報酬は「完全コミッション＝歩合給」である⁷⁾。昇進して支店長になろうという考えをもたない人は多いし、支店長の給与をはるかに上回るケースも一般的である。証券会社とブローカーは使用者と被用者の関係にあるが、証券会社は生産性の高い顧客を持つブローカーを求め、ブローカーは優れた調査能力、執行能力、ブランドイメージ、高い歩合戻しを提示できる証券会社を求め、その均衡点で雇用関係が結ばれると言う関係にあり、ブローカーの起業家精神は高いのである。

もっとも、最近ではコンサルタント機能を求める顧客が増えてきたこと、投信ブームに代表されるようにパッケージ商品が増え、しかも取り扱い商品が爆発的に増大したことから、マー

ケティングの面で、顧客担当者であるブローカーよりもマネージャー（支店長）さらには証券会社側の関与の余地が増えてきた。地域顧客からの受注獲得競争力強化のための商品構成とその開発、マーケティング、供給体制は、証券会社本社が企画すべき重要な業務戦略である。証券会社のような会社では、最初の顧客は文字通り社外ではなく社内にいる、つまり社内マーケティングは営業担当者であるブローカーに対する教育という色彩が強くなる。この商品開発、マーケティング、供給は商品本部が担当するが、にもかかわらず、これをブローカーに押しつけ販売することは出来ない。もしそうしたことをすれば、ブローカーは顧客を引き連れて他社に移籍する、それほど自律性の高い職務なのである。

3. 小括

以上のようにアメリカの証券会社は、投資銀行業者、個人向けブローカー業者ともに一般企業と比べて経営組織、人事制度について顕著な違いがある。その違いのよってくるところは、組織設計を規定する戦略、その戦略をさらに規定する市場の力が決定的に大きいということだろう。投資銀行では企業戦略を規定する市場ならびに顧客のニーズがあまりに専門化、多様化している。このことが組織単位を極度に細分化、専門化させ、各組織単位に分権的、自律的な意志決定をもたせるようになる。ところでこの結果、同じ顧客に対して各組織単位がバラバラに接近し営業の効率性を欠く⁸⁾というデメリットの可能性が考えられる。そこで、顧客企業ごとに特定のRMをはりつけ、彼が主導する形で各ディールごとに組織単位を横断したアドホックな事業単位（チーム）を迅速に立ち上げらせる、

という業務戦略が自然発生的にできたのである。そうした業務戦略が可能であるような伸縮的かつフラットな構造になるよう組織の設計がなされるのである。他方、このことが、逆に極めて複雑かつ厳格な管理統制システムを必要とさせるのである。各組織単位は互いに協働しあう関係にありながら、高度の専門性のために昇進の最終点は各部門長にとどまるのが一般的であるし、サラリーのベースも部門ごとに異なり、半ば自立的である。

他方、個人向けブローカーを多数抱える多店舗展開のワイヤーハウスでは、ブローカーこそが顧客を抱えているのであり、そのニーズは彼を通じて満たされる。従って、彼（ないしはその集団である支店）こそが組織単位であると同時に事業単位である。ブローカー業務は相場商品を扱うことから収入の振れは大きく、それは証券会社として制御不可能であり、このことが個人向けブローカーの報酬を完全コミッション制にし、起業家精神の高い仕事にしている。いずれにおいても、市場の力、顧客ニーズの重要性（あるいは「消費者主権」といいかえてもよい）が規定要因としてある。

