

証券取引所の国際化戦略

～NYSEとNASDAQの場合～

伊豆 久

1 欧米取引所の国際化戦略

証券取引所の国際的な提携や合併をめぐる話題が毎日のように伝えられている。

しかしながら、国際化の進め方には各国、各取引所ごとに微妙な違いがあるように思われる。例えば欧州と米国を比較してみると、欧州では、国内での取引所の集約が早々と終了し、国際的な提携や合併が進められているのに対して、米国では、現在も国内での市場間競争が激しく展開されており、クロスボーダーな提携は始まったばかりである。また、米国内の二つの市場、NYSEとナスダックの国際化のあり方を見てみると、ナスダックが外国の取引所との提携によるベンチャー向け市場の立上げを中心とする国際化を目指しているのに対して、NYSEは外国企業の自市場への上場を国際化の柱としており国際的な提携にはナスダックほど積極的でない。

すなわち、取引所の国際化といっても、当然のことながら、それぞれの取引所のおかれている状況によって、その戦略は異なるのであって、すべてをグローバル化の一言で片付けるわけにはいかない。そこで、取引所の国際化の現状・戦略における欧州と米国、(米国内の)ナスダックとNYSEの違いが何に由来するのか、検討してみよう。

まず、欧州と米国で、市場間競争の国際化に違いがある主な理由は、時間帯等による競合の有無にあると思われる。欧州は、経済規模のよく似た先進国の密集地という地域的特徴をもつ。EU統合の深化もあいまって、欧州企業の上場・売買注文の獲得をめぐる各国取引所は激しい競争を展開してきた。その結果、国境をまたいだ合従連衡が模索されることになる。ところが、米国の取引所の場合、同一時間帯に競合する経済大国が存在しないため、国際的な競争圧力は小さい。その一方で、国内の市場規模が非常に大きいため、取引所間の競争（を背景とする合併等）はむしろ国内で起こっているのである。つまり、欧州と米国の市場間競争を比べると、欧州では国際的な競争が激しいのに対して米国は国内での競争が中心である、という違いがある反面、主たる競争が同一時間帯内の取引所間で展開されているという点からみれば両者には共通点が多いとも言える。株式という商品は、国債や指数先物等と比べてローカルな性格が強く、発行企業の母国の時間帯から抜け出すことが難しいため、時間帯をまたいだ競争圧力は比較的弱いのである。

次に、米国内の二つの市場、NYSEとナスダックの国際化戦略の違いは、両者がターゲットとする企業の違いによるところが大きいに思われる。すなわち、両者の間では、NYSEは大企業向け市場、ナスダックはベンチャー企業向け市場との色分けが比較的明確である。NYSEにとっては、いくらインターネットブームだといっても、新しい企業の上場を促進するために上場基準を引き下げたり、あるいは新たに市場を作ったりといったことは、優良大企業の市場としての自らのステータスを脅かしかねず、得策ではない。もちろんそれは、NYSEの危機感が現時点ではそれほど強くないからこそ可能な選択だとも言えるのであるが。

反対に、ナスダックは、新しい企業を積極的に上場させることで今日の地位を築いてきたのであり、ハイリスクではあるけれどもハイターンも期待できる銘柄が多いこと、平たく言えば玉石混交であることこそを、強みとしてしている。

