

証券決済制度の改革と課題

今 川 嘉 文

～目 次～

はじめに

- I 証券決済制度改革
- II 清算機関制度の法改正
- III 決済期間の短縮
- IV 一般振替DVP決済
- V STPの推進
- VI 株式のペーパーレス化

おわりに

は じ め に

証券取引の決済に関する安全性および効率性を確保し、国際的な市場間競争に対応するため、決済システムの整備が課題となっている。具体的には、①統一清算機関の設立、②決済期間の短縮、③一般振替DVP決済の実現、④STPの推進、⑤株式のペーパーレス化などである。すなわち、統一的な証券決済法制の整備、無券面を前提としたSTP化、決済期間の短縮としてのT+1決済などが求められている。

決済リスクの低減の重要性にたち、利便性の向上、決済プロセスの合理化を図り、わが国の金融資本市場の国際的な競争力強化の観点から、安全かつ効率的な証券決済インフラを整備するため、証券決済制度改革が問題となっている。⁽¹⁾

わが国の証券決済システムの主要な課題として、①統一清算機関の設立、②決済期間の短縮、③一般振替DVP決済の実現、④STPの推進、⑤株式のペーパーレス化などを指摘することができる。そこで、本稿は現状の証券決済制度改革およびその実現に伴う課題について実務的側面から考察をする。

(1) 松永和夫「証券決済制度改革の推進に向けて」商事法務1651号84頁。

I 証券決済制度改革

(1) 決済制度改革の進展状況

証券の決済制度改革は、法制度、市場整備およびシステム整備の観点から、以下のような進展状況にある。⁽¹⁾

① 法制度インフラ

- a. 短期社債等振替法施行 (2002年4月)
- b. 改正株券等保管振替法施行 (2002年4月)
- c. 社債等振替法施行 (2003年1月)
- d. 証券の清算機関法施行 (2003年1月)
- e. 株券の不発行制度 (2003年秋関連法案の提出)

② 市場インフラ

- a. JASDAQの清算機能業務開始 (2001年4月)
- b. 東証・大証における株式DVP決済開始 (2001年5月)
- c. 保管振替機構による転換社債DVP決済開始 (2001年11月)
- d. クリアリング機構の業務開始 (2003年1月)
- e. 保管振替機構による株券の一般振替DVP決済開始 (2004年3月
予定)

証券決済制度の改革と課題

③ 保振決済照合システム・インフラ

- a. 国内機関投資家の株式取引を対象 (2001年 9月)
- b. 非居住者の株式取引, 転換社債取引を対象 (2002年 2月)
- c. 国債, 先物オプション取引, 投資信託を対象 (2003年 5月)
- d. 株券の一般振替制度と連動 (2004年 3月予定)

このように, 決済リスクの利便性の向上および決済プロセスの合理化を図り, 金融資本市場の国際的な競争力強化の観点から, 効率的な証券決済インフラを整備するため, 多角的な証券決済制度の改革が実施されている。しかし, 証券決済システムは様々な課題が残され, その弊害が指摘されている。

(2) 証券決済システムの課題

① 統一清算機関

従来, 証券決済機関が有価証券ごとに別々に存在し, 異なるルールおよび手続で決済が行われ, 一つの証券決済機関が多様な有価証券に係る決済を行うことができないでいた。⁽³⁾

そのため, 決済事務の効率化を図ることができず, 新しい金融商品の決済に柔軟な対応も十分ではなかった。決済システムの複雑性および非効率性を解消するため, 振替決済機関の統合および統一清算機関の創設が望まれていた。そこで, 2003年 1月14日より, 日本証券クリアリング機構が業務を開始した。

② 決済期間の短縮

株券決済は T+3 決済となっているが, 決済リスクを削減し, 証券取引の一層の安全性を確保するためにも, 決済期間の短縮として, T+1 決済への移行が検討されている。また, 国債のアウトライト取引については T+1 決済, レポ取引など国債の短期資金取引および短期社債について

は T+0 決済の必要性が指摘されている。

③ 一般振替 D V P 決済

わが国市場が国際競争力を高め、証券の決済リスクを排除するためには、ペーパーレス化の下で、D V P 決済を実現することが必要である。わが国の D V P 決済は、国債取引、株式の取引所市場および JASDAQ 市場取引、公社債が実施されているが、一般振替 D V P 決済は未整備である⁽⁴⁾。

