

海外上場取引所の業績及び収益構成の現状

わが国では、東京証券取引所、大阪証券取引所が2001年度に株式会社化し、両取引所とも自社株式の上場を目指している。両取引所の今後を見通す上で、すでに株式会社化し上場した海外の取引所の業績や株価の推移が参考になろう。本稿では、既に株式会社化し、上場している欧州・アジアの6つの取引所について、その業績動向や上場後のパフォーマンスについて分析する。

1. 厳しい環境に直面する上場取引所

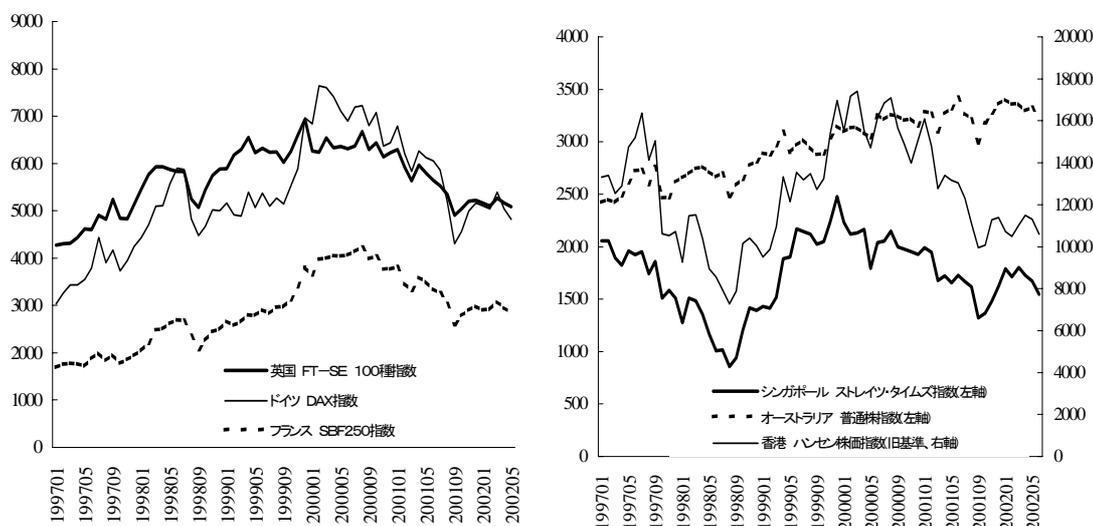
現在、自社の株式を上場している取引所は、欧州にロンドン証券取引所、ドイツ取引所及びパリ、アムステルダム、ブリュッセルの3取引所が合併して設立されたユーロネクストの3取引所¹、アジアに香港取引所、シンガポール取引所の2取引所、そしてオセアニアにオーストラリア証券取引所と計6取引所ある²。

この6取引所を取り巻く環境は、2001年以降の世界的な株価の下落の中で、厳しいものとなっている。株価が堅調に推移しているオーストラリアを除けば、各国の代表的な株価指数は軒並みピーク比で40～50%下落している（図表1）。その結果、90年代後半、順調に増加してきた各取引所の現物株式の売買代金は増加ペースが鈍るか、減少に転じている（図表2）。また、2001年の新規上場会社数も香港取引所を除く各取引所で大幅に減少している（図表3）。香港取引所での新規上場企業数が減少していないのは、99年末に設立されたベンチャー企業向け市場であるGEMへの上場ペースが鈍らなかったためである。また、ロンドン証券取引所での新規公開企業数が他に比べて多いのも、AIMでの新規公開が続いているためである。

¹ ユーロネクストは、後にポルトガルの取引所BVL、英国のLIFFEと合併。欧州の取引所の上場について詳しくは、落合大輔「相次ぐ欧州取引所の株式公開」『資本市場クォーターリー』2001年夏号参照。

² スウェーデンのストックホルム取引所は、同取引所を買収したOM社が上場民間企業であるため上場しているとも言えるが、上場しているのは親会社でシステム販売を主とするOMであるため、本稿では対象外とした。また、スイス証券取引所のブルーチップ部門は英国の取引所であるトレードポイントと合併し、ヴァーテックスとして英国のAIMで取引されているが、親会社であり50%の持分を保有するスイス取引所自身は上場していないので対象から外した。

