



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所 **後藤 潤一郎**

—連載（第12回）—

米国における日本企業のADR及びF Sharesの流通状況

■ 1. はじめに

米国で流通する日本企業のADR (American Depositary Receipt・米国預託証券) には、取引所上場のADRと取引所非上場のADRがあるが、それらとは別に、「F Shares」と呼ばれる普通株式もADRとは別のTicker (銘柄コード) で、OTC市場で流通している (図表1)。一例として、ソニー (ADRがNYSE上場) と任天堂 (米国非上場) について、米国市場におけるADR及びF Shares並びに日本のPTS及び取引所外取引 (日証協報告) における普通株式の2016年の年間売買代金を見てみると、ADR及びF Sharesのそれぞれが高い流動性を有していることがわかる (図表2)。

■ 2. F Sharesとは

F Sharesとは、米国OTC市場で流通する外国企業の株式のことである。ブローカーが

FINRAに対してOTC市場でのF Sharesの取り扱いに関する申請を提出し、FINRAが承認すると、当該外国株式に対してTickerが付与され、OTC市場での売買が可能となる。また、その流通が開始されるための要件は、アンスポンサードADRと全く同一 (1934年証券取引法規則12g3-2 (b) に定める登録免除を受けて、ブローカーの意向により設定される。) であることから、結果として、アンスポンサードADRが設定されている企業のほとんどでF Sharesの設定や売買が行われている。

F Sharesの売買は、一般的に、米国OTC市場での売買合意後、日本の取引参加者に取り次がれ、日本の取引参加者がToSTNeT、ダークプール又は取引所外取引等で執行するため、基本的に約定情報は日本国内で報告される一方、米国では報告されない。ただし、同一ブローカーによる店内クロスで処理ができる取引については、米国内で売買・清算・決済のすべてが完結でき、日本に注文を回送

(図表1) 米国で流通する日本企業の有価証券の種類

	資金調達	流通市場	決済	Tickerの設定	
ADR	レベル3	有	取引所	米国DTC	発行体の意向
	レベル2	無	取引所	米国DTC	発行体の意向
	レベル1 (スポンサード)	無	OTC	米国DTC	発行体の意向
	レベル1 (アンスポンサード)	無	OTC	米国DTC	ブローカーの意向
F Shares	無	OTC	店内 or 保振	ブローカーの意向	

(出典) 各種資料より筆者作成。

(図表2) ソニー及び任天堂の市場別売買代金の比較 (2016年)

(単位: 億円、%)		ソニー (NYSE上場)		任天堂 (米国非上場)	
米国	NYSE/OTC (ADR)	9,793	(15.5%)	5,254	(3.4%)
	OTC (F Shares)	657	(1.0%)	272	(0.2%)
日本	東証	63,139	(100.0%)	152,319	(100.0%)
	SBI Japannext	891	(1.4%)	2,312	(1.5%)
	Chi-X Japan	331	(0.5%)	359	(0.2%)
	取引所外取引	3,745	(5.9%)	3,122	(2.0%)

(出典) Bloomberg

(図表注1) 括弧内の数値は、東証の売買代金(100%)に対する各市場の売買代金の比率。

(図表注2) SBI JapannextはJ-Market、X-Market及びU-Marketの合計。米国市場の売買代金は売買日の為替レートで日本円に換算。

する必要がないことから、このような取引についてのみFINRAを通じて米国で約定情報が報告される。本稿で示すF Sharesの売買高及び売買代金は、FINRAに報告された取引、すなわち同一ブローカーによる店内クロスで処理ができる取引のみであるため、F Sharesの売買のすべてではないことに注意する必要がある。

3. 米国市場における日本企業のADR及びF Sharesの流通状況

米国上場の日本企業15社と、米国非上場の日本企業10社(2017年8月14日時点で過去1年の年間平均売買高上位10社)の、ADR及びF Sharesの2016年の東証の売買高に対す

る比率を図表3に示す。ADRは銘柄によって表象する原株式の数が異なるため、その売買高については表象する原株式の数に換算している。なお、NTTは2017年4月3日にNYSEを上場廃止しているが、2016年の売買高を分析対象としているため米国上場企業として分類した。

初めにADRの売買高比率を確認してみると、ADRの売買高比率が5%以上の会社のすべてが米国上場企業であることから、米国取引所への上場は、米国内でのADRの流動性の向上に寄与している可能性が高い。ただし、米国非上場のADRでも、ADRの売買高比率が1%以上の会社が10社中8社を占めており、米国非上場であっても高い流動性を有する銘柄が存在していることがわかる。

(図表 3) 日本企業のADR及びF Sharesの東証の売買高に対する割合 (2016年)

