

わが国証券業界の資本生産性

一上季代司

経済産業省が最近公表した報告書⁽¹⁾によると、日本企業が中長期的に持続的成長を遂げるためには、ROE（自己資本利益率）を現場の経営指標に落とし込み、ROE向上を目指す「日本型ROE経営」が必要、と指摘している。

ちなみにこの報告書では、「日本株に期待する資本コストの水準」はどの程度か、といった質問を主だった機関投資家にアンケートした調査結果が紹介されているが、それによれば、ROEが八%を超える水準であれば、約九割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回ることが示されている。このことはグローバルな投資家と対話をする際の最低ラインとしてROEが八%を超えるという水準を意識し、さらに自社に適した形でその水準を高め、持続的な成長につなげていくことが重要だ、とこの報告書は主張している。

このように、ROE八%は企業経営者にとって必達目標とされるのである。では、日本企業のROEはどのような水準か？この報告書によれば（図1）、二〇一二年（暦年）の本決算実績ベースで、製造業四・六%、非製造業六・三%、合計五・三%という数字になっている。

このように日本企業のROE水準は、米国や欧州の企業と比べかなり低い数値になっているのだが、この調査は、その要因を主として売上高利益率が低いことに求めている。

さて、この調査では金融・不動産を除いているのだが、わが証券業界のROEはどの程度の水準なのか。それ

を以下、検討しよう、というのが今回の課題である。

1 証券業の資本生産性の日米比較

先の事例では、ROEを三つの要因、①売上高利益率（純利益÷売上高）、②総資産回転率（売上高÷総資産）、③レバレッジ倍率（総資産÷自己資本）に分解していた。ROEは「純利益÷自己資本」と算出されるが、これは、 $ROE = ① \times ② \times ③$ 、に変形できるからである。

ところで、総資産や自己資本、純利益は共通した尺度で把握できるようにしても、「売上高」は業種特性によって異なってくるので、それを何に求めるかは注意を要する。そこで、ここではさしあたり売上高を「純営業収益」に求めることとして算出した。

すなわち、総資産回転率（純営業収益÷総資産）は、総資産を使ってどの程度の粗収入（受入手数料＋トレーディング益＋純金利収入）が得られたか、売上高利益率（純利益÷純営業収益）は、その粗収入からどの程度の純利益が得られたか、という意味である。

図1 日米欧の資本生産性分解

		ROE	利益率	回転率	レバレッジ
日本	製造業	4.6%	3.7%	0.92	2.32
	非製造業	6.3%	4.0%	1.01	2.80
	合計	5.3%	3.8%	0.96	2.51
米国	製造業	28.9%	11.6%	0.86	2.47
	非製造業	17.6%	9.7%	1.03	2.88
	合計	22.6%	10.5%	0.96	2.69
欧州	製造業	15.2%	9.2%	0.80	2.58
	非製造業	14.8%	8.6%	0.93	3.08
	合計	15.0%	8.9%	0.87	2.86

(注) 1. 2012年暦年の本決算実績ベース、金融・不動産除く

2. 対象=TOPIX500、S&P500、Bloomberg European 500 Index対象の企業のうち、必要なデータを取得できた企業

(原資料) みさき投資株式会社分析（メリルリンチ神山氏の初期分析を基に、Bloombergデータを分析加工）

(出所) 経済産業省、前掲報告書、37ページ

次に、日米共通の統計数値が入手できる二〇〇二年～二〇一〇年の九年間をとって、証券会社の資本生産性の日米比較を行ってみた。表1がそれである（以下では、総資産、自己資本ともに「期中平均残高」で算出している）。なお、米国は歴年、日本は三月決算のため、日本の数値は、二〇〇二年四月～二〇一一年三月までの九年間をとっている。

これによると、二〇〇〇年代を通じて、米国証券業界のROE水準の平均値は九・五％で日本の三倍近い水準である。その要因として、回転率、利益率、レバレッジ倍率のどれもが米国は日本を上回っているが、先の事業会社の場合と異なって、とりわけレバレッジ倍率の格差が大きい。これはサブプライムローン証券化ビジネスにおいて米国投資銀行が高レバレッジを利用したことが影響しており、今後は、米国の金融規制そのほかの諸事情によりレバレッジ倍率

