

# 証券市場再生の可能性を模索した1年

公益社団法人 日本経済研究センター 主任研究員 **前田 昌孝**

2012年は証券市場が再生のきっかけをつかめるかどうかが続いた。日経平均株価の年間平均値はバブル崩壊後の最低になりそうで、東京証券取引所第一部の株式売買代金も2003年以来の低水準になるのがほぼ確実。国内景気も春先から後退局面に入ったもようで、株式相場がすでに「陰の極」を脱したのかどうかははっきりしない。ただ、新規上場企業が3年連続で増加するなど、明るい兆しも見える。少子高齢化から財政赤字の重圧まで日本の課題はあまりに多いが、再生の芽は大事に育てたい。

振り返れば、2012年の日本経済は春先に一時、浮揚感が高まったことがあった。米国が

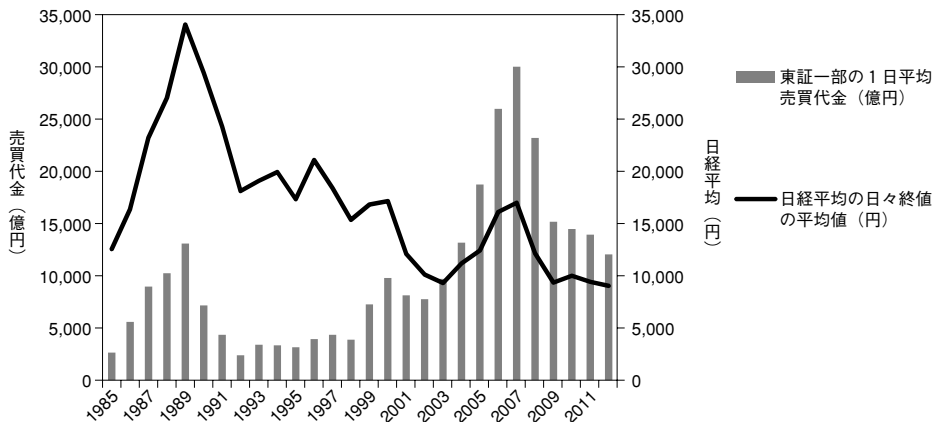


**前田 昌孝** (まえだ まさたか)  
1957年生まれ、1979年東京大学教養学部教養学科卒、日本経済新聞社に入り、産業部、神戸支社、証券部、ワシントン支局勤務などを経て1997年証券部編集委員、2010年4月から日本経済研究センターに出向。

1月25日に開いた連邦公開市場委員会（FOMC）で2%のインフレ目標の導入を決め、日銀がこれに背中を押されるように、2月14日の金融政策決定会合で1%のインフレ目標の導入と追加的金融緩和を決めたときだ。金融・資本市場は円安・株高で反応し、市場参加者は「40年間続いた円高基調に転機が訪れた」と語り合った。

ところが、円相場は3月15日に付けた1ドル=84円18銭、日経平均株価は3月27日に付けた1万0,255円15銭を境に、再び円高・株安路線に戻った。足を引っ張ったのは欧州債務危機。特に、緊縮財政政策とユーロ圏残留の是非を問うギリシャの総選挙が5月6日の1回目の投票で決着を見ずに、6月17日の2回目投票にもつれ込んだことが、ユーロ圏崩壊のリスクを連想させ、世界の金融・資本市場を揺さぶった。

(図表 1) 日経平均と株式売買代金



(注) 2012年の売買代金は10月末までの平均値、日経平均は11月20日までの平均値

2011年秋から伸び悩み気味だった中国の景気が、欧州向け輸出の伸び悩みに直面して一段と減速し、「世界経済が成長エンジンを失うのではないか」との懸念が強まったことも、日本経済の足を引っ張った。9月11日の日本政府による尖閣諸島の国有化が中国側の強い反発を招き、日中の経済関係にヒビを入れたことも、中国への依存度を高めていた産業界を苦しめた。

