

J.P.Morgan



香港預託証券(HDR) : 革新は続く

THE **Asset** 財資
FORUM

Hong Kong Depositary Receipts: The innovation continues



海外発行体を引きつける香港

先行するために革新を続ける

オフショアの人民元取引センターとして機能し、急成長する中国本土の市場と潜在的に巨大な資本に発行体がアクセスするための魅力的なプラットフォームとして香港預託証券を創出することを含め、香港は中国に関わるあらゆるものへの入り口としての役割を享受している。J.P.モルガンとアセット社が共同主催し、市場関係者とサービスプロバイダーが出席して5月13日に開催されたラウンドテーブル・フォーラム、「香港預託証券 — 革新は続く」ではこの最新の発行体向け金融商品の出現とその見通しが議論された。

参加者:

ローレンス・フォック、香港証券取引所、チーフ・マーケティング・オフィサー
キャサリン・ツァング、パートナー、ポール・ヘイスティングス・ジャノフスキー・アンド・ウォーカーLLP 法人部
リチャード・ツァング、マネジングディレクター、ストラテジック・パブリック・リレーションズ・グループ会長
ジェームズ・ウォング、コンピューターシェア・ホンコン・インベスター・サービスズ、最高経営責任者
デヴィッド・ラウ、マネジングディレクター、J.P.モルガン 投資銀行部 中国コーポレートファイナンス共同責任者
キング・ハウ、J.P.モルガン ワールドワイド セキュリティーズ サービス(WSS) DRブラウダクトマネージャー

司会者:

ダニエル・ユー、アセット社編集長

* 本書は、完全な日本語訳を意図したものではなく、内容は全ての点において英語版が優先します。

フォック: 香港は長期的に中国本土の投資家にとって常にファーストストップであり続けると我々は考えている



ホウ: 人民元を調達する能力も重要だ。殆どの企業は香港ドルをHDRのベース通貨に選ぶが、HDR公募に人民元を加えることに多くの労力はいらないうらう

バリュエーションや流動性等の市場に係る基本的要素の重要性はあるが、預託証券プログラムに関する香港の一番のセールスポイントは「チャイナ・ファクター」だ。

「世界中の発行体が中国国内の投資家をターゲットとしたいと考えているが、現在中国に入っていく方法はない。香港がそれに最も近い代替的選択肢だ」とJ.P.モルガン ワールドワイド セキュリティーズ サービス (WSS) でDRプロダクトマネージャーを務めるキング・ホウはいう。「長期的な資本政策の目標を議論するときに、全ての顧客、潜在的顧客が口にするのが中国市場だ」

香港証券取引所のチーフ・マーケティング・オフィサーであるローレンス・フォックも同じ意見である。「中国が今でも究極のターゲットだ。企業の重複上場を容易にすることを香港政府は全面的に支援している」

「ニューヨークでは大手のファンドマネージャーに間違いなくアクセスできることを発行体は知っている」とJ.P.モルガンの投資銀行部で中国コーポレートファイナンスの共同責任者を務めるマネジングディレクターのデヴィッド・ラウは付け加える。「だが、香港では大手のファンドマネージャーに加えて中国からの資本にもアクセスでき、バリュエーションにプラスになるかもしれない」

フォックによれば、バリュエーションと流動性が香港に上場することの基本的な魅力の基礎を成しているが、中国の消費者市場及び企業市場においてブランドネームを高めることが海外発行体にとっては近年ますます重要になってきている。

2010年5月に普通株式を香港証券取引所にプライマリー上場したフランスのロクシタン・アンテルナショナルを筆頭に、企業は自社の主要な中国人顧客、中国市場に近づくことのメリットを理解し始めた。

より顧客に近づこうとしている海外発行体にとって、資本へのアクセスに加えて市場で目にとまることが非常に大事であるというラウも同意する。2010年12月に香港預託証券(HDR)の発行体第一号となったブラジルの鉄鉱石採掘企業ヴァーレは産出量の30%超を中国に販売している。HDR発行体の第二号にして初めてHDRによって資本を調達した企業は、中国本土での事業拡大を計画している日本のオンライン金融サービスプロバイダーのSBIホールディングスであった。

香港証券取引所と上海証券取引所がETF(上場投資信託)や他の投資家向けインデックス商品の開発に関する共同会議を行った時も、チャイナ・ファクターのテーマが同様に展開された。冒頭のスピーチで香港証券取引所会長のロナルド・アルクリは「上海証券取引所と共同で模索している分野の一つは、香港証券取引所に中国本土へのエク

