

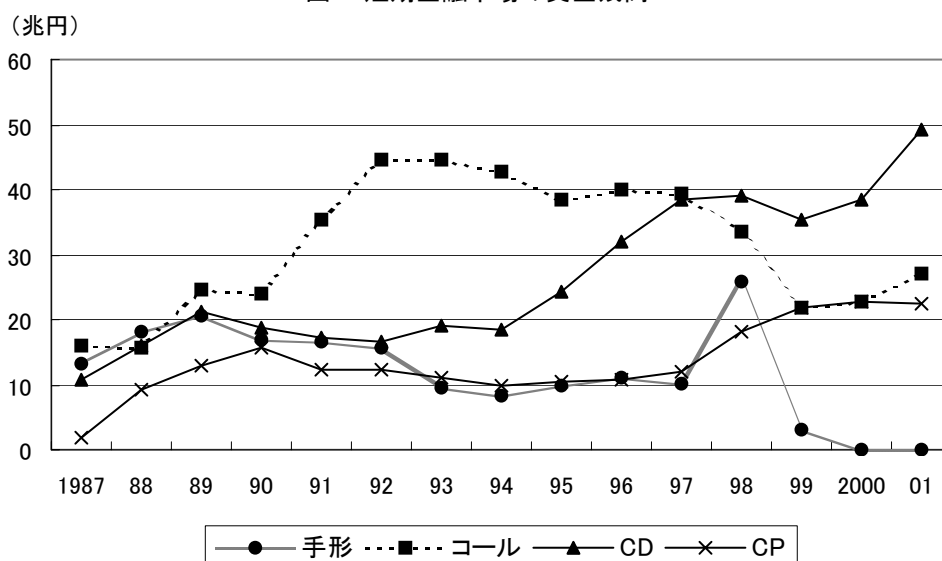
短期社債振替法の制定 －可能となったCPのペーパーレス化－

2001年6月20日、「短期社債等の振替に関する法律」が国会で成立した。この法律は、企業が証券市場を通じて投資家から直接、短期の運転資金を調達する手段であるコマースヤル・ペーパー（CP）のペーパーレス化（券面の廃止）を可能にするものであり、わが国におけるCPの発行コスト引き下げと発行増につながることを期待されている。

1. CPペーパーレス化の必要性

わが国のCP市場は、銀行借りに依存してきた企業の短期資金調達手段を多様化、効率化するために1987年11月に開設された。市場規模は急速に拡大し、バブル経済期の1990年末には発行残高が15.8兆円に達した。その後、バブル経済崩壊の影響などから、1997年頃までCP市場の規模はほぼ横ばいの状況が続いていたが、97年後半に日本銀行がCPの買い入れ（買いオペレーション）を積極化してからは再び拡大に向かい、2000年末の発行残高は22.6兆円に達している（図1）。

