

ペーパーレス化証券の新決済制度

福本 葵

1 はじめに

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、六月二〇日可決された。施行は、二〇〇二年四月一日の予定である。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。現在企業が資金調達のため、CPの発行を決定してから資金入手するまでには、二・三日を要している。このように発行から資金入手までに時間を要しているのは、券面の発行・流通が最大の理由であるとされている。現在のCPは約束手形の一つとなっており、約束手形には券面の発行が要件となっているため、CPの発行に券面は不可欠である。

短期社債となるCPがペーパーレス化されることによって、決済期間は短縮化され、コストも削減される。短縮化が進むと、CPは発行企業にとって、当座預金を補充・代替する、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。社債や株式などの他の証券については、目下、T+1への決済期間の短縮が計画されている。一方、CPについては、銀行からの当座借入に代替する機能を持たせるといふ目的を考慮すると、さらに進んでT+0への早期短縮が望ましい。このたびのCPペーパーレス化法の制定によって、CPは他の証券に先んじた、他の証券の手本となる決済制度の早期構築が期待されている。

2 産業界主導のCP市場改革

日本のCP市場の歴史は、一九八七年の開設に始った。日本におけるCP市場の開設を求める声は、発行体である産業界からなされたものである。一九七〇年代初めから、大手総合商社を中心に、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、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た。その後、産業界では国内のCP市場の開設を求める声が上がった。中でも特に、総合商社が日本国内におけるCP市場の開設に熱心であった。これは物流にともなう短期の資金が必要だったからである。現在は、これらに加え、ノンバンクからCP市場の合理化要請が積極的になされている。

資本金一〇億円以上や営業貸付金と長期貸付金等の開示義務等、一定の条件が付与されているものの、現在では、大手ノンバンクが直接市場から調達した資金を営業貸付金に利用することが可能となっている。これは、一九九九年五月の「金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律（いわゆるノンバンク社債発行法）」の施行による。それまで、出資法は、ノンバンク等の貸付業が貸出の原資を社債やCPで調達することを禁じていた。現在、ノンバンクはCP発行市場において、重要な役割を担うようになってきている。二〇〇一年三月末CP発行残高は二三兆六千億円である（表1）。このうち、リース会社の発行残高は三兆八千七五五億円であり（表2）、オリックス一社だけでも九千億円に達している。五六・七%を占める同社の直接金融調達の中でも、CPは最大の調達手段となっている。近年、格付けの高い大手ノンバンクにとって、CPはより安価な資金調達手段となっている。このため、CP市場、CP決済の合理化がこれらの企業にとって喫緊の問題となっている。

券面の発行や流通、管理に係る種々のコストを削減し、また、決済期間を短縮化させるためである。短期の直接

3 産業界によるCPペーパーレス化要請
 CPはペーパーレス化に関しても、産業界主導で行われてきた。ペーパーレス化が要請されるのには、CPの

表1 CPの発行残高 単位 億円

年・期・月末	コマーシャルペーパー		合計
	銀行等引受分	銀行等発行分	
2001 / 1	194,462	60,117	254,579
2	195,331	69,771	265,102
3	186,997	48,807	235,804
4	199,976	38,942	238,918
5	206,817	34,839	241,656
6	209,375	27,550	236,925
7	217,333	29,650	246,983
8	212,509	36,460	248,969
9	200,270	35,295	235,565
10	210,948	38,585	249,533
11	217,333	33,285	250,618
12	219,184	30,085	249,269

(注) 日本銀行「金融経済統計月報」より作成

表2 CPの発行残高(企業別) 単位 億円

	全規模合計			
	有効回答社数	2001年(CY)		
		3月末	6月末	9月末
全産業	8,358	118,141	136,816	126,446
製造業	3,612	17,050	28,011	19,196
非製造業	4,746	101,092	108,805	107,249
建設・不動産	808	10,001	4,788	8,011
卸・小売	2,087	40,159	39,059	34,802
運輸・通信	665	2,848	6,702	5,437
電気・ガス	55	7,231	11,808	11,861
サービス	978	2,098	2,380	1,620
リース	124	38,755	44,067	45,519

