

表1 NYSE 上場日本株の売買状況⁽¹⁾

	1990		1991		1992		1993	
	NYSE	海外合計	NYSE	海外合計	NYSE	海外合計	NYSE	海外合計
クボタ	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
日立製作所	2.2	8.4	3.4	17.3	7.4	36.7	4.3	21.7
松下電産	1.3	8.8	2.5	18.3	3.0	24.2	1.9	19.9
ソニー	1.4	8.1	3.7	16.6	7.6	24.4	4.8	20.7
TDK	0.5	5.2	0.4	8.4	1.2	22.0	1.3	29.9
パイオニア	0.2	6.4	0.1	6.4	0.8	10.0	0.7	15.3
京セラ	3.0	10.1	2.0	20.9	3.3	27.5	1.7	18.5
本田技研	5.1	17.9	6.6	27.5	5.5	31.9	2.8	28.5
三菱銀行	0.3	15.6	0.2	14.4	1.2	11.8	0.4	15.0
日本電信電話	—	—	—	—	—	—	—	—

(1) 東証での売買高に対する比率。
 (2) 海外合計はNYSE、ロンドン、パリの合計。
 (3) ロンドン (SEAQ インターナショナル) の売買高は片道計算に修正されている。
 (出所) 「主要取引所における共通上場株売買調査」「証券」各号より抜粋。

ニューヨーク証券取引所の外国株取引

伊豆 久

(%)

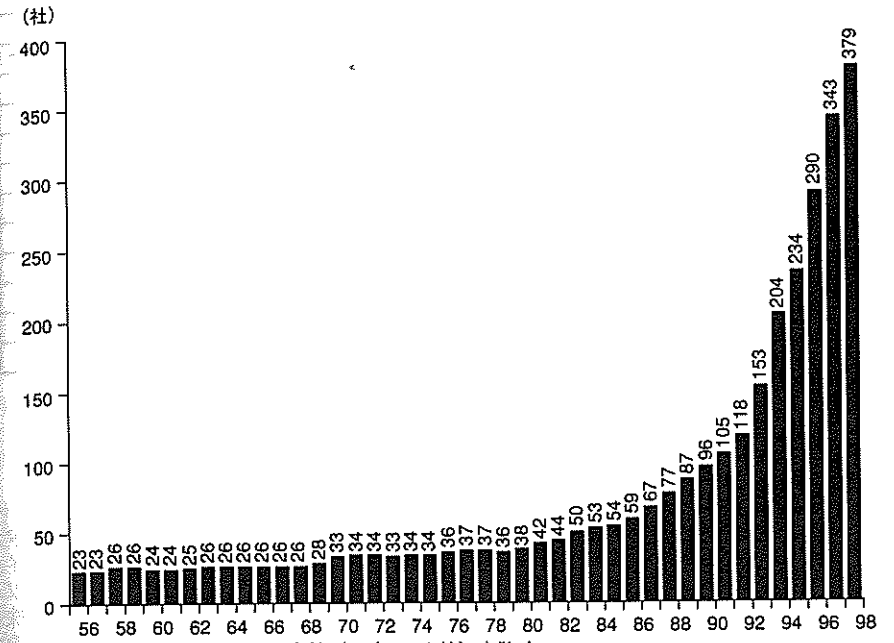
	1994		1995		1996		1997	
	NYSE	海外合計	NYSE	海外合計	NYSE	海外合計	NYSE	海外合計
	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	0.9
	3.5	22.2	0.4	21.6	0.5	23.7	5.2	23.4
	1.4	25.6	0.2	24.3	0.1	23.6	2.3	83.6
	5.9	26.3	5.4	26.9	4.9	155.4	6.7	33.9
	1.1	28.1	1.1	25.4	0.7	22.0	1.2	19.3
	0.7	18.0	0.9	17.9	0.7	19.8	0.4	10.6
	1.1	17.4	1.2	20.7	1.5	25.9	2.8	17.4
	2.6	29.4	1.1	28.3	1.0	15.1	5.3	18.9
	0.3	15.9	0.5	15.8	0.7	15.6	2.2	18.4
	—	—	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0