図表1 上場取引所各国の主要株価指数の推移

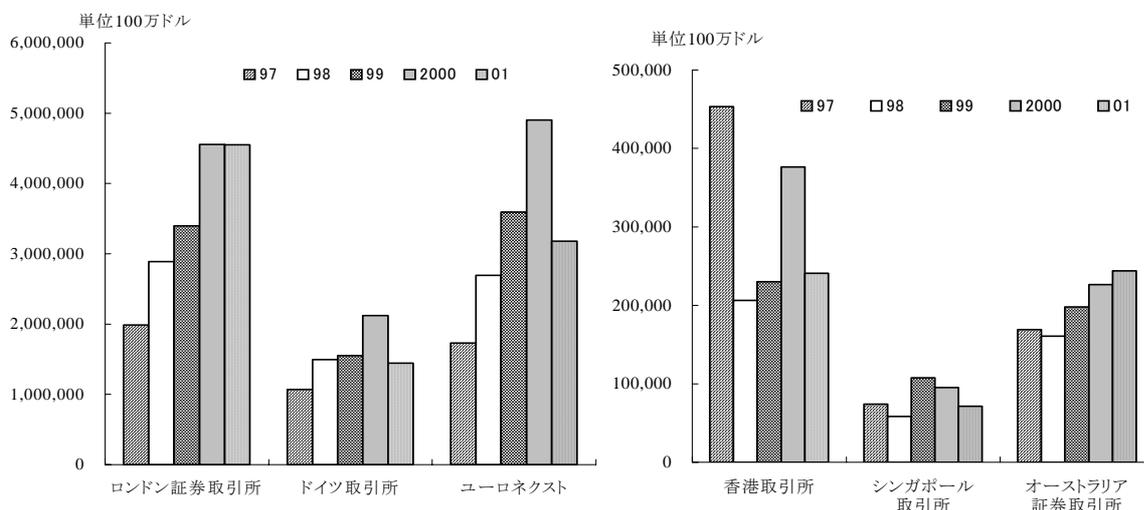


(注) 1. 英国 FT-SE100 種指数は 1983 年末、ドイツ DAX 指数、フランス CAC40 指数は 1987 年末を 1000 とする。香港ハンセン株価指数(旧基準)は 1964 年 7 月 31 日を 100、シンガポールストレイツ・タイムズ指数は 1998 年 8 月 28 日を 885.26、オーストラリア普通株指数は 1979 年末を 500 としている。

2. オーストラリア普通株指数は 2000 年 3 月 31 日まで Share Price Index、2000 年 4 月以降は All Ordinaries Index の値を用いた。

(出所) AURORA より野村総合研究所作成

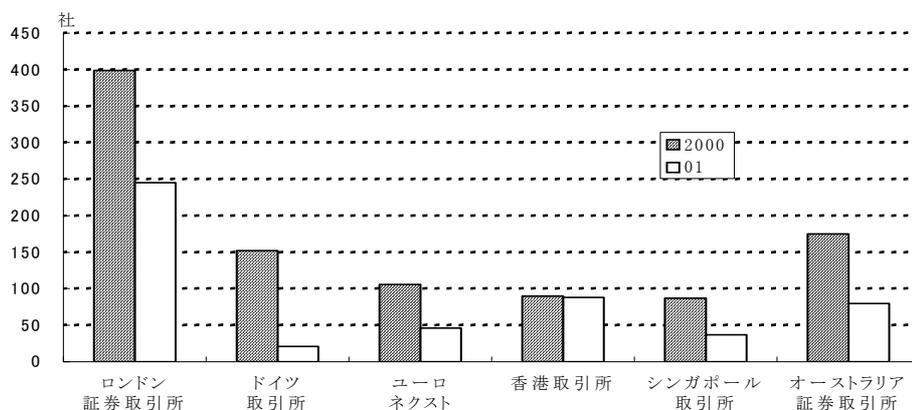
図表2 上場取引所売買代金の推移



(注) ロンドン証券取引所、ユーロネクストは取引所外の売買代金を含み、その他の取引所は取引所外の売買代金を含まない。ユーロネクストは 2000 年まではパリ・ブリュッセル・アムステルダム の 3 取引所の合計の数値を用いたが、97 年についてはブリュッセル取引所の取引所外の売買代金は含まない。

(出所) FIBV 統計より、野村総合研究所作成

図表3 2000年と2001年における上場取引所新規上場企業数の推移



(出所) FIBV 統計より野村総合研究所作成

2. 証券取引所の業績比較

厳しい環境にある中で、上場 6 取引所の業績はどうか。各取引所の決算期や会計基準が異なるので単純な比較は難しいが、直近決算期の業績を見ると、ロンドン証券取引所、ドイツ取引所は健闘しているものの、他の取引所の営業利益は減少となっている (図表 4)。

図表 4 収益、営業利益、税引前利益の比較

	LSE	DB	Euronext	HKEx	SGX	ASX
年	2002年3月	2001年12月	2001年12月	2001年12月	2001年6月	2001年6月
単位	100万ポンド	100万ユーロ	100万ユーロ	100万香港ドル	100万新ドル	100万豪ドル
収益	206.6	900.2	697.9	1,584.5	208.4	192.6
営業費用	136.1	666.9	579.9	1,176.4	136.3	121.0
営業利益	70.5	233.3	118.0	408.1	72.1	71.7
税引前利益	75.2	319.2	127.3	822.4	68.9	74.5
前年度収益	188.4	829.0	692.2	1,897.9	238.1	192.3
前年度営業利益	57.9	153.0	161.4	565.1	125.8	74.6
前年度税引前利益	30.4	293.1	127.0	979.4	145.0	83.4
収益増加率	9.7%	8.6%	0.8%	-16.5%	-12.5%	0.2%
営業利益増加率	21.8%	52.5%	-26.9%	-27.8%	-42.7%	-3.9%
税引前利益増加率	147.4%	8.9%	0.2%	-16.0%	-52.5%	-10.7%

