

証券会社は何を忘れたのか

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**

世界の金融・資本市場を揺るがす「事件」が相次いでいる。日本では証券会社による増資インサイダー事件、英国では大手銀行による基準金利の操作が表面化し、リスク管理には定評がある米国の銀行が巨額損失を被ったことも明るみに出た。目先の利益のためにビジネスの土俵を汚してしまっただけでは、自社の中長期的発展も望めないし、社会に悪影響を与えることは容易にわかるはず。世界の金融ビジネスはもう一度、自らの原点に立ち返るときが来ているのではないか。

もう28年も昔のことになるが、日本経済新聞の若手記者として証券市場を担当し始めたころ、大手証券の事業法人部門の幹部から聞いたことを、昨日のことのように思い出す。「この仕事はちょっと悪知恵を働かせれば、10億円ぐらいポケットに入れることは簡単だ。しかし、市場の公正に反することは絶対にやってはいけない。それが直接金融の仕事に携わるわれわれの誇りだ」

株式投資なんてしょせん金持ちのゲームにすぎないと考えていた筆者にとって、「直接金融の担い手」という考え方は新鮮だった。膨大な含み資産を抱えて不沈空母のようになっていた大手銀行が、経済活動の隅々にまで君臨していた当時の社会には、息苦しさもあった。投資家の資金が市場メカニズムを通じ、将来性を見込める分野に直接、配分されるようになれば、新しい企業もどんどん育ち、日本経済にはもっと躍動感が出てくるに違いないと思えた。

お金と隣り合わせのビジネスだから、不正を働く人は常に出てくるとも聞いた。考え抜かれた規則と洗練された監視体制、そして市場の尊厳を守ろうとする証券会社社員などの志がそろわなければ、健全な直接金融は育たないのだろう。「休日でも確実に利ざやが入

ってくる銀行と異なり、毎日頑張らなければ、売り上げが立たないのだから」と笑いながら語る姿からは、明日の日本を担いたいとする意気込みもうかがえた。

ところが、その後の証券界は関係者ががっかりするような不祥事が相次いだ。1991年に表面化した大口顧客への損失補てん、1997年に明るみに出た総会屋への利益供与と、証券界の浮沈がかかるような事件が繰り返され、そのたびに創業的再出発を誓った。ところが、今回はインサイダー取引への不用意な関与が疑われている。残念ながら日本の証券ビジネスの当事者には志が欠けているように思わざるをえない。

それぞれの事件を振り返ると、共通点は3つある。第1に、目先の利益を確保するために、証券ビジネスの根幹の原理原則を平気で曲げてきたことだ。損失補てん事件は株式投資に伴う自己責任原則を台無しにした。総会屋への利益供与事件は株式会社の最高意思決定機関を形骸化させる人たちを野放しにした。増資インサイダー事件は公正な証券取引が成り立つ大前提を崩してしまった。これで「貯蓄から投資へ」と訴えても無理がある。

第2に、顧客など外部からの不当な要求に対して、きっぱりとノーと言わない組織風土が見え隠れすることだ。「できません」と言えば済むだけのことである。原則をゆがめて便宜を図れば、結局、顧客に「わきの甘い会社だ」と思われてしまう。自らの社会的使命を繰り返し従業員に教育し、健全な企業文化を育成するように努力していけば、不当な要求ははねつけられるはず。従業員も誇りを持って仕事に取り組めるだろう。

