

上場信託、JDR の展開

～市場に定着した受益証券発行信託～

三菱UFJ信託銀行
フロンティア戦略企画部エグゼクティブアドバイザー 星

治

— 目 次 —

- | | |
|-------------------------|---------------------|
| 1. はじめに | 3.6. 信託財産状況報告書等の交付 |
| 2. 受益証券発行信託と上場信託 | 3.7. 信託法上の受益者への報告 |
| 2.1. 受益証券発行信託の定義 | 3.8. 受益証券発行信託の税 |
| 2.2. 受益証券発行信託が生まれた背景 | 3.9. 受益証券発行信託の会計 |
| 2.3. JDR | 3.10. 振替法 |
| 2.4. ADR | 4. 受益証券発行信託の事例 |
| 2.5. 上場信託 | 4.1. 貴金属上場信託 |
| 2.6. 上場信託の歴史 | 4.2. ETN-JDR |
| 2.7. 東証の特徴 | 4.3. 外国ETF-JDR |
| 2.8. 直接上場 | 4.4. 外国株 JDR |
| 2.9. 上場信託の利点 | 4.5. JDR の設定・解約 |
| 2.10. 受益証券発行信託の上場制度（東証） | 5. 受益証券発行信託の更なる活用 |
| 3. 受益証券発行信託の枠組み | 5.1. 上場信託を軸に拡大 |
| 3.1. 受益証券発行信託の種類 | 5.2. 外債 JDR |
| 3.2. 金商法における発行者 | 5.3. アンスポンサード JDR |
| 3.3. 有価証券信託受益証券 | 5.4. トラッキング信託 |
| 3.4. 同一種類の有価証券 | 5.5. サステナブル事業体の上場信託 |
| 3.5. 適時開示 | 6. おわりに |

1. はじめに

「受益証券発行信託」は、2006年に改正された信託法（平成18年法律108号、以下「信託法」又は「新信託法」という。）により導入されたものである。信託の受益権を有価証券化するという受益証券発行信託の仕組みは広く活用できるものであるが、その中で有価

証券化の利点を最大限引き出すものとして、東京証券取引所（以下「東証」という。）に上場させるという方法での活用が進んだ。そこで、本稿では、受益証券発行信託について、特に上場しているものに焦点を当てながら、その概要、事例を紹介するとともに、今後の活用の方向性も示す⁽¹⁾。

なお、本稿の意見にわたる部分は、筆者の

個人的な見解であり、法令や計数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. 受益証券発行信託と上場信託

2.1. 受益証券発行信託の定義

受益証券発行信託とは、信託行為により一又は二以上の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（信託法185条1項、3項）である。

受益証券発行信託では、複数の種類の受益証券の発行が可能であるが（同条1項）、そのうち特定の内容の受益権については信託行為により受益証券を発行しない旨を定めることができる（同条2項）。例えば、受益証券発行信託の中で優先劣後構造を設けて優先受益権と劣後受益権に分け、優先受益権については受益証券を発行し投資家に取得させる一方で、劣後受益権についてはオリジネーターが保有し続けるため流通させる必要がないと判断して受益証券化しないこともできる⁽²⁾。ただし、同一の内容の受益権についてその一部のみを受益証券化しないことはできない⁽³⁾。なお、本稿執筆時点（2019年10月末）で上場している受益証券発行信託では、そのような優先劣後構造を取っているものはない。

2.2. 受益証券発行信託が生まれた背景

受益証券発行信託は信託の受益権を有価証券化するものとして現行の信託法で設けられたものであるが、改正前の信託法（大正11年法律62号、以下「旧信託法」という。）においても信託の受益権の有価証券化は可能であ

るという見解はあった。しかしながら、異なる見解もありニーズがあったとしても実務上取り組みにくい状況であったことから、新信託法では有価証券化の規定が設けられたものである⁽⁴⁾。

旧信託法の時代においても、特別法（貸付信託法（昭和27年法律195号）8条1項、投資信託及び投資法人に関する法律（昭和26年法律198号）6条1項、50条1項、資産の流動化に関する法律（平成10年法律105号）234条）では有価証券の定めが設けられており、投資信託に加え、貸付信託も昭和から平成の初めにかけては広く利用されていた⁽⁵⁾。貸付信託は信託銀行で預金類似的な金融商品として定着していたものの、特に流通市場もなく有価証券の利点を十分に享受していた状況ではなかった。その後、貸付信託自体が環境変化もあり利用されなくなり、現時点では貸付信託の募集を行っている金融機関はない。

新信託法では、特別法によらなくとも、受益証券発行信託の定めに従い⁽⁶⁾、ニーズに応じて信託の受益権を有価証券化することが可能になった。例えば、貸付信託では信託財産の制約があったが⁽⁷⁾、受益証券発行信託の信託財産には信託法では特段の制約はなく、金銭、不動産、有価証券、特許権等の知的財産権、特許を受ける権利、外国の財産権等の多様な財産を信託財産とすることができる⁽⁸⁾。項番4.1. 記載の貴金属上場信託は、信託を用いて動産である貴金属を受益証券化するという点で、受益証券発行信託の特徴が活かされているといえる。

なお、信託法には受益証券発行信託である限定責任信託（「受益証券発行限定責任信託」）の定めがあるが（同法248条）⁽⁹⁾、現時点では積極的な活用ニーズは聞かない。

2.3. JDR

JDR とは、Japanese Depositary Receipt の略で法令上の定義はないが、一般に受益証券発行信託のうち項番3.3. 記載の有価証券信託受益証券に該当するものを指す。JDR は米国で普及している ADR (American Depositary Receipt、米国預託証券) を参考にして作られた仕組みであることから、日本版預託証券、日本型預託証券と呼ばれることもある。

2.4. ADR

JDR が参考にした ADR とは、米国外の企業が発行した株式を米国内で流通しやすくする仕組みとして1927年に開発され⁽¹⁰⁾、その後広く活用されているものである。ADR と JDR は経済的な効果としては同様であるが、ADR は預託契約を用いている一方で、JDR は信託契約を用いているところに差異がある。日本では受益証券発行信託を用いることにより法的な安定性が高まること、更に、税の取扱いも含めて実務上の取扱いが明確なこと等から預託ではなく信託が採用されたものである。

ADR 以外にも専ら米国外で流通させることを目的とした GDR (Global Depositary Receipt) も普及している。また、香港では HDR (Hong Kong Depositary Receipt)、台湾では TDR (Taiwan Depositary Receipt) とアジアでも ADR を参考にした上場制度が整備されている⁽¹¹⁾。

2.5. 上場信託

一般の信託の受益権は金融商品取引法 (昭和23年法律25号、以下「金商法」という。) 2条2項1号で有価証券とみなされる、いわ

ゆる「2項有価証券」、「みなし有価証券」であるが、受益証券発行信託の受益証券は同条1項14号の有価証券で、いわゆる「1項有価証券」である。1項有価証券であるからといって流動性が高い訳ではないが⁽¹²⁾、いろいろな対応を行うことにより流動性を高めやすい。その1つが、金融商品取引所への上場という方法である。

「上場信託」とは、一般に金融商品取引所⁽¹³⁾に上場している受益証券発行信託を指す⁽¹⁴⁾。上場により、流動性を高めるという有価証券化の利点を最大限享受するものである。上場させなくとも受益証券発行信託の受益証券は売買可能であるが、上場信託にすることにより投資家は金融商品取引所を通じて容易に売買できるようになる。

