

一般債のペーパーレス化

福本 葵

1 はじめに

二〇〇六年一月一〇日、地方債や社債を含む一般債の振替制度がスタートした。これは短期社債である電子C Pのペーパーレス化に次ぐ第二の証券のペーパーレス化として、また、二〇〇九年に予定されている株式のペーパーレス化に先行するものとして注目されている。

始まったばかりの制度にも、早くもいくつかの問題点が指摘されている。ひとつは、手数料に関するものである。新制度の施行により、券面が存在しなくなり、償還や利払いの事務手続は格段に簡素化された。そのため、新たな制度の振替債の元利金支払手数料は、これまでの現物債や登録債を取り扱っていた際の手数料よりも、引き下げられるべきであるという意見が、発行会社を中心に высказывались。

二つ目の問題は、サムライ債に関するものである。現在、サムライ債の発行会社の七割はアメリカ企業である。そのアメリカの税法では、投資家が記名式債権を保有する場合、アメリカ人ではないことを証明しなければ、源泉徴収の減免措置が受けられない。登録債は無記名式債権であると解されてきたので、このような証明をする必要がなかった。しかし、振替債は記名式債権であると解釈される可能性も高く、そうであれば、原則、投資家がこの証明を行わなければならない。アメリカの税法上の取り扱いを懸念し、サムライ債の発行を控える企業が出てきている。この状態が続くと拡大してきたサムライ債市場に水を指すことにならないか心配されている。

本稿では、一般債の振替制度を概観し、その問題点について考察する。

2 これまでの一般債の決済制度

(1) 社債制度改革

振替制度は広く一般債を対象としているが、本章では特に社債の決済制度を中心にみてゆくこととする。社債には、現物債、登録債がある。これまで社債は、大部分が社債等登録制度に基づく登録債として発行されていた。登録債の場合、一旦発行された債券がその銘柄ごとに定められた登録機関（通常、銀行）に保管される。登録機関では、債券の額面、債権者の氏名、住所、印鑑等を、登録簿上に記帳（登録請求）することによって、登録債を管理する。この制度において、債券が譲渡される場合には、券面の移動を伴わない。登録簿の書き換え（移転登録）によって券面の移動に代える。

登録債は、現物の移動を伴わないため、盗難や紛失のリスクを回避することができる。しかし、銘柄ごとに存在する登録機関は一六〇以上存在し、それぞれが個別フォームによる書面取引を煩雑で手作業の多い方法で行っていた。また、決済期間もT十五以上かかっており、決済リスクが大きかった。そのため、決済制度改革が必要であるとの議論がなされていた。

そこで、一九九七年、株式会社債券決済ネットワークが運営する「JBネット」が稼働した。これは、株式会社債券決済ネットワークが中継機関となることにより、登録債の決済制度をオンライン化し、これまで登録機関ごとに様式が異なっていた応募者登録請求および移転登録請求を画一フォームでオンライン処理するものである。JBネットの稼働により、決済期間は、株式と同じT十三に短縮された。また、資金決済においては一九九

八年四月より、日本銀行金融ネットワークシステム（以下「日銀ネット」）をJ B ネットとリンクさせる等の措置を講じて、日銀ネットの社債等D V Pの取扱を開始し、これにより登録社債等のD V P決済が可能となった。

しかし、J B ネットにも問題点があった。第一に、一六〇以上の登録機関はこの制度においても残されたままであり、これらの登録機関がそれぞれに登録簿を管理していた。また、元利払期日前には、三週間の移転登録禁止期間が設定されていた。さらに、J B ネットに参加しているのは、流動性の大きい銘柄のみであり、また経費面でこれに対応できない登録機関においては、券面が存在し、書面での請求もまた残ることになる。この場合は、現物債の記番号を管理しなければならぬ。一旦制度に入った債券であっても、請求があれば登録債を引き出し、現物債とすることも可能である。その場合もまた、記番号を管理しなければならない。

（2）一般債振替制度

そこで、さらなる改革が必要となった。社債を含む一般債にも振替決済制度を導入しようとするものである。平成一四年四月一日に施行された「短期社債振替法」を改正するかたちで、平成一五年一月六日、「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律」（「社債等の振替に関する法律」）が施行された。¹⁾これによって、それまで、C Pを対象としていた証券振替制度が社債を含む一般債に拡大された。

