

CPのペーパーレス化(1)

～日本初の不発行化(dematerialization)～

福本 葵

1 法案提出

二〇〇一年五月二四日、コマーシャルペーパー(以下、CP)のペーパーレス化を謳った法案「短期社債等の振替に関する法律案」が提出され、六月二〇日、衆参両議院での審議が終了、可決された。この法律は、二〇〇一年六月二七日に公布された。施行は、二〇〇二年四月一日である。

法案提出前の今年四月六日に経済対策閣僚会議から発表された緊急経済対策には、「証券のペーパーレス化や決済期間の短縮等を図るため、社債、CP、国債等について振替制度を創設する等、所要の法整備を図る」ことが盛り込まれていた。しかし、このたび通過した法案には、国債、社債のペーパーレス化は含まれておらず、これらのペーパーレス化はひとまず見送られることとなった。つまり、期待されていたような、国債や債券を含む横断的な振替制度を構築するための法整備はできなかった。とはいっても、例えばCPのみであったとしても、わが国の証券で、初めて本格的な不発行化によるペーパーレス化が実現するということは、やはり評価すべきことであろう。

CPのペーパーレス化によって、決済にかかる時間は格段に短縮すると予想される。短縮化が進みCPの当日

決済が実現されると、短期金融商品としてのＣＰの利便性は当座預金にも匹敵し、当座預金に補充的、または代替的な役割を担うことが期待される。資金不足の企業にとつては、ＣＰを発行することによって、当座貸越に代替する機動的な資金が得られる。一方、資金余剰の企業にとつて、それまで流動性確保のために、当座預金に無利子でプールしておかなければならなかった余剰資金をＣＰへの投資に振り替えることも可能となるであろう。ＣＰ決済期間の短縮は、ＣＰに利便性をもたらし、延いては、ＣＰ市場の発展にも結びつくものである。

現在、日本においても、決済機関や決済制度の統一化、証券の不発行化等、決済制度改革の議論が盛んであるが、この法案が通過したことによって、ＣＰの不発行化が他の証券よりも先行して実施されることとなった。このたびは社債の決済制度改革までは到らなかつたが、社債の決済制度は多くの問題を包含しており、早急な改革が求められている。これを押し進める上で、先行しているＣＰの決済制度改革が及ぼす影響は大きい。

本稿では、このたびの法案ではじめて本格的に実現した証券の不発行化とは何か、また、ペーパーレス化にあたり、従来考えられていたＣＰの法的性質をどのように捉え直したかについて考察したい。また次号では、現在のＣＰ市場の仕組みはどのようなものであるか、ＣＰ決済制度には、どのような問題があつたか、それが法律の施行後、どのように改善されるか、最後に日本の証券決済制度に残された課題について考察したい。

２ ペーパーレス化の形態

ＣＰのペーパーレス化を考える前に、そもそも証券のペーパーレス化とは何かについて考えてみたい。証券のペーパーレス化には、証券の不動化（immobilization）と証券の不発行化（dematerialization）とがある。不動化とは、一旦発行した証券を物理的に動かすことなく、移転させる制度であり、後者の不発行化とはそもそも証券

の発行を行わない制度である。現行の日本の株券等の保管振替制度は、証券の発行を前提としているもので、不動化といえる。保管振替制度では、一旦発行された証券を保管振替機関に預託し、保管振替機関が管理する帳簿上の振替によって証券の移転に代える。ここでは物理的な券面の移動はなく、移転に伴うリスクを回避することができる。保管振替制度は物理的な券面を不動化させる典型的な例である。

証券の大券化や不所持制度も不動化に含まれる。まず、大券化であるが、現在、日本における証券の多くは流通単位を一〇〇〇株としている。このような株券を一万株券や一〇万株券といった大券に統合することを大券化という。保管振替制度の中でも大券化は行われている。保管振替機関では、投資家から株式の預託を受けるとそれを保管振替機構名義に名義書換をする。そして、預託を受けた一〇〇〇株券を大券化して保管している。⁽¹⁾