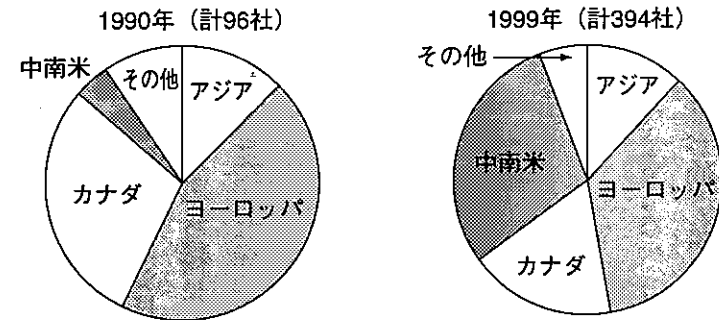
こうした一種の棲み分けが国際化戦略においても大きな違いをもたらしているのである。すなわち、ナスダックは、みずからのノウハウとブランドイメージを武器に海外に進出し、次々とベンチャー企業向けの市場を創設しているが、NYSEには同様の戦略は取りにくい。なぜなら、前述のように新興企業向け市場を作ることはNYSEのブランドイメージに合わず、かといって外国の優良大企業はすでに母国市場に上場されており、NYSEといえどもそこから売買注文を奪い取るのは極めて難しいからである。ベンチャー企業は発掘することができ、大企業を新たに発掘するというわけにはいかず、NYSEには海外に進出するメリットがないのである。そのためNYSEの国際化戦略は、ナスダックとは反対に、自らは国内にとどまり、かわりに外国の企業をNYSEに呼び込むという形をとっているのである。

2 NYSEの国際化戦略

では、NYSEはどのような国のどのような企業を上場しているのだろうか。ナスダックが上場対象とするベンチャー企業と異なり、優良大企業は続々と誕生するというものではない。しかも、欧州やアジアの大企業にとって、米国が、自社製品の一大市場としても、厚い投資家層を抱える世界最大の市場としても、最重要の意味をもつのは言うまでもないとはいえず、情報開示制度や会計制度の米国化が進み、また、市場改革によって母国市場の取引コストが低下していけば、わざわざNYSEに上場する意義は低下せざるをえない。その上、母国市場と異なる時間帯に属するNYSEで、一定の流動性を確保するのは必ずしも容易ではないのである。

図1(左)は、一九九〇年のNYSE上場外国企業の国別構成であるが、隣国であるカナダを除くと、欧州企

図1 NYSE上場外国企業の分布



(出所) NYSE, Fact Book 各号より作成。

業が高いシェアを占めていることがわかる。しかしながら、八〇年代から九〇年代にかけて、欧州でも急速な市場改革が進んだのであり、欧州地域からの上場には、多くを期待できない状況にあったといえるであろう。

しかしそこに、NYSEにとって(というより米国証券界全体にとって)願ってもないような状況が生まれる。中南米諸国に、突如として、多くの優良大企業が生まれ始めたのである。八〇年代後半から今日まで続く、民営化を中心とする企業改革ブームである。「米国の裏庭」とまで呼ばれてきた中南米諸国に誕生した大企業は、規模の小さな母国市場では吸収することができず、NYSEを中心とする米国市場に殺到したのである。

その結果、NYSEに上場する外国企業の分布では、カナダと欧州諸国の比率が徐々に低下し、中南米のシェアが急速に高まることになる(図1・右)。NYSEの一九九〇年代の国際化が、全方位的なグローバル化ではなく、(単純化すれば)中南米化したことがわかる。そしてそれをもたらしたのは、民営化を軸とする中南米ブーム(エマージングマーケットブーム)だったのである。

ここで中南米における民営化ブームについて見ておこう。

3 中南米の民営化

中南米諸国は、一九七〇年代半ば以降、オイルダラーの受け皿として国際金融市場に登場するが、輸入代替工業化戦略の挫折、七九年からの米国の金利引上げなどが重なって、八二年には債務危機に見舞われる。その後の「失われた一〇年」と呼ばれた八〇年代、中南米諸国は、IMFの指導下に置かれて経済改革を進めていくが、そこでの処方箋の一つが国営企業の民営化を中心とする企業改革であった。

民営化は、周知のように、一九七九年の英国サッチャー政権の成立以降、英国から西欧諸国、日本へと広がり、中南米他の発展途上国では、IMFや世銀からのコンディショナリティ(融資条件)、構造調整政策の一環として実施されていく。そして、運輸、通信、石油、銀行などの国営企業の民営化は、企業のリストラクチャリングを伴って、次々と巨大株式会社を生み出していった。しかも、突然現れた大企業のIPOは、規模の小さい中南米の母国市場では吸収しきれず、米国市場を中心としたグローバル・オフリングの形をとることが多い。その過程は、ワシントンに本部を置く国際金融機関や米国政府が救済融資の条件として民営化を要求し、米系の大手会計事務所が民営化プロセス全般のコンサルティングを行い、大手投資銀行が政府アドバイザーと主幹事を務め、NYSEが上場先となるという、米国証券界全体にとっての大きなビジネスチャンスでもあった。

