

日米証券界の収益状況比較

一上季代司

この九月で、リーマン・ショックから三年が経過した。アメリカの大手投資銀行五社は財務上の大打撃を受け、破綻を免れた三社（ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリルリンチ）も銀行持株会社の傘下におかれて今日に至っている。その結果、大手投資銀行は親会社持株会社を介して中央銀行（FRB）の庇護を受ける反面、その経営戦略は銀行規制に制約されることになった。そして危機の翌二〇〇九年には元FRB議長だったポール・ボルカーが「銀行の自己勘定によるリスク投資の全面禁止」を主張し、かつて大手投資銀行と呼ばれた業態は消滅するかのよう⁽¹⁾に思われた。

ところが、あらたな銀行規制改革法（ドット・フランク法）⁽¹⁾に盛り込まれたこのボルカー・ルールは、二〇一〇年、法令化される段階で事実上、大幅な骨抜きとなり、再び、大手投資銀行の収益性は回復しつつある。アメリカは世界最大の証券市場を擁し、世界の証券ビジネスの過半を占めている。かつまた、商品・業務のイノベーションおよび規制・制度面でも開拓者・先行者であって、なお注目度の高いマーケットである。そして、リーマン・ショックを間にはさむこころ一〇年のアメリカ証券界の収益状況は、自己勘定投資部門の劇的な変動を含みながらも、ブローカー部門その他において重要な構造的変化が進行していたことも見逃せない。そこで、以下では、最近一〇年間の収益状況を取り上げ、わが国と対比させながら注目を整理したいと思う⁽²⁾。

(1)

1 営業収益、純利益とROE

最初に、営業収益、純利益およびROEの推移についてみておこう。表1は、日米の証券業界における営業収益（総収入）、純利益とROEをみたものである。アメリカと日本の規模格差は外務員数からみると九対一である⁽³⁾。営業収益や純利益は市場環境によって年々変動するため、表1の最後にはこの九年間の年平均を算出してある。

この間の円ドル平均レートを一〇八円として換算してみると、アメリカの総収入の年平均は三〇二四億ドル（三二兆六六〇億円）、純利益は一五四億ドル（一兆六六〇億円）となり、日本の三兆七四〇億円、二二一三億円のそれぞれ八・七倍、七・五倍となる。先の外務員数の格差と合わせ、七・九倍の業界規模格差は、現物株の出来高（金額ベース）のほか市場規模格差にほぼ合致している。

ところが、ROE（株主資本利益率）をみると、かなり大きな格差がある。九年間平均でアメリカは

表1 日米証券界の営業収益、純利益とROE

(アメリカ)

暦年	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均
総収入 (百万ドル)	215,726	212,726	236,704	321,767	436,796	474,192	290,541	278,936	254,752	302,460
純利益 (百万ドル)	8,753	19,264	12,524	15,007	27,256	5,959	-24,749	49,535	24,807	15,373
ROE	6.8%	15.0%	9.0%	10.2%	17.4%	3.6%	-14.1%	25.7%	11.7%	9.3%
株主資本比率 (年末)	4.0%	3.5%	3.2%	2.9%	2.8%	2.6%	4.2%	4.8%	4.7%	
ROA	0.3%	0.6%	0.3%	0.3%	0.5%	0.1%	-0.5%	1.1%	0.6%	0.4%
会員数 (年末)	5,388	5,287	5,219	5,134	5,052	4,969	4,923	4,779	4,679	

(日本)

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均
営業収益 (10億円)	2,531	3,378	3,272	5,098	4,938	4,854	3,313	3,382	2,920	3,743
純利益 (10億円)	-169	508	483	1,136	588	-145	-346	202	-265	221
ROE	-3.5%	10.1%	8.7%	17.7%	7.9%	-1.9%	-5.0%	3.1%	-4.2%	3.7%
株主資本比率 (年度末)	6.4%	5.7%	5.2%	5.8%	6.0%	5.0%	6.8%	6.3%	5.8%	
ROA	-0.2%	0.6%	0.5%	0.9%	0.5%	-0.1%	-0.3%	0.2%	-0.3%	0.2%
会員数 (年度末)	281	266	267	289	308	317	321	305	293	