一般振替 D V P 決済は、株券などの振替決済のうち、取引所取引の決済のため、クリアリング機構を相手方として行う決済以外のものに、D V P の仕組みを導入しようとするものである。

④ S T P の推進

証券取引の約定から決済に至るまで、様々な事務処理を電子的に行う S T P 化が進んでおらず、人手を介して行われる事務処理が多い。約定から決済の間に、投資家、証券会社および決済機関などの多数の関係者が関与し、電話および F A X による運用指図の連絡など、情報のやり取りが異なる様式により行われているのである。

そのため、約定照合および決済照合の過程が複雑かつ非効率であることは否定できず、証券決済インフラの整備の遅れは、T+1 決済などの決済期間の短縮に対する障害となっている⁽⁵⁾。

⑤ 株式のペーパーレス化

有価証券の不動化および無券面化といった、有価証券の流通段階におけるペーパーレス化が十分に進んでいないため、権利の移転などに券面の引渡しを必要とする有価証券が多数存在する。券面の発行コスト、配送りリスク、保管コストは大きく、決済期間の短縮化および S T P の実現に対する障害となっている。

証券決済制度改革と課題

短期社債等振替法（2002年4月施行）により、CPがペーパーレス化し、2003年1月27日から、国債がペーパーレス化に移行した。これまで法制審議会での検討が続けられてきた株券不発行の関連法案については、2003年秋の臨時国会に提出予定である。

これらの課題について、証券決済制度改革の一環である、統一清算機関の概要を中心として、決済期間の短縮、一般振替DVP決済の実現、STPの推進、株式のペーパーレス化など、証券決済に関する諸問題について検討をする。

- (1) 加藤隼人「わが国における証券決済制度改革の取組みと今後の展望」月刊資本市場211号13頁。
- (2) 金融審議会第一部会・証券決済システムの改革に関するワーキンググループ報告「21世紀に向けた証券決済システム改革について平成12年6月16日付」2-5頁。
- (3) 金融審議会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて平成12年6月27日付」14頁。
- (4) 東京証券取引所『DVP決済～株券等のDVP決済の導入～』。
- (5) 金融審議会答申・前掲注(3)16頁。

II 清算機関制度の法改正

1 統一清算機関の必要性

証券取引に係る清算業務（売買取引の債務引受、計算事務、決済履行保証など）は、取引形態に応じ、売買執行市場および売買当事者間ごとに、それぞれが独立して行われていたため、様々な非効率が生じていた。そのため、清算事務の効率化を図ることができず、新しい金融商品の清算に柔軟な対応も十分ではなかった。

清算システムの複雑性および非効率性を解消するため、2002年6月12日に、「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の

整備等に関する法律」(証券決済システム改革法)が成立し、2003年1月6日から施行した。

同法は証券取引法を改正し、⁽¹⁾DVPの導入を促進する観点から、証券取引清算機関(以下、清算機関)、有価証券債務引受業および有価証券等清算取次ぎに関する規定を新設または追加するなど、証券市場インフラの整備を図るものである。そして、統一清算機関として、2002年7月1日に、株式会社日本証券クリアリング機構(以下、クリアリング機構)が設立された。

クリアリング機構の設立目的は、市場横断的な清算機関の下で清算業務を統一し、清算手法の標準化(全市場DVP化、決済保証制度の一元化)、利用者におけるアクセスポイントの一元化、全市場のネットィングによる決済の効率性を高めることにより、市場の利便性の向上および決済の安全性を図る。それにより、わが国証券市場の国際競争力を強化し、T+1決済の導入に向けた環境整備を行うことにある。

従来、上場有価証券については、証券取引所の定款において証券取引所を通じた売買を行うことが義務づけられていた。そのため、証券取引所における清算が適切に行われている限り、清算機関法制を整備する意義は少なかった。

しかし、平成10年の金融システム改革法により、取引所集中義務が廃止されて、PTSなどの取引所外取引が増加した。また、決済期間の短縮化、決済リスクの削減などの観点から、オペレーション・ネットィング方式(決済段階において債権・債務自体を差引計算して、差引分を一つの新たな債権・債務に置き換える方式)によるDVPの必要性および有効性が認識されるようになった。