(注) 各取引所で会計基準・税制が異なるため、日本の会計基準に倣いつつ比較可能なものを抽出した。収益には金融収入を除く営業収入を計上したため、売上に金融収入が計上されている香港取引所のみ財務諸表上の(売上高)とは異なる。収益から取引所の営業活動に基づく費用(営業費用)を差し引いたものを営業利益、さらに税金以外の収支を全て合計したものを税引前利益として独自に計算した。

(出所)各取引所アニュアル・レポート等より野村総合研究所作成

1) ロンドン証券取引所

ロンドン証券取引所は、現物株式・債券の取引のみを取扱い、デリバティブ商品の取引や決済機能を提供していない。債券の取引は取引所取引よりも相対取引が中心であるので、取引所の業績は株式市況の影響を大きく受けると考えられる。しかし、株価が下落し、売買代金が横ばい、新規上場企業数が減少する中でも、業績は好調である。

その理由としては、第一に SETS での取引の増加が挙げられる。ロンドン証券取引所では、従来、マーケット・メーカーによるクォート・ドリブン取引のみが行われていたが、1997 年 10 月に SETS というオーダー・ドリブン方式の新取引システムが導入された。当初は FTSE100 構成銘柄に限定されていたものの、最近では対象銘柄を増やし、現在では FTSE350 構成銘柄に加え、ETF も SETS での取引が可能となっている。マーケット・メーカーは、マーケット・メーカーの提示する気配値を表示する SEAQ システムの利用料を年間固定で支払うのに対し、SETS では注文を入力、取消しするごとに得られる手数料と、取引が成立するごとに得られる手数料があるので、一定の取引量を超えると、取引所にとっては SETS での出来高が増えた方が、収益が大きくなる。

2002 年 3 月期決算では、SETS での取引量が 2001 年 3 月期比 86% 増となった結果、SETS から得られる収益が現物取引関連手数料の約 50% を占めるまでに伸びている。SETS 以外での取引が減少したため、2001 年の取引所全体の売買代金は 2000 年に比べわずかながら減少したものの(図表 2)、2002 年 3 月期の売買関連手数料は 2001 年 3 月期比 26.5% 増加した。

第二に情報サービスによる収入が年々増加していること(図表 5)が挙げられる。ロンドン証券取引所は情報サービスについては、上場企業が株価に影響を与える適時開示情報を伝達するツールである RNS の拡充に力を入れている。具体的には、2002 年 1 月から、RNS Reach (投資家とのコミュニケーション・サービス) や RNS Mediastream (ビデオやオーディオを通じた情報発信)、RNS Insight (ウェブを通じたサービス)、RNS alert (電子メールサービス) などを通じて、RNS のサービスを拡大している。

図表 5 情報サービスの収益(単位 100 万ポンド)

年度	収益	前年比
1998	71.8	
1999	72.9	1.5%
2000	87.0	19.3%
2001	94.9	9.1%

(出所)ロンドン証券取引所資料より野村総合研究所作成

ロンドン証券取引所が情報サービスを強化しているのは、このサービスにより収益の 4 割以上を上げており重要な収益源である上に、このサービスに他社が参入しているからで

ある。RNS は上場企業が適時開示を行うための媒体で、これまでは、上場企業による適時開示情報の伝達は、自主規制機関であるロンドン証券取引所が独占的に行ってきたが、2001年7月20日にロンドン証券取引所が営利企業として上場したため、FSA は適時開示情報伝達サービスを他の情報サービス業者に認めた。

これを受けて、他のサービス業者も2002年4月15日から適時開示情報の伝達サービスを開始した。2002年5月末時点で、ロンドン証券取引所以外に6社がFSAの認可を受け営業しているが、RNSは9割弱のシェアを維持している。ロンドン証券取引所は、この高いシェアを維持することによって、情報サービスを、上場サービス、取引関連サービスと並ぶ重要な収益源とし続けたい考えである。

なお、税引前利益が営業利益に比べて大きく伸びているのは、2002年3月期の特別費用が2001年3月期に比べて大幅に少ないためである。2001年3月期にはドイツ取引所との合併交渉に伴うアドバイザー費用やOMグループからの買収を阻止するための費用に1,890万ポンドを費やし、モーゲージ債務繰上償還に伴うプレミアムの支払として1,760万ポンドの特別損失を計上している。これに対し、2002年3月期の特別費用には、上場関連手数料360万ポンドが計上されているのみであり、この差額が3,290万ポンドにも上る。

