

ニューヨーク証券取引所と外国株式

伊豆 久

1 はじめに

ニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場されている外国会社は、四〇年前の一九六〇年には二四社に過ぎなかった。一〇〇社を超えたのは九一年であるから、四倍になるのに三〇年かかったことになる。しかし次の四倍化には一〇年しかかからなかった。今年七月、NYSEに普通株式を上場する外国会社は四〇〇社に達した。

国内会社を含めた全上場会社の数が、（九〇年代に急増したとはいえ）二倍にもなっていない（九〇年一、七四社→九九年三、〇二五社）ことからしても、九〇年代におけるNYSEの国際化がいかにも目ざましいものであったかがわかる（以上の数値は、NYSE, Fact Book, 2000による）。

こうした九〇年代のNYSEの国際化に中南米企業が大きな役割を果たしていたことについては、先月号で紹介した。では、欧州企業にとって、NYSE上場はどのような意味をもっているのだろうか。本号では、欧州企業も視野に入れて、NYSEにおける外国株式売買の地域別特徴、外国企業にとってのNYSE上場の目的・機能について検討する。

2 NYSEでの外国株売買の地域別特徴

表1は、NYSEにおける外国株式の売買額と時価総額、母国市場を含めた世界時価総額を示したものである。これを見ると、まず、すべての指標で、欧州企業が圧倒的なシェアを占めていることがわかる。反対に、中南米企業の比率は小さい。母国の経済規模や企業の成長度そのまま反映されているわけであるが、それぞれの項目が示す特徴はそれだけではない。

例えば日本企業を見てみよう。NYSEに上場している外国企業の中で、日本企業は、世界時価総額では一二%を超えているにもかかわらず、NYSEでの上場時価総額でみた国別シェアは一・四%にすぎない。売買も、ほとんどが

表1 外国株式の売買額と時価総額

地域	銘柄数 ⁽¹⁾	NYSE売買額 ⁽²⁾ (100万ドル)	NYSE上場 時価総額 ⁽²⁾ (100万ドル)	NYSE上場外国株 の世界時価総額 ⁽³⁾ (10億ドル)
アジア・ オセアニア	67 (14.1%)	59,843 (8.7%)	61,742 (6.9%)	1,235.7 (22.2%)
日本	13 (2.7%)	16,513 (2.4%)	12,351 (1.4%)	696.7 (12.5%)
アジア・ オセアニア (日本を除く)	54 (11.3%)	43,330 (6.3%)	49,391 (5.5%)	539.0 (9.7%)
欧州	185 (38.9%)	312,992 (45.4%)	359,410 (40.1%)	3,602.8 (64.9%)
フィンランド (ノキア)	3 (0.6%) 1 (0.2%)	84,469 (12.3%) 71,874 (9.6%)	19,326 (2.2%)	
欧州 (フィンランドを除く)	182 (38.2%)	228,523 (33.2%)	340,084 (38.0%)	
カナダ	73 (15.3%)	168,713 (24.5%)	297,977 (33.3%)	407.8 (7.3%)
中南米大陸	110 (23.1%)	101,719 (14.8%)	90,963 (10.2%)	230.5 (4.2%)
合計	476 (100%)	689,301 (100%)	895,426 (100%)	5,553.8 (100.0%)

- (1) 銘柄数（2000年7月末）は優先株を含むため、上場会社数とは一致しない。
 (2) NYSE売買額は2000年6月末までの1年間、NYSE時価総額は2000年7月末時点（NYSE Research, "Year-to-date '00 trading in non-US stocks", www.nyse.com）。
 (3) 世界時価総額は母国市場を含めた時価総額。99年末時点（NYSE, Fact Book, 2000）。ただし日本企業の世界時価総額については表2を参照。

日本市場で行われていて、NYSEでの出来高はわずかである。NTTを例に見れば、東証での年間売買額が六兆七千億円（五九八億ドル）に達するのに対し、NYSEでは九億ドル余り、東証の一・六%しか出来ていない。海外売上