表1 証券業における資本生産性の日米比較

	日本		アメリカ	
	2011年(平成23年)3月期	過去9年平均	2010年(暦年)	過去9年平均
①総資産回転率	2.6%	3.0%	5.3%	4.4%
②売上高利益率	-10.2%	4.8%	10.7%	6.9%
③レバレッジ倍率	16.5倍	17.0倍	21.1倍	28.8倍
④自己資本利益率(ROE)	-4.3%	3.5%	11.4%	9.5%

(参考)

⑤売上高営業利益率	1.3%	14.8%	N.A.	N.A.
⑥自己資本営業利益率	0.54%	8.66%	N.A.	N.A.
対象社数	289社	290社	4,679社	5,047社

(出所) 日本証券業協会『統計資料』、SIFMA (The Securities Industry and Financial Markets Association)、Fact Bookより作成。

(注) ROE(④) = ①総資産回転率 × ②売上高利益率 × ③レバレッジ倍率

①総資産回転率 = (日) 純営業収益 ÷ 総資産。(米) Net Revenue ÷ Total Assets

②売上高利益率 = (日) 純利益 ÷ 純営業収益。(米) Net Income ÷ Net Revenue

③レバレッジ倍率 = (日) 総資産 ÷ 純資産。(米) Total Assets ÷ Total Ownership Equity

④自己資本利益率(ROE) = (日) 純利益 ÷ 純資産。(米) Net Income ÷ Total Ownership Equity

⑤売上高営業利益率 = 営業利益 ÷ 純営業収益。

⑥自己資本営業利益率 = 営業利益 ÷ 純資産。

なお、平均値は各項目を単純平均したものに過ぎず、①、②、③の平均値を掛け合わせても④の数字になるとは限らない。また、総資産、自己資本ともに期中平均残高（前期末と今期末の平均）で算出している。

は低下するものと思われる。

なお、日本企業の場合には、証券業に限らず、営業外損益や、とりわけ特別損益の占める割合が大きく、本業の資本生産性をみる場合には、純利益に代えて営業利益をみることも必要である。そこで、表1の下欄には（参考）として、売上高利益率に代えて「売上高営業利益率」、ROEにかえて「自己資本営業利益率」も算出しておいた。これによると、九年間の平均でROEは自己資本営業利益率の約四割に過ぎない。

この差額は営業外損益、特別損益、法人税の三つから説明できる。すなわち営業利益の5%相当分の営業外利益が加わるものの、特別損失として営業利益の一七%相当分が控除され、最後に法人税として営業利益の四八%相当分が控除されて純利益が構成されている。

2 二〇一〇年代の資本生産性

では、二〇一〇年代の今日、証券会社の資本生産性はどう変化しているのだろうか。証券業界にとつて、二〇〇八年九月のリーマン破綻が大きなショックを与えているので、二〇〇九年三月期以降の資本生産性の推移をみよう。表2は、表1同様の方法で最近六年間のROEとその構成要因をみたものである。

この六年間、ROEは、〇九年三月期はリーマン・ショック後の世界的金融危機、一一年三月期は欧州債務危機の影響を受け、マイナスに落ち込んだが、その後は向上している。その要因をみると、回転率やレバレッジ倍率にさほど大きな変化はみられない。したがって、ROE向上の主たる要因として売上高利益率が急上昇していることが大きい。また売上高利益率上昇の要因として、特別損益が損失から利益に転化したことも寄与しているが、それよりも、営業利益そのもの、つまり本業の利益が急上昇したことが大きい。さらにその原因として、純

表 2 2010年以降の資本生産性

	2009年(平成21年) 3月期	2010年(平成22年) 3月期	2011年(平成23年) 3月期	2012年(平成24年) 3月期	2013年(平成25年) 3月期	2014年(平成26年) 3月期
①総資産回転率	2.0%	3.0%	2.6%	2.3%	2.6%	3.2%
②売上高利益率	-14.1%	6.5%	-10.2%	-1.0%	15.8%	24.1%
③レバレッジ倍率	17.5倍	15.4倍	16.5倍	18.2倍	18.6倍	17.9倍
④自己資本利益率 (ROE)	-4.9%	3.0%	-4.3%	-0.4%	7.6%	13.6%

(参考)