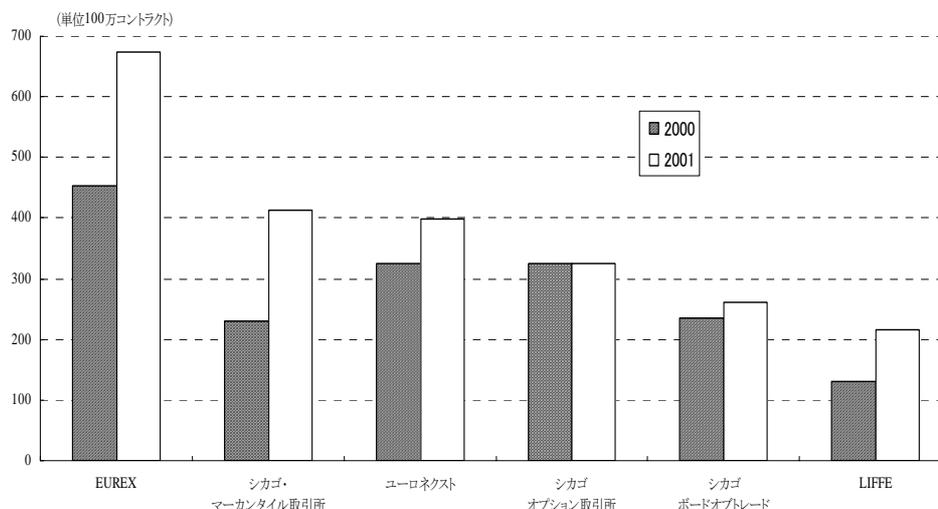
2) ドイツ取引所

ドイツ取引所は、2001年の営業利益の増加率が2000年比52.5%増と、6取引所中最も高くなっている。ドイツ取引所の現物株式の売買代金は2000年比32.0%減と大きく落ち込んだため、現物株式部門の収益は2000年比12.5%減となったにも関わらず、取引所全体として大幅な増益となったのは、EUREX部門の大幅増益によるところが大きい。

世界最大のデリバティブ市場であるEUREXの取引高は、2000年の4.54億コントラクトに対し2001年は6.74億コントラクトと48.5%増となっている(図表6)。この結果、2001年のEUREX部門の収益は、2000年比67.6%増と大きな増加を示している。派生商品取引高の急増の背景としては、債券市場が活況を呈する中で、ユーロ建て債券市場における指標となったドイツ国債先物の取引が急増したことが挙げられる。ヘッジ目的で株価指数関連の派生商品の取引も増加しているようであり、派生商品取引の好調は2002年になっても続いている。

また、税引前利益の増加率が営業利益の増加率に比べ低いのは、2000年に50%保有していたクリアストリーム株の評価差益が特別利益として7,420万ユーロ計上されていたためである。2001年2月のIPO時に新株発行を行って調達した資金を銀行預金としたため、2001年には金利収入が約4,000万ユーロ増加したものの、税引前利益の増加幅は営業利益には及ばなかった。

図表 6 EUREX と他市場のデリバティブ取引高



(出所)ドイツ取引所アニュアル・レポートより野村総合研究所作成

3) ユーロネクスト

業績が堅調だったロンドン証券取引所やドイツ取引所に対し、ユーロネクストの2001年の営業利益は2000年比26.9%減と大幅な減少となった。

ただ、ユーロネクストの収益を見ると、2000年比0.8%増とほぼ横ばいとなっている。市況の低迷に伴う新規上場会社数や売買代金の減少に伴い、現物取引関連手数料が2000年比6.1%減、上場手数料が同16.9%減となったものの、システム部門が金融ソフトウェアの販売額増加により、2000年比32.4%増と大きく増加したことが寄与した。

派生商品取引部門は2000年に比べ増収となっているものの増収率は2.5%に留まり、現物株式取引の減収を補ったドイツ取引所のEUREXほどの力にはなかった。ユーロネクストの派生商品取引は個別株オプションや株価指数関連商品など、株式関連商品が多いためである。この点は2001年末に合意したLIFFEの買収によっても直ちには克服できない。英国債先物はドイツ国債先物に比べて市場規模が小さく、LIFFEでの債券関連の派生商品取引は決して盛んではないからである。LIFFEはもともとドイツ長期国債先物取引の中心的な市場であったが、取引の電子化や手数料競争で後れを取り、EUREXにその座を譲った。ユーロネクスト・ライブは、2002年6月から、ドイツの2年債先物の取扱いを始め、ドイツ国債先物取引におけるシェアの奪回を狙っている。

ユーロネクストにとっての課題は、人件費の削減である。収益は横ばいだったにも関わらず大幅減益になったのは、人件費が2001年に1.99億ユーロと2000年の1.66億ユーロに比べ19.8%増となるなど、営業費用が約2割増加したためである。営業費用増加の主因は、新設した早期退職プランのために2,950万ユーロの費用がかかったことである。ユーロネクストは複数の取引所が合併してできたこともあり、他の取引所に比べて従業員の数が多い。

収益に対する人件費の割合もロンドン証券取引所やドイツ取引所に比べ高い(図表7)。2002年に入って、LIFFE やポルトガルの取引所である BVLP とも合併しており、人件費を含むコストの管理は一層重要となる。