米国市場と同一時間帯にあること、政治力経済力の差が圧倒的で米国流の市場主義の浸透が容易であること、母国証券市場の規模が小さいこと、大企業であること、特に通信会社の民営化はインターネット・ブームに乗れることなど、中南米の民営化は、米国証券界にとって、理想的ともいえる案件であり、NYSEもその恩恵を十分に受けることができたのである。

4 九〇年代の国際化と個人投資家

対照的にナスダックの場合、(NYSEと同様の外国企業の上場も行われてはいるが) 国際化戦略の中心は、自らが外国に進出し、新しく市場を開設して企業と投資家を仲介するという点に置かれている。

そしてナスダックのもう一つの柱として、上場銘柄の外国市場との相互上場、それによる二四時間取引構想が存在する。ナスダック市場およびナスダックと提携する各国市場の銘柄を相互に上場することにより、グローバル取引と二四時間取引を実現しようというものである。これによって、例えばマイクロソフト株を欧州やアジアでも売買できるようになるといえるものであるが、この戦略は何を意味しているのだろうか。

取引市場・時間の選択では、発行会社(母国市場)の時間帯が大きな意味をもつというこれまでの常識からすれば、米国企業は米国時間で売買するのが最も合理的である。欧州やアジアの機関投資家もマイクロソフト株の売買は基本的に米国ナスダック市場で行ってきたのであって、それを自国の市場に移す必然性は小さい。

しかし、個人投資家を対象に考えれば、事情は若干異なる。現在でも外国市場での売買は十分可能であるが、それにとりもなう手続きを面倒に思う投資家も少なくないであろう。自国市場に上場されればそうした問題は解消され、また個人投資家の企業認知度も高まると予想される。つまり、ナスダックの二四時間取引構想では、個人投資家が重要なターゲットとして意識されているのではないかと想像される。

八〇年代までの取引所改革の主な要因が機関投資家の成長であったのに対して、九〇年代中ごろから議論され始めた取引所時間の延長、さらには二四時間取引への試みは、個人投資家を主な牽引役としているという点で、従来にはない特徴をもっていると言えるであろう。

こうした変化の背景には、近年の個人投資家の「復権」とも呼ぶべき状況が存在するのであり、そのキーワード

ドは、やはりインターネットである。IT革命によって個人投資家も、機関投資家なみの低い手数料での売買が可能になり、また、大量の情報にアクセスすることもできるようになった。さらにIPO銘柄の配分などで幹事証券会社の裁量を排した抽選方式が広まるなど、ブローカレッジ業務全体が個人投資家を軸に大きく変化しつつある。また、IT革命が生み出す新しいベンチャー企業に対して、個人投資家は、積極的な資金提供者(リスクテイカー)として現れ、産業構造の変革を促進する役割をも担おうとしている。

こうしたIT革命と結びついた個人投資家の「復権」が、「証券市場の民主化(Level the Playing Field)」の可能性とともに「ネット・バブル」のリスクをも伴っていることは否定できないが、それが、現在の二四時間取引とグローバル取引の構想の重要な前提となっているように思われる。

しかし、これまでのところ、規模の小さい市場に上場されていた株式がより規模の大きい市場に取引を移すことはあっても、逆のケースは多くない。ターゲットは明確であるが、実際にどこまで取引が伸びるか予想は困難である。

5 日本の取引所に示唆するもの

以上、NYSEとナスダックの国際化戦略の違いについて見てきたが、それが日本の取引所に示唆しているものは何であろうか。

東京証券取引所の場合、主力商品はそもそもドメスティックな性格が強い国内株式である上に、国内取引所間の競争でも独占的な地位にある。国際的な競争圧力は高くなく、それゆえ国際化の必然性は比較的小さいと言えるであろう。とはいえ、もちろんグローバル化の影響を受けていないわけではないから、例えば、NYSE型の

