

## 情報システム活用が進む米国CP市場

我が国では、コマーシャル・ペーパー（CP）市場が創設されて以来 10 年以上が経過したが、企業が機関投資家から直接、短期資金を調達する場としては十分に機能していない。一方、我が国が市場創設にあたってお手本とした米国の CP 市場は、今年 2 月に発行残高 1 兆ドルの大台を突破するなど、順調な成長を遂げている。本レポートでは、この米国 CP 市場の発展を支える高度な情報システムの活用について紹介する<sup>1</sup>。

### 1. DTCのブック・エントリー・システム

米国では、CP の発行、流通、償還は、90 年に導入された預託信託会社（The Depository Trust Company: DTC）のブック・エントリー・システムを通じて行われており、発行の度に手形券面を作成したり、譲渡に際して受渡しをしたりする必要はない。CP をめぐる権利関係は、DTC における記帳によって処理されているのである。

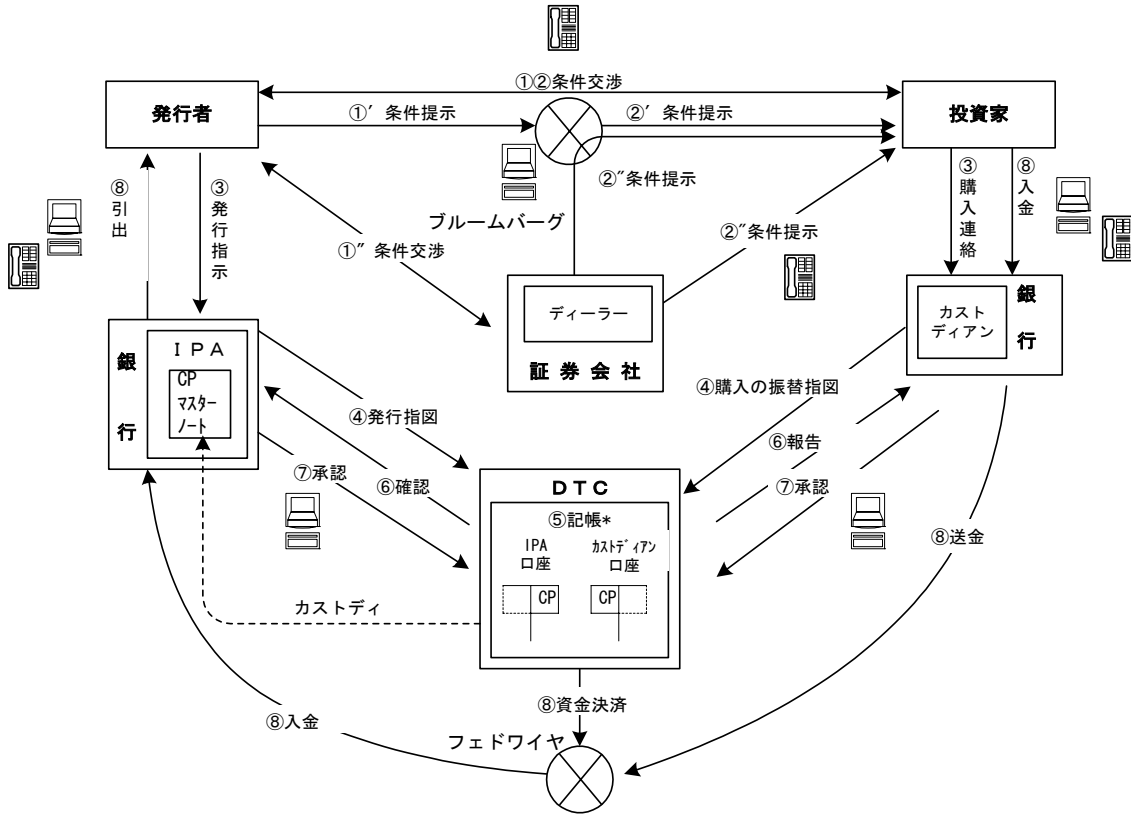
CP を初めて発行しようとする発行体は、まず、DTC における証券発行口座を開設する。この口座開設以下の手続きは、発行体の代理人として指名された発行支払代理人（Issuing and Paying Agent: IPA）によって行われる。個々の発行や償還にあたっては、DTC と連絡を取り合って実務を進めるのは、IPA である。通常、IPA を務めるのは、シティバンク、チェース・マンハッタン・バンク、バンカース・トラスト、ファースト・ナショナル・バンク・オブ・シカゴといった銀行の信託部門である<sup>2</sup>。

