

NYSE外国株市場の最近の動向について

伊豆 久

はじめに

NYSE（ニューヨーク証券取引所）の外国株市場は一九九〇年代に急速に拡大したが、二〇〇〇年をピークにその後、低迷が続いていた。九〇年代はエマーゾング・マーケット・ブームやM&Aブームの追い風を受けたものの、その分だけ、バブル崩壊の痛手も大きかったのである。ところが一昨年を底に、市場は再び拡大に向かっているようである。

上場外国企業数を見ると、九〇年代の活況のあと、現在に至るまで市場の伸び悩みは明らかであるが（図1—1、図2）、売買額を見ると、今年は、二〇〇〇年を上回るペースで増加しており、NYSE全体（米国内株を含む）に占める比率も上昇している（図3）。同時に、市場に占めるBRICS銘柄のウエイトが高まるといった変化も生じており、NYSE外国株市場は、また新たな転機を迎えているように思われる。

本稿ではこうしたNYSE外国株市場の動向を紹介することとする。

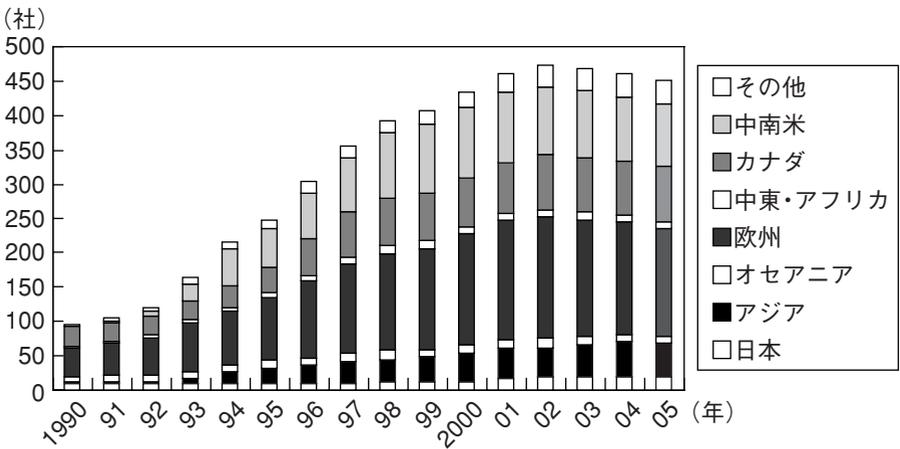
1 一九九〇年代の上場ラッシュ

まず、九〇年代の市場の拡大について確認しておこう。⁽¹⁾

従来、米国に上場する外国企業は、歴史的地理的に密接な関係にあるカナダとイギリスの企業を中心とする、

ごく一部に限定されていたのであるが、図1-1が示すように九〇年頃から急増し始めた。その地域別内訳を見ると、①九〇年代半ばにかけて中南米企業のシェアが急速に増大しており（その結果、九〇年には全体の一%にすぎなかった中南米企業が二〇〇二年には二一%を占めている）、②大陸欧州企業も全体の伸びを上回る率で増加し、イギリスを越えてシェアでトップとなったことがわかる（図1-2）。それぞれの地域のNYSE上場