Ⅱ. 日本の証券会社の経営組織

1. 大手証券会社の経営管理

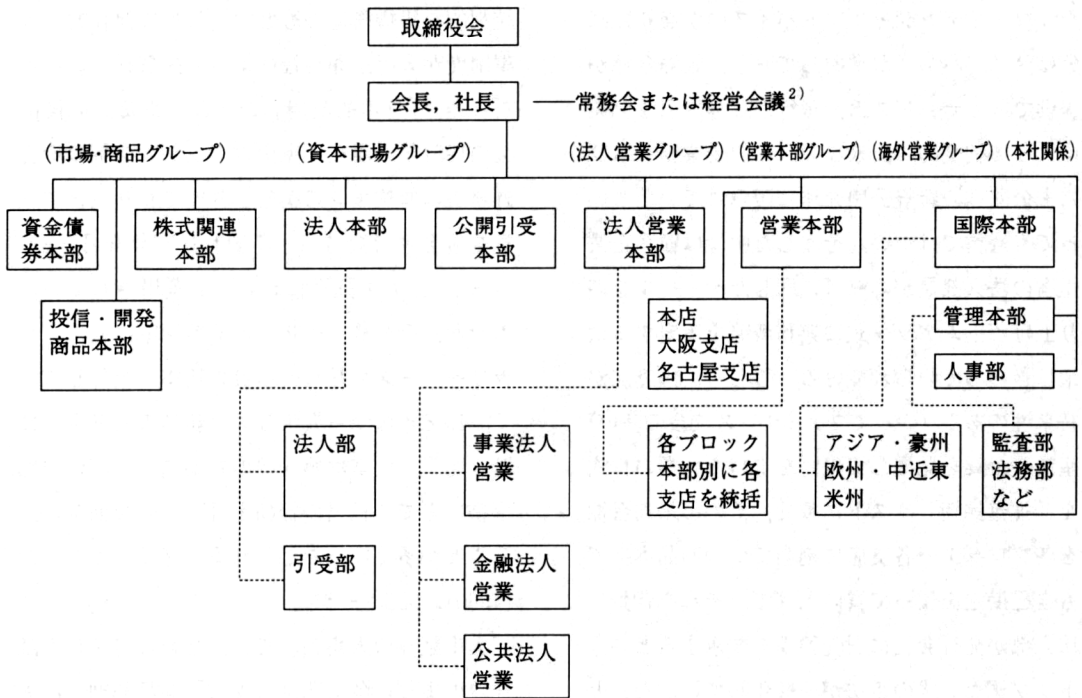
一方、日本の場合には、エスタブリッシュメントである大手証券の経営組織、人事制度において、証券業としての特殊性が反映しておらず、いわゆる「日本的経営」が証券業においても貫徹していた、と言える（もっとも、この点は90年代に入って変質し始める）。変革が始まるのは91年「証券不祥事」の頃からと考えられるので、その直前の大手証券の経営組織と人事制度

を見よう。日本の場合には有価証券報告書に組織図が掲載されている。それを参考に図示したのが第2図である。

一見すれば明らかなように、こちらも一種の職能別組織となっており、アメリカの証券会社と大きな違いはない。旧大手証券4社は投資銀行業務に相当するホールセールと個人向けブローカー業務であるリテールの両方をあわせ営む「総合証券」であり、組織単位としては、①投資銀行（ $\longleftrightarrow$ 法人本部＝法人部、引受部、公開引受部）、②機関投資家向けセールス（ $\longleftrightarrow$ 法人営業本部）、③トレーディング（ $\longleftrightarrow$ 株式本部、資金債券本部）、④個人向け営業（ $\longleftrightarrow$ 営業本部、及びその傘下の各支店）等のようにアメリカの証券会社の組織単位と照応関係にある。この照応関係は証券業という同じ職能を営んでいるのであるから、当然のことといえよう。

（1）統制的な組織構造

問題はむしろ、それ以外のところにある。第1に、証券会社に限ったことではないが、日本企業は各組織単位の自立性が弱く分権的ではないことである。日米の事業会社の経営組織を比較した伏見・渡辺[1995]は、日本企業の特徴として次の諸点を挙げる。①事業会社では日本でも事業部門別組織が一般的であるが、各事業部は包括的に職能管理の権限を備えるケースが少ない、すなわち自主独立の経営単位といいつながら経営トップが関与する例が多い、②事業本部長の権限と責任が対称的ではないし（設備投資、人員投資の決定権限がないのに利益算定方式では人件費、減価償却費、金利が控除される）、事業部長の業績評価は報酬や処遇に反映しない、等である。ここに指摘されたことは、つい最近までの日本の大手証券会社にも当ては

