

# 欧米証券取引所の国際化について

伊豆 久

はじめに

この五月、ストックホルム証券取引所を運営するOMグループが、ヘルシンキ証券取引所の買収を発表した。金融のグローバル化が証券取引所を巻き込み、世界中の取引所に国際化を促しているのである。

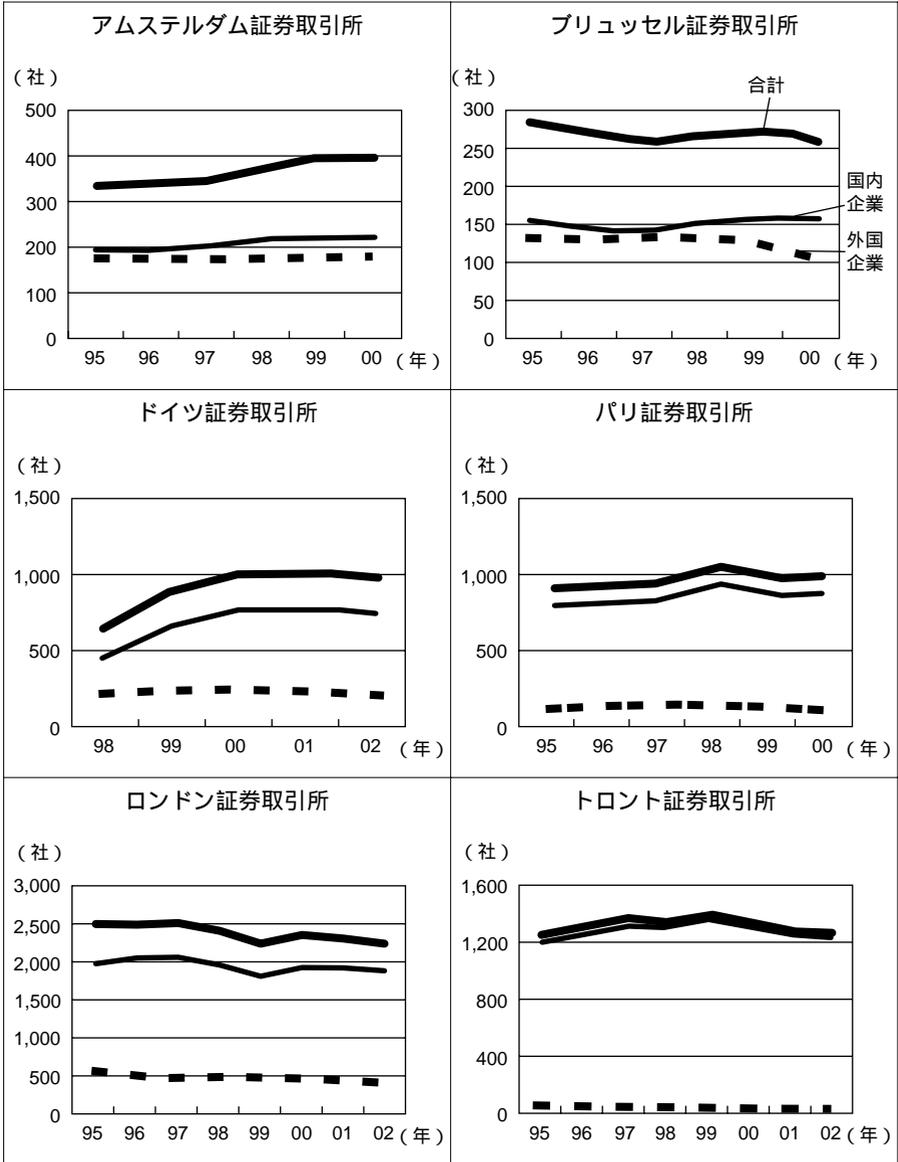
しかしながらここで注意すべきは、一言で「国際化」といっても、そのありようが、地域や国によって、大きく異なっている点である。