図表7 欧州3取引所の収益に対する人件費の割合

	LSE 単位100万ポンド	DB 単位100万ユーロ	Euronext 単位100万ユーロ
	2002年3月	2001年12月	2001年12月
収益	206.6	900.2	697.9
人件費	38.7	112.0	199.0
人件費/収益	18.7%	12.4%	28.5%
従業員数	552人	1001人	1982人
	2001年3月	2000年12月	2000年12月
売上高	188.4	829.0	692.2
人件費	30.8	105.0	166.1
人件費/収益	16.3%	12.7%	24.0%
従業員数	524人	1123人	2012人

(出所)各取引所アニュアル・レポートより野村総合研究所作成

ただ、ユーロネクストの税引前利益は2000年比でわずかながら増加となっている。金融収益が約7,000万ユーロ増加したためである。国際的な決済機関であるユーロクリアとの合併に伴い、フランスの決済機関シコバムの株を時価評価して3,280万ユーロの評価益を計上したほか、LIFFE 買収用の資金として保有したポンド建て資金の為替差益800万ユーロが計上されている。また、IPO時に調達した資金を預金したため金利収入も850万ユーロ増加した。さらに、2001年に計上された保有株式の評価損2,000万ユーロがなくなった効果も大きい。

4) アジア・オセアニアの取引所

アジア・オセアニアの3取引所については、営業利益、当期純利益共に前期比減少となっている。特に落ち込みの激しいのが、香港取引所とシンガポール取引所である。

香港取引所およびシンガポール取引所の営業利益減少の原因としては、市況の低迷に伴い、売買代金が低迷していることが挙げられる。両取引所では、売買代金が大きく減少した結果(図表2)、売買関連手数料および清算・決済手数料が前期比で20%以上の減少となった。共に派生商品取引関連の収益は前期比10%強増加しているものの、収益の最大の柱である現物取引関連収益が大幅な減益となったことが響いた。両取引所共に、取引関連収益を補う収益の柱がないため、全体の収益も香港取引所が2000年比16.5%減、シンガポール取引所が2000年6月期比12.5%減となっている。

香港取引所の税引前利益の減益率が営業利益の減益率に比べ小さいのは、香港証券取引

所、香港先物取引所、香港清算機関の合併と 2000 年 6 月末の上場に関連した費用、9,339 万香港ドルが 2000 年 6 月期に計上されていたためである。

またシンガポール取引所については、人件費が 2001 年 6 月期比 25.1% 増となった結果、減益幅が大きくなっている。シンガポール取引所は、個別株先物や証券貸借など新しいサービスの拡充や、取引システムの見直しなどを進めており、従業員数が 2001 年 6 月末比 13% 増の 813 人となっている。

一方、オーストラリアの株価や株式売買代金は、他の市場に比べれば堅調に推移している（図表 1,2）。しかし、オーストラリア証券取引所の現物株式や個別株オプションなどの売買が 2000 年 6 月期に比べて大幅に増えたわけではなく、現物取引関連収益は約 7% 減、派生商品取引関連収益が約 15% 増で、全体の収益はほぼ横ばいに留まった。設備関連費用がやや増加したことから、営業利益は 3.9% 減となった。税引前利益で見ると 10.7% 減と更に減益となっているのは、オーストラリア証券取引所が 50% を保有している登録期間 APRL（ASX Perpetual Registrars Limited）が、新システムの開発を進めているため赤字となっており、持分に応じた損失 232 万豪ドルが計上されたことが影響している。

決算期が 6 月末であるシンガポール取引所とオーストラリア証券取引所は、四半期決算を開示しており、2001 年 7 月から 2002 年 3 月までの業績が発表されている。それによれば、シンガポール取引所は営業費用の増加から営業利益は減少しているものの、売買手数料及び決済手数料は 2000 年 7 月から 2001 年 3 月に比べわずかながら増加に転じている。オーストラリア証券取引所については、収益構成は公表されていないが、営業利益は 2000 年 7 月から 2001 年 3 月に比べ 4.8% 増となっている。市況の落ち着きにより、営業利益は改善の兆しを見せている。

3. 取引所によって異なる収益構成

各取引所は一言で「取引所」と言っても、これまで見てきた通り、そのサービス内容は大きく異なる。収益構成にも大きな違いがあり（図表 8）、この結果、業績に対する市況の影響の大きさも異なる。この表から、ロンドン証券取引所が最もシンプルな収益構造となっており、ドイツ取引所やユーロネクストが最も多角化の進んだ取引所と見ることができ

図表 8 収益構成割合の比較

取引所 年	LSE 2002年3月	DB 2001年12月	Euronext 2001年12月	HKEx 2001年12月	SGX 2001年6月	ASX 2001年6月
現物上場手数料	12.5	1.8	7.1	17.4	8.3	17.7
現物売買手数料	37.7	28.3	25.4	22.2	n.a.***	43.8
デリバティブ	0.0	34.0	12.1	17.1**	n.a.***	16.9
清算・決済手数料	0.0	0.0*	29.5	27.9	66.6	0.0****
システム収入	0.0	17.9	14.6	0.0	15.8	0.0
情報サービス	44.0	14.5	9.2	21.3	5.4	17.3
その他	5.8	3.5	2.1	11.3	3.9	4.3
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注)

