

証券会社のROE概観

一上季代司

証券会社の財務は、かつての免許制下では「経常収支率」（受入手数料÷販売管理費）が最も重視されていた。一九六五年恐慌の教訓を踏まえ、自己思惑を張らず手数料収入だけで経費を賄えることが監督当局によって重視されたためである。

しかし、金融ビッグバンで免許制から登録制に移行し、護送船団行政が過去のものとなった現在では、ROE (Return on Equity、自己資本利益率) と自己資本規制比率が最も重視されるようになってきている。もともと、その割には証券会社自体のROEについて取り上げた分析はそれほど多くない。

そこで、開示資料を利用して、主要証券会社のROEからどのようなことが読み取れるか、若干の検討を行って見た。

1 証券業界のROE

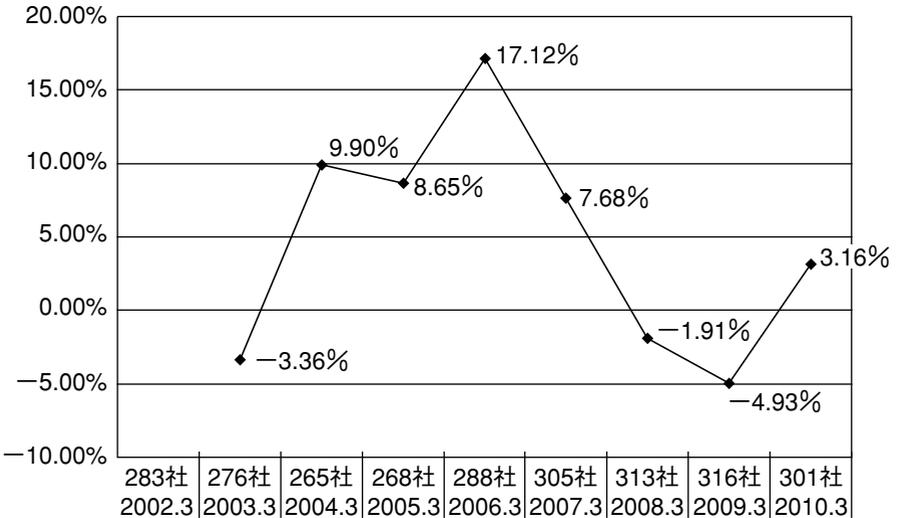
図1は、二〇〇三年三月期から一〇年三月期までの八期におけるわが国証券業界のROEの推移である。⁽¹⁾対象は、日本証券業協会の協会員であるすべての証券会社である。なお、対象期間中、証券会社の数は、二八三社（二〇二年三月末）から三〇一社（一〇年三月末）へ若干の微増をみているが、この間、新規参入と退出（合併、自主廃業など）が累計それぞれ約百社前後あって、かなり流動的である。

さて、この八期について、ROEの数値をみると、平均（四・五四％）、標準偏差（七・六五％）であった。この間、二〇〇八年九月のリーマンショックなど、厳しい環境を過ごしていたが、それを除いてみても、ROEの水準は全般的に低い⁽²⁾という印象である。

もつとも、これはあくまで業界全体の集約した数値である。国内証券会社のみならずホールセール中心の外資系証券会社も含まれているし、国内証券会社に限ってみても、多様なビジネスモデルの展開がみられるようになっていく。実際、個別にみれば各社ROEの数値はかなりの「散らばり」をみせているのである。

ところでROEは、一般事業会社の場合には、①売上高利益率、②総資産回転率、③財務レバレッジの三要素に分解される。そこで、証券会社の場合も、これを援用して純営業収益（手数料収入＋トレーディング損益＋純金利収入）を「売上高」とみなせば、①純利益マージン率、②総資産・純営業収益率、③財務レバレッジの三要素に分解することができるだろう（図2）。

図1 わが国証券業界のROE



(注) ROE = 当期純利益 ÷ (純資産額の前年末と当年末の平均)