図1-1 NYSE上場外国企業数



(注) 05年は9月20日時点。
 (出所) NYSE資料 (Fact Book, www.nyse.com) より作成。

図1-2 外国企業の国・地域別分布

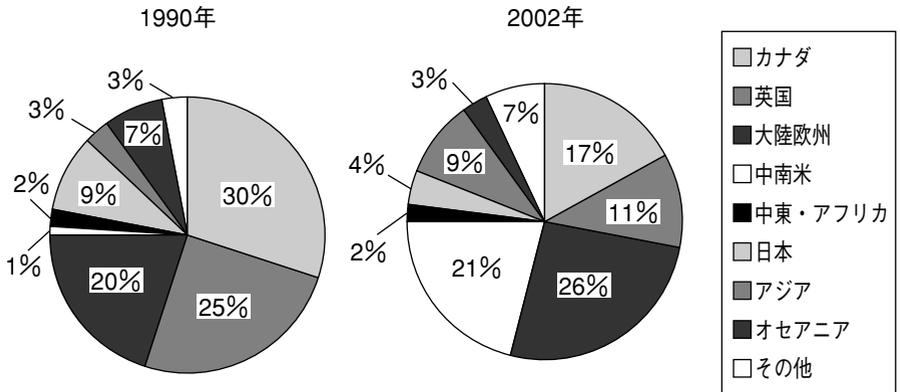
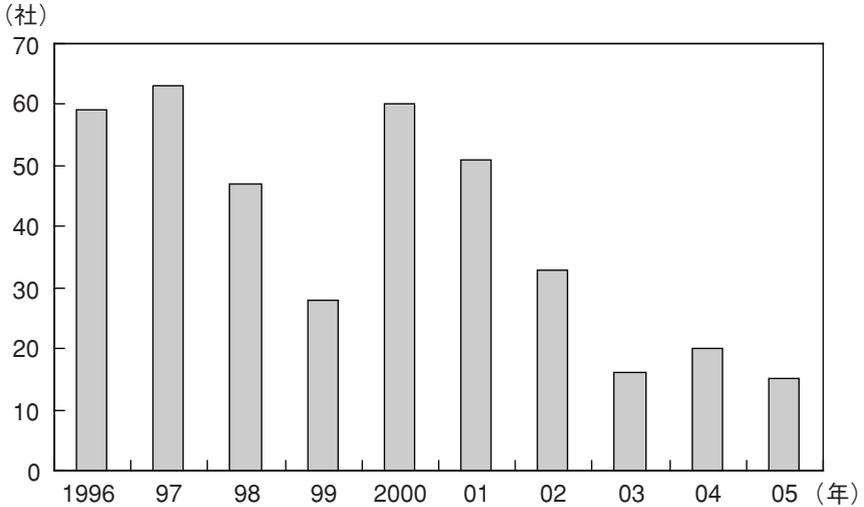


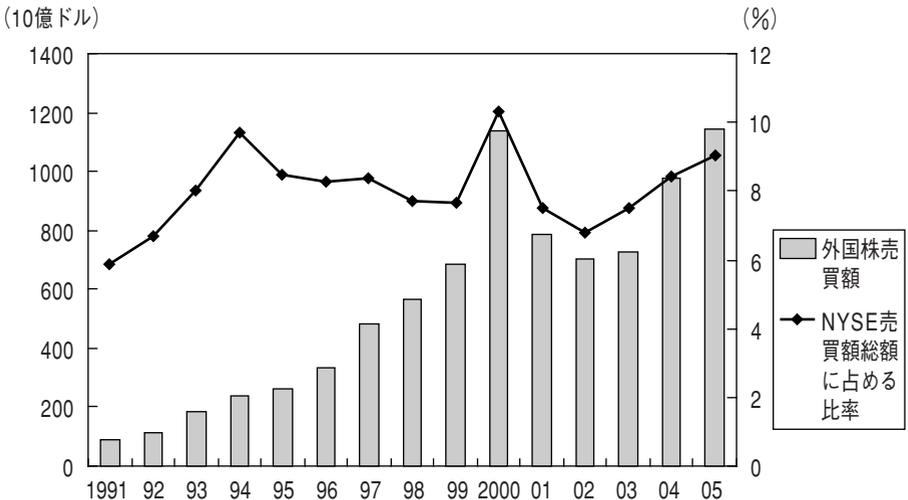
図2 新規上場企業数



(注) 05年は9月20日までの数値。なお、図1-1の上場企業数の変化とのズレは、新規上場による増加の他、上場廃止による減少があるため。

(出所) 図1に同じ。

図3 売買額の推移



(注) 05年は8月末までの数値を年率化。

(出所) 図1に同じ。

増加の背景は以下の通りであった。

メキシコをはじめ中南米諸国は、八二年の債務危機以降、IMF主導の経済改革を進めたが、ここではマクロ的な引締め政策と同時に、ミクロ的な各種規制緩和と政策、経済の自由化・市場化が推進された。そしてその一環として、石油、運輸、通信、銀行など多くの国営企業が民営化されたのである。ところがそうした巨大民営化企業からすると母国市場の規模は十分とは言いがたい。そこで米国市場が上場の受け皿となったのである。また、米国の投資銀行からすると、民営化におけるアドバイス業務から米国でのIPO・上場の主幹事までつながるこうした民営化ビジネスは、途上国進出の絶好の足がかりとなった。さらに米国の投資家からすれば、中南米企業の場合、米国と母国の時差が小さいことも好都合であった。母国で発信される開示情報や経済情報にリアルタイムでアクセスすることが可能であり、かつ重複上場している母国市場の動向を見ながら売買することができるからである。その上、FRBが当時、不況・金融不安から低金利政策をとったこともあいまって、九〇年代前半、いわゆる「エマージング・マーケット・ブーム」が到来したのである。中南米企業のNYSE上場ラッシュはそれを象徴する現象であった。