表2 NYSE上場日本企業

	東証売買額 ⁽¹⁾ 100万ドル(A) (10億円)	NYSE売買額 ⁽²⁾ 100万ドル(B)	B/A (%)	発行済み株式時価総額 ⁽³⁾ 100万ドル (10億円)
NTT	59,831 (6,746)	932	1.6	188,909 (20,268)
ソニー	51,991 (5,862)	11,431	22.0	82,906 (8,895)
トヨタ自動車	25,109 (2,831)	235	0.9	170,892 (18,335)
東京三菱銀行	20,807 (2,346)	421	2.0	58,831 (6,312)
松下電器産業	18,945 (2,136)	229	1.2	49,324 (5,292)
日立製作所	17,641 (1,989)	625	3.5	41,504 (4,453)
本田技研工業	15,831 (1,785)	190	1.2	32,240 (3,459)
京セラ	12,789 (1,442)	1,256	9.8	31,718 (3,403)
TDK	9,543 (1,076)	72	0.8	16,460 (1,766)
オリックス	5,073 (572)	96	1.9	12,247 (1,314)
クボタ	1,570 (177)	9	0.6	4,996 (536)
パイオニア	4,008 (452)	20	0.5	5,508 (591)
日本アムウェイ (店頭市場)	373 (42)	6	1.6	1,193 (128)
合計	243,511 (27,456)	15,522	6.4	696,728 (74,752)

- (1) 東証売買額は99年（『東証要覧2000年版』、『東証統計月報』、『証券業報』より作成）。ドル建ては、99年の年平均1ドル=112.75円で換算。
 (2) NYSE売買額は2000年6月末までの1年間（Research, "Year-to-date '00 trading in non-US stocks", www.nyse.com）。ただし、トヨタ自動車のNYSE上場日は99年9月29日。
 (3) 発行済み株式時価総額は、2000年5月末時点（『会社四季報』より作成）。ドル建ては、2000年5月末の1ドル=107.29円で換算。

比率が七割を超える本田技研でも、NYSEでの売買額は東証の一・二%である。外国人持株比率が四四・五%（今年三月末）に達するソニーで、ようやく二一・〇%といった程度である。

つまり、NYSE上場日本企業にとって、株式売買市場としてのNYSEへの依存度は、極めて小さい。企業の時価総額そのものは非常に大きいにもかかわらず、発行済み株式総数に対してNYSEに上場されている株式（ADR）の数はごくわずかで、かつ、米国市場では積極的な売買対象となっていない。日本株を売買する米国投資家の注文のほとんどは、直接、日本の市場に発注されているのである。このことは、日本株の売買市場としては日本市場が圧倒的なメインマーケットとして機能していることを意味するが、言い換えれば、投資家への流動性の供給、価格発見機能という観点からすれば、日本企業のNYSE上場は、十分な効果を果たしていないということでもある。

日本を除いたアジア・オセアニアの企業を見ると、母国市場を含めた時価総額は小さくなるものの、NYSEに上場している株式の時価総額やNYSEでの売買額は日本株よりも大きい。アジア通貨危機後、韓国や中国を中心にNYSEに上場する企業が急増しており、今後は、NYSEにおけるアジア企業のウエイトがさらに上昇していく可能性が高い。

対照的に中南米企業の場合、世界時価総額では四・二%しかないにもかかわらず、NYSE時価総額では一〇・二%、売買高はさらに大きい一四・八%のシェアを占めている。発行済み株式総数に対してNYSE上場株式数が大きく、米国市場で積極的な売買対象となっていることをうかがわせる。日本とは逆に、中南米の企業にとってはNYSEがメインマーケットとなりつつあり、母国市場の空洞化が生じているのである。

カナダも中南米に近い特徴を示している。世界時価総額が小さいにもかかわらず、NYSEでの時価総額や売

買額は大きい。世界時価総額とNYSE時価総額の格差が中南米よりも大きいことからすれば、母国市場の空洞化、NYSEへの依存度はカナダ企業のほうが大きいとも言えるであろう。

以上のような地域と比較すると、欧州企業は、中南米・カナダ企業とアジア・オセアニア企業の中間的な性格をもっている。売買高やNYSEへの上場銘柄数も、確かに大きい。母国市場を含めた時価総額のシェアを考慮すればその比率は小さいと考えるべきであろう。しかも、一社でNYSEでの外国株売買高の1割を占める世界最大の携帯電話メーカー、ノキアを含むフィンランド企業を除いて見れば、売買額シェアはNYSE時価総額シェアよりも小さくなる。つまり、欧州企業は、発行済み株式総数に比べるとNYSE上場株式数はそれほど大きくなく、しかも、NYSEでの売買は、上場時価総額からすればそれほど活発でないことがわかる。中南米の企業と全く逆である。欧州企業にとっては、母国市場の役割が大きく、投資家への流動性の供給という点ではNYSEは二義的な意味しかもっていないのである。

このように、NYSEに上場している外国企業は、大きく分ければ、日本・欧州型と、カナダ・中南米型の二つに分けることができると思われる。では、このような地域別の違いはどのような理由で生じているのだろうか。