大券化の代表的な例として、アメリカにおいては、B E O (Book entry only) 債がある。これは発行の総量にあたる証券が一枚のみ発行される。個々の投資家はそのうちの持分権を有しているが、持分の券面発行請求権は認められていない。つまり、個々の投資家は、債券を券面で持つことはできず、全てが帳簿上で所有されることになる。

株券の不所持制度とは、株主が株券の所持を欲しない場合に利用される制度である。不所持制度を利用したい株主は、その旨を会社に申し出る。既に発行された株券があるときは、この株券を会社に提出する。このような請求を受けた場合、発行会社は株券を発行しない旨を株主名簿に記載するか、株券を銀行か信託会社に寄託し、かつその記載または寄託をしたことを株主に通知する。会社がこのような記載をしたときは、株式の発行ができない。会社に提出された株券は無効となる(商法二二六条ノ二)。証券の大券化、不所持化とともに、証券の発行を前提としている。

また、これらのほかの不動化に登録制度がある。国債や社債の登録制度では、一旦証券が発行されるが、証券を登録すると、その券面は効力を失う。登録制度においても証券の存在を前提としているが、投資家が発行の段階から登録制度を利用する場合もある。このときは発行そのものがなされない（社債登録法第四条第一項）。

このように証券の不動化は一旦発行された証券を不動化することであり、現在の保管振替制度や大券化、不所持化などがその例として挙げられる。では、証券の不発行とはどのようなものであるか。今回のCPのペーパーレス化は日本ではじめて本格的な不発行化を法制化したものである。次号で述べるように、いくつかの条件を満たして、CP（短期社債）と認められると証券の発行そのものがなされない（短期社債等の振替に関する法律第四十五条第一項⁽²⁾）。フランスは一九八四年より、全面的な証券不発行化を実施している。フランスでは、預託機関であるSICOVAMの口座の記帳、振替が証券の発行、移転と認められる。その他、アメリカは国債について不発行化を行っている。

3 日本のCP市場開設

次に、このたびペーパーレス化法案が通過したCPとは何かについて考えてみたい。CPとは、事業法人等が短期の資金を調達するために発行する一定の期限を持った無担保の約束手形である。CPは一八世紀、アメリカで誕生し、当時の未熟な銀行制度を補完するものとして発達したといわれる。アメリカ以外では、カナダ、ユーロ市場、フランス、イギリス、オーストラリアなどで発行されている。

日本国内のCP市場が開設される以前の一九七〇年代初めから、日本企業、特に大手総合商社の中に、アメリカの現地法人によって銀行保証付きのCPを発行するものが見られた。総合商社がCPの発行に熱心であったの

は、物流にともなう短期の資金が必要であるからである。その後、これらの現地法人の中には、高格付けを取得し、銀行や親会社の保証の付かないCPを発行するものも現れた。昭和五九年四月には、海外で発行されたCPの国内での売買が自由化されるに到る。そこで、海外でCPを発行していた総合商社を中心に産業界では、国内のCP市場の開設を求める要請が上がった。当時日本の短期金融市場では、機動的で安価な資金調達が可能であった。昭和五七年四月、産業構造審議会産業金融問題小委員会は、「今後の望ましい産業金融のあり方」と題した報告書を発表した。ここではCPのメリットとして、実質的資金調達コストの低減、機動的、弾力的な資金調達手段の整備、間接金融の効率化の促進、投資家にとっても運用対象を多様化するなどをあげる一方で、CP導入はわが国金融秩序の根幹に触れる問題なので、一層の検討を期待するとしている。

また、経済団体連合会は、六一年二月、資本対策部会を設置し、CP創設を要望している。このようにCP市場開設を求める声が高まる中、大蔵省は、銀行局と証券局と共同でCP導入について検討を開始している。六二年四月、大蔵省は骨子案を学識経験者で構成されるCP懇談会に提出し、CP懇談会は産業界の意見を踏まえて五月二〇日、CP導入案を証券取引審議会および金融制度調査会に提出した。このような経緯を経て、日本のCP市場は、一九八七年一月二日に開設された。