IPA は、今後発行される全ての CP を表章する有価証券であるマスター・ノートを作成するとともに、DTC に対して発行体の委任状（letter of representation）を提出して証券発行（保管）口座を開設する。また、DTC との間で保護預かり契約（custodian agreement）を取り交わし、マスター・ノートの保管者となる。マスター・ノートには、金額や発行条件の記載はなく、個々の発行に際して、IPA が、条件を記入していくことになる。従って、マスター・ノートの法律上の所有者である DTC ではなく、IPA が保管者となる必要がある。

<sup>1</sup> なお、日米 CP 市場の現状についてより詳しくは、大崎貞和、井上武「日米のコマーシャル・ペーパー市場 ～直接金融機能の強化に向けて～」野村證券『財界観測』98 年 8 月号参照。

<sup>2</sup> 業務の性格としては信託代理人だが、資金決済を行う必要上、銀行免許なしに IPA 業務を営むことは不可能である。

図1 米国におけるCPの発行、流通、償還の仕組み



(注) 1. ディーラーは発行されたCPを一旦自己勘定で引き受けるため、DTCに証券保管口座を開設している。また、自らCPを発行している場合にはIPA口座も開設している。これらについては上図では省略している。  
 2. 資金決済は、償還金額も含めたネットの金額について行われる。  
 (出所) 野村総合研究所

個々のCPの発行は、以下のような手順で進められる(図1)。

- ①発行体とディーラー証券会社(ダイレクト・ペーパーの場合は機関投資家)の間で発行条件に関する交渉を行う。交渉は、通常、電話やファクスで進められる。
- ②最近では、条件交渉をブルームバーグなどの情報ベンダーのシステムを通じて行うことも多い(詳細については後述)。
- ③条件交渉がまとまると、発行体はIPAに対して発行を指示し、一方、投資家は、カストディアン銀行に対して購入の連絡を行う。
- ④IPAは、DTCに対してCPの発行指図を行い、マスター・ノートに発行の詳細を記入する。IPAは発行時の売り付け先(ディーラー・ペーパーの場合はディーラー証券会社となる)をDTCに連絡し、振替指図を行う。一方、機関投資家のカストディアンは、購入

者として DTC に対して振替指図を行う。

- ⑤ DTC は、発行体の IPA 口座に証券発行記帳を行い、次いで、投資家のカスタディアン<sup>3</sup>の証券保管口座に証券振替記帳を行う。同時に、投資家側の資金決済口座からの資金引き落とし記帳と発行体の IPA の資金決済口座に資金振替記帳を行う。つまり、証券の振替と資金の振替が同時に行われる DVP (Delivery versus Payment) が実現している。これによって、実際の資金決済が行われるまでの間、DTC が投資家に対する債権者、発行体に対する債務者となる。発行体は、DTC によって円滑な入金を保証されるわけである<sup>3</sup>。なお、IPA やカスタディアンとしての業務を行う銀行、ディーラーとなる証券会社などは、全て DTC の参加者として証券保管口座、資金決済口座を開設している。
- ⑥ DTC は、振替記帳の内容を IPA、投資家のカスタディアン銀行の双方に通知する。なお、近く、CP の発行にも上場株式の取引などでは既に利用されている機関投資家向けの約定照合システム (ID システム) が適用されることになっており、その場合は、機関投資家が、DTC に対して直接約定確認の送信を行うことになる<sup>4</sup>。
- ⑦ DTC からの通知内容に間違いがなければ、IPA、カスタディアンは、それぞれ振替記帳の承認を行う。これによって、口座振替は完了する。通知内容が承認されない場合は、振替は完了せず CP 証券に関する権利は移転しない。
- ⑧ 毎日、午後 3 時半頃から、DTC における CP 取引に係わる資金決済が、連銀の資金決済システムであるフェドワイヤを通じて実行される。⑤で触れたように、個々の支払いは DTC によって保証されているため、ここで行われる資金決済は、IPA、カスタディアンの DTC に対するネットの受取り分、支払い分のみが対象となる。このフェドワイヤの即日資金システムとの連動によって、発行体は、CP 発行当日に資金を受け取ることができる。