内閣府によると、2009年3月から始まった景気拡大局面は2012年春がピーク。その後は環境性能の優れた自動車を対象にしたエコカー補助金などで個人消費の落ち込みを防いできたが、秋口以降は同補助金の期限切れとともに消費は勢いを失い、日中対立の長期化なども手伝って、企業も設備投資に一転、慎重になった。

上場企業の業績も全体として下方修正を迫られた。金融、電力、新興市場上場企業を除く3月期決算上場企業が、2012年3月期の決算発表時に打ち出した2013年3月期の連結経常利益見通しは前期比22.1%の増加。しかし、4～9月決算発表時には通期見通しについて「一転減益」を見込む企業が急増し、予想経常増益率は5.3%増に下方修正された。当初想定されたV字型回復の可能性が消えたといっている。

これまでの経験則でいえば、年度中に経常利益見通しが下方修正される年の日経平均株価は必ず下落している。11月20日現在では年初来で8.1%高の9,142円とやや余裕があるが、2011年末が8,455円だから、2012年末にこの水準を下回っても不思議ではない。実質国内総生産（GDP）成長率が7～9月期に前期比年率3.5%のマイナス成長、10～12月期もマイナスが続くと見られ、「復興需要がけん引して着実な成長が続く」という当初のシナリオは完全に読み違いになった。

転機のシグナルを探る前に、2012年が日本の証券市場の歴史にとってどんな年に位置付け

(図表 2) 3 月期決算企業の業績見通しと結果

決算期	当初予想 (%、左軸)	実績 (%、左軸)	日経平均の騰落率 (%、左軸)
1995年3月期	6.2	8.1	13.2
1996年3月期	13.0	17.6	0.7
1997年3月期	8.7	11.5	▲ 2.6
1998年3月期	8.5	▲ 5.8	▲ 21.2
1999年3月期	▲ 3.1	▲ 20.9	▲ 9.3
2000年3月期	12.5	15.3	36.8
2001年3月期	190.4	179.8	▲ 27.2
2002年3月期	▲ 0.6	▲ 41.6	▲ 23.5
2003年3月期	62.6	70.9	▲ 18.6
2004年3月期	15.0	26.8	24.5
2005年3月期	13.0	25.9	7.6
2006年3月期	1.9	13.5	40.2
2007年3月期	1.5	11.2	6.9
2008年3月期	3.5	2.7	▲ 11.1
2009年3月期	▲ 5.6	▲ 63.9	▲ 42.1
2010年3月期	▲ 8.4	23.8	19.0
2011年3月期	35.4	56.3	▲ 3.0
2012年3月期	▲ 6.0	▲ 17.3	▲ 17.3
2013年3月期	22.1	5.3	8.1

(注) 日本経済新聞の最終集計に基づく。網掛け部分は実績が予想を下回った年度。対象は金融と新興市場を除く3月期決算上場企業。2013年3月期は電力も除く。2000年3月期までは単独経常利益、2001年3月期は連結純利益、2002年3月期以降は連結経常利益。2013年3月期の実績は2012年11月15日現在の予想。株価騰落率はそれぞれの暦年(2012年3月期ならば2011年)の日経平均株価の騰落率(2012年は11月20日現在)

られそうなのかを考えてみたい。これまでよく日本経済はゆでガエルにたとえられることがあった。熱湯にいきなり投げ込まれれば、驚いて飛び出してしまうが、水温からゆっくりと温められると、熱湯になったのにも気が付かずに逃げるタイミングを失い、死んでしまうというのだ。

それでも自分の周囲の湯が煮立ってきたことぐらいは、認識できるのではないか。これまで先延ばしを繰り返し、抜本的な問題解決を怠ってきたことが相次いで表面化したのも、2012年の特徴だった。5つの例を挙げてみたい。

