基調講演４：社債、株式等の振替に関する法律施行令、社債等の振替に関する命令の検討状況

金融庁　総務企画局　市場課　企画官　小滝　一彦氏

金融庁総務企画局市場課の小滝と申します。

昨年、私がこのフォーラムに伺ったときには、ＩＴ企業による放送会社の買収とか、株式市場を巡る話題が世間を騒がせていた時期ですが、それから１年たち、証券市場を巡る様々な話題、事件、あるいはこうした証券の取引や決済の重要性ということに関しての世間の認識というものが、格段に大きくなってしまいました。

１年前には、例えば株を売買されている方、あるいは、ひょっとしたら金融・証券の仕事をされている方でも日本証券クリアリングという名前を知らない方も、結構いらっしゃったのかもしれません。それが、今や新聞の１面をそうした決済の問題というものが賑やかすようになりました。証券決済に詳しい人が増えています。一方、決済というのは決定力のある裁判所のような誤解をされている方もいて、「その決済力で何とかこの場を仕切れ」みたいなことをおっしゃる方もいたりして、なかなか難しいものです。ただ、そのクリアリング決済、もう少し遡って取引所における取引とか、あるいは株主と会社の関係である株券の発行や、その売買単位といったものがこれほど問題になり、これほどホットになるということは、非常に驚きです。

また現在、私どものところで当然金融審議会等で新しい証券取引法の抜本的リニューアルであります俗称投資サービス法と言われる、または現在、金融商品取引法と言われていますが、そうしたものの準備を進めているところです。また、そうした従来の役所がやれる範囲をもうちょっと踏み出して、与謝野大臣による証券取引所のあり方等に関する有識者懇談会というものも開かれています。

後者では、基本的には取引所の規則なり、あるいは基本的には発行会社の自由ではあるわけです。例えば券面の額、100 円の会社から 100 万円の会社があるという問題や、あるいはそれが１株の会社から 1,000 株の会社があったりとか、またそれを掛け算した上での最低売買単位が、また、これも 100 円の会社から何百万円という会社があるということで、これは誤発注の元でもあります。そもそも流通ということに関して言えば、ある程度の標準化というのは基本ですので、こういう問題も有識者の方々は非常に懸念されています。

昔とは違いまして、こういうものに関して役所が口を出したり、役所が無理やり揃えろと言う時代ではありません。例えばアメリカにおいて、１株 100 ドルを超えると半分に分割して、大体２桁に収まるようにするというものが上場会社の良識であり、投資家に対する基本的なフレンドリーな態度であるとされています。そのような観点から、日本においても、その売買単位、１単位当たりの金額、最終的には１券面当たり、あるいは１単位当たり、あるいは１単元当たりの金額を、それなりのレンジに収めていくというようなことというものは、今後必要になっていくのかもしれません。

そうした当面の幾つかの取組・方向性というものが、今検討されているところですが、当然のことながら、こうしたものを進めるに当たって、おそらく３年後の今ごろになるであろうペーパーレスというものは、非常に重要なターゲットになっているわけです。そのペーパーレスで盛り込むべきこと、そして、そのペーパーレス前に取りあえず手を打っておくこと、ということがあります。そこで、今申しました売買単位の統一や、取引所の話になりますが、非常に細かく注文を切って出すようなもの、あるいはその注文を出しては引っ込める、出しては引っ込めるという膨大な数の注文の錯綜というものについても、非常に今、問題意識が高まってきているところです。

むろん、それを言い出すと、究極的には日本が世界に誇る江戸時代以来の板寄制度とストップ高という問題にもなるのかもしれません。私の個人的な知的興味からいきますと、この板寄制度というのは素晴らしく面白くて、見ていて飽きない面白いものです。しかし、果たしてそれが今のコンピューターシステムに合致しているのかとか、あるいは市場が９時に始まって、初値がつくまでに 20 分もかかったりということが、本当によいのかということを考えますと、僻地にいらっしゃる方、あるいはアクセスの遅い方を守るという意味できっと江戸時代に始まったのであろうこの板寄制度と、あるいはマーケットメーカーでなくても、皆さんの板がマーケットメーカーの役割を果たすというこの素晴らしい板寄制度です。実際、今システムの負荷が大きくなってきてみると、午前の寄せと午前の引け、午後の寄せと午後の引けの４回それぞれ、あと場中でもストップに引っかかると自動的にザラバから板寄ものに変わってしまうわけです。売りと買いにダムを作って、どんどん注文を溜めていって、同じ水位になったら一斉に堰を切って決壊させてぶつけるという素晴らしいシステムではありますが、そのシステム上の負荷はものすごく大きいわけです。

