



活用広がるJDR

～受益証券発行信託の大きな可能性～

三菱UFJ信託銀行 フロンティア戦略企画部長

星 治

■ 1. 増加するJDR

今、JDRの活用が急速に広がっている。JDR (Japanese Depositary Receipt = 日本型預託証券) とは、「受益証券発行信託」という信託制度を用いて、海外の有価証券を日本の金融商品取引所に上場させる新しい仕組みであるが^(注1)、このJDRをはじめ受益証券発行信託を活用した上場金融商品の数が急増している。最初の上場は2010年7月であったが^(注2)、約3年経過した本年8月末現在、28銘柄が上場している(表1)。特に、本年

1月から8月末までに上場したETF/ETN^(注3)は19銘柄あるが、そのうち4分の3、14銘柄がJDRという状況である。

そこで、本稿では、受益証券発行信託について、制度の概要と事例を紹介するとともに、今後期待される活用方法について言及する^(注4)。なお、本稿の意見に係る部分は、筆者の個人的な見解であり、法令等の理解が不十分な点、内容の誤り等はすべて筆者に帰属するものであり、筆者の所属する組織には一切関わりのないことを申し添える。

■ 2. ニーズから生まれた制度

(1) 信託とは

「信託」とは、その使い方が一般に十分に知られているとは言えないが、実は非常に使い勝手の良いものである。「信じる人に財産を託して管理してもらう」ということが信託の根本であり、一説にはローマ時代からとも言われる長い歴史を持つ^(注5)。信託は、「自

— 目 次 —

1. 増加するJDR
2. ニーズから生まれた制度
3. 堅確でありながら応用性が高い枠組み
4. JDRの利点
5. JDR活用の方向性
6. 投資家に近くに市場を

(表1) 受益証券発行信託 上場銘柄一覧 (2013年8月31日現在)

コード	銘柄	管理会社	上場日	
内国商品現物型ETF				
1540	純金上場信託 (現物国内保管型)	三菱UFJ信託銀行	2010/07/02	
1541	純プラチナ上場信託 (現物国内保管型)			
1542	純銀上場信託 (現物国内保管型)			
1543	純パラジウム上場信託 (現物国内保管型)			
ETF-JDR				
1575	ChinaAMC CSI 300 Index ETF-JDR	チャイナ・アセット・マネジメント (香港)・リミテッド	2013/02/27	
1576	南方 FTSE 中国 A 株 50 ETF	中国南方アセット・マネジメント・リミテッド	2013/02/27	
1581	iシェアーズ 先進国 株 ETF (MSCIコクサイ)	ブラックロック・ファンド・アドバイザーズ	2013/07/17	
1582	iシェアーズ エマージング 株 ETF (MSCI エマージング IMI)			
1583	iシェアーズ フロンティア 株 ETF (MSCI フロンティア 100)			
ETN-JDR				
2021	iPath® 商品指数連動受益証券発行信託	パークレイズ・バンク・ピーエルシー	2011/08/23	
2022	iPath® 貴金属指数連動受益証券発行信託		2011/09/06	
2023	iPath® 産業用金属指数連動受益証券発行信託			
2024	iPath® エネルギー指数連動受益証券発行信託			
2025	iPath® 農産物指数連動受益証券発行信託			
2026	iPath® 穀物指数連動受益証券発行信託			
2027	iPath® ソフト農産物指数連動受益証券発行信託			
2028	iPath® 畜産物指数連動受益証券発行信託			
2029	iPath® VIX 中期先物指数連動受益証券発行信託			2011/08/23
2030	iPath® VIX 短期先物指数連動受益証券発行信託			2011/09/21
2031	NEXT NOTES 香港ハンセン・ダブル・ブル ETN	ノムラ・ヨーロッパ・ファイナンス・エヌ・ブイ	2013/02/18	
2032	NEXT NOTES 香港ハンセン・ベア ETN			
2033	NEXT NOTES 韓国 KOSPI・ダブル・ブル ETN			
2034	NEXT NOTES 韓国 KOSPI・ベア ETN		2013/04/19	
2035	NEXT NOTES 日経平均VI先物指数 ETN			
2036	NEXT NOTES 日経・TOCOM 金ダブル・ブル ETN			
2037	NEXT NOTES 日経・TOCOM 金ベア ETN			
2038	NEXT NOTES 日経・TOCOM 原油ダブル・ブル ETN			
2039	NEXT NOTES 日経・TOCOM 原油ベア ETN			

