

先進的証券決済システム構築の 基盤となる電子CP決済システム

今後二、三年内に債券、株式の 電子決済インフラ整備も進展

日本コーポラルペーパー（CP）協議会が主導し昨年九、一〇月の二カ月間、十数回にわたる検討を経て作成した「電子CP決済システム・グランドデザイン」の提言が、経団連に続き二月末までに日本証券業協会（JSDA）からの支持を得た。これにより、当協議会の提案した「短期対応」の内容に沿った決済業務の当事者となる予定の証券保管振替機構（証券決済）と日銀（資金決済）が二〇〇二年度中の実現を目指してシステム構築に着手することが確定した。電子CP第一号がいよいよ一年以内にも実現する見通しが高くなった。そして、ここで実現される決済システムは、今後の電子MTN、電子社債の決済インフラの基盤となることが期待される。

日本コーポラルペーパー協議会事務局長
（三菱商事 国際戦略研究所 金融情報担当部長）

犬飼 重仁



産業界が主体的取組み

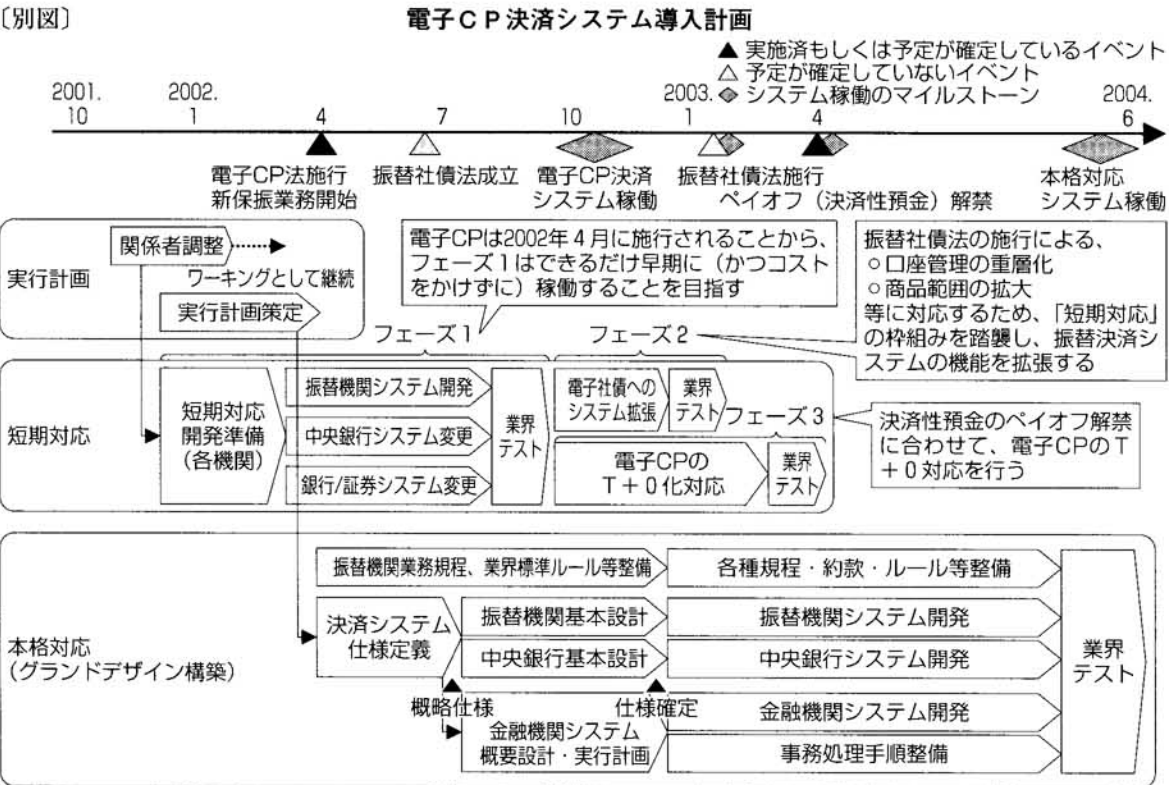
日本CP協議会は、CPの発行体企業メンバーが中心となつて二〇〇〇年五月に設立された（注）。以来、一貫して「電子CP市場」の早期創設に向けて主体的な取組みを行ってきた。その目的は、①CP市場を根底から見直し、市場の秩序維持と健

