

JDR (日本版預託証券) とは何か？

福本 葵

1 導入の動き

二〇〇八年三月四日、プロ向け市場の整備や課徴金の引き上げなどが盛り込まれた「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」が閣議決定され、一六九回国会に提出された。この改正は、昨年十二月二日に金融庁が公表した「金融・資本市場競争力強化プラン」を推進するための法整備である。

「金融・資本市場競争力強化プラン」は日本市場の競争力強化のための方策を盛り込んでいる。このなかで、取引所における取扱商品の多様化に、本稿でとりあげるJDR (Japanese Depositary Receipts、日本版預託証券)⁽¹⁾ についての言及がある。⁽²⁾

JDRが取り上げられたのは、これが初めてではない。平成一八年六月、経済産業省の「新経済成長戦略」において、また、平成一九年九月、同じく経済産業省のグローバル産業金融研究会の報告書においても、その導入と整備についての必要性が論じられている。本稿では、JDRがどのようなものであるかについて概観したい。

2 改正信託法と金融商品取引法

(1) 改正信託法

JDRは、昨年改正された新信託法における受益証券発行信託を利用したものである。旧信託法では、受益証

券発行信託つまり信託契約の受益権を発行し、有価証券化する規定はなかった。学説上は、有価証券化できるとする説とできないとする説に分かれていた。事実上は、貸付信託法や投資信託法などの特別法がある場合にのみ有価証券が発行されていた。しかし、近年、受益権を保有する目的が経済的利益の取得となり、また、受託者にとつても、受益者が誰であつても構わない、個性が問題とならない場面が多くなつていた。このような場合、受益権を有価証券として発行し、譲渡可能にしたほうが便利である。昨年の信託法の改正は、信託の利用を促進した多様な資金調達を可能とすることを目的とするものである。受益権の有価証券化はこの一つの表れである。

改正信託法（平成一八年法律第一〇八号）では、一八五〜二一五条、二四八、二七〇条に、受益証券発行信託つまり受益権の有価証券化の規定がある。受益権原簿の作成、発行された受益券の譲渡などに関する規定、受益証券の発行、記載事項など受益証券について、受託者の義務、受益者の権利行使の制限などを規定している。

（2）金融商品取引法

金融商品取引法の第二条は有価証券を定義したものであるが、一項一四号に信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券が規定されている。³⁾

3 東京証券取引所の対応

東京証券取引所は、平成一九年四月二四日、「上場制度総合整備プログラム二〇〇七」を発表した。ここにJDRに関する上場制度の整備についての記載がある。「外国会社が信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券を活用して上場する要件を整理し、関係者と調整のうえ、所要の対応を実施する」としている。

(1) JDRの定義

東京証券取引所では、二〇〇六年六月二二日公表した「外国株信託受益証券等（いわゆる日本版預託証券）JDR」の上場制度の整備について（別紙2）において、JDRを「外国株信託受益証券」とは、金融商品取引法第二条第一項第一四号に掲げる「信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券」のうち、外国株券（金融商品取引法第二条第一項第一七号に掲げる有価証券で同項第九号に掲げる株券の性質を有するもの）を信託財産とするものであって、当該信託財産である外国株券に係る権利と同等の権利を当該信託の受益債権（信託法第二条第七項に規定する受益債権をいう。以下同じ。）とするもの。」と定義している。

(2) 業務規定の改正

平成二〇年二月四日発表の「外国株信託受益証券等（JDR）に係る制度整備に伴う業務規程等の一部改正」では、上場基準や開示基準をADRなどの外国株預託証券と同基準とすること、決済制度は証券保管振替機構を利用することなどJDRの流通、決済制度をより明確化している。

4 証券保管振替機構の対応

(1) 兼業申請

株式会社証券保管振替機構は、平成一九年二月二二日、信託法に規定される「受益証券発行信託受益証券保管振替決済業務」を行うことについて、株券等の保管及び振替に関する法律に基づき、主務大臣である金融庁長官及び法務大臣に対して、兼業申請し、平成二〇年一月三〇日、この申請は受理された。これを受け、平成二〇