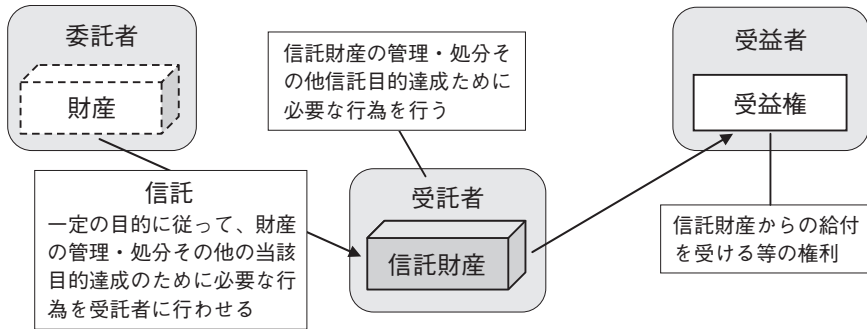
(出所) 東京証券取引所

らが財産を管理できないときに、誰か信頼できる人に財産の管理を任せたい」という人間の本源的なニーズに基づき生まれた制度であることから、ローマ時代でなくとも現代社会においても、身近な日常生活から高度な商取引まで社会で幅広く活用できるものである。

第二次世界大戦後の復興期に導入された貸付信託は、信託に係る特別法である貸付信託

法 (昭和27年法律第195号) に基づく長期貯蓄商品であるが、高度経済成長期に多くの個人資金を集め、長期安定的資金を産業界に供給する役目を長年に亘って担った。また、現在普及している年金信託も信託の仕組みを用いている代表例である。税制改正で本年4月から導入された祖父母などから教育資金の一括贈与を受けた場合の贈与税の非課税制度に

(図1) 信託の概念図



においても、信託を使った商品が提供されている。

信託法（平成18年法律第108号）では、信託とは、「特定の者が一定の目的（専らその者の利益を図る目的を除く。）に従い財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為をすべきものとするをいう」（同法第2条第1項）と定義されている。ある人（委託者）が信託行為（信託契約等）によって、信頼できる人（受託者）に対して財産を移転して、受託者は委託者が定めた信託の目的に従ってある人（受益者）のためにその財産（信託財産）の管理・処分等を実施することである（図1）。信託は財産の管理制度であり、受託者が財産権の名義者となること、受託者に財産の管理・処分の権限が与えられていることなどが、特色となっている（注6）。

(2) 信託の転換機能

信託では、その法的な特性から、財産権や

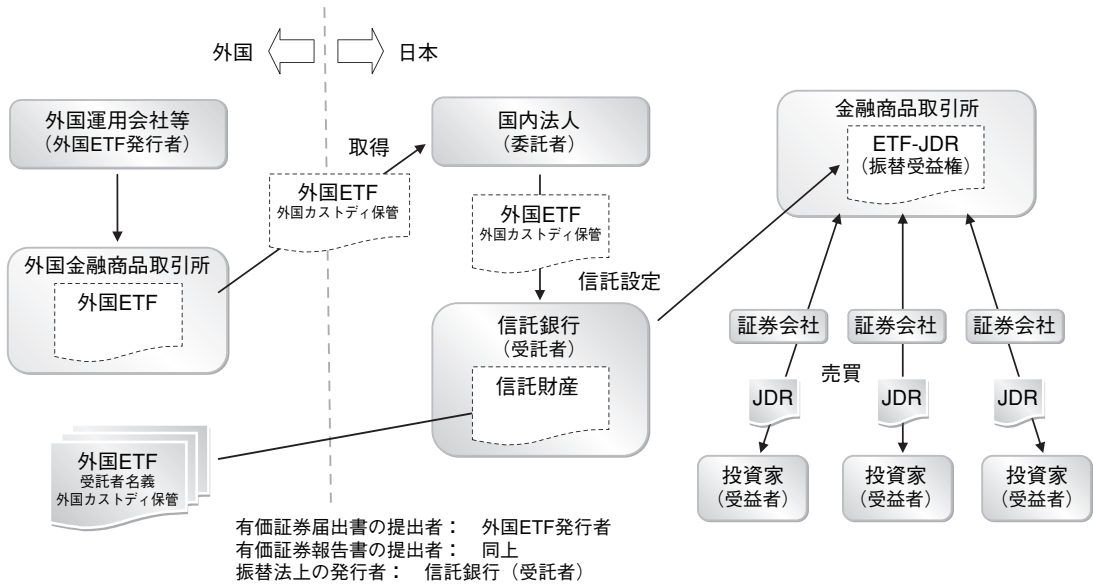
財産権者についての状況を転換することが可能である。例えば、海外の財産権を日本の法令に即した権利に転換することも可能となる（注7）。また、財産を複数の人が保有できるように小口化することもできる。