(注) 日本銀行短観2001年12月より作成

資金調達手段としての役割を果たすCPがペーパーレス化されることによって、銀行の当座借入に代替する機動的かつ効率的機能を発揮することが可能となる。これを実現するため、二〇〇三年四月に決済性の預金のペイオフ解禁までに、CPの新たな決済システムが稼動し、T+0の決済が実現されていることが望まれる。

CPペーパーレス化の要請の中心的な役割を担っていたのが、「企業の資金調達円滑化に関する協議会」およびその中に設けられた「日本CP協議会」である。「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、「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ており、二〇〇一年一月二日、日本CP協議会は「電子CP等の決済システム・ブランドデザイン」としての提言を発表した。

「企業の資金調達円滑化に関する協議会」とは、「企業の資金調達の円滑化に関する協議会は、企業の資金調達の円滑化の観点から重要と考えられる問題点について、重点的かつ機動的に議論を行うとともに、検討結果の実現に向けて関係各方面に積極的な働きかけを行うことを目的として平成四年二月に設立された民間企業の自主的な団体である。」⁽²⁾

また、企業の資金調達円滑化に関する協議会は、二〇〇〇年五月、CP市場の発展のため、市場関係者、特にCPの発行体を中心となつた日本CP協議会を設立した。設立当初の参加企業は、オリックス株式会社、新日本製鐵株式会社、住友商事株式会社、東京電力株式会社、日本電気株式会社、株式会社日立製作所、日立クレジツト株式会社、富士通株式会社、三菱商事株式会社、株式会社NTTデータの一〇社であつた。その後、トヨタ自動車株式会社が加わっており、現在は一一社となっている（会長は、榎原実三菱商事株式会社代表取締役会長、副会長、宮内義彦オリックス株式会社代表取締役会長兼グループCEO）。日本CP協議会は、「ペーパーレス化後のCP市場の秩序維持、普及促進をはかることによってCP市場全体を活性化させることを、その目的」とし

て掲げている。同協議会は「電子ＣＰ等の決済システム・グラントデザイン」と題したペーパーレス化ＣＰ決済システムのたたき台を作成した。

4 電子ＣＰ等の決済システム・グラントデザイン

日本ＣＰ協議会が発表した「電子ＣＰ等の決済システム・グラントデザイン」には、短期対応と本格対応の二つの目標が設けられている。⁽³⁾ 短期対応は、制度構築の急がれるペーパーレス化されたＣＰの発行・流通させるシステムを整備することであり、二〇〇二年の一年以内を目標としている。これに対し、本格対応は、ＣＰのみならず、ペーパーレス化された社債の決済システムの整備を目標としており、今後二年から三年を目標としている。

(1) 新決済システムの要件

発表された「電子ＣＰ等の決済システム・グラントデザイン」において、発行体をはじめとし、市場参加者から見た市場発展のための以下の五つの要件があげられている。

発行・流通・元利金支払にかかる事務負担の軽減

決済リスクの削減

発行・流通・償還すべての業務において決済リスクを削減するため、ＤＶＰもしくはそれに準じた仕組みの導入が必要であるとしている。

キャッシュの効率的調達・運用（即日資金化可能）

「電子CPをキャッシュマネジメントに利用するため、T+0決済および即日資金化ができることを必須条件とする。これを実現するため、原則として資金決済は中央銀行である日銀の口座を利用したRTGS決済とする。」としている。CPの取引は一件当たりの金額が大きい。決済にかかるシステム・リスクを遮断する必要があるために、資金のRTGSが要件とされる。RTGSは、ネットィングの場合と比して、手元に多くの流動性を持たせておかなければならない。一件当たりの金額が大きいというCPの特徴は、多くの手元流動性を確保しておかなければならない必要性にも繋がる。⁽⁴⁾

低コストかつ安全な決済インフラの早期実現

日本CP協議会は、「発行や売買、償還の際にかかる手数料を当初から一件あたり千円超すのでは、利用されないと考える」としており、一件あたり千円以内にするように要望している。ちなみに、CPの決済手数料は、アメリカでは一件約一ドル、フランスでは、約三ドルである。⁽⁵⁾ また、CPペーパーレス化法案と同時に、財団法人であった保管振替機構を株式会社化する法案も通過し、機構はCPの決済機関となるのに名乗りを上げている。しかし、CPの決済機関が単一でなければならずと法制されたわけではない。他の競争相手が登場し、安価がサービスを提供する可能性も残されている。