図1 短期金融市場の資金残高

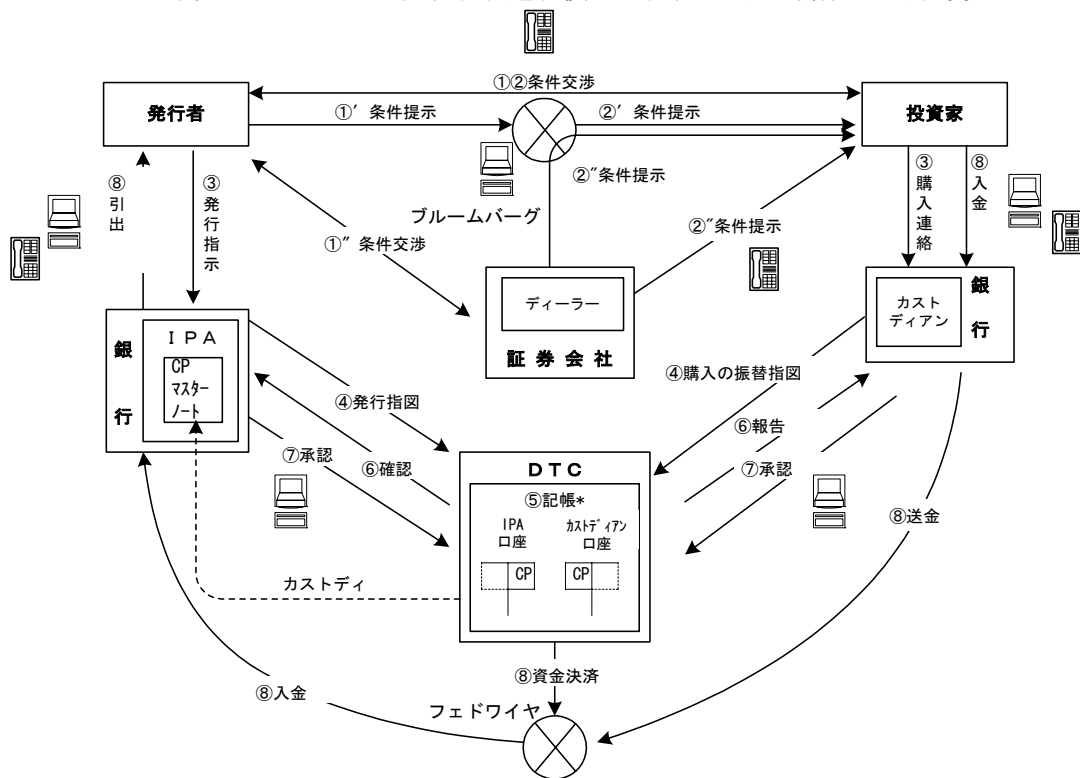


(出所)日本銀行「金融経済統計月報」より野村総合研究所作成。

しかしながら、わが国の CP をめぐっては、①券面の作成に大きな費用（印紙税を含む）がかかること、②券面の作成と受け渡しに手間がかかり条件交渉から資金の受取りまでに約 2 日間を要すること、③券面の受け渡しリスクが流通を阻害していること、などが問題点として指摘されてきた¹。

これに対して、CP が企業の短期運転資金の調達手段として定着している米国では、CP の発行から償還に至る全ての過程に株式市場の保管振替決済機関でもある預託信託会社（The Depository Trust Company: DTC）が深く係わることで、券面の受け渡しを伴わないブック・エントリー・システムによる権利移転が可能となっている（図 2）。このことは、CP の発行コスト引き下げと円滑な T+0（当日）決済の実現につながり、2001 年 3 月末時点で 1 兆 5,390 億ドルの残高を有する米国 CP 市場の拡大を支えている²。

図 2 米国における CP の発行、流通、償還の仕組み（98 年論文より再掲）



(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

¹ 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～」『財界観測』1998 年 8 月号参照。

² 米国 CP 市場の仕組みについて詳しくは大崎・井上、前掲論文参照。また、システム面については、大崎貞和「情報システム活用が進む米国 CP 市場」『資本市場クォーターリー』1998 年夏号、を併せて参照されたい。

わが国においても、こうした米国の実情との比較などから、CP発行企業を中心としてCP市場の仕組みを改善する必要性が早くから唱えられてきた。近年、発行コストの引き下げや流動性の向上、取引に伴うリスクの削減といった観点から、世界的に株式、債券などの有価証券の券面を保管振替決済機関に集中することで「不動化」（あるいは「帳簿化」）したり、券面そのものを廃止しようとしたりする傾向が強まっている。とりわけ、短期の証券であるため券面作成に係わるコストが有価証券としての機能に大きな影響を及ぼすCPについては、ペーパーレス化を図ることの必要性は大きいものと考えられる。

そこで、2000年3月、法務省民事局、大蔵省金融企画局（当時）が共同で開催していた「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）が報告書を取りまとめ、権利の発生、移転及び行使の全ての段階において券面の作成等を要しないCPの実現を図るための具体的方策について提言を行った。今回成立した「短期社債の振替に関する法律」は、基本的には、この研究会の提言内容に沿ったものと言うことができる。なお、短期社債振替法は2002年4月1日から施行される。

2. 短期社債振替法の内容

1) 短期社債とは

これまでわが国では、CPは法律上約束手形にあたりとされてきたが、今回成立した短期社債振替法では、「短期社債」というカテゴリーを新たに設けている。今後も約束手形としてのCPの発行が不可能になるわけではないが、多くのCPが短期社債として発行されることになるものと予想される。

短期社債については、権利の帰属が原則として振替口座簿の記録によって定まり（短期社債振替法第44条、以下、同法の条文については条数のみで示す）、社債券を発行することができないとされている（第45条）。このため、CPのペーパーレス化が実現することになる³。