1 はじめに
 米国証券市場のグローバル化戦略が注目を集めている。対日関係においても、NYSEの東京事務所の設置(三月)やNASDAQのナスダック・ジャパン構想の発表(六月)が大きな話題となっている。そこで本稿では、こうした国際化政策の背景を探るべく、米国証券市場における外国株取引について紹介してみたい。
 外国株取引ではロンドンのSEAQインターナショナルがよく知られているが、NYSEの外国株式取引はどのようなになっているのだろうか。日本株の場合を見てみると、東証に対するNYSEでの売買高の比率は、表1が示すように、最高でもソニーの六・七%にすぎない(九七年度)。ところが、ロンドン、パリを合わせた数字では(ただしNYSE上場株のみ)、八三・六%(松下電産)に達する銘柄もあり、日本株取引におけるNYSEのウエイトはかなり小さいことがわかる。

ドイツ株の場合も、状況はよく似ており、九六年のドイツ株(五社)のすべての売買のうち米国市場で行われたのは一〇・九%にとどまっている。
 ところが対照的に、メキシコ企業(二九社)となると、売買の六八・七%が米国市場で行われており、母国メキシコ市場のシェア二八・五%をはるかに上回っている。外国である米国市場がメインマーケットになっているのである。ベネズエラ企業(一社)に至っては、九一・九%が米国市場で取引されており、母国市場が完全に空洞化している。

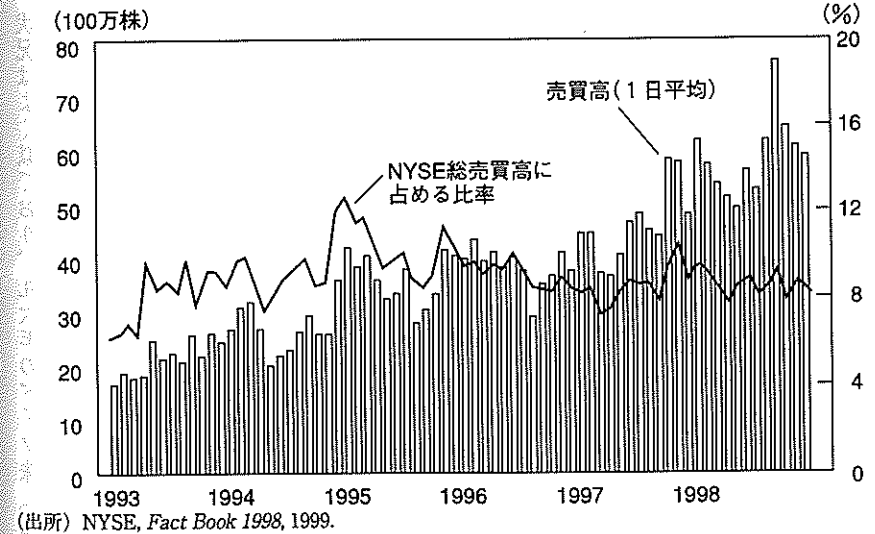
このように、NYSE上場株式の市場別取引シェアという観点から米国市場の国際化の現状を見てみると、それが決して一様でなく、大きなばらつきがあることがわかる。では、こうしたばらつきの原因はどこにあるのか、そして、こうした現状からさらに取引を拡大させるためにはどのような対策が有効だと考えられているのか。この問題に関してNYSEが最近発表した興味深い論文⁽²⁾に寄りながら、NYSE上場外国株式の取引について検討することとする。

図1 NYSE 上場外国企業の推移



(注) 優先株のみを上場している会社 (98年で13社) を除く。
 (出所) Pulatkonak, M and G. Sofianos, "The Distribution of Global Trading in NYSE-Listed Non-U. S. Stocks", NYSE Working Paper 99-03, March 1999.