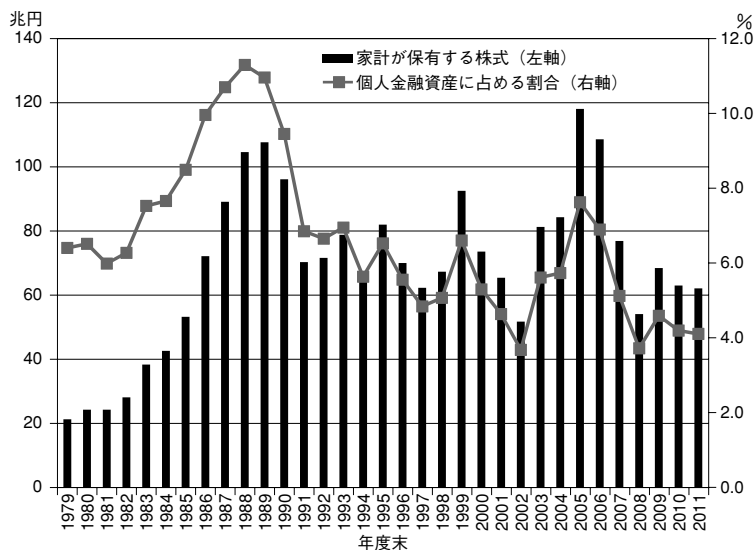
第3に、事件を起こすたびに証券市場が縮小してきたことだ。日銀の資金循環統計によると、家計の金融資産に占める株式の割合は、損失補てん事件が表面化した1991年に先立つ10年間で平均8.8%、その後、利益供与事件が表面化した1997年までの6年間で平均6.4%、その後、現在に至るまでの平均が5.2%となっている。特に若い人の株式保有が少なく、20歳代の個人が持つ株式は全部足しても1兆円にも満たない。

1960年代にも投資信託ブームが巻き起こり、「銀行よ、さようなら。証券よ、こんにちは」と言われた時代があったが、過去30年ほどを振り返れば、これから直接金融の時代が来ると感じさせたのは、NTTが上場し、上場企業が新株や新株予約権付社債の発行で巨



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。

(図表1) 家計が保有する株式



(出所) 日本銀行「資金循環統計」をもとに筆者作成

額の資金を調達した1987年から1989年にかけての3年間ほどにすぎなかった(図表1)。

リーマン・ショック後の2009年から2011年にかけても、上場企業による公募増資が増えたが、500億円以上の資金を調達した企業の顔触れを見ると、成長資金の調達というよりも、世界的な金融危機の影響で赤字になった分の穴埋めという色彩が強かった。そしてこのときの増資案件を求めての積極的な営業攻勢の延長上に、今回の増資インサイダー事件が横たわっている。

証券界が収益的にも追い込まれたなかで発生した不祥事であり、今後の日本の証券ビジネスや金融・資本市場のありようにも大きな影響が及ぶ可能性がある。単にインサイダー情報とは無縁の投資家を裏切っただけではない。証券会社の自らの収益確保のために、上場企業と株主との建設的な関係を壊してしまった恐れがある。まだ全容は解明されていないが、重要だと思われるポイントだけを指摘しておきたい。

まず、リーマン・ショック後に公募増資に取り組んだ企業には、最終損益が赤字のところが多かった。実は、山一証券の破綻前、証券大手4社は定期的に関く引受部長会で、2期続いて赤字になった企業の増資は引き受けないと申し合わせていた。銀行も融資を渋るようなそんな企業の経営リスクを株主に負わせるのはおかしいという最低限の規律だったと考えてもいいだろう。

その後、赤字企業お断りというルールは廃止され、上場企業も引受証券会社も「今は一時的に赤字だが、極めて実現性が高い成長シナリオがあるので、中長期的に1株当たり利益を高めることができる」と訴えれば、公募増資が可能になった。特に、リーマン・ショック後は銀行間市場が麻痺するような危機再来への恐れから、銀行が融資に慎重になっていた。証券会社が出番到来と考え、増資の手伝いに走り回ることは、社会的要請にも沿っていたかもしれない。

とはいえ赤字企業の株式を投資家に売るのは、そう簡単ではない。年金基金や投資信託、大学の基金、あるいは個人投資家など中長期投資家だけでは、なかなか大量の販売目標を達成できない。そこで利用するのが、短期投資家であるイベント・ドリブン型のヘッジファンドだ。空売りして公募価格の決定日に向けて株価を下げ、新株を買って返済するという値ざや稼ぎをするチャンスを与えるのである。