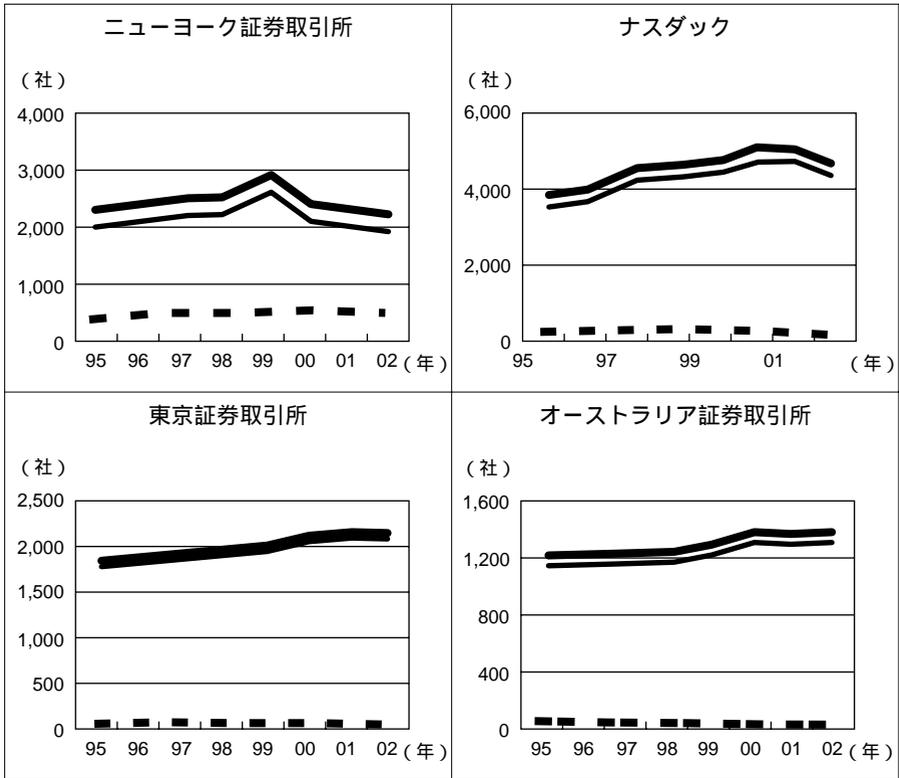
例えば、欧州では、冒頭に紹介したようにOMグループが積極的な買収攻勢をかけているほか、二〇〇〇年九月には、パリ（フランス）・ブリュッセル（ベルギー）・アムステルダム（オランダ）の三取引所が統合する（ユーロネクスト）など、取引所間の国境をまたいだ再編が活発である。しかしながら、米国や日本ではそうした動きは見られない。一時、米国ナスダックが、海外での新興企業市場の創設を試みたが、それは失敗に終わっている。

欧州の取引所と対照的に、米国のNYSE（ニューヨーク証券取引所）が九〇年代以降積極的に取り組んでいるのは、外国企業の上場であり、それは後述するように目覚ましい成果をあげている。

他方、日本では、取引所の国際的な統合は生じておらず、また外国企業の上場も進んでいない。外国企業の上場は、バブル期を頂点に減少を続けている。反対に日本で生じている国際化は、売買に占める外国人シェアの上

図1 各国取引所における内外上場企業数





(注)(1) 優先株のみ上場の企業を含む。(2) いわゆる勝手上市、投資ファンドを除く。(3) アムステルダム・ブリュッセル・パリは、2000年にユーロネクストに統合された。  
 (出所) 国際証券取引所連合(FIBV)資料より作成。

昇ということになる。

すなわち、証券取引所のグローバル化・国際化といっても、その形態や特徴は、地域ごとに大きく異なるのであって、その違いの背景を明らかにすることが、「取引所の国際化」を議論する上でも重要であるように思われる。そこで小稿では、外国株式の上市に焦点を絞り、そこから、欧米取引所の置かれた状況や国際化戦略の違いを検討することとしたい。