- * ドイツ取引所は、2002年7月にクリアストリームを100%子会社化したが、2001年決算では持分法による投資収益が金融収入として計上されており、収益の中には含まれていない。また、デリバティブの清算手数料は「デリバティブ」に含まれる。
- ** デリバティブに関する清算・決済手数料やシステム収入や情報サービス、その他の収入も含む。デリバティブの売買手数料も現物売買手数料に含まれるなどデリバティブ以外の項目に全て含まれているため、全て足しても100にはならず、デリバティブ以外を全て足すと100になる。
- *** 財務諸表では、現物・デリバティブの区分けがなされていない。また、売買手数料の概念もなく一括して「清算・決済手数料」として計上されている。
- **** 現物清算・決済手数料は、現物売買手数料に含まれる。デリバティブ清算・決済手数料は「デリバティブ」に含まれる。

(出所)各取引所アニュアル・レポートより野村総合研究所作成

1) 派生商品取引部門

6 取引所のうち、ロンドン証券取引所以外は派生商品取引所をグループ内に持っている。現物取引高と派生商品取引高が必ず逆相関するとは限らないが、直近の決算期を見ると、市場環境の悪化に伴う現物取引関連収益の悪化を、派生商品取引関連収益が補っている(図表9)。

図表 9 5 取引所の現物、派生商品取引関連収益構成

	DB	Euronext	ASX	HKEX	SGX
現物	215.5 (-12.8)	177.4 (-6.1)	84.4 (-7.0)	250.3 (-45.5)	140.7 (-22.1)
先物	258.5 (65.1)	84.3 (2.5)	32.5 (15.5)	101.1 (13.0)	55.4 (12.9)
先物/現物	1.20	0.48	0.39	0.40	0.39

(注) 直近決算期分。単位は各国通貨で100万。カッコ内は対前年比増減率。

(出所) 各取引所アニュアル・レポートより野村総合研究所作成

特に、派生商品取引関連収益が好調だったのがドイツ取引所である。ドイツ取引所のEUREX とその他の取引所傘下の派生商品取引所との最大の違いは、EUREX が債券の先物取引で大きな収益を上げていることである。このため、5取引所の中では唯一、派生商品取引部門が現物取引部門と拮抗する収益を上げている。

債券先物取引は指標銘柄に集中するので、ユーロ建て債券市場で指標銘柄となっているドイツ国債の取引において中心的な市場となっている EUREX の、欧州市場での強い立場は当面揺るがないと思われる。また、アジア市場においては、そもそも債券市場が未成熟である。以上を考えると、派生商品取引部門におけるドイツ取引所の優位性は高い。

とはいえ、不安定な相場環境が続く中で、最近ではヘッジ目的の株式関連派生商品取引が増加している。派生商品取引部門の強化により、収益の安定化効果は期待できる。そのため、派生商品取引部門の強化を目指す取引所は多い。ユーロネクストが英国の派生商品取引所である LIFFE を買収したことの他に、オーストラリア証券取引所が、これまでシドニー先物取引所で主に取引されてきた株価指数先物取引の取扱いを開始した。シンガポール、香港の両派生商品取引所も、個別株先物など、上場商品の多様化を積極的に進めている。

ロンドン証券取引所も、派生商品を含む取扱商品の多様化を経営課題として挙げてきたが、狙っていた LIFFE の買収は失敗に終わった。自前の派生商品取引所を新たに設立するのは難しいと考えられ、派生商品取引への進出は困難となった。現在は、現物取引がマーケット・メーカーによる取引から SETS を利用した取引に移行している効果が出て、現物取引関連収益が好調に推移しているとはいえ、SETS 移行効果が一巡した後の収益は、市況に左右されやすくなるだろう。

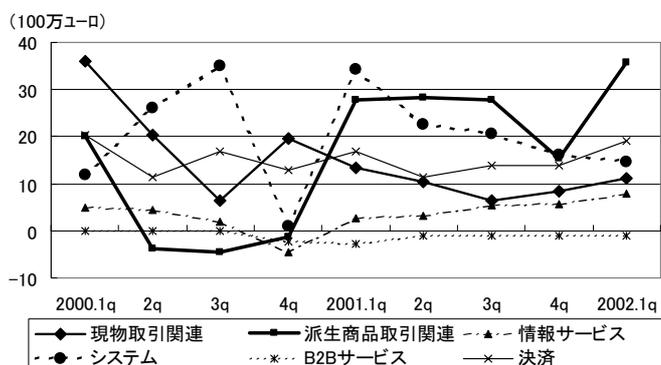
2) 決済業務

ロンドン証券取引所が簡単な収益構造となっているもう一つの理由は、清算、決済業務を行っていないことである。

他の取引所では、清算・決済業務が、重要な収益源となっている。収益構成で、清算・決済手数料の収益構成が取れるユーロネクストと香港取引所では、共に総収益の約3割を、この業務から挙げている。

