

JDRの上場制度の概要

前東京証券取引所 上場推進部
制度企画担当調査役
(現アンダーソン・毛利・友常法律事務所 弁護士)

樋口 航



東京証券取引所 上場推進部
制度企画担当調査役

宮下 昌彦



1. はじめに

JDR (Japanese Depositary Receipt) とは、受益証券発行信託を用いた有価証券であり、外国において発行された有価証券を日本国内で上場するために有用な手段である。

〈目次〉

1. はじめに
2. JDRとは
3. 開示規制
4. 関係当事者に対する上場規程上の規制の概要
5. 最後に

受益証券発行信託は2007年9月に施行された改正信託法によって創設された比較的新しい制度であり、東京証券取引所（以下「東証」という。）では、関係者との協力の下、この仕組みによる商品の上場制度整備を進めてきた。ここ数年、この上場制度の下、新しい商品の上場が進められている。具体的には、2010年7月2日に、受益証券発行信託を用いた初の上場商品である内国商品現物型ETFが上場した。その後、2011年には初のETN (Exchange Traded Note) 信託受益証券が上場したほか、2013年にもETN信託受益証券や初の受益証券発行信託を利用した外国ETFが上場するなど、受益証券発行信託を活用した上場が続いている。本年8月末現在、

受益証券発行信託を用いた上場商品は合計28銘柄に上り、上場市場において一定の実績とステータスを確立しつつある。

今回、本稿では、上場市場において活用が進められている受益証券発行信託に関し、関連法令における位置づけや上場規程上の扱い等について、一定の分析及び解説を行いたい(注1)。なお、本稿は、専ら筆者らの個人的見解であり、東証の公式見解ではないことをあらかじめお断りしておく。

■ 2. JDRとは

(1) 受益証券発行信託とJDR

「受益証券発行信託」とは、受益権を表示する証券(受益証券)を発行する旨の定めのある信託をいう(信託法185条)(注2)。受益証券発行信託においては、受益権が「受益証券」という有価証券の形式となるため、流通性が強化される(注3)。これが受益証券発行信託のポイントである。

では、「JDR」とは何か? JDRの定義は法令上存在しないものの、一般的には、この受益証券発行信託の受益証券のうちの「有価証券信託受益証券」(金商法施行令2条の3第3号)に該当するものをJDRと呼ぶことが多い。この「有価証券信託受益証券」の要件は下記3(1)で詳述するが、ポイントはその効果にある。すなわち、「有価証券信託受益証券」以外の受益証券発行信託の受益証券を募集・上場する場合には、信託契約の当事者(委託

者又は受託者)が金商法上の開示義務を負い、有価証券報告書等を提出する義務を負うことになる。しかし、「有価証券信託受益証券」を募集・上場する場合には、こうした開示義務を負うのは信託財産である有価証券を発行した者(たとえば、外国株式を信託財産とする有価証券信託受益証券であれば外国株式を発行した外国会社)となる。

なお、JDRのスキームについては、星治「活用広がるJDR～受益証券発行信託の大きな可能性～」本号41頁図2を参照されたい。

(2) 上場制度

ア 上場可能な商品

東証においては、以下の4つのタイプのJDRが上場可能である。

① 外国株信託受益証券(上場規程2条10号)(以下「外国株JDR」という。)

② ETN信託受益証券(上場規程2条1号の3)(以下「ETN-JDR」という。)

③ 外国ETF信託受益証券(上場規程1001条3号)(以下「外国ETF-JDR」という。)

④ 外国商品現物型ETF信託受益証券(上場規程1001条5号)(以下「外国商品現物型ETF-JDR」という。)