受益証券発行信託では、その信託の転換機能を生かして、そのままでは流通し難い財産を信託することにより、その受益権を日本の法令に沿って有価証券化し日本国内での流通性を高めている。JDRはその典型例であるが、日本の法律に従って、投資家の権利を確保しながら、投資し難い海外の財産を国内の金融商品取引所で取引できるよう利便性を増したものである。その仕組みを一番最近になって登場したETF-JDRで示すと図2のとおり。

(3) 受益証券発行信託制度導入の背景

信託の受益権の有価証券化については、旧信託法（大正11年法律第62号）では特段の定めを設けておらず、学説上、受益権の有価証券化が可能であるという見解が有力であった

(図2) ETF-JDRスキーム概念図



ものの、別の見解も有力であった。そのため、特別法により受益権の有価証券化の定めがある貸付信託^(注8)や投信信託^(注9)などの信託でしか、受益権の有価証券化は普及しなかった^(注10)。受益権の有価証券化が広がらないことから、受益権の有価証券化を一般的に認めることにより、社会のニーズに応えての信託の利用を促進させようとして、現行の信託法(2007年9月施行)で受益証券発行信託の制度が導入された。

■ 3. 堅確でありながら応用性が高い枠組み

(1) 受益証券発行信託とは

受益証券発行信託とは、信託法第185条第3項に定義があり、同条第1項に規定する「受益証券」を発行する旨の定めのある信託をいう。

受託者は、遅滞なく受益証券を発行しなければならない(同法第207条)。ただし、受益証券は上場される場合、社債、株式等の振替に関する法律(平成13年法律第75号)に従い電子化され、振替受益権として取り扱われる。振替受益権についての権利の帰属は、振替口

座簿の記載又は記録により定まるものとされ、振替受益権については受益証券を発行できない。すなわち、上場している受益証券発行信託は、「受益証券発行」という名称が付いているが、受益証券自体は発行されず、振替受益権で流通している。

受益証券発行信託の信託財産については、一般の信託と同様に、信託法では特段の制約は設けられていない。金銭、不動産、有価証券、特許権等の知的財産権はもちろん、特許を受ける権利、外国の財産権等も信託財産とすることができる^(注11)。信託銀行等が業務として受託する際には法令上や実務上から一定の制約はあるものの^(注12)、多様な財産が受託可能である。受益証券発行信託の信託財産は、現在までの上場例では、①貴金属、②外国ETN、③外国ETFの3種類であるが、今後、その他の財産でも活用の道が十分にある。

(2) 税法上の扱い

受益証券発行信託は、受益権を表示する証券を発行する旨の定めのある信託として、原則、法人課税信託として取り扱われる^(注13)。しかしながら、利益が信託内で留保されない等の一定の要件^(注14)を満たすものは、「特定受益証券発行信託」として法人課税信託でなく集団投資信託として扱われ^(注15)、その収益が分配されたときに、所得税又は法人税が課せられる。また、特定受益証券発行信託のうち金融商品取引所に上場されており一定