1 各国取引所における外国企業の上場

図1は、各国の取引所における上場企業数の推移を国内企業と外国企業に分けて示したものである。ここから、以下のような特徴を指摘する

ことができるであろう。

第一に、大きく分けると、欧州では上場企業に占める外国企業の比率が高く、反対に北米・アジア地域は国内企業中心の市場となっていることである。欧州では、外国企業が全上場企業の二丁四割を占めているのに対して、その他の地域では、(最近のNYSEを例外として)いずれも数%から一割程度にとどまっている。

第二に、欧州内でも一定の格差があり、外国企業の比率が高いのは、アムステルダム(オランダ)やブリュッセル(ベルギー)であって(二〇〇〇末の数字でそれぞれ四〇%、三九%)、経済規模の大きいロンドン(一九%)、ドイツ(二三%)、パリ(一六%)は、それほどでもない。これは、経済大国は国内に上場に適した大企業が、結果的に外国企業の比率が小さくなるためであろう。したがって、比率ではなく絶対数で見れば、ロンドン、ドイツ、(最近の)NYSEにおける外国企業の数、アムステルダムやブリュッセルを上回っている。しかし、逆は当てはまらない。すなわち、経済規模の小さい国は外国企業の比率が高いか、という点必ずしもそうではない。トロントやオーストラリアなど相対的にGDPの小さい国の市場では外国企業の比率が高いかという点、そうはなっておらず、ロンドンやドイツを大幅に下回っている。やはり外国企業の上場においては、欧州という地域の特性が大きく作用しているものと思われる。

第三に、興味深いことに、世界中のどの取引所においても、外国企業が減少傾向にあることである(この点で、NYSEは例外である)。グローバル化のイメージとは正反対に、世界の取引所から外国企業は撤退しつづけているのであり、企業の側から言えば、外国市場への上場を廃止する傾向にある。そうしたなかで、ここ一〇年ほど外国企業の上場を急速に増やし、ロンドンを追い越して今や世界最大の外国企業を抱える市場となったNYSEは、特異な存在と言わざるをえないであろう。

こうした現象の理由を検討する前に、もう一点、欧米間における相互上場の動向を確認しておこう。

## 2 欧米間の相互上場

表1は、一九八六年、九一年、九七年の三つの時点における、欧米間の相互上場の状況を示したものである。

ここからまずわかるのは、欧州企業の米国市場への上場が激増していることである。米国市場に上場する欧州企業は八六年にはわずか五二社だったが、九一年には八九社、九七年には二〇六社と、およそ一〇年の間に四倍に増加している。

反対に、米国企業の欧州市場への上場は大幅に減少している。八六年には二八四社が欧州の取引所に上場していたが、九七年には一八四社へと三五%減少している。その結果、八六年には、欧州に上場する米国企業は、米国に上場する欧州企業の五倍以上あったにもかかわらず、九七年には状況は逆転、後者が前者よりも多くなったのである。

次に、欧州企業の欧州域内での国際上場（例えば、ドイツ企業がロンドン証券取引所に上場するといったケース）を見てみよう。これを見ると、欧州企業も、米国企業と同じく、欧州市場から撤退し

表1 欧米間の相互上場

		企業の母国			
		欧州企業の外国上場		米国企業の外国上場	
		外国上場企業数	外国上場件数	外国上場企業数	外国上場件数
上場取引所	欧州	147	267	284	465
		182	339	234	418
		180	309	184	316
	米国	52	53		
		89	90		
		206	207		

(注)(1)「欧州」は、イギリス、フランス、ドイツ、ベルギー、オランダ、イタリア、スイス、オーストリア、スペインの9カ国。

(2)3段の数字は、上から1986年、1991年、1997年末の数値。例えば、左上の147とその右の267は、欧州の企業で、欧州域内の(自国以外の)外国市場に上場した企業が1986年末に147社あったこと、ただし欧州域内の複数の市場への上場を1件ずつ数えると外国上場件数は267件になることを示す。

(出所) Marco Pagano, et.al., "The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?," *The Journal of Finance*, vol.57, vol.6, 1992. p.2663.