また、清算機関は決済リスクを集中的に引き受ける存在であることから、リスク管理能力を確保することが極めて重要であることに加え、決済の基盤的サービスの提供者として公共性を確保する必要がある。

統一清算機関の設立は、各市場で独自に行われていた清算業務を集約

証券決済制度の改革と課題

し、効率化を図る観点から要請された。そして、以下のような理由から、清算機関法制を整備する意義が高まった。すなわち、

第1に、取引所外取引、規制・監督外取引などの増加に伴い、これらの取引に係る清算業務の適正化の確保が求められていたこと、第2に、リスク削減の観点から決済制度の改善が求められていたこと、第3に、マーケットおよび市場参加者のニーズに対するより迅速な対応できること、第4に、システム投資の重複を避け、清算コストの削減できること、第5に、清算基金の統一・拡充による担保の効率化などである。

そこで、清算機関制度については、現在、証券取引所において行われている債務引受を基本として、証券取引法を改正することにより、取引所取引を含む証券取引全般の清算を統一清算機関が行うことにした。

2 清算機関制度の法整備

(1) 証券取引法の改正

2002年6月12日に、「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律」が成立した。それに伴い、証券取引清算機関の制度に関する法整備として、証券取引法はつぎのように改正された（以下、改正法）。改正法は、2003年1月6日から施行である。

① 定義規定

- ・ 2条8項3号の3：証券業としての有価証券清算取次ぎ（追加）、同25項：有価証券清算取次ぎの定義（新設）、同26項：有価証券債務引受業の定義、同27項：証券取引清算機関の定義（新設）

② 登録金融機関の清算取次ぎ業務

- ・ 65条2項8号：登録金融機関の有価証券清算取次ぎ業務の解禁（追加）

③ 証券取引所

- ・ 87条：会員の法令違反等に対する有価証券取次ぎ委託の停止措置（追加）
- ・ 107条2項：取引所有価証券市場における売買に関する有価証券取次ぎの委託に係る例外（追加）
- ・ 107条の5：清算機関に対する優先弁済（追加）
- ・ 108条2号の2：取引証拠金（追加）
- ・ 108条の3：清算機関に対する取引証拠金の預託，取引証拠金の管理，取引証拠金について優先弁済（新設）
- ・ 130条1項：証券取引所が定める受託契約準則に基づく有価証券売買のうちから，有価証券取次ぎの除外（追加）

④ その他

- ・ 188条：清算機関および清算参加者に対する帳簿書類の作成義務（追加）
- ・ 190条1項：清算機関を行政上の検査する場合，検査職員の身分証票の携帯および提示義務（追加）
- ・ 194条の3第8・9号：清算機関の処分に関して財務大臣との事前協議の義務（新設）
- ・ 194条の4第1項18～21号：清算機関の処分に関する財務大臣への通知義務（新設）
- ・ 194条の5第2項：財務大臣が金融破綻処理制度および金融危機管理に関する制度の企画および立案をするに際して，清算機関の協力義務（追加）

⑤ 罰則

- ・ 198条17号：無免許で有価証券引受業を営んだ者に対する罰則（新設）

証券決済制度の改革と課題

- ・198条の4第3号：清算機関に対する罰則（新設）
- ・198条の5第8号：清算機関の検査拒否に対する罰則（新設）
- ・199条：清算機関の虚偽報告などに対する罰則（追加）
- ・204条：清算機関の役職員の守秘義務違反の罰則（追加）
- ・206条10号：清算機関の届出書類の虚偽記載などに対する罰則（新設）、同11号：清算機関が定款・業務方法書を認可を受けずに変更したことに対する罰則（新設）
- ・207条1項5号：清算機関の設立に係る罰則（新設）
- ・208条4号：清算機関の運営改善措置に係る違反に対する罰則（新設）