(出所) アメリカはSIFMA、U. S. Securities Industry Financial Results、日本は日本証券業協会『Fact Book』による。

(注) 1. アメリカは暦年、日本は年度（当年4月～翌年3月）。

2. ROEは純利益（税引後利益）を期中平均株主資本で割ったもの。

3. 対象業者はアメリカはNASD加盟で対顧客営業を営む業者（したがってスペシャリスト等は含まない）、日本は日本証券業協会加盟会員業者である。

4. 最後の「平均」は計算対象期間9年（2002年～2010年）の年間平均である。

九・三%、日本は三・七%である。すなわち、資本効率に三倍弱の格差がある。この格差の要因の一つはレバレッジである。表1の株主資本比率（株主資本÷総資産）をみると、おしなべてアメリカのほうが低い（つまりレバレッジが高い）。二〇〇六年には二倍以上に開いている。もつとも危機以降は、デ・レバレッジによって格差は急速に縮小している。今一つの要因は総資産利益率（ROA、税引き後利益÷総資産）の格差である。この格差はいまなお大きく開いたままである。そこで、ROAの格差をもたらしている要因をみるために、収入の細目についてみよう。

2 収入源泉の多様性

表2は、日米証券業者の収入細目を比較するため、損益計算書の収益項目（Income statement）を並べ替えたものである。⁽⁴⁾ アメリカの投信販売収入、日本の募集手数料までの上半分（小計aの部分）が、本業（ブローカー、ディーラー、引受、募集）に帰属する収入構成比率にほぼあたる。その小計の比率をみると、一貫して日本の方が高い。一二%～三二%高いのである。

逆にいえば証券本業以外の附随業務、兼業からの収入比率がアメリカでは高い。ということは業務の多様化が、アメリカは日本よりかなり先行していることを意味している。

それでは次に、証券本業以外についてみよう。

まず本業ではないが、本業に関連する業務（あるいは附随業務）からの収入には次のようなものがある。アメリカの「資産管理手数料」（Asset Management Fee）は顧客資産の投資アドバイス・一任運用、保管・管理等のサービスに対して徴収する手数料であり、預かり残高に比例する手数料である。これはブローカー業務に附随す

る業務収入であるが、わが国では「その他手数料」に含まれる。

また「その他証券関連収入」(Other Securities Related) は M & A のアドバイス手数料、私募斡旋手数料、保有証券の受取配当金・利子収入・レポ取引収入等よりなるが、このうちアドバイス手数料、私募斡旋手数料は引受業務に附随する業務収入であって、わが国で「その他手数料」に含まれる。

他方、保有証券の受取配当金・利子収入・レポ取引収入は本業であるデイトリング業務に附随する収入であり、わが国では金融収入に含まれる。またアメリカのマージン利子、日本の信用取引利子は、ブローカー業務に附随するマージン取引、信用取引に帰属する収入で、日本では金融収入に含まれる。

表 2 日米証券会社の営業収益（総収入）構成

(アメリカ)

暦年	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
売買手数料 (Commission)	20.6%	21.2%	19.9%	14.3%	11.2%	11.5%	20.0%	17.4%	18.4%
トレーディング損益	8.9%	14.5%	9.9%	7.2%	9.9%	-1.3%	-22.4%	13.8%	9.3%
投資損益	0.5%	1.4%	1.1%	0.9%	1.3%	0.8%	-0.6%	0.5%	0.4%
引受収入	6.8%	8.1%	8.1%	6.2%	5.4%	5.6%	6.5%	8.1%	9.6%
投信販売	7.3%	7.6%	7.9%	6.4%	5.3%	5.4%	7.9%	6.2%	7.4%
小計 (a)	44.2%	52.8%	46.9%	35.1%	33.0%	22.1%	11.3%	46.0%	45.1%
マージン利子	3.0%	2.5%	2.9%	4.1%	5.5%	6.8%	6.3%	1.6%	2.0%
資産管理手数料	8.4%	8.4%	8.8%	7.2%	6.4%	7.0%	11.3%	9.9%	12.8%
その他証券関連収入	29.7%	25.5%	28.6%	39.3%	44.4%	49.6%	48.7%	22.1%	22.8%
小計 (b)	41.2%	36.4%	40.3%	50.7%	56.2%	63.3%	66.4%	33.7%	37.5%
その他収入	14.7%	10.8%	12.8%	14.2%	10.8%	14.5%	22.3%	20.4%	17.4%

