

アドバイザー化する証券ビジネス

一上季代司

1 はじめに

企業経営者の行動指針となる「コーポレート・ガバナンス・コード」が導入されてはや一年近くが経過しようとしている。また、これよりやや早く、投資先企業の経営をモニタリングし、建設的な対話や議決権行使などを通じて投資先企業の企業価値を向上させ、受益者のリターン最大化を目標とする行動指針（「スチュワードシップ・コード」）が公表されているが、この受け容れをきめた機関投資家は二〇一機関に達している（二〇一五年一二月一日現在、金融庁公表）。

このように発行会社、機関投資家双方に対して株主利益に沿った方向へ企業経営を改革させる枠組みが安倍政権発足後からまもなくしてスタートした。こうした、きわめて重要な企業経営改革の動きに対して、証券会社はどのような役割、貢献ができるのだろうか。そもそも、証券会社のビジネスにとって、この二つのコードが志向する企業経営改革の動きは、どのような意味を持っているのだろうか。この問題は、筆者には重要な設問だと思えるのだが、証券界の内外からあまり問題になっていないようである。そこで、改めて、証券市場、証券会社の果たす役割・貢献と関連づけて、こうした経営改革の動きが意味するところを考えてみたい。

2 証券市場と証券会社の役割

いまさらいうまでもなく、証券会社は証券市場における仲介者であり、証券市場が本来持っている諸機能を具現化し、さらには向上させる役割を持っている。ブローカー・ディーラー業務は、証券市場の持つ流動性提供機能を、引受・募集業務は、資金調達機能をそれぞれ体現するものである。

証券取引所には証券会社を通じて大量の売買注文が持ち込まれており、その時の時価に限りなく近い値段で瞬時かつ低コストで売買を可能にすることがブローカー業務の目標である。そうしたブローカーサービスに対して売買委託手数料を顧客から頂戴しているのである。ディーラー業務はみずからリスクを負った売買を通じて流動性を補充し、切れ目のない売買機会を顧客に提供するのが目標である。

他方、引受・募集業務は、発行会社に対して所定の必要金額を調達せしめることを保証する。証券会社は、発行会社と違って投資家を顧客に持っている。発行会社が新規発行証券を直接募集するよりも、証券会社のほうがより確実かつ低廉な勧誘コストで資金調達できると期待される。引受募集手数料は、そうしたサービスの対価である。

このように、証券会社の①ブローカー・ディーラー業務、②引受・募集業務は、証券市場の持つ、①流動性提供機能、②資本調達機能にそれぞれ対応し、それらを具現化し、さらには効率的かつ低コストで行うことで機能向上を図っているのである。ところが、証券市場には、もう一つ、重要な機能がある。それは、③「証券価格をシグナルとする資本配分機能」である。言い換えれば証券市場における「プライス・メカニズム」と言い換えてもよい。

高度成長期には「資本調達機能」が優先されたが、成熟期を迎えた日本経済にとって、今や最も重要な証券市

場の機能とはこのプライス・メカニズムなのである。この機能に対応する証券業務とは何なのであろうか。この問いに移る前に、そもそも証券市場における資本配分機能についてみておく必要がある。

3 証券市場の資本配分機能

効率の良い経済社会とは、各産業・業種に過不足なく資本が配分されている社会を意味するが、それは自動的に達成されるわけではない。資本主義社会では、この資源配分は、二つのやり方で行われている。すなわち証券市場のプライス・メカニズムと銀行の融資審査である。

証券市場では成熟産業の企業、資本配分が過大な業種の企業、非効率な経営を行っている企業は利益率が低く、それは株価の下落に反映される。逆に成長産業の企業、資本配分が過少な業種の企業、効率経営の企業は、反対に株価が高くなる。その結果、前者の企業は資金調達が困難となり、逆に後者の企業は資金調達しやすくなって、資本は前者から後者へ再配分され、資本配分の最適化が図られる。つまり株価がシグナルとなって資本配分の最適化が図られるわけである。この証券市場の持つ資本配分機能の特徴をみるためには、銀行融資の持つ資本配分機能と比較するのが有益である。

