



**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11回）—

## 米国上場の外国籍企業によるADRの利用状況

### ■ 1. ADR (American Depositary Receipt) とは

DR (Depositary Receipt・預託証券) とは、DR発行国の預託銀行に預託された外国株式につき、当該外国株式（以下「原株式」という。）の預託を証明する文書として預託銀行から発行される有価証券をいい、このDRが原株式の代替物としてDR発行国内で流通することを想定したものである。そのうち、米国においては、米国法に準拠して発行されたADR (American Depositary Receipt・米国預託証券)が米国内で上場及び流通している。最初のADRは、英国の百貨店の株式を裏付け資産とするADRで、1927年に発行された。なお、日本企業では、1961年6月にソニーのADRが発行されたのが最初である。2017年5月31日時点で、76か国・3,495銘柄のADRが米国内で流通している。

ADRは、米国の投資家からは原株式とほ

ぼ同一の有価証券として捉えられており、米国の取引時間中に、米国企業の株式と同様に米ドル建てで売買され、米国の清算・決済制度のもと決済及び保管され、配当金も米ドル建てで支払われる。そのため、米国の投資家は、外国株の売買にあたり障害となる時差及び為替リスク等を意識することなく、米国株式と同様にADRの売買を行うことができるという特徴がある。

ADRは、既に原株式を保有している者が、米国の預託銀行等に原株式を受け渡した場合に、米国の預託銀行によって新規発行される。ADRを受け取った投資家は、通常、米国の証券取引所やOTC市場等でADRの売却が可能となる。また、ADRの保有者は、一定条件の下、ADRをキャンセルして原株式を直接保有することも可能となっている。こうした取引は、通常、本国市場でも活発に活動を行うブローカーや投資家によって行われている。なお、ADRと原株式の割合は、基本的に自由に設計することが可能であり、ADR



(図表1) 米国上場の外国籍企業の上場有価証券の内訳

	単独上場	重複上場	単独・重複上場計
株式	330社 (77%)	176社 (43%)	506社 (60%)
ADR	101社 (23%)	231社 (57%)	332社 (40%)
GDR	0社 (0%)	1社 (0%)	1社 (0%)
合計	431社 (100%)	408社 (100%)	839社 (100%)

(出典) Nasdaq、NYSE、Bank of New York Mellon「DR DIRECTORY」及び会社開示書類より筆者作成。  
 (注) GDRは「Global Depositary Receipt」の略。1社のみであることから、今回の分析対象には含めない。

対原株式を1対1で設計する場合もあれば、1 ADRが複数の株又は1株よりも少ない株を表象する場合もある。ADR対原株式の比率を変更することにより、ADRの価格を米国の流通市場の一般的な価格に調整することも可能である。

日本では2007年9月に信託法及び金商法の改正が行われ、預託証券の日本版としてJDR (Japanese Depositary Receipt・日本版預託証券) が利用可能となり、これまで外国ETFや外国ETNを中心に利用されてきたが、2017年9月29日にはTechpoint (6697) がJDRを用いた外国株式の上場第一号として東京証券取引所マザーズに上場したところである。本稿では、今後の外国株式の日本市場上場におけるJDRの活用の参考として、預託証券の先進国である米国における外国籍企業によるADRの利用状況を概観する。

## ■ 2. 米国上場の外国籍企業によるADRの利用状況

外国籍企業が米国市場に上場する方法として、株式を直接上場する方法と、ADRを用

いて上場する方法の2つが存在している。図表1に米国上場の外国籍企業によるADRの利用状況を示す。市場全体では、ADRの割合は40%となっており、株式による上場とADRによる上場の両方が活発に行われていることがわかる。また、その上場形態の内訳を見ると、米国市場のみに上場する「単独上場」ではADRの割合は23%に留まるものの、本国市場にも上場している「重複上場」では過半の57%を占めていることから、重複上場においてより積極的にADRが利用されていることがわかる。

