

有価証券の不発行化

フランスのSICOVAMの制度

福本 葵

1 安全性と効率性

証券決済に必要とされる要件は、効率性と安全性である。これらの要件を確保するために種々の方策が講じられている。安全性を確保する手段として、元本リスクを回避するためのDVP化、システムミックリスクを回避するためのRTGS化、流動性リスクを回避するための決済期間の短縮等がある。

一方、効率性を確保するために、決済機関を統合し、システム開発や運営にかかる重複費用を削減しようとする動きも見られる。効率性を確保するその他の手段には、ペーパーレス化がある。決済に関わる書類や券面自体をペーパーベースのものから、ペーパーレス化することによって、事務効率は上昇し、盗難や紛失のリスクも回避することができる。

2 券面のペーパーレス化

日本において、証券会社と取引所の照合書類は既に電子化されている。機関投資家と証券会社の照合もこれまでの電話やFAX等から、自動的、電子的なものへと移行するSTP化が押し進められている。証券の券面その

ものをペーパーレス化する制度には、登録制度や保管振替制度がある。株券の保管振替制度もその一つであり、国債では登録国債、振込国債がある。様々な問題が指摘されているものの、社債についても登録という形でペーパーレス化が実行されている。また、CPについても今年三月にこれをペーパーレス化する研究会の報告書が発表されている⁽¹⁾。

証券の券面をペーパーレス化し、電子的な記録をベースとして、権利の発生、移転を行うことにより、事務手続きを合理化し、盗難や紛失のリスクを回避することができる。効率的で安全な決済のために、ペーパーレス化は不可欠である。一九九五年のISSA（国際証券サービス協会、International Securities Services Association）の修正勧告三においても、証券の不動化（immobilization）または、不発行化（denaterialization）を可能な限り達成することもある。

ISSAの勧告にもあるように、券面のペーパーレス化の方法には、主に二通りある。一つは、一旦発行した証券を不動化（immobilization）することであり、もう一つはそもそも証券を発行しない不発行化（denaterialization）である。前者は、株券の存在を予定しており、後者は、券面が存在しない制度である。前者のペーパーレス化が移転に止まるのに対し、後者は、移転を含め、発生の段階からのペーパーレス化である。アメリカや日本の振替決済制度は、前者の不動化を採用しており、後者の不発行化の代表的なものがフランスのCSD（Central Securities Depository、証券集中機関）であるSICOVAMの行うdenaterializationである。SICOVAMの行うdenaterializationでは、制度の導入以前に流通していた証券の券面を廃棄し、制度導入後は証券の発行が禁じられた。全ての権利の発生、移転、消滅は電子的な記録によることとなった。フランスでは、一九八四年にこのdenaterializationが導入されたが、イギリスでは、加入を強制したTAURUSが失敗に終わり、

現行のCRESTへの加入は任意となっている⁽²⁾。イギリスでは、全面的な券面の発行廃止には失敗している。

証券決済の効率化、合理化を考えると、不動化よりも不発行化の方が、更に進んだ形態であると言える。しかし、制度の強制を全ての市場関係者に求めることは困難である。U.C.C.（Universal Commercial Code、統一商法典）で証券の不発行化を認めており、また、流通する株式のほとんどが保管振替制度に預託されているアメリカにおいても全面实施はされていない。

そこで、本稿では、フランスのSICOVAMで行われているdenaterializationおよびSICOVAMの組織についてまとめたい。どのような経緯でdenaterializationはSICOVAMに導入され、SICOVAMは現在、どのような組織となっているであろうか。

3 制度導入以前のSICOVAM

フランスの振替決済制度は、ドイツ占領下に遡る。占領下の一九四一年、ドイツは金融統制の一環として、フランス国内に分散している財産を把握し、その散逸を防ぐ目的で発行証券を記名式とするか、無記名とする場合、証券の受寄機関であるCaisse Centrale de Depot et de Virements des Titres（CCDVT）を設け、これに強制的に寄託させた。ヨーロッパにおける証券の中心は、無記名証券であり、個々の投資家が無記名証券を手元で保管するのでは、所有状態を把握するのに不便であった。ドイツの振替決済制度の歴史は更に古く、一八八二年からドイツ証券振替決済銀行が保管振替業務を行っている。ドイツには、カッセンフェラインといわれる受寄機関が複数存在しており、フランスのCCDVTは、これに類似の機関として設立された。

