

—連載（第35回）—

上海・ロンドンストックコネクトの開始について

■ 1. はじめに

本年6月17日、ロンドン証券取引所グループ（以下「LSEG」という。）と上海証券取引所（以下「SSE」という。）は、ロンドン証券取引所（以下「LSE」という。）又はSSEにおける上場会社に対して、相手方証券取引所への相互上場（重複上場）を可能とする「上海・ロンドンストックコネクト^{（注1）}」を開始した。「上海・ロンドンストックコネクト」のスキームは、LSE又はSSE上場会社が、いわゆる預託証券（DR：Depositary Receipt）^{（注2）}の発行を通じて、相手方市場にもあわせて上場することを可能とする仕組みであり、当スキームの利用により投資家は、双方市場へのアクセスが可能となる。当スキームに係る制度検討は、2015年から行われており、市場関係者によると、途中、数々の障害を克服しつつ、4年半の歳月を経てようやく実現することとなったとされている。

当スキームの取引開始日には、SSEに上場するHuatai Securities Co. Ltd.（以下「H社」という。）^{（注3）}が、LSEにおいてGDR（Global Depositary Receipt）を発行・上場し、15.4億米ドルの資金調達を行った。新聞報道等によると^{（注4）}、LSE上場会社も既にCDR（Chinese Depositary Receipt）の発行を通じたSSEへの上場計画があるとのことである。

本コラムでは、「上海・ロンドンストックコネクト」について、その概要等を紹介することとしたい。なお、本文中の意見は執筆者に属し、必ずしも所属する組織の見解を示すものではない旨をお断りする。

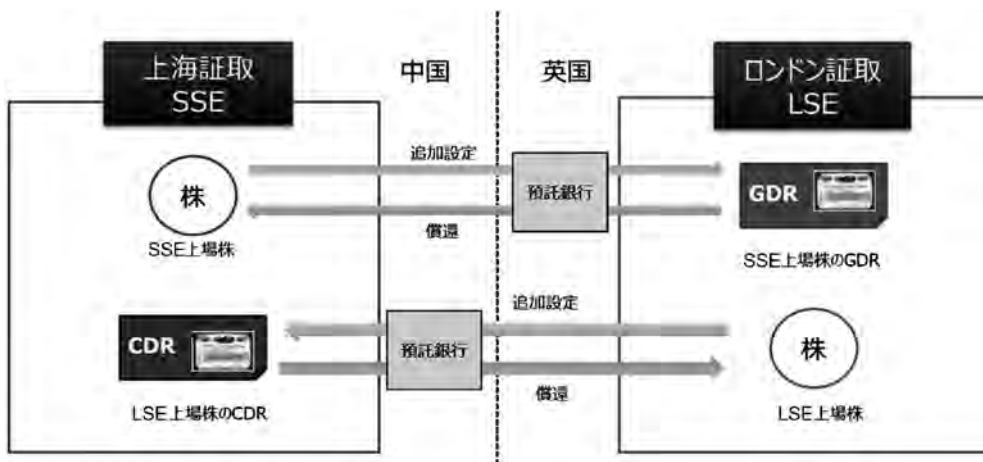
■ 2. 上海・ロンドンストックコネクトの概要

(1) 趣旨・目的

「上海・ロンドンストックコネクト」は、LSE又はSSE上場会社が、DR発行を通じ、双方の市場への相互上場を可能とするスキ-



(図表1) 上海・ロンドンストックコネクットのスキーム



(出所) LSEG及びSSEウェブサイトをもとに、JPX作成

ムであり、2015年に検討が開始された。

当スキームの利用開始に伴い、イギリスの機関投資家をはじめとする海外投資家^(注5)は、LSE市場を通じて、急速に発展する中国本土の企業（SSE上場会社）への投資を直接行うことが可能となる。

LSEGウェブサイトによると、当スキームを通じた取引開始に伴い、以下3点が新たに実現することとなった^(注6)。

- ① LSE上場会社のSSEへの重複上場、及びSSE上場会社のLSEを通じた資金調達
- ② 中国の国内投資家における、LSE上場会社に対する投資
- ③ 海外投資家における、LSEを通じた中国A株式への投資

なお、当スキームの実現に際しては、イギ

リス及び中国の規制当局も積極的な関与を行ったとされている^(注7)ほか、SSEにおいては、今回の「上海・ロンドンストックコネク」実現前の、2014年11月には、既に香港証券取引所（以下「HKEx」という。）との間で、「上海・香港ストックコネク^(注8)」が開始していることから（後述）、SSEにおいては、今回の「上海・ロンドンストックコネクスキーム」の利用開始は、HKExに続き2つ目の取引所間コネクということになる。