(日本)

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
社数	108	108	108	107	110	110	107	106	102
委託手数料	21.7%	26.7%	27.8%	28.5%	22.2%	19.8%	20.0%	16.5%	17.3%
トレーディング損益	24.8%	27.7%	22.3%	22.6%	18.5%	13.2%	13.1%	23.8%	18.4%
引受手数料	5.6%	6.3%	6.7%	5.2%	4.8%	2.8%	3.3%	7.7%	5.5%
募集手数料	6.2%	6.5%	6.9%	7.3%	9.0%	8.3%	7.6%	12.8%	16.0%
小計 (a)	58.2%	67.2%	63.7%	63.6%	54.5%	44.2%	44.0%	60.7%	57.1%
信用取引利子	1.6%	1.4%	2.2%	2.3%	2.7%	2.6%	2.5%	1.9%	2.1%
その他金利収入	13.6%	10.1%	10.8%	10.6%	16.0%	22.6%	26.4%	11.5%	13.9%
その他手数料	26.6%	21.3%	23.3%	23.4%	26.9%	30.6%	27.2%	25.9%	26.8%
小計 (b)	41.8%	32.8%	36.3%	36.4%	45.5%	55.8%	56.0%	39.3%	42.9%

(出所) アメリカは表 1 に同じ。日本は東証『総合取引参加者の決算概況』より作成

(注) 対象業者は、アメリカについては表 1 に同じ。日本は東証総合取引参加者。

そこで日本の金融収入を、アメリカと対比させるため、信用取引利子とそれ以外の「その他金融収入」に分けてみた。

以上、附随業務収入（あるいは本業附随収入）の構成比率は、「小計b」に集計されているが、これは日本とアメリカでほぼ並んでいる。

最後に、証券業以外の兼業からの収入については、アメリカではコモディティ関連の手数料・売買益、調査収入、コンサルタント収入など種々様々な収入を含んでおり、一〜二割の収入構成比率をキープしている。これが日本の場合にはほとんど無いのである。

3 資産効率性と収入源

さきほど、日米のROAに格差がみられることを指摘した。証券業務の中で、資本を必要とする業務はトレーディングや自己勘定投資、引受業務であって、ブローカー業務や募集業務は大資本を必要としない。また附随業務でも、投資アドバイザーやM&A等の財務アドバイザーは、同じようにさほど資本を必要とするものではない。資金を要するとすれば、マージン取引（信用取引）ぐらいであろう。