4 CP発行の規制緩和

日本におけるCP市場が開設された一九八七年当時、発行者には数値基準や格付基準などの適格基準が課されていた。このため、CPを発行できるものは、優良事業会社および証券会社であった。これらの基準は順次緩和され、一九九八年の規制緩和によって現在は取り除かれている。CP市場開設当時課されていた数値基準とは、

純資産額を三千億以上、一一〇〇億以上、五五〇億以上の三段階に分け、それぞれについて、自己資本比率や純資産倍率、一株当たり配当金等の五つの項目について数量的な基準を設け、段階ごとに一定数の項目の条件を満たさなければならないとするものであった。また、当所の格付基準とは、A A格格付以上の企業、または純資産額が五五〇億円以上でA格以上の格付を取得している企業でなければC Pを発行できないとするものであった。これらの基準は、段階を経て徐々に規制緩和されてきた。C P市場が開設された翌年の一九八八年より既に、大蔵省はC P発行適格企業の拡大を行うことを発表し、C Pを発行できる企業は一九九〇年の証券会社解禁からノンバンク、保険会社と広がっている。また、一九九一年四月より順次、C P発行の適格基準は緩和されており、一九九八年には、完全に撤廃された。アメリカにおいては元々このような適格基準がなかったが、格付けの制度が定着していない日本においてC P導入する際に必要とされた。適格基準は撤廃されたが、C P発行のために格付けを取ることは、現在も実質的に必須である。

適格基準以外にもC P市場開設当時、C Pの期間は一ヶ月以上六ヶ月以内となっており、額面についても一億円以上とされていた。これらの制限についても一九九八年の大蔵省の通達廃止によって撤廃されている。

また、C Pは、一九九三年の証券取引法改正で、有価証券の一種となった。つまり、有価証券が何かを定義する証券取引法第二条八号が定められた。証券取引法第二条八号は一定の要件を満たす有価証券のうち定義省令一条で定めるものは有価証券とすると規定するものである。これはC Pを念頭に置いた規定である。

5 C Pの法的性質

(1) 社債か約束手形か

前述のように、現在のC Pは、法的には、約束手形として位置付けられている。それが、短期社債等の振替に関する法律では、短期社債として位置付けられることになった。C Pの法的性格をどのように捉えるかについては、一九八七年、日本においてC P市場を開設する際にも議論となったものである。ここでは、国内C P開設当時どのような議論がなされたか概観する。

C Pの法的性格をどのように捉えるかの選択肢は、三つあった。一つは約束手形とすること。二つ目は、社債とすること、三つ目は約束手形でも社債でもない新たなものとするのであった。

国内C P市場の開設の議論が盛んであった当時、既に一部の企業は海外のC P市場を利用して、C Pを発行していた。更に、海外で発行されたC Pが日本の投資家によって売買されていた。このような現状が先行する中で、国内C P市場の早期の開設が発行サイドから切望されていた。約束手形でもない社債でもないものとするためには、新たに法律を作らなければならない。新たな法律ができあがるのを待って、C P市場を開設することは、時間的に難しかった。C P市場の早期開設のためには、C Pを当時の法律の枠組みの中で捉える必要があった。そこで、約束手形として捉えるか、社債として捉えるかの二者択一となった。

(2) 社債と捉える場合の問題点

社債と捉える場合には、商法や証券取引法上、いくつかの問題点があった。商法上の問題としては、C Pを社債として構成すると、発行の都度取締役会決議が必要であり(商法二九六条)、機動的に発行できないことにな

る。また、社債には申込証を作成する必要があり（商法三〇一条）、これによってもCP発行の機動性に支障がきたされる。更に、一九九三年の商法改正で完全に撤廃されているが、当時の商法には、社債の発行限度が規定されていた（旧商法二九七条）³。証券取引法に関しては、社債は、発行の度に有価証券届出書の提出が必要であり（旧証券取引法三条、現証券取引法五条）、提出後は三〇日を経過しなければ募集を開始することができない（旧証券取引法八条、現証券取引法八条では、一五日に変更）、銀行などが取扱う際に、私募形式の斡旋に限られることなど（証券取引法六五条）の不都合があった。