第2図 90年代初頭の日本の大手証券会社の組織図¹⁾

注1) 当時の大手証券4社(野村, 大和, 日興, 山一)の共通する要素を抜き出したもので, 特定の証券会社の組織図ではない。

注2) このほか, 各種委員会, 審議会などのゼネラルスタッフがある。

まる。

すなわち, 証券会社の経営資源は人そのものであるが, 本社人事部がその採用権限を一手に握っており, 各部門(組織単位)は採用権限を独自に持っていない。また企業戦略はもちろん業務戦略においてもトップダウン式の戦略策定が1990年代に入るまで続けられてきた。例えば, 大和証券([1963], 486~498ページ)は次のようにいう。業務本部(のちの営業本部)は各本店の1年(および四半期)ごとの収支目標を立案し, 常務会の決定を経て各本店別に予算を作成する。常務会は全社的立場に立って経営の基本計画, 総合予算, 部門計画などを決定, 承認する機関であり, ここでの決定が各本部長に指示される。一方, 各支店は地域ブロック別にまとめられており, 各ブロックの調整機関である

ブロック連絡部(のちブロック統括部)が管下支店の収支予算, 出来高目標を調整配分し, ブロック担当役員が管下支店に目標を割り当て, 実際収益との比較・評価に当たる(これがいわゆる「ノルマ営業」と称されるものである)。すなわち, 支店長には人員の採用権限をはじめ大した権限もないのに, 目標達成の責任は重いのである。これは大和証券の例であるが, 他の大手証券も同様であったと考えられる。

以上は支店営業における業務戦略がトップダウン方式であること, 支店長の権限と責任は対称的ではないことをみたのであるが, ホールセールにおける業務戦略もまたボトムアップ方式とは言い難かった。戦後の高度成長期を通じて日本企業におけるコーポレートファイナンスの最大目標は資金のアベイラビリティ確保であり,

しかも資金供給源は圧倒的に銀行に依存していた。ファイナンシャルアドバイスのかなりの部分はメインバンクが掌握しており、証券会社が提供できるサービスは、銀行が証券取引法65条によって制度的に出来ない証券引受業務ならびに未公開株の新規公開業務に限られていたといっても過言ではない。そうした中では顧客企業担当の法人部員がニーズに即したディールを練り上げボトムアップ式に業務戦略を策定する余地はきわめて限られている。むしろ、調査部が将来性のある(従ってファイナンス機会の多い)産業、企業を発掘して狙いを定めた企業の株式を「推奨銘柄」リストに載せ、その出来高目標を各ブロッカー→各支店に割当てつつ商品本部でも自己勘定を使って買い上げて、それを背景に法人部が発行会社に引受幹事を要求するというトップダウン式の手法が一般化していった、と考えるのが自然だろう。

ところで、日本企業にはこれとは一見、相反する見方もある。実質的な権限したがって仕事(あるいは意志決定)に必要な情報も組織の下部に多く配分され、仕事の改善も下から提案されるボトムアップ方式だ、という見解である(今野浩一郎 [1996], 23~25ページ)。こういったボトムアップは日本の大手証券会社ではバックオフィスの改善などにはみられたものの⁹⁾、トップダウン式の営業政策の統制力が強すぎて、アメリカの証券会社におけるような、本業に即したボトムアップはみられなかったのでは無からうか。

(2) 日本的雇用慣行

もちろん、職場小集団内における企業親和的な従業員の教育・育成など日本企業に特徴的な労務管理は大手証券会社にもみられたのである。

すなわち、組織単位に自主的権限を持たせない統制的な組織構造のもとで、これに親和的な人事制度が大手証券会社によって採られることとなった。「日本的雇用」がそれである。戦後直後の1951年末現在、完全コミッション制の歩合外務員は営業マンの67%を占めており(日本証券業協会連合会『二十年史』1972年6月, 891ページ)、大手証券においても多用されていたのだが、その後、一貫してその比率は低下、サラリーベースの社員外務員の比率が上昇していく。1955年頃から大手証券は新卒の大量採用に踏み切り、大卒は第一線の営業に、高卒は内部事務に当てて相当の経験を経たものを前線に送ることが多くなったとされる(ダイヤモンド社 [1960], 225ページ)。

大手証券の人事制度では、社員はアメリカ証券界のように各部門別(支店、商品部門、法人部門、引受部門など)に採用されるのではなく、本社人事部で一括採用される。また職務ごとに権限と責任の範囲を細かく決める契約ではなく、漠然とした包括的な雇用契約が結ばれ、入社後は各支店、各部門に配置替え、転勤があり、広範な職種を経験するのが一般的である。人事考課としては1960年前後から「職能資格制度」が導入されていく。