第二次世界大戦後、一九四七年にCCDVTは解散した。しかし、フランス政府は、CCDVTが行った保管

振替制度それ自身については、無記名証券の流動性を高めたこと、株主の管理を確保することにおいて効果を發揮したことを高く評価した。そこで、一九四九年に政令を制定し、八月には、新たな受寄機関としてSICOVAM (Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières) が設立された。実施は、それまでの制度を継承するものであった。⁽⁵⁾

一九八四年 dematerialisation が導入される以前は、証券の券面が存在していた。フランスの有価証券は、現物で存在する場合と、SICOVAM に預託される場合とがあった。有価証券には、記名証券と無記名証券があるが、無記名証券の場合、発行会社は無記名証券の保有者が誰でもか特定できない。そのため、発行会社は、株主総会開催時に公告を掲載しなければならなかった。また、配当を得るためには、無記名証券に付与されているクーポンの提出が求められた。証券を現物で所有する場合は、これらの事務手続、証券の管理を自ら行わなければならなかった。証券が預託された場合、SICOVAM はこれらの証券の保管、口座振替、議決権行使手続、配当金支払い等の業務を行っていた。制度加入は任意であったが、無記名証券の九五%が、全体でも七五%が制度を利用していった。

4 SICOVAM の dematerialization 導入

SICOVAM が dematerialization を導入したのは、一九八四年一月三日である。それまでは、券面が存在した。導入の経緯については、大武泰南⁽⁴⁾ (一九九〇) が詳しい。これによると、一九七〇年代より、金融業界は政府からの有価証券投資促進のため積極対策を要請されており、証券関係の事務を合理化し、余剰人員を営業に回したいとするニーズがあった。そこで、非公式に研究会を設けて問題を検討していた。

一九八〇年秋、フランスの証券市場の近代化についてその方策を総合的に進めていたモーリス・ベルズ委員⁽⁶⁾ 会がそのうち一つの専門委員会で証券管理の改革について検討を加え、その報告書のなかで有価証券を登録し、管理することによっていわゆるペーパーレスを創出すべきであるという提案をまとめ、報告書が経済財政大臣モノリー氏に提出された。この提案は直ちに法案の形にまとめられ、下院議員ジャン・フォワイエ氏から国会に提出され(フォワイエ法案) 審議の結果一九八〇年下院を通過した。しかし、フォワイエ法案自体は大統領選挙後の国民議会の解散によって成立には至らなかった。

フォワイエ法案そのものは成立しなかったが、制度の重要性はその後にも認識され、早期実現を図る目的で、これを単純化する形で一九八二年二月三〇日に定めた財政法の中に組み込まれる形で上院を可決した(財政法九条一二)。⁽⁵⁾ これに関連して、制度の細目、実施時期等が定められた。

5 現行 SICOVAM の制度⁽⁶⁾

SICOVAM は株式会社社の形態を取っている。株主には、フランス銀行、その他の金融機関、ParisBourseSBF SA、Caisse des Dépôts et Consignations、発行会社の代表等が含まれている。SICOVAM の証券業務を監督する機関は、Conseil des Marchés Financiers (CMF) であり(一般規則六条)、金銭については、フランス銀行の監督下にある。

SICOVAM の参加者には、銀行、カストディアン、ブローカー等金融仲介業者、フランス銀行、登録証券の管理をシコバムに要求する発行会社、クロスボーダー取引のための外国の預託機関および清算機関等である。現在、直接参加者は三三三六社(内訳は、金融仲介業者・二四六、発行会社・七四、海外清算機関・一六)、間接