商品範囲の拡張を視野に入れた決済システムの実現

短期対応では、ペーパーレス化されたCPを対象としている。一方、本格対応では、ペーパーレス化された社債をもその対象商品としている。社債のペーパーレス化については、「社債等の振り替えに関する法律案」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。CP市場は一般投資家が参加しないいわゆるプロ集団による市場であり、リスクの管理方法についても、いわゆる単層構造が予定されている。一

方、社債は一般投資家が参加する市場である。そのためリスクの管理方法についても、階層構造が望ましいとされており、これを視野に入れたシステムを構築する予定となっている。

(2) 単層構造と階層構造

保管振替制度の口座管理の方法には、振替機関がすべての最終投資家の口座を直接管理する単層構造と、一般投資家の口座簿は口座管理機関において管理され、口座管理機関の口座簿が振替機関において管理される階層構造（重層構造・多層構造とも言われる）の二通りがある。「短期社債等の振替に関する法律」においては、単層構造が規定されており、ペーパーレス化されたCPを有する者は、直接、振替機関に加入する。振替機関では、振替口座簿を備え、口座管理を行う（第一条、第二条）。一方、アメリカの株式や債券、CPを取り扱う決済機関であるDTCは、参加者の口座残高のみ管理する階層構造を採っている。DTCの参加者である口座管理機関（証券会社等）が最終投資家の口座残高を管理する。

CPの決済が単層構造を採ったとしても、十分に対応できると考えられている。⁽⁶⁾ CPは機関投資家のみを対象としたいわばプロの取引対象であるため、参加者の数も限られており、リスクの管理も比較的容易だからというのが一つの理由である。またCPの場合は、株式や社債のような共益権の問題がないからであるとの指摘もなされている。⁽⁷⁾ しかし、今後CP市場が発展拡大し、プロのみでなく一般投資家が参加者となる場合や、システムの対象商品が社債へと拡大する際には、階層構造の導入が望まれる。同一証券会社の中での振替がある場合、階層構造であれば、証券会社内の口座振替で完了するため効率的である。⁽⁸⁾ 短期対応から本格対応と移行する際に、単層構造から階層構造へのスムーズな移行も併せて行われることが期待されている。ペーパーレス化された社債に

関して、階層構造をどのように行うかの詳細は、まだ明らかではないが、「社債の振り替えに関する法案」の中に盛り込まれる予定である。

5 dematerializationのリスク分担

現行の株券保管振替制度は、株券の存在を予定している制度であり、証券の不動化を行ったimmobilizationである。従来のペーパーレス化はimmobilizationが主流であった。しかし、決済期間の短縮を図る上で、券面そのものをなくす必要性が高まり、現在、ペーパーレス化は証券の不発行化であるdematerializationを指すことが一般的となっている。

株券の保管振替制度の場合、投資家は預託した証券の共有持分権を有することとなっている。また、預託した投資家は自己の共有持分株式の株券返還請求権を有している（保管振替法二十八条）。また、預託株券に不足が生じた時、参加者は連帯してこれを補填しなければならないと規定されている（保管振替法二十五条）。

一方、ペーパーレス化されたCP決済制度では、顧客は振替機関に対し、それぞれの持つCPの直接の権利を有しており、共有持分権を有しているのではない。券面の発行そのものを行わないので、所有者はCPの券面発行請求権も持たない。仮に金融機関の誤った記帳によって、実際の取引量よりも多い金額を記帳した場合であっても、その取引と関係のない参加者が連帯して補填する仕組みとはならないこととなっている。

