

## ＣＰのペーパーレス化（２）

福本 葵

### １ はじめに

二〇〇一年五月二四日、コマースナルペーパー（以下、ＣＰ）のペーパーレス化を規定した法案である「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、二〇〇二年六月二七日に公布された。施行は、二〇〇二年四月一日となっている。これによって、日本の証券の中で初めて本格的な不発行化（dematerialization）が行われることとなる。法案によって定められたのは、ＣＰのみであったが、社債についても、二〇〇三年春までにペーパーレス化される方針が定まった。

ペーパーレス化によってＣＰの決済期間は短縮化されるであろう。短縮化が進むと、ＣＰは発行企業にとってより機動的で柔軟な利便性の高い短期資金調達手段となることが予想される。ＣＰは当座預金を補充、代替する資金調達手段となりうる。高格付けの事業会社は、銀行からの当座借入に依存することなく、自ら市場を通じて、機動的な借入が可能となる。ＣＰ決済の合理化は、ＣＰ市場の発展に資するものである。

前稿では日本におけるＣＰ市場がどのように開設されたか、現行法において、ＣＰは法的にどのように捉えられているかについて考察した。続いて本稿では、現在のＣＰの発行、流通、決済制度はどうなっているか、これらの制度にはどのような問題があるか、法律施行後の新しいＣＰの決済制度はどのようなものであるかについて考察する。

## 2 C Pの発行、流通、決済制度

### (1) 現行のC Pの発行市場

#### 券面発行手続

現在のC Pは「法人が事業に必要な資金を調達するために発行する約束手形のうち、内閣府令で定めるもの」(証券取引法第二十八条)と定められており、さらに、証券取引法第一条に規定する定義に関する総理府令第一条において、「証券取引法第二条第一号第八号に規定する総理府令で定めるものは、当該法人の委任によりその支払いを行う次に掲げる金融機関が公布した「C P」の文字が印刷された用紙を使用して発行するものとする。」とされ、C Pの券面発行が義務づけられている。C Pの券面には、約束手形文句、支払約束文句、手形金額、満期、支払地、受取人、振出地、振出人の署名等、手形法七五条に規定されている事項を記載しなければならぬ。

#### 発行方法

##### i 直接発行

C Pの発行方法には、直接発行とディーラー発行の二通りがある。直接発行は発行会社や銀行を通じず、直接投資家向けに発行する形態である。一方、ディーラー発行は間接発行とも言われ、発行会社が証券会社や銀行を通じてC Pを発行する形態である。従来、日本においては、ディーラー発行が行われており、直接発行は行われてこなかった。これはC P発行時の印紙税の軽減措置に原因がある。この軽減措置は、C Pの印紙税を券面一枚あたり五千円とするものであり、一九九〇年四月から行われている。これが、ディーラー発行のみをその対象と

しており、直接発行を対象としていなかった。直接発行の場合、発行一枚当り発行額一〇億円超で二〇万円、一億円で二万円の税負担がかかることとなっていた。そのため、直接発行は法律的に禁じられてはいなかったが、費用負担が大きく、事実上行われてこなかった。直接発行が事実上可能となったのは、一九九八年四月以降である。経済界の要望により、大蔵省（当時）は一九九八年四月から、直接発行についても、発行一枚当たりの税負担を一律五千円に引き下げたためである。

## ii デイリー発行の方法

デイリー発行の場合、発行会社はデイリーと契約を結び、発行額や期間、利回り等の発行条件を決定する。発行条件が決まると、発行会社はCPの券面をデイリーに公布し、デイリーは発行代り金を発行会社の指定する支払銀行内にあるCP決済専用口座に振り込む。また、CP発行の際には、バックアップラインという銀行からの借入枠を設定することがある。これは、CP償還時に資金不足となった場合に借入できるようにしておく枠である。バックアップラインを設定する場合には、発行会社はバックアップラインを設ける銀行（バックアップ銀行）と契約を結ばなければならない。CP発行時には、発行会社およびデイリーから発行される旨がバックアップ銀行に通知される。