(出所) 日本証券業協会「全国証券会社主要勘定」および「3月期決算概況」より作成

図2 ROEの構成要素

(1) 一般事業会社の場合

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{純利益} \div \text{自己資本} \\ &= (\text{純利益} \div \text{売上高}) \times (\text{売上高} \div \text{総資産}) \times (\text{総資産} \div \text{自己資本}) \\ &= (\text{売上高利益率}) \times (\text{総資産回転率}) \times (\text{財務レバレッジ}) \end{aligned}$$

(2) 証券会社の場合

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{純利益} \div \text{自己資本} \\ &= (\text{純利益} \div \text{純営業収益}) \times (\text{純営業収益} \div \text{総資産}) \times (\text{総資産} \div \text{自己資本}) \\ &= (\text{純利益マージン率}) \times (\text{総資産} \cdot \text{純営業収益率}) \times (\text{財務レバレッジ}) \end{aligned}$$

そこで、次に、個社別のROEの形状およびその構成三要素を検討することによって、どのようなインプターションが得られるか、みておこう。なお、データは主として各社ホームページ上で得られるディスクロージャー誌（「業務および財産に関する説明書」）に基づいている。これは「単体」ベースであるが、一部については連結ベースの決算書を利用している。

2 主要各社のROE

表1は、大手証券、銀行系準大手、ネット証券、独立系準大手・中堅証券について、個社別ROEの平均と標準偏差を、平均値の高いものから並べたものであり、リーマンショックを含む二〇〇九年三月期を除いた数値もあわせて計算してある。なお、対象会社については合併等による異動があるため、比較検討のできる〇六年三月期から一〇年三月期までの五期分について検討することとした。表1から読み取れることは以下の通りである。

- ① ROEが比較的高いのは、ネット証券である。
- ② 他方、大手証券および銀行系準大手ではリテールのROEが高く、ホールセールROEは低い。
- ③ ROEの平均値と標準偏差をみると、平均値が高ければ標準偏差も高いという関係は、ネット証券以外にはみられない。

表1 各社ROEの平均値と標準偏差

(2006年3月期～2010年3月期)			2009年3月期を除く		
	平均	標準偏差		平均	標準偏差
協会員全社	4.23%	8.67%	協会員全社	6.51%	8.09%
[大手]			[大手]		
大和リテール	14.62%	8.36%	大和リテール	17.29%	6.77%
日興	8.40%	6.36%	日興	10.73%	4.23%
大和G (連結)	5.95%	11.11%	大和G (連結)	10.19%	6.68%
大和CM	0.52%	11.45%	野村G (連結)	6.05%	7.87%
野村G (連結)	-3.19%	21.76%	大和CM	4.07%	9.53%
[銀行系]			[銀行系]		
SMBCフレンド	7.81%	4.61%	みずほインバスターズ	12.63%	10.01%
みずほインバスターズ	4.97%	19.20%	SMBCフレンド	9.52%	2.99%
旧新光	3.90%	6.40%	旧新光	6.27%	4.13%
三菱UFJ	1.54%	6.94%	三菱UFJ	4.10%	4.52%
旧みずほ	-30.66%	69.10%	旧みずほ	-30.19%	69.39%
[ネット証券]			[ネット証券]		
楽天	23.61%	20.75%	楽天	26.17%	23.04%
マネックス	21.43%	12.93%	マネックス	23.73%	13.70%
松井 (連結)	18.09%	10.36%	松井 (連結)	20.31%	10.50%
カブドットコム	17.48%	10.46%	カブドットコム	19.29%	11.13%
SBI	10.00%	5.61%	SBI	10.58%	6.30%
[独立系準大手・中堅]			[独立系準大手・中堅]		
岡三	10.12%	12.91%	岡三	13.34%	12.38%
東海東京	9.80%	7.89%	東海東京	12.22%	6.62%
極東	6.64%	6.99%	水戸	9.72%	9.85%
水戸	5.53%	12.67%	極東	9.56%	2.89%
高木	5.31%	7.00%	東洋	7.90%	5.93%
岩井	5.04%	7.87%	高木	7.18%	6.48%
東洋	4.50%	9.18%	いちよし	6.96%	6.76%
丸三	4.20%	6.92%	岩井	6.91%	7.71%
いちよし	2.55%	11.46%	丸三	6.55%	5.20%
光世	1.04%	0.97%	藍澤	3.40%	5.35%
藍澤	-0.01%	8.93%	コスモ	1.67%	10.95%
コスモ	-6.33%	20.23%	光世	1.20%	1.04%