更に、貴金属上場信託の場合でいえば、貴金属は現物受け渡し負担もありそのままでは流動性が決して高くないが、上場信託とすることにより金融商品取引所を通じて頻度高く売買することが可能になり、資産の流動性を一気に高めている。これまで日本の投資家が容易に売買できなかった貴金属が、上場信託により容易にアクセスできるようになったともいえる。受益証券発行信託を用いた新たな上場金融商品の登場は、投資家に新たな投資の選択肢を与えることになった。

2.6. 上場信託の歴史

上場信託は新信託法が契機となって具体的な検討が開始されたが、これまでも多様な検討がなされていた。旧信託法の時代を振り返ると、1970年代にも ADR の日本版の検討がなされていた⁽¹⁵⁾。当時実現に至らなかった要因としては、旧信託法での信託の受益権の有価証券化の論点等⁽¹⁶⁾に加え、実務面のハ

ードルがあったと推測される⁽¹⁷⁾。

その後、信託法の改正の動きに合わせて、2006年頃から外国株を東証に上場させる方法として JDR の話題が出始め⁽¹⁸⁾、当時は国会でも議論が行われた⁽¹⁹⁾。その後、2007年9月の新信託法の施行を受け、同年11月に、外国株及び外国 ETF を受託財産とする JDR の上場制度が東証で整備された⁽²⁰⁾。

続いて、2008年3月には、貴金属等の商品を受託財産とする上場信託の制度（東証では「内国商品現物型 ETF」と呼んでいる。）が整備された⁽²¹⁾。更に、2011年4月からは、一定の指標に連動するように企図された債券である ETN（Exchange Traded Note、指標連動証券）を受託財産とする JDR の上場制度が整備された⁽²²⁾。2015年4月には、外国インフラファンドを受託財産とする JDR の上場制度も整備された⁽²³⁾。

これらの上場信託の中では、内国商品現物型 ETF にあたる貴金属上場信託が最初の公表事例である（2010年7月）。上場信託では、外国株等の JDR の上場制度が最初に整備さ

れたが、上場信託の第1号は JDR ではなく貴金属を受託財産としたものになった。その理由としては、貴金属への投資ニーズが世界的に高まってきたことが1つであるが、2008年秋のリーマン・ショック以降日本の株式市場の回復が海外市場に比べ遅く、外国企業にとって東証上場の魅力が下がっていたことも挙げられる。最初に上場制度が整備された外国株 JDR の第1号の登場は、制度整備後10年を経た2017年9月まで待たねばならなかった⁽²⁴⁾。

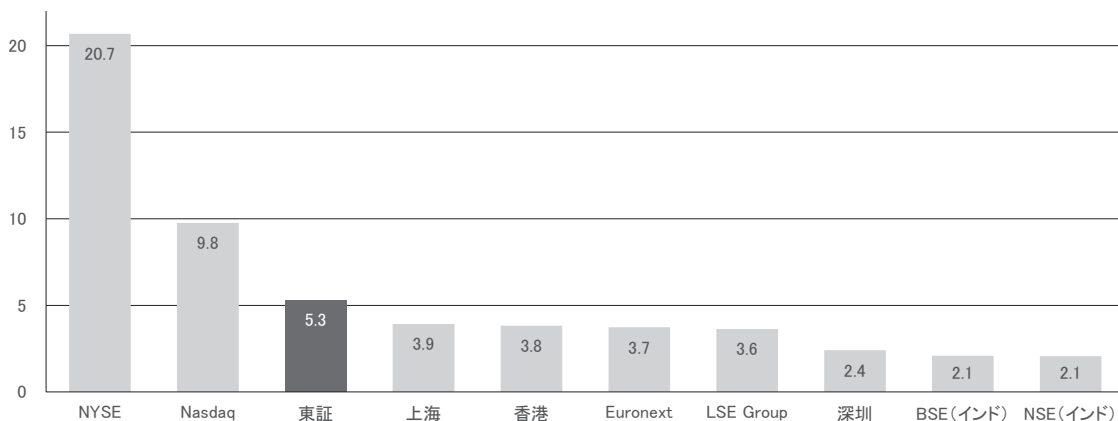
2.7. 東証の特徴

株式会社日本取引所グループ傘下の東証の株式上場市場は世界有数のものである。上場している会社の時価総額で比較すると2018年末で世界第3位の規模である（図表1）。また、上場株式の流動性の目安となる株式の売買代金で比較をしても同年末で世界5位である⁽²⁵⁾。

特筆すべき点は、東証マザーズが世界でも有数の新興企業向け株式市場となっているこ

【図表1】 世界の主要証券取引所 上場会社時価総額（2018年12月末）

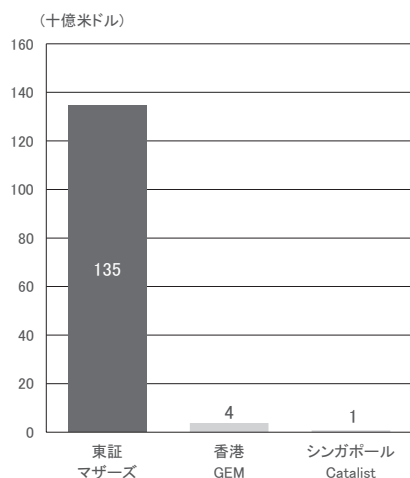
（兆米ドル）



注：LSE Group には Borsa Italiana を含む

出所：World Federation of Exchanges “Domestic market capitalization, December 2018”

【図表 2】 アジアの新興市場 株式売買代金
(2019年上半期)



出所：東証、香港証券取引所、シンガポール証券取引所

とである。例えば、アジアの新興企業向け株式市場で比較すると、東証マザーズの流動性の際立った高さが目を引く(図表2)。これは、日本の投資家の層が厚いこと、特に個人投資家が活発に参加していることが要因の1つと考えられる。更に、東証は東証第1部を中心に海外投資家もメインプレーヤーとして参加する世界に開かれた市場になっている⁽²⁶⁾。

このような東証の規模と厚みは、外国の有価証券を上場させるに相応しい状況といえる。

2.8. 直接上場

JDR は東証に外国の有価証券を上場させる方法であるが、JDR の上場制度が整備される以前から「直接上場」と呼ばれる方法があった。直接上場という言葉からは外国株等が「直接」東証に上場している印象を与えるが、日本株の上場とは異なる。外国株等を投資家ではなく株式会社証券保管振替機構が海外で保有しており(外国株券等保管振替決済

制度)、例えば、外国株であれば、投資家は議決権を会社に対して直接行使できる訳ではない。「直接上場」というよりは、「ほふり経由上場」とでも呼称した方が正しく受け止められるかも知れない。

なお、直接上場という言葉は幾つかの使い方をされている。外国企業の東証上場の際に用いるほか、他の証券取引所で上場していない企業の東証上場を指す場合もある⁽²⁷⁾。更に、募集や売出しを伴わない上場を新株発行や既存株の売出しを伴う一般の上場と区別する際にも用いられる用語である。特に、英語で直接上場(Direct Listing)というと、募集を伴うIPO(Initial Public Offering)と対比させて、募集を行わないという意味で用いられることが最近が多い⁽²⁸⁾。資金調達目的でなく上場する目的は何かといった点で関心を集めている⁽²⁹⁾。