(2) LSE及びSSEにおける取扱要件

ここで改めて「上海・ロンドンストックコネク」のスキーム概要についてみておきたい（図表1参照）。SSE上場会社がLSEに重複上場する場合にはGDRが、LSE上場会社がSSEに重複上場する場合にはCDRが、それぞれ預託銀行を通じて発行される。GDR及び



(図表 2) LSE及びSSEの取引制度 (上海・ロンドンストックコネクトスキーム)

	ロンドン証券取引所グループ	上海証券取引所 (A株市場)
取引時間	9:00-16:30	9:30-16:00
通貨	米ドル (ボンド、人民元を選択することも可)	人民元
制限値幅	なし	前日終値から上下10%
売買単位	1株	買付け: 100株以上100株単位 売付け: 1株以上1株単位

(出所) LSE及びSSEウェブサイトをもとに、JPX作成 (注10)

CDR発行に際しては、以下の要件を満たすことが要件として定められている (注9)。

【GDR発行に関する要件 (対SSE上場会社)】

- ・上場会社の時価総額が29億米ドル以上であること
- ・SSE A株市場の上場会社であること
- ・中国の規制当局であるChina Securities Regulatory Commission (CSRC) の認可を得ていること
- ・SSEにおいて、新株発行に関する資金調達認可を得ていること
- ・イギリスの規制当局であるUK Listing Authority (UKLA) 及びLSEの上場要件並びに開示要件を満たしていること
- ・GDRの流通比率が25%以上であること

【CDR発行に関する要件 (対LSE上場会社)】

- ・上場会社の時価総額が29億米ドル以上であること
- ・LSEに3年以上の上場実績があり、かつLSEプレミアム市場に最低1年間上場していること

- ・最低5,000万単位分のCDR (5億人民元相当) を発行すること
- ・CDRを通じた資金調達は認められていないことから、あらかじめ十分な株式が提供されていること
- ・CDR発行に関して、CSRCから認可を受け、またSSEが定める要件を満たしていること

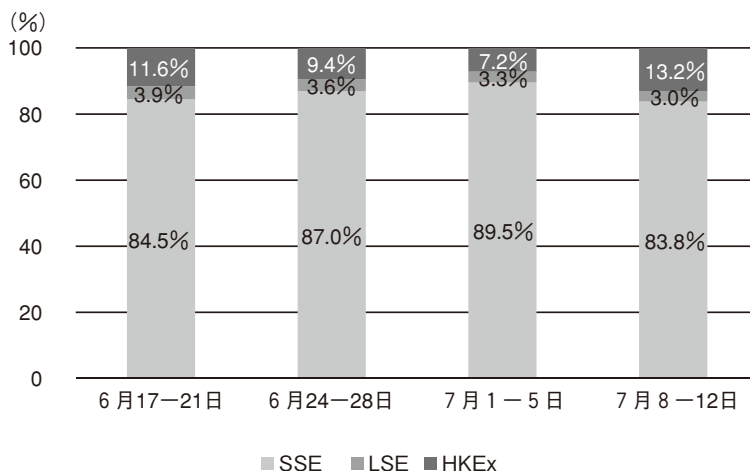
(3) 取引制度概要

当スキームにおけるLSE及びSSEの取引制度概要は以下のとおりである。

「上海・ロンドンストックコネクト」は、2014年にHKEx及びSSE間で開始された「上海・香港ストックコネクト」とは異なり、重複上場市場への上場が可能な証券は、GDR又はCDRに限定される (注11)。このため、本スキームに基づき、6月17日にLSEにおいて取引が開始されたH社は、原株式がSSE市場に上場 (2010年2月に新規上場) する中、LSEにおいてはGDRが米ドルベースで取引される形式となっており、H社は、今般のLSE重複上場に伴い、取引開始初日に15.4億米ドルの資金調達を実施している。



(図表3) 上海・ロンドンストックコネクト開始以降の取引所別取引状況



※ 株式単位ベース
 (出所) Bloombergデータをもとに、JPX作成

(4) 当スキームにおける課題

「上海・ロンドンストックコネクト」の課題としては、株式⇔DRの設定・交換（償還）に関して、CSRCにおける規制が課せられる点があげられる。CSRCのtrial implementation（注12）によると、CSRCは状況に応じ、LSE及びSSE双方で取引されるDRに関して、GDR又はCDRの発行数量が「一定数」を超過することとなる場合には、原株式とDRの設定・交換（償還）を制限することができるとしており、「一定数」の定義については、株式流通量等を踏まえ、CSRCが決定としている。