銀行融資の場合は、調査部における業種分析や融資部における企業向け融資審査を通じて、どの業種どの企業にどれだけの融資をするのか、を決定している。銀行の基本的な立場は資金回収の確実性があるかどうかであるが、成長産業・経営良好な企業であればあるほど融資額も多くなり、当該銀行のビジネスが拡大することはいうまでもない。

では、資本配分機能において、証券市場と銀行融資はどう異なっており、どちらに優位性があるのだろうか。

第一に、両者は資本配分の事前と事後のチェックの仕方が質的に異なっている⁽¹⁾。銀行の融資審査や事後的なモニタリングは、モニターの主体（銀行の調査部、融資審査部など）が少数であり、かつ事後的なモニタリングが単発である。このため審査コストは安上がりだが、事後的な修正が効きにくいのである。これに対して株式市場では事後の成果が株価に反映され、絶えず見直される。修正が効きやすいのである。

そこで、フランクリン・アレンは、資本配分機能における証券市場と銀行の優劣は当該企業の産業特性に依存するという。伝来産業（農業、鉄鋼、化学など）は技術が既知であること、また競争的産業では失敗・成功の企業比較が容易であること、そうした産業では投資の成果が見通しやすく、大きく外れることもないから、限られた数の銀行による審査体制で十分であるし、コスト面からも効率的である、という。

これに対し、ITやバイオテクノロジー等の新興産業は、過去の事例がなく情報が過少で成否が見通しにくい。また寡占企業は比較できる同業他社が少ないため、投資の成否のチェックがしにくい。そうした産業では、投資の成否が株価に反映され、かつまた多様な投資家によって絶えず株価のチェックが行われる証券市場のほうがすぐれている、という。その反面、あとでみるように売買システムやディスクロージャーなど、銀行融資と比べて、資本配分に必要な社会的インフラが必要で、コストが高くつくのである。

そこで、モニターの容易な業種が多かった重厚長大産業が主軸の高度成長期には、資本配分上の社会的コストが安くつく銀行融資のほうが優位性を誇っていたのである。ところが現在、日本が置かれているのは、重厚長大の産業構造から脱皮して新たな新興産業を勃興させ育成させる立場にきている。新興国の追い上げで、重厚長大の産業は成熟化していく。もちろん、鉄鋼、化学、造船などの重化学工業は、消えてなくなりはしないが、産業構造に占めるウェイトは減じていかざるを得ない。そうだとすれば、証券市場の果たす資本配分機能はますます

重要になってくるはずである。

4 証券市場の資本配分機能の条件

そこで、次に証券価格がシグナルとなつて資本配分される証券市場では、どのような条件が必要か、みておこう。

第一に、株価がシグナルの役割を果たすためには、何よりもまず株価はファンダメンタル・バリュウを反映して適正に形成されることが必要である。すなわち「価格発見」である。そのためには、需給の迅速な適合（証券取引所の売買システム）、株価を適正に評価するための情報提供（ディスクロージャー）など、価格発見機能が十分発揮できるような売買制度が必要である。また、フェア・バリュウの形成に障害となるような行為（不正取引）を排除することも重要だろう。このような証券売買のインフラ整備は、銀行融資と比べてコストがかかるのである。

第二に、株価がファンダメンタル・バリュウから乖離すれば、それを是正すべき売買が速やかに発注されることが望ましい。言い換えれば「価格再発見」である。割高な株、成長期待の低い株は売り、割安な株、成長期待の高い株は買われなければならない。たえず企業経営の成否が株価に反映され、かつまた多様な投資家によって株価がチェックされることが必要なのである。