収益が市況に左右されやすい業務が多い中で、清算・決済業務は相対的に安定した収益をもたらすという意味でも重要である。唯一業務分野ごとの利益を四半期ごとに開示しているドイツ取引所を見ると、決済関連業務の利益は極めて安定している(図表10)。清算や決済の処理件数は、当然取引高に比例するはずなので市場環境の影響を受けるが、有価証券の預託機関としての機能も果たしているため、安定した預託手数料を上げられるためであると考えられる。

図表 10 ドイツ取引所の業務部門別四半期利益の推移



(出所) ドイツ取引所資料より野村総合研究所作成

清算、決済業務への進出も、ロンドン証券取引所にとっては困難になった。英国の決済機関であるクレストがユーロクリアと合併することになったためである³。ユーロクリアはユーロネクストと友好的な関係にあり、フランス、オランダ、ベルギーの決済機関とも統合している。英国の清算機関である LCH も、フランスの清算機関でユーロネクストの傘下にあるクリアネットとの合併を検討中である。クリアネットは LIFFE での派生商品取引の清算を行っており、LIFFE が 20% 弱の持分を保有している。LIFFE がユーロネクストに買収された以上、LCH とクリアネットの合併は成立する可能性が高い。そうなると、ロンドン証券取引所が清算、決済業務を独自に手がけられる可能性はない。

なお、ユーロクリアとクレストの合併に先立ち、ドイツ取引所がもともと 50% 保有していたクリアストリームを 100% 子会社化した⁴。このような、欧州の清算、決済機関の再編、統合は、国際取引が増加する EU 域内での取引所再編において主導権を握るためであるが、収益に与える影響も大きい。

3) 証券取引と関連しない業務への取組み

ロンドン証券取引所を除く上場取引所 5 社は、現物だけでなく派生商品取引も扱い、清算や決済業務も行っており、以前は各国で証券取引所、派生商品取引所、清算機関、決済機関がバラバラに分かれていたことを考えれば、事業内容の多角化は進んでいる。とはいえ、これらの業務の収益は、取引所の努力だけではいかんともしがたい市場環境に左右されてしまうという弱点を抱えていることに違いはない。

そこで、伝統的な「取引所業」にこだわらず、証券取引とは直接関係のない業務にまで多角化しようとしているのが、ドイツ取引所とユーロネクストである。両取引所とも自ら

³ ユーロクリアとクレストの合併については、野村亜紀子、小橋亜由美「二極化に向かう欧州の証券決済機関—ユーロクリアとクレストの合併発表—」『資本市場クォーターリー』2002 年夏号参照。

⁴ 2002 年 4 月に 3 分の 2 以上の株主による承認を得て、7 月 11 日に買収完了。買収金額は 17.6 億ユーロ (約 2,000 億円)。

が開発した取引システムやソフトウェアの販売に、以前から積極的に取り組んでおり、共に 1 億ユーロ以上の収益をこの部門で上げている。ドイツ取引所の顧客には、ヘルシンキ取引所、ウィーン取引所、アイルランド取引所などがある。一方、ユーロネクストは、シンガポール、トロント、メキシコ、ブラジルなど 10 カ国以上の取引所に取引システムを納入している。システムの販売は、納入後もメンテナンスやアップグレードなど継続的な収益が期待できる。

ロンドン証券取引所も、遅まきながら取引システムの販売に乗り出した。しかし、これまでのところ、販売実績はヨハネスバーグ証券取引所への 1 件だけに留まっている⁵。

図表 8 では、シンガポール取引所もシステム収入を上げているが、これは、会員証券会社に取引所システムにリンクした取引端末を貸与しているためで、今後は、会員証券会社が自らのパソコンから取引所のシステムにリンクできるオープン・アーキテクチャー構造に切り換えるため、いずれこの収益はなくなろう。

ドイツ取引所は、さらに電力取引所 EEX の運営を開始したほか、まだ赤字が続いているが Xlaunch という B2B の取引システム部門も立ち上げた。天候デリバティブの上場を見据え天候指数の算出を始めたり、レポ取引や派生商品取引に関連した担保管理サービス Xemac の開発を進めたりするなど、多角化に極めて積極的である。システム開発能力の向上のため、2001 年 11 月にはシステム開発会社 Entory 社を買収した。