- (注) 1. 「野村G」は野村グループ、「大和G」は大和証券グループ本社、「大和リテール」は大和証券、「大和CM」は大和証券キャピタルマーケット、「日興」は日興コーディアルである。
 2. 旧新光証券、旧みずほ証券の2010年3月期については両社統合(09年5月)後の数値を利用して計算。
 3. 野村G、大和G、松井については連結ベース。野村GはSEC基準。
 (出所) 各社ディスクロージャー誌および決算書より作成

そこで、次に、ROEを構成している二つの要素に分解してみよう。

3 主要各社の総資産・純営業収益率

表2は総資産・純営業収益率の平均値と標準偏差をみたものである。これは所与の総資産を使ってどれだけの純営業収益が得られたか、をみたものである。これによれば、以下のことが読み取れる。

- ① 総資産・純営業収益率は、大手、銀行系準大手、独立系中堅・中小に関わらず、投信営業に注力している業者が最も高い。
- ② ネット証券は、かなり低い。
- ③ 大手、銀行系準大手ではホールセール業者が低い。
- ④ 独立系準大手・中堅では、トレーディングに注力している業者が低い。
- ⑤ 総資産・純営業収益率では、平均値と標準偏差が、大体において同じ方向（平均値が高ければ標準偏差も高い）がみられる。

これらのことは、ある意味では当然である。証券会社の資産・負債は、トレーディング勘定やレポ取引勘定、信用取引関係でほとんどが占められるからである。

まずネット証券は押しなべて信用取引に注力しており、このために信用取引勘定や信用顧客からの預り金・受入保証金ともなう顧客分別金（預託金勘定）が膨らむのである。このため、ネット証券でも、逆にキャッシュ取引の比率が高い業者は、相对比较で総資産・純営業収益率は高くなっている。

また、ホールセールでは、機関投資家向けのセールス・トレーディング業務においてトレーディング勘定なら

表2 各社総資産・純営業収益率の平均値と標準偏差

(2006年3月期～2010年3月期)			2009年3月期を除く		
	平均	標準偏差		平均	標準偏差
協会員全社	2.91%	0.64%	協会員全社	3.14%	0.44%
[大手]			[大手]		
大和リテール	31.80%	4.92%	大和リテール	33.09%	4.60%
日興	13.69%	6.17%	日興	14.46%	6.84%
大和G(連結)	2.97%	1.11%	大和G(連結)	3.40%	0.66%
野村G(連結)	2.83%	1.05%	野村G(連結)	3.23%	0.62%
大和CM	1.45%	0.91%	大和CM	1.73%	0.77%
[銀行系]			[銀行系]		
SMBCフレンド	23.61%	4.03%	SMBCフレンド	25.01%	2.92%
みずほインバスターズ	6.86%	2.78%	みずほインバスターズ	7.65%	2.47%
旧新光	3.02%	0.85%	旧新光	3.15%	0.92%
三菱UFJ	2.34%	0.90%	三菱UFJ	2.60%	0.79%
旧みずほ	1.03%	0.58%	旧みずほ	1.14%	0.61%
[ネット証券]			[ネット証券]		
マネックス	8.30%	1.63%	マネックス	8.52%	1.79%
SBI	5.99%	0.77%	SBI	6.11%	0.83%
楽天	5.71%	0.62%	楽天	5.72%	0.72%
松井(連結)	5.15%	0.68%	カブドットコム	5.23%	1.28%
カブドットコム	4.99%	1.23%	松井(連結)	5.19%	0.78%
[独立系準大手・中堅]			[独立系準大手・中堅]		
いちよし	36.20%	3.98%	いちよし	37.08%	3.99%
水戸	18.32%	4.17%	水戸	19.86%	2.71%
丸三	18.26%	2.94%	丸三	18.86%	3.03%
東洋	16.46%	2.80%	極東	17.21%	8.49%
極東	15.31%	8.48%	東洋	17.13%	2.73%
高木	15.17%	3.40%	高木	16.01%	3.28%
コスモ	13.83%	2.89%	コスモ	14.05%	3.29%
藍澤	13.32%	2.73%	藍澤	13.81%	2.88%
岡三	12.27%	2.31%	岡三	12.63%	2.50%
東海東京	10.86%	1.49%	東海東京	11.34%	1.18%
岩井	6.73%	1.26%	岩井	6.84%	1.43%
光世	6.26%	1.52%	光世	6.28%	1.75%