この法律に基づいて新たに構築された一般債の振替制度は二〇〇六年一月一〇日スタートした。登録債は、現物債の存在を前提としており、請求があれば、現物債を引き出すことも可能である。しかし、新制度において証券は発行されず、完全にペーパーレス化されることとなった。新制度では証券保管振替機構が証券振替機関となり、ここで管理される振替口座簿に記載される残高の増減記録の仕組みによって権利の移転が行われることとな

る。

この制度の開始後、移行期を経て、登録債は廃止されることになっている。その第一段階として、二〇〇六年一月には、既登録債も振替債への移行が開始される。二〇〇八年一月六日以降は、税制優遇措置（非課税法人、マル優、源泉徴収不適用等）は振替債のみにしか適用されないようになる。また、資本金一億円以上指定内国法人の源泉徴収不適用は振替債のみとなる。そして、登録債の根拠法である社債登録法は二〇〇八年一月六日に廃止される。JBネットも来年三月を目処に廃止が予定されている。

3 新たな社債決済制度の概要

(1) 一般債振替の現状

一般債振替制度の利用は、順調に伸びている。六月末現在で、二八、八九八銘柄、残高では、約一五兆四五九二億円となっている。⁽²⁾

(2) 制度のメリット

社債登録制度が一旦発行された証券を不動化させるもの（immobilization）であるのに対し、新制度は、完全なペーパーレス化（dematerialization）を実現化するものである。そのため、振替制度においては、証券発行のコストおよび事務負担の必要がなくなる。また、券面の移動に代わって、証券振替機関および口座管理機関が管理する振替口座簿の増減記帳が行われる。このため、流通および消化の円滑化が図られる。さらに、登録制度においては、元利払期日直前三週間の移転登録停止期間があるが、新制度での振替禁止期間は一日であり、証券を移

転することのできない期間は大幅に短縮される。

(3) 対象証券

一般債振替制度の対象証券は、新株予約権付き社債を除く社債、地方債（発行者の同意が必要）、投資法人債、保険相互会社債、SPCなどの特定社債、財投機関、地方公社などの発行する特別法人債、サムライ債などの外債（デュアルカレンシー債などの外債で元利金が支払われる銘柄も取扱対象。ユーロ債など海外で発行される債券は取扱対象外）である。

(4) 制度参加者

本制度の参加者は、発行者、発行代理人・支払代理人、振替機関、口座管理機関（直接・間接）、加入者である（図1）。発行代理人・支払代理人は、発行者が振替債を発行する際の事務手続や償還、利払いなどの事務手続を代理する金融機関である。振替機関は、現在、株式会社保管振替機構のみとなっている。⁽³⁾ 口座管理機関とは、主に証券会社であり、振替機関に口座を持つ直接口座管理機関と、振替機関に直接には、口座を保有せず、直接口座管理機関の中に口座管理機関を持つ、間接口座管理機関とがある。⁽⁴⁾ 加入者とは、債券の保有者つまり投資家を指す。

(5) 発行

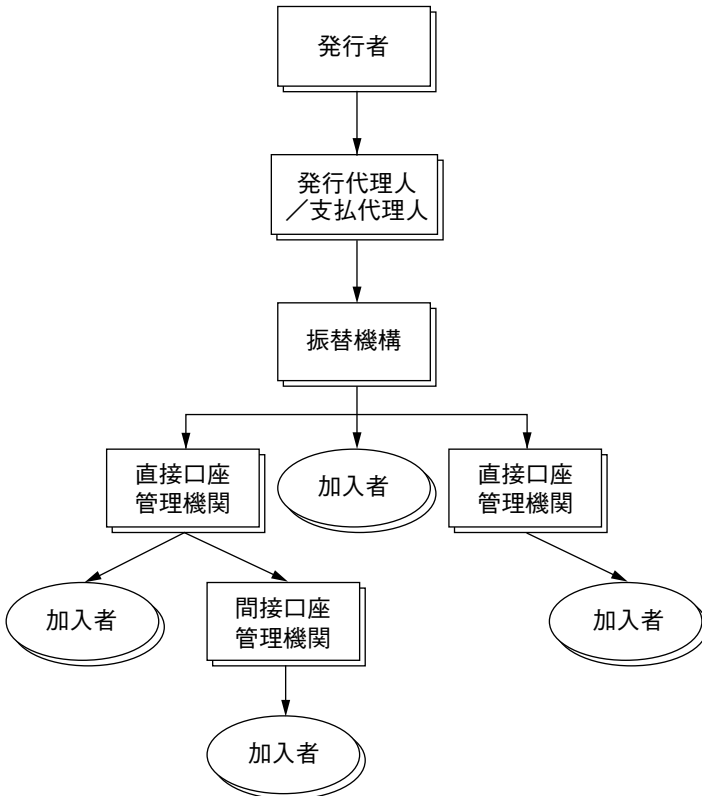
新発振替債を発行する際、発行者・発行代理人は発行条件決定を決定する。次に、発行代理人は、銘柄、利息