全な育成、CPの普及促進を図る、②資金調達関連コストを減らし、連結ベースで効率よく円滑に資金を調達・管理・運用できる仕組みをつくる、③電子CP市場創設を通じて、証券電子化時代の新しい金融資本市場インフラと秩序形成に積極的に貢献することにある。

債等の振替に関する法律（通称「電子CP法」）が成立し、二〇〇二年四月に施行されることになったが、これを受けて当協議会では企業財務協議会と連携し、官民の実務専門家の協力を得て二〇〇一年一月二日、電子CP決済システムのグランドデザインを発表した（全文 <http://www.enkt.org/katudou/>

index.htmlを参照）。今回の提言は、企業財務協議会と経団連の全面的賛同を得て、いわば産業界の総意となった。これまで電子CP市場創設への過程で発揮されてきた政・官・学・民のパートナーシップ、そして、既存の業態を超え、さらに業者とユーザーの立場をも乗り越えたノウハウの結果とオ

（別図）



ープンで建設的な議論の積重ねが、このたび市場インフラとして国際的に通用する先進的証券決済システム実現に向けて大きな一歩を進めることができた原動力となったといえよう。

CPを手始めとして、今後二、三年以内に、債券、株式の順に、法律と電子決済関連インフラ整備が進展する見込みであり、数年後には、わが国金融資本市場はまったく新しいシステムに生まれ変わることになろう（別図）。

海外でも、証券決済システム整備面で、アメリカのみならず、市場と通貨の統合が進むヨーロッパにおいて注目すべき動きがある。アジアでも本格的な金融資本市場基盤整備が始まっている。先進諸国と地域グループの間で、グローバル市場のデファクトインフラ確立に向けて激しい競争と戦略的協調の同時の進展が起こりつつあることを重く認識しなければならない。

（注）日本CP協議会メンバー会社：オリックス、新日鉄、住友商事、東京電力、トヨタ、NEC、日立、日立キャピタル、富士通、NTTデータ、三菱商事（計一社）

企業は即日資金化も可能に

CPは、わが国では、短期金融商品の中核に育つことが期待され、一九八七年一月に導入されたが、これまで十分な発展が遂げられていない。CPが法律上は約束手形として位置付けられたことから、発行体企業、金融機関、投資家ともにCP券面作成、物理的な持運び、保管などに手間がかかる。

CPが電子化されれば不要となる券面一枚当たり五〇〇〇円の印紙税分のコスト負担も無視できない。また、各種のリスク（手形券面デリバリーリスク、証券決済と資金決済の同時履行（DVP：Delivery Versus

Payment) ができない決済リスク、金融機関に対する証券預託リスク等)も市場の発展を阻害している。

わが国の金融資本市場の電子化とペイオフの導入など外部環境変化によって、市場システムと金融機関の対応が様変わりとなることが予想される。仲介金融機関、運用サイドの投資家、調達サイドの企業といった市場参加者の取引の仕組みや金融慣行も、想像できないほど大きく変化するであろう。

各種リスクを削減し、効率化をさらに進めるには、C Pの「DVP」(資金・証券同時受渡し)、および、「T+0」(約定日当日決済)の実現が不可欠である。そして、電子C Pは、そのための十分な基盤を提供する。現状の手形C Pは、アメリカやフランスの「T+0」のC Pと異なり、発行約定から資金化まで二、三日を要し、即日資金化できない。電子C P実現に

より「T+0」が実現すれば、二〇〇三年四月の決済性預金のペイオフ解禁との関連でも、「短期銀行借入れならびに当日決済資金用の当座預金勘定の代替機能」として電子C Pを使うことが可能となる。

これにより、企業の日々の資金繰りや調達・運用実務は大きく変わる。さらに、すべての参加者が物理的な制約から解放され、手間とコストが極限まで削減される。将来は統合的キャッシュマネジメントと財務管理システムを組み合わせ、「T+0」の電子C Pによる即日資金調整機能を最大限に利用した連結ベースの資金繰りが可能となる。資金の効率化と資金繰りの精度向上に寄与でき、バランスシートの改善にも貢献する。