また、中国上場会社に対する海外投資家の株式保有率についても、海外投資家1社（又は1名）で10%以上又は海外投資家全体で30%以上の保有は禁止されている（注13）。

このほか、前述のとおり、LSE上場会社がSSEに重複上場する場合であっても、CDRを通じた新たな資金調達には禁止されている（注14）こともあり、発行体及び投資家にとっては、利用に関して様々な規制が課されている市場といえる。

3. 取引日以降の売買状況等

ここで、6月17日の本スキームに基づく取引開始日以降、LSEに新規上場したH社の取引状況についてみておきたい。H社は、SSE市場に加え、HKExにも重複上場していることから（2015年5月に上場）、図表3では、SSE、LSE及びHKExの3取引所における売買高を比較することとする。本スキーム取引開始日以降の取引状況を見ると、売買高は比

~~~~~

較的安定推移してはいるものの、現時点までにおいては、LSEにおける売買高は3%台を推移している。なお、LSEにおいては上述のとおりGDRが発行されているが、図表3では1 GDR = 10株式<sup>(注15)</sup>として換算したうえで、SSE及びHKExと比較を行っている。

#### ■ 4. 最後に

LSE関係者によると、当スキームの検討に際しては、両国の法制度をはじめ、両国間において異なる決済制度等、克服すべき課題が多数あったとされ、政府レベルにおける外交交渉等も並行して行われる中、4年半もの検討期間がかかったということである。また、6月17日の実際の取引開始時には、市場関係者に対する十分な事前周知を行わないまま、取引を突然開始したことも影響しているのか、開始後1ヶ月が経過した7月17日時点においても、LSEにおける取引シェアは3%台の状態が続いている。

しかし、新聞報道等によると、この先もLSE上場会社によるSSEへの重複上場計画も出ており、中国マーケットの今後の潜在的な発展可能性等を踏まえると、この先も当スキームを通じた資金調達の高発化等、ある程度の実績案件は増加していくことも考えられる。

ロンドンにおいて、昨今はBrexit関連等の「後向き」な話題ばかりが先行する中、高度成長を続ける中国との間で今回の上海・ロ

ンドンストックコネクトスキームが新たに創設されたことは、ロンドンにおける金融市場関係者には久しぶりの明るい話題といえる。当社としても、今後の動向を注視していきたい。

(注1) LSEGウェブサイト：<https://www.lseg.com/markets-products-and-services/our-markets/shanghai-london-stock-connect>、SSEウェブサイト：<http://english.sse.com.cn/products/equities/slsc/introduction/>

(注2) 欧州で発行される預託証券はGDR (Global Depositary Receipt)、米国で発行される場合はADR (American Depositary Receipt)、日本で発行される場合はJDR (Japanese Depositary Receipt)、また中国で発行される場合はCDR (Chinese Depositary Receipt) と呼ばれる。

(注3) <https://www.lseg.com/markets-products-and-services/our-markets/london-stock-exchange/equities-markets/raising-equity-finance/market-open-ceremony/welcome-stories/london-stock-exchange-group-lseg-today-welcomes-huatai-securities>

(注4) Financial Times

(注5) ここでいう「海外投資家」とは、中国から見た国内投資家以外の外国人投資家を指す。

(注6) <https://www.lseg.com/markets-products-and-services/our-markets/shanghai-london-stock-connect>

(注7) <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-and-csrc-announce-their-support-shanghai-london-stock-connect-scheme>

(注8) <http://english.sse.com.cn/overseasinvestors/stockconnect/intro/>

(注9)

(注10) LSEGウェブサイト：<https://www.lseg.com/markets-products-and-services/our-markets/shanghai-london-stock-connect/investing-through>



shanghai-london-stock-connect#GDRs  
SSE ウェブサイト：<http://english.sse.com.cn/tradmembership/rules/c/3977570.pdf>

(注11) 「上海・ロンドンストックコネクト」では、DRではなく原株式が取引対象とされている。  
(<http://english.sse.com.cn/overseasinvestors/stockconnect/intro/>)

(注12) [http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/laws/rfdm/DepartmentRules/201810/P020181015363851852646.pdf](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/laws/rfdm/DepartmentRules/201810/P020181015363851852646.pdf)

(注13) [http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/laws/](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/laws/)

[rfdm/DepartmentRules/201810/P020181015363851852646.pdf](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/laws/rfdm/DepartmentRules/201810/P020181015363851852646.pdf)

(注14) <https://www.lseg.com/markets-products-and-services/our-markets/shanghai-london-stock-connect/listing-through-shanghai-london-stock-connect>

(注15) <http://www.htsc.com.cn/htzq/information/gotoCmsInfo.do?type=en&docId=16325626>