6 CPに係る税制措置

CPのペーパーレス化法案は通過したが、具体的には様々な問題が残されていた。そのうちの一つが税制であ

る。これまでであった優遇税制が短期社債となるCPにも適用されるのか法案成立当時には未定であったが、昨年二月一四日に開かれた政府税制調査会の検討結果が発表され、CPに関しては二つの事項が含まれていた。一つは、短期社債の償還差益の源泉徴収不適用であり、もう一つは、CPに係る印紙税特例措置の延長である。前者は、「短期社債の短期金融商品としての魅力を高め、企業の短期資金調達の円滑化を図るとともに、短期金融市場の健全な育成を図る」目的から、ペーパーレス化されたCPである短期社債の償還差益については、源泉徴収を行わないとするものである。後者は、従来の券面で発行される約束手形CPの印紙税については、額面金額によらず一律五千円とする特例措置を延長する措置である。これはCPの発行コストを抑制することにより、企業の短期金融市場からの資金調達の円滑化の効果が得られるとしている。これによって、今年四月のCPペーパーレス化法の施行以降も、ペーパーレス化に移行できない企業も多額の印紙税負担を免れることができる。特例措置がない場合、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になった。

7 まとめ

CPのペーパーレス化を規定した「短期社債等の振替に関する法律案」は、昨年の通常国会で成立した。その後、具体的な制度の構築が待たれていた。そこで、昨年一月二日、トヨタ自動車やオリックス株式会社等を参加企業とする日本CP協議会によって、「電子CP等の決済システム・グランドデザイン」が発表され、CPの発行体である事業会社が主体となって、新たなCPの決済制度のたたき台が作られた。このグランド・デザインは日本証券業協会にも提出され、協会内においてもこれを検討する「CPのDVP決済スキーム検討タスク・フ

オース」が設置された。グラント・デザインはペーパーレス化されたCPを対象とする短期対応と、同じくペーパーレス化が予定されている社債をも対象とする本格対応から成る。

ペーパーレス化されたCPはT+0への決済期間の短縮が期待されており、それによって銀行の当座借入の代替、補完手段となりうる。また、新たな決済制度がペーパーレス化された社債をも対象とすることにより、今まで証券ごとに分断されていた決済制度が統一化、合理化されることも期待されている。昨年発表されたグラント・デザインは新たな決済システムのたたき台であり、階層構造の実現、種々の証券に横断的な決済制度の実現等、未だ議論の途にある。

注

- (1) 「二〇〇一年三月期本決算概観」http://www.orix.co.jp/top/ir_pdf/ORIXAnalysis0104j.pdf
- (2) <http://www.enkt.org/>
- (3) 詳細はhttp://www.enkt.org/katudou/04_01.html
- (4) 日本証券業協会、「証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループ」(第四回)議事録(平成一三年一月八日)に「CPの資金決済については、一件当たりのロットが大きい、例えば、決済のたびにロットの大きい資金を誰かが確保しなければならないが、誰がそれを確保するのか。今年から始まった国際のRTGSにおいても、CPの短期対応と似たような仕組みが行われており、国債の売買における資金流動性においても同じような問題が発生している。現時点ではきちんと回っているが、それは、国債の場合決済銀行が、個別相対に流動性を供給しているからである。」という指摘がある。

- (5) http://www.enkt.org/katudou/04_01.html
- (6) 「C Pのペーパーレス化に関する研究会報告書」六頁。
- (7) 三國谷勝範「証券決済システムの改善等について」『月間資本市場』二〇〇二年一月（No. 一九七）、二二八頁。
- (8) 「C Pのペーパーレス化に関する研究会報告書」六頁。「現在のコマーマーシャル・ペーパーのみを考えると、単層構造でも十分に対応できるが、今後広く利用されるようになると、同一のディーラーの顧客間で譲渡がされた場合に電子債権登録機関の決済システムに掛かる負荷を軽減できる」としておく利点がある。」
- (9) 「平成一四年度税制改正大綱について」七頁。 <http://www.meti.go.jp/kohosys/press/0002191/0/011214zeisei.pdf>

【参考文献】

前記以外では、

- 佐藤良治「C Pのペーパーレス化 短期社債振替法の制定」、『ジュリスト』、(No. 一一一五)。
- 犬飼重仁「先進的証券決済システムの構築の基盤となる電子C P決済システム」、『金融財政事情』、二〇〇二年一月一四日。
- 早川徹「短期社債等の振替に関する法律」と証券決済システム」、『ジュリスト』(No. 一一一七)。
- 加藤隼人「T + 1に向けた証券決済制度改革の展望」、『月刊資本市場』、二〇〇二年二月、(No. 一九八)。

(ふくもと あおい・研究員)