短期社債とは、社債のうち、①契約により社債の総額が引受けられるものであること、②各社債の金額が1億円を下回らないこと、③満期が1年未満で一括償還されること、④償還日に利息が支払われること（ゼロクーポン型）、⑤担保附社債信託法の対象とならないこと（無担保）、の要件の全てを満たすものとされる（第2条）。短期社債については、個々の発行に際して取締役会による決議を得る必要はなく、発行可能期間と発行限度額を

³ これまでCP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、銀行等の金融機関が交付した「CP」の文字が印刷された用紙を使用して発行されたものを指すとされてきた（証取法第2条第1項第8号、定義府令第1条）。従って、これまでのCPについて、券面の作成を不要とすることでペーパーレス化することはできない。

取締役決議で定めた上で発行を特定の取締役委任することができるものとされる（第 59 条第 1 項）。また、社債原簿の作成が不要とされる（第 59 条第 2 項）ことに加え、社債管理会社、既存社債に未払込みがある場合の発行制限、各社債の金額、社債権者集会等に係る商法の規定は適用されないものとされる（第 59 条第 3 項）⁴。

このように、商法の社債発行手続きに関する規定の多くが適用されないことになっているため、短期社債として位置づけられる CP の商品性は、これまでの約束手形として位置づけられていた CP と基本的に同一のものとなる。発行企業にとっては、商品性を損なうことなく、ペーパーレス化による発行コストや流通コストの引き下げを実現できるわけである。但し、発行可能期間と発行総額についての取締役会決議が必須となっている点が、そうした義務づけのない約束手形としての CP とは異なる。

なお、証券取引法は、「社債券」は証券取引法上の有価証券であるとする（証取法第 2 条第 1 項 4 号）一方、「有価証券に表示されるべき権利は、これについて有価証券が発行されていない場合においても、これを当該有価証券とみなす」としている（証取法第 2 条第 2 項）。このため、短期社債は社債券の発行されない社債ではあるが、証券取引法上の有価証券にあたり、募集・売出し（公募）に関する情報開示規制を始めとする規制に服することとなる⁵。

また、これまで銀行等の金融機関による CP の取り扱いは、証券取引法に定める金融機関の証券業務禁止の例外として認められてきた（証取法第 65 条第 2 項 2 号）。今回、この法文そのものの改正は行われなかったが、今後、政令によって、短期社債が同号にいう「その他政令で定めるもの」としての指定を受けるものと予想される。今回の法律によって、既に銀行法等、各金融業態を規制する業法には所要の改正が加えられており、「短期社債等の取得又は譲渡」が銀行等の付随業務として認められることになっている（銀行法第 10 条第 2 項 5 号の 3）。

2) 振替機関

今回の法律に基づく短期社債の売買等、権利の移転は、振替機関における振替口座簿の記録によって行われるため、法律では、振替機関について詳細な規定を置いている。口座簿への振替の記録は、単なる対抗要件ではなく、権利移転の効力要件となるだけに、口座簿に対する信頼性の確保を図るための様々な規定が設けられている。

振替業を営む者は、欠格者が取締役等でないこと、定款や振替業の実施に関する規程が法令に適合し、振替業を適正かつ確実に遂行するために十分であると認められること、収

⁴ 保険会社や資産の流動化に使われる特別目的会社（SPC）が発行する短期社債や特定短期社債も、「短期社債等」として短期社債と同じ取り扱いを受ける（第 2 条第 2 項）。

⁵ 短期社債振替法の附則第 6 条では、証取法の発行登録制度に関する規定に改正が加えられており、短期社債の発行にあたって発行登録制度が利用できることになる。従来、CP の多くは私募もしくは発行登録制度に基づく公募の形式で発行されている。

支の見込みが良好であること、等の要件を満たした上で、主務大臣（内閣総理大臣及び法務大臣）によって振替機関としての指定を受けなければならないものとされる（第3条）。

振替機関は、5億円を下回らない範囲で政令で定める金額以上の資本金を有する株式会社でなければならず、短期社債に関する振替業と株式等の保管振替業のほかの業務を営むことはできない（第3条、第5条、第9条）。また、役職員の秘密保持義務（第7条）、主務大臣による監督（第15条乃至第22条）などについても規定が設けられている。振替機関の合併、分割、営業譲渡等についても、振替機関に短期社債の振替を行うための口座を有する加入者の関与を含む手続きが詳細に定められている（第23条乃至第43条）。