(2) 清算機関に関する規定

- ・156条の2：証券取引債務引受業を営む清算機関の免許制
- ・156条の3第1項：免許申請書の内容、同2項：免許申請書の添付書類、同3項：定款・貸借対照表・損益計算書の電磁的記録の作成
- ・156条の4第1項：清算機関の免許に係る審査基準、同2項：免許に係る拒否要件
- ・156条の5第1項：免許を付与した場合の審問、同2項：免許の付与の有無に関する書面通知
- ・156条の6第1項：証券会社などが行う以外の債務引受業、同2項：債務引受業等およびこれに附帯する業務の限定・関連業務の承認、同3項：承認業務の廃止届出
- ・156条の7第1項：業務方法書による業務の執行、同2項：業務方法書の必要的記載事項
- ・156条の8：清算機関の役職員の秘密保持義務
- ・156条の9：特定の清算参加者に対する不当な差別的取扱の禁止
- ・156条の10：適切な業務遂行確保のための措置
- ・156条の11：清算預託金

- ・ 156条の12：定款・業務方法書の変更認可
- ・ 156条の13：資本・本店・営業所・役員の変更届
- ・ 156条の14第1項：役員欠格事由，同2項：役員失職，同3項：役員解任命令
- ・ 156条の15：報告および検査
- ・ 156条の16：業務改善命令
- ・ 156条の17第1項：免許拒否事由の判明による免許取消，同2項：免許取消・業務停止・役員解任命令
- ・ 156条の18：解散などの認可
- ・ 156条の19：証券取引所による債務引受業務
- ・ 156条の20：清算機関となった証券取引所に対する承認取消の事由
- ・ 156条の21第1項：取引所取引について有価証券清算取次ぎが行われた場合の取引終了の義務，同2項：証券先物取引等の取引証拠金の取扱
- ・ 156条の22：前条までの清算機関規定を実施するための内閣府令

(3) 清算機関の免許制

① 免許制の採用

証券決済システム改革法の成立に伴う証券取引法の改正により、証券取引所において行われてきた有価証券債務引受による清算をモデルとして、清算機関制度が整備された。

改正法によれば、清算機関は、証券取引法156条の2または156条の19の規定により、内閣総理大臣の免許または承認を受けた者（証取2条27項）と定義されている。そして、証券取引債務引受業を営む清算機関は、内閣総理大臣の免許を受けた株式会社でなければならない（証取156条の2）。

証券取引債務引受業を営む清算機関として設立されたクリアリング機構は、内閣総理大臣の免許を受けた株式会社であり、同社の出資比率は

証券決済制度の改革と課題

各市場における清算業務の規模（内国株券の売買代金）を基準としている。

清算機関は売買当事者の相手方として債務引受を行う。債務引受のタイミングについては、法令規定はなく、清算機関の業務方法書の記載事項となっている。

クリアリング機構においては、債務引受は市場取引に関し、各取引所または JASDAQ 市場において約定が成立した時点で行うものとし、その他取引（貸借取引等）については、当該データの受領をクリアリング機構が確認した時点においてなされる。

清算機関はネットィングを行ううえで不可欠な債権債務の一元的な帰属主体となることにより、多数の市場仲介者間の証券取引に係る清算を一括して行うのである。

かりに清算機関が経営破綻などに陥った場合、代替する他の清算機関に業務を肩代わりするには、膨大な時間的および金銭的コストがかかり、証券決済に混乱をきたす。

清算機関は、多数の証券会社などを相手方として一元的な取引の相手方となって証券取引に係るリスクを集中的に担っている。そのため、有価証券引受業務を適正に遂行するに足る資質を備えていることが求められる。そこで、高度なリスク管理体制を確保し、当該管理体制の維持について規制当局が慎重に判断することができるように、免許制が採用された。

証券取引法156条の2は、清算機関を株式会社と規定している。その理由として、公益法人では資金調達手段に限界があり、機動的なシステム投資などに支障があること、営利を目的としないことから競争が働きにくく、利用者のニーズに即応できないなどの弊害が予想されるためである。

② 免許の審査

有価証券債務引受業を営む者は、免許申請書および添付書類（証取156条の3第1項、2項）を内閣総理大臣に提出しなければならない。定款もしくは貸借対照表が電磁的記録で作成されているとき、または損益計算書について書面に代えて電磁的記録の作成がなされているときは、書類に代えて電磁的記録を添付することができる（同3項）。