支払方法を振替機関に電子的に通知（銘柄情報の通知）する。第三に、発行代理人は払込日までに振替機関に社債等の応募者などの口座、金額など新規記録に必要な情報を通知（新規記録申請）する。これを受け、振替機関では代理人からの払込確認の通知により振替口座簿に新規記録する。

(6) 流通

売買等に伴う権利の移転は振替口座簿の振替によって行う。担保や質権の設定は設定者口座から担保権者や質権者の口座振替による。DVP決済も可能である。

図 1



(出所) 株式会社保管振替機構より作成

(7) 元利金の支払い

①これまでの元利金の支払い

現物債の場合、債券を保有する投資家は、償還の場合は本券を、利払いの場合は利札を、証券会社または元利金支払場所へ持参する。また、登録債の場合には、元利金領収書を顧客の証券を保護預りしている証券会社に持参する。現物債の本券、または利払いの際の利札を、投資家から持ち込まれた証券会社、および顧客投資家の保護預りしている証券会社は、投資家へ元本またはクーポン金額の立替え払いを行う。

次に当該証券会社は、自己分と顧客分を合わせて元利金支払場所へ持参する。これに対し、支払場所では、元本と利息および取扱手数料を証券会社に支払う。発行会社では、元利金支払機関に対し、元利金および取扱手数料を支払う(図2)。

②振替制度の元利金の支払い

新たな制度では、償還期限または利払いの前に、間接口座管理機関の情報が、直接口座管理機関へ送られる。次に直接口座管理機関および機構直接加入者の情報が、証券保管振替機構に伝達される。最後にこれらの情報が支払代理人

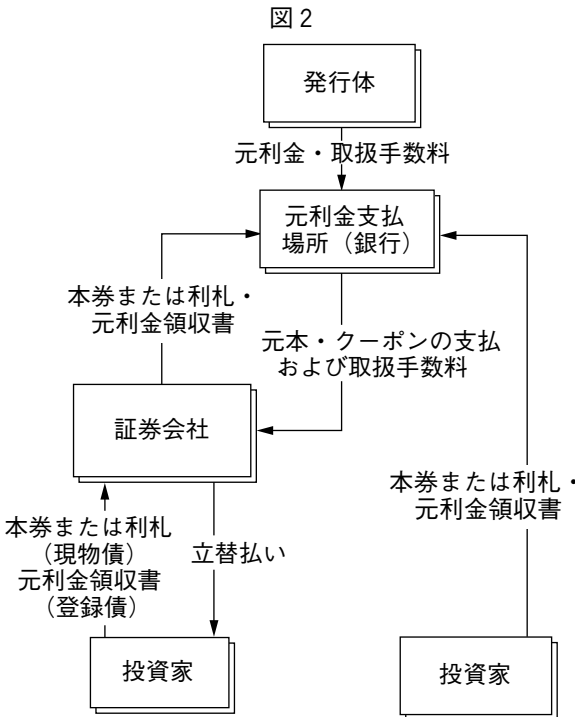
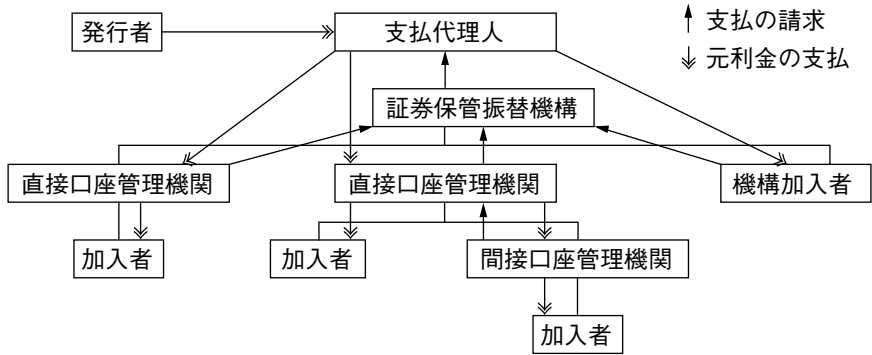