もともと職能資格制度は仕事から離れて個人の職務能力全体を評価対象とするものであり、業種、職種に大きな違いがないのである。この職能資格制度に基づいて社員の職務遂行能力を評価し、それで等級付けを行って、給与と役職が決められていくし、能力向上が認められ職能資格等級基準がランクアップすることによって昇進、昇給していく。

この職能資格制度では等級と給与、役職はほぼバラレルに対応しており、昇級(あるいは昇

格)しなければ給与も役職も上がらないという関係にある。しかも各等級には最低滞留期間があって、ある程度の年齢に達しなければ給与も役職も上がらない年功序列の属性がある。したがって、自分の属する組織単位の業績如何は、ある程度ボーナスに反映する仕組みにはなっているものの、全体として大手証券会社においても業績給的な要素は低かったのである。この結果、業績評価はただちに報酬や処遇に反映するのではなく、長期間かけて職能資格におけるランクアップという形で間接的に昇給、昇進に反映するのであり、それがインセンティブとなる。

職能資格制度は仕事(職務の質や業績)から離れた評価システムであり、配置転換が容易で、能力開発のインセンティブが働きやすい評価システムである。以上の結果、多くの支店と複数の部門をもつ大手証券会社で従業員は支店間、部門間で頻繁な配転を経験し、幅広い能力を身につけ、会社に対するロイヤルティを高めていく。このことは、社の方針をうけて担当業務を遂行する能力を評価するので会社に対する忠誠心は培われやすく、推奨販売やノルマ営業には親和的である反面、顧客との関係が密接になりにくくなり、担当業務への深い知識も培われにくい、というメリット、デメリット両面を持つこととなるのである。アメリカの証券会社とは対照的であり、統制的な組織構造に照応した人事制度となっているのである。そして、こうした従業員の中から経営陣が選抜されることは、会社へのロイヤルティを高めると同時に、経営陣もまた長期雇用の維持に努めるようになることは言うまでもない。

2. 中小証券経営

他方、中小証券はこれとは違っていた。大手

証券を除く圧倒的多数は小規模の中小証券であり、業務内容は個人向けブローカー業務が中心であるが、1980年頃までは営業員の多くが完全コミッション制の歩合外務員だったのである。経営者の関心はいかに生産性の高い顧客を抱えた歩合外務員を獲得するか、彼らにどれだけ長く在籍してもらうか、であり、信用取引供与の枠設定など重大な決定事項を除き具体的な営業方針は歩合外務員に任せられていたといえよう。この意味ではアメリカのブローカー業者によく似ていたのである。

但し、決定的な点で違いがあった。それは営業手法である。日本の中小証券の営業員には短期回転売買の顧客が多いのである。もちろんアメリカのブローカーの顧客にも回転売買の客はいるのだが、日本の場合にはそれが偏りすぎているのである。その理由は、大手証券の営業戦略から由来する。

大手証券の「推奨販売」政策は、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る。そこで中小証券の営業員の間では業種・会社分析よりも4社が次にどの銘柄を取り上げるか、それをウォッチするのが最大の関心事(「4社ウォッチャー」)となっていた。営業の主体をなす歩合外務員は証券会社からの独立心が強くむしろ顧客への忠誠心が高いのであるが、顧客に長期の財産形成のアドバイスをするよりも市場情報を提供して短期に儲けて貰う方が手っ取り早いため、次第に短期回転売買に傾斜した顧客が偏重するようになってしまった。したがって、歩合外務員による証券事故への対策、コンプライアンス上の負担は重くなっていき、潜在的に

は歩合外務員から社員外務員への置き換えを図ろうという考えを持つ中小証券の経営者が増えていったのである。1980年の誠備事件がそのきっかけとなった¹⁰⁾。

3. 小括

以上のように、日本の証券会社の経営組織、人事制度はアメリカのそれとはかなり異なっている。しかし、組織は戦略に従い、戦略は市場に規定されると言う原則はやはり貫徹しているのである。すなわち、日本における「市場の声」とは、顧客企業の多岐にわたる財務上のアドバイスとその執行とか、個人投資家の長期的な財産形成に向けたアドバイスとその執行ということよりも、新規証券発行を通じた産業界への資金のアベイラビリティの供給確保、これこそが最も優先されるニーズだったのである。