第1に、AIJ投資顧問による年金資金の運用詐欺事件は、バブル崩壊後のゼロ成長のもとでだまされ続けてきた厚生年金基金制度が実質的な破綻状態に陥っていたことを白日の下にさらした。基金の事務局や信託銀行などのゲートキーパー(門番)はまったく機能していなかった。厚生労働省が11月2日に公表した厚生年金基金制度の改革案は、財政難に陥っている基金を向こう5年以内に解散させ、10年後には制度そのものを廃止する方向だ。

第2に、証券会社による増資インサイダー問題には、証券会社がビジネスの土俵である証券市場を育てる余裕を失い、目先の収益を追わざるをえなくなったことが表れている。不正行為の対象となった増資案件の多くは、成長企業の増資ではなく、赤字の穴埋めのような増資だから、増資後の企業の市場価値である時価総額が、増資前に比べて増えたわけではない。つまり、既存株主は企業が増資で調達した金額だけ含み損を抱えてしまった。

結果的に個人の株式離れにも拍車がかかった。

第3に、エルピーダメモリの会社更生法適用申請や、シャープやパナソニックの連続巨額赤字の計上は、日本の大企業のビジネスモデルの行き詰まりを示している。PBR（株価純資産倍率）の低さなどを頼りに株式投資をしても、企業買収に伴うのれん代の償却、工場の減損、人員削減に伴う特別退職手当の増加などで、あっという間に株主の資産であるはずの純資産が失われてしまう。「株式会社ニッポン」の正味価値は製造業を中心に、相当目減りしているのではないかと想像させている。

第4に、環太平洋経済連携協定（TPP）への交渉参加1つとっても、国内での利害関係者の調整が進まず、前向きな決断ができなかった。さまざまな利害を調整して最終的に1つの結論を導き出すという政策立案プロセスが機能不全に陥っている表れといえる。世界の急速な変化に日本が対応できないことを示し、日本企業の株式や社債に投資するリスクを高め、回り回って日本企業の資本コストを押し上げる要因になると思われる。

第5に、コーポレート・ガバナンス（企業統治）改革の決定的な遅れだ。9月7日に法制審議会（法相の諮問機関）がまとめた会社法改正要綱では結局、独立社外取締役の導入義務付けを見送った。国内には「日本の実情に合った制度の下で運営し、その優れた点を国際的にPRすればいい」との声も多いが、日本企業の国際的存在感が低下し、日本株の専門家も減るなかで、世界の実情からかけ離れたままでは、投資資金が日本を素通りするだけだと思われる。

株式相場も実体経済の厳しさをそのまま反映したのであろう。年末まであと1カ月半ほどを残すが、2012年の日経平均の日々終値の年間平均値は9,033円と、2003年の9,311円を下回り、1983年以来の低水準となっている（11月20日現在）。東証一部売買代金も1日平均で1兆734億円と、2003年の9,893億円以来の少なさである。

ただ、悪い話ばかりではない。暗いトンネルも出口に近づいている兆しは見える。証券界を見ると、4～9月期に経常損益が赤字になったのは、上場証券会社20社中6社にすぎない。最終損益の赤字は20社中4社にとどまる。2011年3月期は経常赤字が9社、最終赤字が11社、2012年3月期はそれぞれ8社と7社だったから、証券ビジネスとしてのパフォーマンスは全体としてみれば、良くなった様子だ。

業種別東証株価指数（TOPIX）を見ると、証券株の年初来上昇率は39%（11月20日現在）と不動産株に次ぎ、33業種中で第2位に付けている。バブル崩壊後の株式相場を振り返っても、証券株がここまで「躍進」したことはない。証券会社の幹部らとの何度かの議論を思い返しても、景気のいい話はほとんどなかった。それでも、株式の投資家は証券ビジネスが下げ止まったと認識し、証券株の買い手に回った。