グラントデザインと短期的な対応方針

今回協議会がとりまとめた提言では、数年後をにらんで、企

せてしまうリスクがある。その

ような事態にならないよう、あくまでも「あるべき決済システム像」に至るための第一歩として、現実の制約を十二分にふまえて策定したのが「短期的な対応方針」である。

短期的な対応は、本格対応としての「あるべき決済システム」をベースとしつつ、一、二年後を見据えて電子C Pを発行・流通・償還させる仕組みを構築するためのスキームである。短期的な対応で実現すべき要件は次のとおりである。

(1)二〇〇二年四月に電子C P法が施行されることから、できるだけ早期に電子C Pを発行・流通させる仕組みを整理する。具体的には今後一年以内をメドに稼働を目指すことが望まれる。

(2)当初の取引件数が少なくても過大なコスト負担になることがないよう、簡便な仕組み(現状の決済システムの拡張で対応で

業の資金調達円滑化とキャッシュマネジメント高度化、および、投資家の利便性向上に資する「あるべき決済システム像」(グラントデザイン)を描きつつ、一年程度のスパンで電子C Pを早期に発行・流通させるための「短期的な対応方針」についても同時に整理している。

まず、完全無券面化された電子C P等の振替決済システム実現にあたり、発行体をはじめとする市場参加者の観点からみた要件(あるべき決済システム像の要件)を以下に示そう。

- ①発行・流通・元利金にかかる事務負担の軽減
- ②発行・流通・償還すべての業務における決済リスクの低減(RTGS = Real Time Gross Settlement、DVP決済を前提)
- ③キャッシュの効率的調達・運用(T+0)決済および即日資金化可能
- ④低コストかつ安全な決済インフラの早期実現

は基本的に既存の伝統的な銀行機能に頼る必要性が薄れ、本格的な直接金融の利用が始まる。企業も投資家も、新しい市場の仕組みのもとで本場に必要ない金融サービスを主体的に選択することが可能になってくる。そして、そこから、従来の間接金融偏重の世界とは異なる、新たな展開が生まれてくるであろう。

仲介金融機関にとっては、IP A(発行支払い代理人)やカスタマイズ、C Pのバックアップライオン提供(流動性のコミットメント)、キャッシュマネジメントサービスなどの新たな金融サービスの提供が可能となる。

また、電子化された証券類を媒体とする「資金と情報の新しい流れ」が生まれることで、参加者の市場へのアクセスがより円滑となり、市場型間接金融ともいえるべき投資信託や集団投資ファンド形態の金融仲介チャネルが多層的に形成される。市場の厚みがさらに増し、市場に一

⑤電子MTNおよび電子社債などへの商品範囲の拡張も視野に入れた決済システムの実現

これらの要件すべてを充足する「あるべき決済システム像」実現には、現行の取引慣行の変更やシステムインフラ整備までの準備期間、市場実務指針の確定までの道のりを考慮すると、二、三年かかると予想される。

しかし、法律が施行される二〇〇二年四月以降、長期間電子C Pが発行されない事態は避けべきであり、まず電子C P発行を実現して市場参加者全体に電子C P市場に親しんでもらい、最終形である「あるべき決済システム像」には、段階的な機能拡張を実施しながらアプローチしてゆくほうが望ましい。ただし、段階的アプローチでは、システムの二重投資が発生し、その結果として発行体に課せられる振替機関連手数料や決済銀行の振込手数料が上昇することで商品そのものの魅力が色あ

層の流動性とリスク分散機能が備わることが期待される。それは、証券の信用リスクが利回りスプレッドにダイレクトに反映する、価格透明性の高い金融市場の誕生にもつながる。

日本の金融資本市場は諸外国に後れをとってきた。しかし、電子C Pの登場は、二一世紀のニュージャパンにふさわしい最先端で最も使い勝手のよい金融資本市場インフラを導き出すための象徴的なマイルストーンとなる。これを契機に日本の金融資本市場では社債やその他の証券類を含めた「完全無券面化証券」時代が否応なく始まる。そしてそれは世界的な金融資本市場のデファクトインフラ競争の始まりをも意味するであろう。

日本のC P市場、そしてさらには社債市場を一ローカル市場で終わらせないためにも、わが国ならではの一味違った市場の構築を、一日も早く成功させた

新しい金融サービスの可能性

可能性

今後、電子C P市場の利用が本格化し、企業財務の効率化と高度化が進展すると、大手企業

の厚みがさらに増し、市場に一