図2 NYSE 外国株の売買高



2 NYSE 上場外国株式

はじめに、NYSE 上場している外国株式について確認しておこう。図1は、NYSE に普通株を上場している外国企業の数である。一九五五年から八五年までの三〇年間は二倍あまりにしかならないが、その後の一三年間で六倍以上に増加している。とりわけ九〇年代の伸びには目覚ましいものがある。

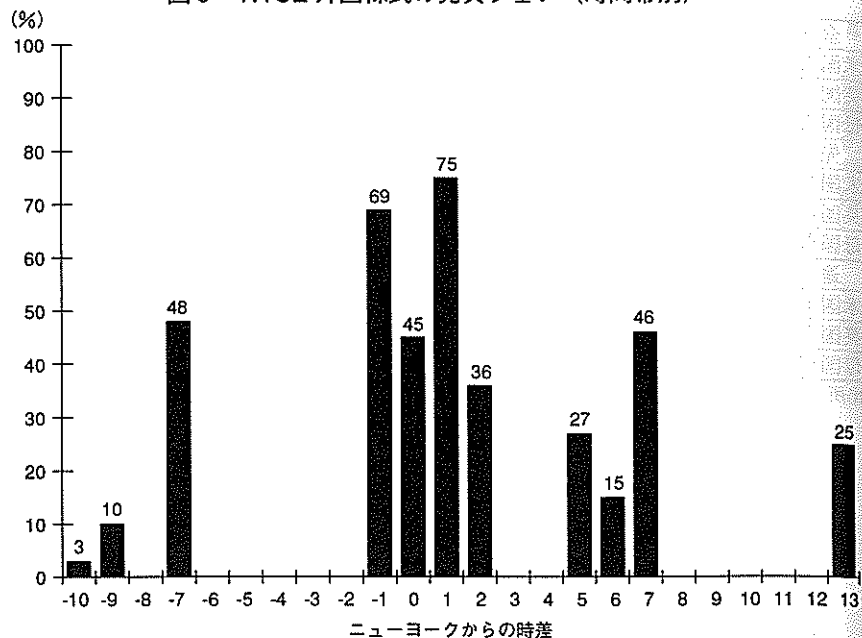
全上場企業に占める外国企業の比率を見ても同様の傾向を確認することができる。九〇年には、五・四%にすぎなかったが、九八年では二二・二%に達している(図2)。⁽⁴⁾ 売買高でもNYSEの全銘柄に対して九一年には六・三%だったが、九五年には一時二二%を越えている(図2)。最近も、米国株の活況の中で比率はやや低迷し九八年では八・七%となっているものの、絶対額では上昇している。

しかしながら、こうしたNYSEの国際化においては、地域的な片寄りが極めて大きい。NYSEに上場する外国企業は、歴史的にカナダ(と英国)が中心であった。ところが九〇年代にはエマージングマーケット・ブームのなか中南米諸国の企業が急増し、現在ではカナダを追い抜き、全体の二五・一%を占めるに至っている⁽⁵⁾のである。

3 売買シェアの分布

NYSEに上場している外国株式のほとんどは、母国市場とロンドン市場の二つの市場で売買されている。その内、NYSEでの売買の比率はどれくらいあり、その比率を決定している要因は何なのだろうか。例えば、同じ通信会社であっても、日本のNTT社の場合は一〇〇%が母国市場で売買されているのに対して、ブラジルのTELEBRAS社の米国シェアは三五%、メキシコのTELMEX社は七三%に達する。こうした違いはど

図3 NYSE 外国株式の売買シェア（時間帯別）



を米国東部時間からの時差を横軸に並べたものであるが、これにより売買シェアと時差の関係は一目瞭然である。NYSEとの時差が小さいほど、米国でのシェアが大きく、米国東部時間から遠くなるほどシェアは低下している。表2が示した、中南米企業の場合に米国市場のシェアが高く、欧州やアジアの場合に低くなるという傾向の最大の理由は時差にあるのである。