3 地域別特徴の要因

株式の売買がNYSEで行われるのか、母国市場で行われるのかを左右する最も大きな要因は、母国市場とNYSEが同じ時間帯にあるかどうかである。

株式の場合、母国市場のビジネスアワーから外れると、売買高は急減する傾向が強い。会社情報の発信がなく、リアルタイムでの母国市場の売買動向も把握できないからである。同じ時間帯であれば、母国市場との裁定取引も発生する。

この点、カナダと中南米の時間帯はニューヨーク時間に近く、母国市場はNYSEと直接的な競争にさらされている。反対に、日本や欧州の場合、時間帯が大きくずれているため、米国市場との競合は弱いのである。

二つ目の要因は、母国市場の成熟度、規模や効率性、透明性や安全性である。

そもそも母国市場の全体としての時価総額や売買高が小さければ、大企業の上場は難しい。中南米の場合、証券市場が十分大きくならないうちに国営企業の民営化が進められたため、母国市場ではなく、NYSEがメインマーケットとなりやすいのである。また、委託手数料が高く、決済リスクに不安が残る市場の場合、投資家、発行企業双方で、米国市場志向が強くなる。こうした点に関しては、日本や欧州では、九〇年代に市場改革が進められた結果、米国市場との格差は縮まっており、NYSEへの流出圧力はむしろ弱まっていると考えられる。

以上の二つの要因、どちらを考えたとしても、日本や欧州の株式の場合は、NYSEよりも母国市場で売買されやすいことになる。実際、米国の投資家が欧州企業に投資する場合、ADRを通じた投資は全体の二割余りにすぎず、残りは直接欧州市場に発注されている。唯一の例外は、先にも紹介したフィンランドで、六割以上がADR経由となっているが、それは、フィンランドは最大のADR発行企業である通信会社ノキアを擁するにもかかわらず、母国市場であるヘルシンキ証券市場が小規模だからである。

4 株式交換とADR

このように考えると、NYSE上場の目的や機能にも、地域別に微妙な違いがあるのではないかと思われる。

表3 ADRを使った最近の大型買収の例

買収企業	被買収企業	
Vodafone (英国)	Airtouch	99年6月。603億ドルの91%をADR・株式交換で
BP (英国)	Amoco	98年8月。総額543億ドル
BP-Amoco (英国)	Arco	99年1月。総額268億ドル
Daimler-Benz (ドイツ)	Chrysler	98年5月。総額405億ドル全額をADRで
Scottish Power (英国)	Pacificorp	98年12月。126億ドル

(出所) "American Depository Receipts; More size than depth", *Euromoney*, Oct. 1999 より作成。

すなわち、NYSEへの上場に期待されている機能が、流動性の向上、投資家への換金の場の提供であるとすれば、その達成度は、中南米の企業にとってはかなり高いが、欧州や日本の企業にとっては極めて不十分である。では、そうした企業にとって、NYSE上場の目的はどこにあるのだろうか。

外国企業がNYSEに上場する目的としては、資金調達やそのための米国投資家への換金の場の提供だけでなく、米国での知名度の向上、NYSE上場企業としてのステータスの獲得などがあげられる。しかし最近になって、これまであまり強調されてこなかった目的で、NYSEへの上場を目指す企業が増えている。株式交換による米国企業買収をにらんだ上場である。

産業構造の激変期にあって、企業買収が増加しているが、その際、株式交換方式が多く利用されるようになってきている。米国では、株式交換をとまなうケースが買収全体に占める割合は、八八年の七%から九九年の上半期には五二%にまで達したと伝えられている。そして、外国企業も、ADRを使った株式交換方式による米国企業買収に乗り出しているのである(表3参照)。しかしながら、その時のADR発行が果たす役割は、伝統的な資金調達目的のADR発行の場合とは、若干異なる。資金調達を目的とした上場であれば、流動性の向上が極めて重要な意味をもつが、株式交換のためであれば、NYSEでの売買額はそれほど重要でなくなる。

欧州企業が、NYSEに上場しても米国での株式売買高の増加がそれほど期待できな

いにもかかわらず、相次いで米国市場への上場を行う目的の一つは、ここにあるように思われる。日本でも、株式交換による米国企業の買収を目的にNYSE上場を目指す企業が現れはじめていたのである。

このことは、NYSEからすれば、外国上場企業の開拓において、時間帯の違いや、すでに整備された母国証券市場の存在といったハードルが下がることを意味する。たとえば、NYSEでの売買高が小さくとも、買収、売却、合併など企業のリストラクチャリングが活発で、かつそれが証券市場を利用する形で進められるという特徴を米国経済が持つ限り、そこへの参入を目指す企業は米国市場への上場を求めるからである。

(いず ひさし・当所主任研究員)