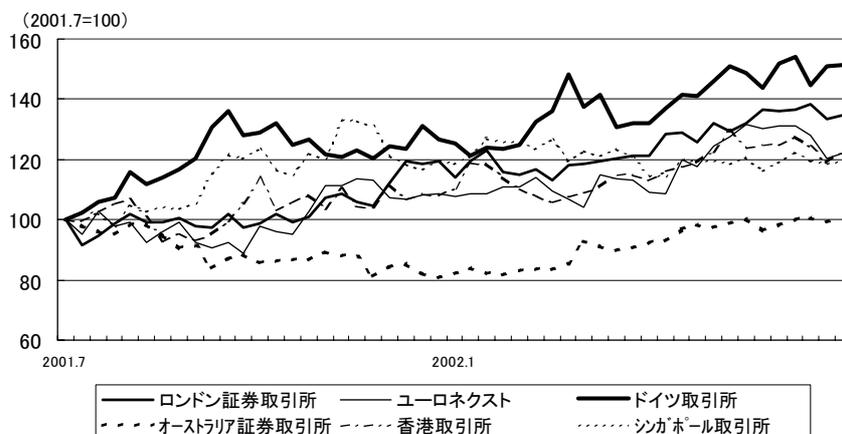
ユーロネクストの 2001 年度の業績は、システム部門によって下支えされたのは前述の通りであり、また、ドイツ取引所でも、システム部門の 2001 年度の収益は約 2 割の増加となっている。ロンドン証券取引所がシステム販売に乗り出したものの、なかなか成果が出ないことから分かる通り、安定した収益を上げられるシステム販売部門を持つことは一朝一夕にはできない。ドイツ取引所とユーロネクストの優位性は明らかである。

4. 株価の推移

図表 11 は、6 取引所の株価の推移を、6 社の中で最後に上場したロンドン証券取引所の上場日である 2001 年 7 月 20 日を 100 として見たものである。各国の市場環境の違いを取り除くため、各国の代表的な株価指数に対する相対株価としてある。取引所の業績は市況の影響を受けやすいので、取引所の株価もその国の代表的な指数に連動すると考えられがちであるが、実際には、この 1 年間で、DAX100 を約 50%アウトパフォームしたドイツ取引所から、ほぼオーストラリア普通株指数並の上昇率に留まったオーストラリア証券取引所まで、大きな差が出た。皮肉なことに、この間比較的相場環境の良かったオーストラリア証券取引所の相対株価上昇率が最も低く、その他の 5 取引所の株価はこの 1 年間、堅調に推移している。

⁵ ロンドン証券取引所の取引システム販売収益は、図表 8 では、「その他」にカウントされている。

図表 11 6 取引所の相対株価の推移



(出所) 野村総合研究所作成

これまでに見てきたように取引所の収益構成は多様であるが、取引関連収益が最大の柱であることには、各取引所とも変わりはない。これまでのところ、株価は主に取引高の増減に敏感に反応している。ほとんどの取引所が月次の取引高統計を発表しており、出来高が大幅に増加したという発表があると、株価が上昇する傾向がうかがえる。

もう一つ、欧州の取引所に関して株価に影響を与えているのが、合併、再編の動きである。例えば、フランスの代表的株価指数である CAC40 をアンダーパフォームしていたユーロネクストの株価は、2001 年 9 月末に LIFFE の買収提案を行った頃から急上昇している。ユーロネクストに遅れて LIFFE に買収提案を行ったロンドン証券取引所の相対株価も、その頃から上昇している。EU 域内の取引所や決済機関の合併、再編は、今後も続くことが見込まれ、今後も重要な株価変動要因となろう。

6 取引所の直近年度の実績 PER を比較すると、ユーロネクストが他に比べて多少低いが、大きな差はなく、ほとんどが 10 倍台後半になっている (図表 12)。

図表 12 6 取引所の実績 PER 比較 (2002 年 6 月末)

	LSE	Euronext	DB	ASX	HKEx	SGX
発行済み株式総数(百万株)	297	121	103	101	1,041	1,000
株価(2002.6.28現在)	411.5ペンス	19.0ユーロ	43.10ユーロ	13.4豪ドル	2.85香港ドル	1.16S.ドル
税引前利益(100万)	75.2	220.0	319.2	74.5	822.4	68.9
PER(倍)	16.3	10.5	13.9	18.2	16.3	16.8

(注) 税引前利益の単位は、各国通貨で 100 万。

(出所) 野村総合研究所作成

5. 収益性

■ 資本市場クォーターリー 2002年夏

海外の上場取引所の株価が堅調に推移しているのは、収益性が高いことが一つの要因と考えられる。収益に対する税引前利益の比率は軒並み 30%を超えており、他より低いユーロネクストでも 18%となっている（図表 13）。

これに対し、東京証券取引所と大阪証券取引所の同比率は低い。今後上場するに当たっては、取引参加者や上場企業の利益を損なうことなく、いかに収益性を高めていくかが重要な課題となろう。

図表 13 6 取引所と東証、大証の収益性比較

	LSE	DB	Euronext	HKEx	SGX	ASX	東証	大証
年	2002年3月	2001年12月	2001年12月	2001年12月	2001年6月	2001年6月	2002年3月	2002年3月
単位	100万ポンド	100万ユーロ	100万ユーロ	100万香港ドル	100万新ドル	100万豪ドル	100万円	100万円
収益(A)	206.6	900.2	697.9	1584.5	208.4	192.6	36,135	9,824
税引前利益(B)	75.2	319.2	127.3	822.4	68.9	74.5	3,929	448
(B)/(A)	36.4%	35.5%	18.2%	51.9%	33.1%	38.7%	10.9%	4.6%

（出所）各取引所アニュアル・レポートより野村総合研究所作成

（落合 大輔、吉永 秀樹）