

コマーシャル・ペーパー（CP）の電子化について

【ポイント】

1. 電子CPの普及には、発行企業や市場参加者の意識改革が必要である。
2. 電子CPが普及しない最大の要因は、手形CPに対する印紙税の優遇措置にある。
3. 証券保管振替機構の電子CP業務では、ランニングコストやその他費用による採算割れが発生していると予想される。こうした状況がサービス低下や手数料引上げという悪循環を招くようであれば、電子CP市場の拡大はさらに難しいものとなる。

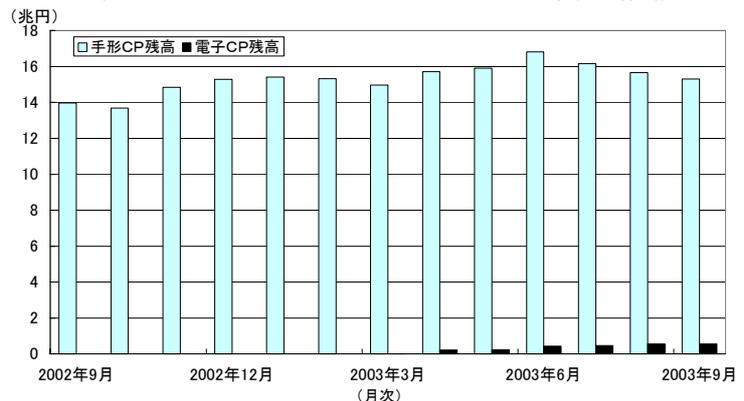
1. コマーシャル・ペーパー（CP）市場の変遷

コマーシャル・ペーパー（以下CPと記述）とは、企業が短期資金を市場から調達する際に発行する無担保の約束手形であり、現在の短期金融市場では主力運用商品として定着している。

米国では1920年代にマーケットが形成され、大恐慌や第二次世界大戦等で市場規模が縮小する時期もあったが、1960年代以降本格的に市場が拡大した。一方、我が国では1980年代の短期金融市場の自由化進展と伴に制度導入が検討され、1987年11月に国内CPの取扱いが開始された。

当初は様々な規制（発行企業、発行金額、期間、格付等）が存在したが、1998年6月の大蔵省金融関係通達の廃止に伴い、規制が撤廃されたことで市場規模が拡大した。法制面での整備も進められ、1993年4月に「金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律」が施行されたことで証券取引法上の有価証券として扱われ、2002年4月には「短期社債等の振替に関する法律」（電子CP法）の施行により短期社債としての概念も設けられた。当法律の施行により権利の帰属を電子記録で行うことが可能になり、電子CP（ペーパーレス化）が急速に普及するものと思われた。しかし、当初の予想に反して現在の発行残高は5,325億円（2003年10月末）と手形CP残高の3%程度に留まっている。

図表1. コマーシャルペーパー(CP)残高の推移



(資料)日本銀行、証券保険振替機構発表の数値より作成

2. 手形CP（現状）の問題点

電子CPが普及しない要因の一つに現状の手形CP取引の問題点に対する発行企業や市場参加者の意識の甘さがあると思われる。手形CP取引に内在するリスクや不便性に

対して問題意識が強ければ、手形 CP から電子 CP への移行はスムーズに進んでいる筈である。以下に挙げるのが手形 CP の主な問題点である。

手形券面作成の煩雑さ

- ・ 手形券面作成に事務負担が発生し、コストや時間がかかる

決済リスク

- ・ 手形（現物）受渡しと資金決済に時間的ギャップがある
- ・ 償還時の現金化には手形交換所を介する為、償還日に現金化出来ない場合もある
- ・ 発行企業が遠隔地であったり、短期間の現先取引等を行う場合は預り証による対応が主流で、万が一売り手が倒産した場合に手形（現物）が買い手に無い為、法的な措置を十分に施しているとは言えない等の問題もある

現物紛失リスク

- ・ 手形（現物）が買い手に渡るまでの搬送リスクや保管リスク（搬送中の盗難、保管している現物が地震・火災等により紛失するリスク）

印紙税負担

- ・ 手形券面 1 枚につき 5,000 円の印紙税負担が発生し、発行券面枚数を増やすとその分だけ発行コストが上昇する

3. 電子 CP のメリットとデメリット

電子 CP は、法律上の短期社債という位置付けであるが、商品性は手形 CP と殆ど変わらない。手形 CP にはないメリットがある反面、新たなコストの発生や事務手続き等で煩わしい点があるのも事実であり、CP の電子化に積極的に踏込めない要因になっている。次に挙げているのが主なメリットとデメリットである。