デイリー発行の場合、CPは一旦デイリーによって買い取られる。デイリーは買い取ったCPを投資家に販売する。多くの場合、CPの券面そのものは、デイリーによって保護預りされ、投資家には預り証が交付される。

(2) CPの流通市場および決済制度

金融機関、証券会社、短資会社など発行市場におけるディーラーが、流通取扱業者になっている。ディーラーは、新発・既発CPを投資家または流通業者と売買し、流通業者は、発行企業から直接もしくはディーラー経由で、自己勘定で購入したCPを取引する。

CPの決済は、券面上に支払場所として記載されている銀行（支払銀行）において行われる。投資家がCPの券面を保持している場合は支払銀行に直接当該CPを提示して、支払を受けることができる。支払銀行以外の銀行に券面を持ち込んで手形交換制度を通じて支払を受けることができる。ディーラーが保護預りしている場合、ディーラーが券面を呈示して支払を受ける。

(3) CP発行の規制緩和

一九八七年一月二〇日、国内のCP発行が解禁されて以来、様々な制度改革がなされた。大きな規制緩和は、一九九八年六月の大蔵省通達の廃止であり、これによって、適格基準や数値基準が廃止された。現在では、ノンバンクを除いて特段の発行基準は科されていない。また、当初、社債と区別するために設定されていた期間や額面の制限も一九九八年六月の大蔵通達の廃止によって撤廃された。さらに、先に述べたように、当初はディーラー発行方式のみが採用されていたが、一九九八年四月の税制改正によって、直接発行も事実上可能となった。

(4) CP決済制度の問題点

一九八七年に開設された日本のCP市場は、九〇年には十五兆円を超える市場に成長した。しかし、その後は、

一〇兆円から一四兆円の間で横這いを続けている。これは、アメリカにおけるCP市場規模の一〇分の一程度である。このような伸び悩みが見られる主な理由は券面の存在であるとし、「CP利用の促進には、発行段階からのペーパーレス化を進め、発行・流通市場を整備することが急務である。」とする指摘が経団連からなされた。<sup>1)</sup>

先に述べたように、現行法では、CPは約束手形として捉えられており、券面の発行は、約束手形の要件となつている。券面の発行手続には、時間と費用を必要とし、迅速で円滑な決済の妨げになつている。また、ディーラー発行の場合は、CPの券面をディーラーに引き渡した後に資金が振り込まれる。通常、券面はディーラーの保護預りであるケースが多いが、投資家に手渡される場合もある。ディーラー・投資家間の券面移転にも時間や事務コストがかかる。移転の際の盗難や紛失のリスクも無視できない。さらに、ディーラー保護預りの場合に投資家に発行される預り証は法的根拠が明らかではない。発行の際、一枚五千円かかる印紙税の負担についても軽視できないとする。また、世界的な標準とされ、実現が望まれているDVP (delivery versus payment) も券面が移転する形態の決済では困難である。

### 3 CPのペーパーレス化に関する議論

CPのペーパーレス化の要請は、まず、産業界から発せられた。日立製作所、三井物産、新日本製鐵、トヨタ自動車、東京電力など大手企業から組織される「企業の資金調達円滑化に関する協議会」は、平成一〇年九月一八日、大蔵省(当時)に「CPの発行・流通市場の改善について」と題する要望書を提出した。この中で、要望内容として、「短期金融マーケットにおいて中心的役割を担うべきCP市場の活性化のために、機動的・効率的な発行・流通を安全にかつ円滑に行えるよう、CP発行・振替決済システムを構築するとともに、ペーパーレス

