

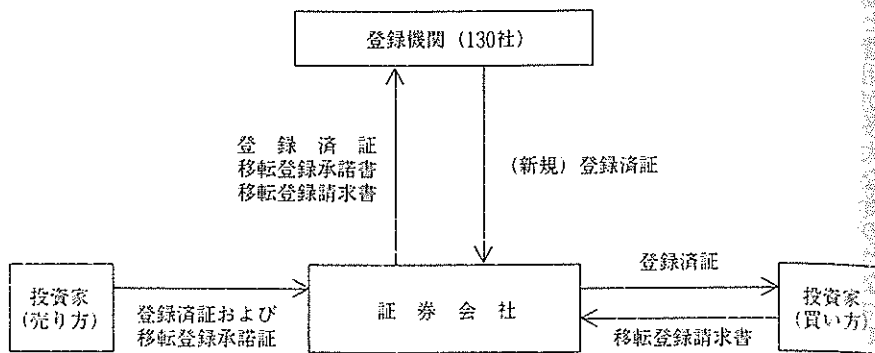
社債登録制度と流通市場

〈はじめに〉

社債決済制度の見直しが大蔵省で行われている。社債受渡の迅速化を図り、かねてから懸案になっていた、流通市場の活性化を促進するという狙いがあるものとされているが、その際見直しの中には社債登録制度である。現在の社債登録制度は一九四二年に施行され、不動産登記法に範をとり、社債保有を固定化し、流通市場で活発に売買されないようにすることを目的にしているといわれ、債券売買に伴う名義変更手続きが複雑で、約定から名義書き換えまでに時間がかかり過ぎるといふ難点をもっている。そのため社債流通市場の活性化の障害となつていられるといわれている。

この登録制度の改革をめぐることは、かねてよりセデルやユーロクリアのような集中決済機構の導入を主張する証券界と、現行の社債登録制度の改善で対処しようとする銀行界との間で意見が対立し、現在に至るまで決着をみていないが、昨年七月から大蔵省内で「社債受け渡し・決済制度研究会」が発足し、本格的な調整が進められている。現時点では、この調整作業がどのような形で決着をみるのかについては予断を許さないが、本稿ではまず社債登録制度改革論議の展開をフォローし、現時点での論点と対立点を整理する。その上で、流通市場改革のインセンティブについて考察を試みたい。

第1図 登録債決済手続きのフロー



(出所) 公社債引受協会『普通社債流通市場の改善に向けて』、1993年6月、65ページ。

〈社債登録制度とその問題点〉

社債登録制度とは、一九四二年に制定された、社債等登録法および同施行令・施行規則を根拠とする制度である。そして、その立法趣旨は同法第一条にも示されているとおり、「資金ノ蓄積及金融機関ノ資金ノ合理的運用ニ資スル」というものであり、社債の長期保有者または金融機関に対する租税軽減によって長期資金の固定化を図る目的があつたとされている。すなわち、戦時期の社債市場では軍需および植民地経営関連事業の起債が圧倒的な比重を占め、社債の頻繁な流通は、これら事業への重点的かつ低コストの資金配分を阻害するものと捕らえられたのである。しかし、それ以外にも、社債登録制度導入の効用としては、債券(本券ないし現物債といわれる)が発行であることから、発行手続きの簡素化、高級印刷能力の節約、空襲への対応などの利点があることが指摘されていた。すなわち、今日のペーパーレス的なあり方を先取りしていたともいえるのである。

社債登録制度では、社債の権利者の請求によって登録

機関据え付けの登録簿にその権利内容を登録し、社債の権利者は債券を保管することなく自己の権利を保全し、第三者に対抗できることになっているが、実際登録機関は、社債権者に登録済証を交付し、社債登録簿に登録簿の番号、券種などを記載する。そして、名義の移転もこの社債登録簿に基づいて行なわれている（第1図参照）。つまり、売買の仲介をする証券会社は、売手から登録済証と承諾書を受取り、他方買い手から移転登録請求書を受取り、これらをひとまとめにして登録機関に提出して、名義変更が行なわれるのである。

この社債登録制度が本格的に論議の対象とされたのは、一九八六年一月証券取引審議会報告書「社債発行市場の在り方について」である。ここで問題とされた理由は、社債が流動性に欠けることから価格情報が不十分であり、発行条件決定の上で信頼すべき市場実勢がなく、機動的な発行に支障をきたすというものであった。そして、五項目にわたる今後の対応策の一つとして、社債登録制度の改善が指摘されたのである。その際、登録制度の問題点として、名義移転に要する期間が長期にわたる例があること、本券と登録債の互換性が十分でないこと、などの問題点が指摘された。