年二月一日、「受益証券発行信託の受益証券に係る保管及び振替決済に関する規則」等を施行した。

(2) なぜ兼業か

証券保管振替機構は、受益証券発行信託の受益証券の決済業務を本業ではなく、兼業業務として申請した。なぜ兼業でなければならなかったか。それは、新信託法施行によって、様々な関連法律が改正されたが、受益証券発行信託の受益証券は、「株券等の保管及び振替に関する法律」(以下、保振法)第二条の「株券等」への追加改正はされなかったからである。従って、保振法第三条第一項に規定する保管振替業ではなく、保振法第四条の第一項ただし書に規定する「兼業」として業務を行うこととした。

しかし、受益証券発行信託の受益証券は、二〇〇九年一月施行予定の「社債、株式等の振替に関する法律」の第二条の「社債等」への追加が行われることとなっている。これは、信託整備法(信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律)に係る「社債、株式等の振替に関する法律」の改正が施行されることによる。

受益証券発行信託の受益証券の決済が本業とされるためには、先に「社債、株式等の振替に関する法律」が施行され、その後、信託法整備法(信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律)に係る「社債、株式等の振替に関する法律」の改正が施行されなければならない。

信託整備法に係る「社債、株式等の振替に関する法律」改正の施行日の政令による期限は平成二三年一二月である。(第六十一条の規定公布の日⁴から起算して五年を超えない範囲内において政令で定める日)

従って、受益証券発行信託の受益証券が本業となるもつとも早いタイミングは二〇〇九年一月、最も遅くなる平成二三年一二月ということとなる。

(3) 決済制度

保管振替制度の対象となるものは、「信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券のうち、金融商品取引所に上場され、かつ、信託財産が外国株又は外国ETFであるもの」とし、「機構は、以下の各号のすべてに該当する信託受益証券のうち、発行者及び受託者の同意を得たものを、機構の行う受益証券発行信託受益証券保管振替決済業務において取り扱うものとする。」⁽⁵⁾としている。上記、以下の各号にすべて該当するとして、取り扱いの要件とされているのは、「(1) 金融商品に上場されていること。(2) 機構が行う信託受益証券の保管業務について、当該業務の委託契約が、受託者との間で締結されていること。(3) 前号の規定により受託者で保管される信託受益証券が無記名式であること。」の三つである。

5 JDRの仕組

(1) JDRの仕組

JDRの発行、流通、決済の仕組は、いかなるものであろうか。インドなどにある発行会社は、日本の証券会社からの払い込みを受け、原株をインド国内にあるカストディアンに移転する。日本の証券会社は契約上、原株の引き受けを行ったことになる。現地カストディアンは、原株を保管し、数量を管理する(図1)。

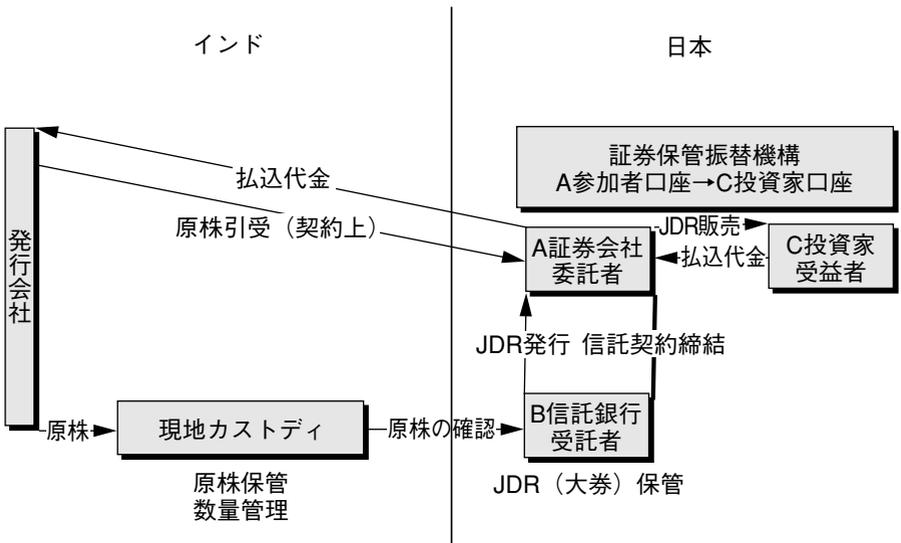
日本国内では、証券会社(委託者)と信託銀行(受託者)が信託契約を締結する⁽⁶⁾。信託銀行は、現地のカストディンに移転した原株をもとにJDRを発行する。この時の、原株対JDRの比率は必ずしも一対一ではない。JDRはグローバルノートという一枚の大券が発行されるのみである。グローバルノートとは、「受益権の口数の記載がなく、信託契約において、原則として当該券面一枚に、全ての受益権が表象される大券をいう。」⁽⁷⁾