上のプロセスにおける IPA、カスタディアンなどの参加者と DTC との間のやり取りは、DTC の専用端末を通じて行われる。

参加者は、IPA 口座の維持手数料として毎月 500 ドル程度、発行手続き (発行から償還までを含む) 1 件当たり 3 ドル、購入や売却の取引手続き 1 件当たり 49 セントの手数料を負担する。DTC による振替決済が導入される以前から、自前のブック・エントリー・システムを活用してきた有力なダイレクト・ペーパー発行体のなかには、こうした手数料負担を重荷に感じている者もいるようである。しかし、①紙の券面を利用していた時代には取引 1 件当たり 25 ドルもの費用がかかっていたこと、②DTC を通じた振替決済の利用が浸透し投資家側が振替決済を望んでいること、などから、現在では、ほぼ全ての CP 発行が、

<sup>3</sup> 但し、現実には、CP の発行は継続的に行われており、この発行手続きと並行して以前に発行された CP の償還が行われている。償還のデータは、前日の夜間バッチ処理によって発行データが記帳される前に記帳されているため、実際には、発行体の資金決済口座は、償還資金が出ていく分、この時点ではマイナスとなっていることが多い。DTC は、各 IPA ごとに、このマイナス幅の上限 (ネット・デビット・キャップ) を定めており、日中に上限を超過すると、それ以上の取引を停止する。

<sup>4</sup> ID システムについては、日本証券経済研究所編『図説アメリカの証券市場 1998 年版』190 頁参照。

DTC を通じる形で行われている。

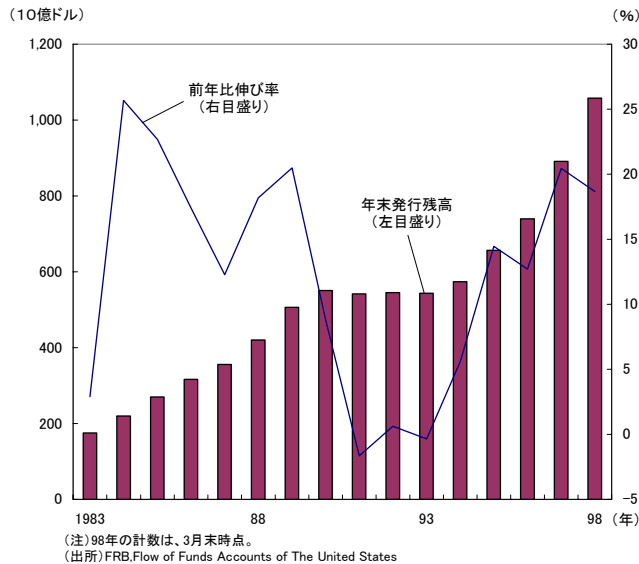
なお、DTC は、譲渡性預金 (CD) や銀行引受手形 (BA) など他の短期金融商品の決済についても、CP と同じ仕組みで行っている。これらの仕組みは、短期金融市場プログラム (Money Market Instruments: MMI) という名称の下に統合されている。

## 2. 市場を支える周辺システム

### 1) 発行市場のシステム化

DTC のブック・エントリー・システムは、CP 券面の作成、移動の必要をなくすことで、CP 市場の効率化に大きく貢献した。新しいシステムへの移行は段階的に進められ、93 年 9 月末時点では発行残高の 71%、最近では 99% がブック・エントリー化されている<sup>5</sup>。ブック・エントリー化の進展に伴って、CP の発行残高は急増し今年に入って、遂に 1 兆ドルの大台を突破した (図 2)。