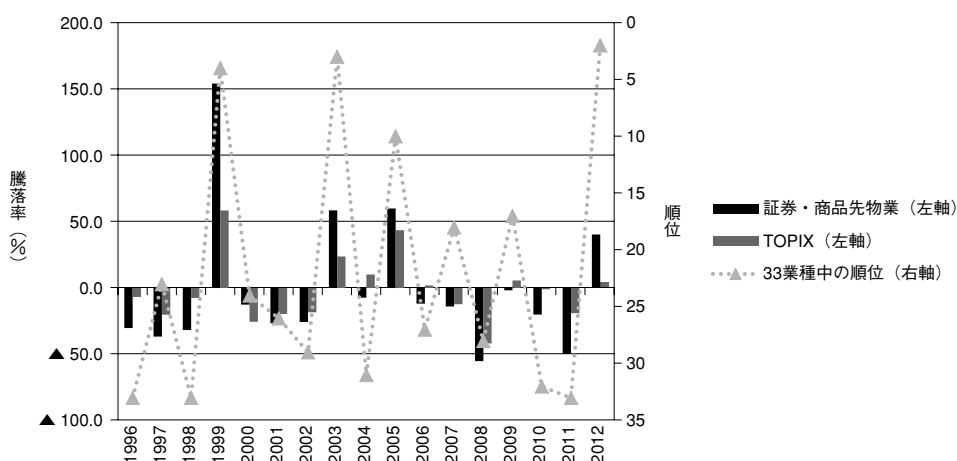
「陰の極」をすぎつつあるシグナルは3つあるように思える。第1に、証券ビジネスの

(図表3) 上場証券会社20社の決算状況

決算期	営業収益 (億円)	経常損益 (億円)	経常赤字企業数	最終損益 (億円)	最終赤字企業数
2007年3月期	33,638	6,370	2	3,340	2
2008年3月期	28,008	1,216	3	282	4
2009年3月期	13,538	▲9,173	16	▲8,127	15
2010年3月期	22,028	2,577	7	1,383	6
2011年3月期	20,870	840	9	▲64	11
2012年3月期	25,789	1,009	8	▲244	7
2012年9月期	12,728	818	6	193	4

(注) 2012年9月期は4～9月の6カ月分

(図表4) 業種別TOPIX (証券・商品先物業) の年間騰落率



(注) 2012年は11月20日現在

再編やダウンサイジングが進み、厳しい環境でも一定の収益を確保できるところが増えたのではないかと。第2に、経済の鏡である証券の復活は、実体経済自体の復活の可能性を示しているのではないかと。第3に、内向き志向と言われ続けた日本人のなかから「リスクを取って前に進もう」という機運が芽生えてきたのではないかと。

第1の点に関しては、マクロ的な観点からは収益環境の悪化に合わせて、人員を適正化したのではないかと、という指摘ぐらいしかできない。実際、日本証券業協会によると、1991年6月末に17万76人だった証券会社の役員・従業員数は、2012年6月末にはほぼ半分の8万8,506人になった。「アルゴリズム取引の知識を持つ人以外は、人材へのニーズはまったくない」と市場関係者が話していた。

ただ、個々の証券会社の経営を見ると、かつてないほどに多様化が進み、得意分野を持つ証券会社が増えてきたことは注目できる。筆者は10月下旬に韓国ソウルに行き、地元の大手証券会社の幹部の集まりで話をする機会を得たが、その席で「日本の証券会社は金太

---

郎あめだと聞くが、バブル崩壊後の証券市場の低迷のなかで、それぞれの会社はどんな工夫をして生き残ってきたのか」という質問が出た。

これに対し、筆者は「全部が全部ではないが、積極的に多様化を進め、他社と異なる強みを持つことで、新しい顧客の獲得と社員のモチベーションの維持・向上に努める証券会社が増えた」と答えた。実際、対面とオンラインとではもちろんビジネスモデルが全く異なるし、日本株に力を入れるのかどうか、伝統的な商品以外にも積極的に戦線を広げるのかどうか、複雑な投資信託を取り扱うのかどうか、経営の考え方次第だ。

証券会社を個別に見ていけば、もっと差異が大きいことに気がつく。特に中小証券会社は二極化している。逆風に耐えられるように地力をつけているところもあれば、昔と同じように何年に1回吹く順風を期待しているだけのところもある。オンライン証券も手数料競争ばかりを繰り返しているように見えるが、実際には取扱商品の幅もメインとなる顧客層も異なっている。