また、当然のことながらストップに引っかかった場合に止まって、時間優先が放棄され

て、最後は比例配分になるということに関して言うと、それをネットで聞きつけてお祭り的に集まってきてしまうということがないかと言うと、実はあるということも考えられます。すると、この素晴らしい板寄制度の改善ということもひょっとしたら必要になってくるのかもしれません。

少し話がそれましたが、リミットは３年後の６月になるわけですが、そこまでの日のどこかでペーパーレスの移行というものが行われます。これは、役人の勝手でやるということよりも実務側、システムの構築とか券面の入庫とか、そうしたものの都合で一番よい日というもののコンセンサスを得てやっていきたいと思います。しかし、それは１月ぐらいになるのではないかということを言っている方もいらっしゃいます。そうするとちょうど３年後ということになりますが、それに向けて私どもの方で法令レベル・政省令レベルということで準備しています。ただ、御存じのとおり、法律・政令で書くものというのは非常に限定された、いわゆる強制的にやらなければいけない幾つかのルールということです。そんなもので証券の決済が動くということは、全然ありません。現実に日々の決済を行っているのは、人間とコンピューターのシステムです。商法、証券取引法や保管振替法ができてから株式ができたのではなく、歴史を見れば明らかなように、株が先にできてから商法ができ、証取法ができ、保管振替法もできているわけです。ですから、実務が先にあって、それをうまく進めるために我々も法律・政省令を考えてきているという流れであるかと思います。

そういう意味でいきますと、皆さん御存じのとおり、いわゆるペーパーレスのための法律というものはできたわけで、その中で幾つかの重要なものが政省令に任されているという部分があります。政省令で任される多くの部分は比較的事前に予定された当たり前の部分ではありますが、幾つか難しいところが残っていました。

そして、特にその政省令を今検討するに当たり、法律時点では詰められていなかったシステムのイメージ、新しいペーパーレスの中で、実際にはどういうふうに株が動き、実際にはどういうふうに決済が行われるのかということについての概念が、幾つか未定な部分がありました。それについて、私どもの方では法務省、あるいは総務省、さらには保管振替機構、証券会社、名義書換代理人、そして当然のことながら発行会社、投資家のいろんな御意見を伺って、特に二つ難しい問題を挙げます。

一つは、外国人保有制限銘柄をどのようにやって制限を担保するのか、という問題です。

もう一つは、これも今まで発行会社というか、信託銀行がやっていた株主管理を今後

どのようにやっていくべきか、という問題です。

この２点について検討し、それ以前の実務のイメージについて多少のコンセンサスをまとめたところです。どちらも株主の管理という意味では双方から見合っているところもありますが、外国人保有制限銘柄に関して申しますと、航空法とＮＴＴ法と放送法によって外国人保有制限がかかっている会社が 18 銘柄前後あります。これにつきまして、外国人の個人、法人と、今、法令改正されていますが、一定比率を超える外国法人によって間接的に保有される日本法人、この両者からの出資比率が 20%を超えてはなりません。超えると免許取消しになり、超える場合には名義書換拒否ができます。