また、JDRに当たらない受益証券発行信託の受益証券のうち、現状では⑤内国商品現物型ETFが上場可能である(上場規程1001条31号)。

イ 商品特性

上記の各上場商品の商品特性は以下のとお

受益証券発行信託の形態

		金商法上の区分	特定の指標・商品価格との連動	信託財産	適用される内閣府令	上場銘柄数 (2013年8月)
JDR	外国株JDR	受益証券発行信託の受益証券（法2条1項14号）のうち有価証券信託受益証券（施行令2条の3第3号）	連動しない	外国株券（金商法2条1項17号・9号、上場規程2条6号）	企業内容開示府令	—
	ETN-JDR		連動する	ETN：外国で発行された外国会社が発行する社債券の性質を有するもの（金商法2条1項17号・5号）であって、有価証券の償還価額が特定の指標に連動することを目的とするもの（上場規程2条1号の2）		19
	外国ETF-JDR		外国ETF：一口当たりの純資産額の変動率を特定の指標の変動率に一致させるように運用する①外国投資信託の受益証券（金商法2条1項10号）又は②外国投資証券（金商法2条1項11号）（上場規程1001条2号）	特定有価証券開示府令	5	
	外国商品現物型ETF-JDR		外国商品現物型ETF：外国会社が発行する受益証券発行信託の受益証券の性質を有する有価証券（金商法2条1項17号・14号）であって、特定の商品の価格に連動することを目的として、主として当該特定の商品をその信託財産とするもの（上場規程1001条4号）	—		
国内商品現物型ETF	受益証券発行信託の受益証券（法2条1項14号）	特定の商品（上場規程1001条23号）	—	4		

りである。銘柄数等については、上記表を参照されたい。

(ア) 外国株JDR

信託財産（受託有価証券）は外国株券（金商法2条1項17号・9号、上場規程2条6号）である。外国株JDRは外国株券の代替物として位置づけられる。

(イ) ETN-JDR ^(注4)

信託財産（受託有価証券）はETN、すなわち外国で発行された外国会社が発行する社債券の性質を有するもの（法2条1項17号・5号）であって、有価証券の償還価額が特定の指標に連動することを目的とするものをいう（上場規程2条1号の2）。

ETN-JDRの市場価額は特定の指標に連動し、この点でETFと同様である。信託財産

である外国連動証券の発行体が、指標に連動する価格で常時買取・償還を保証することにより、指標との連動性が担保される（上場規程945条1項3号a）。

なお、日本国内における円滑な流通を確保する観点から、JDR形式を利用したETN-JDRのみが上場制度の対象であり、信託財産であるETNそのものを上場することは上場制度上認められていない。

(ウ) 外国ETF-JDR

信託財産（受託有価証券）は外国ETF、すなわち一口当たりの純資産額の変動率を特定の指標の変動率に一致させるように運用する①外国投資信託の受益証券（金商法2条1項10号）又は②外国投資証券（金商法2条1項11号）である（上場規程1001条2号）。外

国ETF-JDRは外国ETFの代替物として位置づけられ、外国ETFと同様、その一口当たりの純資産額は特定の指標に連動する。

(エ) 外国商品現物型ETF-JDR

信託財産（受託有価証券）は外国商品現物型ETF、すなわち外国会社が発行する受益証券発行信託の受益証券の性質を有する有価証券（法2条1項17号・14号）であって、特定の商品の価格に連動することを目的として、主として当該特定の商品とその信託財産とするものである（上場規程1001条4号）。外国商品現物型ETF-JDRは、外国商品現物型ETFの代替物として位置づけられ、特定の商品の価格に連動する特徴を有する。

(オ) 内国商品現物型ETF-JDR

内国商品現物型ETFとは、受益証券発行信託の受益証券であって、特定の商品の価格に連動することを目的として、主として当該特定の商品とその信託財産とするものをいう（上場規程1001条31号）。この内国商品現物型ETFのスキームにおいては、委託者が特定の商品^{（注5）}を受託者に信託譲渡し、これを受けて受託者が受益証券を発行し、これが上場されることになる。そして、その一口当たりの純資産額は特定の商品の価格に連動する。

■ 3. 開示規制

(1) 金商法上の開示規制

受益証券発行信託の受益証券（受益権）を

上場した場合には、金商法に基づき、有価証券報告書等の継続開示書類を提出する必要がある（金商法24条1項1号）。加えて、当該受益証券の「募集」があると認められる場合には有価証券届出書を提出する必要がある（同法4条1項）。

こうした金商法上の開示義務が誰であるかという点については、2(1)で前述したとおり、当該受益証券発行信託の受益権が「有価証券信託受益証券」（すなわちJDR）に該当する場合には、信託財産である有価証券の発行者が開示義務を負うことになり、それ以外の場合には信託契約の当事者（委託者又は受託者）が開示義務を負うことになる。後者の場合については、信託契約の当事者のいずれが開示義務を負うかについては誰が指図権を有するかにより異なるため、さらに場合を分けて考える必要がある（定義府令14条2項2号）。詳しくは、星治「活用広がるJDR～受益証券発行信託の大きな可能性～」本号43頁表2をご参照いただきたい。