の要件^(注16)を満たすものは、いわゆる「上場特定受益証券発行信託」^(注17)として、上場証券投資信託等として扱われ、配当所得や譲渡所得の扱いを国内のETFと同様にしている。

これらの扱いによって、受益証券発行信託のうち要件を満たすものは、国内株式等と同様の投資家に分かりやすい税制の金融商品として、流通させることができる。

(3) 金融商品取引法上の扱い

受益証券発行信託の受益証券は、金融商品取引法（昭和23年法律第25号）では、第2条第1項第14号の有価証券として取り扱われる。

ここで留意すべき点は、発行者の整理である。受益証券発行信託の発行者は、その条件により、①委託者、②受託者、③委託者及び受託者の3つの場合に分かれている^(注18)。更に、信託財産が同法第2条第1項に掲げる有価証券であって、受託有価証券に係る権利の内容が当該信託の受益権の内容に含まれる旨等が当該信託に係る信託行為において定められていること等一定の要件^(注19)を満たすものは「有価証券信託受益証券」として扱われ、受託有価証券の発行者が当該受益証券発行信託の受益証券の発行者として扱われる。すなわち、有価証券信託受益証券の場合には、信託をパススルーして受託有価証券に対して金融商品取引法の発行者の規定が適用される。これらを纏めると表2のとおり^(注20)。

(表2) 受益証券発行信託の受益証券～金融商品取引法上の発行者～

受益証券発行信託の条件	発行者となる者
①「有価証券信託受益証券」に該当しない場合	
イ) 委託者又は委託者から指図の権限の委託を受けた者（信託業法施行令第2条各号に掲げる「受託者と密接な関係を有する者」以外の者である場合に限る。）のみの指図により信託財産の管理又は処分が行われる場合 ⇒いわゆる委託者指図型のもの	信託の委託者
ロ) イ以外の場合（当該有価証券に係る信託行為の効力が生ずるときにおける受益者が委託者であるものであって、金銭を信託財産とする場合に限る。） ⇒委託者非指図型のうち、信託設定時に自益信託（委託者と受益者が同一）、かつ金銭の信託（金銭のみを拠出して設定）のもの	信託の受託者
ハ) イ及びロ以外の場合 ⇒委託者非指図型のうち、他益信託（委託者と受益者が別）、又は自益信託であって金銭の信託以外のもの	信託の委託者及び受託者
②「有価証券信託受益証券」に該当する場合	信託財産となつて いる有価証券の発 行者

4. JDRの利点

(1) 投資家サイド

そのままでは国内で取引し難かった財産の取引ハードルが下がったことがJDRの利点で、投資家に親和性の高い商品となっている。

① 国内株式等と同様の取引

通常、外国株式や外国ETFを売買する場合には（日本に上場しているものであってもJDRを用いない直接上場方式の場合も）、外国証券取引口座の開設が必要であるが、JDRではそれが不要となり、国内株式等と同様に取引ができる。

信用取引も外国証券に比べて広範に対応されている。外国証券の信用取引を扱っている証券会社は限定されているが、JDRは内国証

券として取り扱われることから、多くの証券会社で信用取引が可能である。

② 日本円、日本時間での取引

最近では海外上場の外国株式や外国ETFについても一部の証券会社で取引できるが、外貨取引となり取引時間の制約もある。JDRであれば、日本円で日本時間に取引ができる。

③ 国内株式等と同じ税制

投資家にとって、国内株式等と同じ税制が適用されることは、利便性を大きく高める。外国株式や外国ETFであっても特定口座に入れることは法律上可能であるが、実際には対応している証券会社は少ない。JDR化することにより、殆どの証券会社で特定口座が利用できるようになる。

(2) 発行者サイド

JDRには、発行者にもビジネス上の利点がある。これまで海外から金融商品を持ち込む際には、日本で新たにETFを組成し直すといった追加負担をしていた例もあったが、JDRを用いることにより、海外運用会社は自社の金融商品を簡素な手続きで日本に上場させることが可能になった。仕組みの簡素化は、投資家にもプラスに働く。