苦境に耐えられるだけの財務基盤をすでに備えていたかどうかにもよるが、ピンチをチャンスととらえ、さまざまな手を打ってきた証券会社が黒字を確保しているのだと思われる。生き残り組が残存者利益を獲得する局面に入りつつあるのかもしれない。

第2のポイントである実体経済自体の復活の可能性は、少なくとも足元の景気の基調判断からは、あまり強気になれない。内閣府は10月の月例経済報告で、日本がすでに景気後退局面に入った可能性がある」と指摘した。7～9月期と10～12月期の2四半期連続でマイナス成長になる結果、一時、2%超になるとの予測もあった2012年度の実質国内総生産成長率は1%を下回る見通しだ。

それでも、今回の景気後退がどの程度長引くかは、景気後退の性格をどうとらえるかにもよると思われる。欧州債務危機は解消のメドが立たず、中国景気がなかなか底入れしないうえに、米国がいわゆる「財政の壁」問題への対処に失敗して財政赤字削減と富裕層増税に踏み切れば、世界経済には相当の下押し圧力が働き続けると思われる。

一方で、10月12～14日に東京で開かれた国際通貨基金(IMF)・世界銀行の年次総会では、IMFはさまざまな機会に「財政赤字削減に取り組んだ場合の負の乗数効果は予想外に大きい」と強調していた。とすると、世界がこれを警鐘と受け止め、成長率を過度に落とさないようにバランスの取れた政策を追求すると期待できるのならば、日本も深刻な景気後退は避けられよう。

米国の住宅市場の動向が上向いてきていることや、中国が習近平総書記の率いる新体制に入り、的確な景気対策が実行される可能性が高まっていること、日本の政権交代に伴う人心の一新、2013年度後半は翌年4月からの消費税率の引き上げを控えて耐久財消費や住宅投資が増加する可能性が大きいこと、なども考慮すれば、「今回の景気後退局面は比較的短期間で脱する」(日本総合研究所の11月12日付リポート)との予想も成り立つ。

---

多くのエコノミストが指摘するように、2012年3月が景気の山であったと考えるならば、戦後の14回の景気後退局面の平均継続月数は16カ月だから、2013年7月ごろには底入れする可能性もある。過去の平均値では、日経平均株価は景気の谷となった月の3カ月前に安値を付けていた。株式相場には先見性があり、2013年に入れば、市場に次の日本経済のリード役を探る動きも出てくるかもしれない。

第3に脱「内向き志向」の動きが出てきたかどうかだ。少なくとも新規上場企業数は2009年の19社を底に、2010年22社、2011年36社と回復傾向を保ち、2012年も11月20日までに合計46社の上場が決まった。「スマートフォンのアプリケーション・ソフトの開発業者などが多く、ちょっと線が細い感じがする」と感想を漏らす証券関係者もいたが、起業家精神復活のシグナルであることは確かだ。

株式の上場まで至らないまでも、起業する若者も増えているらしい。11月8日付日経産業新聞オンラインのインタビュー記事で、インターネット起業家で、モビーダジャパン(東京・港区)の社長兼最高経営責任者(CEO)の孫泰蔵氏が日本の起業の現状について、「(かつての日本の) 起業ブームに匹敵するか上回るくらいの盛り上がりがある」と答えている。

海外企業買収の動きも、M&A(企業の合併・買収)の助言会社レコフによると、1～10月の日本企業による海外M&A総額は6兆9,103億円となり、すでに2011年の年間実績を約6,000億円上回った。年末までに、過去最高だった2006年の8兆6,090億円を更新する可能性も出てきている。