なお、ここでいう保管振替業とは、現在、(財)証券保管振替機構が営んでいる株券等の保管及び振替に関する業務を指す。今回の短期社債振替法と同時に成立した株券等の保管及び振替に関する法律の改正では、保管振替機関は従来の公益法人ではなく株式会社とされることになった。

この改正の目的は、保管振替機関の資金調達方法の多様化、業務の効率化を実現するためであるとされ、短期社債振替法と同様に2002年4月1日から施行される。但し、経過措置として、施行日から2004年3月31日までの間は、改正前の法律に基づく保管振替機関（具体的には証券保管振替機構）が新法に基づく保管振替機関とみなされる。また、改正前の法律に基づく保管振替機関が、新法に規定された保管振替機関としての指定を受けようとする株式会社に対して事業の譲渡を行う際の手続きについても規定が設けられている。現在の証券保管振替機構は、今後、この規定を活用し、新たな株式会社形態の保管振替機関への事業譲渡を行うことが予想される⁶。

実際に、どのような機関が短期社債振替法に基づく振替機関としての指定を受けるのかは、法律施行を待たなければ明らかにはならない。とはいえ、以上のような点を踏まえるならば、現在、株式の保管振替を行っている証券保管振替機構が「株式会社化」され、短期社債の振替機関となる可能性もあると言えることができるだろう。もっとも、法律上は、振替機関は単一とは限らず、複数の機関が指定を受ける可能性も残されている。

3) 短期社債の振替

短期社債に関する権利の帰属を示す口座簿は、各加入者の口座ごとに区分され、加入者の氏名または名称、短期社債の銘柄、金額等の事項が記録される（第46条）。

特定の銘柄の短期社債について払い込みがあった場合には、当該短期社債の発行者が、振替機関に対して通知を行い、加入者ごとの金額を記録させることになる（第47条）。その後、短期社債の売買などが行われ、権利移転が生じた場合には、振替によって口座に減額の記録がなされる加入者（売買の場合であれば短期社債の売り手）の申請に基づいて、

⁶ これを証券保管振替機構の「株式会社化」と呼んでもいいだろう。

振替の記録が行われる（第48条）。短期社債の満期が到来して償還が行われる場合にも自己の口座に減額の記録がなされる加入者（償還されるCPの保有者）の申請に基づいて抹消の記録が行われる（第49条）。この場合、発行者は、CPの保有者に対して償還と引き換えに抹消申請を行うよう請求することができるものとされる（第49条第5項）。このように、発行者または振替によって口座に減額の記録がなされる加入者の申請による口座への記録を通じて、短期社債に係わる全ての権利が移転されることになる。

なお、この仕組みは、基本的にはCPを保有し、売買する各市場参加者が、振替機関に口座を有する加入者となることを前提として組み立てられている。CPのペーパーレス化に関する研究会の報告書では、こうした「参加者口座」を整備することに加えて、参加者（加入者）が顧客のために自己の名をもって債権を有するときは債権の振替等を行うために顧客口座ファイルを調整しなければならないとしていた。振替口座が複層構造をなすわけである。複層構造が有効性を発揮する例として、証券会社の顧客が取引を行う場合や信託銀行が投資家の資産をカストディアンとして管理する場合などが想定されよう。

今回成立した法律では、研究会報告書とは異なり、加入者以外の者が振替機関に口座を設けることを原則として想定していない⁷。カストディアン等が、信託に基づいて加入者口座に短期社債を保有する場合、振替口座簿に信託財産である旨の記録を受けなければ、第三者に対抗できないとの規定はあるが（第46条、第53条）、振替口座そのものは加入者口座のみの一層構造となっている。

一層構造の仕組みの下では、例えば、証券会社が自社の顧客との間で現先取引（買い戻し条件付きの売買）を行う場合には、顧客側が振替機関の加入者となって加入者口座を開設していなければ権利の移転を振替口座簿に反映させることができない。しかし、CP市場が拡大する中で、市場参加者全てが加入者口座を開設すると、システムに大きな負荷がかかるものと予想される⁸。