市場シェアにおける時差の重要性は、ヨーロッパ・アフリカ地域企業のロンドン市場でのシェアからも確認することができる。サンプル企業全体ではロンドン市場のシェアは一四・八%であるのに対し、ヨーロッパ・アフリカ企業の場合には二四・四%にも達している。

しかしながら、時差だけですべてを説明できるわけではない。時差以外の理由で最大のものは、先進国と発展途上国の違いであると思われる。表3は、地域別に先進国と発展途上国に分けて、売買シェア

表2 NYSE 上場外国株式の売買シェア

地域	国	銘柄数	加重平均市場シェア (%)		
			米国	母国	英国
南北アメリカ	Venezuela	1	91.9	3.3	4.8
	Mexico	29	68.7	28.5	2.8
	Chile	18	67.4	26.7	5.9
	Colombia	2	62.1	32.3	5.5
	Peru	3	52.9	36.8	10.3
	Canada	58	44.6	54.8	0.6
	Argentina	9	36.8	61.8	1.4
	Brazil	2	35.0	63.6	1.4
欧州	Switzerland	1	51.2	41.9	6.9
	Finland	3	45.7	30.0	24.3
	Israel	1	41.5	49.9	8.5
	Netherlands	10	27.8	42.1	30.0
	U.K.	37	26.9	73.1	NA
	Norway	5	18.8	52.0	29.2
	Portugal	2	16.2	45.6	38.2
	Denmark	3	14.0	56.8	29.2
	Spain	7	11.9	61.5	26.6
	Germany	5	10.9	84.4	4.7
	France	9	9.9	48.6	41.6
	Sweden	4	6.2	58.6	35.3
	Italy	11	3.5	68.2	28.4
	アジア太平洋	Philippines	2	58.7	33.8
New Zealand		5	47.5	50.7	1.7
Hong Kong		3	20.0	72.2	7.8
Korea		3	16.6	76.0	7.4
Australia		10	10.3	89.1	0.7
Japan		11	1.5	88.8	9.7

(注) 96年時点。サンプルは外国株254銘柄。英国株式は英国市場シェアではなく母国市場シェアに含まれている。英国市場での取引は片道計算に修正されているが、ロンドン証券取引所会員の取引はすべてカウントされている。96年中に上場された53銘柄に関しては、ロンドン市場・母国市場についても同期間で比較されている。

(出所) 図1と同じ。

ここから生まれるのか、まず、前掲NYSE論文が行っている事実の確認から見てもよい。

表2は、地域・国別の売買シェアを見てもよい。これによると、米国市場での売買シェアが高いのは中南米諸国の企業であり、逆に米国での売買が小さいのは、ヨーロッパ・アフリカ地域、アジア・太平洋地域の企業である。そして図3は、表2のデータ

表3 地域別外国株式の売買シェア

(%)

全株式	合計	南北アメリカ	欧州・アフリカ	アジア太平洋
米国市場	24.1	47.0	18.9	8.5
英国市場	14.8	1.6	24.4	6.8
母国市場	63.5	51.4	63.2	84.8
先進国企業				
米国市場	20.3	44.6	18.9	7.3
英国市場	17.1	0.6	24.4	6.7
母国市場	65.8	54.8	63.2	86.0
途上国企業				
米国市場	46.6	49.1	16.2	23.8
英国市場	3.5	2.5	38.2	7.5
母国市場	49.9	48.5	45.6	68.8