内閣総理大臣は免許の申請があった場合において、申請者の定款、業務方法書についての適合性、申請者の財務的基礎の有無・収支の見込み、専門的知識を有している人的構成の有無などを審査をする（証取156条の4第1項）。

清算機関の資本金に関しては、証券取引法上、審査基準はない。清算機関の業務については様々なリスク回避措置が設けられ、原則として有価証券債務引受業など以外の業務を行うことが禁止されている。そのため、経営破綻という可能性が極めて低いからである。

すなわち、清算機関はリスク管理のあり方について、清算業務の対象となる有価証券の種類および参加者の属性などから一律の資本金規制がなじまないこと、清算参加者の債務履行が確保され、他業が禁止されていた場合、清算機関がリスクを負うものではないからである。

他方、清算機関の免許に係る拒否要件については、株式会社でないこと、信頼性の確保から、免許申請者が証券取引法規定により罰金刑に処せられてから5年間が経過していないこと、清算機関の取締役・監査役として規制当局から解任の命令を受けてから5年間が経過していないことなどである（証取156条の4第2項）。

③ 免許取消・役員解任命令

免許申請者が拒否要件に規定する事由を隠蔽し、免許を付与されながら、事後に虚偽であることが判明した場合、内閣総理大臣は免許を取り消すことができる（証取156条の17第1項）。例えば、免許申請書および添付書類などの重要な事項についての虚偽記載をしたケースである。

証券決済制度の改革と課題

清算機関の役員が不正の手段を用いて、欠格事由に該当することを隠蔽し、それが事後に発見された場合には、内閣総理大臣は役員の新任を命じることができる（証取156条の17第2項）。命令を受けた役員は当然に失職するのではなく、清算機関は株主総会に当該役員の新任決議が求められる。

清算機関が当該義務を果たさない場合、または株主総会で新任決議が否決された場合などには、「業務運用に問題があり、清算機関自らの改善が期待できない」として、内閣総理大臣は業務停止などの処分を下すことができる（証取156条の14、156条の16）。

内閣総理大臣は清算機関の業務運営および財産状況の実態を十分に把握し、監督を全うするために、清算機関に対して、清算機関の営業所に立ち入り、業務・財産に関する資料の提出を命じ、または業務・財産の状況もしくは帳簿書類などの検査および質問をすることができる（証取156条の15）。

(4) 業務方法書

① 清算機関の業務

清算機関は、有価証券債務引受業として、証券会社、外国証券会社、登録金融機関（証取65条の2）または証券金融会社（以下、証券会社等）を相手方として、証券会社等が行う対象取引の債務を引き受ける（証取2条26項）。

これ以外の者についても、業務方法書の定めるところにより、対象取引に基づく債務の引受けを業として行うことができる（証取156条の6第1項）。清算機関は、各清算参加者に分散している決済リスクを集中して引き受けるのである。

清算機関の経営健全化を確保する目的から、証券取引法は清算機関の業務を有価証券債務引受業等およびこれに附帯する業務に限定している（証取156条の6第2項）。附帯する業務は決済実務の遂行上、必要また

は有効とされるものであると解されている。

統一清算機関であるクリアリング機構は、以下の機能を有している。

- a. 原約定取引の相手方に代わり、証券の受渡、資金（決済代金）の受払についての債務引受を行うこと、
- b. 決済の相手方として、決済機関（証券保管機構、日本銀行または資金決済銀行）に対し、証券および資金の振替指図を行うこと、である。

従来、取引所市場における売買決済に係る株券の授受のための振替請求に関しては証券取引所が行い、JASDAQ 市場は日本証券業協会が行っていた。これら振替請求については、債務引受業を行わせる者として、クリアリング機構が行うこととなった。

こうした参加者を相手方として決済を行うことから、クリアリング機構はセントラル・カウンターパーティー（CCP）の機能を果たすため、清算基金というファンドを維持し、決済履行保証をしている。そのため、参加者は本来の相手方の信用リスクに配慮することなく取引を行うことができる。

決済機関は、クリアリング機構からの振替指図に基づき、口座振替により決済のための証券および資金の授受を行う。クリアリング機構は、決済機関に口座を開設し、当該口座と参加者口座との間の振替処理がなされるのである。