化等の法律改正を行う。「ことをあげている。

また、平成一〇年二月二二日、経団連に「CPペーパーレス化検討ワーキング・グループ」設置された。平成一一年三月三〇日には、「規制緩和推進三か年計画（改定）」において、「券面を必要としないCPの発行、移転、償還等の在り方について、実現するための立法措置を含め、関係団体等の参加を得つつ、早期に検討を開始し、早期に結論を得る。」（一一年度検討結果取りまとめ）<sup>1)</sup>という内容が閣議決定された。これを受け、法務省民事局及び大蔵省金融企画局（当時）の共同で、平成一一年四月二三日、「CPのペーパーレス化に関する研究会」（座長、神田秀樹東京大学法学部教授）の設置が発表された。この研究会では、平成一一年四月二七日の第一回会合から平成一二年三月二九日の第九回会合までが開催され、CPのペーパーレス化に関する研究会報告書が発表された。CPのペーパーレス化に関する研究会での議論や報告書は、CPの新しい決済制度を定めた「短期社債等の振替に関する法律案」作成にあたっての前提となる議論を行っている。

#### 4 CPのペーパーレス化に関する研究会報告書

CPのペーパーレス化に関する研究会は、平成一二年三月、報告書を取りまとめた。この報告書では、CPは約束手形であるという従来の枠組みから離れ、そのペーパーレス化を考えている。「短期社債等の振替に関する法律案」でも、CPを約束手形と捉えることをやめ、「短期社債」として法的に位置づけし直した。そして、短期社債については券面を発行できないことが法案に明記されている。<sup>2)</sup>

報告書は、「短期社債等の振替に関する法律案」作成の元となる議論である。ここでは、ペーパーレス化の二種類形態につき議論されている。一つは電子証券方式といわれるもので、もう一つは電子登録方式といわれるも

のである。「電子証券方式とは、現行のＣＰの権利の発生、移転、行使等が証券の作成、移転、呈示等によって行われるのおなじように、電子的な記録の作成、送信等によって行われるものである」と説明されている。一方、電子登録方式とは、「登録機関における電子登録を権利関係の基礎とする考え方である。」としている。研究会では、両方式について議論がなされ、意見が分かれたとされている。ここでは紙面の都合上、研究会が最終的に法案の基本となる方式として採用した後者の電子登録方式について若干の説明を行いたい。<sup>(3)</sup>

電子債権登録方式では、まず、電子債権登録機関が設立される。電子債権登録機関は、債権の振替等を行う参加者口座ファイルを保管し、記録する。参加者口座ファイルには、各参加者の商号、本店所在地、債権額、弁済期等が記録されている。次に参加者は顧客のための顧客口座ファイルを保管、記入する。これには、顧客の商号、本店所在地、債権額、弁済期等が記録される。債権の譲渡は、参加者口座ファイルに参加者として記録されているものから譲受人に電子債権が振替られることよって行われる。債権の支払は、債務者から電子債権を有する者に対して行われ、支払に際し、債務者は電子債権登録機関に対し、電子債権の抹消記録を請求する。

## 5 新しいＣＰ決済制度

法案では、第一条で、「この法律は、短期社債等の振替を行う振替機関及び短期社債等の発行、譲渡に関し必要な事項を定めることにより、短期社債等の流通の円滑化を図ることを目的とする。」と規定している。続く、第二条第一項で、短期社債の三つの要件をあげている。第一に、商法上の社債のうち、契約により社債の総額が引き受けられるものであることという要件があげられている。通常の社債は総額引き受けであり、発行予定額の総額が売却できない場合には社債不成立となってしまう。しかし、金融債のように総額が売却できなくても成立

する特殊な債券も存在する。この条件は、短期社債も通常の社債と同様に、総額引受でないとならないと述べたものである。第二に、各社債の金額が一億円を下回らないこと、第三に、元本の償還期限が一年未満であることを受けている。これらは通常の社債との線引きを図るものであるといえる。この他にも社債管理会社や社債権者集会など商法の社債に関する規定を原則適用しないこととしている。

この法律によって、CPの券面発行が禁止された(第四五条)。券面が発行される証券を譲渡する場合、券面を交付することや、券面の占有者を適法な所持人と推定する(商法二〇五条)が、CPは券面を発行しないため、その権利の所屬は、振替機関の管理する振替口座簿の記録によって定まるものとされた(第四四条)。