すなわち、戦後の証券業界の使命は、財閥解体によって放出された株、のちには高度成長下で活発となった有償増資株の円滑な消化にあった。大量に供給される株券を値を崩さず消化させる方法としては、自ら営業網を持つか、各地の証券会社をシンジケートに組織化するかのいずれかしかない。前者の方法は固定費がかかることから、通常はシンジケート団を結成するのが一般的なものである。しかし終戦時の株主層は極めて限られていたうえ、直後の財閥解体や富裕層の没落（農地改革、華族制の廃止、財産税の徴収等）により従来の株主層は姿を消したため、改めて新規顧客の開拓が必要となった。そこで、戦前すでに公社債業者として全国の日銀本支店所在地に店舗を持つ野村、大和、日興、山一が営業員を動員し、宣伝活動によって新規顧客を開拓していった。このときの宣伝活動が後の「推奨販売」の原型となった。また会

社への忠誠心のない歩合外務員では顧客開拓の目標達成がおぼつかないことが認識されて1955年前後からの新卒大量採用、日本的雇用慣行の導入につながっていくのである。

一方、多店舗・大量の社員セールスは固定費がかかり不況期には財務体質が悪化する。これに対し、大手4社は社債の引受、募集、投信運用の各業務を多角的・総合的に営み収益源の多様化をはかることで対処した。このときも公社債業者としての戦前の活動が幸いした。社債は1970年頃までは規制金利と受託銀行主導の起債統制のために引受機能が実質的に働かず幹事証券や引受シェアは市場原理によって決定できなかったため、戦前の起債活動の実績に準拠して決めざるを得なかったし、投信業務も戦前の実績を勘案して免許が下されたからである。こうして起債の主干事は大手4社間で持ち回り、起債シェアも併せて8割と固定化され、投信業務の免許もいち早く4社に認められた。4社は多角化のメリットによって固定費の負担をカバーし得たのである。他方、準大手証券も4社に追随して同じ経営路線をとったが、多角化のメリットを十分享受できず、不況期になると絶えず財務悪化に苦しみ証券再編の中心舞台となっていくのである。

このようにみると、大手証券にみられる企業戦略（推奨販売、ノルマ営業等）、統制的な組織構造ならびに日本的雇用慣行は、産業界に大量資金を供給するメカニズムとしては合理的であったということが出来る。そして中小証券が4社ウォッチャーとなって、4社推奨銘柄を取り上げてくれば、推奨販売による相場への影響は倍加する効果が見込めることから、大手証券は中小証券の系列化を積極的にすすめ、これと並んで「〇×会」のような情報交換のグルー

ブ化にも熱心になっていく。こうして大手証券による中小証券系列化が進められ、「4社寡占」という業界構造ができあがっていったのである。

Ⅲ. おわりに

以上、証券会社の経営組織、人事制度について日米比較の観点から論じてみた。日本の大手証券会社の経営組織、人事制度は、業務の特性からみると適切ではあるが、財閥解体後の株主大衆化および資金のオペラビリティ確保という、高度成長期に課せられた証券界へのニーズを満たすという観点からみると合理的なのである。

したがってまた、こうした事情が、今日、根本的に変化してしまったとすれば、経営組織、人事制度も変わらざるを得なくなるだろう。戦略と経営組織を究極的に規定している「市場のありかた」、「顧客ニーズ」が変化してしまえば、証券経営は変革されざるを得ない。これに応じてコーポレートガバナンスも変わってこよう。しかしこの検討は別稿に委ねたい。

注

- 1) メインバンクの監視機能が弱かった理由として、橋本論文は、当時の山一の経営陣によるメインバンクの監視を無効にしようとする行動を挙げているが、それが唯一の理由というのか（もしそうなら大手証券会社に共通ではなく、山一の特例ケースということになる）、あるいは別の理由（メインバンクは対事業会社と違って証券会社に対する監視機能が弱い、あるいはそのインセンティブが弱い）があるというのか、この点、読んだ限りでははっきりしない。筆者は、そもそも当時のメインバンクは自らの融資リスクを増資や起債によって肩代わりさせており、そのことが主幹事証券会社の経営への深入りに警戒的であった理由である、と論じたことがある（二上[1990]、第3章）。
- 2) この理由として、橋本[1999a]は労働市場における他産業との競争（証券会社も新規採用の労働市場とくにごく大卒新規採用市場では他の産業の大企業と競争していた）をあげる。もちろん、これが大きな要因であったことは間違いない。ただ、歩合外務員による営業という途もあ