(出所) 図1に同じ。

分布を見たものである。外国企業全体を見ると、母国市場の比率は先進国企業で六五・八%、発展途上国企業で四九・九%、米国市場のシェアは先進国企業が二〇・三%で途上国企業は四六・六%に達する。発展途上国のほうが母国市場のウエイトが低く、米国市場のシェアが高くなることわかる。図3で時差ゼロの地域の企業のシェアが時差一時間の地域よりも低くなっているのもここから説明できる。時差ゼロに分類されているのはカナダ企業五八社、ペルー三社、コロンビア二社であるが、そのうちカナダ企業の米国シェアが時差一時間地域(ベネズエラ、メキシコ、チリ)企業よりも低いためであると推測できる。

つまり、米国市場での売買シェアが高い企業は、発展途上国でかつ時間帯がニューヨークと近い国の企業ということになる。この二つの条件を満たしているのが中南米である。NYSEに上場する同地域の企業が急速に伸びている背景には、流通市場でのこうした傾向が存在するのである。反対に、日本企業の場合には、時間帯が大きくずれており、かつ先進国であるという、中南米諸国とは正反対の状況にある。日本株の米国市場での売買、反対に米国株の日本市場での売買がわずかなのはむしろ当然と言えよう。

(27)

4 時差の意味

では、こうした二つの要因が売買シェアに大きく作用するのはなぜなのだろうか。

時差の小さいことがシェアを押し上げる理由としては、国際的な重複上場のもつ代替的な側面と補完的な側面を指摘することができる。証券の売買高が拡大するのは、通常、当該企業や母国のマクロ経済に関する新たな情報が発表された時である。その時間に市場が開いていることが注文を獲得する上で決定的に重要であるのは言うまでもない。そこでは、母国市場と外国株市場が代替的(競合的)な関係にあると言えるであろう。

しかし、それだけでは理解できない現象も存在する。例えば、米国市場におけるイギリス株売買を例にとると、イギリスが休日の場合には、母国市場で取引できない分、米国市場での売買高が増えてもよさそうである。が、実際は逆に外国株市場でも取引が大幅に減少するのである。より短期で見ても同じである。米国市場でのイギリス株取引の日中の変化をみると、そのほとんどが寄り付き直後の二時間に集中している。それは、米国市場とロンドン市場の取引時間が二時間だけ重なっていることに対応している。つまり、投資家は、ロンドン市場が開まっている間は代わりに米国市場で売買するのでなく、その場合には米国でも売買はせず、ロンドンが開いている時間に集中して米国でも売買するのである。こうした事実も、米国市場が母国市場に取って替わるといふよりそれを補完する関係にもあることを示している。補完的関係の最もわかりやすいのは、裁定取引であろう。原株と同時刻にそれと同内容の証券が売買されるのであるから、そこに裁定取引の余地が生まれる。取引時間が重なることよってのみ生じるその部分が、必然的に米国市場に一定のシェアを与えるのである。他にも、例えば、米国の機関投資家と証券会社の間での大口取引が米国市場で行われ、その結果生まれる自己のポジションを証券会社が母国市場で調整するといったケースも存在するであろう。こうした市場間の分業も補完的関係と見なすこ

(28)

とができる。

5 その他の要因

先進国企業に比べて途上国企業のほうが米国市場での売買シェアが高くなる理由について、前掲NYSE論文は、先進国（途上国）に様々な特徴を与えて検討している。一人当たりGDP、証券市場の規模、会計基準、為替レートのボラティリティ、ソブリン・リスク、投資家保護規制、リーガル・リスクなど。しかし、こうした要因が売買シェアに与える影響は必ずしも一様ではない。例えば、ソブリン・リスクの高さは米国市場での売買にマイナスの影響を与えるであろうが、GDPに対して証券市場の規模が小さいことは米国での売買シェアを相対的に押し上げることになるであろう。同論文は、それでも他の条件が同じであると仮定すれば、途上国企業の米国市場でのシェアは先進国企業のそれより三〇%ポイント高いとの計測結果を示している。