振替機関とは、主務大臣の指定を受けた振替業を営む株式会社である(第三条)。振替機関は、参加者のためにCPの振替を行う口座を開設し、振替口座簿を備える。そして、予め発行会社から同意を受けた銘柄のCPについて、参加者の請求に応じて振替口座の振替を行い、その記録を保持する。CPの振替機関には、現在の保管振替機構が予定されている。しかし、現在の保管振替機構は財団法人であり、振替機構を株式会社と規定している第三条の条件を満たさないこととなる。CPの振替機関となるため、保管振替機構は公益法人から株式会社に変更する必要があった。そこで、先の法案と同時に、「株券等の保管及び振替に関する法律の一部を改正する法律案」が提出され、これが通過した。この改正案によって、これまで財団法人であった保管振替機構は株式会社となる。

「短期社債等の振替に関する法律案」は、条文中、複数の振替機関の存在を前提としている(第一〇条)。保管振替機構のみならず、条件を満たす株式会社であれば、CPの振替機関となることができる。

## 6 今後の課題

CPのペーパーレス化が定められた「短期社債等の振替に関する法」は来年四月一日から施行されることとなる。しかし、企業が実際に電子的なCPを施行後直ちに発行できるかどうかはまだ定かではない。これまであった税制の優遇措置が社債となった新たなCPにも適用されるか、決済不履行のリスクを参加者にどのように配分するしくみとするか、<sup>(4)</sup>CPの決済機関として名乗りをあげている保管振替機構がどのような制度を運営するのか等、未だ明らかにされていない点も多い。

さらに、CP以外の証券について目を転じると、当初は、社債を含む広範囲な債券のペーパーレス化を目指していた。しかし、今回の法案には間に合わず、取り敢えずCPからスタートすることとなった。その他の証券については、早期実現を目指して、引き続き検討中であつたが、一月二日には、社債のペーパーレス化を規定した法案である「社債等の振り替えに関する法律案」<sup>(5)</sup>を来年の通常国会に提出し、二〇〇三年春までに施行を目指すことが発表された。

諸外国では、証券の決済にかかる時間をT+1<sup>1</sup>ひいては、T+0とするための具体的な準備が着実に進んでいる。フランスは証券の無券面化が法律によって定められており、アメリカにおいても多くの証券が実質的に無券面化されている。CPのペーパーレス化法案の成立によって、我が国で初めての本格的な証券のペーパーレス化が行われることとなった。決済時間の短縮やDVPの実現のためには、証券のペーパーレス化が不可欠とされている。日本においても、証券のペーパーレス化を含めた決済制度改革は、徐々に方向性を定め、具体化に向けて動き始めている。

注

- (1) 「国際競争力のある資本市場の確立にむけて」一九九九年一月二四日、(社)経済団体連合会
- (2) 第四五条 短期社債については、社債券(商法第三百六条第一項に規定する債券をいう。)を発行することができない。
- (3) 電子登録方式が採用された理由としては、券面の発行、不発行にかかわらず、効率的な十分に整備された証券集中保管機構による振替により権利の移転が生じるブックエントリー・システムとするのが、現時点の世界標準であり、G三〇勧告およびISSAの修正勧告の趣旨に沿ったものであるとしている。
- (4) 本法案には盛り込まれていないが、先に述べた「CPのペーパーレス化に関する研究会」では、決済不履行のリスクをどのように配分するかについても意見交換されている。平成十一年一月三日の第五回会合の議事録にも、メンバーからは「より多くの投資家にとって参加しやすいものとする観点から、直接参加・間接参加の二層構造は合理的ただし、投資家についてもリスク・コストを各々勘案し、直接参加・間接参加を選択できることが望ましい。」という意見が記されている。 [http://www.isa.go.jp/p\\_mof/singikai/cp/top.htm](http://www.isa.go.jp/p_mof/singikai/cp/top.htm)
- (5) 日経金融新聞、二〇〇一年一月二日。

(ふくもと あおい・研究員)