り得なかったことはないことも否定できないだろう。

- 3) このほか、業者によっては多角化の一環として様々な業務に乗り出しているが、そのうちで投資顧問・投信運用などアセットビジネスは、重要なプロダクトラインになっている。
- 4) 商品別にすべての職能を一括りにした組織単位（事業部門別組織）は1986年までの地方債についてみられた。すなわち地方債は発行者のはっきりしたセグメント（公的機関）、86年税制改革までは税制上の優遇措置を享受する投資家層のはっきりしたセグメントが認められたため、多くの投資銀行では地方債部門を設け、そのなかに地方債専門のインベストメントバンキング、セールス、トレーダー、調査の各セクションをひとまとめにしていたのである。87年以後、この組織は解消されていく。
- 5) ボトムアップ式にわき出た業務戦略のアイデアの一例としてエクルズ＝クレインは、「乗っ取り防衛」を挙げる。
- 6) 各支店をケーブル通信網で結んだことから、この名が付いたとされる。
- 7) 歩合戻しは手数料収入の4割前後である。機関投資家向けブローカーの場合は既に見たように「サラリー＋ボーナス」あるいは「完全コミッション」のどちらかであるが、後者の場合の歩合戻しは、調査部アナリストやトレーダーの関与が高くなるため、20%前後と低くなる。
- 8) メリルリンチは1983年に投資銀行部門のかなり大規模な統合を行っているが、これは78年に買収したホワイトウェルドをはじめとする投資銀行関連のセクション相互間ならびに特にセール・トレーディング部門との連携が芳しくなかったことが原因とされている。
- 9) 従来指摘されてきた、日本企業のボトムアップ的な組織的特徴は「QC（品質管理）運動」にみられるように従業員の実験が firm specific な製造業、しかもその現場という比較的限制された組織単位の内部において妥当する条件付きの特徴だったのでは無さそうか。すなわちこうしたボトムアップ方式は日本企業の組織全体に貫く特徴であるかどうか、疑問のように思われる。
- 10) 「誠備グループ」の買い占めが発端となって歩合外務員の資格基準を規定する証券業協会の規則が強化された（1981年）。そのことが中小証券における歩合外務員から社員外務員への置き換えを一気に加速させる契機となった。

【参考文献】

- 井手正介・高橋由人 [1977], 『アメリカの投資銀行』日本経済新聞社。
- 大阪米国証券市場視察団 [1991], 『大阪米国証券市場視察団報告書』日本証券業協会大阪地区協会。
- 小林和子 [1999], 「証券会社のコーポレート・ガバナンス」『証券経済研究』19号。
- 今野浩一郎 [1996], 『人事管理入門』日本経済新聞

社。

ダイヤモンド社 [1960], 『産業全書 4 ——証券』ダイヤモンド社。

大和証券 [1963], 『大和証券60年史』。

二上季代司 [1990], 『日本の証券会社経営』東洋経済新報社。

日本証券業協会連合会 [1972], 『二十年史』。

橋本寿朗 [1999a], 「証券会社の経営破綻と間接金融・長期雇用システム」『証券経済研究』19号。

—— [1999b], 「山一証券の経営破綻と銀行管理下の再建」『証券経済研究』21号。

伏見多美雄・渡辺康夫 [1995] 「マネジメントコントロール・システムとしての事業部制とカ

ンパニー制」『慶応経営論集』13巻1号。

藤原・木村 [1956], 『証券白書』。

Eccles, R.G., & Crane, D.B., *Doing Deals, Investment Banks at Work*, Harvard Business School Press, 1988. (エクルズ, クレイン (松井和夫監訳) [1991], 『投資銀行のビジネス戦略』日本経済新聞社。)

Rappaport, S.P., *Management on Wall Street: Making Securities Firms Work*, Dow Jones-Irwin, Inc., 1988. (ラッパポート (藤原英郎訳) [1991], 『アメリカの証券会社経営』東洋経済新報社。)

(当所大阪研究所 主任研究員)