図 2 米国における CP の発行残高と伸び率の推移



<sup>5</sup> DTC システムを通じた発行手続きは、手続き 1 回当たりの金額に 5,000 万ドルという上限が設けられている。従って、例えば、4 億ドルの CP を発行する場合には、8 回に分けて手続きを行う必要がある。これに対して、券面を作成するのであれば、例えば、購入する投資家が 1 人しかいないと分かっているならば、額面 4 億ドルの券面 1 枚の作成で済む。このため、現在でも、ごく稀に券面が作成されるようである。なお、DTC における手続きの制限は、発行金額そのものには影響しない。CP には、1 本ごとに CUSIP 番号と呼ばれる記番号が付されるため、同じ CUSIP 番号で何回かに分けて発行手続きを行えば、ひとまとまりの CP として扱われる。

## ブルームバーグのシステム

米国では、CP市場の急拡大を背景に、発行体と投資家とを結ぶ情報システムの活用が進んでいる。

ブルームバーグやテレレートといった情報ベンダーの端末画面には、有力なダイレクト・ペーパーの発行体やディーラーが満期別の利回りや発行金額といった情報を掲載しており、投資家は、それらの情報を確認した上で、発行体やディーラーと交渉を進めている。最近では、ブルームバーグが、こうした情報画面に購入申込みの機能を追加し、広く利用されるようになっている。

予め口座を開設しておいた投資家は、ブルームバーグの端末上で、償還金額、満期など必要な情報を入力すれば、CPの購入申込みを済ませることができる。発行体やディーラーのサイドでも電子化が進んでいる場合には、予定発行金額や一投資家当たりの購入上限といった予め設定された条件に反しない限り、自動的に申し込みが受け付けられ、数秒で端末上での約定確認を行うことができる<sup>6</sup>。そこまで自動化されていない場合でも、発行体やディーラー側の担当者が、申込みを受け付ける端末操作を行うだけで簡単に売買を成立させることができるようになっている。

こうした仕組みをメリル・リンチ、ゴールドマン・サックス、CSFBといった有力ディーラーのほか、GEキャピタル、フォード・モーター・クレジットなど約50社のダイレクト・ペーパー発行体が利用している<sup>7</sup>。

## インターネット活用の試み

ブルームバーグのシステムと同じような仕組みをインターネット上で構築しようという動きも現れている。有力なダイレクト・ペーパー発行体の場合、取引口座を開設している投資家の数は約1,000にも及び、その全てがブルームバーグ端末を保有しているとは限らないのが実状である。小規模な機関投資家の場合、むしろインターネットに接続したPCを手元に置いている可能性の方が高いという見方もある。そこで、一部のダイレクト・ペーパー発行体が、インターネットの活用を模索し始めたのである。既に、フォード・モーター・クレジットなどが、パスワードによるアクセス制限を加えたページを作成し、試験的に発行取引に利用しているという。

なお、米国では、一般的にCPは個人投資家に取得させてはならないとされている<sup>8</sup>。こ

<sup>6</sup> 取引執行までを端末上で行うことが可能な会社の名前は画面上では黄文字で表示され、執行までは行えず情報提供のみの会社は白文字で表示される。

<sup>7</sup> ブルームバーグ端末を利用した取引にあたっては、情報を掲載する発行体（ディーラー）、CPを購入する投資家のいずれの側も、特に手数料等を課されることはない。ブルームバーグとしては、こうしたサービスを提供することで端末の利用台数が増加することを期待しているようである。

<sup>8</sup> CPが、1933年証券法3条(a)項(3)の満期9カ月以下の短期債券や手形に対する登録免除規定に依拠して発行される場合、証券取引委員会（SEC）への登録義務が免除される。SECが1961年に出した解釈通達（Release No.33-4412）によれば、この登録免除を受けるためには、「通常、公衆によって取得できない種類のもの」でなければならない。