2.9. 上場信託の利点

上場信託の利点は、一言でいうと投資家フレンドリーであることである。例えば、外国株JDRとこれまでの外国の有価証券の東証上場制度である直接上場の外国株を比べると、日本円で日本において日本時間で取引できるという点では同じであるが、具体的に次のような点が差異として挙げられる⁽³⁰⁾。

① 証券会社での取扱い

外国株JDRの場合には殆どの証券会社で取り扱われているが、直接上場外国株の場合には取り扱わない証券会社がある。

② 外国証券取引口座の開設

直接上場の外国株を売買する際には、投資家は外国証券取引口座を開設する必要があるが、外国株JDRの場合には通常の証券口座(国内株の取引で用いる口座)で売買ができる。

③ 信用取引

信用取引とは、投資家が保証金を証券会社に担保として預託し、資金又は証券を借りて売買を行う取引で⁽³¹⁾、日本の個人投資家が好む取引である。個人投資家の売買取引のうち、売買代金ベースで約6割が信用取引によるものである⁽³²⁾。外国株 JDR の場合には多くの証券会社で信用取引が可能であるが、直接上場の外国株の場合には信用取引を取り扱っていない証券会社が多い。

④ NISA 等

NISA やジュニア NISA は、外国株 JDR であっても直接上場の外国株であっても対象となっているが、直接上場の外国株の場合には実務の取扱い上の理由で配当金が課税対象となる⁽³³⁾等、利便が劣る。

⑤ 投資家向けサービス

外国株 JDR の場合には投資家管理が日本株とかなり近いため、JDR の受託者は日本株と同様な投資家向けサービスが提供しやすい。一方、外国株の直接上場の場合は日本株と管理が異なることから、日本株と同様な投資家向けサービスが提供できる環境にはなっていない。そのようなことから、直接上場の外国株を保有する投資家は日本株と差異を感じることになる。

東証では、個人投資家が重要な担い手となっている。例えば、マザーズでは保有額及び売買代金の6割は個人投資家によるものである⁽³⁴⁾。この投資家フレンドリーである上場信託の利点は極めて重要である。

2.10. 受益証券発行信託の上場制度（東証）

ここで改めてまとめると、現在、東証では、次の6種類の受益証券発行信託の受益証券の上場制度が有価証券上場規程（以下「上場規

程」という。）に定められている。①から⑥まですべて上場信託であるが、①から⑤までが有価証券信託受益証券であり JDR として扱われている。

- ① 外国株 JDR（上場規程2条10号）
- ② ETN-JDR（同2条1号の3）⁽³⁵⁾
- ③ 外国ETF-JDR（同1001条3号）
- ④ 外国商品現物型ETF-JDR（同1001条5号）
- ⑤ 外国インフラファンド JDR（同1201条2号の4）
- ⑥ 内国商品現物型ETF（同1001条31号）

なお、これら6つのうち既に上場事例があるものは4つで、日付順では、⑥内国商品現物型ETF（第1号銘柄上場：2010年7月2日）、②ETN-JDR（同2011年8月23日）、③外国ETF-JDR（同2013年2月27日）、①外国株 JDR（同2017年9月27日）となる⁽³⁶⁾。

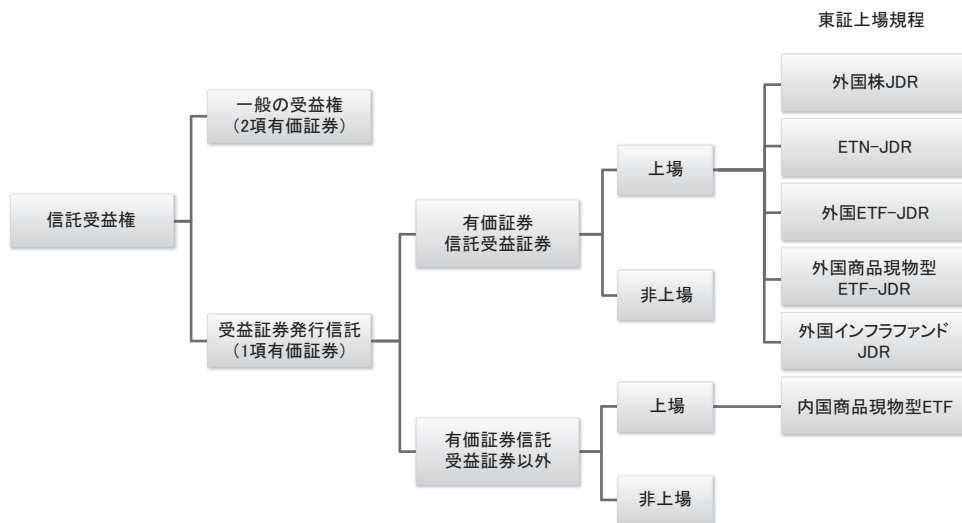
3. 受益証券発行信託の枠組み

3.1. 受益証券発行信託の種類

受益証券発行信託は様々な分類の仕方があろう。例えば、受託財産の種類で分けるといったこともあろう。本稿では、上場信託に焦点を当てていることから、東証の上場規程を念頭に区分してみる。

最初に、信託受益権が信託法上で受益証券発行信託にあたるかどうか、すなわち、金商法の視点からは1項有価証券にあたるかがポイントになる。次に、本章前段で説明する有価証券信託受益証券にあたるか否かは、金商法上の発行者が誰になるかに関わり重要である。続いて、上場か非上場かで分けられる。全体を図示すると図表3ようになる。

【図表 3】 受益証券発行信託の種類



【図表 4】 受益証券発行信託の受益証券の金商法上の発行者

受益証券発行信託の条件	発行者となる者	公表事例
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) イに掲げる場合以外の場合（信託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、当初自益信託であって金銭を拠出して設定されるもの	信託の受託者	
ハ) イ及びロに掲げる場合以外の場合 ⇒委託者非指図型のうち、他益信託のもの、又は自益信託であって金銭のみを拠出して設定されていないもの	信託の委託者及び受託者	国内商品現物型ETF （貴金属上場信託）
② 「有価証券信託受益証券」に該当する場合	受託有価証券の発行者	ETN-JDR 外国ETF-JDR 外国株JDR

該当条文： 定義府令14条2項2号、3号

3.2. 金商法における発行者

金商法における有価証券の発行者は、同法2条5項により有価証券を発行し、又は発行しようとする者（内閣府令で定める有価証券については、内閣府令で定める者）であるが、金融商品取引法第2条に規定する定義に

関する内閣府令（平成5年大蔵省令14号、以下「定義府令」という。）14条2項2号及び3号に従い、信託の条件により分かれている。信託の委託者の指図の権限の有無、当初の信託財産の種類等により発行者は委託者、受託者又は両者に分かれており、更に、後述の有価証

券信託受益証券の場合には、受託有価証券を発行し又は発行しようとする者を発行者としている（図表4）。

JDRのような信託の受益権の金商法での発行者の扱いについては旧信託法の時代から問題点が指摘されていたが⁽³⁷⁾、有価証券信託受益証券という区分が設けられたことにより整理が付いた。ただし、受益証券発行信託の活用が更に広がると、現在の発行者の建付けが適当か検討を要する場合も出てくると考える。

3.3. 有価証券信託受益証券

受益証券発行信託のうち、有価証券を信託財産とするものであって、一定の要件を満た

す受益証券発行信託の受益証券を「有価証券信託受益証券」と呼んでいる。

法令の定めでは、金融商品取引法施行令(昭和40年政令321号、以下「金商法施行令」という。)2条の3第3号において、受益証券発行信託の受益証券のうち、1項有価証券を信託財産とするものであって、受託財産となっている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ものを有価証券信託受益証券としている。その信託行為において定められる事項については、企業内容等の開示に関する内閣府令（昭和48年大蔵省令5号、以下「開示府令」という。）1条の2、特定有価証券の内容等の開示に関