⑤売上営業利益率	-12.8%	10.9%	1.3%	7.5%	20.0%	30.8%
⑥自己資本営業利 益率	-4.5%	5.1%	0.54%	3.18%	9.6%	17.5%

(参考)

純営業収益	2,451,139	3,113,688	2,652,081	2,470,964	2,897,886	3,800,582
販売管理費	2,761,989	2,773,579	2,618,228	2,286,183	2,317,156	2,628,353
営業利益	-310,850	340,108	33,852	184,780	580,729	1,172,228
経常利益	-243,530	333,590	87,020	217,823	605,518	1,189,069
法人税金	24,108	111,710	159,661	201,673	156,305	301,150
当期純利益	-346,341	202,480	-270,794	-25,788	456,935	914,410
社数	315社	300社	289社	274社	253社	250社
従業員数	99,200	93,308	92,056	88,807	83,056	82,976
店舗数	2,336 (32)	2,254 (27)	2,220 (24)	2,197 (23)	2,138 (17)	2,106 (17)

(百万円)

(注) 従業員数、店舗数はともに決算期間中の12月末。カッコ内は外国証券在日支店で内数。
 (出所) 日本証券業協会「統計・資料」より作成。

営業収益が大きく増加したにもかかわらず、販売管理費がほとんど増えていないことが挙げられる。

リーマン・ショック以降、証券会社数は三一五社から二五〇社へ六五社減少、営業所数は二三〇店、従業員数は一万六千人強の減少である。このため固定的な費用はむしろ減少傾向にあり、損益分岐点はかなり引き下げられている。

もつとも、以上は、証券会社全体の資本生産性をみたもので、ネット証券と対面営業中心の業者、国内証券と外国証券⁽²⁾、大手証券と準大手、中堅、中小証券と様々な角度から切り分けてみた場合に、資本生産性の構成要因に違いがあるかもしれない。しかし、全社の財務資料は限られた範囲内しか入手できないので、業態別資本生産性の完全な分析は不可能である。したがって不満足ではあるが、現時点で可能な範囲内で検討してみよう。

3 ネット証券の資本生産性

まず、資料的にまとまったものが得られるネット証券についてみよう。ネット專業証券は業態的に共通したビジネスモデルを持っている。そこで、これらのうち大手五社のROEをみたものが、表3である。

これを表2と比べてみると、リーマン・ショック以降のネット專業五社のROEは全体平均より良好である。ただ、全期間を通して、全体平均からの上方乖離は縮小傾向にあるようにみえる。この原因を三つの構成要因からみておこう。

まず、ネット專業証券の総資産回転率の上方乖離がやや縮小傾向にあることが看取できる。このことはネット專業証券の回転率低下、それ以外の対面営業証券の回転率上昇の二つの変化から生じている。その原因として、ネット專業以外の業者において資本集約的な取引（トレーディングや債券レポ、信用取引）がやや縮小傾向にあ

ること、逆にネット証券がより資本集約的取引に傾いていることが挙げられる。

このことはまた、ネット証券のレバレッジ倍率は全体平均よりはるかに下方乖離にあったのだが、ここ数年はむしろ上昇傾向にあり、乖離が縮小傾向にあることと関連している。その理由として、この間、ネット証券の営業スタイルが資本集約的になってきたことが挙げられる。手数料競争は限界に達しつつあり、信用取引からの金利収入への依存度を高めており、それを負債で賄っているからであろう。

最後に売上高利益率をみると、全体平均よりもはるかに上方乖離の状態にあったが、この数年は上方乖離が急速に縮小しつつある。ROEの乖離縮小は主として売上高利益率の乖離縮小に起因していると考えてよいだろう。このことは、この全期間を通して、ネット専業証券を除く業者（対面営業主体の証券業者）のROEの回復がより著しかったこと、そしてそのROE回復は、これまでの検討を重ね合わせてみると、多くは対面営業証券の業務縮小・合理化による販売管理費圧縮によるものと考えてよいだろう。

しかし、ネット専業を除く業者も、大手、外資系、準大手、中堅、中小と様々な業態から成り立っている。したがってさらに詳細に検討する必要がある。そこで次に、総合的にみて最もシェアの高い大手証券についてみておこう。