これは役所の都合で非常に申し訳ないのですが、放送行政として、日本の放送局を日本人の手にという観点で行われている規制です。ですが、実際にはそれは日々の証券市場での取引の中でこれを実現していかなくてはならないということです。現在、これはトラディショナルな知恵で担保されています。つまり、放送会社の株を買った外国人は、あるいは放送会社の株を買っている法人が外国企業に買収されて外資系企業というふうな条件に満たされるようになった場合には、いち早く保管振替機構から株券の券面を引き出して名義書換代理人のところへ持って行って、先に名義を書き換えてもらった方が勝ちと、それで 20%を超えたらダメという形になっています。非常に原始的ですが、よくできていて、それは別に名義は要らないと思っている人は行かなければよいわけですから、それはそれでよく、名義を欲しいという人間は行けばよいのです。名義を欲しいという人間が先に行った順に取れるという仕組みで、結果的にうまく動いているのですが、ただ、これにはこれで幾つか問題があります。

当然ペーパーレスになった場合に、今のように保管振替機構と券面の２本立てという仕組みがもたらす問題点、実は今も非常に問題点があります。仮に、保管振替機構の中で外国人の一定の保有者が出てくるという場合、今はないのですが、それを考えた場合にどっちを優先するかという問題が当然出てきてしまうわけです。つまり、期中に信託銀行に行って書き換えた人間が勝つのか、あるいは、保管振替機構の中で買っていた人間が３月末に実株通知がされたときに、「実株通知は３月末だからあなたは遅い」と言われてしまうのか、ということです。また、あるいはその３月末に外国人としての席を得ている会社があったとして、次の９月末に書き換えるときにいったん席をどいてまた座り直し、そのときに、先に信託銀行へ行って待っている人が席を取ってしまうのではないかとか、こうした問題もあります。そういう意味で、ペーパーレスを機に、これがいわゆる振替

機関において一元化されるということです。そして、同じ条件で抽選に及ぶということになるわけで、そうした意味では大きな改正ですが、これも気をつけないと、細かいところでの手当のミスが大きな問題を起こすかもしれません。

例えば、当初考えられていた案は、３月末・９月末での一斉抽選という案が１案としてあったわけですが、３月末・９月末に一斉抽選ということになると、例えばあとから外国人が買い進んでいき、20％のところが 30％になっているとします。すると、３月末で抽選をして、30％のうち 10％分の人は抽選から外れて配当受取権とかを失ってしまうわけです。この失ってしまう可能性があるままで３月末を迎えるということは、かなりの割合の外国人投資家にとって非常にリスクが大きすぎることであるということで、３月末を目がけて処分に走ってしまうということが予想されます。

そうしますと、ある外国人が２割上限に達している放送会社の株を買い進めることによってその会社の株を下げることができるというようなことになります。普通は乱暴に買い進めれば株価が急に上がってしまうということで、無茶な買いができないというのが市場の原理です。ところが逆に、ある外国人が無茶に買い進めると多くの善良な外国人が逃げてしまい、相場が下がってしまうというような仕組みを決済の都合で作ってしまうというのは非常に危険なことであるということで、こうならないように一生懸命に考えています。これは最終的にはペーパーレスの下での名義書換拒否のやり方というものが放送法・電波法の政省令で書かれるのですが、そこのところは我々も今のところはそうならないという形で御相談をさせていただいているところです。

そうならないということはどういうことかと言うと、９月末に株主権を持っている外国人は、仮に３月末にそれと同じ、あるいはそれよりも少ない株数を持っている場合においては、その権利は保障されるということです。あとから買った外国人、純増した外国人の部分だけが抽選にかかるというようなことを考えているわけです。

もう一つは、期中にいったいどれだけ外国人が持っているのかということも重要な話です。それが分からないと外国人が手を出せない株になってしまうということで、それについても、期中に、９月末にこれだけの外国人保有者がいたけれど、今はこのぐらいですということが分かるような仕組みというものを構築する準備をしているところです。

そうした形で、外国人保有制限が妙なトリックに使われないようにということで、我々は最低限そこは何とか担保しようとしているところです。当然のことながら、それを超えて、むろん外国人保有制限がかかっているけれども、外国籍の方がデートレーディング