スポージャーを、中国本土に香港証券取引所へのエクスポージャーを提供することになる、更に多くのクロスボーダーETFだ」と述べ、香港上場企業が活用する潜在的な投資家層を拡大した。

HDRのメリット

香港へのセカンダリー上場を決定すると、海外発行体にはHDRを選択するか、原株式を発行するかを選択が残る。香港証券取引所は、「HDRと原株式に対して全く中立的だ。企業が選択すべきだ」とフォックはいう。

企業の母国市場の法律制度と上場を行う司法管轄区域の法律制度が相容れない場合には、当然HDRの方が望ましい。フォックによれば、「海外上場に関して母国で法的な制約に直面していた複数の海外企業から香港証券取引所は何年も前に話を持ちかけられたことがある」。「HDRというツールは企業が直面する規制上の問題を幾つか解決することができる」とラウも付け加える。

これまでのHDR上場(ブラジルのヴァーレと日本のSBIホールディングス)のどちらも手掛けたポール・ヘイスティンクス・ジャノフスキー・アンド・ウォーカーLLPのパートナーであるキャサリン・ツァング(C.ツァング)は「商品としてのHDRが優れている点は、法律上の問題の幾つかを取り除くことによって、資本調達をしようしまいと、より多くの海外発行体に香港上場を可能にしていることだ」と説明する。HDR第一号として、ヴァーレのケースは証券先物委員会と香港証券取引所から(発行体とその預託銀行の間で結ばれる)預託契約の承認を得るために幾らか追加的な作業を必要としたとC.ツァングは指摘する。

だが、「後続の案件は同じような大掛かりな手続きを経なくても大丈夫のはずだ」と彼女は強調する。個人投資家の市場参加が比較的大きいために香港規制当局の重要な関心事項である株主の権利の保護に関して「預託証券が十分強固なものであることを最初のケースでは確実にする必要があった」。原株式と異なり、HDR保有者は直接の株主ではない。その権利は預託契約に由来するものだ。例えば投票に関して言えば、HDR保有者は預託銀行に賛成又は反対の票を投じるよう要請することはできるが、直接投票することはできない。

HDRのもう一つ有利な点は、市場間の株式の移動の速さである。通常重複上場の場合は株式が二つの市場の間を移動するとホウは説明する。これには例えばロンドンで株式の登録を取り消し、香港で再登録するということが必要になるが、このプロセスには1週間から10日間かかり得る。コンピューターシェア・ホンコン・インベスター・サービスのCEOであるジェイムズ・ウォングによれば、「預託証券には、国境を跨いで株式を動かすのと同じくらい、或いはそれ以上に効率的な制度が設けられている」



R.ツァング: ひと度香港への上場を計画したら、早い時期に香港を訪れ、頻りに来訪するように



ウォング: 今ではこの商品に関心を持つ海外の発行体が増えている

流通市場で取引可能な預託証券ないし原株式の数は決定的な重要性をもつことがある。「企業の時価総額の2%しか取引されていない市場では流動性を保つことが困難な場合もある」とホウは続ける。従って、直ちに取引に流動性を生みだしその維持に貢献する資本調達を行うことを真剣に検討することが企業には強く勧められる。

「流動性を創出するために資本調達を行う必要があること、より多くの個人投資家の参加を得ることが取引の流動性を更に高めるのに役立つことをはっきりと説いてきた」とラウは付け加える。ホウによれば、「投資家がより有利なスプレッドを得られるかもしれない母国市場に流動性が還流するのを防ぐためには企業は少なくとも(時価総額の)15~20%をその市場に維持する必要がある」。

流動性創出のためには資本調達が有益だとしても、新たに資本を調達する必要のない企業もある。ヴァーレの場合は多額の現金があり、既存株主の希薄化を起こしたくなかったのだとホウはコメントする。「だが今では、将来資金調達の必要性が出てきた場合、そのための土台が準備できている」。フォックはある例えを用いてこの点を次のように説明する。「不動産を購入する場合、ある日(資本を調達するために)貸したくなった時までそれを空けておくこともできる」。この文脈でいえば、香港上場の預託証券は第一級の不動産を発行体に提供する。

ラウの見立てでは、今日までに見られるHDR取引の比較的低い流動性は「一時的な問題」だ。企業が中国の投資家から資金を調達することが必要になったときに「流動性の問題は消えてなくなる」。「(資本調達の無い)イントロダクションによる上場の場合、発行体が取引の流動性を高めるまで時間がかかる…投資家を一人ずつ引きつけている時には流動性を作り出すことは難しい」とホウは付け加える。