同報告書では、具体的な改善策の提示はなされなかったが、その後この報告書での指摘を受けて、一九八七年一月に大蔵省内で、登録機関、証券会社、発行体、投資家などの参加を得て、「社債等登録制度研究会」が設けられ、具体的なあり方や改革方針が検討された。その際、列挙された制度上の問題点は、①移転登録請求に際し登録済証の添付が必要なことや、記番号管理のために、事務が複雑で名義移転に時間がかかること、②登録債を本券にする際、本券交付に時間がかかる、③登録機関の事務処理能力に差があり、処理日数がまちまちである、④証券会社の保護預り債券の量が多いが、受寄者名義登録ができないため、本券を証券会社が保管せざるを得ず、保管の手間と費用が多大なものとなっている、⑤応募者登録手数料（定率）の発行体負担が本券作成費用に比べ

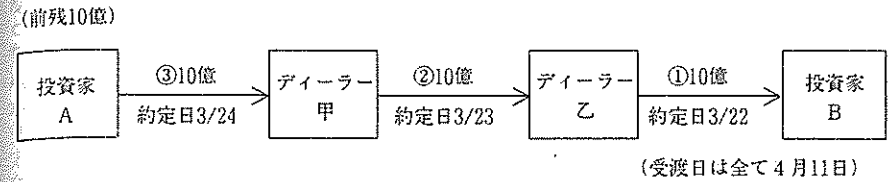
て割高になっているような事例もみられ、また移転登録手数料（定額）は郵送費さえも賄えないほどの水準ではない、などであった。そして、翌一九八八年四月、具体的改革方針として、いわゆる「三点セット案」、すなわち、①登録済証の廃止、②個別記番号管理の廃止、③受寄者名義登録制度の導入、が提案されたのである。このうち、①によっては移転登録の際の登録済証の添付が不要となり、登録請求手続きの迅速化が目指され、②では残高管理方式に改めることによって、本券発行が迅速化されることが期待された。また、③は証券会社、銀行などの「受寄者」が顧客から寄託を受けている社債について、受寄者名義で登録することを可能にし、受寄者が異なる顧客間の売買は移転登録で行なうことを可能とするというものである。（注）

〈振替決済制度案〉

その後の論議は、この研究会で示された案を踏み台に検討が進められた。とくに、一九九〇年代にはいつて、一括登録制導入、社債発行限度枠撤廃、社債受託制度改革、適債基準撤廃と漸次制度改革が進展し、社債市場関連で残された制度改革が流通市場に限定されてきたことから、社債登録制度の問題も注目されるようになった。証券界では、公社債引受協会が、一九九三年六月「普通社債流通市場の改善に向けて」とする報告書を発表している。同報告書は受渡・決済制度のみならず、債券在庫のリスク・ヘッジや資金・債券の調達（レポ市場）などの問題を含む広範なものであるが、債券の受渡・決済については、登録機関が分散している現状において、従来の「三点セット案」には種々の実務的問題点があることを示唆した。

そして、この債券受渡・決済の問題に集中して、日本証券業協会と公社債引受協会共同の「決済制度等専門委員会」は、一九九四年六月中旬報告として「債券決済制度の改善について」とする報告書を発表し、先の「三点

第2図 「空売り」のケース



	取引の時系列	約定のベースのポジション			
		A	甲	乙	B
	3/21 以前	+10	0	0	0
①	3/22 乙⇨Bへ10億売却	+10	0	-10	+10
②	3/23 甲⇨乙	+10	-10	0	+10
③	3/24 A⇨甲	0	0	0	+10

(現在の受渡方法)

- ・受渡の対称となる「登録済証」はAが持っているため、③(A⇨甲)への移転登録が先ず行われ、②(甲⇨乙)・①(乙⇨B)と、約定の順とは全く逆に移転登録が実行される。
- ・③(A⇨甲)への移転登録完了まで②(甲⇨乙)へは移転が不可能なため、(甲⇨乙)へは乙の買付代金と引換えに「証書」が引き渡される(乙⇨Bへも同様)。
- ・受渡物件である「登録済証」があることで、移転請求の順序性は市場参加者が解決しており、登録機関は請求通りに実行するだけで足りる。一方で「証書」の存在が不可欠となる。