その一方で、欧州企業の米国市場上場も大幅に増加したが、その理由は中南米企業とは全く異なる。一般的に外国企業が米国市場での上場を目指す理由は、資金調達や株主ベースの拡大、米国での知名度の向上などであるが、この時期の欧州企業の最大の目的は株式交換によるM&Aおよびストック・オプションの実施・導入であった。

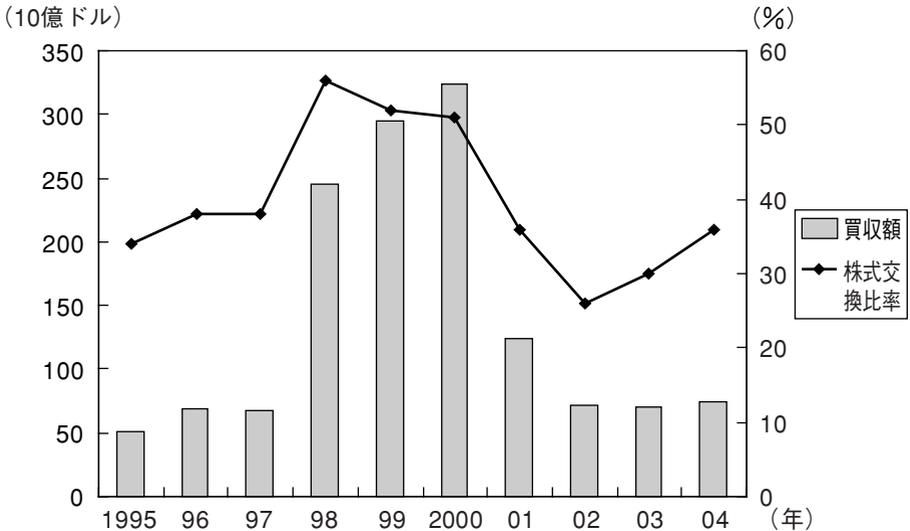
すなわち、九〇年代半ばから後半にかけて、欧州企業は、EU統合・ユーロ導入にともなう競争圧力の高まりへの対応策の一つとして、世界最大の市場である米国へと積極的に進出したのであるが、その際の主たる方法は

子会社・工場等の新規設立ではなく、既存米国企業の買収であった。その結果、図4が示すように、九〇年代末には欧州を中心とする外国企業による米国企業の買収が急増したのであるが、そこでは、ITブーム下での株価の上昇を背景に株式交換による買収が多用されたのである。買収総額に占める株式交換の比率はピーク時、五〇%を超えている。しかしそのためには、自社株式を米国市場に上場しておくことが前提となる。米国企業の既存株主に自社株式を交付する前に、換金の機会を用意しておかねばならないからである。また、ストック・オプションについても同様である。進出先・買収先企業の社員にストック・オプションを付与するためにも上場が必須条件となったのである。⁽²⁾

このように、欧州企業の場合、株式交換やストック・オプションという、株式を現金代わりに使うことを主たる目的として米国市場への上場を求めたのである。

以上のような理由で、中南米と欧州からの上場が増え、九〇年には上場外国企業九六社のうち、英国(二四社)

図4 外国企業による米国企業買収額



(注) ここでいう株式交換比率とは、買収総額に占める株式交換額の割合。

(出所) JPMorgan, ADR Reference Guide, February 2005.