その他の要因として、当該外国株式の上場が資金調達を伴ったものか否かの違いがある。同論文は、ファイナンスを伴う場合には九%ポイント、米国市場でのシェアが高くなるとしている。資金調達を伴う場合には、引受証券会社による投資家へのマーケティングが積極的になされるためである。

また売買委託手数料の影響も小さくない。売買コストの高い市場から低い市場へと取引が流れるからである。同論文は、モデル分析によって、母国市場の委託手数料が一〇ベースポイント大きくなると、米国市場のシェアが九%ポイント高くなるとの結論を導いている。同じく売買コストに関する要因として、株価の大きさが上げられる。これは、米国での呼値の単位二二・五セント（データが収集された九六年時点。現在は六・二五セント）が母国市場と比較して相対的に高いためだと推測される。呼値の単位は（一ドル以上の場合）株価に関係なく一

律に決まっているため、株価水準の低い銘柄の場合、最低売買スプレッドの比率が高くなってしまい、売買コストを高めてしまうからである。その結果、株価が低い銘柄ほど米国市場のシェアが低下する傾向が確認されている。

6 おわりに

以上のように、米国市場における外国株式の売買シェアには様々な要因が影響を与えているが、その中で最も大きな要因は時間帯である。NYSEと同時帯に属する国の企業の株式の場合に米国市場でのシェアは格段に高くなるのである。これまでの市場間競争が基本的に同じ時間帯にある取引所間で展開されてきたのはこうした事情による。市場間競争が欧州では国境をまたいだ形で、米国では国内で展開されてきたが、それは同じ時間帯の中で競争と考えれば、同質のものと言える。それゆえ、逆に言えば、ニューヨーク、ロンドン、東京の三極体制は、時間帯別の棲み分けに対応したものと考えれば、一定の合理性をもっていたのである。

しかし、そうした三極体制に安住せず一極化を目指すのであれば、そのためには時間帯という最大の制約条件を突破することが必要となる。それが取引時間の延長、さらには二四時間取引体制への移行である。最近の米国における取引時間延長に向けた動きは、個人投資家のニーズへの対応策であると同時に、こうしたグローバル化に向けた戦略であることがわかる。この点に関して、他国での市場開設など空間的な拡張の論理と取引時間延長の論理は全く同じものとなるのである。

(1) SEAIインターナショナルでの外国株（日本株）取引（およびその売買高の計算方法に関する問題点）については、

二上季代司「現物株取引におけるロンドン市場と日本市場の関係」『証研レポート』一九九四年二月号、代田 純
【ロンドンの機関投資家と証券市場】法律文化社、一九九五年（第八章）参照。

- (2) Pulatkonak, M and G. Sofanos, "The Distribution of Global Trading in NYSE-Listed Non-U.S. Stocks", *NYSE Working Paper* 99-03, March 1999. 同論文は、九六年時点のNYSE上場外国株式二五四銘柄をサンプルにしている。当該時点で二九〇の外国企業が上場していたが、母国市場での売買高等の指標が入手できないなどの理由で三六銘柄が対象外とされた。また、市場シェアの計算は、全市場での売買高合計一〇〇として各国市場でのシェアを計算しており、表1が母国市場（東証）を一〇〇としているのと異なる。また、市場シェアを国別に見ているため、特に米国市場という場合、NYSE以外での売買を含むCTS報告ベースの数値となっている。

- (3) 普通株式といっても、多くはADRである。NYSEに上場されている外国株式には、ADR、普通株式（カナダ企業）、グローバル株式（タイムラークライスター社、ベンゲット社（フィリピン）、ニューヨーク株式（オランダ企業）、オフショア株式の五つのタイプがある。取引における原株との代替性に若干の違いがあるが、本稿でのテーマには直接関係しないためここでは区別しない。

- (4) 拙稿「大手投資銀行とIPO」『証研レポート』一五七三号、一九九九年八月、二六頁、図5参照。

- (5) 前掲拙稿、図6参照。