ヴァーレと異なり、SBIホールディングスはHDR発行時に資本も調達した。この日本企業にとって初の母国市場以外での上場であったが、同社はこの機会を利用してHDR比率を設定し、個人投資家により受け入れられやすいHDR価格の水準を設定した。SBIホールディングスのHDRは、原株1株に対して10HDRとなる80.23香港ドルで発行された。対照的に、原株式で重複上場した場合、1:1の比率で発行が義務付けられているため調整されるのは為替レート分だけであり、香港に上場する他の株式に比べて1株当りの株価が高すぎると考える投資家を遠ざけてしまう。

ヴァーレは海外上場に関してかなりの経験を積んだ。同社の米国預託証券(ADR)はニューヨーク証券取引所に上場され、欧州のNYSEユーロネクストにクロス上場されている。

発行の準備

ストラテジック・パブリック・リレーションズ・グループのマネジングディレクター兼会長であるリチャード・ツァング(R.ツァング)は、「ひと度香港への上場を計画したら、海外発行体は早い時期に香港を訪れ、頻りに来訪するように」とアドバイスする。「発行体は個人投資家の特徴を理解する必要がある」と彼は付け加える。香港の株式市場の顕著な特徴の一つは個人投資家の参加の度合いが比較的大きいことだ。「ロンドン等の一部の市場では殆どの取引(最大90%)が機関投資家によるものだ。香港の取引は26%が個人投資家だ」と香港証券取引所のフォックはコメントする。この事実はIRの実務家と規制当局にとって意味するところがある。

「機関投資家は企業の幹部にアクセスがあるが、個人投資家には全く無い。彼らはメディアに頼る」とR.ツァングは続ける。上場準備に当たっては投資家への教育がカギだと彼は考える。従って「外国の企業はメディアを通して自社の強みを強調する必要がある」。香港証券取引所に上場する企業の業種が広がるとともに投資家の意識も高まり、以前よりそれは容易になってきている。その一方で「HDRは投資家にとって追加的なツールだ。従って企業は自社のファンダメンタルズを発信することに注意を向け続けるべきだ」。R.ツァングが勧めるのは企業幹部が「もっと長く香港に滞在すること。コメンテーターやメディアと話し、できるだけ頻りに訪れること」だ。

1993年のチンタオ・ブルーワリーのプライマリー上場以来、香港証券取引所の発展は中国本土の企業による国際的な資本へのアクセスを円滑化することに重きを置いてきたとフォックは指摘する。「この状況を完成するには二つのものが欠けている」。海外の企業と中国本土の投資家だ。チンタオの上場時には中国の外貨準備は200億ドルで、「香港には資本調達の役割があった」。今や中国の外貨準備は3兆ドルだ。「香港は長期的に中国本土の投資家にとって常にファーストストップであり続けると我々は考えている」とフォックはコメントする。

今後のHDRについては、2011年の最初の4ヶ月間に27ないし28社の海外企業の名前がメディアで上がったとフォックはいう。「それが氷山の一角だと希望したい。その3倍若しくは4倍の数があるかもしれない」

海外発行体にとっての最初のハードルが克服され、HDRの最初のグループがダムを突破した模様であることに参加者全員が同意している。「(HDRのアイデアが初めて提案された)2009年に海外発行体と話した時は、『既にも上場されている預託証券はあるのか』と常に訊かれたものだ。当時の答えはノーだった。今では数社のHDRが上場されており、実行可能な策であることが証明された」とホウはいう。

C.ツァング：商品としてのHDRが優れている点はより多くの海外発行体に香港上場を可能にしていることだ



ラウ：「上海がダメなら、香港は良い選択だ」と企業は考えるが、二つの選択肢は互いに相容れないものではない



HDRの見通し

「今ではこの商品に関心を持つ発行体が増えている」とウォングはHDRを指している。有望な見通しに関わらず、「HDRはまだ初期の段階だ。この先もっと多くのHDRが確実に出てくるとしか私は言えない。現在2社のHDRがあり、この先もっと増える可能性が非常に高い」とラウは注意を促す。

HDR制度が設けられるまでは、香港証券取引所に普通株式の上場を望む外国企業は、香港に普通株式登録を維持し、その管理に香港証券取引所が認める株式登録機関を任命しなければならなかったとホウは説明する。ブラジル、インド、日本、ロシア及び韓国を含む多くの司法管轄区域が（自国の司法管轄区域で上場している）企業に海外での普通株式登録機関の維持を認めていない。HDRはこの問題を解決する。更に、「新たな司法管轄区域から上場を申請する企業が現れた場合、香港証券取引所は香港と当該発行体の司法管轄区域の規制の比較を要求する」。従って、ヴァーレとSBIホールディングスは、それぞれブラジル及び日本でプライマリー上場をしている企業が香港でHDRを公募するための地ならしをした。