とカナダ（二八社）で全体の五四%を占めていたが、上場企業数が最大の四七三社となった〇二年には、英国（五一社）とカナダ（七九社）二国のシェアは二七%、代わって中南米（一〇〇社）と大陸欧州（一二六社）で四八%を占めるに至ったのである。

2 I Tバブル後の低迷

しかしながら、二〇〇〇年を境にこうした状況は一変する。

I Tバブル崩壊による株価の低迷によって、新規上場や売買額が伸び悩むのはやむをえない面があるが、そのほかにもいくつかの要因が重なった。

その一つは、米国内の制度改革が上場コストの引き上げにつながったことである。

I Tバブル崩壊の過程で露呈した企業不祥事をきっかけに、九二年七月に企業改革法（サーベンス・オクスレー法）が成立したが、同法は、決算書に虚偽があった場合の経営者への罰則の強化、社外取締役からなる監査委員会設置の義務化などを盛り込んでいる。これにより、企業は事務的なコストのほか、監査費用が数億円規模で増えると言われ、米国への上場を避ける動きが広まったのである。実際、欧州企業ではドイツのポルシェなどおよそ一五社（六〇社にのぼるとの見方もある³⁾）が、日本でもオムロンや富士写真フイルムなどが米国市場（ナスダック等を含む）への上場計画を撤回している⁴⁾。

また九〇年代の上場ブームを支えた二つの地域に関しても大きな変化が生じた。

中南米企業に関しては、何より民営化がひと段落したことがあげられる。八〇年代後半からの企業改革によって多くの国営企業が民営化され、その他民間企業とあわせて有力企業の米国上場が相次いだわけであるが、民営

化にはおのずと限界がある。その上場ラッシュも九〇年代末にはピークを超えたと言えよう。

欧州企業について言えば、株式交換やストック・オプションは、株価の影響を直接的に受けやすい。ITバブルの崩壊によって、欧州から米国への直接投資、M&Aそのものが激減したため、欧州からの新規上場は減少し、さらには上場廃止に踏み切るところも現れている。

3 BRICS企業の台頭

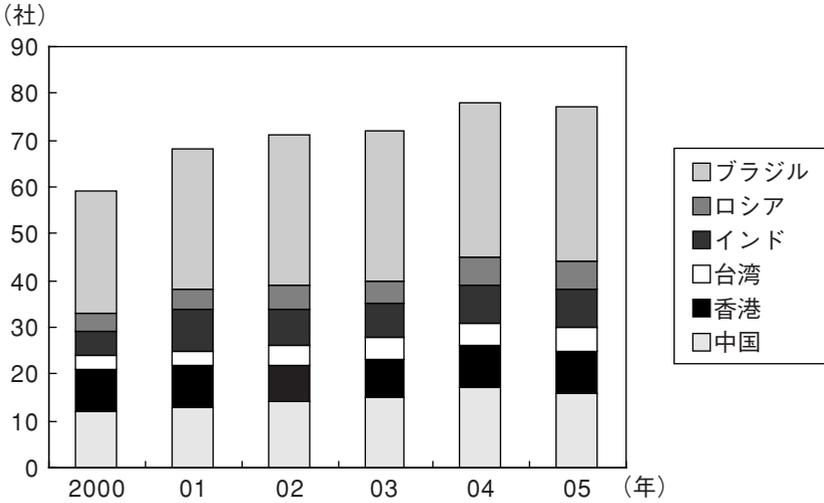
しかしながら、そうした全体的な低迷のなかでも、わずかながら、変化の兆しも生じ始めている。その一つがBRICS諸国⁵⁾のシェアの高まりである。

図1、図2が示すように外国企業の上場は二〇〇年以降低迷が続いているが、BRICSからの上場に限定すれば、五九社（〇〇年）から七七社（〇五年）へと三一%も増加している（図5）。

また、外国株の売買額は、全体でもピーク時（二〇〇〇年）の水準まで回復しているが（図3）、その中でも、BRICS企業の伸びは目覚ましい（図6）。売買額で見たNYSE外国株全体に占める割合も、ITブーム期には八%台まで低下していたが、その後上昇し現在では一五%となっている。絶対額としては小さいが、一定のプレゼンスを占めるに至ったと言えるであろう。しかも九〇年代末はBRICSのなかでもブラジルが圧倒的なシェアであったが、ここ数年は中国や台湾、ロシア、インドといった国々の比率が高まっている。