更に、本稿執筆時点では実例がないが、海外株式の日本上場に際しては、JDRの形式を用いないと現地の法令や実務の制約から困難な国（インドなど）がある。そのような国の企業にとっては、JDRという制度があることによって初めて日本への上場が可能になる。

■ 5. JDR活用の方向性

(1) DR制度の世界的な広がり

JDRとは、米国で広く普及しているADR (American Depositary Receipt = 米国預託証券) を参考に作られたものであるが、このDR (Depositary Receipt = 預託証券) という制度は、実は世界中に広がっている。

米国では、米国外企業の株式の証券取引所への直接上場も可能であるが、ほぼすべての米国外企業はADR方式で上場している。ADRは1920年代後半に生まれ90年近い歴史を持ち、その過程で種々の工夫がなされており、利便性の高いスキームとして市場に完全に定着している。ADRはもともと株式を発

行している企業の意向により設定されたものであるが、発行企業の意向でなく投資家の意向で設定される非上場の「アンスポンサードADR」と呼ばれる新たなADRも最近急増している。

ADR制度は米国外にも展開され、主として欧州の機関投資家向けのものとして1990年にGDR (Global Depositary Receipt = グローバル預託証券) が生まれ、投資家に広く受け入れられた。その後、世界各国で独自のDR制度も生まれている。アジアでは、韓国 (KDR)、台湾 (TDR)、香港 (HDR)、インド (IDR) などで制度が整備され、上場銘柄も増えてきている。アジア以外でもブラジル、ロシア、南アフリカ、ドバイ、ナンビアなど世界中にDR制度は広がってきている。

上場金融商品は欧州では標準化が進んできたものの、世界各国の法令や実務の差異は大きいのが現実である。DRのような転換機能を用いること、すなわち各国の市場制度に馴染ませる仕組みが、投資家をはじめ市場参加者の利便性を高めている。また、国の広がりとともに、種類も広がっている。ETNは日本が世界で初めてDR化したものであるが、国債等の債券のDR化も海外では事例がある^(注21)。

今後、DRを用いた金融商品は地域的な広がりに加えて、種類の多様性も加わり、クロスボーダー取引の手段として、世界的に活用されていくと見られる。日本においても、JDRの活用を広げていくことが世界との競争上必要な選択であろう。

(2) 上場金融商品の種類と数を増やす

上場金融商品は、日本の現物市場では国内株式が中心であるが、世界では、多様な金融商品が上場している。米国では上場ADRが400弱あるが、日本では外国株式の上場銘柄数は11にとどまっている。ETFやETNの銘柄数でも、米国では約1,500あるが、日本では約160である。更に、海外では、日本にはないインフラファンドなど新たな種類の金融商品の上場も増加している。

日本の上場市場が欧米をキャッチアップし、アジアにおいて中核の市場となるためには、国内株式以外の上場金融商品の種類と数を増加させることが必須である。その実現に向けての具体的な手法として、JDRの仕組みを使って欧米の金融商品を日本で上場させることが、実務上のハードルが低く、日本の投資家にフレンドリーであり、即効性がある。日本は米国と欧州の取引時間の谷間にあり、その時間帯に取引所での取引が可能になることは、日本の投資家のみならず、同時時間帯のアジアの投資家にも利点が多い。既に、香港やシンガポールが同じような狙いで欧米の金融商品をクロスボーダーで上場させているが、個人も含めて投資家層が厚く、金融インフラの信頼度が高い日本が本格的に取り組めば、アジアの市場間競争にも十分に勝ち目がある。クロスボーダー上場金融商品のアジアでのハブにも成り得る。

更に、クロスボーダー上場だけでなく、新たな種類の金融商品の上場にも受益証券発行

信託を活用していくことが考えられる。例えば、これからアジアでもニーズの高まるインフラファンドの上場についても、受益証券発行信託を用いれば、柔軟な設計が可能になり、アジア市場をリードすることが十分可能である（注22）。