【図表5】 有価証券信託受益証券の条件

条 件	該当条文	
1. 受益証券発行信託の受益証券であること	金融法施行令 2条の3第3号	
2. 信託財産が金商法2条1項各号に掲げる有価証券であること		
3. 次の事項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		
(1) 当該信託財産である有価証券（以下「受託有価証券」という。）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こと	特定有価証券開示府令1条の2 又は 開示府令1条の2	1号
(2) 当該有価証券信託受益証券に係る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		
イ 受託有価証券		
ロ 受託有価証券に係る受取配当金、利息、その他の給付金		
ハ 社債、株式等の振替に関する法律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		
(3) 当該有価証券信託受益証券に係る受託有価証券が同一種類の有価証券（有価証券の発行者が同一で、定義府令10条の2第1項各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める事項が同一である有価証券をいい、次に掲げるすべての要件を満たすものを除く。）であること		
イ 受託有価証券の発行者に適用される法令若しくは当該発行者の定款若しくは寄附行為その他これらに準ずるもの又は当該発行者の決定により受託者が受託有価証券の所有者として当該発行者が発行する有価証券の割当てを受ける権利の対象となる有価証券（ロにおいて「割当有価証券」という。）であること	2号	
ロ 受益者による受託者に対する割当有価証券の引受けの申込みの指図に基づき、当該受益者のために当該受託者が信託財産として所有する有価証券であること		
(4) 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	3号	
(5) 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	4号	
(6) 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	5号	

する内閣府令（平成5年大蔵省令22号、以下「特定有価証券開示府令」という。）1条の2に列挙されているが、まとめると図表5のとおりである。

なお、受託有価証券と有価証券信託受益証券は、その権利の内容を全く同一にすることはできない。例えば、外国株JDRでは、受託有価証券である外国株とJDRの根拠法が全く異なることから差異が生じることは避けられない⁽³⁸⁾。ADRの場合でも預託されている外国株とADRの権利は全く同一ではなく、JDRでも合理的な差異は許容されると考える。

3.4. 同一種類の有価証券

有価証券信託受益証券では、開示府令1条の2第2号、特定有価証券開示府令1条の2第2号において、受託有価証券が同一種類の有価証券であることが条件となっている。ここで「同一種類の有価証券」とは、定義府令10条の2第1項各号に掲げる有価証券の区分に応じて、当該各号に定める事項が同一である有価証券をいう。例えば、外国株JDRでは、株式に係る剰余金の配当等の内容が同一であることが条件となり⁽³⁹⁾、もし、普通株式と優先株式を併せて受託有価証券としていた場合には、有価証券信託受益証券にはあたらない。ETNであれば、償還期限及び利率、金額を表示する通貨、権利の内容が同一であればよく⁽⁴⁰⁾、発行時期は条件にはならない。

3.5. 適時開示

上場信託では、東証の上場規程に従い情報開示が定められている。例えば、外国株JDRでは、日本の上場会社と同様な開示が求められているが、外国会社であること及び

JDRであることから次のような事実が発生した場合の開示も求められている⁽⁴¹⁾。

- ① 外国株JDR所有者又は会社の業績に重大な影響を与える会社制度に関する本国の法令等の変更
- ② 外国において発生した外国株JDRの流通に重大な影響を与える事実
- ③ JDR契約等その他の契約の変更又は終了その他の外国株JDR等に関する権利等に重大な影響を与える事項を決定した場合又は当該権利等に重大な影響を与える事実が発生した場合

なお、外国株JDRの適時開示においては、会社所在国等における法制、実務慣行等を勘案するものとしている⁽⁴²⁾。

3.6. 信託財産状況報告書等の交付

受益証券発行信託では、受益証券が転々と流通するという性格を踏まえた信託財産状況報告書等の交付の定めがある。

信託業法（平成16年法律154号）27条1項（金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（昭和18年法律43号、以下「兼営法」という。）2条1項の規定に従い信託銀行に準用される場合も同じ。）では、信託会社、信託銀行は、その受託する信託財産について当該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受益者に対して交付しなければならないとされているが、信託業法2条1項ただし書において信託財産状況報告書を受益者に交付しなくても受益者の保護に支障を生じることがない場合にはこの限りでないとしている。

これに関して、信託業法施行規則（平成16年内閣府令107号）38条9号（信託銀行の場合は、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律施行規則（昭和57年大蔵省令16号、以下

「兼営法施行規則」という。)20条10号。)において、受益証券発行信託のうち次に掲げるすべての要件を満たす場合には、信託財産状況報告書を受益者に交付しなくても受益者の保護に支障を生じることがない場合とされている。

- ① 受益権が金融商品取引所に上場されていること、又は特定投資家向け有価証券に該当すること
- ② (上場されている場合) 信託財産状況報告書に記載すべき事項に係る情報が当該金融商品取引所の定める開示方法⁽⁴³⁾により正しく開示されること
(特定投資家向け有価証券に該当する場合) 金商法32条1項に規定する発行者情報として同項又は2項の規定により提供され又は公表されること
- ③ 受益者からの要請があった場合に速やかに信託財産状況報告書を交付できる体制が整備されていること
- ④ 信託行為において、②についての定め及び受益者からの要請がない限り信託財産状況報告書を交付しない定めがあること

これにより、例えば、上場信託の場合には、金融商品取引所の定める開示方法により開示すること等の要件を満たすことにより、受益者それぞれに信託財産状況報告書を交付しないことが選択できる。

この規定は、受託者が自主的に信託財産状況報告書を交付することを一切禁止するものではないが⁽⁴⁴⁾、上場信託の場合にはその受益権は転々と流通することから、特定の日の受益者に対して信託財産状況報告書を交付するより、金融商品取引所の定める開示方法により広く閲覧できるようにしておいた方が、金融商品取引所で上場信託を売買する投資家

(受益者)に利便性が高い。金融商品取引所では上場信託は日々売買されているが、信託財産状況報告書作成日(計算期日)以降に上場信託を取得した者(受益者となった者)も信託財産状況報告書を閲覧することが可能であり、更に、当該上場信託について金融商品取引所を通じて適時開示される情報とともに内容を確認することも可能であり、上場信託の特性に合致した手法といえる。投資家が要請すれば信託財産状況報告書の交付を受けることも可能であることから⁽⁴⁵⁾、投資家保護上の問題はない。特に、受益者数が多い場合は、交付に伴う書面印刷、送付等の環境負荷の観点からも社会的に有益といえよう。

なお、信託業法29条3項に規定する書面(いわゆる自己取引等報告書。兼営法2条1項に従い信託銀行に準用される場合も同じ。)についても、信託業法施行規則41条5項9号(信託銀行の場合は、兼営法施行規則23条5項10号。)において交付を不要とする同様な取扱いが規定されている。

3.7. 信託法上の受益者への報告

受託者は、毎年1回、一定の時期に、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(信託法37条2項)、その内容を受益者に報告しなければならない(同条3項)。ただし、信託行為に別段の定めがあるときは、その報告義務はその定めによるものとしており(同項ただし書)、軽減又は免除ができる。