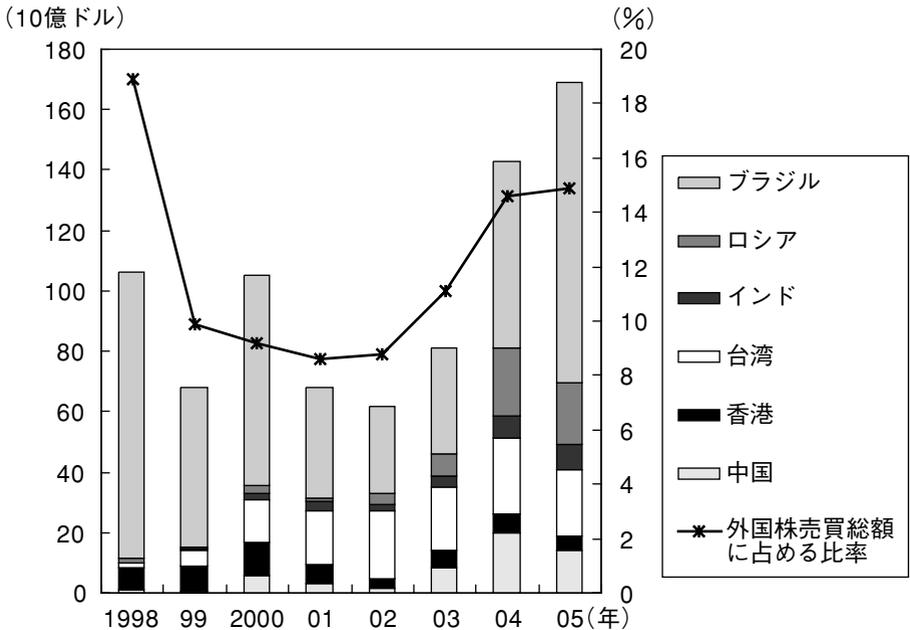
発行市場ではその傾向はさらに顕著である。DR（預託証書）による資金調達は、全体として九〇年代末の規模にまで戻っているが（図7）、そこでのBRICSのウェイトは〇四年で七一%、今年前半で八〇%に達している。表1は直近の資金調達状況を企業別に示したものであるが、台湾、香港、ロシア、インドといった国々の企業が目立つ。

図5 <BRICs>企業の上場数



(注) 05年は9月20日時点。
(出所) 図1に同じ。

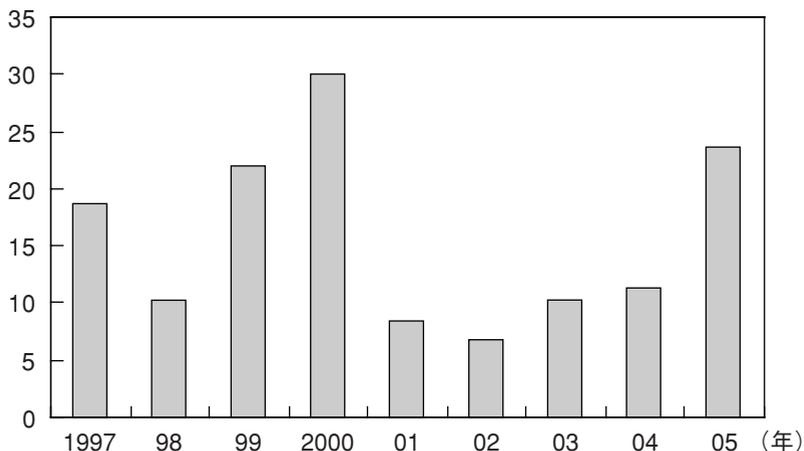
図6 <BRICs>企業株の売買額



(注) 05年の数値は6月までの数値を年率化。
(出所) 図1に同じ。

図7 DR（預託証券）による資金調達

(10億ドル)



(注) 05年の数値は上半期の数値を年率化。

(出所) Bank of New York, "Depository Receipt Market Update : 2005 Mid-Year Review," 2005.