図 3



(出所) 株式会社保管振替機構より

に送られる。この情報に基づいて、支払代理人から、機構直接加入者および直接口座管理機関へ、直接口座管理機関から間接口座管理機関および加入者へ支払われる。支払いを受けた間接口座管理機関から加入者へ支払われる(図3)。

このように日本の振替制度においては、保振機構は、支払の請求を行うが、元利金の支払は、支払代理人から保振機構を通さずになされる。一方アメリカにおいては、振替機関であるDTCを通じて元利金が支払われる。

(8) 既発行債の移行

二〇〇六年四月からは、既発の現物債が振替債に移行され、一月には、登録債から振替債に移行することが予定されている。この移行には、一括移行方式が採用される⁽⁵⁾。

4 新たな決済制度の問題点

振替制度にも、主に二つの問題点が指摘されている。このうち、ひとつは、手数料負担の問題である。この問題は振替債の発行が重なる中で、ほぼ解決を見られたといつてよいであろう。

二つ目の問題であるサムライ債については、現在まだ解決されてはならず、早期解決が望まれている。ここでは、これら二点の問題点に付き、詳細を見てゆきたい。

(1) 手数料の負担

① 元利金の支払い

現物債、登録債の手数料徴収の方法は、前述の通りである。元利金支払場所は、発行会社から「元利金支払手数料」を徴収する。「元利金支払手数料」とは、店頭を持ち込まれたクーポンや社債券の真券か否かの確認照合、真券の場合の元利金支払い、支払調書作成、本人確認、クーポン、社債券の回収、および社債受託または管理会社または財務代理人への送付などの事務作業の対価である。登録債の場合も現物債に交換可能であったために、現物債の存在を前提とした手数料を徴収していた。⁽⁶⁾

一方、振替債の元利金の支払いは、まず、振替機関が支払期日の二営業日前に、業務終了時点の各機構加入者の振替口座簿の残高およびそこで集約された課税情報に基づき元利金支払額を計算し、支払代理人に請求する。支払日当日、支払代理人は、機構からの請求データに基づき機構加入者に対し、日本銀行の当座預金口座より支払いを行う。直接口座管理機関は、間接口座管理機関および加入者に資金の支払い、さらに、間接口座管理機関は加入者に支払う。振替制度とこれまでの現物債・登録債との相違点は、まず、券面が存在しないので、真券か否かの確認や、券面の回収、その他、券面の存在を前提とした事務の必要がないこと、これまでは、銘柄ごとの元利金支払場所が定められていたが、振替債においては、加入者が口座管理機関を選択すること、元利金支払いの情報に基づいて支払いがなされるため、立替払いの必要がないことなどである。つまり、事務手続は格段に簡

略化されることになる。

そこで、これまでの手数料体系を見直し、引下げを求める要請が、発行体を中心になされてきた。⁽⁷⁾

②手数料の引下げ

これまでの登録債の取扱手数料の基準は、償還の場合、一〇〇円につき一〇銭、利金取扱手数料は、一〇〇円につき二〇銭であった。これは、先に述べた券面の存在、それに伴う事務処理負担を前提とした手数料体系であった。制度移行後、五月までの東京都債など公募地方債の元利金支払手数料は、元金一〇〇円につき、〇・五銭、利金一〇〇円につき一〇銭となっている。また、一五五回預金保険機構債の元金支払手数料は、元金一〇〇円につき、〇・〇〇九銭、利金支払手数料は、元金一〇〇円につき、〇・〇一六二五銭となっており、これまでの手数料と比べると、格段に引き下げられた。

事業債では、第一〇四回オリックス債の元利金支払手数料は、元金、利金ともに〇であった。第四七四回中部電力債は元金一〇〇円につき、〇・一銭、利金一〇〇円につき、〇・〇八五銭であった。

六月発行の政府保証債と公募地方債はさらに引き下げられ、元金一〇〇円につき〇・〇〇七五銭、利金手数料は、債券元本に対して一〇〇円につき、〇・〇〇七五銭となった。政府保証債と公募地方債の手数料は、この水準に収束したとされている。⁽⁸⁾