信託業法、兼営法での書面交付義務と同様に、受益証券発行信託では受益証券が転々と流通するという性格を踏まえると、その報告は軽減又は免除することが適当である。例えば、上場信託では、信託業法上の報告をもって、すなわち金融商品取引所の定める開示方

法により開示することによって、信託法37条3項の報告に代えることが、その時々の実益者が情報を得られるという点からも適当と考える⁽⁴⁶⁾。

3.8. 受益証券発行信託の税

受益証券発行信託は、原則として、法人税法（昭和40年法律34号）では2条29号の2イの「受益権を表示する証券を発行する旨の定めのある信託」にあたり、法人課税信託として取り扱われ、受益証券発行信託の受託者は同法の法人課税信託の取扱いに従い、受託者段階で課税関係が発生する。

ただし、一定の要件（図表6）を充たすものは特定受益証券発行信託（法人税法2条29号ハ、所得税法（昭和40年法律33号）2条1項15号の5）として法人課税信託ではなく、集団投資信託として取り扱われ、その収益が分配されたときに受益者段階で課税関係が発生する。上場信託は、この要件を充たしており、上場信託の実益者は、収益が分配された

ときに所得税又は法人税が課される。

なお、上場信託の譲渡課税については、上場株式等と同様な税法上の扱いとなっている⁽⁴⁷⁾。

3.9. 受益証券発行信託の会計

受益証券発行信託の実託者の会計処理（いわゆる実託者会計）は、一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に準じて行うこととされており、その内容については一般社団法人信託協会が公表した受益証券発行信託計算規則（平成19年9月26日）に示されている。上述の特定受益証券発行信託の計算等においても、同規則を前提として規定が設けられている（同規則前文なお書）。

3.10. 振替法

社債、株式等の振替に関する法律（平成13年法律75号、以下「振替法」という。）における上場信託の扱いはやや複雑である⁽⁴⁸⁾。振替法では受益証券発行信託の発行者は実託

【図表6】 特定受益証券発行信託の要件

要	件
(1)	次に掲げる要件に該当するものであることについて、税務署長の承認を受けた法人が引き受けたものであること ① 次のいずれかの法人に該当すること イ 信託会社（管理型信託会社を除く） ロ 信託銀行 ハ 資本金・出資金が5,000万円以上の法人（設立1年以上経過） ② 信託に係る信託法に規定する書類・電磁的記録等の作成及び保存が確実に行われると見込まれること ③ 帳簿書類に取引の全部又は一部を隠蔽、仮装して記載・記録した事実がないこと ④ 業務・経理の状況につき有価証券報告書に記載する方法等により開示し、会社法に規定する計算書類・事業報告等の書類について閲覧の請求があつた場合には、正当な理由がある場合を除き、これらを閲覧させること ⑤ 清算中でないこと
(2)	各計算期間終了時に未分配利益の額の元本総額に対する割合が1,000分の25を超えない旨信託行為に定めのあること
(3)	各計算期間開始時に利益留保割合が上記の割合を超えていないこと
(4)	計算期間が1年を超えないこと
(5)	実益者が存しない信託に該当したことがないこと

該当条文：法人税法2条29号ハ、法人税法施行令14条の4第10項、11項

者となるが、受益証券の発行については次のように整理される。

信託法207条では、「受益証券発行信託の受託者は、信託行為の定めに従い、遅滞なく、当該受益権に係る受益証券を発行しなければならない」とされている。一方で、上場信託は、東証上場規程では、「指定振替機関の振替業における取扱いの対象であること又は上場の時までに取扱いの対象となる見込みがあること」⁽⁴⁹⁾とされており、上場信託は振替受益権としてすべて指定振替機関（株式会社証券保管振替機構）⁽⁵⁰⁾で扱われることになる。振替法127条の3では、「振替受益権については、受益証券を発行することができない」とされているため、受益証券発行信託でありながら受益証券を発行することができないことになる。この点については、上場信託では、振替法127条の2第2項に従い信託契約に振替受益権となる旨の記載があり、信託法207条の「信託行為の定めに従い」受益証券を発行することができないと解されている⁽⁵¹⁾。

なお、振替法127条の30において、振替受益権は信託法の受益証券発行信託の受益権とみなす旨の規定があり、同法127条の31で、振替受益権については受益権原簿の記載事項をはじめ⁽⁵²⁾信託法の適用除外が設けられている。

4. 受益証券発行信託の事例⁽⁵³⁾

4.1. 貴金属上場信託

貴金属上場信託は、2010年7月に東証に上場した内国商品現物型ETFで、前述のとおり受益証券発行信託の初めての公表事例である。金、プラチナ、銀、パラジウムそれぞれを受託財産とする4銘柄が上場した⁽⁵⁴⁾。

JDRと類似した仕組みであるが、JDRが有価証券信託受益証券であることから金商法上の発行者が受託有価証券の発行者となっていることに対して、貴金属上場信託は受託財産が有価証券ではなく有価証券信託受益証券に該当せず、図表4①ハに該当し金商法の発行者は委託者及び受託者となっている⁽⁵⁵⁾。

また、内国商品現物型ETFは、受託財産が商品（コモディティ）という取扱いにノウハウが必要なものであることから、上場規程において信託の委託者は、(a)上場会社又はその子会社であること、かつ、(b)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、取引参加者又はこれらに相当する者であることとしている⁽⁵⁶⁾。なお、JDRの場合には、委託者は有価証券の引受も同時に行うため第一種金融商品取引業者が担う⁽⁵⁷⁾。

貴金属上場信託は、一定の条件を満たす場合には、その保有者は保有する貴金属上場信託を解約して、受託財産である貴金属を受領することができるという特徴がある。モノの信託である点が活かされたものである。特に、金とプラチナでは、受託財産1kg相当から受領することができ、個人投資家にも利用しやすい仕組みとなっている⁽⁵⁸⁾。

4.2. ETN-JDR

ETNは海外では活発に取引されていたものの日本では存在しない債券であったことから、日本国内ではそのままでは流通しにくい、上場しにくいという問題があった。JDR化することによりその点をクリアしたものである。ETNは、JDR化することにより日本市場で知られるようになった⁽⁵⁹⁾。

4.5. JDR の設定・解約

JDR の1つの特徴として、JDR の設定・解約がある。例えば、外国株の保有者は、その保有する外国株を JDR に交換（受益証券発行信託の追加設定）することにより外国株 JDR を取得することができる。一方、外国株 JDR の保有者は、その保有する外国株 JDR を外国株に交換（受益証券発行信託の一部解約）することにより、受託財産の外国株を取得することができる。貴金属上場信託で受益者が貴金属を受領できるのも基本的に同じ仕組みである。

この仕組みがあることにより、本国で非上場の場合でも JDR で東証に上場している外国会社では、ストックオプション等の株式報酬制度により本国で会社の株式を受領した役員が、その株式を JDR に交換し東証で売却して換価することも可能になる⁽⁶⁶⁾。

5. 受益証券発行信託の更なる活用

5.1. 上場信託を軸に拡大

当面は、既存の JDR の利用が増加するであろう。特に、ここ数年、東証の IPO が順調に推移していることから⁽⁶⁷⁾、外国株 JDR

が増加する可能性が高い。将来は上場信託を中心に受益証券発行信託の柔軟性を活かした活用が更に広がるであろう。上場制度の整備は必要であるが、受託財産の拡大が期待される（図表8）。それは、投資家に対して多様なニーズにマッチした新たな投資機会の提供にもつながることになる。