のため、誰もが情報にアクセスできるインターネット上で CP 発行に関する情報を公開することには問題があるという見方もできる。そこで、むしろ、発行登録制度を利用した公募証券として発行されるミディアム・ターム・ノート (MTN) を個人投資家に販売するためにインターネットを利用しようという動きが現れた。

ダイレクト CP の有力発行体でもある GMAC は、自社ホームページ上で、「スマートノート」と名付けた MTN プログラムの目論見書をダウンロードできるようにしており、発行条件、販売証券会社名などの情報を公開している。個人投資家は、この情報を基に証券会社を通じてスマートノートを購入することができるのである。

## 2) 発行体のバック・オフィス・システム

以上のような CP 発行市場における電子化、システム化が始まる以前から、ダイレクト・ペーパーの発行体を中心に、CP 発行に伴う事務処理を効率化するための情報システムの活用が積極的に進められてきた。

既に触れたように、ダイレクト・ペーパーの発行体は、DTC によるブック・エントリー・システムの導入以前から、自社専用のブック・エントリー・システムを構築していた。発行体が CP 券面を保管し、投資家には約定報告書もしくは預り証のような書類を交付するという形で、煩雑な券面の受渡しを省略していたのである。この場合、投資家は、自由に CP を売却することができないため、売買契約には、発行体が請求に応じて買い戻すという特約が付されるのが通例であった<sup>9</sup>。

DTC によるブック・エントリー・システムの導入後も、有力なダイレクト・ペーパーの発行体を中心に、高度な事務処理システムが整備されている。例えば、CP 発行システムの分野では代表的なシステム開発会社である Financial Sciences 社のシステム ATOM は、①ブルームバーグ、テレレートといった情報ベンダーのシステム上でのレート提示、②投資家からの注文内容のチェック、③IPA に対する発行の指示、④注文の処理状況の確認、⑤DTC における証券振替の確認、⑥投資家との間の約定確認、といった一連の手続きを基本的に紙の書類のやり取りなしに電子的に完了させることができる。しかも、このシステムは、CP 発行だけのためのシステムではなく、資金運用、負債管理など企業財務全般をシステム化する統合財務管理システムの一部を構成するものである。

一方、投資家とのやり取りを必要としないディーラー・ペーパーの発行体の多くは、IPA が提供する発行管理システムを利用している。これは、上の ATOM システムが処理する項目のうち③、④、⑤の部分、すなわち発行体から IPA、IPA から DTC への連絡を電子的に行うシステムである。

---

<sup>9</sup> もっとも、実際には、発行体が多様な満期の CP を発行することで、投資家のニーズに応えるよう努めたため、実際の買い戻しはそれほど一般的ではなかったとされる。現在も、米国では、CP の流通市場は未発達である。

### 3. 米国CP市場の実際

このようにCP市場における情報システム活用の進んだ米国では、CPの発行、流通、償還は、極めて効率的に行われている。そうした基盤の上に立って、企業は、直接金融形態での資金調達を活発に行っているのである。以下では、米国CP市場における一日の業務の流れを整理しておきたい（表1）。

表1 米国CP市場における業務の流れ

未明～	: DTCにおける当日の償還データのバッチ処理。各発行体の当日の償還についてのデータが整理される。この情報は、DTCのシステムを通じて、朝の営業時間前までに各IPAに伝達される。
午前7時	: ディーラー証券会社での市場環境の検討や当日の方針についての打ち合わせ。
8時	: ダイレクト・ペーパーの発行体が、IPAから受け取った償還情報と社内経理システムの資金需給情報に基づいて当日の発行額や条件を検討。 ディーラー・ペーパーの発行体は、ディーラーと交渉して発行額や条件を決定。
8時15分	: 機関投資家の担当者が出社。ダイレクト・ペーパーの発行体、ディーラー証券会社の担当者が、電話による営業を開始。並行して、ブルームバーグやテレレートを通じた条件提示、注文の受付も始まる。
～11時過ぎ	: 営業、交渉が続く。市場の動きが激しい日には、投資家との交渉や他社の動向を見極めながら途中でレートを変更することも珍しくない。ディーラーの場合、利ざやで調整。ダイレクト・ペーパーでも販売担当者が、随時、値付け担当者と協議しながら決定。一日に6回もレートを変更することもある。
午後1時	: IPAを通じてDTCに振替指図が送られる。
～3時20分	: これまでにDTCへの振替指図が行われれば、当日資金決済が可能。これ以降は、DVPでないフリー・デリバリー（証券の移動は当日、資金は翌日）で構わないとする取引については、振替指図が可能。 この間に投資家と発行体（ディーラー）との間で約定の確認が進められる。
3時半～6時	: フェドワイヤを通じた資金決済。当日資金が入金。