EU及び米国の非公開企業や上場企業からHDRに対する多くの関心が寄せられているとラウは付け加える。「彼らは香港に来ることのメリットを認識している。バリュエーションやブランドネームに与えるメリットを認識している」

また、香港証券取引所に上場していることのメリットも増えている。中国への入り口としての旧来の役割に加え、香港は国内外への資本の動きに制約がないことから恩恵を受けている。

「人民元を調達する能力も重要だ」とホウは付け加える。「殆どの企業は選択肢の一つとして提供されている米ドルではなく香港ドルをHDRの通貨に選ぶが、HDR公募に人民元を加えることに多くの労力はいらないだろう」

外国企業の上場を誘致するためにインターナショナル・ボードを開発中の上海証券取引所に対する香港の位置づけ上、通貨の互換性は大事な要素だ。「香港と上海は上手く共に機能している。我々は互いを補完し合っていると考えている。あちらでは大手の国内企業が上場されており、こちらはより国際的だ」とフォックはコメントする。

「上海で上場できるか」と尋ねる顧客もいるとラウはいう。J.P.モル

ガンはインターナショナル・ボードのコンセプトを説明する一方で、スケジュールと規則がまだ明らかではないことと最初に上場するのは最大手の企業であることも説明する。「『上海がダメなら、香港は良い選択だ』と企業は考えるが、二つの選択肢は互いに相容れないものではない」とラウは付け加える。

上海のインターナショナル・ボードのスケジュールと規則が明らかになった後も、企業は通貨の要素を検討しなければならない。「資金を（中国）国外に動かせないという問題は二、三年で解決できるものではないと思う」とホウは指摘する。目的が中国で資金を調達し現地で使うことならばこの点は問題ではない。そうでない場合は、通貨間の互換性と株式との交換可能性が必要だ。香港はまだ最低でも数年は先行しているが、リードを保つために人民元建てのIPO等の更なる革新が必要だ」

また、今後HDRという商品をより良くしていくために、これから加えられていく要素もある。「この先の3ヶ月から6ヶ月間に更に要素が追加されて行くが、ニューヨークやロンドンで提供されている預託証券の特徴の幾つかは未だ香港には無い」とホウはコメントする。例えば、優先度が高いものの一つはHDRの発行と解約を迅速化する仕組みの導入だ。

更に、HDRの発行が増えるにつれて（上場規則の）適用除外の標準セットを作ることが可能かもしれない。各企業がそれぞれ固有の特定の規則の適用除外を受けるより「一定の規則はセカンダリー上場には適用しない」というように規則が変更される方が効率的だろうとラウはいう。それは「数年前のグロース・エンタープライズ・マーケット上場とメインボード上場の間にあった違いに似たもの」になるだろう。

現在一部の適用除外が認められているのは企業のプライマリー上場がされている地において「そうしたコンプライアンス事項が既にカバーされている」からだとしてC.ツァングは付け加える。「企業は既にその種の規則を遵守している。明示的な適用除外のリストが特定され、一定の条件を満たした場合には適用除外に該当すると明記されれば、大きなプラスになる。適用除外の申請・許可は非常に時間のかかるプロセスだからだ」。つまり、HDRの初期のパイオニア企業は一番乗りというブランドネームの高まるステータスを獲得したが、後続の発行体は更なる進歩が実現する中で、より効率的なプロセスの恩恵を受けることが見込まれる。

Capital without borders

When companies need to access investors beyond their borders, they turn to the recognized leader in Depositary Receipts. At J.P. Morgan, we commit the entire resources of our firm to your success – that means focused advisory up front, aggressive support in the aftermarket, and the strength of our research and global reputation throughout.

J.P. Morgan manages some of the world's most widely held DR programs. Our DR professionals use their market knowledge and strong deal execution capabilities to structure innovative, well-invested, liquid and cost-effective DR programs for issuers. Since we created the world's first depositary receipt program over 80 years ago, there is no question about our leadership or commitment to our clients.

The Asset, Triple A
Transaction Banking Awards



**Voted 'Best Depositary
Receipts Bank'
for three consecutive years**

adr.com

the premier site for global investors



To learn more about our depositary receipt services, please contact:

Asia	Kenneth Tse at +852 2800 1859, kenneth.k.tse@jpmorgan.com
EMEA	Alex Hickson at +44 207 777 2805, alex.h.hickson@jpmorgan.com
Americas	Joseph Dooley at +1 212 622 9225, joseph.dooley@jpmorgan.com