表1 DR（預託証券）による資金調達上位15社

(100万ドル)

2004年			2005年（上半期）		
企業名	国	調達額	企業名	国	調達額
Mobile Telesystems	ロシア	1,729.6	Sistema	ロシア	1,556.8
Royal Bank of Scotland	英国	925.0	RHJ International	ベルギー	1,052.0
LG Philips	韓国	748.8	Royal Bank of Scotland	英国	1,000.0
Fubon Financial	台湾	519.5	Barclays Bank	英国	1,000.0
Cathay Financial	台湾	494.5	Infosys Technologies	インド	883.7
AU Optronics	台湾	480.0	Chi Mei Optoelectronics	台湾	826.1
SMIC	香港	475.4	Pyaterochka	ロシア	687.2
Hutchison Telecommunications	香港	437.5	Evraz	ロシア	485.2
Hannstar Display	台湾	301.6	ICICI Bank	インド	466.3
Mechel Steel	ロシア	291.9	FEMSA	メキシコ	342.9
Braskem	ブラジル	281.5	Satyam Computer	インド	322.5
Powerchip Semiconductor	台湾	280.3	HDFC Bank	インド	300.0
Promos Technologies	台湾	271.4	Kumho Tire	韓国	295.0
China Telecom	中国	251.1	Hannstar Display	台湾	263.0
United Micorelectronics	台湾	204.3	Hon Hai Precision Indutry	台湾	258.4

(出所) Bank of New York, "The Depository Receipt Market Review," 2004, 2005.

おわりに

このように、NYSEにおける外国株市場は、九〇年代の急速な拡大から一転、ITバブル崩壊の影響を大きく受けていたが、最近、中国、インド、ロシアといった新興市場企業へと対象を広げることで再び拡大に向かうとしているように思われる。従来、英国やカナダといった限定された地域の企業のみ市場から、中南米・欧州大陸へと広がったNYSEの外国株市場は、新興市場の拡大・深化にもなつてさらなるグローバル化を遂げようとしていると言えるであろう。

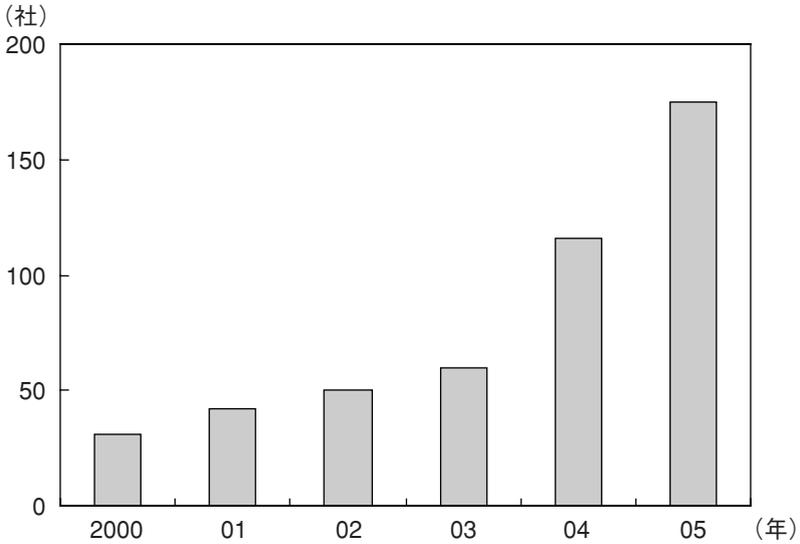
注

- (1) 一九九〇年代の米国での外国株取引については、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』東京大学出版会、二〇〇一年所収) 参照。
- (2) こうした上場目的は外国企業に限られず、よく知られているように、マイクロソフト社の主たる上場目的も、資金調達等ではなくストック・オプションの導入にあった。
- (3) "Sarbanes - Oxley: Counting the cost," *Eurromoney*, August 2005, p.23.
- (4) 「欧州企業、米での上場敬遠」『日本経済新聞』二〇〇二年二月一四日、「冷める米上場熱」同紙二〇〇五年四月七日。T. Neville, "ADRs: Value trumps prestige?," *Corporate Finance*, July 2004. 行った米国市場回避の動きの恩恵を受けているのが欧州市場である。特に、ロンドン証券取引所が開設するベンチャー向け市場(AIM)への外国企業上場が最近急増しているが、その理由の一つは、米国の企業改革法だと言われている(図8)。
- (5) BRICSとは今後長期的な成長が見込めるとされるブラジル、ロシア、インド、中国の四カ国を指すが、本稿では、

香港と台湾を含める。

(い) ず
ひさし・客員研究員)

図8 ロンドン証券取引所AIM市場の上場外国企業数



(注) 05年は8月末時点。

(出所) ロンドン証券取引所資料 (www.londonstockexchange.com) より作成。