これら公共債の手数料引下げは、事業債の手数料引下げ圧力となり、資産管理事業を専業とする、資産管理サービス信託銀行、日本トラスティ・サービス信託銀行、日本マスタートラスト信託銀行にとっては、とりわけ厳しいものとなった。一月には、既発登録債の振替債への移行が予定されているが、この既発債の手数料引下げの圧力ともなりうるであろう。

(2) サムライ債の税金

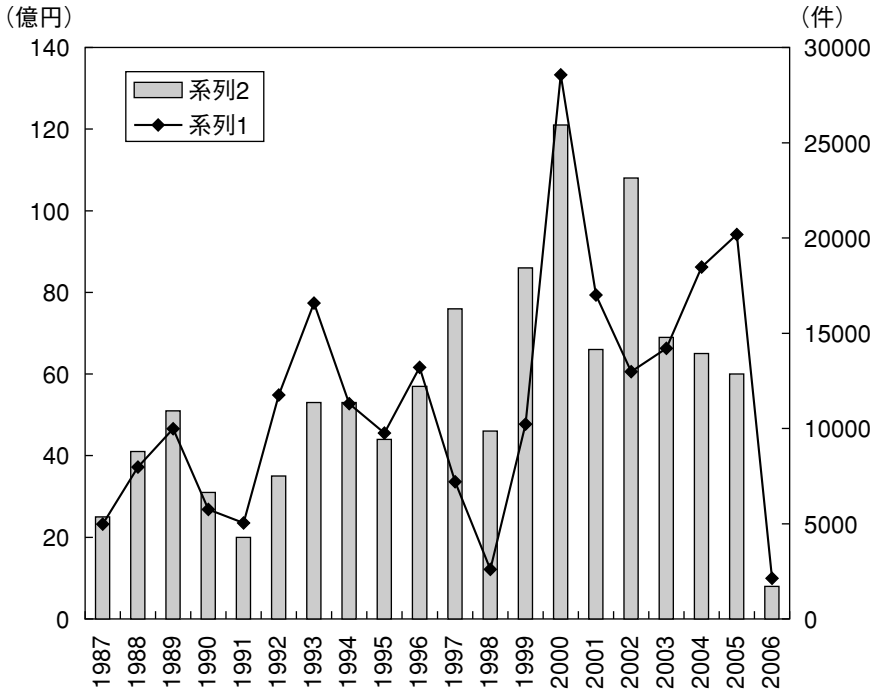
①サムライ債起債の激減

今年に入って、サムライ債発行が激減している(図4)。五月までの発行は、HSBC、インド輸出入銀行など八社のみである。GEキャピタルもサムライ債で予定していた400億の起債をユーロ債で発行することに変更したと報道されている⁽⁹⁾。

②アメリカの税制

サムライ債の発行体は、現在、アメリカ企業が七割を占めている。サムライ債の発行の激減は、アメリカの税法と大きく関係する。つまり、アメリカの Internal Revenue Code (内国歳入法) では、「ポーターフォリオ・インベストメント」たる債権による利息収入 (Sec. 871 (h), Sec. 881 (c)) 等は、アメリカ国内源泉所得であっても源泉徴収(アメリカ人に対しては三〇%)の

図4



(出所) 財務省「非居住者の本邦における債券発行・募集」より作成

(注) 2006年は5月までの実績

対象とならないとしている。

「ポートフォリオ・インベストメント」とは、次の債権に対する投資であるとしている。⁽¹⁰⁾

①アメリカ人以外に発行された非登録債権 (not in registered form) であつて、「当権利を所有するアメリカ人はアメリカ税法上の制限がある」⁽¹¹⁾旨が券面に記載されてゐる (described) もの。

②登録債権 (in registered form) であり源泉徴収義務者がその債権保有者がアメリカ人でない旨の証明書を入力している場合。

③以上の条件に該当しても、発行者の株式を一〇%以上保有している場合および銀行業は非課税の適用を受けられない。

ここで問題となるのは、①と②の違いである。つまり、日本で日本人に向けて発行されるサムライ債はポートフォリオ・インベストメントであるが、これが非登録債権か登録債権かで、源泉徴収方法に違いが生じる。⁽¹²⁾ 非登録債権であれば、原則、源泉徴収免除であるが、その券面に、IRC163 (f) (2) (B)にある「アメリカ人にはアメリカ税法上の制限がある」旨を記載しなければならぬ。つまり、これは券面の存在を前提としている。これまでの「登録債」⁽¹³⁾でも、移転の際には券面の必要がない点では、振替債と変わりが無い。しかし「登録債」は制度上、現物債として、券面を引き出すことが可能であるため、非登録債権であるとの解釈ができた。