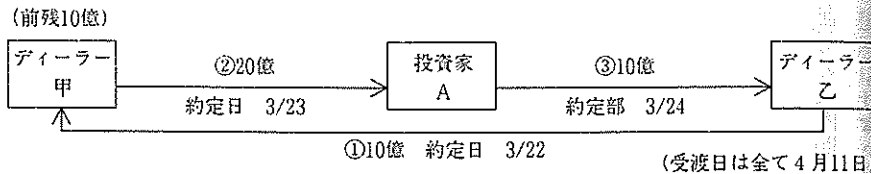
(登録済証廃止後)

- ・各市場参加者は、受渡日前日までに各自が独立して、①、②、③の移転請求を行うことになる。
- ・約定通りの順序(①⇨②⇨③)で移転請求が行われ、受付番号が採番された場合、登録機関が実行しうるのは③(A⇨甲)だけであり、①と②は拒否することになる。
- ・移転登録に要する時間は短縮化されるが、受渡物件である「登録済証」が存在しないため、市場参加者の間で順序性を解決することは困難である。

(出所) 決済制度等専門委員会『債券決済制度の改善について』1994年6月、33~34ページ。

セット案」では不十分であることを主張している。すなわち、①現行制度では移転請求の受付順序に従って移転登録を行うものとされており、「三点セット案」でもその点について変更は予定されていないが、この方法では「空売り」のように移転請求の順序と取引の順序が逆転する場合には困難が生じる(第2図参照)。そして、現行制度のもとでは登録済証が存在することに よって移転請求の順序性を確認しうるが、登録済証が廃止されれば、市場参加者の間で順序性を確認することは困難である。②さらに、登録済証の廃止と個別記 番号制の廃止を行っても、さきの「空売り」の問題や 新発債の応募者登録での名義確定遅れの問題には対応 できない。つまり、現行で使われている「証書」は、 売り方から買い方に対して、後日かならず名義移転を 行うことを約束するものであるが、登録済証が廃止され るとこの証書が機能するかどうか疑問である。③さら に第3図の設例の場合、各参加者が個別に独立に移転 請求を行うために、順序性の問題を含めて移転登録が

第3図 集約的な処理を必要とするケース



	取引の時系列	約定のベースのポジション		
		甲	A	乙
	3/21 以前	+10	0	0
①	3/22 乙⇨甲へ10億売却	+20	0	-10
②	3/23 甲⇨Aへ20億売却	0	+20	-10
③	3/24 A⇨乙へ10億売却	0	+10	0

(現在の受渡方法)

- ・受渡物件となりうる当初甲が所有する10億円の登録済証を(甲⇨A⇨乙⇨甲⇨A)の順で移転する。(甲⇨A)への10億円、(A⇨乙)、(乙⇨甲)については、一旦「証書」によって決済を行い、移転登録の完了後、登録済証と引換えに回収される。

(登録済証の廃止後)

- ・各参加者が①、②、③の移転請求を独立して行うことになる。順序性の問題も含めて、移転登録は不可能である。

(出所) 第2図に同じ、35ページ。

不可能になる。そして、以上の問題点を解決するためには、債券取引の決済サービスは、中立的な集中決済機関による振替決済によって提供されることが望ましいと結論づけた。

しかし、この案は登録制度の廃止を意味し、登録機関側から強い反発を受けて、実現はきわめて困難となった。登録機関にとって登録手数料はいわば制度的既得権益であり、制度の撤廃はこの既得権益の喪失を意味するからである。その結果、現在同案は到底合意を見る可能性なく、証券界にとっても超長期的な目標に後退した感がある。しかし、同案が後退した要因は、単に登録機関の反発が強かったことだけに求められない。つまり、証券界自体がコスト面ないし採算面で同案を強く押さなかった要因があるものと考えられる。すなわち、この構想の実現のためには、保管振替機関の事務処理のためのコンピュータ設備、保管振替決済機関と参加者を結ぶネットワーク、参加者の事務処理のためのコンピュータ設備、などの初期投資とランニング・コストが必要であるといわれている。その後、社債登録制度と振替決済制度を折衷させる案も出されたが、この場合、振替決済制度が利用されない可能性、ないし債券流通市場が登録債市場と振替債市場に分化する可能性が危惧された。^(注5)このような危惧が生じた要因としては、一九九一年に発足した株式の保管振替制度の利用度が低く、収支状況も赤字であること、また現行税制では登録債に関しては金融機関が自己名義で直接保有する場合、利子所得の源泉徴収の不適用(租税特別措置法第八条)となつてゐること、などがある。