ていることがわかる。八〇年代後半には、自国以外の欧州域内の市場に上場する企業が増加したが（一四七社一八二社）、その後は横ばいとなる一方で、上場件数は、三三九から三〇九に減少している。つまり、複数市場に上場する企業が、上場先を絞り込むようになり、その結果、上場件数が減少したのである。欧州の個々の取引所は、米国企業だけでなく欧州企業にとっても魅力のない市場となりつつあるのである。

### 3 欧州取引所における「国際化の段階」

以上の事実を整理すると、次のようになる。欧州の取引所では従来、上場企業に占める外国企業の比率が高かった。しかしそれは、九〇年代後半に低下した。米国企業の上場が減少しただけでなく、欧州企業も欧州の上場先を絞っている。ところが、こうした欧州の状況と対照的に、米国のNYSEは、従来少なかった外国企業の上場を九〇年代に急増させている。

なぜこうした変化が生じているのであろうか。まず、欧州市場の変化について考えてみよう。

欧州の地域的な特徴は、何よりも、ほぼ同じ時間帯に、経済規模の類似した先進経済国が密集しているという点にある。一般的に、個別の株式取引は、母国市場へのバイアスが強く、その時間帯から離れた市場で取引を拡大させることは難しい。また市場が成熟しない新興国が先進国企業の株式取引を奪つことも事実上不可能である。ところが欧州は、世界的に見れば、先進国が凝集する珍しい地域となっている。だからこそ、投資家が相互に国際投資を進めると同時に、企業も域内での相互上場を進めていったのである。そうした基礎の上に、ECの経済統合計画が段階的に実施されたため、早くから株式の相互上場比率が高まっていたものと推測される。

しかしながら、九二年の市場統合、九九年の単一通貨ユーロの導入と、経済の一体化がさらに深化していくと、

機関投資家の成長やその分散投資の拡大もあいまって、欧州域内のそれぞれの市場に株式を上場しておく必要性は低下する。欧州全域にわたって株式の流動性や企業の知名度を維持するという目的も、少数の有力市場に上場すれば十分達成できるようになるからである。

このことは、欧州の取引所からすると、当初は、企業の相互市場という取引所にとって大きなメリットをもたらした国際化（欧州経済統合）が、その飛躍的な高度化によって、逆に、上場市場の絞り込みという、極めて厳しい状況を生み出すものに転化したことを意味する。

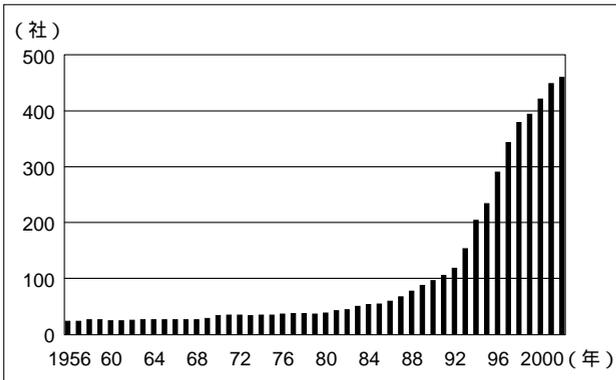
ここ数年、欧州において、取引所の生き残りをかけた合従連衡が展開されているのは（グローバル化により適合的なデリバティブ取引をめぐる動きをおくとしても）、他地域では見られない、特殊欧州的な高度の国際化を反映したものであると思われる。

#### 4 NYSEにおける外国企業の上場

では、こうした欧州の動きと対照的に、NYSEが外国株式の上場を急増させているのはなぜだろうか。図2を見ると、それまであまり変化することのなかった外国企業の上場数が、八〇年代末頃から急増していることがわかる。<sup>(1)</sup>

米国に関しても、まず、その地理的な特徴を確認しておく

図2 NYSE上場外国企業



(注) 優先株のみを上場する企業を除く。(優先株のみを上場する企業は、2002年末時点で13社)

(出所) 1998年までの数値は、M.Pulatkonak and G.Sofianos, "The Distribution of Global Trading in NYSE," *NYSE Working Paper*, 99-3,1999による。99年から2002年までは、NYSE, *Fact Book* より。