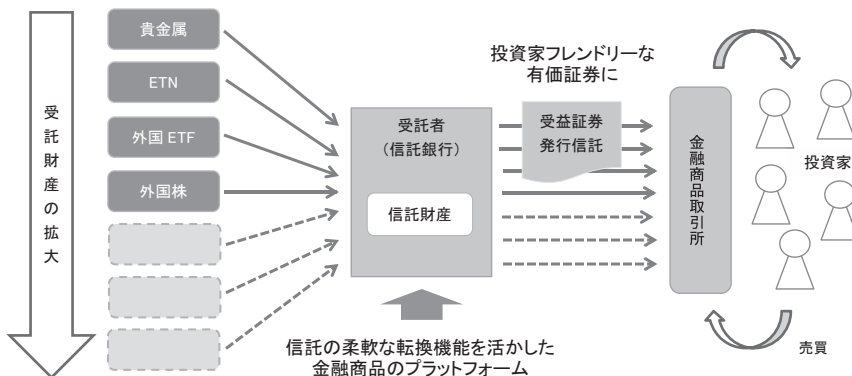
5.2. 外債 JDR

既に、ETN-JDR という外国の債券を受託財産とする JDR は存在するが、ETN は指標連動型の特殊な種類の長期債であり、債券の JDR はそれ以外の種類のものでも検討できる。

米国では、非上場のものであるが、GDN（Global Depositary Note）と呼ばれる米国外の債券を預託証券化したものが多く発行されている⁽⁶⁸⁾。新興国の国債や政府保証債等を預託証券化したものが多いが、直接投資するには通貨やアクセスの問題等がある中、機関投資家にとってドル建てで米国において取引できるという利便性から発展してきたものである。

アジアではインフラ整備に多額の資金が必要とされているが⁽⁶⁹⁾、日本でもアジア諸国等の現地通貨建て債券を JDR 化して円建て

【図表 8】 受益証券発行信託 活用の方向性



で取引することも十分に考えられる。インフラ債券として発行されることが多く最近発行が拡大しているスクーク（イスラム債）⁽⁷⁰⁾を日本で流通させる際にも活用できるかも知れない。

最近の世界の趨勢からは国を跨いで通貨や制度の統一が一気に進むことは考えにくい。そのような環境下、通貨や制度の異なる地域間で有価証券取引を行う場合に、JDRは有効な通貨・制度の転換プラットフォームになりえる⁽⁷¹⁾。

5.3. アンسポンサード JDR

アンスポンサード ADRとは ADRの応用であるが、株式を発行する外国企業の協力を得ずに外国株を ADR化（非上場）する仕組みである。米国に上場していない米国外の企業の株式をドル建てで米国において取引できるようにしたものである。2008年10月に、米国証券取引委員会（SEC）から企業内容の開示に関する解釈が示された後⁽⁷²⁾、発行が大きく増加した。アンスポンサード ADRは、世界各国の企業の株式を米国で取引したいという機関投資家ニーズから生まれたものであるが、日本では個人投資家も含めて外国株投資ニーズは高く、アンスポンサード JDRの検討の可能性は十分にある。ただし、現行の金商法上の発行者の扱いがアンスポンサード JDRを想定していない等検討すべき点もある⁽⁷³⁾。

5.4. トラッキング信託⁽⁷⁴⁾

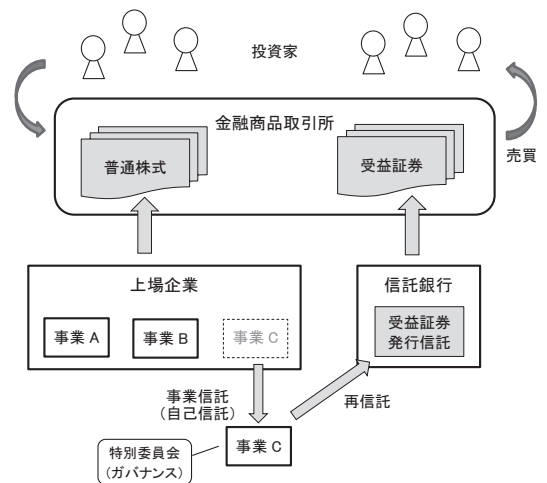
複数の分野で事業展開している上場企業では、各事業価値の総和に比べて株価が低めになることがある。この現象は「コングロマリット・ディスカウント」とも呼ばれ、日本で

も見られる⁽⁷⁵⁾。最近も、コングロマリット・ディスカウントに目を付けたアクティビストの動きが報道されている⁽⁷⁶⁾。

コングロマリット・ディスカウントを軽減、解消する方法としては、投資家に各事業の内容を理解して貰い企業価値の総和を引き上げることが王道であるが、事業ごとに会社分割させて上場させること（いわゆるスピノフ）も1つの方法である。また、一部の事業の業績に連動する種類株式を発行する手法（いわゆるトラッキング・ストック）もある。ただし、トラッキング・ストックは、日本では殆ど利用例がない⁽⁷⁷⁾。

そのトラッキング・ストックと同様な効果を狙うものとして、事業信託を使うという発想が以前からある⁽⁷⁸⁾。特定の事業を信託で切り出すものであるが、その際その事業信託を上場信託の仕組みで上場させることが考えられる（図表9）。実現にはガバナンス体制を中心に検討すべきことも多いが、また、投資家の支持を得ることも必要ではあるが、スピノフまではいかないレベルで、事業を分割して上場することが可能である（上場制度

【図表9】「トラッキング信託」コンセプト



が整備されることが前提)。

5.5. サステナブル事業体の上場信託

株式会社は誰のものかという議論は長くなされてきたが、最近、米国でも新たな動きが出てきた。例えば、2019年8月には、米国の大手企業経営者の非営利団体ビジネス・ラウンドテーブルが、従業員等の株主以外のステークホルダーを重視する姿勢を打ち出してきた⁽⁷⁹⁾。株式会社のあり方が問われ変化しつつある中、株式会社とは異なる形態の事業体の上場ニーズも今後は出てくるであろう。

一方で、日本の上場のプラットフォームは日本企業の普通株式を軸に構築されてきたことから、新たな形態の事業体の上場に柔軟かつ的確に対応できるか疑問がある。その際に、受益証券発行信託を用いて、そのままでは上場しにくいものを既存の上場インフラに適した形で上場することは実現のハードルを下げる有望な選択肢である。受益証券化することにより、投資家フレンドリーなものとなる。

例えば、株式会社の枠組みは収まりにくい事業を事業信託化した場合、トラッキング信託と同様に、その受益権（2項有価証券）を受益証券発行信託で有価証券化して上場することも考えられる。

海外の証券取引所では多様な金融商品が上場していることから⁽⁸⁰⁾、東証でも金融商品の多様化が期待される。

6. おわりに

受益証券発行信託の制度は新信託法で導入されてから10年余り経過し、上場信託の最初の公表事例である貴金属上場信託が上場してからも9年以上経過し、上場信託の数も種類

も増加しており⁽⁸¹⁾、受益証券発行信託は市場に広く受け入れられ定着したと見て良いであろう。

受益証券発行信託に長く関わってきた者としては大変喜ばしい状況ではあるが、受益証券発行信託は活用できる余地がまだまだあると考える。今後は量の増大とともに、多様性も高まってくるに違いない。受益証券発行信託の活用を広げる際には、有価証券化という観点から実務のしっかりとした裏付け、社会からの支持も必要であり、信託関係者が多くの関係者と様々な形で協働しながら受益証券発行信託を磨きあげていき、受益証券発行信託が証券市場のみならず社会全体の発展に寄与していくことを大いに期待している。