そこで、「有価証券信託受益証券」に該当するか否かは実務上重要な意味をもつことになる。「有価証券信託受益証券」の要件は以下に示すとおりである。

- | |
|--|
| <p>①受益証券発行信託の受益証券のうち金商法2条1項各号に掲げる有価証券を信託財産とするものであること（金商法施行令2条の3第3号）</p> <p>②以下の事項を信託契約において定めること（金商法施行令2条の3第3号、開示府令1条の2又は特定有価証券開示府令1条の2）。</p> |
|--|

- i. 信託財産に次に掲げる財産以外の財産が含まれないこと
 - 受託有価証券
 - 受託有価証券に係る受取配当金、利息その他の給付金
 - 振替法127条の32第1項に規定する措置に要する費用に充てるための金銭その他の財産
- ii. 受託有価証券が原則として同一種類の有価証券であること
- iii. 各受益権の内容が、各受託有価証券に係る権利の内容に応じて均等であること
- iv. 受益権の内容に含まれる受託有価証券に係る権利の行使手続及び当該受託有価証券の発行者による当該受託有価証券に係る通知、報告その他書類の送付に関する手続の受託者に対する通知方法が規定されていること
- v. 受託有価証券に係る権利の内容と異なる内容の受益権が発行されないこと

(2) 上場規程上の開示

金商法上の開示とは別に、上場規程上、投資家の投資判断に影響を及ぼす一定の事項について適時開示が求められる（上場規程402条から405条、407条、947条3項、1107条2項2号・3号）。

これに加えて、外国株JDR以外の形態、すなわちETN-JDR、外国ETF-JDR、外国商品現物型ETF-JDR及び内国商品現物型ETFについては、一口当たりの純資産額（ETN-JDRについては一証券当たりの償還価額）や特定の指標の変動率に係る乖離率等を日々開示しなければならない（同947条2項、1107条2項1号）。

(3) 信託法・信託業法上の受託者による開示

さらに、信託法上、受託者に一定の開示義務が課せられていることに留意が必要である。すなわち、受託者は、毎年1回、貸借対照表、損益計算書等の書類又は電磁的記録を作成し、その内容について受益者に報告しなければならないが、この受益者への報告は信託契約の定めによって軽減又は免除できる（信託法37条2項・3項）。

また、信託業法・兼営法上、受託者は、信託財産の計算期間ごとに、信託財産状況報告書を作成し、当該信託財産に係る受益者に対し交付しなければならないが（信託業法27条1項、兼営法2条1項）、上場されている受益証券発行信託の受益証券については、当該報告書をTDnetにて開示する等の一定の要件を満たす場合には、信託財産状況報告書の受益者への交付は不要である（信託業法27条1項ただし書・同法施行規則38条9号、兼営法2条1項ただし書・同法施行規則20条10号）。

■ 4. 関係当事者に対する上場規程上の規制の概要

以下では、上場商品ごとに、上場規程上関係者当事者にどのような上場要件が課せられているかを概説する。

(1) 外国株JDR

外国株券を直接上場する場合と同様に、外

国法人が上場申請を行い（上場規程201条1項）、適時開示等の上場後の義務を負うことになる（上場規程401条から408条等参照）。なお、外国株JDRにはクレジットリスクが存在するため、上場規程において発行者に一定の財務要件等が課されている（注6）。

さらに、外国株JDRの場合には、上場前公募・売出し（いわゆるIPO）を行うことが想定されるところ、この公募・売出しに関して証券会社（第一種金融商品取引業者）が引受け等の業務を行う。この証券会社は、上場後においては外国株JDRの円滑な流通の確保に努めることとされており（東証の業務規程68条）、具体的には流通が不安定にならないよう、適正な値段及び数量の売買を行うことに努めることが求められている。

(2) ETN-JDR

ア 発行者・保証者

ETNの発行者である外国法人が上場申請を行い（上場規程941条1項）、適時開示等の上場後の義務を負う（上場規程947条から949条、950条等参照）。上場規程上、この発行者（又は保証者）は以下のような要件を満たすことが求められている。

まず、ETN-JDRにおいては指標との連動を担保するためのヘッジ取引など高度な運用が想定されるため、発行者である外国法人又は保証者は、登録金融機関（金商法2条11項参照）、第一種金融商品取引業者（金商法28条1項）若しくはこれらに相当する者又はこ

