

## 投資アドバイスについて

はじめに

最近、新聞等で毎日のように、個人金融資産二二〇兆円という数字が取り上げられ、資産管理・運用ニーズの高まりが指摘されている。事実、大手証券や銀行は、投資顧問会社と投信委託会社を合併させるなど、資産運用能力の向上を図っており、また、外資系資産運用会社の日本進出も本格化しつつある。一方、大蔵省も、資産管理サービスの一つとして一任勘定取引を解禁する方向にあると伝えられている。米国においても、一九七五年の委託手数料の自由化以降、証券会社の業務の中で最も高い伸びを記録したのが資産管理業務であり、自由化の迫る日本の証券会社にとってもその重要性は今後ますます高まると思われる。

このように注目を集めている資産管理・運用サービスであるが、では、それはそもそもいかなるサービス、業務なのかを考える場合、高度な運用技術や執行テクニクが探求されると同時に、その基本にあるのが投資アドバイスであるということも再確認されるべきではないかと思われる。解禁が議論されているラップアカウントも、後述のように投資アドバイスを分解（アンバンドリング）した商品と考えることができるであろう。また、委託手数料自由化後には、一方で手数料を下げるブローカー（ディスカウント・ブローカー）が現れると同時に、他方で、価格ではなく顧客へのサービスの質で競争する証券会社（フルサービス・ブローカー）も現れるはずであるが、その際のサービスとは、基本的に投資アドバイスになると思われる。では、投資アドバイスとはそもそもいかなるサービスなのか、周知の事柄であるかもしれないが、米国証券会社と比較しながら、日本の証券市場に

おける投資アドバイスの役割について簡単にまとめてみた。

投資アドバイスとは何か

投資アドバイスとは何か。改めて確認するまでもないが、それは、顧客の投資戦略や許容リスクにもとづいて、投資家に適合した銘柄を推奨するということである。つまり、投資アドバイスは、顧客属性の把握という要素と銘柄の分析・選択という要素の二つから成り立っている。顧客属性の把握は、これまでそれほど重視されてこなかったように思われるが、二つの要素のどちらが欠けても、付加価値の高い投資アドバイスを提供することは不可能であろう。

ここでいう顧客属性とは、顧客の資産額、運用額、運用期間、運用目標、許容リスクなど、顧客の投資家としてのプロフィールのことである。それを証券会社が正確に把握することは、適合性の原則があるため、あるいは決済リスクを回避するためしかたなく行うものというよりも、顧客への付加価値あるサービスの提供、すなわちビジネスチャンスと考えられるべきであろう。なぜなら、大抵の個人投資家は、自身のことであるといっても証券市場の中で自分がどのような性格の投資家ということになるのか、正確に判断することは難しいからである。そこに、証券会社がプロフェッショナルとしてサービスを提供する（その見返りに報酬を得る）余地が存在するのである。ファイナンシャル・プランナーを、こうした顧客属性の把握というビジネスが発展・独立したものと考えることもできるであろう。

投資アドバイスのもう一つの要素である銘柄分析・選択は、アナリストによるリサーチとしておこなわれているが、米国では、中小証券会社も、独自の得意分野を作り出すことで、大手証券会社に負けない銘柄選択能力を身につけている。すなわち、大手証券会社が、多数のアナリストを抱えて多くの業種・企業についてリサーチをおこなっているのに対して、中小証券会社は、大手が扱っていない特殊な業種、流行の先端業種、あるいは中小型株を対象とすることで、扱っている数は少なくとも当該分野では大手に負けない質の高いリサーチをおこなっている。そうした自社でのリサーチは、ブローカー業務、資産管理業務、引受けやディーリングにも活かされる一方、自社で扱っていない業種・企業については、他社からリサーチ・レポートなどを買い入れることで対応している。

このように、付加価値の高い、すなわち自由化後も顧客から高い手数料を徴収できる投資アドバイスを提供するためには、顧客をその許容リスクを中心に細かく性格付けするとともに、投資銘柄もその成長性とリスクの組み合わせで分類することによって、顧客にあった銘柄を推奨することが必要なのである。

つまり、投資アドバイスとは、ファイナンシャル・プランナー的要素（顧客属性の把握）とアナリスト的要素（銘柄選択）を合わせたものと考えられる。具体的には、米国証券会社では、銘柄選択・分析は社内アナリストの（あるいは外部から購入した）リサーチ・レポートとして現れ、それを営業員が咀嚼した上で、顧客に伝達するという形をとっている。つまり、営業員が、ファイナンシャル・プランナーとして機能しており、顧客とリサーチ・レポートを媒介する役割を担っているのである。日本の証券会社では、営業員がアナリスト資格を取得する場合が多いようであるが、米国ではそうしたケースは稀であろう。米国の営業員は、むしろ顧客の側に立って、会社（IIアナリスト）が営業員（II顧客）に提供するレポートの質を判断する立場にあるのである。したがって、営業員は、いいレポートを出してくれる証券会社を求めて会社を移ることになるのであり、また、会社の側でも、優秀な外務員（II顧客）を集めるために、いいレポートの提供、そのための優秀なアナリストの採用に努めるの

