

世界の「上場」取引所の収益動向

一二上季代司

今年の初頭、東証と大証が経営統合し、持ち株会社日本取引所グループ（JPX）が発足した。その後、グループ内での再編が進められ、七月には、現物市場の東証への統合、清算業務の日本証券クリアリング機構への統合、自主規制業務の東証自主規制法人への統合が行われた。来年三月には東証デリバティブ市場を大証に統合する予定で、これによって国内における証券取引所の統合再編成は一段落するといわれている。

世界各国の主要な取引所のほとんどが加盟している世界取引所連合（World Federation of Exchanges、以下WFEと略）のレポートによると、二〇二二年末現在、五八の加盟取引所のうち取引所株を公開、上場している「上場取引所（listed exchanges）」は二三取引所すなわち四割を占めている⁽²⁾。主要先進諸国の取引所はほとんど株式会社へと組織変更し、かつ取引所株を上場して公開会社になっている。

戦後続いてきた会員制取引所から株式会社取引所へ、さらには上場取引所へと転換したことによって、取引所の評価尺度は、①取引所が本来担うべき社会的機能をどの程度果たしているか、といったことのほか、②一般の上場会社と同様にどの程度、収益をあげているか、企業価値を向上させたのか、といったことも加えられるようになった。

そこで、以下では、収益性や企業価値の観点から主要取引所とJPXを比較してみよう。

1 収入ランキング

先述のWFEレポートによると、加盟五八取引所の二〇一二年中の収入総額は二八〇億ドルであったが、このうち上位六取引所グループだけで一五億ドル、過半を占めている（表1）。これは、上位六取引所グループが、多国籍の取引所持株会社であり、欧米各国の取引所をほとんど網羅しているからである。しかし、これに加えて、アメリカでは、①証券取引所が規制当局SECに支払うべき規制関連費用の一部を取引手数料に上乗せして取引参加者に転嫁していること（三四年法三二条フィー）、②取引参加者へのリポート支払いや市場間回送システムITSを経由した注文について回送先市場に支払う手数料等が含まれていること等のために、証券取引所の場合には、取引手数料のかなりの部分が一種の「二重計算」となっている。そこで、これを調整した収入額を再計算してみると、上位六グループの収入総額は一二〇億ドルと目減りする。それでもなお、全体の四八%を占めている。その中でJ P Xは、収入額で九位に入る（表1）。

そこで、収入総額を開示していない上海取引所を除く収入上位九取引所グループについて、さらに詳しく検討してみよう。ちな

表1 WFE加盟取引所の収入額（上位10取引所グループ、2012年）

順位	取引所（グループ）名	（百万ドル）	
1	NYSE Euronext	3,749	(2,324)
2	NASDAQ OMX Group	3,119	(1,663)
3	CME Group	2,915	
4	Deutsche Börse	2,548	(2,315)
5	London Stock Exchange Group	1,416	
6	IntercontinentalExchange	1,363	
小計		15,110	(11,996)
		54%	(48.1%)
7	BM&FBOVESPA	1,220	
8	Hong Kong Exchanges and Clearing	930	
9	Japan Exchange Group	855	
10	Shanghai Stock Exchange	N.A.	

（注）カッコ内は、34年法31条フィーや取引参加者へのリポート、ITS回送先手数料を控除して再計算したものの。パーセンテージは加盟五八取引所全体に占める割合。なお、決算期間は暦年に修正してある。

（出所）World Federation of Exchanges, *Cost and Revenue Survey 2012*, July 2013より作成。

みにこの九取引所グループはすべて「上場取引所」である。

2 純利益ランクと利益マージン率

この九取引所グループについて純利益を見ると表2のようになる。先の収入総額ベースで見た順位は大きく入れ替わっている。上位に来るのは、CMEやICEのようなデリバティブ専門の取引所グループやブラジル、香港といった新興国関連の取引が多い取引所グループである。これらは利益マージン率も高くなっている。他方、規模の大きい現物市場を抱えるNYSEユーロネクスト、NASDAQ OMXグループ、LSEグループのマージン率は低く、純利益は相対的に小さくなっている。例外なのはドイツのDBでマージン率も比較的高く、純利益額はCMEについて二位を占める。これに対し、わがJPXのマージン率は、「二重計算」調整後のNYSEユーロネクストやLSEとほぼ同水準である。