米国上場日本企業

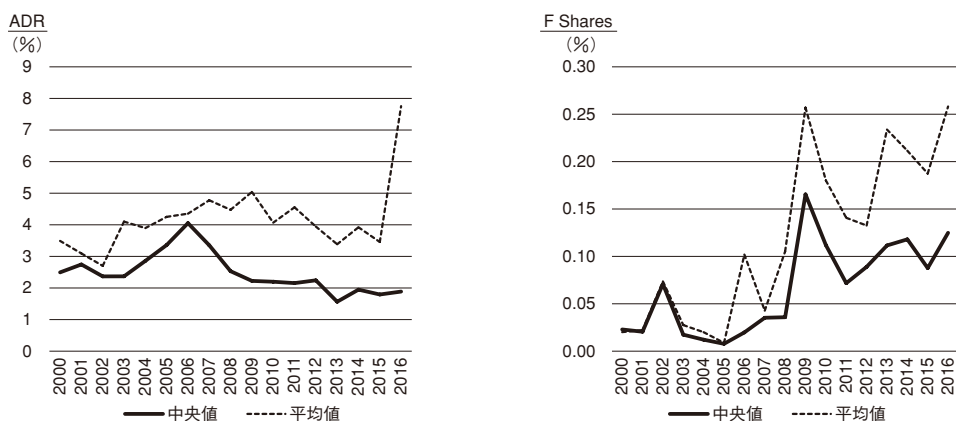
#	流通市場	社名	売買高比率	
			ADR	F Shares
1	NYSE	LINE	102.6%	1.91%
2	NYSE	ソニー	15.5%	1.07%
3	NYSE	ホンダ	14.9%	0.47%
4	NYSE	NTT	7.9%	0.35%
5	NYSE	トヨタ自動車	7.4%	0.26%
6	NYSE	キャノン	7.2%	0.24%
7	NYSE	三井住友フィナンシャルグループ	3.8%	0.27%
8	NYSE	NTTドコモ	3.4%	0.21%
9	NYSE	三菱UFJフィナンシャル・グループ	1.8%	0.13%
10	NYSE	野村ホールディングス	1.8%	0.12%
11	NYSE	京セラ	1.0%	0.05%
12	Nasdaq	インターネットイニシアティブ	0.8%	0.00%
13	NYSE	みずほフィナンシャルグループ	0.6%	0.06%
14	NYSE	オリックス	0.4%	0.12%
15	Nasdaq	FRONTEO	0.3%	—
中央値			3.4%	0.23%

米国非上場日本企業

#	社名	売買高比率	
		ADR	F Shares
1	任天堂	3.3%	0.16%
2	ファナック	2.6%	0.04%
3	コマツ	2.2%	0.05%
4	アステラス製薬	1.9%	0.06%
5	セブン&アイ・ホールディングス	1.7%	0.01%
6	パナソニック	1.7%	0.05%
7	JT	1.6%	0.20%
8	KDDI	1.5%	0.01%
9	ソフトバンクグループ	0.8%	0.08%
10	シャープ	0.3%	0.00%
中央値		1.7%	0.05%

(出典) BNY MELLON及びBloombergから筆者作成。

(図表 4) 日本企業のADR及びF Sharesの東証の売買高に対する割合の中央値及び平均値の推移



(出典) BNY MELLON及びBloombergから筆者作成。

次に、F Sharesの売買高比率を確認する。ADRの売買高比率と比較すると、全体としてF Sharesの売買高比率が低いことがわかる。ただし、前述のとおり、分析対象のデータはFINRAに報告された取引、すなわち同一ブローカーによる店内クロス取引のみであ

るため、F Sharesの売買のすべてではないことに注意する必要がある。米国の市場関係者によると、FINRAに報告されている外国株の売買高は、一般的には米国内のデマンドの10%程度であるとのことであり、この見込みが正しいと仮定した場合、米国投資家のF



Sharesの売買はさらに活発であって、その売買高比率はADRの売買高比率と同程度か、銘柄によってはADRの売買高比率を上回っている可能性も十分考えられる。

最後に、売買高比率の経年変化を確認する。図表3の25社のうちNasdaq上場後に東証に重複上場したインターネットイニシアティブを除く24社のADRとF Sharesの各銘柄の東証の売買高に対する割合の中央値及び平均値の推移を図表4に示す。ADRは、2016年に日米同時上場を行ったLINEの影響で2016年に平均値の急上昇が見られるが、中央値は2006年をピークに緩やかな低下傾向にある。一方、F Sharesは2009年に急上昇し、その後、低下も

見られたが、概ね上昇傾向にあることがわかる。

米国市場での日本企業のADR及びF Sharesの売買状況については、日本市場の流動性や日本企業の株主構成にも大きな影響を与えると考えられることから、今後も米国市場における日本企業の売買状況については注目していく価値があると考ええる。

〔出典〕

- ・ <https://www.adrbnymellon.com/directory/dr-directory>
- ・ <https://www.adr.com/>
- ・ <https://depositoryreceipts.citi.com/adr/common/file.aspx?id=3927>