4 大手証券三社の資本生産性

野村、大和については連結ベース、SMB C日興については単体ベースのため、本来は同一レベルで比較はできないのだが、連結ベースでもグループの中における証券会社本体のウェイトは圧倒的に大きいため、比率で見ると場合には大きな支障はないものと考えられる。

表 3 ネット専業大手のROE

	2009年(平成21年) 3月期	2010年(平成22年) 3月期	2011年(平成23年) 3月期	2012年(平成24年) 3月期	2013年(平成25年) 3月期	2014年(平成26年) 3月期
SBI	7.37%	4.33%	4.94%	3.20%	4.34%	11.93%
楽天	12.26%	22.26%	6.85%	7.19%	15.17%	27.43%
松井	9.65%	10.69%	7.21%	5.61%	8.19%	19.61%
フネックス	13.82%	7.49%	2.21%	3.41%	19.84%	17.94%
カブネット・コム	10.49%	8.91%	1.75%	4.85%	6.67%	16.96%

(参考) 5社合算

(百万円、%)

総資産	2,058,735	2,268,906	2,351,776	2,657,484	3,617,986	4,454,292
株主資本(非支配 持ち分除く)	324,899	338,821	360,021	354,795	344,966	384,812
純営業収益	119,183	117,018	113,972	99,448	114,477	207,883
当期純利益	30,406	26,671	17,526	15,216	28,958	61,902
総資産回転率	5.8%	5.2%	4.8%	3.7%	3.2%	4.7%
売上高利益率	25.5%	22.8%	15.4%	15.3%	25.3%	29.8%
レバレッジ倍率	6.34	6.70	6.53	7.49	10.49	11.58
ROE	9.4%	7.9%	4.9%	4.3%	8.4%	16.1%

(注) 数値は非連結(単体)ベースであり、平均は5社の数値を単純に合算して算出している。
(出所) 各社「業務及び財産の状況に関する説明書」より算出。

表4は、この三社のROEとその構成三要因について見たものである。

これによると、ROEの水準は野村が最も低くなっている。相対的に良好なROE水準を示しているのはSMBC日興だったが、市況回復期の最近になって大和のROEが最も高くなっている。

このようにみると、ROEのボラティリティが最も高いのが大和である。その理由はレバレッジ倍率が高いため市況変動による売上高利益率の変化がより増幅してROEに反映するからである。

表 4 大手 3 社の資本生産性

野村 (連結)	2009年(平成21年)		2010年(平成22年)		2011年(平成23年)		2012年(平成24年)		2013年(平成25年)		2014年(平成26年)	
	3月期		3月期		3月期		3月期		3月期		3月期	
総資産回転率	1.2%	4.0%	3.3%	4.2%	4.9%	3.8%	4.9%	3.8%	3.7%	13.7%	16.7%	8.8%
売上高利益率	-226.5%	5.9%	2.5%	0.8%	5.9%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	16.7%
レバレッジ倍率	14.5	15.6	16.4	17.3	17.3	16.6	16.6	16.6	16.6	16.6	16.6	16.7
ROE	-40.2%	3.7%	1.4%	0.6%	4.8%	8.8%	4.8%	8.8%	4.8%	8.8%	8.8%	8.8%
大和証券グループ本社 (連結)												
総資産回転率	1.3%	2.9%	1.9%	1.9%	2.2%	2.8%	2.2%	2.8%	2.2%	2.8%	2.8%	2.8%
売上高利益率	-42.6%	9.5%	-11.7%	-11.7%	17.5%	31.3%	17.5%	31.3%	17.5%	31.3%	31.3%	31.3%
レバレッジ倍率	20.4	19.0	19.1	21.7	22.8	20.8	22.8	20.8	22.8	20.8	20.8	20.8
ROE	-11.0%	5.3%	-4.2%	-4.8%	8.7%	18.3%	8.7%	18.3%	8.7%	18.3%	18.3%	18.3%
SMBG日興 (非連結)												
総資産回転率	10.6%	4.4%	2.8%	2.8%	3.6%	4.6%	3.6%	4.6%	3.6%	4.6%	4.6%	4.6%
売上高利益率	-2.3%	31.5%	11.5%	7.5%	16.8%	19.3%	16.8%	19.3%	16.8%	19.3%	19.3%	19.3%
レバレッジ倍率	3.7	10.3	17.3	18.0	15.3	12.7	15.3	12.7	15.3	12.7	12.7	12.7
ROE	-0.9%	14.4%	5.5%	3.7%	9.3%	11.3%	9.3%	11.3%	9.3%	11.3%	11.3%	11.3%