それでは、こうした利益マージン率の違いには何らかの根拠があるのだろうか？これを見るために、各取引所の収入構成を見ておこう。

3 取引所の収入構成

WFE加盟五八取引所全体の収入構成を見ると表3のようである。WFE

表2 9取引所グループの純利益（2012年）

順位	取引所（グループ）名	（百万ドル）	純利益マージン率
1	CME Group	907	31.1%
2	Deutsche Börse	670	26.3% (28.9%)
3	BM&FBOVESPA	644	52.8%
4	IntercontinentalExchange	562	41.2%
5	Hong Kong Exchanges and Clearing	527	56.6%
6	NYSE Euronext	365	9.7% (15.7%)
7	NASDAQ OMX Group	349	11.2% (21.0%)
8	London Stock Exchange Group	216	15.3%
9	Japan Exchange Group	143	16.7%

(注) マージン率＝純利益÷収入額。カッコ内は「二重計算」を調整した数値。
 (出所) 各取引所決算報告書、アニュアルレポート等より作成。ドル換算で暦年に引き直している。

は取引参加者から受領する取引手数料について、清算・決済手数料や保管手数料を「取引事後サービス料 (Post-trade Services)」として区分している。ただしデリバティブ取引については取引手数料と清算手数料は分離できないために合算して示すこととし、現物について取引手数料とこれに関わるポストトレードサービス料を区分表示している。

これによれば、現物関係手数料を上場手数料、現物取引手数料、ポストトレードサービスの合計とすると、一一五億ドル（全体の四一％）となり現在でも最大の収入項目である。ただし、先の「二重計算」を調整すると八四億ドルとなり、デリバティブ関連収入（九七億ドル）が最大の収入項目となるのである。

もつとも、これはあくまで全体平均の数字であり、加盟メンバー取引所の収入構成には非常に大きなバラツキがある。CMEグループやICEはデリバティブ専門の取引所であって、その収入項目のほとんどがデリバティブ関連手数料になっている。先述のようにデリバティブ関連収入の伸びが大きく、いまや現物取引関連収入を上回るようになってきているが、個別にみてもCMEやICEといったデリバティブ専門の取引所の収入の伸びは、この数年著しいものがあつた。

他方、JPXは世界三位の現物市場を抱え、収入構成としてはNYSEユーロネクストのような現物主体の取引所に近い。そこで、次に、NYSEユーロネクスト、NASDAQ OMXグループ、LSEグループ、DBの四取引所グループをとりあげ、これとJPXの収入構成とを比較してみよう。

4 欧米日主要五取引所（グループ）の収入構成

表4は、先述の欧米日主要五取引所グループの収入構成を見たものである。会計基準や勘定項目が異なってい

るため、正確な比較は困難であるが、大体的特徴はつかめそうである。

これによると、利益マージン率の良好なドイツ取引所グループ（DB）はデリバティブ関係収入ならびにポストトレードサービス関係収入のウェイトが特に高いことがわかる。DBは現物をXetra、デリバティブをEurex、ポストトレードサービスをClearstream）、それぞれ部門分社化しているが、EurexとClearstreamの収入貢献度が非常に高いのである。

他方、米系二グループについてはポストトレード関係収入や市場データ関係収入のウェイトが小さく、それが利益マージン率の低さになって表れている。この理由は、米国では現物取引の清算・決済関係業務が、NSCC

表3 加盟五八取引所の収入構成

収入項目	金額（百万ドル）	備考
	構成比（%）	
上場関係	1,769	<ul style="list-style-type: none"> ・年賦課金 ・新規上場=①IPO、②増資にかかる手数料 ・ファンド（CWやETFなど）の上場手数料
	6.3%	
取引手数料（デリバティブ除く）	7,429	<ul style="list-style-type: none"> ・現物手数料 ・アクセス料 ・システム使用料など
	26.5%	
デリバティブ取引手数料および清算手数料	9,690	<ul style="list-style-type: none"> ・デリバティブ手数料 ・アクセス料 ・システム使用料 ・デリバティブ清算手数料
	34.5%	
ポストトレードサービス	2,295	<ul style="list-style-type: none"> ・現物の清算・決済、コストディー手数料
	8.1%	
市場データ	2,539	<ul style="list-style-type: none"> ・相場情報、指数ライセンス料など
	9.0%	
ITサービス	950	<ul style="list-style-type: none"> ・ネットワーク回線使用料、コロケーション使用料など
	3.4%	
その他サービス	531	
	1.9%	
金融収入	1,368	<ul style="list-style-type: none"> ・証拠金や精算基金より生じる金利収入など
	4.9%	
そのほか	572	
	2.0%	

（注）上段は収入金額、下段は全体の収入総額に占める割合。合計が280億ドルに達しないが、そのままにした。また取引手数料は31条フィーやリベートを含むグロスの数字である。

（出所）表1に同じ。

(National Securities Clearing Corporation) および DTCC (The Depository Trust Company) によって担われていること、また現物市場の相場情報についても S I A C (Securities Industry Automation Corporation) が作成し配信していること、つまり S I A C からデータ提供料を受領するのみで、証券取引所は、米国における現物株市場情報サービスに関与する余地は限られているのである。もちろん NYSE はユーロネクストと経営統合し、ユーロネクストのポストトレードサービス部門である Euroclear を抱えることができたのだが、世界最大のマーケットである米国市場で右記のような事情があるため、収入源としては限度があるのである。