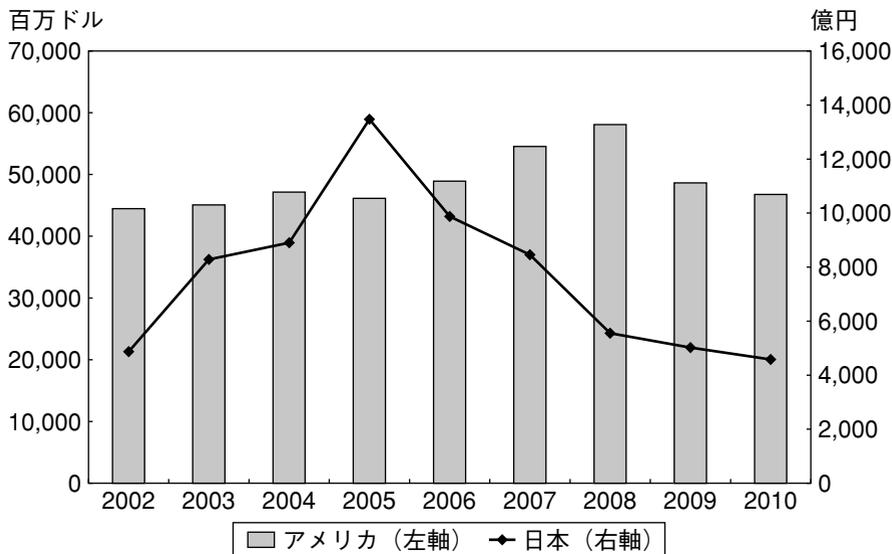
すなわち資本非集約的なビジネスからの収入が多ければ多いほど、ROAは高まる関係にある。それは、アメリカでは売買手数料、投信販売、資産管理手数料、M&A等財務アドバイザー手数料等であり、日本では委託手数料、募集手数料、その他手数料ということになる。そこで、次にそれらの収入の日米間にみられる特徴をみよう。

「売買手数料（委託手数料）」

図1は、日米の証券手数料の推移をみたものである。これによると、日本の委託手数料は大幅な変動を示しているが、これに比べてアメリカの売買手数料（Commission）はかなり安定的に推移していることがわかる。

そこで、売買手数料（委託手数料）を細分化したものが表3である。これによると、アメリカの上場株式受注からの委託売買手数料は低下傾向にあって、五割から四割へ一〇ポイントの低下を示している。しかも、取引所内執行による部分が四七％から三〇％へ大幅な低下をみせている。その反面、私設取引あるいは代替取引での執行部分が五％から一〇％へ、上場オプションも三・八％から六・五％へそれぞれ上昇している。また、「その他の売買手数料」の比率がきわめて大きく、しかもそれが上昇傾向にある（四三％↓五二％）。「その他」の内容は、株価指数や金利・債券、外為等の先物取引受注によるものと推量されるが、そのように断定できる数字を筆者は

図1 日米の売買手数料（委託手数料）の推移



(出所) 表2に同じ

利用できていない。

これに対し、わが国は株式現物からの手数料がほとんど大部分を占めている。また、最近、私設取引（PTS）⁽⁵⁾での執行が増えているが、なお5%にとどまっていることから、現物株式の手数料は取引所内執行によるものがほとんどなのである。すなわち、二〇一〇年実績で、アメリカの売買手数料の七割を占める「現物株式の場合執行以外の手数料部分」が、日本には欠落しているのである。

もっとも、このことは、東証取引参加者のみを対象にしていることからくるバイアスかもしれない。大証の指数先物・オプション取引は近年、急速に伸びているが、東証の取引参加者ではないが大証の取引参加者である業者の数字は含まれていないからである。しかしこのことを考慮に入れても売買手数料自体の収入源泉の多様化において日米間に大きな格差があることは否定できないのではなからうか。

〔投信販売（募集手数料）〕

図2は、投資信託の販売収入をみたものである。投資信託の販売の仕組みが日米間で異なり、アメリカでは投信も引受

表3 売買手数料（委託手数料）の内訳

（アメリカ）

暦年	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
売買手数料（百万ドル）	44,471	45,061	47,141	46,145	48,908	54,541	58,068	48,631	46,757
（内訳）									
上場株式（場内）	47.4%	42.5%	40.1%	39.9%	38.1%	36.8%	33.9%	32.0%	30.7%
上場株式（場外）	5.4%	5.9%	6.5%	7.1%	6.3%	6.5%	10.3%	10.2%	10.5%
小計	52.8%	48.4%	46.6%	47.0%	44.4%	43.4%	44.2%	42.2%	41.1%
上場オプション	3.8%	3.9%	4.2%	3.9%	4.4%	5.5%	6.2%	6.5%	6.5%
その他	43.4%	47.7%	49.2%	49.1%	51.2%	51.1%	49.6%	51.3%	52.4%