〈改革案の現状と方向性〉

このように振替決済制度案が後退し、いわば論議が銀行と証券の業界問題に引き裂かれた形で宙吊り状態となつたことから、打開策として一九九五年三月に非公式に示されたものが、大蔵省証券局公社債市場室長「私案」といわれるものである。この案は法律改正を伴う登録制度の撤廃はせず、登録済証の廃止と移転請求のオンライン化を骨子とするものであった。そして、このオンラインの核となるのは「受付ネットワークセンター」であり、ここに移転登録請求が集中化され、データ・スイッチング、入力者チェックなどが行われるものとされた。しかし、この案の「受付ネットワーク・センター」といわれるものは、基本的にコンピュータ装置であり、この案に対して証券界から、案自体が従来からの日本興業銀行の主張に近く、重要情報の管理面での問題が残るといふ批判がなされ、他方日本興業銀行側からオンライン処理のコスト負担の申し出がなされたこともあつて証券界からの強い反発があつた。そして、結論が出せぬまま、論議の舞台であつた経団連の「格付けを巡る市場懇談会」も打ち切られた。

その後、事態の解決にむけて、一九九五年七月から大蔵省において証券、銀行、投資家および企業などの参加を得た「社債受け渡し・決済制度研究会」が発足し、現在のところ先の私案とそれをベースに証券界が用意した中継法人案の折衷が検討されているといわれている。中継法人案とはオンライン・ネットの売買情報を集中させる中継法人を設立し、ここで事前サービス(順序の調整など)の提供、資金残高の照合、移転請求の代行およびネットワークの運営などを行ない、資金決済銀行と情報交換するという案である。このような論議がどのような形で決着を見るのかについては予断を許さないが、四月中には改善案をまとめる方向で作業が進められていると^(注6)のことである。

ところで、現在社債登録制度の問題は、いわば銀証問題化しているように捕らえられがちであり、その面を否定できないが、この問題を考える際、少なくとも次の二点を考慮する必要があると思われる。

まず、登録手数料が登録機関の既得権益であるという点であるが、この権益はそれほど大きくないのではない

第1表 登録社債の登録機関別シェア

(単位：銘柄数、%)

	一般社債	電力・NTT債	計
興銀	60 (14.6)	262 (63.8)	322 (39.2)
さくら	40 (9.8)	121 (29.4)	161 (19.6)
第一勧	38 (9.3)	28 (6.8)	66 (8.0)
三菱	53 (12.9)	- (-)	53 (6.5)
住友	43 (10.5)	- (-)	43 (5.2)
三和	37 (9.0)	- (-)	37 (4.5)
東海	26 (6.3)	- (-)	26 (3.2)
富士	25 (6.1)	- (-)	25 (3.1)
三井信	17 (4.2)	- (-)	17 (2.1)
住友信	12 (2.9)	- (-)	12 (1.5)
三菱信	10 (2.4)	- (-)	10 (1.2)
東京	10 (2.4)	- (-)	10 (1.2)
大和	9 (2.2)	- (-)	9 (1.1)
長銀	8 (2.0)	- (-)	8 (1.0)
あさひ	7 (1.7)	- (-)	7 (0.9)
日債銀	3 (0.7)	- (-)	3 (0.4)
安田信	3 (0.7)	- (-)	3 (0.4)
群馬	3 (0.7)	- (-)	3 (0.4)
農林中金	2 (0.5)	- (-)	2 (0.2)
拓銀	1 (0.2)	- (-)	1 (0.1)
東洋信	1 (0.2)	- (-)	1 (0.1)
横浜	1 (0.2)	- (-)	1 (0.1)
北陸	1 (0.2)	- (-)	1 (0.1)
	410 (100.0)	411 (100.0)	821 (100.0)