（電子 CP のメリット）

手形券面作成が不要な為、事務負担の軽減、発行までの時間短縮が可能
決済リスクの軽減

- ・ DVP 決済（短期社債と資金の同時受渡し）が可能
 - ・ 償還日当日の現金化が可能（手形交換所への取立手続きが不要）
- 権利の帰属が電子記録の為、権利の発生・移転・消滅等を帳簿（振替口座簿）上の記録により行うことが可能（現物の搬送、提示の必要なし）
短期社債という位置付けの為、印紙税負担が発生しない

（電子 CP のデメリット）

発行頻度度の少ない企業（取引頻度の少ない市場参加者）には口座等の設定手数料や端末導入に伴う初期コスト、維持費等の負担が大きい
証券保管振替機構への届出や銀行等との各種契約（資金決済契約、発行代理人・支払代理人契約、ディーラー契約等）の締結が必要になる
法律上は短期社債である為、発行に際して発行期間・発行限度額等に対する取締役会の決議を必要とする
権利移転時（発行・振替・消滅等）の端末操作の煩わしさ（従来の発行作業に慣れている為、新しい事務作業に対して不安・抵抗感がある）

4. 電子 CP のメリットとデメリット

企業が電子 CP への一本化に踏込めない要因として、導入に伴うデメリットを前節で

いくつか述べてきたが、最大の要因は手形 CP に対する現行の「印紙税の優遇措置」にあると思われる。本来であれば、手形 CP は約束手形であるので段階税率で印紙税が発行企業に課されることになる。しかし、租税特別措置法により期間 1 年未満、額面 1 億円以上の手形 CP はこの対象から除外され、券面 1 枚につき一律 5,000 円以外は源泉徴収も適用されない。この措置がある以上、今一つ電子化によるコストダウン効果（税制面）見えにくくなっている。仮に本来の段階税率でシミュレーションを行うと、10 億円超の券面 1 枚につき 20 万円の印紙税が課されることになり、企業の発行コストは格段に上昇する。現状の低金利下ではこうした印紙税負担が純粋な金利負担（割引料）を上回るケースが多く、電子 CP による資金調達がコスト的に有利であることが明白になる。

この優遇措置は平成 16 年 3 月までとなっているが、日本経団連、経済産業省、金融庁、全銀協、信託協等が「電子 CP が活発化していない現状において円滑な短期資金調達を阻害する可能性がある」等を主な理由として、来年度税制改正要望で延長を求めている。（平成 15 年 11 月現在）。過去に何度も延長を繰返してきた経緯があり、「与党平成 16 年度税制改正大綱」の結果公示が注目される。

5. 電子 CP の今後の行方

本来であれば、印紙税の優遇措置撤廃に備えて電子化対応を始めなければならない時期であるが、大多数の企業や市場参加者は前述した要因や市場規模が拡大していないことを理由に、電子 CP の導入に積極的なスタンスは取り難いとしている。これから公示される税制改正大綱の結果を確認した上で、今後の対応を決定するとしており、今回の結果は電子 CP 市場の重要な分岐点になると思われる。

実際に延長措置が打切りとなれば、電子 CP が急速に普及していくと見られるが、当初は証券保管振替機構や金融機関に対する登録申込み・口座開設等の諸手続きが駆け込みで集中して混乱することが予想される。また、4 月以降に処理手続きがずれ込むようであれば、企業の資金繰りへの影響も少なからず懸念される。

一方、延長された場合には、手形 CP の発行を当面続ける企業が多いと予想され、電子 CP 市場の拡大は次回の税制改正まで期待出来ない。こうした状況の背景には現状（印紙税優遇措置）に対する企業や市場参加者の甘えがあり、今後も意識改革が進まないようであれば、電子 CP 市場の規模拡大や発展は望めないであろう。

また、市場（電子 CP）規模が当初見込みに達していないことで、電子記録による異動や口座残高を反映する振替口座簿の基盤システムを管理している証券保管振替機構ではコスト計算の前提に狂いが生じており、ランニングコストやその他費用による採算割れが発生していると考えられる。こうした状況がサービス低下や手数料等引上げという悪循環を招くようであれば、市場の拡大はさらに難しいものとなろう。そうした状況に陥らない為にも、発行会社や市場参加者の意識改革に期待したい。

（債券課 筒井 薫）

（注）本稿執筆後、「与党平成 16 年度税制改正大綱」が発表され、手形 CP に対する「印紙税の優遇措置」は 1 年間延長されることになった。過去においては 2 年間の延長を繰返したことから判断して、延長措置は今回が最後というのが市場のコンセンサスになっており、CP の電子化は来年 3 月末に向けて徐々に進んでいくものと思われる。