（日本）

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
委託手数料（億円）	4,872	8,283	8,900	13,469	9,876	8,457	5,553	5,023	4,583
（内訳）									
株券現物	94.9%	96.9%	97.5%	97.9%	97.7%	97.1%	96.4%	96.5%	96.3%
債券現物	2.6%	1.2%	1.0%	0.7%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	0.7%
受益証券（ETF等）		1.8%	1.5%	1.3%	1.2%	1.6%	2.3%	1.9%	1.8%
その他	2.5%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.5%	1.2%

（出所）表2に同じ

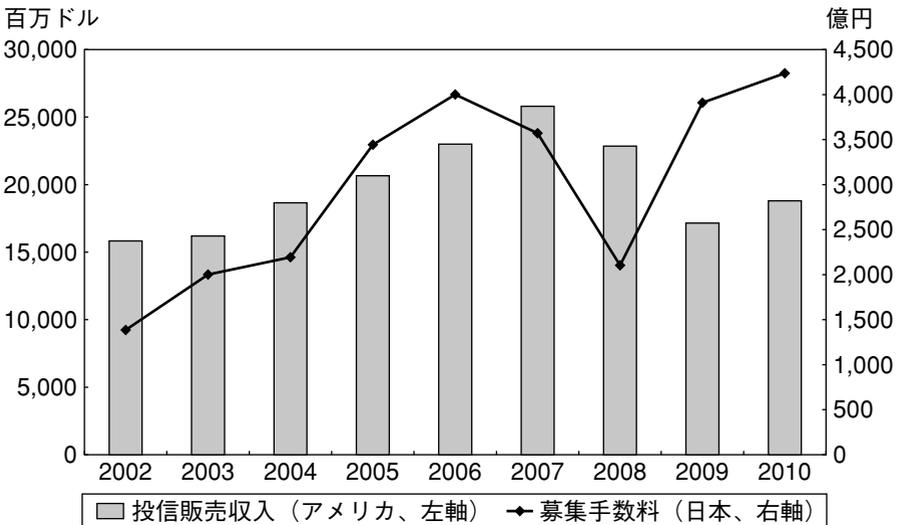
の対象となるので「投信販売収入 (Mutual Fund Revenue)」には、投信の引受収入も入っている。他方、日本の募集手数料には、投信のみならず外債などの募集手数料も入っている。したがって、それぞれ異なる部分があるのだが、それを無視すれば、日米ともに、投信販売に係る収入の推移はほぼ重なっている。リーマン・ショック後の傾向としては、わが国の方がアメリカよりも増加テンポが大きいといえる。投信販売においてアメリカより劣後しているように思われないのである。

「アドバイザリー関連収入」

最後に、投資家顧客に対する投資助言・一任運用、口座管理などの資産管理、ならびに発行会社に対する財務アドバイザリーをみておこう。ここから派生する収入は、アメリカでは「資産管理手数料」と「その他証券関連収入」に含まれている。他方、日本では、これらとともに「その他手数料」に含まれている。

ところで、アメリカの「その他証券関連収入」には先ほどみたように、金融収入も含まれている。二〇〇八年まで

図2 投信販売収入の日米比較



(出所) 表2に同じ

は、住宅ローンその他の証券化商品の組成・引受の急増に伴って、原料となる住宅ローンや企業融資およびその証券化商品の手持ち残高が急速に膨張した。加えて、M&Aに絡んだ買収資金のブリッジ・ローンやプライベートル・エクイティ・ファンド、ヘッジ・ファンドへの自己投資なども増えていった。この資金調達手段としてレポ取引等に依存する度合いが高まったため、金融収入・費用が両建てで膨らんだ。このことから、「その他証券関連収入」には、資本集約的な業務から来る利子・配当金・分配金等の金融収入がかなりの程度、含まれているのである。