公募価格は決定日の終値から3～4%低い水準で決まるから、株式を借りるコストなどを無視すれば、黙っていても3～4%の値ざやが稼げる。もし、空売りをした株式数と、証券会社から割り当てられた新株の数とが等しければ、リスクはほとんどない。一方で証券会社は貸し株ビジネスにも取り組んでいる。ということは、ヘッジファンドに対して用意できた貸し株の数だけ新株を割り当てれば、濡れ手にあわの収益チャンスをヘッジファンドにプレゼントでき、その分、新株も販売できるというわけだ。

もっと言えば、ヘッジファンドは何も公募価格の決定日まで空売りのチャンスを待っている必要がない。増資後に急に企業価値が大きく膨れるわけではないから、株価は増資後の1株当たり企業価値が低下（希薄化）することを見込んで、増資計画の公表日から公募価格の決定日にかけて下落することが多い。希薄化の度合いに比べて株価が下げ足りない場合には、空売りの余地があると考えられることもできるだろう。

こうして赤字企業の増資新株のうち、中長期の投資家の買いだけではさばき切れない分を、ヘッジファンドの短期売買に吸収させてきたと言っている。さすがにこの濡れ手にあわの収益機会はおかしいと考えたのか、金融庁は2011年12月に「増資発表後に空売りをした投資家は、増資新株を使って空売り玉の返済をしてはならない」という新ルールを導入した。

今回の増資インサイダーが問題なのは、新ルールに引っかからない増資発表前に空売りする機会を、大手証券会社や外資系証券会社が投資助言会社などを通じてヘッジファンドに伝えてきたことだ。だから株価は売りが出て下がるけれども、情報を持たない投資家は首をかしげるしかない。そして公募増資が発表され、事情が飲み込めた時点では株価がか

なり下がってしまっている。こんな不公正を許していたら、市場取引は成り立たない。

もう1つの問題は、この不透明な手法を活用することで、本来、公募増資ができるような成長シナリオなどを持っていない企業にまで新株の発行を促し、想定通りに株価が下落して企業と株主との関係をおかしくしてしまったことだ。何しろ、2009年から2011年にかけての大型増資企業30社のうち、超低金利下で国債の利回りが低下し、期せずして債券売買益が膨らんだメガバンク4行を除くと、2011年度の自己資本利益率（ROE）を10%台に乗せたのは、東レ、日立製作所、ジーエス・ユアサコーポレーションの3社にとどまっている。

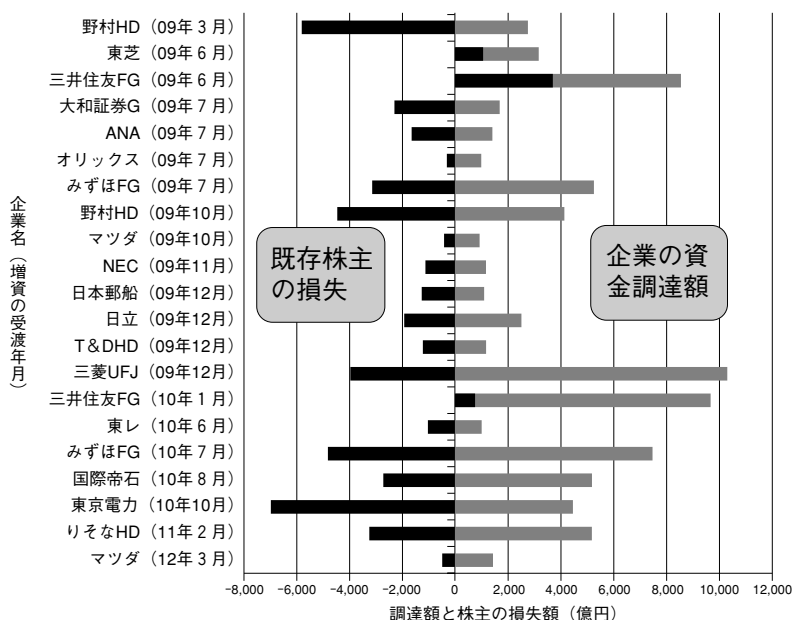
つまり、成長シナリオに乏しく、公募増資をするのにはふさわしくない企業まで、積極的に公募増資をしてきたことを示している。本来、証券会社は既存株主の利益を大きく損ねるような増資計画が持ち上がっても断るべきなのだが、目の前の引受手数料収入の確保を優先し、株主との関係を悪化させるリスクを企業に十分に説明してこなかったのだろうと思われる。理屈上、成長力の強さを投資家が信じるような企業でない限り、増資前後では時価総額は変わらない。だから、増資によって企業が得た資金と同額だけ、既存株主の保有株の評価額は目減りする。