4) 罰則等

以上のほか、短期社債振替法では、振替口座簿に記録されている事項の証明や短期社債に関する強制執行について所要の規定を設けている。また、振替機関に対する指定の取り消しに際して主務大臣と財務大臣が協議しなければならないといった規定や振替機関に係

⁷ 唯一の例外は、振替機関自らが開設する「機関口座」である（第12条第2項）。この口座が活用されるのは、次のような場合である。振替申請に基づいて増額の記録を受けた加入者に対しては、当該増額の記録に係る権利の善意取得が認められる（第55条）。この結果、ある特定の銘柄に関して、全ての社債権者の有する短期社債の総額が本来の発行総額を超えることになった場合には、振替機関は、超過額相当の当該銘柄の短期社債を取得し、発行者に対して債務の全部を免除する意思表示をしなければならないものとされる（第56条）。この際、振替機関は、加入者口座から機関口座への振替を通じて、発行総額超過部分の短期社債を取得する。

⁸ 短期社債振替法案の審査を行った衆議院財務金融委員会では、この点について、「振替を行う口座簿の構造については、今後、制度が広く利用されることが見込まれることから、決済システムに掛かる負荷の軽減を図るため、複層構造の導入についての検討を早急に行うこと」との付帯決議がなされた。

わる様々な罰則規定も設けられている。とりわけ、振替口座簿に係る虚偽記録については、「三年以下の懲役若しくは三百万円以下の罰金」という比較的厳しい刑罰を科すこととした（第70条）上で、法人の代表者、代理人、使用人その他の従業者が、その法人の業務または財産に関して虚偽記録を行った場合には、最高3億円という高額の罰金刑を科することとしている（第75条）。

3. 評価と展望

短期社債振替法は、戦時立法として設けられた社債等登録法を別にすれば、わが国で初めて有価証券の本格的なペーパーレス化を実現した法律として、証券市場の歴史において画期的な意義を有する。

しかも、社債等登録法の場合、券面の作成こそ必要ないものとされているが、権利者を記載した登録簿を管理する登録機関が多数に分散しているといった事情から、円滑な流通が図られにくい仕組みとなってきた。1996年11月に登録機関間を中継する組織として株式会社債券決済ネットワーク（JBNet）が設立され、オンライン・ネットワークの運用を開始したことで流通市場機能の改善が図られてはいるが、近い将来に予想されるT+1決済（翌日決済）への移行といった証券決済改革を進めるためには、法律そのものの見直しが必要との見方も強い。これに対して、短期社債振替法は、振替機関における口座振替を通じて、発行、流通を円滑に行うことをめざしている。

今回のCPペーパーレス化へ向けての検討過程では、社債や国債、更には株券保管振替の仕組みを通じて部分的に事実上のペーパーレス化が実現している株式をも含む、有価証券全般のペーパーレス化を視野に入れるべきとの意見もあった。結果的には、CPのみのペーパーレス化が先行する形となり、その他の有価証券のペーパーレス化実現へ向けては更なる検討が行われることになったわけである。しかし、CPの仕組みをそのまま他の有価証券にも適用できるかどうかはともかく、一つの実用的なモデルが示されたことで、他の有価証券のペーパーレス化をめぐる議論にも弾みがつくものと期待される。

もっとも、短期社債振替法の制定だけで、わが国のCP市場が米国に匹敵するような発展を遂げ、CPが多くの企業にとっての日常的な運転資金調達手段として定着するかどうかは予断を許さない。かつて我々が指摘したように、わが国CP市場の構造的な問題は、ペーパーレス化が実現していないという点だけに集約されるものではなく、銀行貸出の代替手段として機能してきたという経緯に由来する面が大きい⁹。CPが真に直接金融の手段として位置づけられるためには、年金基金や投資信託といった機関投資家が、CPを通じた運用を一層拡大させる必要があるが、わが国のMMFやMRFの資産に占めるCPの割合は依然と

⁹ 大崎・井上、前掲論文。

してせいぜい 10 数%に留まっているのが実情である¹⁰。

今回の法律制定は、わが国 CP 市場の発展にどのような形で寄与するのだろうか。振替口座が単層構造となっているという問題点がどのように解決されるのかといった点を含め、今後の展開が注目される。

(大崎 貞和)

¹⁰ こうした状況の背景については、淵田康之「証券市場活性化対策の在り方について」『資本市場クォーターリー』2001 年冬号参照。とりわけ、7～8 頁の記述。