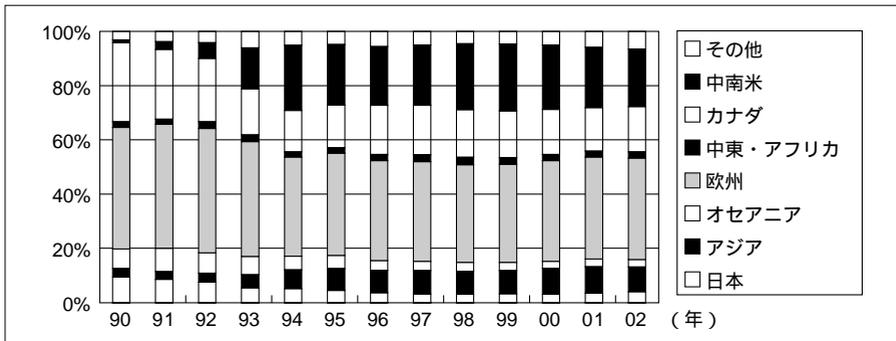
う。米国と同じ時間帯にある南北アメリカ大陸には、経済大国が、カナダを除いて存在しない。（市場規制や会計制度、投資家の厚みなど）証券市場の成熟度という点を考えれば米国の優位は圧倒的である。すなわち、米国の証券市場は国内での市場間競争こそ極めて活発であるもの、外国市場から受ける脅威や圧力に関しては、欧州各国とは比較にならないほど、小さいのである。

しかしそのことは、NYSEにとって国際化のチャンスが小さいことをも意味する。優良大企業向けの市場としてのステータスを重視するNYSEは、ナスダックのように新興企業向け市場の創設を目指して海外に進出するというわけにもいかない。といって、南北アメリカには、カナダをのぞいて、NYSEに上場可能な大企業は少ないからである。だからこそ、九〇年時点において、NYSEに上場する外国企業はわずか九六社にすぎず、しかも、その七四％は、歴史的言語的に近い関係にあるイギリスを中心とする欧州の企業と、隣国カナダで占められていたのである。

ところが、八〇年代末から、状況は大きく変化する。

中南米各国で、IMFの主導あるいは「ワシントン・コンセンサス」の影響のもと、経済・企業改革が進められ、多くの国有企業が民営化され始めたのである。その過程で、石油、鉱山、電力、通信といった民間大企業

図3 NYSE上場外国企業の分布

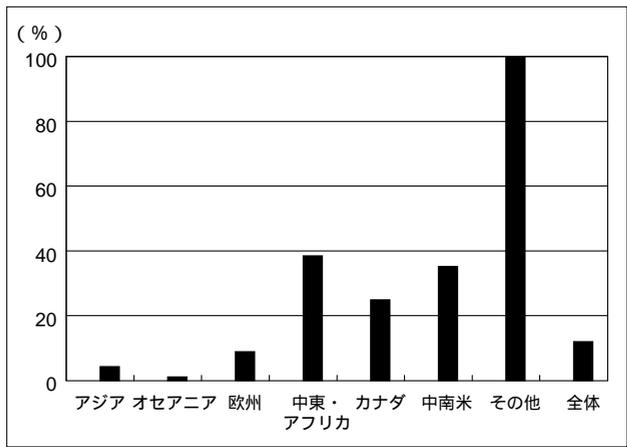


(出所) NYSE, Fact Book より作成。

が新たに誕生し、母国市場には収まりきらないそうした大企業の受け皿という新しい役割をNYSEは担うようになる。その結果、地域別の上場企業数で、中南米は九四年にカナダを追い抜き、以降現在まで欧州に次ぐ第二位のシェアを占めている。