れらの持株会社等に限定されている（上場規程945条1項1号a、同施行規則939条1項）。

次に、ETN-JDRについては外国株JDRと同様に発行体の信用リスクに留意する必要があるため、上場規程において、発行者又は保証者に一定の財務要件等を課し（注7）、また3年以上の事業継続年数を有していること等を求めている（上場規程945条1項1号b）。

イ サポートメンバー

上場規程においてETN-JDRの流通の確保に努める者として取引参加者（サポート・メンバー）である証券会社が指定されることが求められており（上場規程945条1項3号e（a）、業務規程68条）、当該取引参加者は適正な値段及び数量の売買を行うことに努めることになる。このような流動性の確保により、外国ETN-JDRの償還価格が特定の指標から乖離することを防ぐことが期待できる（注8）。

(3) 外国ETF-JDR及び外国商品現物型ETF-JDR

上場規程上、基本的には、受託有価証券である外国ETF及び外国商品現物型ETFと同様の取扱いとされている。たとえば、外国投資信託の受益証券に該当する外国ETFを受託有価証券とする外国ETF-JDRについては、当該外国ETFの管理会社である外国会社（上場規程1001条8号b）及び現地の信託受託者（同条27号b）が上場申請を行い（同1101条1項1号）、管理会社が適時開示義務を負う（同1107条1項）。

なお、外国ETF-JDRの場合も、ETN-JDRの場合と同様に、流通の確保に努める者としての取引参加者（サポート・メンバー）である証券会社が指定される必要がある（上場規程1104条2項6号b）。

（4） 内国商品現物型ETF

内国商品現物型ETFについては、委託者及び受託者が中心的な役割を果たすところ、信託財産の管理又は処分の指図を行う者が委託者であるか又は受託者であるかによって、上場規程上の扱いが異なる。

ア 委託者が信託財産の管理又は処分の指図を行う場合

委託者と受託者の両者が上場申請者となるが（上場規程1001条8号d(a)、1101条1項1号）、適時開示義務を負うのは委託者のみである（同1107条から1109条、1110条の3等）。

委託者は、信託財産である商品現物を取得して、これを信託するとともに、信託財産の管理又は処分の指図を行うところ、委託者のこの行為は、法令上は必ずしも免許・登録等は必要とされないと考えられる。もっとも、上場規程上、委託者には「管理会社」として①第一種金融商品取引業及び投資運用業の両方の登録があること（同1001条8号d(a)）及び②一般社団法人投資信託協会の会員であることが要求される（同1104条4項1号・同条1項1号）。さらに、委託者はその信託する商品について一定の条件を満たすことを保証すること等が求められる（注⁹）。

他方、受託者については、法令上は信託会社又は信託兼営銀行（信託業法3条、兼営法1条）である必要があるが、上場規程においては法令上求められる事項以外、要求される資格等はない。

イ 受託者が信託財産の管理又は処分を行う場合

受託者のみが上場申請者となり（同1001条8号d(b)、1101条1項1号）、適時開示義務を負う（同1107条から1109条、1110条の3等）（注¹⁰）。

委託者には法令上は免許・登録等は不要となる場合が多いと考えられるが、上場規程上は①上場会社又はその子会社であること及び②信託財産と同一の商品を上場する商品市場又は外国商品市場の会員・取引参加者等であることが要求されている（上場規程1104条4項1号の2）。また、委託者はその信託する商品について一定の条件を満たすことを保証すること等が求められる点は上記と同様である。

受託者については、法令上信託会社又は信託兼営銀行（信託業法3条、兼営法1条）であることに加えて、上場規程上さらに投資運用業を行う登録金融機関（金商法33条の2）であることが要求される（上場規程1001条8号d(b)）。

ウ 指定参加者

内国商品現物型ETFの円滑な流通の確保に努める者である指定参加者が2社以上あることが必要であり（上場規程1104条1項2号

c)、そのうち1社は取引参加者である証券会社である必要がある(同条項2号dの3(b))。

■ 5. 最後に

東証を含む日本取引所グループでは、2013年3月に策定した中期経営計画^(注11)において、「運用残高と多様性で、アジアトップのETF市場の実現」「アジア各国の各種ETFの東証上場」を掲げており、今後も引き続き受益証券発行信託の活用に向けた取組みを進めていきたいと考えている。