契約上は、信託銀行が発行するグローバルノートは証券保管振替機構に移転されるが、証券保管振替機構はグローバルノートの保管業務を信託銀行に委託し、信託銀行がグローバルノートを保管する。実務上は、グローバルノートが証券会社や証券保管振替機構、信託銀行間を移動することはなく、信託銀行に据え置かれたままである。これは受益者が権利行使するために、受託者である信託銀行に対し証券の提示が必要であるからである（信託法第一九二条一項）。権利行使の度に高額なグローバルノートを証券保管振替機構から信託銀行に移転させることは困難である。そのためグローバルノートの保管業務を信託銀行に委託し、受益者は常に証券を交付している状態を保っている。

JDRの発行に関しては、証券会社がオリジネーターの役割を果たす。

信託銀行は、証券保管振替機構に対し、証券保管振替機構内の証券会社の口座にこれに見合うJDRを記帳することを指示する。また、信託銀行が、株式の場合の株主名簿に当たる信託受益権原簿を管理する。

図1 JDRの仕組み



証券会社は、保管振替制度の信託受益証券参加者となり、投資家にJDRを販売する。顧客は証券会社に代金を払い込む。基本的に、JDRの投資家は持分証券の交付を請求できない。⁽⁸⁾これらの仕組は追加発行の場合も同様である。

6 なぜ原株式を上場させないのか

このようなJDRの仕組は原株を日本で上場させるよりも複雑であり、現地カストディアンや信託銀行など介入する機関も増える。経済産業省の報告書では、JDR導入の目的をアジア企業への資金投資としているが、それならば、日本で原株を上場させる方がよいのではないか。

なぜ原株を上場させることができないか。それは、韓国、台湾、インドなど、国内法で国外証券取引所における上場が禁止されている国があるからである。また、外国での上場が認められていても外国人投資家の取得規制を設けている場合もある。さらに、株式制度、会計制度が異なるため、日本での上場に二の足を踏む場合もある。

例えばインドにおいては、「インド外国為替管理法上、インド証券取引委員会の登録を受けた外国機関投資家以外のボンベイ取引所、国立証券取引所、その他インド国内の証券取引所において、上場インド企業の株式を購入することは禁止されている。また、同法上、インド企業が海外の証券取引所において、外貨建てでその株式を直接上場することは認められていない。」とされている。⁽⁹⁾JDRに限らず、ADRやGDRのような預託証券(DR)は一般に国内法の規制等により直接米国や英国の取引所に上場できない外国企業にとっての資金調達手段である。

7 JDRRのメリット

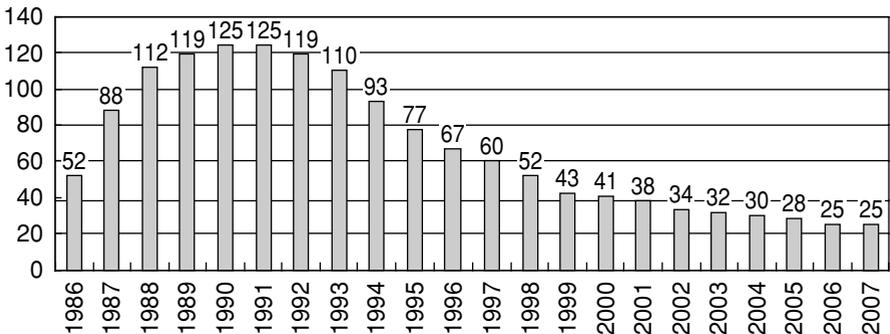
東京証券取引所の外国株市場の外国株市場は、一九九二年の一二五社をピークに昨年は二五社と減少著しい（グラフ1）。

JDRの体制整備は、日本市場の国際的競争力向上を目的としている。JDRを用いるメリットとしては、インド企業などの発行会社にとっては、原株で上場できない規制の回避をすることができ、日本の投資家から資金調達が可能となる。エンロン事件以降、米国企業改革法によって厳格化してきた発行開示基準化でのADRからの乗り換えも期待できるかもしれない。