国際化を志向するとすれば、アジア企業の上場が理想的な戦略であろう。折りしも、アジア危機以降、韓国を中心に民間化を含めた企業改革が進められ、外国市場への上場も積極的に行われている。九〇年代のNYSEと中南米の関係と似た状況が生まれているのである。しかし、アジア企業の主な上場先は米国市場であつて、東京市場は素通りされている。

表1は、昨年のADR発行額上位一〇件(九社)である。これを見ると、うち五社を韓国企業が占め、ADR市場におけるアジア企業のシェア拡大をうかがわせる。しかもこの五社のうち、韓国テレコム、韓国電力、ポハン製鉄三社は元国営企業であり、今回のADR発行も民営化プログラムの一環である。またハンビ銀行は経済危機後の九八年二月に政府から経営改善措置を受けていた二つの銀行が九九年一月に合併してできた銀行である。そして、こうした案件の主幹事は米国の大手投資銀行で占められているのであつて、ここでもラテンアメリカと同様の構図を見て取ることができる。すなわち、経済危機後のIMFによるコンディショナリティ、民営化その他の企業改革、米国投資銀行によるアドバイスと引き

表1 ADRによる資金調達上位10 (1999年)

	国	発行日	主幹事	上場市場	調達額 (100万ドル)
韓国テレコム	韓国	5月26日	MSDW	NYSE	2,485.7
EQUANT	オランダ	12月8日	MSDW	NYSE	1,371.3
ポハン製鉄	韓国	7月13日	SSB	NYSE	1,011.1
EQUANT	オランダ	2月17日	MSDW	NYSE	1,003.1
ハンビ銀行	韓国	8月2日	リーマン	私募	999.8
STMicroelectronics	フランス	9月16日	MSDW	NYSE	889.6
韓国電力	韓国	3月24日	MSDW	NYSE	753.6
Partner Communications	イスラエル	11月1日	MSDW	NASDAQ	603.7
ヒュンダイ自動車	韓国	9月22日	CSFB	私募	500.0
Hon Hai Precision	台湾	10月7日	WDR	私募	416.7

(注) GDRを含む。
MSDW: モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター
SSB: ソロモン・スミス・バーニー
WDR: ウォーバーク・ディロン・リード

(出所) CITIBANK, Depository Receipts: Citibank, 1999 Year-End Review.

受け、米国市場での資金調達順で事は進行しているのである。

このことは、取引所間競争の観点からすれば、NYSEの国際化のターゲットがラテンアメリカからアジアへと、時間帯のハンディキャップを乗り越えて拡大しつつあることを示している。これは、東証の国際化戦略にとって、(時間帯の異なる) 欧米企業の上場廃止よりもはるかに重要な課題を意味しているように思われる。

対照的に大阪証券取引所の場合、主力商品は日経二二五などのデリバティブであり、その点、東証とも、NYSEやナスダックとも性格を異にする。指数デリバティブは、個別株式に比べて国際商品としての性格が強く、したがって、世界中の市場とのより直接的な競争にさらされることになる。そのため世界的に、先物取引所は、現物株式中心の取引所に比べて国際的な合従連衡がより進んでいるのであり、大証にとつてもクロスボーダーな提携関係の構築が、より重要な戦略課題とならざるをえないのである。

また、株式の上場の場合、会社という上場商品を開発し発掘してくるのは基本的には証券会社の仕事であるため、商品開発力は、取引所自身の能力というよりもその会員証券会社の能力に大きく左右されることになる。だからこそ、世界的に有力な投資銀行を抱えるウォールストリートの取引所が、圧倒的な優位に立つのである。しかし先物の場合、上場商品の開発は、文字通り商品の開発であり、提携や相互上場を含めた取引所自身の商品開発提供能力が問われることになるであろう。そのことも、先物を中心とする大証の国際化戦略を特徴づける要因の一つとなっている。