- (注) 1. 「野村G」は野村グループ、「大和G」は大和証券グループ本社、「大和リテール」は大和証券、「大和CM」は大和証券キャピタルマーケット、「日興」は日興コーディアルである。
 2. 旧新光証券、旧みずほ証券の2010年3月期については両社統合(09年5月)後の数値を利用して計算。
 3. 野村G、大和G、松井については連結ベース。野村GはSEC基準。
 (出所) 各社ディスクロージャー誌および決算書より作成

びに資金繰りや在庫繰りに利用するレポ取引や現先取引関係の勘定が膨張する。この結果、トレーディング業務に重きをおく業者の資産も膨張しやすい。加えて、独立系準大手・中堅・中小証券の場合、証券取引所の売買システムが更新され、値ザヤを稼ぎ難くなっていることも一因しているだろう。

反面、投信営業では、負債側では顧客前受け金、資産側では投信在庫や預託金が発生するものの、それは一時的で資産はさほど膨らまない。このため、総資産・純営業収益率は高くなるのである。

なお、総資産・純営業収益率は、各業務・各ビジネスモデルの資産粗収益性を反映している。このため、その変動は、同一の業務については平均値が高いと変動も大きくなると考えられる。

4 主要各社の純利益マージン率

それでは、純営業収益に対して、ここからコストを控除した純利益の比率（純利益マージン率）はどうだろうか。それをみたものが表3である。ここから、以下のことが読み取れるだろう。

- ① 純利益マージン率が相対比較で高いのはネット証券である。
- ② 大手、銀行系準大手では、リテールに重きをおく業者のそれは高く、ホールセールは低い。つまりビジネスモデルの違いを反映しているようである。
- ③ 他方、独立系準大手・中堅の場合には、この数値とビジネスモデルは関係無いようである。
- ④ 純利益マージン率の場合は、平均値と標準偏差が逆の方向を向いているようである（平均値が低いほど標準偏差は高い）。