そして、クリアリング機構は、債務引受を行った取引に関し、決済日を同じくする各市場の売買について、有価証券は銘柄ごと・清算参加者ごとに、資金決済は清算参加者ごとにネットィングし、決済を行う。

② 業務方法書

有価証券債務引受業が恣意的に行われないように、清算機関は業務方法書に従い業務を行うことが求められる（証取156条の7第1項）。業務方法書は有価証券債務引受業の実施に関する基本規定であり、有価証券

証券決済制度の改革と課題

債務引受業の適正かつ確実な運営を確保するうえで必要となる。

業務方法書には、有価証券債務引受業の対象とする債務の起因となる取引および取引対象（証取2条26項）となる証券の種類（日本証券クリアリング機構規則（以下、クリアリング規則）3条）、清算参加者の要件に関する事項、債務引受およびその履行に関する事項、清算参加者の債務履行の確保に関する事項、有価証券等清算取次ぎ（証取2条25項）に関する事項などが必須記載事項とされている（証取156条の7第2項）。

業務方法書の内容については免許申請に際して審査対象となり、業務方法書の変更には、内閣総理大臣の認可を得なければならない（証取156条の12）。清算機関が内閣総理大臣の認可を得ずに業務方法書を変更した場合、罰金刑が課される（証取206条11号）。

(5) 決済履行の保証制度

① 清算基金

清算機関は、有価証券債務引受業により損失が生じた場合に、清算参加者が当該損失の全部を負担する旨を業務方法書において定めることなど、有価証券債務引受業の適切な遂行を確保するための措置を講じなければならない（証取156条の10）。

例えば、清算参加者に債務の不履行があった場合など、清算機関の決済業務に重大な支障が生じるおそれがある。そのため、清算機関はリスク管理の観点から、清算参加者の財務基準による資格制限および債務不履行に対する基金の創設などの清算参加者制度を設けている。

清算機関が業務方法書で清算預託金を定めている場合、清算参加者が債務の不履行により清算機関に対し損害を与えたときは、その損害を受けた清算機関は、清算参加者の清算預託金について、他の債権者に先立ち、弁済を受けることができる（証取156条の11）。

清算預託金は、法令上その預託が義務づけられてはいない。清算機関が清算参加者に有価証券債務引受業等を確実に遂行する措置として、清

算参加者に対し債務履行を担保するために預託を求めるものである。

清算参加者は、クリアリング機構に対する債務の履行を確保するために現物取引清算基金の預託をしなければならない（クリアリング規則16条1項）。その所要額は各清算参加者の未決済残高およびそれに係る価格変動に基づき算出される（クリアリング規則別表。なお、3,000万円に満たない場合、3,000万円）。清算基金は清算参加者が清算資格を喪失した場合には、返還される（クリアリング規則27条）。

清算基金は全額を有価証券により代用することができる。有価証券の代用価格は、当該有価証券の差入日の前々日における、クリアリング機構が定める時価に、クリアリング機構が定める率を乗じた額である（クリアリング規則16条2項）。

クリアリング機構は、有価証券債務引受を適切に遂行するために、清算参加者の決済不履行などにより損失が生じた場合、当該損失を、つぎの順序により回復する制度を構築している（クリアリング規則76条）。

第1に、当該破綻参加者がクリアリング機構に預託している清算基金その他担保による充当、第2に、第1の方法によっても残損失がある場合には、各市場において積み立てられた違約損失準備金を原資とする損失補償契約の実行、第3に、なお残損失がある場合には、クリアリング機構の剰余金による補填、第4に、さらに残損失がある場合には、その他の清算参加者による相互補償、である。

クリアリング機構は損害を与えた清算参加者がクリアリング機構に預託している金銭などにつき、他の債権者に先立ち弁済を受ける権利を有している。クリアリング機構の清算基金の総額は、2003年3月末時点で、79億8,000万円である。