第三に、そうした株価を導きの手として企業経営者が所要の経営判断を迅速に下し、資本の適切な再配分を行うことが必要である。すなわち、投資政策（新規事業への参入や買収、逆に不採算事業部門の売却や撤退）、資本政策、株主還元政策（配当・自社株買い）などの実行が伴っていないなければならない。また、そうした適切な経

営判断を下さず、問題を放置するようであれば、迅速に経営者を交代させる仕組みが必要だろう。

上記の三つの条件を要約すれば、①価格発見、②価格再発見、③経営者への市場規律、ということになる。

5 証券会社のアドバイザー業務の役割

さてそれでは、こうした証券市場の持つ資本配分機能の必要条件を満たすうえで、証券会社はどのような役割を果たすべきなのであろうか？

価格発見、価格の再発見は、現在では主として機関投資家によって担われている。もっと端的に言えば投資顧問業者である。投資顧問業こそ、価格発見、再発見を担う最前線のビジネスなのである。ではその投資顧問業者に対して、証券会社はどのような貢献を行っているのだろうか。まず、みずから投資顧問業を兼業する、あるいは投資顧問業者に転身するという選択があるし、実際、その実例もある。いま、それを除けば、証券会社としてできることは次のようなものである。

第一はリサーチである。投資顧問業者をはじめ機関投資家はセルサイドである証券会社のリサーチを参考意見として利用しているのである。

第二は投信販売に関するアドバイザーである。機関投資家の一つである投資信託は他の機関投資家である年金基金と異なっており、ファンド自体のパフォーマンスが基準価格の形で一般に公開され、評価されている。その評価の良し悪しがファンドへの資本流入を左右する。そのファンドの販売を担っているのは証券会社（そして金融機関）である。つまり、証券会社等の投信販売は、ファンドの増減を通じて機関投資家の運用資産を配分・再配分し、それが個別銘柄の価格発見、再発見を大枠として左右するのである。

さらにまた第三に、証券会社がブローカー業務の付随サービスとして行っている個別銘柄のアドバイスも当該銘柄の価格発見、再発見に寄与するだろう。

およそ、こういったリサーチ、投信販売に関するアドバイス、個別銘柄の投資アドバイスなど広い意味での「インベストメント（投資）アドバイザー」が、価格発見、再発見において証券会社の寄与する役割・貢献なのである。

他方、そうした株価をシグナルとして、企業経営者が行う投資政策、資本政策、株主還元政策において、企業価値向上につながるようなアドバイスをするのが「コーポレート・フィナンシャル・アドバイザー」である。コーポレート・フィナンシャル・アドバイザーは、もともとは引受業者が引受け案件の受注活動の中で、顧客企業の資本政策、投資政策等のアドバイスをを行うようになり、やがて事業再編や合併・買収などのアドバイザーも行うようになってくると、単にアンダーライターの付随業務ではなく独立した固有のビジネスとして確立してくるのである。

以上のように、コーポレート・フィナンシャル・アドバイザーは、スチュワードシップ・コードを受容した機関投資家が企業経営者を行う建設的な対話において投資政策や資本政策、配当政策などの具体的な提案を示すことで対話の中身をより現実性のあるものにするのである。また、インベストメント・アドバイザーは、どのファンドが企業価値向上に貢献しているのか、その取捨選択の手助けをすることで、機関投資家がスチュワードシップ・コードにおいて果たすべき行動を背後からプッシュしているのである。

6 日本の投資家向けアドバイザー業務の課題

このようにみてくると、証券市場の資本配分機能を十分に發揮させ、向上させるためには、証券会社の投資家向けおよび発行企業向け、両面にわたるアドバイザー業務が営業として確立し、かつ洗練されたものになっていくことが必要である。

今のところ、コーポレート・フィナンシャル・アドバイザーは大手、メガバンク系、外資系の二〇社程度に集中している。他方、投資家向けアドバイザー業務に相当するものは投信ビジネスである。これは、大手から中小まで多くの証券会社がリテールビジネスの中核として営業展開している。