するというときに支障がないようにする等々の仕組みを当然考えていかなければならないところですが、そうしたところを準備しているところです。

こうしたことも考えますと、例えば外国人保有制限銘柄に関して外国人がどれだけ持っているのかというようなことについて、それなりに集計できる仕組みというものが必要になります。また、それだけではなくて、今は株を買うまでは証券会社ですが、株を買ってからは、ここも複線化されていまして、株主管理義務は証券会社の手を離れるという仕組みになっています。つまり証券会社で株を買うと、いわゆる印鑑票のコピーが名義書換代理人のところに届き、そこからあとは名義書換代理人の仕事ということに今なっているわけです。

これも古い知恵としてよくできているのですが、問題点としては、果たして発行会社の名義書換代理人の方は、例えば、大阪の住所のＡさんと同姓同名で同じ生年月日の東京のＡさんが同じ人間に見えるということです。この人はきっと引っ越したに違いないと思っても、これを二人とカウントするということになってしまうわけです。これは株主の数をきちんとカウントするとか、あるいは分割したときの端数の処理とか、そうしたことを考えるとかなり問題のあることです。現在、印鑑票とかを使って発行会社の総務部、上場会社においては名義書換代理人がこれを一生懸命に寄せていますが、この手間がものすごく要るようになっているということと、数千の銘柄でこれを並行的にやっています。例えば、某信託銀行であるとしても、そこで 500 の銘柄を扱っているとして、500 の銘柄について大阪のＡさんと東京のＡさんという問題について、この人が同じなのか違うのかという判断は銘柄ごとにやっているのです。むろん信託銀行としては発行会社との個別の約束ですから、ほかの銘柄で寄せた情報を使ってこちらで寄せるということは、二つの銘柄のそれぞれに対して当然約束違反になってしまうわけですから、こういうことはできないということで、それぞれで行っているというふうに了解しています。これが果たしてよいのかという問題もあります。

ということで、特に問題になるのは外国人保有とか、大株主の管理ということでいっても非常に難しい問題ということです。ペーパーレスになった以降の財産権としての株券の所有権の移転と、会社から見たときの株主管理、あるいは株主権の行使という意味からいきますと、幾つかの面でペーパーレスの法律は証券会社ライン、取引所を経由して買った株が発行会社、振替機関、口座管理機関、本人というラインで幾つかの株主の権利の行使が、こちらのラインを予定しているという形に切り替わっています。

ということで、乱暴な言い方をすると、証券会社が幾つかの点で株主権の行使についてお手伝いしていただかなければいけなくなるという形になっていると御了解いただければよいかと思います。端的に言えば、今までは印鑑票を信託銀行に送れば終わりだったというところがあったわけですが、これからはそうではなくて、印鑑票を送られた方の名義書換代理人がやっていたであろう仕事が一部証券会社側に来ることがあるということです。典型的には、今までは印鑑票をもらった信託銀行の方が株主の正確な住所を把握します。大阪にいるＡさんと東京にいるＢさんが同じ人間かどうかということの確認をしていたということが、証券サイドの方で行われなければならない仕事として浮かんできます。当然、証券会社は口座を作るときに本人確認しているのですから、できる立場にあるわけですが、特にここで重要になってくるのは複数の口座の寄せという問題になります。これについて特に新しいシステムにおいては振替機関において複数口座の寄せをするというイメージで、今検討が進んでいるところです。

というのは、今までは名義書換代理人において銘柄ごとに株主Ａさんと株主Ａさんを寄せるということをやっていたのですが、振替機関において甲証券会社にあるＡさんの口座と乙証券会社にあるＡさんの口座、住所は大阪と東京になっているけれどこの二人は同じではないか、ということを何とか分かることができれば、これで寄せることができます。むろん、東京の人間と大阪の人間を寄せるということは今でも難しいですし、今後も難しいのです。しかし、例えば、今で言えば二つの口座に入っているそれぞれに新日鐵も入っている、それぞれに日立も入っている、それぞれにソニーも入っている、というときにソニーでも寄せる、富士通でも寄せるということをやっていたわけですが、仮に住所変更を出して、大阪の口座を東京の自宅の口座に住所変更して、１回寄せるということをした場合に、証券会社はそれが分かります。それを振替機関の方で確認することができます。