一方、振替債は、券面の存在を前提としていないため、非登録債権とは、解釈されない可能性が大きい。従つて、前記の②の取り扱いを受ける可能性が高い。

債権が②の登録債権であると解された場合、どのような手続が必要であろうか。日米租税条約では、アメリカ国内の源泉徴収三〇%から、日本国内の個人については一五%に、会社については一〇%に軽減されている。こ

の源泉徴収税は、原則、利息の支払いを行う発行会社が納めなければならない。(IRC Sec. 1441(a)および1442(a))にある源泉徴収代理人 (Withholding Agent) とは、債権の発行会社である。

米国内国歳入庁、米国連邦税務当局 (The Internal Revenue Service 以下、IRS) が軽減措置を行う場合、登録債権 (in registered form) であれば、原則、アメリカ人ではない投資家 (受益者) が、身元、受益権、租税条約の下での権利について直接明らかにした Form W-8 という書類を提出することが義務付けられている。本人確認ができ、アメリカ人でないことが分かれば源泉徴収の対象とならない (portfolio interest exception)。つまり、IRS に対して、受益者本人がこの証明 (W-8IMY) を行い、源泉徴収代理人である発行会社が納税する。

これには特例措置として、債権所有者本人でなく、外国金融機関 (カストディ) が代わって行う方法もある。そのためには、外国金融機関が、IRS と個別に「QI 契約」を締結して「適格仲介人 (Qualified Intermediary 以下、QI)」にならなければならない。QI の資格を取得すると、外国金融機関の顧客である投資家の身分確認を顧客に代わって証明をすることができる (W-8IMY)。しかし、QI となるためには、IRS もしくは外部監査人から外部監査を受けなければならないなど、様々な条件が付されている。また、QI として業務を行うためには、システム投資や人材が必要となる。サムライ債の起債を引き受けている全ての引受会社がこのような体制を整えているわけではない。

そのため、新発債発行を差し控え、前述のように、サムライ債発行を差し控える企業が現れた。振替債が登録債権とされるか、非登録債権とされるか不透明な状態が続くと、順調に伸びてきたサムライ債市場に水を差すことにならないかと懸念されている。また、証券会社は、予想発行額に応じた利益を見込めなくなる可能性もある。この問題は、アメリカの税制上の取り扱いに依拠するものである。従って、容易に結論が出ない可能性はある。

しかし、今年一月月の登録債から振替債への移行が迫っているため、早期の対応が望まれる。

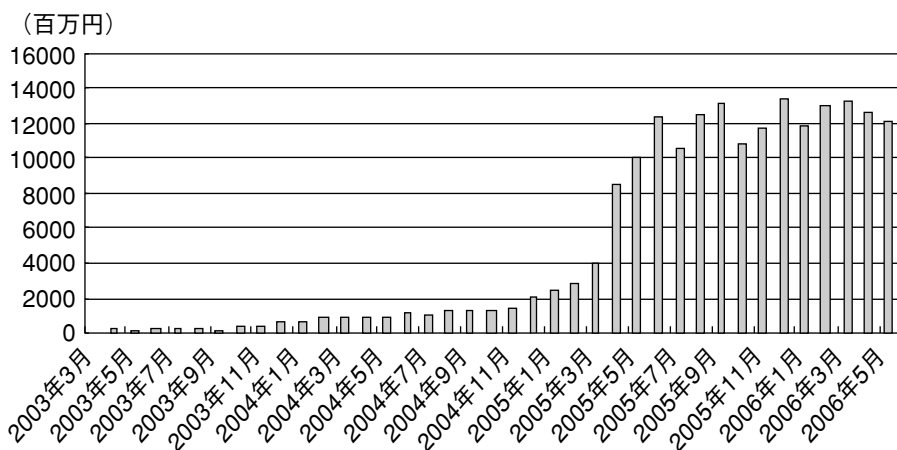
5 おわりに

二〇〇四年四月に外国法人が国内で発行する電子ＣＰであるサムライ電子ＣＰ債にかかる償還差益の源泉徴収減免措置が開始したこと、および二〇〇五年三月で、従来の約束手形として法律構成されていたＣＰの印紙税率軽減措置が終了したことを受け、ＣＰの不発行化（電子ＣＰの発行）は順調に推移している（図５）。