もちろん株価は生き物だから、例外もあるが、2009年から直近までに1,000億円規模以上の増資をした17社21件を振り返ると、表のように増資による調達額と既存株主の損失とが同水準になっている企業が多い（図表2）。結論だけを言えば、発行済み株式数を25%増やす増資ならば、株価は20%下落する。発行済み株式数を43%増やす増資ならば、株価は30%下落する。毎年、利益水準が10%前後ずつ増える企業ならば、既存株主の2～3年分の利益を吹き飛ばすことになる。

もし株主が当該銘柄で十分に利益を上げているという実感があるのならば、公募増資をするという経営陣の判断で多少の含み益が吹き飛ばされても、容認したり、またすぐに戻ると考えたりする人も多いだろう。しかし、成熟企業で株主が利益を上げたという実感も乏しいのに、大型増資などを決めれば、株主に対する仕打ちだと受け止められても仕方がない。それは、一時的に新株発行で資金が調達できても、株主の信頼を失う分、中長期的に企業の資本コストを押し上げるリスクを背負うことになる。

今回の不祥事で、証券会社は3重の間違いを犯したと思われる。①株主の利益を考慮しなかった、②証券市場のプロとして企業を善導しなかった、③証券市場の公正をゆがめた、の3点だ。証券会社が得た引受手数料の正当性が疑わしいだけでなく、企業が増資で得た資金自体も、既存株主の財産の一部を無理やり移転させた形になってしまう。いわば「逆

(図表 2) 2009年以降の大型公募増資の調達額と既存株主が抱えた損失



(注) 調達額には公募増資に付随する第三者割当増資による調達分も含む。既存株主が抱えた損失は増資計画が表面化した直前の終値と、その1か月前の終値の高いほうから、受渡日終値までの株価の変動幅に、増資前の発行済株数を掛けた金額 (グラフ上プラス側に表示されている3件は、この間の株価が上昇したことを示している)。