参加者は二七三社である。一般の投資家は、参加者に預託し、参加者が預託証券を再預託する。dematerialization導入以降証券の券面は存在しないので、物理的な証券を預託するのではなく、そのデータが参加者および、参加者を通じSICOVAMによって管理されている。

SICOVAMによる制度の対象証券は、投資信託、政府証券 (bonds, notes and bills)、株式等 (CP、国債、預金証券も対象有価証券) である。一九九九年には帳簿上で三八・九兆EURの取引を処理した。SICOVAMに dematerializationが導入されてからは、それまで任意であった制度への加入が強制となった。

6 SICOVAMの改革

SICOVAMは、RELIITというシステムの導入によって、一九九〇年からDVP (Delivery versus Payment、証券と金銭の同時受渡) を行っている。更に、一九九八年には、RGVというシステムの導入によって、中央銀行における同時、最終決済であるRTGS化を導入している。

現在、SICOVAMのシステムには、RELIIT、RELIIT+、RGVと呼ばれる三種類がある。基本的には、パリ証券取引所で取引された取引は、RELIITによって、OTCは、RELIIT+、またはRGVによって処理される。これらの取引は、清算会社であるクリアネットの清算と保証を受けている。

市場の内外で執行される全ての株式取引はRELIITによって進められる。これは自動化された清算と決済のシステムであり、シコバムによって一九九〇年に導入された。RELIITは、後に記すRGVのような最終決済ではなく、中央銀行において取消可能な決済である。RELIITの対象取引は、取引所における通常の取引、または、OTCのうち、RGVの対象外となっているものである。RELIITは二千四百万の取引を処理している。⁽⁷⁾

一方、RGVは即時ファイナリティー決済を提供するシステムであり、BOF (フランス中央銀行) のTBF (資金クロス決済システム) を通じて、中央銀行における資金決済を含んでいる。TBFは、全ヨーロッパバリアルタイムクロスシステム、Targetリンクしている。

RGVは一九九八年 (ユーロ導入の六ヶ月前) に導入され、主に、OTCで取引された債券 (fixed-income securities) を取扱う。現在、RGV対象となっているものは、国内および国際債券の起債、任意支払いデリバティブの売買、クロスボーダー取引、フランス国債のストリップ債およびリバースストリップ債の流通市場、更に、中央銀行のリファイナンス、金融政策となっている。RGVは全てのタイプの証券を取り扱うことのできるシステムである。対象証券の範囲は拡大している。

RGVシステムは、照合、決済、通知をリアルタイムに処理する。また、証券の残高不足に関しては、オートレンディング制度がある。オートレーティングには、銀行から貸し出された証券をプールする銀行の共同運営口座から借り手の参加者口座に自動的に振り替えられる。資金残高の不足については、フランス中央銀行のTBFからRGV資金残高に資金を補充する。

7 日本への示唆

フランスは、世界でも先駆的に dematerialization を導入している。⁽⁸⁾ イギリスはTAURUSで保管振替制度への強制加入自体に失敗しており、高い預託率を誇るアメリカのDTICにおいても不発行化は実行されていない。dematerializationは、合理的な制度であるが、日本への示唆を考える前に、フランスの証券市場および流通証券の特徴を考えなければならないであろう。

一つには、フランス国内で流通している証券、特に株式は主に無記名であることを留意しなければならない。フランスやドイツに代表されるように、ヨーロッパでは主に無記名証券がその主流である。dematerializationが導入される以前でも、SICOVAMへの預託率が高かったのは、この無記名証券の性質に起因するところが大きい。無記名証券は券面にクーポンが付与されており、配当金受払い時には、これをもって配当金を受領する。また、株主名簿に氏名が記載されていないため、株主総会の開催日時等の連絡は、公告によって発表され、これに出席するための手続きを取らなければならなかった。券面をSICOVAMに預託していれば、SICOVAMを通じての事務手続きとなるため、株主は管理が容易となる。これが預託率を高めていたのではないか。