現状、展開されている投信営業を観察すると、上記でみたような投資家向けアドバイザー業務の理想像からみて、課題となる点が少なくない。このうち重要な論点と思える課題を二つ挙げておきたい。

第一に、投信営業が証券市場の資本配分機能を促進するうえで重要なことは、長期的にパフォーマンスの悪いファンドから良好なファンドに資金がシフトする力学が働いていることである。ファンドのパフォーマンスは組み入れ資産や銘柄の収益率を反映している。そうだとすれば、上記のようなファンド間の資金シフトは、利益率の悪い組み入れ資産や銘柄が売られ、逆に良いものが買われて、結局は資本の効率的な配分を促進させることにつながるはずなのである。したがって、パフォーマンスの良いファンドは長命であり、かつ純資産が増えていくはずであるが、わが国の投信はそうなっているのだろうか。パフォーマンスが良ければ、すぐに利益確定のために解約されて、純資産が縮小する、というのでは、上記のような理想から外れている、といえないだろうか。

第二に、そうしたファンド投資における長期的なパフォーマンス向上を志向した投信営業を構築するためには、それに即応した収支構造が確立している必要がある。ファンドの取捨選択は、当該ファンドの長期的なトラック

レコードや運用会社の運用方針・哲学などの定性評価に基づいてなされるべきであり、そうした評価が可能であるためには、まずこうした定量・定性評価に必要な情報収集と分析のコストが必要である。こうして取捨選択したファンドをリスク・リターン特性に応じて分類したうえで、営業員が顧客のリスク許容度に適合したファンドを組み合わせて販売して行くという流れになるのだが、選択したファンドは時々刻々、基準価格が変化しており、リスク許容度から乖離すれば「リバランス」することも必要になってくる。

こうした長期的なアドバイザリーにとって収入源は、販売しなければ取得できないコミッションベースではなく残高連動ベースの手数料になっているのが望ましいはずである。しかしまた、その手数料は顧客にとってはコストであり、できるだけ低いほうが望ましいのである。そうだとすると、営業員一人あたりの預かり資産をできるだけ多くすることが収支構造の面での目標になってくるのだが、それは言うは易く行い難い目標なのである。

歴史的な潮流をみると、証券市場が現在、最も期待されている機能は、高度成長期のような資金調達機能ではなく、プライス・メカニズムに基づく資本配分機能であるとすれば、それに即応した証券業務は「アドバイザリー」にならざるを得ないだろう。そうしたアドバイザリー・ビジネスを持続可能性のあるビジネスとして定着させることが、わが国の証券会社にとっての最大の課題ではないだろうか。

注

(1) 資本配分における証券市場と銀行融資との優劣の比較については、フランクリン・アレン「株式市場と資源配分」『フィナンシャル・レビュー』1993, Juneに依拠している。

(2) 不公正取引とまでいえないが、経営権防衛のための株式持ち合いも不適切である。これは、相手企業の経営権を掌握

するためではなく、自社の経営権を防衛するために、その意図を了承しあつた複数の企業が互いの株式を会社財産で購入し持ち合う。そして、株主総会では互いに事実上の白紙委任を行い、経営権を承認しあうのである。これにより、経営者は自社株を保有しなくても経営権は確保できる。こうした経営権防衛のための株式持ち合いの買付価格は、基準となるものがなく青天井になる。いくら株価が高くても売りを出してこないと意味で、フェアバリュウ形成に障害である。もつとも、株式持ち合いには、純粹の経営権防衛のほか、相手企業に働きかけて取引先を確保するという目的も混在しており、その場合には、取引先確保による超過収益を資本コストで割り引いた値段が採算基準となる。しかし、いずれにしても外部から株価を評価するうえで、株式持ち合いは不透明な行為というほかない。

(にかみ きよし・大阪研究所長)