次に登記国別にADRの利用割合を見ると、いくつかの特徴が見られる。図表2に登記国別の社数上位10か国の上場有価証券の内訳を示す。

登記国別の上場会社数で最大のカナダは、単独上場及び重複上場のすべての会社が株式での上場となっている。米国の清算・決済機関であるDTCC (Depository Trust & Clearing Corporation) とカナダの清算・決済機関であるCDS (Canadian Depository for Securities Ltd) の間で、決済リネージ・サービスが双方向で提供され、それぞれの国の決済機関

(図表2) 登記国別上場会社数上位10か国の上場有価証券の内訳

#	登記国	上場 会社数	単独上場		重複上場		単独・重複上場計	
			株式	ADR	株式	ADR	株式	ADR
1	カナダ	180	100%	0%	100%	0%	100%	0%
2	ケイマン諸島	102	30%	70%	0%	100%	29%	71%
3	イスラエル	80	100%	0%	42%	58%	81%	19%
4	バミューダ	62	96%	4%	100%	0%	97%	3%
5	イギリス	49	78%	22%	0%	100%	37%	63%
6	オランダ	33	96%	4%	0%	100%	73%	27%
7	マーシャル諸島	31	100%	0%	NA	NA	100%	0%
8	アイルランド	29	92%	8%	0%	100%	83%	17%
9	英領ヴァージン諸島	28	86%	14%	NA	NA	86%	14%
10	ブラジル	26	NA	NA	0%	100%	0%	100%

(出典) Nasdaq、NYSE、Bank of New York Mellon 「DR DIRECTORY」及び会社開示書類より筆者作成。

の参加者は、自国の決済機関に参加するだけで決済が完了する仕組みとなっており、カナダ企業株式の米国での売買の決済では、本リネージを利用することが一般的となっているため、すべて株式での上場となっているものと考えられる。

登記国別の上場会社数で2番目のケイマン諸島では、ADRが71%を占め、株式よりも選好されている。一方、同じオフショアでも、マーシャル諸島はすべてが株式、バミューダ諸島は97%が株式、英領ヴァージン諸島は86%が株式となっており、登記国によってADRの利用割合が異なっていることがわかる。

なお、ケイマン諸島籍企業のADRの割合を所在地国別に見ると、中国企業の90%がADRを利用している一方、中国以外の企業ではADRの割合が23%に留まっており、中国企業のADR選好が、ケイマン諸島籍企業のADRの割合の高さにつながっていることがわかる。なお、中国企業はケイマン諸島籍

企業の71%を占めている。

イスラエルは、単独上場のすべてが株式での上場している一方、重複上場の58%がADRによる上場となっており、上場形態によって異なる手法が選好されていることがわかる。

イギリス、オランダ及びアイルランドも、単独上場では株式による上場が大半を占めているのに対して、重複上場のすべてがADRとなっていることから、これらの国の企業もイスラエル同様、上場形態によって異なる手法を選好していると言えるだろう。

クロスボーダーでの上場においては、上場先の国と本国の法制度等によって、単独上場では株式での上場が容易なもの、重複上場では株式での上場が難しく、DRでの上場が前提となっている事例が一般的に見られる。例えば、NYSEの「IPO Guide」によると、株式でNYSEに上場する場合、米国と本国間の清算・決済制度を確立する必要があるものの、そのプロセスは複雑であり、それに必要



な時間とコストが、特に株式で上場を目指す企業に対する抑止力になっているとのことである。米国市場への上場においても、イギリス、オランダ及びアイルランドをはじめとするいくつかの国では、米国と本国の清算・決済制度等の観点から、重複上場においてはADRでの上場が選択されているものと考えられる。

〔出典〕

- ・ <https://www.adrbnymellon.com/directory/dr-directory>
- ・ <http://www.dtcc.com/matching-settlement-and-asset-services/settlement/canadian-link>
- ・ <https://www.cds.ca/resource/en/200>