その一方で、欧州からの上場も増加を続けたが、それは、八〇年代までとかなり性格の異なるものである。九〇年代の主たる目的は、米国市場における資金調達やそれに関連した流動性の維持ではなく、株式交換方式による米国企業の買収であった。米国企業（被買収企業）の既存株主に、欧州企業（買収企業）の株式を割り当てるといって買収方法を成功させるためには、欧州企業株式の換金相場を米国市場に確保することが重要となる。欧州企業は、市場統合に伴う競争の激化に直面すると同時に、（特に大陸欧州企業は）米国流の株式文化の洗礼を受け、グローバル化時代における企業戦略の一つとして、米国企業の買収を積極的に進めたのである。その結果、NYSEに上場している欧州企業の分布も、九〇年には五六%をイギリスが占め（四三社のうち二四社）、大陸は四四%でしかなかったのに対して、〇二年末では大きく逆転し、欧州企業一六九社のうちイギリス企業はわずかに二八%（四七社）だけとなっている。大陸欧州企業の米国上場が急増したのである。

図4 NYSE上場比率（2001年末）



(注) NYSE上場時価総額を、発行済み時価総額で割ったもの。  
 (出所) NYSE, Fact Book より作成。

こうした目的であるために、欧州企業のNYSEへの上場の場合、発行済み株式に占める上場株数の比率は多くない。図3は、発行済み株式数に占めるNYSE上場分の比率を地域別に示したものであるが、「その他」（カリブ海諸島）の企業がNYSEを完全にメイン・マーケットとしている他、「中東・アフリカ」（イスラエルと南アフリカ）、カナダ、中南米の企業も三割前後がNYSEに上場されている。つまり、そうした地域ではそれだけ母国市場が空洞化していることになるが、欧州の場合、同比率は9%にとどまっている。母国市場が大きい他、米国で流動性を維持する目的が前述のものに限定されており、通常の資金調達の役割が低いからである。付け加えれば、アジア、オセアニアの場合、NYSE上場比率は5%にも満たず、これは、同地域からの上場の主たる目的が、資金調達や流動性の維持ではなく、米国における知名度の向上（あるいは母国における名声の獲得）、米国会計基準順守のお墨付きの獲得、などにあるということであろう。

## 5 アジア企業のNYSE上場

このようなNYSEの状況に、九〇年代末から、さらに新しい変化が生じ始めている。欧州からの上場は引き続き活発であるが、中南米からの上場ラッシュはストップし、ここ四年間、一〇〇社前後で伸び悩んでいる。前述した企業改革・民営化が一巡した上、九〇年代末からブラジル、アルゼンチンなどで経済危機が続いていることなどが影響しているものと思われる。

その一方で、最近、アジア企業の上場が目立っている。二〇〇〇年から〇二年末までの三年間の上場を見ると、中国六社（一四社）、インド八社（八社）、日本七社（一九社）、台湾三社（四社）などとなっている（括弧内は〇二年末時点の上場企業数）。

流通市場でも、アジア銘柄の注目度は高く、〇二年の外国株式売買額ランキングで、台湾の半導体大手のTSMCが七位（一六二億ドル）、同じくUMCが三二位（五三億ドル）に入ったほか、韓国テレコムが三〇位（五億ドル）につけている。（ちなみに、日本の売買額ではソニーが三六億ドル（ランキング（五〇位まで）外）であるが、それ以外はいずれも一〇億ドルに達していない）。

もちろん、こうした状況は、アジア諸国の母国市場の規模が小さいことの裏返しである（反対に、日本の場合は、母国市場の大きさの反映でもある）。しかし、日本からすれば、アジア企業は、日本を素通りしてNYSEへの上場を求めているのであり、このことは、欧米企業の東証上場廃止よりも、大きな意味をもつことのように思われる。なぜなら、日本の取引所は、同じ時間帯に競合する有力市場が存在しないという、国際競争上極めて恵まれた状況にあり、成長するアジア企業は格好の上場対象であるはずであるが、そのメリットが活かされていないことを示しているからである。そして、そこに、NYSEが、時間帯のハンディキャップを超えて進出しているということになる。九〇年代に一人勝ちを続けてきたNYSEは、欧州、中南米、そしてアジアへと、そのテリトリーをさらに拡大させつつあるのである。

注

(1) NYSEの国際化については、拙稿「ニューヨーク証券取引所の国際化について」中尾茂夫編『金融グローバルイズム』東大出版二〇〇一年参照。

(いず) ひさし・客員研究員)