そこで、M&Aアドバイザリー手数料については別の資料から推計してみよう。すなわち米国内のM&Aの金額に料率を乗じて計算してみるのである。アドバイザリー手数料は着手金と成功報酬からなるが、圧倒的に成功報酬部分が多い。そして、成功報酬は金額の多寡に応じて逓減していき、一千万ドル以上では1%程度のものである。そこで、M&Aの金額（完了ベース）に一・五%を乗じて算出したものをM&A手数料とみなして作成したものが図3である。

これによると、アメリカの「M&Aアドバイザリー手数料」と日本の「その他手数料」は同じような変動をしているが、アメリカの「資産管理手数料」はかなり安定して推移している。わが国の「その他手数料」は、M&A等の財務アドバイザリー手数料のほか、投資信託の代行手数料を含む。その内訳は明らかではないが、後者は投信残高に比例するため、比較的安定している。もっとも投信代行手数料は、アメリカの資産管理手数料と同列には論じられない。提供するサービスのコンテンツがかなり違うからである。

4 おわりに

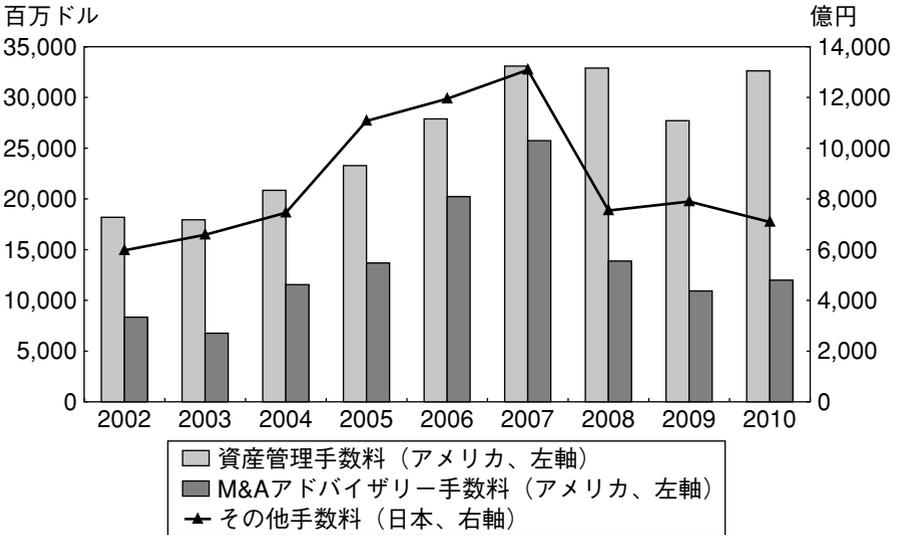
アメリカではリーマン・ショックで明らかになったように、自己勘定投資に多くの資源を投入して破綻した事例が大手投資銀行の間にもみられた。しかし、証券全体としてみれば、そうした資本集約的なビジネスよりも資本非集約的なビジネスでかなり安定した収益を得ている。とりわけ売買手数料ビジネス、投信ビジネス、資産管理ビジネスが注目点である。

こうしたビジネスから安定的に生まれてくるキャッシュフローが総資産利益率（ROA）の高さに反映し、ROEを基本的に支えていることを忘れてはならないだろう。

注

(1) ヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドなどリスクの高い金融商品への自己勘定による投融資は、中核的自己資本の三割以内なら許されることになった。また実施は数

図3 アドバイザリー手数料の日米比較



(出所) 表2と同じ
 (注) アメリカのM&Aアドバイザリー・フィーは、米国内M&A金額（完了ベース）に1.5%を乗じて算出した。

年後である。

(2) 以下では自主規制機関であるSIFMA、日本証券業協会、東証の会員財務データを用いて検討している。これらは性格上、「非連結」ベースである。

(3) 二〇一〇年末現在、外務員数はアメリカ六六万人、日本七・六万人である。

(4) 日本の対象業者は東証総合取引参加業者（東証会員）に限定してあるが、これは東証の公表資料の方が、収入の細目においてやや詳しいからである。

(5) 『日本経済新聞』九月一九日付。

(にかみ きよし・客員研究員)