二〇〇六年一月一〇日、新規発行の一般債のペーパーレス化がスタートした。しかし、この新しい制度にも問題点が指摘されている。一つは手数料の引下げ、もう一つは、サムライ債についてのアメリカ税制に関する問題である。

二〇〇七年一月には投資信託受益証券が、二〇〇九年一月には、株式のペーパーレス化が予定されている。株式のペーパーレス化は、一般債よりも関係者が多く、また、小口の個人投資家も多い。また、これまでの株券保管振替決済制度と異なり、株主名簿を日々、管理、更新する仕組みとなっている⁽¹⁴⁾。制度の本格実施まで

図５ 電子ＣＰ引受



(出所) 証券保管振替機構、短期社債振替制度・月次統計より作成

に解決または、周知徹底しなければならぬ事項も多いことと考えられる。⁽¹⁵⁾ 一般債の振替制度は、これに先立つものとして注目に値する重要な制度である。

注

- (1) 一五九回国会に提出された「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」が平成一六年六月二日、成立し、一般債を対象とした「社債等の振替に関する法律」から株式も対象とした「社債、株式等の振替に関する法律」に改正された。また、平成一六年法律第八八号によって、商法が改正され、株券不発行制度の創設された。平成一七年に成立した会社法では、これを引継ぎ、株式は原則不発行とする規定となっている。
- (2) 株式会社保管振替機構発表資料より。
- (3) 法律は複数の振替機関の存在を禁じてはいない。
- (4) 直接口座管理機関となるためには、参加コストがかかる。そのため、間接口座管理機関となることにより、そのコストを削減することも可能である。また、直接口座管理機関の中には、クリアリングファームのように決済を代行するサービスの提供を業とするものが現れることも考えられる。
- (5) 一括移行方式対象銘柄であれば、社債券者が「登録債一括移行に関する委任状」を提出するだけで、登録債から振替債に移行することが可能であり、簡便である。その他の移行方式には、個別移行方式がある。これは、銘柄ごとに移行に係る請求書を作成し登録機関へ提出しなければならない。
- (6) 登録債が現物債と同水準の手数料である理由は、同じ銘柄回号で登録債の場合と現物債の場合で、元利金支払手数料

の実務に応じた料率をそのつど使い分けることは困難であること、両者の間の交換が認められていることがあげられている。(企業の資金調達に伴う円滑化に関する研究会)。しかし、登録債の場合、券面の確認や回収など、現物債取り扱いはによる事務が発生しない。そのため、結果として割高な手数料であったといえよう。

- (7) 「企業の資金調達に伴う円滑化に関する協議会」による「一般債振替制度における「元利金支払に伴う手数料」に関する考え方の整理」

- (8) 日経公社債情報、二〇〇六年六月五日。一五四〇号。

- (9) 日本経済新聞、平成一八年五月二五日。

- (10) 須田 徹『アメリカの税法 連邦税・州税のすべて「改訂六版」』、中央経済社、一九九八年一月二八七頁。

- (11) IRC, Sect163 (f) (II) on the face of such obligation there is a statement that any United States person who holds such obligation will be subject to limitations under the United States income tax laws.

- (12) 非登録債権を「無記名債」、登録債権を「記名債」と訳しているものが多い。日本におけるいわゆる登録債との混同を回避するためであると考えられるが、*not in registered form*を非登録債権、*in registered form*を登録債権と訳す。

- (13) 日本の登録債を指す。

- (14) 現行の株券保管振替制度は、権利確定日に実質株主名簿を確定するいわば「点」での管理であった。ペーパーレス化後の新たな株式の振替制度は、データを日々更新するいわば「線」での名簿管理といえよう。

- (15) これまで株式は、証券の保有者と株主名簿上の株主とが必ずしも一致しない特殊な証券であった。しかし、制度実施後は、証券を保有するとはほぼ同時に株主となる。このような仕組みは、株主としての権利実施が円滑化される反面、

例えば、所有財産の透明化や外国人持株比率の問題など新たな議論を生む可能性があろう。

(ふくもと あおい・客員研究員)