(出所) 調達額や発行済株数は各社プレスリリース、株価は日経NEEDS-Financial QUEST

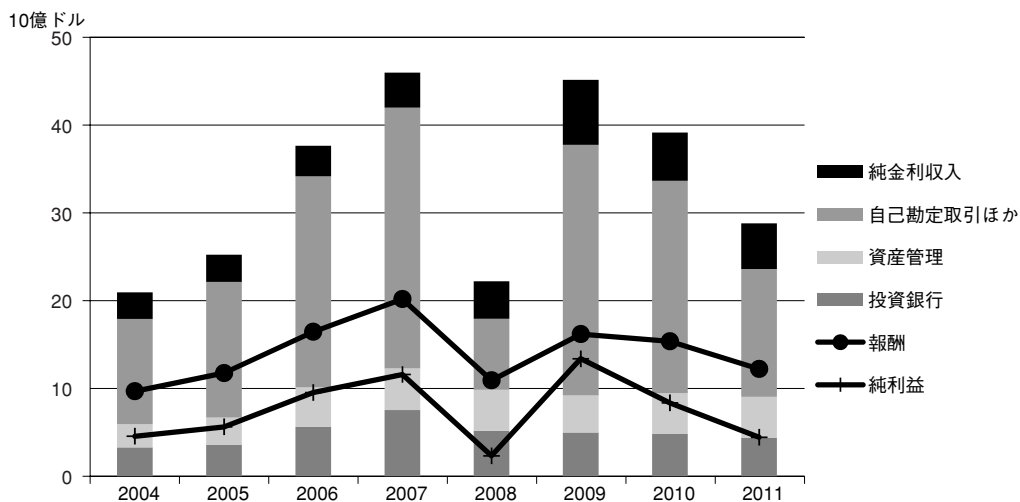
配当」だ。これは、直接金融の発展に資する行為ではない。

証券大手3社がそろって目先の利益のために、自らのビジネスの土俵を傷つけるような行為に走ったのは、収益が追い込まれている表れなのかもしれない。英国でもパークレイズ銀行がロンドン銀行間取引金利 (LIBOR) を操作してきたことは、金利水準によって損益が変わる金融派生商品 (デリバティブ) 取引で利益を上げることと、自らの信用力を高めに見せ、低コストで資金を調達することが目的だったとされる。

改めて2008年のリーマン・ショック後の世界の金融規制を振り返ると、米国では銀行にリスクの高い取引を禁じるボルカールールの適用開始を2年後の2014年7月に控え、金融機関は全般に戦線を縮小している。米ゴールドマン・サックスの2011年の営業収益は288億ドルと、2007年に記録した460億ドルを37%も下回った。純利益も44億ドルと2007年比62%減にとどまった (図表3)。

ボルカールールは金融機関に対し、自己勘定取引を禁止するとともに、ヘッジファンド

(図表3) 米ゴールドマン・サックスの部門別収入・純利益・人件費



(出所) アニュアルレポート各年版

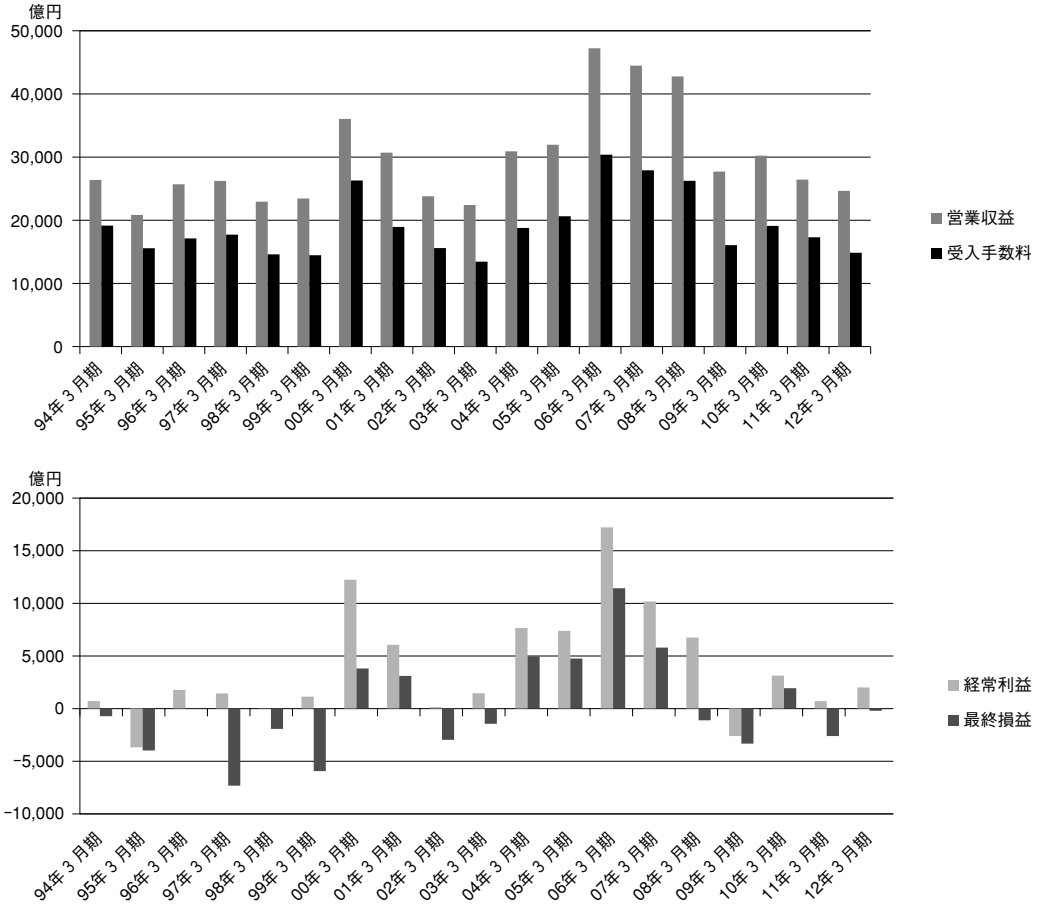
やプライベートエクイティへの出資を禁止している。現在は具体的な規制の内容をめぐって当局と銀行界とが激しいやり取りを続けている。日本も米国の規制とは無関係とは言えない。例えば、自己勘定取引規制の適用除外に米国債が挙げられていることに対し、金融庁と日銀が米当局に「適用除外が米国債だけでは日本国債の取引に深刻な影響が出る」などの意見書を提出している。