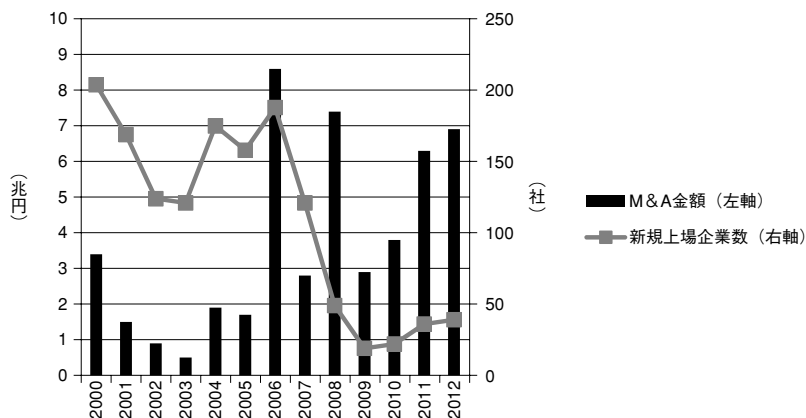
まだ海外に留学する学生の減少が続くなど、内向き志向は残っている。ただ、ある私立大学の就職相談担当者によると「必ずしも留学ではないが、新興国に短期のボランティア活動に行く学生などは増えていて、目は少しずつ外に向き始めたように見える」という。直接の因果関係は説明しにくいだが、日本経済全体が「草食化」といわれていた状況から脱していけば、株式市場にも心理的にプラスの効果が及ぶ可能性はあろう。

プラスのシグナルとマイナスのシグナルが交錯するなか、年末を控えた足元の株式相場を細かく見ると、マクロの経済指標からはなかなか強気になれないものの、日経平均株価などの株価指数は政権交代への期待もあって一定の底堅さを保っているようにみえる。

厳しい環境下でも、ジャスダック銘柄を含む全国上場企業約3,500社の8社に1社は、2012年度に過去最高の純利益を計上する見通しだ。日銀が金融緩和政策を強化している影響も出ている。例えば、これ以上の国債保有にはリスク管理上の観点からも踏み切れない銀行が優良企業に対し、国債利回り並みの超低金利で長期固定のお金を融資し始めたことなどが、回り回って株式相場を支えている可能性もある。

証券界からも株式相場の低迷をこれ以上、放置できないとの問題意識から、さまざまな

(図表 5) 日本企業の海外M&A金額と新規上場企業数



(注) 海外M&A金額はレコフ調べで2012年は10月まで。  
 新規上場企業数は11月13日現在 (年内の上場予定を含む)

動きが出てきた。11月5日には対面、オンラインを問わず個人投資家向け営業を主力にしている証券会社がメンバーになり、個人投資家応援証券評議会（日本証券業協会の内部組織）を結成した。個人投資家の立場から市場のルールのありようや市場活性化をめぐる提言していくのが目的だという。

大和総研が11月7日にまとめた「失われた20年～資本市場停滞の要因」と題するレポートでは、株式の売買委託手数料の自由化をはじめとする一連の規制緩和が、ヘッジファンドなどプロの投資家にメリットを及ぼした一方で、知識の乏しい個人投資家などを置き去りにし、結果的に家計のリスクマネーが証券市場に供給されなくなったと、自戒を込めて書いている。

市場活性化策も各論に踏み込んでいけば、①売買手口の非公開化に踏み切った2003年6月の措置は正しかったのか、②赤字企業でも自由に公募増資ができる現行制度は証券市場の健全な発展を妨げるのではないか、③書類の送付や本人確認義務に絡むオンライン証券と対面販売の証券会社の競争条件を同一にすべきではないか、個別の証券会社の利害も絡む多様な問題点が浮上しよう。

ただ、「もう証券市場なんかなくなっても構わない」という極論もささやかれるなかで、時には利害を超えた判断もしていかなければ、証券市場の再生はおぼつかないと思われる。証券市場の担い手である証券会社は、市場を利用していかに稼ぐかではなく、市場を大きく育てて顧客をどう豊かにするかもっと知恵を絞ってほしいと願う。来たる2013年は証券市場の再生が本格的に始まる年にしたいところだ。