そうすると、この口座とこの口座は実は同じ人間だったということが分かります。そうすると、発行会社の方はこれを確認することによって新日鐵もソニーも富士通も、この二人は同じ人間だったのだということで、同じとして寄せることができます。そして、例えば１．５分割をしたときに生じる端数を丸めて、どちらかの口座に付けることによって両方で端数を生じさせないようにすることができます。また、株主の数もきちんと把握することができるというようなことを考えているところです。

そうした形で、いわゆる印鑑票がなくなるという方向で今考えているところですが、

その代わりに、印鑑票がなくなって証券会社が楽になるということではなくて、むしろ印鑑票を受け取った側がしていたであろう仕事の一部が証券会社サイドの方に来るというような御了解をいただければよいのではないかと思います。これは証券システム全体としての効率化ということにとって非常に大きいことであろうと思っていますが、今までとやり方が変わるということについての難しさ、移行の困難、また、システムが変わったところで悪いことを考える人もいるとは思いますし、悪用することも考えられるかもしれませんが、そうしたことが極力ないように考えているところです。

また、いわゆる振替機関による名寄せということを行うことによって、例えば口座を開設するときに外国人であるかどうかということは口座レベルで分かっています。この中に入っている外国人保有制限銘柄の数というものは、かなりリアルタイムで振替機関の方で把握することができるようになるというふうに考えております。

そうすると、１番目の問題にありました外国人保有制限銘柄に関しまして、「あるテレビにおける外国人保有制限について前期末の総株主通知では何％でした。今現在、個人レベルでこれだけです。」ということは分かります。法人については実は難しいものがあり、ある大株主の法人が期中に突然外資に買収されたということになると比率が変わってしまいますので、これはこれで別個合計し直さなくてはなりません。日々動く個人の比率については一日一日レベルで分かるようになるということで、今私が買ったこの株の外国人投資家が、今日このテレビ株を買って期中まで持っていたときに、どれぐらいの抽選の確率で落ちるのだろうかということは分かります。それが２月、３月と進むにつれて比率が刻々と変わってくるわけですが、これはやばそうだと思ったらいったん売って、それを戻すということができるようにするということで、また４月に買い戻すということができるように情報を提供するということです。

外国人についてはまだ幾つか、９月末と３月末の間に総株主通知を挟んだ方がよいのではないかとか、幾つかアイデアとして検討が進んでいる部分がありますが、これはまたもう少し検討が進んだら御報告させていただきます。

今お話しさせていただいたようなことが、お手元にございます資料の政省令、法律の条文の番号で恐縮でございますが、「振替口座簿記載事項」として、例えば外国人である旨を記載する等々が書かれています。多くの項目はごく当たり前の項目ではありますが、例えば資料の１ページ目の下の方にあります「端数の処理」というものについて、これは振替機関で端数の統合を行い口座管理機関に指示する、とあります。

これはどういうことかと申しますと、先ほどの振替機関の方で複数口座の寄せができているという前提になっています。振替機関において、例えば、誰かの持つ三つの証券口座が寄せられていて、そこに三つに分散されて入っているある会社の銘柄の数が分かっていると。そして、それによって分割が生じて端数が生じたときに、いったんそれから全部落とした上で、その端数だけを寄せてみて、それが単位を超えていれば、それを一番大きいか、一番小さい証券口座のところに付けるというようなことで処理をする。その指示を受けた口座管理機関が丸めて切り上げられた端数を記載する。端数が丸めて上がって株になった分を記載するということです。

同じように、あと幾つかお話します。資料の２ページ目の「少数株主権の行使」に関しましては、基本的には証券口座の中に株を持っていて、しかし、それで会社法における少数株主権を行使する場合に、いわゆる証券会社にお願いして個別株主通知を出してもらうということをするわけです。出してもらってから実際に行使するまでの期間を一応２週間というふうに、これはどこかで線を引かないといけないので、これは政令をもって２週間と定めています。ただし、総会絡みの権利行使に関しましては、２週間以内に総会が終わってしまう場合に関しては、総会が先に終わってしまう場合には、総会が終わった時点で終わり、ということになります。ですから、次の総会のために何かしたい場合にはもう１回取り直してくださいということです。そういう意味で、極端に悪いことです。ちょっと買って２回分の総会に口を出すということができないということです。