欧州でもユーロ圏では銀行救済や破たん処理などを一元化する「銀行同盟」の創設に向けて協議が始まっているほか、国境を越えた金融取引に低率の課税をする金融取引税をフランス、ドイツなど一部の国が先行導入する方針だ。その他、一連の自己資本比率規制や英国の金融監督体制の再編など変更点は目白押し。銀行や証券会社のビジネス環境は、世界的にますます窮屈になりそうなのだ。

間が悪いことに、「ロンドンのクジラ」とも呼ばれるJPモルガン・チェース所属のトレーダーによる巨額損失事件は、最大90億ドルと言われる損失額の大きさもさることながら、金融規制の強化の必要性を改めて世界に印象付けた。

金融市場を賭博にたとえるのは気が引けるが、胴元が不正を犯すような市場では投資家が慎重になるのは、やむをえない。預金、貸付、決済、送金といった基本的な金融サービスは人々の日常生活や通常のビジネスに密接に関係しているため、これからも滞りなく提供されるだろうが、証券化商品、金融派生商品など複雑な金融商品の市場は価格に透明度

(図表4) 東証の総合取引参加者の決算



(出所) 東京証券取引所ホームページほか

がなければ取引が成り立たない。世界の金融機関はますます守りの経営に向かわざるをえないと思われる。

再び日本の問題に戻ると、逆風のなかで、ただでさえ浮沈のきわみにいる証券会社が、これからも生きていくことができるかどうかが問題だ。東京証券取引所によると、2012年3月期の総合取引参加者の営業収益は、2011年3月期を2%下回る2兆4,716億円となったが、経常利益は逆に2.2倍の1,999億円と増加し、最終損益の赤字幅も前期の2,405億円から228億円に縮小した(図表4)。

ただ、損益が改善したと言っても、主因は人件費が7%減の9,021億円になるなどリス

トラの成果だ。収入面では株券委託手数料が20%減の3,427億円、投信などの募集・売出手数料が6%減の3,957億円、引受・売出手数料が38%減の745億円になるなど、ほとんどがジリ貧になっている。前期に比べて増えたのは、国債など債券のトレーディング益だけで、63%増の5,439億円となっていた。

過去の総合取引参加者の決算を振り返ると、1990年代は営業収益が2兆円台、受入手数料（株券委託手数料、募集・売出手数料など）が1兆5,000億円前後で推移していたが、情報技術（IT）バブルが膨らんだ2000年3月期には営業収益が3兆6,000億円に達し、受入手数料も2兆6,000億円強を確保した。この年度には経常利益も1兆2,238億円に膨らんだ。

その後はITバブルの崩壊とともに収益が低下したが、ヘッジファンドや買収ファンドなどが東京市場でも積極的に売買した2006年3月期には営業収益が4兆7,321億円とバブル崩壊後の最高を記録した。経常利益も1兆7,236億円とITバブル当時を大幅に上回った。ところが、この年をピークに収益環境が怪しくなり、2008年のリーマン・ショックを境に再び1990年代のような低迷期を迎えているのである。