【注】

- (1) 本稿は、①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」第241号)69頁～82頁、②星治「上場信託」の可能性について」(2011年、「信託」第246号)22頁～36頁、③星治「活用広がるJDR」(「月刊資本市場」2013年10月号)38頁～46頁、④星治「受益証券発行信託の今後の展望」(2018年、「信託フォーラム」9号)79頁～83頁を参考にしている。
- (2) 寺本昌広『逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕』(2008年、商事法務)388頁。
- (3) 寺本・前掲(注2)387頁。
- (4) 法務省民事局参事官室「信託法改正要綱試案 補足説明」中の「第67 受益権の有価証券化について」179頁
<http://www.moj.go.jp/content/000011802.pdf> (2019年9月19日閲覧)。
- (5) 社団法人信託協会「貸付信託期限別・委託者別残高推移」によると、貸付信託の残高は1993(平成5)年には50.7兆円に達していた。
- (6) 受益証券発行信託の信託法上の定めは、星・前掲(注1①)70頁～75頁を参照されたい。
- (7) 貸付信託法2条では、「信託契約により受け入れた金銭を、主として貸付又は手形割引の方法により、合同して運用する金銭信託」と定められており、受

- 託財産に加えて運用の方法にも制約があった。
- (8) 寺本・前掲(注2)32頁。なお、信託会社又は信託銀行が業として受託する場合には、関連法令に従い、適正に受託できる財産に限られる。
- (9) 信託法では受益証券発行限定責任信託について、会計監査人に関する規定のみが設けられている。信託行為により会計監査人を置くことができること(同法248条1項)、最終の貸借対照表の負債の部に計上した額の合計額が200億円以上の場合には会計監査人を置かなければならないこと(同条2項)に加え、会計監査人の資格(同法249条)、権限(同法252条)、注意義務(同法253条)、損失補てん責任(同法254条)等が定められている。なお、受益証券発行限定責任信託以外の信託についても公認会計士又は監査法人による(任意)監査を受けることはできる(道垣内弘人編著『条解信託法』(2017年、弘文堂)972頁～973頁(弥永真生))。
- (10) J.P. Morgan ウェブサイト
<https://www.jpmorgan.com/global/90-years-of-innovation> (2019年10月2日閲覧)。
- (11) 星・前掲(注1③)44頁。
- (12) 貸付信託の受益証券も1項有価証券(12号)であるが、流動性は高くはない。
- (13) 本稿執筆時点では、金融商品取引所のうち上場信託の公表事例があるのは東証のみ。
- (14) 三菱UFJ信託銀行編著『信託の法務と実務 6訂版』(2015年、金融財政事情研究会)570頁。
- (15) 葛西晃・蚊帳清一「J・T・C(日本信託証券)の概要と信託法上の問題点」(1972年、「旬刊商事法務」598号)9頁～14頁。
- (16) 四宮和夫『信託法〔新版〕第7刷』(有斐閣、2002年)32頁及び33頁では、「信託法は果たして信託受益権の証券化を許すかどうかという問題」、「可能だとしても、それが市場で流通するためには、証券取引法上の要件を充たさなければならないという点」及び「発行者の開示義務が問題」が挙げられている。
- (17) 実務面から見たJDRが実現した要因の1つは、項番3.10.記載の振替受益権として券面を発行せずに流通できるようになったことである。
- (18) 例えば、2006年3月29日開催の経済財政諮問会議に提出された「新経済成長戦略 中間とりまとめ」176頁及び177頁で「日本型預託証券(JDR)の導入」が説明されている。
<https://www5.ca.go.jp/keizai-shimon/minutes/2006/0329/item7.pdf> (2019年9月19日閲覧)。また、2007年3月27日開催の経済財政諮問会議においても、根本内閣大臣補佐官から「日本型預託証券(JDR)の導入促進や英文開示でも上場可能にするなど、スピード感を持って3年以内を実現すべき内容を特定していきたい」との発言がなされている。平成19年第6回経済財政諮問会議議事録6頁
https://www.jftc.go.jp/soshiki/kyotsukoukai/kenkyukai/kiseiken/jokyo/070420_files/070420siryo5-1.pdf (2019年9月19日閲覧)。
- (19) 例えば、第164回国会衆議院財政金融委員会議事録第14号(平成18年4月28日)
http://www.shugiin.go.jp/internet/itdb_kaigirokua.nsf/html/kaigirokua/009516420060428014.htm (2019年10月9日閲覧)。
- (20) 舞田浩二「受益証券発行信託の受益証券に係る上場制度の整備について」(2010年、「信託」第241号)83頁。
- (21) 同時に外国商品現物型ETFを受託財産とするJDRの上場制度も整備された。
- (22) 亀井達彦・磯部佳奈絵「JDR形式による指標連動証券の上場制度等の整備」(2011年、「信託」246号)37頁。
- (23) 東証「インフラファンド市場の開設に伴う有価証券上場規程等の一部改正について」(2015年4月28日)
<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/nlsgeu000000ws6w-att/gaiyou.pdf> (2019年10月15日閲覧)。
- (24) 2017年9月29日、米国企業テックポイント・インクが東証マザーズに上場。なお、外国株JDR実現までの経緯については、日本経済新聞2017年9月29日朝刊「兜町ファイル 制度創設10年、第1号は「日本人」日本預託証券で米半導体VB上場」を参照されたい。
- (25) World Federation of Exchanges “Value of share trading, December 2018”における順位。東証より上位は、上からNYSE、Nasdaq、BATS Global Markets、深圳。
- (26) 東証「投資部門別保有額」(2018年)によると、第1部上場企業の株式のうち、時価ベースで約31%を海外投資家が保有している。
- (27) 日本取引所ウェブサイトでは、新規上場の説明として「東京証券取引所に初めて上場をすることをいいます。そのうち、他の取引所に上場していない会社が上場することを、「IPO(新規株式公開)」や「直接上場」といいます。」としている。
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/>