純利益マージン率は、コスト構造に大きく規定されるのである。

表3 各社純利益マージン率の平均値と標準偏差

(2006年3月期～2010年3月期)			2009年3月期を除く		
	平均	標準偏差		平均	標準偏差
協会員全社	5.73%	15.44%	協会員全社	10.70%	12.39%
[大手]			[大手]		
日興	16.16%	12.95%	日興	20.78%	9.04%
大和リテール	15.63%	6.45%	大和リテール	17.98%	4.34%
大和G(連結)	3.80%	26.62%	大和G(連結)	15.40%	6.88%
大和CM	-29.69%	80.28%	野村G(連結)	9.99%	15.00%
野村G(連結)	-37.32%	106.57%	大和CM	5.19%	21.93%
[銀行系]			[銀行系]		
SMBCフレンド	18.17%	8.79%	SMBCフレンド	21.81%	3.83%
旧新光	7.79%	14.16%	みずほインバスターズ	17.20%	9.14%
三菱UFJ	0.62%	23.82%	旧新光	13.53%	6.91%
みずほインバスターズ	-0.64%	40.65%	三菱UFJ	10.40%	10.91%
旧みずほ	-166.01%	399.60%	旧みずほ	-209.09%	447.80%
[ネット証券]			[ネット証券]		
松井(連結)	33.44%	3.57%	松井(連結)	34.73%	2.44%
カブドットコム	31.60%	10.42%	カブドットコム	33.43%	11.08%
SBI	26.23%	5.94%	マネックス	26.69%	10.41%
マネックス	25.16%	9.64%	SBI	24.87%	5.89%
楽天	20.14%	13.16%	楽天	20.76%	15.11%
[独立系準大手・中堅]			[独立系準大手・中堅]		
東海東京	15.53%	11.33%	極東	25.46%	6.31%
極東	13.83%	26.57%	東海東京	19.34%	8.61%
高木	12.46%	16.04%	高木	18.42%	10.30%
光世	11.92%	8.93%	水戸	16.41%	17.56%
岩井	8.37%	17.58%	丸三	14.80%	9.30%
丸三	8.13%	16.94%	東洋	13.94%	7.55%
岡三	7.41%	8.27%	光世	13.56%	9.40%
東洋	5.20%	20.60%	岩井	13.32%	15.77%
水戸	5.18%	29.36%	いちよし	10.40%	9.44%
いちよし	1.53%	21.44%	岡三	10.16%	6.40%
藍澤	-7.43%	35.58%	藍澤	7.57%	13.71%
コスモ	-13.56%	37.62%	コスモ	1.82%	17.65%

- (注) 1. 「野村G」は野村グループ、「大和G」は大和証券グループ本社、「大和リテール」は大和証券、「大和CM」は大和証券キャピタルマーケット、「日興」は日興コーディアルである。
2. 旧新光証券、旧みずほ証券の2010年3月期については両社統合(09年5月)後の数値を利用して計算。
3. 野村G、大和G、松井については連結ベース。野村GはSEC基準。
- (出所) 各社ディスクロージャー誌および決算書より作成

販売管理費のなかで最大の費目は人件費である。ネット証券の場合、その人件費比率が最も低いのである。もともと、その代わりにシステム関係費（不動産関係費、事務費、減価償却費）は嵩むのだが、いまのところ、これを十分カバーしているようである。

他方、ネット証券以外では人件費のウェイトが費用の半分前後を占めている。そのうえ、ホールセールでは一人あたりの人件費水準がリテールのそれをかなり上回っている。また純利益マージン率のあり方には人件費の変動費化の進捗状況も大きく関係してくる。

そして、経費の固定化比率が高く、損益分岐点が高い場合には、純利益マージン率が低ければ低いほど、その変動は大きくなるだろう。

要するに、純利益マージン率は、コスト構造の如何にかなり左右される。

5 主要各社のレバレッジ率

最後に、レバレッジ率をみておこう。表4がそれである。

① 大手、銀行系準大手では、レバレッジはホールセールが高く、リテールは低い。つまりROEとは逆になっている。

② 独立系準大手・中堅およびネット証券では、大体において、ROEと同じ順序になっている。

レバレッジが高いということは、より少ない自己資本で総資産を稼働させていると言うことであり、他の条件が一定ならば、ROEを高める方向に働く。この関係が大手、銀行系準大手にはみられないのである。このことは、これら大手、銀行系準大手におけるホールセールとリテールの収益性に対して、この期間中、金融危機など