経常損益段階で何とか黒字を確保しながら、最終損益で赤字になるのは、国内の不良債権処理や海外ビジネスで発生した多額の損失処理、さらには希望退職者募集に伴う割増し退職金の支給などが収益の足を引っ張っているからだ。上場証券19社の損益を個別に見ると、ジリ貧になりながらもオンライン証券が割と継続的に黒字を確保しているのに対し、対面販売主力の証券会社は特にリーマン・ショック後、黒字確保に四苦八苦している様子が見て取れる。

これまで証券ビジネスは数年に1回は吹く神風に期待して、株式相場の低迷期を乗り切ってきた。しかし、大手証券も銀行系証券も地方の中小証券会社も「東日本大震災後の低迷相場は本当にきつい」と口をそろえる。オンライン証券も収入減をカバーするために、内外の上場投資信託（ETF）、投信の定期積み立て、外国為替証拠金取引（FX）などに戦線を広げてきたが、「これ以上、東証の売買代金が減少すると、採算が合わなくなる恐れがある」と危機感を強めている（図表5～7）。

ニワトリが先か、卵が先かははっきりしない。つまり、証券会社が絡む不祥事が多いから市場が信頼感を失って縮小するのか、市場が縮小して収益機会が減るから証券会社が不正行為に走るのかは何とも言えない。ただ、自らのビジネスの土俵を汚すことによって失うものの大きさまで思いが至らなかったのは、残念だ。当面の景気動向を展望しても、証券会社の収益が劇的に好転するような要素には乏しい。

(図表 5) 上場証券各社の営業収益 (億円)

	2002/03	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03	2012/03
大和証券グループ本社	4880	3877	4538	5193	8457	9173	8254	4139	5379	4030	4224
野村ホールディングス	18254	8409	10459	11262	17928	20491	15937	6645	13568	13855	18518
岡三証券グループ	419	397	631	584	889	701	723	556	662	630	611
丸三証券	148	126	215	196	299	222	199	131	168	149	145
東洋証券	120	95	191	176	242	199	230	117	130	129	134
東海東京フィナンシャル・HD	355	281	470	410	718	638	632	436	585	524	526
光世証券	10	2	16	10	19	15	16	13	9	8	6
水戸証券	105	75	152	156	209	155	149	101	112	107	110
いちよし証券	107	96	196	217	276	255	215	143	157	131	144
高木証券	48	45	89	94	142	104	92	56	76	46	60
松井証券	128	134	250	369	571	437	399	267	243	221	177
マネックスグループ				217	392	332	305	248	225	252	323
沢田ホールディングス	15	10	57	98	237	153	161	178	133	172	257
丸八証券	43	32	67	66	74	53	37	18	25	25	27
カブドットコム証券	17	29	66	117	213	209	207	167	151	141	124
極東証券	74	69	96	89	120	103	92	50	153	80	99
岩井コスモホールディングス	72	59	110	120	173	124	103	71	60	202	162
藍澤証券	80	71	166	165	251	185	159	99	111	95	85
インヴァスト証券	22	24	33	47	64	35	43	58	43	31	29

(図表 6) 上場証券各社の受入手数料 (億円)

	2002/03	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03	2012/03
大和証券グループ本社	1719	1443	1942	2164	3092	3067	2944	2089	2529	2186	2208
野村ホールディングス	3252	3028	3634	3927	5678	5827	6795	5019	6486	6564	5510
岡三証券グループ	256	224	356	379	527	479	475	339	438	404	399
丸三証券	136	100	174	161	250	176	170	113	153	135	130
東洋証券	86	67	137	138	181	155	184	84	101	88	71
東海東京フィナンシャル・HD	256	204	308	316	531	474	435	249	297	255	242
光世証券	3	2	3	3	4	3	2	2	1	1	1
水戸証券	92	56	134	142	185	132	121	72	88	83	80
いちよし証券	94	89	162	192	245	227	192	126	139	116	129
高木証券	37	34	63	69	105	76	67	40	46	38	44
松井証券	102	102	202	271	425	269	245	183	173	150	115
マネックスグループ				179	322	254	215	149	130	132	171
沢田ホールディングス	16	12	24	52	58	33	22	14	18	15	8
丸八証券	31	20	32	38	45	36	22	10	18	20	20
カブドットコム証券	17	23	53	94	169	151	137	112	101	87	73
極東証券	27	17	31	38	55	39	33	20	18	16	14
岩井コスモホールディングス	52	39	69	74	102	68	56	39	35	112	99
藍澤証券	63	50	109	112	163	121	111	77	88	79	60
インヴァスト証券	19	13	24	32	47	22	29	42	35	27	21