② 清算参加者制度

証券会社などが直接、統一清算機関であるクリアリング機構を通じて有価証券の売買の決済を行う場合、クリアリング機構の清算参加者とな

証券決済制度の改革と課題

らなければならない。清算参加者とは、クリアリング機構が行う有価証券債務引受業の相手方となるための資格を有する者である（クリアリング規則5条）。

市場参加者が清算参加者とならない場合には、当該市場参加者が直接参加をしている市場で行う証券売買の決済については、清算参加者となっている他の証券会社などに委託することになる。なお、清算参加者は、以下のように区分できる。

- a. 自社清算参加者：顧客からの委託分を含め、自社が市場において行った売買のみの清算を行える参加者。
- b. 他社清算参加者：他社が市場において行った売買の清算を行える参加者。他社清算参加者自身が行った売買の清算も含む。

清算参加者数はクリアリング機構の業務開始時点において、自社清算参加者が121社、他社清算参加者が5社の計126社である。

清算参加者は、証券会社、登録金融機関または証券金融会社であり（クリアリング規則6条）、資本金が3億円以上、自己資本規制比率が200%を超え、自社清算参加者の場合には純資産額が20億円以上、他社清算参加者の場合には純資産額が200億円以上（クリアリング規則7条）などの財務状況、適切な業務体制（株券などの決済を適切に行えること、国債DVP決済を適切に行えること）に係る資格要件を満たす必要がある。

清算参加者は、クリアリング機構との間で清算参加者契約を締結し、資格取得手数料として100万円を支払う。そして、清算参加者は債務不履行に対処するため、クリアリング機構に清算基金を預託する。

清算参加者はクリアリング機構に対し、清算手数料に加え、証券保管振替機構で取り扱う有価証券について、決済のために授受する有価証券の数量に応じた振替手数料相当額を納入しなければならない。

(6) 業務内容の定義

① 有価証券債務引受業

有価証券債務引受業とは、証券会社、外国証券会社、登録金融機関または証券金融会社（証券会社等）を相手方として、証券会社等が行う対象取引に基づく債務の引受けを行う営業である（証取2条26項）。有価証券債務引受業は、内閣総理大臣の免許を受けた清算機関によりなされる（証取156条の2）。

清算機関は、取引当事者の約定、清算機関への通知、清算機関における約定照会を経て、売方の証券引渡債務および買方の代金支払債務の引受けを行う。清算機関は債務引受の対価として、買方に対しては買付証券の代金相当額の金銭債権を取得し、売方に対しては同種同量の証券引渡請求権を取得する。

証券会社等が行う対象取引とは、有価証券の売買、外国市場証券先物取引、有価証券店頭デリバティブ取引、その他政令で定める取引をいう（証取2条26項）。証券取引法は、清算機関を利用して、取引に係る債務を清算機関が引き受けることにより、証券決済の円滑化に図ろうとする市場仲介者の取引を、対象取引と規定している。

クリアリング機構が債務引受業の対象とする債務の起因となる取引（清算対象取引）の対象証券は、内国法人の発行する株券、外国法人の発行する株券、投資信託受益証券、新株予約権証券、債権などである（クリアリング規則3条1項）。

クリアリング機構は、清算対象取引が指定市場開設者の定めるところにより成立した場合、当該清算対象取引について、売方清算参加者がその相手方である買方清算参加者に対し負担する債務を免責的に引き受け、当該売方清算参加者はクリアリング機構により引き受けられた当該債務と同一内容の債務を新たにクリアリング機構に対し負担し、かつ、クリアリング機構は買方清算参加者がその相手方である売方清算参加者に対し負担する債務を免責的に引き受け、当該買方清算参加者はクリアリング機構により引き受けられた当該債務と同一内容の債務を新たにクリアリング機構に対し負担するのである（クリアリング規則46条）。

証券決済制度の改革と課題

有価証券債務引受について、クリアリング機構の業務開始後の稼働状況は、金額ベースでは、1日平均約1兆2,000億円に達する。そのうち、市場内取引は約7,300億円である。また、株数ベースでは、1日平均約17億5,000万株であり、そのうち、市場内取引は約10億5,000万株に達している。

② 有価証券等清算取次ぎ

有価証券等清算取次ぎとは、証券会社、外国証券会社または登録金融機関が清算機関の業務方法書の定めるところにより、顧客の委託を受けてその計算において行う対象取引であって、対象取引に基づく債務を清算機関に引き受けさせることを条件として、かつ、以下の要件にいずれかに該当するものをいう。