表4 各社財務レバレッジ率の平均値と標準偏差

(2006年3月期～2010年3月期)			2009年3月期を除く		
	平均	標準偏差		平均	標準偏差
協会員全社	17.2倍	1.2倍	協会員全社	17.1倍	1.3倍
[大手]			[大手]		
大和CM	21.8倍	2.3倍	大和CM	21.6倍	2.5倍
大和G(連結)	18.7倍	1.2倍	大和G(連結)	18.3倍	0.9倍
野村G(連結)	15.9倍	1.3倍	野村G(連結)	16.2倍	1.2倍
日興	4.6倍	3.2倍	日興	4.9倍	3.6倍
大和リテール	2.7倍	0.4倍	大和リテール	2.8倍	0.4倍
[銀行系]			[銀行系]		
旧みずほ	28.5倍	4.4倍	旧みずほ	27.5倍	4.3倍
旧新光	15.4倍	3.6倍	旧新光	15.9倍	4.0倍
三菱UFJ	15.0倍	3.8倍	三菱UFJ	14.4倍	4.1倍
みずほインベスターズ	9.1倍	0.9倍	みずほインベスターズ	8.9倍	1.0倍
SMBCフレンド	1.7倍	0.2倍	SMBCフレンド	1.7倍	0.2倍
[ネット証券]			[ネット証券]		
楽天	19.3倍	7.2倍	楽天	20.8倍	7.3倍
カブドットコム	10.4倍	0.2倍	松井(連結)	10.9倍	4.0倍
松井(連結)	10.1倍	4.0倍	カブドットコム	10.4倍	0.2倍
マネックス	9.5倍	1.0倍	マネックス	9.7倍	1.0倍
SBI	6.0倍	1.8倍	SBI	6.4倍	1.8倍
[独立系準大手・中堅]			[独立系準大手・中堅]		
岡三	8.9倍	2.0倍	岡三	9.3倍	2.1倍
東海東京	5.2倍	0.7倍	東海東京	5.5倍	0.6倍
岩井	5.0倍	1.8倍	岩井	5.4倍	1.9倍
コスモ	4.5倍	0.7倍	コスモ	4.7倍	0.7倍
東洋	2.9倍	0.7倍	東洋	3.0倍	0.7倍
水戸	2.5倍	0.5倍	水戸	2.6倍	0.5倍
極東	2.3倍	0.5倍	藍澤	2.4倍	0.5倍
藍澤	2.3倍	0.5倍	極東	2.4倍	0.5倍
丸三	2.1倍	0.4倍	丸三	2.2倍	0.4倍
高木	2.1倍	0.5倍	高木	2.2倍	0.5倍
いちよし	1.6倍	0.3倍	いちよし	1.7倍	0.3倍
光世	1.2倍	0.0倍	光世	1.3倍	0.0倍

- (注) 1. 「野村G」は野村グループ、「大和G」は大和証券グループ本社、「大和リテール」は大和証券、「大和CM」は大和証券キャピタルマーケット、「日興」は日興コーディアルである。
2. 旧新光証券、旧みずほ証券の2010年3月期については両社統合(09年5月)後の数値を利用して計算。
3. 野村G、大和G、松井については連結ベース。野村GはSEC基準。
- (出所) 各社ディスクロージャー誌および決算書より作成

の外部環境によって大きな格差が生じたこと、銀行系の場合には、親銀行の信用力に支えられて同規模・同質のビジネスモデルをもつ他社比較でレバレッジを比較的、高めに維持出来たことも指摘できるだろう。

レバレッジを引き上げればROEを高める方向に作用するが、反面、証券会社の自己資本規制はレバレッジの上限を制約する。この点では、高度の経営判断が必要となってくる。もともと、レバレッジについては、調整レバレッジ⁽³⁾もみておく必要があるだろう。

注

(1) 二〇〇一年九月の経理基準の改正により、同月より様式が大幅に変更されているため、それ以降についてのみ計算している。

(2) 例えば、リーマンショックを含む二〇〇九年三月期が異常値だったと仮定して、それを除いて計算しても、平均五・八九%、標準偏差七・一五%であった。

(3) 調整レバレッジⅡ(総資産ーレポ勘定・現先勘定・小自己資本。レポ勘定や現先勘定は現金担保やヘアカットなどによりリスクを軽減しているため、これを除いて計算したレバレッジ率も検討してみる必要がある。

(にかみ きよし・客員研究員)