(図表 7) 上場証券各社の最終損益 (億円、▲は赤字)

	2002/03	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03	2012/03
大和証券グループ本社	▲1305	▲63	426	527	1399	927	464	▲850	434	▲373	▲394
野村ホールディングス	1680	1199	1723	947	3043	1758	▲678	▲7082	678	287	116
岡三証券グループ	▲6	▲46	76	56	179	47	56	▲19	28	6	10
丸三証券	▲21	▲60	48	26	70	41	17	▲24	15	▲1	▲8
東洋証券	▲17	▲38	59	36	56	29	32	▲30	▲2	▲1	7
東海東京フィナンシャル・HD	▲112	▲169	117	60	221	107	90	25	72	43	25
光世証券	▲6	▲13	8	▲1	5	2	1	1	0	▲5	1
水戸証券	▲18	▲46	36	24	60	18	15	▲39	▲9	▲7	1
いちよし証券	▲36	▲41	46	50	58	38	11	▲48	0	▲16	▲2
高木証券	9	▲23	20	24	46	18	10	▲6	10	▲68	▲30
松井証券	19	15	73	126	207	134	128	69	77	54	43
マネックスグループ				71	136	95	72	▲21	38	20	14
沢田ホールディングス	▲10	▲13	12	30	30	▲16	▲4	10	7	▲3	17
丸八証券	▲2	▲15	12	6	5	▲5	▲25	▲26	1	1	3
カブドットコム証券	▲18	1	30	40	97	61	60	36	31	6	16
極東証券	4	2	19	28	37	33	18	▲14	38	16	25
岩井コスモホールディングス	6	1	21	20	42	23	17	▲8	▲6	32	▲64
藍澤証券	▲15	▲39	38	33	49	26	12	▲67	▲12	▲26	▲16
インヴァスト証券	▲10	▲11	3	14	14	1	▲14	▲18	▲6	▲8	2

(図表 5 ~ 7 : 出所) 日経NEEDS - Financial QUEST

欧州は債務危機の解決に戸惑っているうちに、経済が全体としてマイナス成長に陥りそうだし、中国経済も減速感が募っている。米国は過去の景気回復局面に比べても雇用者数の伸びが小さく、来年1月には歳出カットと減税打ち止めの組み合わせで景気に相当なデフレ圧力が働く可能性があると予想されている。

こんななかで日本の証券ビジネスがどう立ち直っていくかは重いテーマだ。信頼がなければお金が流れないことを踏まえれば、繰り返された不祥事に対しては万全な再発防止策を講じ、直接金融の担い手を再自覚して、与えられた役割を誠実に果たすことが基本であることは間違いない。その地道な努力に加えて、もっと個人投資家に株式を売るという証券会社だけに許された業務に、正面から取り組むことがやはり重要だと思われる。

相場低迷に加え、手数料の低さではオンライン証券にかなわないから、小口の個人投資家を相手にする業務などに注力できないという声もあろう。手数料の厚い投資信託や保険を売ることに注力したい気持ちもわかる。しかし、特に対面販売の証券会社ではリテール顧客の平均年齢が60歳を超えている。新たな投資家層を育てなければ、顧客の高齢化につれて証券ビジネスはますます衰退し、証券市場は機能を果たせなくなる恐れがある。

機関投資家にとっては、株式はしょせん値動きのある金融商品の1つにすぎない。日本が資本主義体制を堅持する限り、株式会社制度はその骨格であり、株式が個人投資家に幅広く保有されていることが、やはり理想ではないだろうか。社会が証券会社に託していることは極めて多い。もう一度、証券ビジネスの原点に立ち返り、個人の資産形成への貢献を事業戦略の最優先にすることが、極めて重要だと考える。