である。また、アナリストも、実際に自分のレポートが営業に使われなければ評価されないため、自分のレポートを営業員に積極的に売り込もうとする。アナリストにとっては営業員が顧客なのである。

解禁に向けて議論されているラップアカウントは、この投資アドバイス・サービスを分解したものと考えることができる。ラップアカウントの代表的商品であるコンサルタントラップは、投資家に外部の投資顧問を斡旋するということであるが、そこでは、証券会社は投資家ニーズの把握に特化し、実際の運用は外部の投資顧問に外部委託されている。つまり、投資アドバイス・サービスの内、顧客属性の把握は証券会社がおこない、銘柄の分析・選択は投資顧問がおこなうという形に役割分担されており、そうすることにより、証券会社と投資顧問は、それぞれの弱点（証券会社にとっては銘柄選択、投資顧問にとっては顧客属性の把握）を補いあうことができるのである。

日本における投資アドバイス

このように米国の証券会社では、投資アドバイスが極めて重要視されているのであるが、日本では、これまでアドバイスの役割が著しく小さかったのではないだろうか。例えば、日本の証券会社では、手数料収入の低下に対して調査部門が削減されているといった報道も見られるが、米国ではむしろ逆である。会社の営業成績が下がった場合には、「営業成績が悪いのはレポートの質が悪いから」と考え、アナリスト部門の拡充が図られることも珍しくないのである。

日本における投資アドバイスへの過小評価は、法（解釈）のあり方にも現れている。そもそも日本では、証券会社が独立した業務として投資アドバイスを提供することが認められていない。投資アドバイス（投資助言）の

提供は投資顧問業務とされ、投資顧問業と証券業の兼業は禁止されているからである。投資顧問業法が作られた際の証券取引審議会の答申「投資顧問業の在り方について」（資本市場研究会、一九八五年）では、「証券会社が顧客に対して行う）助言行為は、あくまでも、有価証券の売買の取次、代理等の証券業務の一環として行われるものであり、その対価は、独立の手数料体系をなしていない。いわば、そうした助言行為は、証券業務の中の過程で生ずることはあっても、それ自体は独立の営業行為として確立されていないと見られる」（六四頁）とされている。投資アドバイスが、ブローカーにおける一つのビジネスとなることは否定されているのである。しかしながら、これは委託手数料の自由化には適合しない発想であろう。自由化以後の米国のフルサービスの証券会社は、いわば、「株を売る」のではなく「投資アドバイスを売っている」のである。「株を売る」だけなら、ディスクラウント・ブローカーが安い手数料でおこなっており、フルサービスの証券会社はやっていけないからである。また、同答申では「証券会社が一般の顧客と投資顧問契約のある顧客とを区別するような助言を行うことは好ましくない」（六五頁）とも述べられているが、ビジネスとして投資アドバイスを提供する以上、手数料の多寡に応じてサービスの質・量に差がつくのは、むしろ当然であろう。

投資アドバイスは、このように証券会社の独立した業務として認められてこなかったのであるが、そのため、それが顧客のためであることを期待することも法的には不可能だとされている。例えば、「注解証券取引法」（野村證券法務部編、一九九七年、有斐閣）では、「証券会社の役員は、勧誘に係る取引を成立させるため、それに付随する行為として、取引に関する助言等のサービスを提供することになる……。しかしながら、このサービスが当該取引相手方たる顧客の利益を図るための情報の提供であることを期待することは、証券会社の仲介者としての本質を誤解したものであるといわざるを得ない。……（なぜならば）ブローカーとしての委託者に対

する善管注意義務・・・(は)、適正な時価において売買を成立させるよう努力することを内容とするものである・・・(からである)」「(五九八頁)と述べられている。確かに、独立したビジネスとして認められていない以上、それが「顧客の利益を図るための」ものであることを法的に求めることは困難であるかもしれない。しかし、独立していない、付随的なサービスであったとしても、そこに付加価値を付けることが禁止されているわけではない。なぜそこに付加価値を付けた商品が正当に一つの商品として評価されるマーケットが成立してこなかったのであろうか。