また、日本取引所グループは、既存ETFの拡充に留まらず、投資家・事業者ニーズに応じて取引所ビジネス領域の拡大を目指している。その一例として、当該中期経営計画にも掲げられている「上場インフラ市場の制度整備と上場の実現」がある。東証においては、2012年9月に専門家・有識者から構成される「上場インフラ市場研究会」が設置され、合計6回の審議を経て「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—」と題する報告書が取りまとめられ、2013年5月14日に公表された^(注12)。この報告書において受益証券発行信託の活用も提案されている。こうした提案を受けて、東証としては、関係者との議論を重ねながら、新たな商品の制度整備を進めるなど期待される役割を果たしていきたいと考えている。

(注1) 本稿では以下の略語を用いる。

- ・企業内容開示府令：企業内容等の開示に関する内閣府令
- ・金商法：金融商品取引法
- ・兼営法：金融機関の信託業務の兼営等に関する法律
- ・上場規程：東証の有価証券上場規程
- ・定義府令：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
- ・特定有価証券開示府令：特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令
- ・振替法：社債、株式等の振替に関する法律

(注2) 上場制度の対象である受益証券発行信託の受益証券は振替法の対象となるため受益証券は発行されないが(振替法127条の3第1項)、その場合でも信託法上の受益証券発行信託として同法の規定(信託法185条以下)が適用される(振替法127条の30)。

(注3) すなわち、受益権を譲渡する際には、その對抗要件として、(確定日付ある証書による)譲渡人による受託者への通知又は受託者の承諾が必要とされるため(信託法94条)、受益権が譲渡される度に個別の手続が必要になる。他方、受益証券発行信託の受益証券であればそのような個別の手続は不要であり、①(記名式の場合)受益権原簿の記載・記録(信託法195条1項)、②(無記名式の場合)受益証券の占有、又は③(振替法の適用を受ける場合)振替口座簿の記載・記録(振替法127条の16)という処理により對抗要件を具備することができる。

(注4) 詳しくは、亀井・磯部「JDR形式による指標連動証券の上場制度等の整備」(信託246号37頁以下、2011年5月)及び亀井「指標連動証券(ETN)の上場制度等の整備」(金融2011年9月号19頁以下、2011年9月)を参照のこと。

(注5) 具体的には、鉱物等の商品先物取引法2条1項に規定する商品を指す(上場規程1001条23号)。

(注6) たとえば、東証の市場第一部及び第二部に上場するためには、株主数が上場時まで800人以上となる見込みがあること、時価総額が20億円以上

となる見込みがあること、純資産額が10億円以上であること、事業継続年数が3年以上であること、利益の額又は時価総額が一定額以上であること（最近2年間における利益の額の総額が5億円以上又は最近1年間における売上高が100億円以上かつ時価総額が500億円以上であること）等が必要とされている（上場規程206条1項1号、205条1号・3号から6号等）。

(注7) たとえば、純資産額が5,000億円以上であること、自己資本比率が8%を上回っていること、格付けがA-（マイナス）格同等以上であること等が要求されている（上場規程945条1項2号）。

(注8) この取引参加者には、インセンティブとして当該取引参加者がサポート・メンバーとして行った売買に係る売買代金の合計額の1万分の0.261が返還される（取引参加料金等に関する規則第3条の4）。

(注9) 具体的には、信託約款において信託の委託者が、拠出する商品について信託財産に係る商品の条件を満たすことを保証する旨が記載される必要があるほか（上場規程1104条4項2号dの6）、「信託約款で定める信託財産に係る商品の条件を満たさない商品が信託されたこと」が適時開示事由とされ（同1107条2項2号b(g)の4）、「信託の委託者が拠出する商品について信託約款で定める商品の条件を満たすことを保証する旨の定めがなくなる場合」及び「信託約款で定める信託財産に係る商品の条件を満たさない商品が信託された場合であって、直ちにその状況の改善に係る手続きが着手されないとき又は遅滞なくその状況が改善されないとき」が上場廃止基準に掲げられている（同1112条1項3号bの2(c)の6、同号bの5）。

(注10) ただし、委託者は、商品の拠出状況等に関して東証が照会を行った場合には直ちに正確に報告することを書面により確約することが求められる（上場規程1104条4項1号の3）。

(注11) 日本取引所グループ中期経営計画（2013年3月26日公表）（<http://www.jpex.co.jp/investor-relations/management-information/midterm-business-plan>。

html)

(注12) http://www.tse.or.jp/news/08/130514_a.html