JDRは、投資家にとっては、国内法における証券であるため、日本法上の保護が得られる。日本の証券取引所で購入できる証券の多様化が図られることになる。外国証券取引口座を開設することなしに取引でき、投資家の裾野が拡大することも考えられる。

シティグループと日興コーディアルの合併の際し、シティ・インクは二〇〇七年一月五日、東証の外国株市場に上場した。これは日興コーディアルの株主への合併対価としてシティ・インクの普通株式を交付するための準備である。いわゆる三角合併の場合、合併対価として親会社である外国株式を交付することがあるが、日本市場で上場していない外国株式は、日本国内における流動性が低く、投資家利益を害するものであるとして問題点を指摘す

グラフ1 東京証券取引所 上場外国会社数の推移



(東京証券取引所データより作成)

る声もあった。

シテイは東証外国株市場への再上場という選択をしたが、今後、外国企業が日本企業を合併する際、JDRの市場が整備されていれば、合併の対価として、これを利用することも検討されるであろう。

8 おわりに

アジア企業が日本に市場において資金調達することを促進するため、また、日本の投資商品の充実のために、経済産業省や金融庁から体制整備の重要性や推進が取り上げられているJDRであるが、現実的に利用が見込まれる市場なのか。投資家保護は十分なのであろうか。

第一に開示基準はどうなるか。JDRの開示基準は、韓国の製鉄会社POSCOのADRと同一の基準を採用するとされている。ADRはアメリカの開示基準を充たしているため、投資家保護には基準を充たしていると考えられるが、高い開示基準は発行会社から見れば、厳しい基準であるということを意味する。また、日本語での開示という手間をかけなければならぬことになり、これも発行会社の負担となる。同じ開示基準であれば、発行会社がADRやGDRではなくJDRを選択するメリットを他に求めなければならないであろう。

現在、東京証券取引所では、プロ向け市場の開設が検討されている。冒頭で述べたように三月四日国会に提出された「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」は、プロ向け市場の創設を盛り込んでいる。アメリカやイギリスのプロ向け市場では、参加者を証券会社などのプロの投資家に限定し、一般投資家に転売されないことを条件に、情報開示基準が緩和されている。日本においても、このような仕組みを導入しようとしている。これが実現すれば、そのプロ向け市場で、JDRが取引されることも考えられる。

次に、JDRを保有する投資家の議決行使や配当はどのように処理されるだろうか。JDRは株式ではなく、信託契約に基づいて発行される受益証券である。議決権行使や配当は、信託銀行を通じて処理される。受益者との信託契約に基づいて、議決権を行使する場合、信託銀行は、議決権の不統一行使を行うことになる。しかし、現地法によって、不統一行使が認められていない場合もある。また、JDRの配当は、株式の剰余金配当ではなく、受益証券の収益分配金である。発行会社から配当される剰余金がイコールJDRの収益分配金となるとは限らない。

第三にコストの問題がある。JDRの発行には、原株式を直接上場させる場合と異なり、信託銀行やカストディという機関が介在する。これは、制度にどのような影響を及ぼすのであろうか。信託報酬はどのような形で徴求するのであろうか。それによつては、商品として割高にならないか。ADRの場合、投資家は現地市場と日本市場の裁定取引による利益を上げるため、ADRから原株へ、原株からADRへの転換を行っている。信託銀行は主にこの転換手数料によつて収益を上げている。JDRの手数料徴求の仕組をADRと同様とするならば、一定量の取引がなければ、ビジネスとして成立しないのではないか。

また、インドなどの発行会社が既存株主に新株予約権を有利な条件で割り当てた場合、どのようなことになるだろうか。既存株主が払い込みをしなければ、既存株主の保有する株式の価値は、新株予約権が有利な条件で発行されればされるほど、低下する。価値を下げないためには、新株予約権を引き受け、新株に転換するか、もし、新株予約権を適正な価格で売買できる整備された市場が存在すれば、そこで売却しなければならない。

JDRの場合も同様であり、証券会社は原株に割り当てられた新株予約権を引き受け、払い込みを行わなければならない。JDRの価値は減じることになる。しかし、今般のJDRは「金融商品取引法施行令」第二条の三第三号⁽¹⁰⁾