例えば、自動車メーカーには、製造する車について安全性等についての法的な義務があると思われるが、しかし、自動車メーカーは、法的に強制されていない分野でも、例えば、燃費や居住性、デザインなど様々な点で商品の付加価値を高めようと競いあっている。「顧客の利益を図るため」に燃費を改善するよう法律で義務づけられているわけではない。にもかかわらず、消費者がそうした付加価値を評価しており、マーケットが成立しているからである。ところが、証券会社のサービスのマーケットでは、投資アドバイスが付加価値ある商品として消費者たる投資家から評価されることが少なく、したがって、製造者である証券会社側にも積極的にそれを供給するインセンティブが存在しなかったということであろう。

こうした状況下で手数料が自由化されれば、証券会社にとっては、付加価値の高いサービスを提供しようにも、それを評価する(高い手数料を払う)消費者(投資家)がいない以上、それは極めて難しいのではないだろうか。その場合には、ほとんどの証券会社がディスカウント・ブローカーとなることになろう。しかし、米国のディスカウント・ブローカーのほとんどはメーデー以降に設立された会社であり、フルサービスから移行したという例は皆無ではないが極めて少ない。既存の人員やノウハウが無駄になるからである。また、ディスカウント・ブ

ローカーの場合、他社との差別化が難しく、規模の経済が働くため、少数の業者への寡占が生じる可能性が高い。米国では、ディスカウント・ブローカー市場のおよそ八割は、大手三社が占めていると言われる。

#### 投資アドバイスと持ち合い

このように日本では、投資アドバイスが評価されてこなかったわけであるが、その理由は単純である。株式投資に役立たなかったからである。いくら企業業績を分析したところで、株価がそこから考えられるよりもはるかに高いところで推移していれば、アドバイスの介入する余地はない。そしてそのように株価を高く吊り上げた最大の要因は、銀行を中心にした持ち合いということになるであろう。企業業績から離れた政策投資が大きなウエイトを占めるようになれば、企業業績を中心とした銘柄分析の意味は半減する。逆に、持ち合い成立以前には、日本でも投資アドバイスが成立しえた時期があったのではないかと思われる。事実、一九五〇年代には、マクロ経済と産業構造変化を中心としたリサーチをおこない、売り推奨を含めた投資アドバイスで急成長した中小証券会社も存在したのである。

しかしながら、七〇年代になれば、そうした投資アドバイスが機能する余地は限られてしまったのではないだろうか。とは言え、持ち合いにより株価が企業業績から乖離してしまうと、別種の「アドバイス」が可能となる。つまり、株価は、企業業績から離れば、あとは、単純に需給で決まることになるため、需給を正確に予測できれば、そのアドバイスとしての価値は極めて高いものになるのである。だからこそ、瞬間瞬間の板情報から、手口情報、あるいは大手証券会社の営業動向、さらには上位株主構成の変化などの情報が、企業の業績情報などよりもはるかに重視されたのである。この「アドバイス」では、当然、多くの注文を集められる大手証券会社が決

定的に有利となる。そして、そうした需給は短期間で変化しやすいため、「アドバイス」を受けた投資家も、短期間での利益を求めることになる。短期型の投資スタイルが、委託手数料に依存する証券会社にとって望ましいのは言うまでもないであろう。

しかし、こうした需給情報は、注文をつなくブローカー、あるいは幹事証券であるがゆえに獲得できるものであるため、それにもとづく「アドバイス」には、①不透明、②アクセスが平等でない、③利益相反の危険性が高い、などの弊害がともなう。先に見たように、これまで、証取審答申などが、ブローカーの投資アドバイス提供に対して制限的であったのは、こうした、証券業務に付随して証券会社に入る情報が、ブローカーから特定の顧客に裁量的に提供されることを防止するためではないかと思われる。

しかしながら、バブルがはじけ、持ち合いの解消も一定程度進む中で、株価も、企業業績予測にかつてよりも大きく反応するようになってきた。こうした動きがさらに進めば、今後は、日本でも米国型の投資アドバイスの役割が大きくなるのではないかと思われる。その際には、株式投資は、「短期的な株価への投資」から「長期的な企業への投資」へと変化することになろう。それと同時に、投資家層の拡大も期待される。不透明な情報にもとづく短期的な「株価への投資」が、少数の個人にしか受け入れられない一種の趣味・嗜好であるのに対して、「企業業績への投資」は、預貯金と並ぶ一般的な資産形成の手段として成り立ちうるからである。

(伊豆)

(1) 米国では、証券会社は投資顧問業を兼業することができ、登録の必要もない。ただ、投資顧問サービスで独立の収入を得る場合には(リサーチ・レポートを販売する、預かり資産に応じて投資アドバイス手数料を徴収するなど)登録が必要である。