(出所) 野村は『有価証券報告書』でSEC基準の連結ベース、大和は『年次報告書』で連結ベース。SMBG日興は『業務及び財産の状況に関する説明書』で単体ベース。

これに関連して、総資産回転率をみると、野村、大和に比べてSMBG日興のそれが高くなっていたが、二〇一〇年三下期以降、低下する傾向にある。この理由として、それ以前はリテール専門証券だった日興コーディアルが、三井住友銀行に買収され、そのもとで投資銀行業務を拡充したことが挙げられる。その結果、資本集約的な性格が強まって総資産が膨らみ、回転率の低下とレバレッジ倍率の上昇をみたのである。もともと投資銀行業務の規模は野村、大和に劣後するため、回転率、レバレッジ倍率ともに野村、大和とはまだ格差がある。

次に野村と大和を比較するとレバレッジ倍率は野村の方が低くなっている。これは同グループが国際的なイン

ベストメント・バンクを指し、バーゼル合意（自己資本比率規制）の遵守をよりシビアに受け止めているからであろう。このことは、リーマン・ショック後の大幅な損失により純資産を棄損したこと、さらにそのリーマンの事業（米国を除く）を買収したことを受けて、二回にわたって合計七四〇億円の巨額公募増資を行ったことに表れている。

最後に、売上高利益率をみると、市況が好転した二〇一二年後半以降、大和次いでS M B C日興が全体平均を上回って上昇しているが、野村はなお全体平均を下回っている。この理由として破綻したリーマン・ブラザーズの欧州・アジア事業を買収したこと、その際、バンカーの引き留め策として二年間の報酬保証を行ったことのために販売管理費が膨張、高止まりしたことがあげられる。この結果、販売管理費に占める人件費のウェイトが野村の場合、他社比較で大きいことが挙げられよう。同社の場合、ホールセール部門、とりわけその海外事業部門のウェイトが他社比較で高いが、同部門の人件費は業績連動型であり、かつグローバルな水準にサヤ寄せしているため、市況好転とともに人件費も増加するようになっているのである。

グローバルなインベストメント・バンクは、個々のバンカーのスキルに大きく依存する度合いが強いが、業績連動のために、収入と費用とのリンクがより強くならざるを得ない。このことは、ROE向上の努力において、売上高利益率を向上させるよりも、レバレッジ倍率を上げることがの方が短期的にはより容易な戦略とみなされやすい。トレーディングのROEについてはより一層、レバレッジ倍率に左右されざるを得ない。欧米の投資銀行はそれがゆきすぎて破綻したのであった。それが金融規制によって制約されるとすれば、インベストメント・バンクのROEは、地道にブランドイメージ向上や組織改革等によって能力あるバンカーやトレーダーを誘引する力を高める努力を続けざるを得ない。それは中長期的な課題といえるだろう。

以上は、大手三社についてみたのであるが、メガバンク系、地銀系、準大手、中堅、中小については業態に違いがみられる、したがってROEの構成三要因について、なお検討を要する課題がいくつかある。しかし、紙面も尽きたので、今後の課題としておきたい。

注

(1) 経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築—」プロジェクト（伊藤レポート）『最終報告書』平成二六年八月（<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>）

(2) 日本証券業協会『Fact Book 2013』は、大手証券（野村、大和、S M B C日興）に資本金一〇〇億円以上の業者を加えたもの、外資系、その他国内証券の三つの業態別ROEを紹介している。ただその要因別分析は行われていない。また、ここでいう「外資系」とは、外国証券在日支店であって、ゴールドマン・サックスやドイツ証券、クレディスイス、メリルリンチ日本など、有力な外国証券の在日子会社は外資系証券に分類されていない。国内証券扱いとなっている、その理由は、後者は国内法に基づいて設立されているからである。しかし、明らかに、これらはいわゆる「国内証券」とは業態的に異なっていると考えられる。

(にかみ きよし・客員研究員)