あとは外国人。外国人保有制限銘柄について加入者が外国人である旨を個別株主通知する。これは要するに外国人が権利行使をしてくる場合や、こうした形で幾つか外国人について、また端数の丸めについてあります。

このほかにも政省令で定めているレベルというのはこれぐらいで非常に申し訳ないのですが、現実には実務をやられる方、そしてまたシステムを構築される方において非常に難しい話がまだまだたくさんあるものと承知しています。それにつきましては、例えば、保振の電子化小委員会などの検討等、実務的な検討も進んでいると思います。さらに言えば、いわゆるシステムを使われる現場の担当者の方々、そしてまたそのシステムを供給される会社の方々、設計される方々におかれましてはいろいろと検討を進めていただかなければならないかと思います。

現在、株価が堅調ですが、経済の仕組みからいけば、株価が上昇しているかぎりは、株を保有するコストは非常に安く済みます。ただ持っているだけでも得をするので、株を

保有するコストというものが非常に減るということになりますと、株を使ったいろんなビジネスができる、株を使ったいろんな企業活動がしやすくなるということで、もっとも考えられるものは M&A ということです。今までになかったようなスタイルがこれから増えてきます。

例えば、上場会社が非上場会社に吸収合併されてしまうという問題もありますし、上場している小さなＩＴ会社が外国の巨大ＩＴ会社に合併されます。この場合、直接合併ではなくて日本に法人を作って三角合併という形になるかと思います。この三角合併が行われて、代わりに外国の某巨大ＩＴ企業の株というものが交付されるということになった場合に、現状の保管振替制度の下でどうなるのか、あるいは新しい振替制度の下で消滅会社が総株主通知をして消えると。その総株主通知を元に例えば外国の某大企業の株がどのようにして交付されてくるのか。また、それは株主保護の、日本の国内で上場会社の株を持っていた零細投資家の保護という見方からしてどういうふうに対処すればよいのか等々難しい問題があります。もはやこうした現行制度での下での新しいスタイルのＭ＆Ａというもの、そしてまたペーパーレスの下でのＭ＆Ａというものについて、非常に盛んになってくることが予想されますので、これらについても非常に難しいところです。

また、今私どもは決済の観点からのお話をしていました、投資家保護の観点から、例えば大量保有報告とかＴＯＢという制度もあるわけですが、これを行う上で決済制度はどういうふうにあるべきかということも非常に難しいところです。こちらの方は、大量保有報告の制度自体がこの通常国会でまた新しい法案を提出される準備が進んでいるところです。これにつきましても、今現在ですと、大量保有報告を受けた方の会社は裏を取ることができずに、一応それを丸呑みにして信じて、例えば有価証券報告書を作成するということになっているわけですが、これをペーパーレスに向けてどうしたらよいのかというのをいろいろと考えていかなければならないことだと思っています。

そういう意味で、法律があって、政令があって、規則があって、システムがあるというような考え方というのは決してあってはならないことだと思っています。それはあたかも企業会計規則があって、複式簿記があって、そうすれば企業活動ができると思うぐらいにナンセンスな発想です。はじめに申しましたとおりに、商法がある前から株式会社はあったわけですから、実務の実態と、そこにおける弊害防止のためにどのような制度があるべきか、ということを考えなくてはなりません。それは必ずしも政省令という意味ではないところにいろいろ難しい問題があることは重々承知しております。実はあともう

３年ということで、残りが短くなっておりまして、最後の数カ月における移行の難しさということだけではなくて、新しいシステムにおける株主管理、あるいは決済の円滑化等々に向けて、政省令レベルとかそういうレベルではなくて、そういう話を超えてよいシステムを作るために一生懸命に考えていきたいと思っておいますので、是非ともよろしくお願いしたいと存じます。よろしくお願いいたします。