- basic/index.html (2019年10月4日閲覧)。
- (28) 東証上場の日本企業でも例(杏林製薬)がある。庄司容子「スラックが活用、直接上場とは? 実は日本企業も実施例が」(日経ビジネス1分解説 2019年6月21日)。
<https://business.nikkei.com/atcl/gen/19/00002/062100474/> (2019年10月8日閲覧)。
- (29) 例えば、“Direct flight to NYSE, Spotify opts for an unusual way of going public” The Economist, Jan 11th 2018
<https://www.economist.com/business/2018/01/11/spotify-opts-for-an-unusual-way-of-going-public> (2019年10月4日閲覧)。
- (30) 証券会社での取扱い状況は、三菱UFJ信託銀行調べ。
- (31) 日本取引所ウェブサイト「信用取引のしくみ」
<https://www.jpx.co.jp/equities/trading/margin/outline/index.html> (2019年10月4日閲覧)。
- (32) 東証「投資部門別売買代金」(2018年)によると、個人投資家の売買全体に対する信用取引の占める比率は、第1部で約63%、第2部で約49%、マザーズで約65%、JASDAQで約60%である。
- (33) 直接上場の外国株の場合には、配当金の受取方式としてNISA、ジュニアNISAが適用される株式比例配分方式が選択できないため。
- (34) 東証「投資部門別株式保有額」及び「投資部門別売買代金」の2018年の数値。
- (35) ETNに「外国」が付いていない理由としては、ETNが国内での発行を想定していないからと考えられる。
- (36) 星・前掲(注1④)80頁。
- (37) 四宮・前掲(注16)33頁、326頁。
- (38) 樋口航「受益証券発行信託の活用例と法的論点—JDRを中心に—」(2013年、「旬刊商事法務」2006号)88頁。
- (39) 定義府令10条の2第1項16号、9号。
- (40) 定義府令10条の2第1項16号、6号。
- (41) 東証上場規程407条。
- (42) 永田秀俊「外国株JDRの上場制度の概要」(2018年、「信託フォーラム」9号)78頁。
- (43) 適時開示情報閲覧サービス(TDnet)がこれにあたる。
- (44) 金融庁「信託業法施行規則等の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの結果について「信託業法施行規則等の一部を改正する内閣府令について(平成22年11月19日)」1頁No.3
<https://www.fsa.go.jp/news/22/kinyu/20101119-2/01.pdf> (2019年10月15日閲覧)。
- (45) 受益者からの要請があった場合に速やかに信託財産状況報告書を交付できる体制としては、受託者のウェブサイトで、信託財産状況報告書を閲覧できるようにしておくことが1つの方法である。
- (46) この場合、信託契約に信託法37条3項の報告の扱いの記載が必要になる。
- (47) 樋口航「受益証券発行信託の基礎と実務」(2018年、「信託フォーラム」9号)74頁。
- (48) 受益証券発行信託の上場制度が整備された2007年11月時点では、ここで記載の振替受益権の制度は実施されておらず、2010年7月1日から実施された。細見郁夫「受益証券発行信託の受益権に係る株式等振替制度の概要」(2010年、「旬刊商事法務」)25頁。
- (49) 例えば、外国株JDRでは、東証上場規程1104条1項2号f。
- (50) 東証有価証券上場規程施行規則4条において指定あり。
- (51) 道垣内・前掲(注9)851頁(弥永真生)。
- (52) 信託法で適用除外となる規定は、186条3号・4号、189条、194条、195条1項、197条1項~3項、198条1項・2項、199条、200条1項、201条1項。
- (53) 本稿では、外国株JDRの仕組みのみ図示しているが、貴金属上場信託、ETN-JDR、外国ETF-JDRの仕組み図は、三菱UFJ信託銀行・前掲(注14)566頁、568頁、569頁を参照されたい。
- (54) 三菱UFJ信託銀行「金の果実シリーズ」ウェブサイト
<https://kikinzoku.tr.mufg.jp/ja/index.html> (2019年10月1日閲覧)。
- (55) 貴金属上場信託はJDRにはあたらないが、外国の市場関係者には貴金属のJDRと説明した方が理解されやすい。市場からの目線でいえば、JDRは投資家が売買しやすくするための金融ラッピングツールであるからである。
- (56) 東証上場規程1104条4項1号の2。
- (57) 樋口・前掲(注47)70頁。
- (58) 三菱UFJ信託銀行「金の果実シリーズ」ウェブサイト「転換(交換)の流れ」
<https://kikinzoku.tr.mufg.jp/ja/feat/conversion.html> (2019年10月9日閲覧)。
- (59) ETNは、ETFと類似した商品性格をもつ一方で、ETNの発行者リスクを含有することから、東証で

- はETFとは明確に区分されて取り扱われている。
- (60) 外国ETFが直接上場ではなく、JDRを選択する理由として、証券会社のシステム対応の差も指摘されている。本柳祐介「外国ETF・外国ETFJDRの上場に関する法的論点と実務」(2014年、「旬刊商事法務」2034号)39頁。
- (61) 東証上場規程206条1項4号、東証上場規程施行細則213条3項2号。
- (62) 舞田・前掲(注20)86頁。
- (63) 現在、上場しているJDRでは、信託契約に発行会社にかかる契約が織り込まれている形式になっているが、発行会社と受託者は別の契約も締結する。
- (64) 東証上場規程2条71号。
- (65) 東証上場規程219条2項1号。
- (66) 前もって、本国の法令や税制の確認は必要となる。適切な対応には、実務上の手当ても必要である。
- (67) 横田雅之「最近のIPOの活動と東証の上場支援活動について」(「月刊資本市場」2019年3月号)51頁～52頁。
- (68) Citibank ウェブサイト
<https://depositoryreceipts.citi.com/adr/common/linkpageUL.aspx?pageId=3&subpageid=179> (2019年10月2日閲覧)。
- (69) 清水聡「アジアのインフラ・ファイナンスに不可欠な民間資金の拡大」(2019年、「環太平洋ビジネス情報RIM」No.73)100頁によると、2016～2030年までのインフラ整備の必要投資額(ADB推計)は、気候変動考慮後ベースで、南アジアで6.3兆米ドル、東南アジアで3.1兆ドルと巨額。
- (70) 清水・前掲(注69)127頁。
- (71) 日本では債券の上場市場が発達していないことから、流動性は下がるがGDNと同様に外債JDRは非上場という選択肢もある。
- (72) Rule 12g3-2 (b)。SEC “EXEMPTION FROM REGISTRATION UNDER SECTION 12 (g) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 FOR FOREIGN PRIVATE ISSUERS”
<https://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58465.pdf> (2019年10月4日閲覧)。
- (73) アンスポンサーードADRでは、株式発行者と投資家の関係は米国で訴訟になっている例もあり留意が必要である。
- (74) 「トラッキング信託」は一般名称ではなく本稿での呼称。初出は星・前掲(注1④)81頁～82頁。
- (75) 牛島辰男「多角化ディスカウントと企業ガバナンス」(2015年、「フィナンシャル・レビュー」121号)79頁によると、日本企業の平均ディスカウントを6.9%と推計している。
https://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list7/r121/r121_05.pdf (2019年10月8日閲覧)。
- (76) 「ソニーを覆う 複合企業への低評価」日本経済新聞電子版2019年5月7日
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO44295680W9A420C1000000/> (2019年10月8日閲覧)。
- (77) トラッキング・ストックの事例として知られるソニーの種類株式も2005年には普通株式に転換されている。ソニープレスリリース「子会社連動株式の一斉転換に関するお知らせ」
<https://www.sony.co.jp/SonyInfo/News/Press/200510/05-061/> (2019年10月8日閲覧)。
- (78) 信託法改正検討時の議論として、「事業の信託を行う場合、いわゆるトラッキング・ストックといった種類株式と同様の用い方をする場合等様々な創意工夫の下に多様な利用可能性がある」とされていた。法務省民事局参事官室「信託法改正要綱試案 補足説明」(2005年7月26日公表)184頁
<http://www.moj.go.jp/content/000011802.pdf> (2019年10月8日閲覧)。
- (79) Business Roundtable “Statement on the Purpose of a Corporation”
<https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/> (2019年10月2日閲覧)。
- (80) 例えば、シンガポール証券取引所では、事業信託(Business Trust)の上場制度がある。
[https://www2.sgx.com/research-education/securities-products#Business Trusts](https://www2.sgx.com/research-education/securities-products#Business%20Trusts) (2019年10月15日閲覧)。
- (81) 上場信託は、本稿執筆時点で上場廃止された銘柄も含め累計62銘柄(外国株JDR:1、ETN-JDR:35、外国ETF-JDR:22、内国商品現物型ETF:4)の上場実績がある。