6. 投資家の近くに市場を

通常の商品は、購入者のニーズに合わせて、購入者の利便の良いところで売るが当たり前であるが、日本の上場金融商品については、必ずしもそうっていない。例えば、日本の投資家がアジア企業の株を買う場合、ニューヨーク市場でその企業のADRを買うということがしばしばある。残念ながら、現在の日本の上場金融商品は種類も数も欧米比少なく、日本の投資家が海外に流れてしまっている嫌いがある。日本の家計の金融資産は1,500兆円を超えているが、投資家のいるところ、すなわち日本でその資金を使って投資をできる場を提供すべきである。

自国の投資家を自国の上場市場を通じて投資させようという施策は、海外では多く取られてきていた。世界の市場間競争が激しくなる中、日本も自国の資金を自国の上場市場に誘引することに一層注力すべきである。ETFをはじめとする上場金融商品は欧米では急拡大しており、まずは、欧米市場に劣後しないような種類と数にすることが喫緊の課題である。今、日本の金融資本市場は活気を

取り戻し始めており、新たな動きをする絶好の機会である。2020年の東京でのオリンピック開催が決定したが、東京に世界のアスリートだけでなく、世界の金融商品が集まって欲しい。その中で、応用性の高い受益証券発行信託が幅広く活用されることを大いに期待する。

- (注1) 一般に、受益証券発行信託のうち後述の有価証券信託受益証券に該当するものをJDRと呼んでいる。
- (注2) 2010年7月2日、純金上場信託（現物国内保管型）等「金の果実」シリーズ4銘柄が東京証券取引所に上場。http://www.tse.or.jp/news/08/20100702_a.html（2013年8月20日閲覧）
- (注3) ETN（Exchange Traded Note = 外国指標連動証券）とは、特定の指標に連動するように企図された外国会社が発行する社債券で取引所に上場されているもの。
- (注4) 本稿は、星治「受益証券発行信託の概要とその活用の可能性について」（2010年、信託協会「信託」第241号）69頁～82頁、星治「上場信託」の可能性について」（2011年、信託協会「信託」第246号）22頁～36頁）を参考にしている。
- (注5) 日本の信託法自体は、中世に生まれたイギリスの制度の流れを組むと言われている。
- (注6) 四宮和夫『信託法』（有斐閣、1989年）7頁～8頁
- (注7) 四宮・前掲14頁
- (注8) 貸付信託法第8条第1項
- (注9) 投資信託及び投資法人に関する法律第6条第1項（委託者指図型投資信託）、第50条第1項（委託者非指図型投資信託）
- (注10) 現行信託法改正に先だって法務省により実施された「信託法改正要綱試案」に関する意見募集（平成17年7月）における法務省民事局参事官室「信託法改正要綱試案 補足説明」179頁 <http://www.moj.go.jp/content/000011802.pdf>（2013年6月16日閲覧）
- (注11) 寺本昌弘『逐条解説新しい信託法〔増補版〕』（商事法務、2008年）32頁。
- (注12) 信託会社又は信託銀行が業として受託する際には、信託業法等関係法令に従って受託可能な財産に限られる。更に、各社の業務方法書に記載された引受けを行う信託財産の種類の範囲内に限られる。
- (注13) 法人税法（昭和40年法律第34号）第2条第29号の2イ
- (注14) 法人税法第2条第29号ハ、法人税法施行令第14条の4
- (注15) 所得税法（昭和40年法律第33号）第13条第3項第1号、法人税法第2条第29号ハ
- (注16) 租税特別措置法施行令第4条の7の2第1項、第25条の8第9項
- (注17) 税法上には本用語の定義はないが、税務当局も含め一般に広く用いられている。
- (注18) 金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第14条第2項第2号
- (注19) 金融商品取引法施行令第2条の3第3号
- (注20) 社債、株式等の振替に関する法律上の発行者は、常に受託者となる。
- (注21) GDNと呼ばれている（GDNは非上場）。Citibank Web <https://wwss.citissb.com/adr/common/linkpageTB.aspx?linkFormat=TB&pageId=3&subpageid=179>（2013年5月25日閲覧）
- (注22) 東京証券取引所「上場インフラ市場研究会報告—我が国における上場インフラ市場の創設に向けて—」参照 http://www.tse.or.jp/news/08/130514_a.html（2013年6月23日閲覧）