(注) 1995年9月末時点で残高のある公募登録社債を対象とした。
 (資料) 公社債引受協会『公社債便覧』、第119号、1995年12月。

かという点である。つまり、登録手数料は当初登録手数料と移転登録料の二種類であるが、当初登録手数料については、現行料率が七〇銭であるから、九五年度の普通社債発行額が約五兆円(見込)とすると、登録債は約九〇%であり、手数料総額は三二、四五億円の範囲であり、中央値は三九億円である(ただし、この料率は上限規定であり、実際はこれを下回る場合もあるといわれているので、これ以下となるものと思われる)。これを登録機関別シェア(第1表参照)で按分すると、日本興業銀行は一六億円、さくら銀行は八億円などとなる。他方、移転登録手数料は売買金額に関係なく1件八〇〇円であるが、年間移転登録件数は不明であるため、登録機関全体での手数料合計は明らかではないが、日本興業銀行の移転登録取扱高(国債を除く全登録債)は一九九三年度八四〇〇件、九四年度七八〇〇件といわれるので、手数料はそれぞれ六七〇〇万円、六二〇〇万円であり、残高ベースでの普通社債の比率は約一二%であるので、普通社債での

第2表 社債登録制度の利用状況(平成4年度末)

(単位：億円、%)

	発行残高	登録残高	登録率
政府関係機関債	614.230	594.586	96.8
地方債・地方公社債	222.338	216.914	97.6
金融債	766.340	478.548	62.4
普通社債	202.801	182.057	89.8
転換社債	168.112	2.935	1.7
新株引受権付社債	17.640	13.747	77.9
円建外債	68.730	49.106	71.4
小計	2,060.191	1,537.893	74.6
国債	1,783.681	1,749.187	98.1
合計	3,843.872	3,287.080	85.5

(注1) 転換社債は、取引所での市場集中原則があり、かつ「本券」での決済が条件とされる。
 (注2) 金融債は「割引金融債」の個人による「本券」での保有割合の高さが影響していると考えられる。

(注3) 国債の登録残高は、登録債と振込債の合計。
 (資料) 『大蔵省証券局年報』(平成5年版)
 (出所) 第2図に同じ、32ページ

移転登録手数料はそれぞれ八〇四万円、七四四万円ではない。

以上から、既得権益といわれる手数料の規模は、移転登録については無視できる程度のものでしかないこと、当初登録については日本興業銀行とくら銀行などの少数の銀行が利益を享受しているが、それもそれほど大きなものではないこと、その他の銀行ではいずれも微々たるものでしかないことがわかる。したがって、もしこの程度の既得権益に大銀行が固執し、そのために流通市場改革が遅れているのならば、それは流通市場から得られる利益が将来的に期待できず、現在手中にしている権益を維持せざるを得ないという選択が働いているからであるといえるのではないだろうか。

次に、それと関連するが、結局証券界も流通市場改革に今一歩大胆に踏み込めないのは、流通市場に対する投資家のニーズが計り難いという点があるものと思われる。これについては、最近生命保険協会が「魅力ある社債市場の形成に向けて」（一九九六年二月）というレポートを発表しているが、ここで流通市場改革について、近年の金融システム不安の高まりと取引量の増大から、投資家の決済リスク（約定から資金決済までの期間リスクと資金決済と同時に名義変更できないリスク）が増大していることを指摘し、決済リスクの回避につながる即効性のある提言が要望されている。他方、証券会社のマーケットメイクについても、格付けを反映した説得力のある適正なプライシングが要望されている。しかし、この報告書で興味深い点は、従来のわが国の機関投資家が経済合理性の観点から見ると、説明しづらい投資行動をとっていたことが率直に認められている点である。そして、生命保険会社については、九六年度からの新保険業法下で区分経理が本格的に導入される予定となっており、資金調達構造をより意識した運用を確立する必要があると主張している。つまり、従来の機関投資家の投資行動を改善し、パフォーマンスを重視した運用がなされるべきであるというわけであり、それはわが国の機関

投資家が真に機関投資家として成熟することを意味している。したがって、社債流通市場に対するニーズの強さは今後のわが国の機関投資家の成熟度と極めて密接にかかわっていると思われる。

〔注〕

- (1) 登録機関協議会編『社債等登録制度五〇年史』、一九九二年、参照。
- (2) 社債等登録制度研究会「社債等登録制度の改革について」検討報告、『商事法務』、一一四五号、一九八八年五月五日、および尾崎賢蔵「社債等登録制度研究会報告書の概要」、『商事法務』、一一四八号、一九八八年六月一五日、参照。
- (3) この「証書」については、日本証券業協会会員通知でそのフォームなどが定められている。
- (4) 関見一「集中振り替え決済機関の導入について」、『公社債月報』、一九九四年八月、参照。
- (5) 例えば、決済制度等専門委員会「債券決済制度の改善について」、一九九四年六月、四〇ページ、参照。
- (6) 『日経金融新聞』、一九九六年二月二四日、参照。

(松尾)