（3）約束手形として捉える場合

そこで、CPは約束手形として構成されることとなった。しかし、約束手形と捉えることについては、いくつかの問題点が指摘されていた。まず、約束手形は相対取引を前提として振り出されるものであり、CPのように不特定多数の投資家の存在を予定しているものではないこと、CPの大量発行は商法二六〇条に規定する「多額の借財」に該当し、これには取締役会の決議が必要であることなどである。また、前述のように、大量の投資家に向けて発行されることを前提としている社債には、発行のために必要な書類を徴求している。社債に類似の証券を約束手形として構成することは、社債に関する法規制の逸脱になるのではないかとする問題もあった。更に、開設当時の批判には、CPは融通手形であるので、危険であり、簡単には認められないとすることがあった。

これらの批判に対して、様々な対抗策を講じて、CPを約束手形と構成して発行することに漕ぎつけている。大量発行の度に、多額の借財として取締役会の決議を必要としないように、予めCPの発行金額の枠を取締役会で決議するという方法を認めた。また、社債との性格の違いを明確にするために、CPの最長期間を六ヶ月とし

た。これによって、長期の資金調達手段である社債と峻別され、CPは短期の資金調達という性格が明確になった。制度発足当時あったCPの最長期間を六ヶ月とする制限および発行単位に対する制限制限については、一九八八年六月、これを定めていた大蔵通達が廃止された。

CPは商取引の裏付けを伴わない融通手形であり危険であるので、簡単には認められないという批判に対しては、CPの発行者に一定の基準を設け、優良事業会社でないと発行できないこととすることによって危険を回避した。

6 少括

今年の通常国会に提出された「短期社債等の振替に関する法律案」が両議院を通過し、法律は二〇〇二年四月一日より施行される。これによって日本のCPはペーパーレス化されることとなった。証券の移転の段階においてのみの不動化（immobilization）ではなく、発行そのものを行わない不発行化（dematerialization）が日本で初めて本格的に行われる運びとなった。また、今回の法案で、CPは短期社債として捉えられることに変更になったが、それまでは約束手形として捉えられていた。本稿では、日本におけるCP市場の歴史を概観し、導入から今までCPがどのように変化してきたか、また導入当初、なぜ約束手形として捉えられることとなったかについて考察した。

次号では現行のCPの発行、流通、決済を説明し、それらがどのような問題を抱えていたか、このたびの法案成立によって制度はどのように変化するかについて見て行くこととする。

注(1) 預託した投資家は自己の持分について株券の交付を請求する権利を持っている(株券等の保管及び振替に関する法律

第二八条第一項)。株券交付請求権に機動的に対処するため、いくらかは一〇〇〇株券のまま保管しなければならぬ。

(2) 「短期社債については、社債券を発行することができない。」

(3) 旧商法二九七条社債は資本および準備金の総額を超えてこれを募集することを得ず

最終の貸借対照表により会社に現存する純資産額が資本および準備金の総額に満たざるときは社債はその資産額を超えてこれを募集することを得ず

旧社債償還のためにする社債の募集については、その旧社債の額は社債の総額中にこれを算入せず、この場合において、払込期日、もし数回に分かちて払込をなさしむるときは、第一回払込の期日より六月内に旧社債を償還することを要す

社債の限度額は九〇年代に規制緩和が行われ、一九九三年の商法改正において、社債の発行限度額規制は完全に撤廃された。

【参考文献】

金融法委員会「証券の振替決済にかかる法制に関する中間論点整理」について、平成一二年四月三日。

<http://www.fib.go.jp/publication06-j.htm>

大蔵省証券局資本市場課 天谷知子「動き出したCP」税務研究会出版局、昭和六三年四月。

川村雄介『CP』『コマーシャル・ペーパー 企業ニーズに伝える新調達手段』、有斐閣 一九八七年六月。

日本経済新聞社編『短期金融市場』、日本経済新聞社、昭和六二年五月。(ふくもと あおい・研究員)