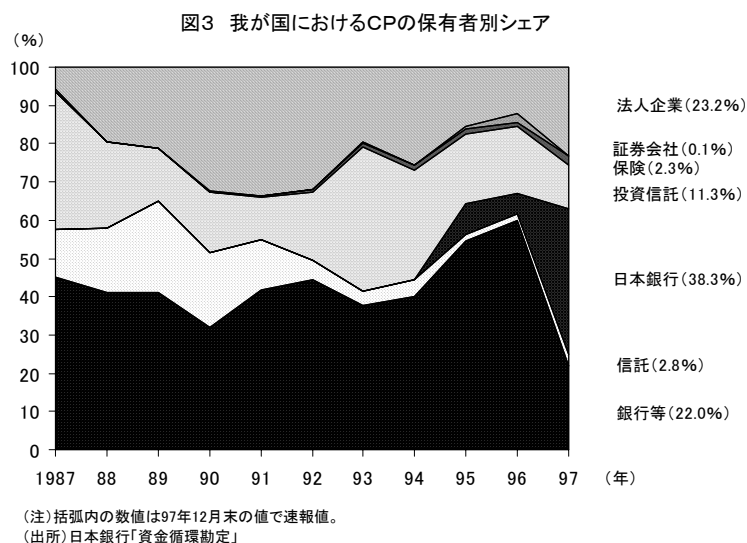
注) 時間は全て米国東部時間。

(出所) 野村総合研究所

#### 4. 我が国への示唆

我が国の CP 市場は、銀行、特に都市銀行と長期信用銀行がディーラー兼投資家として重要な役割を果たすという構造で推移してきた。CP 発行体の中心である優良大企業との取引関係を維持するためにも、銀行ディーラーは、発行体寄りの条件で CP を引き受け、本来の投資家たるべき MMF などに販売せずに自ら保有し、現先取引に利用するという行動をとってきたのである。

昨年末の金融システム不安と「貸し渋り」問題の深刻化をきっかけとして、このような構造は大きく揺らぎつつある。銀行は、リスク資産の圧縮を進めるために、いわば CP の「引き受け渋り」とも言うべき行動に出、CP の発行レートが急上昇したのである<sup>10</sup>。その後、①BIS 自己資本比率規制のマーケット・リスク規制において CP のリスク・ウェイトが 100% とされなかったこと、②日本銀行が CP の買いオペレーションを積極化したこと、によって事態は沈静化に向かった。しかし、97 年末時点で、CP 発行残高の 38%以上が日本銀行の保有となるなど、市場が正常に機能しているとは言い難い状況にある（図 3）。



こうしたなかで、我が国においても、企業が短期資金を機関投資家から直接調達する場としての CP 市場を確立しなければならないという問題意識が醸成されつつある。もとより、情報システムを始めとする市場のインフラストラクチャーの整備は、我が国 CP 市場が抱える構造的問題を解決する唯一の処方箋ではない。とはいえ、この面における先進国である米国の現状は、我が国における市場改革にとって大きな示唆となることは間違いない。

(大崎 貞和)

<sup>10</sup> これらの経緯については、前掲『財界観測』掲載論文及び井上武「わが国コマーシャル・ペーパー市場の現状と課題」、野村総合研究所『資本市場クォーターリー』98年冬号参照。