これに対し、アメリカや日本では、記名証券が主流である。アメリカでは、ノミニー名義が古くから定着しているため、記名証券といえども、発行会社は実質株主を把握してはいない。配当金や議決権の行使は、一旦ノミニーである証券会社に取りまとめ、そこから実質株主へと還元される。これに対し、日本では、発行会社による実質株主管理が伝統的になされてきており、発行会社は実質株主を管理している。日本の保管振替制度の特徴である直接方式は、発行会社が実質株主を管理したいとする強いニーズから生み出されたものである。記名証券と無記名証券の違い、株主管理の考え方（投資家の立場からみるとプライバシーの考え方）の相違が前提にある。

また、先に述べた理由で、株式について考えると、フランスはdematerialization導入の前においても、SICOVAMへの預託率が非常に高かったことも特徴的である。日本において、保管振替制度への預託率は、三〇％程度と低い。これは、日本において特徴的な株式の持ち合いに起因するところが大きいと説明されている。保管振替制度においては、実質株主名簿の確定時期が決算または中間決算とされており、日々の株主管理を行うことができないため、持ち合い株式の預託が進まない。

更に、個人投資家を中心に、証券を券面で保持したいとするニーズがある。アメリカにおいても、T+5からT+3に移行する際、個人投資家を中心に、証券を券面で保有する投資家を軽視した改革ではないかとする意見が、SIAに多数寄せられている。また、BEO (Book Entry Only) 債は、総額の一枚の券面をCSDに預託する債券であるが、これに関しても、自己の持分を券面で保有したいとする投資家からの非難がみられる。

しかし、日本においても、dematerialization導入は、無縁ではなくなってきた。今年三月にまとめられた「CPのペーパーレス化に関する研究会報告書」において、CPのペーパーレスの形態として、電子証券方式と電子登録方式とを考慮している。前者は、権利の発生、移転、消滅等が個々の電子的な記録を基礎として生じるものと定義しており、後者は、一定の者への電子的な記録を基礎とするものとしている。後者の一定の者とは、具体的には、証券の登録機関である。ここでいう電子証券方式とは、不発行化を基礎とした考え方であり、後者の電子登録証券とは不動化を基礎とした考え方であろう。最終的に、研究会においては、電子登録方式が採用されているが、電子証券方式についても検討課題とされている。

証券決済にリスクが存在し、また、市場の持つ決済制度が一つの市場間競争の競争材料にもなると認識されたのは、九〇年代の後半になってからである。証券決済改革は、未だスタートラインについたばかりである。様々な利害関係や既得権も存在し、改革は容易ではないと思われる。しかし、改革の一例として、SICOVAMの行うdematerializationを見ることは、日本の改革にとっても参考になるものであると思われる。

注

(1) 「CPのペーパーレス化に関する研究会報告書」平成二年三、CPのペーパーレス化に関する研究会<http://www.>

- (2) 拙稿「イギリスの決済機関へTAURUSの失敗」『証研レポート』No. 一五八四、三四～四三頁、二〇〇〇年七月
- (3) SICOVAM設立の経緯について、矢澤淳編『有価証券振替決済制度―欧米有価証券振替決済制度調査団報告―』財団法人金融財政事情研究会、一〇三、一〇四頁、昭和五四年一月二六日参照。
- (4) 大武泰南「DEMATERIALIZATIONにおける株式の譲渡および株主権の行使―フランスの株式登録管理制度―」『撰南法学』(一九九〇年八月) 四〇―四二頁。導入の経緯は、本論文参照。
- (5) 一九八二年財政法九四条―二実施及び有価証券制度に関する一九八三年五月二日施行令、上記施行令の所規定適用についての一九八三年八月八日通達
- (6) <http://www.sicovam.com/>
- (7) 「Clearance and settlement systems: upgrades in 2000-2001」SICOVAMの資料(二〇〇〇年六月)より
- (8) dematerializationは、まだ世界的な標準ではないため、国際取引においては、フランスでも有価証券が存在するシステムを残している。昨今の欧州決済機関の統合においても、SICOVAMのシステムは採用されていない。

(ふくもと あおい・当所研究員)