規定される「有価証券信託受益証券」で、その受託有価証券が外国株式であるものが対象となっている。⁽¹¹⁾ この「有価証券信託受益証券」は、「企業内容等の開示に関する内閣府令」（開示府令）第一条の二の適用を受ける。「企業内容等の開示に関する内閣府令」第一条の二第一号には「当該有価証券信託受益証券に係る信託財産に受託有価証券及び当該受託有価証券に係る受取配当金、利息その他の給付金以外の財産が含まれないこと。」と規定されている。従って、例えば、インド企業発行の株式が受託有価証券であった場合、その受託有価証券である株式を追加で信託する場合には、その株式から生じる現金以外には、信託財産に組み入れることができない。つまり、株式に対する新株予約権が付与されても、それを信託財産に組み入れることはできない。現地において新株予約権を売却できる市場が存在すれば、そこで売却し、JDRの保有者に還元するなどの方策が考えられるが、必ずしもそのような市場が現地にあるとは限らない。

また、様々な問題はあるが、信託法の改正、流通市場、決済制度の整備とJDRを取引する環境は整いつつある。プロ向け市場の創設により、そこでJDRが取引されることになれば、開示基準も緩和される。

果たして、JDRによってアジアの発行会社を日本市場に呼び込むことができるであろうか。これまでの東京証券取引所外国株市場の縮小原因はJDRの体制整備により解決されるのか。JDRは日本の投資家にとって魅力ある投資商品となりうるか。今後も引き続き注目したい。

注

(1) JDRは、「日本預託証券」、「日本型預託証券」、「日本版預託証券」などの訳語が充てられている。本稿では、「金融・資本市場競争力強化プラン」において金融庁が用いている日本版預託証券を用いることとした。

- (2) 「企業株式の国内での取引機会の拡大（ＪＤＲの流通制度の整備）、東京証券取引所及び証券保管振替機構等におけるＪＤＲ（日本版預託証券）の商品内容等についての検討を踏まえ、平成二〇年上半年期を用途に、関係者によるＪＤＲの流通のための体制整備を推進する。」。
- (3) この規定のため、金融商品取引法は信託法改正を待って施行された。
- (4) 公布の日は平成一八年二月一日
- (5) 証券保管振替機構「受益証券発行信託の受益証券に係る保管及び振替決済に関する規則」第一条
通則法には、信託に関する規定がないため、信託契約は日本国内で締結される。
- (7) 証券保管振替機構「受益証券発行信託の受益証券に係る保管及び振替決済制度に関する要綱」（平成一九年二月二一日発表）「(9) 信託受益証券に係る券面、備考」
- (8) 証券保管振替機構「受益証券発行信託の受益証券に係る保管及び振替決済制度に関する要綱」（平成一九年二月二一日発表）「(9) 信託受益証券に係る券面③裁判所等、受託者以外の者に券面提示が必要な場合等の信託契約に定める事象が発生した場合に限り、受益権の口数記載のある受益証券を発行し、信託受益証券参加者経由で受益者に交付する。なお、この場合、グローバルノートには全ての受益権から当該券面に記載された受益権を控除した受益権が表章されることとなるよう記載を行う。」
- (9) 琴浦諒「インドにおける預託証券に係る規制―ＪＤＲの創設を踏まえて―」商事法務、一八一五号二五頁
- (10) 第二条の三 法第二条の二第四項第一号及び第四条第一項第二号イに規定する政令で定める有価証券は、次に掲げるものとする。

一 新株予約権証券

二 新株予約権付社債券

三 有価証券信託受益証券（法第二十一条第十四号に掲げる有価証券のうち同項各号に掲げる有価証券を信託財産とするものであって、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旨その他内閣府令で定める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ものをいう。以下同じ。）のうち、受託有価証券が株券又は前二号に掲げる有価証券であるもの

四 法第二十一条第二十号に掲げる有価証券で株券又は第一号若しくは第二号に掲げる有価証券に係る権利を表示するもの

(11) 証券保管振替機構「受益証券発行信託の受益証券に係る保管及び振替決済に関する規則」第二条(一) 外国株信託受益証券 金融商品取引施行令第二条の三第三号に規定する有価証券信託受益証券のうち、同号に規定する受託有価証券が外国株式であるものをいう。

※本稿作成に際し、斉藤 力氏（株式会社 証券保管振替機構）から貴重なご教示を賜りましたことを深謝いたします。

（ふくもと あおい・客員研究員）