次に英国の LSE についてみれば「市場データ」の収入貢献度が非常に高い反面、デリバティブ関係収入の貢献度が非常に貧弱であることがわかる。LSE はかつてデリバティブ市場戦

表4 欧米日主要5取引所（グループ）の収入構成

収入項目	NYSEユーロ ネクスト		NASDAQ OMX		DB		LSE		JPX	
	百万ドル		百万ドル		百万ユーロ		百万ポンド		億円	
上場関係	448	11.9%	375	12.0%	109	5.1%	71	8.3%	101	12.2%
取引手数料	1,572	41.9%	1,372	44.0%			139	16.3%	161	19.5%
デリバティブ手数料	821	21.9%	574	18.4%	912	42.5%	13	1.6%	106	12.8%
アクセス料			238	7.6%	23	1.1%		0.0%	44	5.4%
その他取引参加者料金					64	3.0%	44	5.2%	40	4.9%
ポストトレードサービス					774	36.1%	92	10.8%	122	14.8%
市場データ	348	9.3%	344	11.0%	264	12.3%	306	35.9%	150	18.2%
ITサービス	341	9.1%	184	5.9%			56	6.6%		
金融収入	219	5.8%					117	13.7%		
そのほか		0.0%	32	1.0%			15	1.7%	100	12.2%
合計	3,749	100.0%	3,119	100.0%	2,146	100.0%	853	100.0%	825	100.0%

(注) 1. NYSEユーロネクストとNASDAQ OMXの清算手数料は取引手数料に合算されている。DBの上場手数料は取引手数料に合算。またこの3取引所グループの取引手数料についてはグロスベースで「二重計算」部分が含まれる(本文参照)。

2. 暦年ベース、JPXのみ年度ベース。

3. JPXについては上半期について大証決算数値を合算。なおJPXのデリバティブ清算手数料については「ポストトレードサービス」に合算

(出所) 有価証券報告書、決算説明書、アニュアルレポートその他等より作成

略に失敗し、その結果、一九八二年にLIFFEの設立を認めざるを得なかったのだが、それ以来、デリバティブはLSEの最大の弱点といわれてきた。それは今に至るも変わっていない（ちなみにLIFFEは二〇〇一年、ユーロネクストに買収され、現在はNYSEユーロネクスト傘下の有力なデリバティブ部門、「NYSE Life」として成長している）。またポストトレードサービス関連収入の貢献度も低い。昨年、LCHクリアネットを買収し清算・決済業務を取り込もうとしているのは、このことへの対応であろうと思われる。

では、これらと比べて、わがJPXはどうか。JPXは傘下に日本クリアリング機構を抱えている。七月には大証デリバティブ取引の清算業務を移管し、一〇月には日本国債清算機関と合併した。金利スワップやクレジツトデリバティブなど店頭デリバティブの清算業務にも進出している。その収入貢献度は他と比べて決して見劣りするものではなく、わが国においてポストトレードサービス関連収入を今後も取り込める余地がありそうである。

他面、デリバティブ取引関係収入についてはLSEを除けば、その収入貢献度は他の取引所グループと比べて低いように見える。その理由は、この数字にはデリバティブ取引清算手数料が除外されているからである。旧大証の決算を見ると、デリバティブの清算手数料はデリバティブ取引手数料の約半分弱となっており、これを考慮すると、NASDAQ OMXやNYSEユーロネクスト並みの収入貢献度にはなるのである。とはいえ、現在のJPXのデリバティブ市場は、日経平均先物・オプションに依存しすぎており、もっと多様な品揃えが必要だろう。

また、NYSEをはじめこれら欧米系取引所グループは国境を越えた経営統合によって他国市場のビジネスチャンスを取り込んできている。この観点から、新興国市場の取引所の収入構成についても見ておく必要がある。

表2でみたように、ブラジルや香港の取引所の純利益は三位と五位をキープしており、その利益マージン率は極めて高い。取引高の急拡大がその背景にあるのだが、より詳細な検討が必要であろう。

注

(1) World Federation of Exchanges, *Cost and Revenue Survey 2012*, July 2013.

(2) WFEの加盟主体は取引所単体の場合もあれば、持株会社の場合もある。上場取引所の場合には、持株会社である場合が多く、以下、「取引所」という場合には取引所持株会社も含めておくことをお断りしておきたい。

(3) 上場会社時価総額、取引高、新規上場（および上場廃止）などがその評価尺度となろう。

(にかみ きよし・客員研究員)