- a. 当該顧客が当該証券会社、外国証券会社または登録金融機関を代理して成立させるものであること（証取2条25項1号）。
- b. 当該顧客がその委託に際し、あらかじめ当該対象取引に係る相手方その他内閣府令で定める事項を特定するものであること（同2号）。

取次ぎとは、自己の名をもって他人の計算において、法律行為をすることを引き受ける行為である。また、証取2条25項の文言の顧客とは、有価証券等清算取次ぎを行うことの依頼元（清算委託者）のことであり、一般の顧客（投資家）に加え、証券会社などを含む。

清算機関と決済を行うことができない非清算参加者による有価証券取引に関し、清算機関制度を利用した清算を行うには、対象となっている有価証券取引に係る債務について清算参加者の債務として取り扱うことが必要となる。

そこで、清算機関は清算参加者に非清算参加者から委託を受けて他の清算参加者との形式的な取引を行わせ、清算機関との間に清算をさせる。その計算は非清算参加者に帰属する。

有価証券等清算取次ぎは、証券会社、外国証券会社または登録金融機関が清算機関の業務方法書の定めるところにより、顧客＝清算委託者の決定した取引内容に従い、対象取引の取次ぎを行い、清算機関が債務引受をなすのである。

クリアリング機構においては、他社清算機関は有価証券等清算取次ぎを行う場合、非清算参加者が清算参加者を代理して清算対象取引を成立させようとするときは、当該非清算参加者が有価証券等清算取次ぎの申込みをし、かつ、当該清算参加者が当該有価証券等清算取次ぎの受託をしたこととする旨その他クリアリング機構が定める事項を記載した清算受託契約を、有価証券等清算取次ぎの委託をする非清算参加者との間で、締結しなければならない（クリアリング規則39条）。

清算機関は清算の相手方の決済履行の確実性を確保するため、業務方法書において一定の基準を充足した者に清算参加者としての資格を与える（証取156条の7）。このように、有価証券等清算取次ぎとは、証券会社が清算機関に対象取引の債務を引受けさせることを条件に、他の証券会社に代わって取引を成立させることができることである。その結果、証券会社のビジネスチャンスは拡大することになる。

③ 決済方法

クリアリング機構は、証券の種類ごとに、振替決済制度（保管振替機構、日本銀行、東京証券取引所など）を利用して決済を行う。保管振替機構が取り扱う有価証券については、保管振替機構における口座振替によりなされる（クリアリング規則56条）。振替決済制度が存在しない商品については、現物有価証券の授受により行う。

クリアリング機構は業務請求書に定める清算対象取引の決済に係る株券の授受のための振替請求を保管振替機構に対して行い、保管振替機構はクリアリング機構が指定した振替をする日に、参加者口座簿に当該振替に係る所要の記載をする。

証券決済制度の改革と課題

クリアリング機構の業務開始に伴い、現在、DVP決済未導入の市場での売買決済についても、DVP決済に移行する。

他方、資金決済は、クリアリング機構が指定した清算銀行または日本銀行のうちから、参加者が資金決済銀行として選定した銀行における口座振替により行う。

(7) 証券取引所による清算業務

前述したように、清算機関は証券取引法156条の2または156条の19の規定により、内閣総理大臣の免許または承認を受けた者である（証取2条27項）。証券取引債務引受業を営む清算機関は、内閣総理大臣の免許を受けた株式会社でなければならないが（証取156条の2）。

しかし、証券取引所は、証券取引法87条の2および156条の2の規定にかかわらず、内閣府令で定めるところにより、内閣総理大臣の承認を受けて有価証券債務引受業等およびこれに附帯する業務を営むことができる（証取156条の19）。例えば、東京証券取引所および大阪証券取引所は、金融派生商品取引の清算業務を行っている。

証券取引所は取引所有価証券市場の開設およびこれに附帯する業務のほか、他の業務を営むことはできない（証取87条の2）。これまで、証券取引所は有価証券債務引受業を、証券取引所の附帯業務として行ってきた。証券取引所が有価証券債務引受業を行うためには、内閣総理大臣の承認を必要とする（証取156条の19）。内閣総理大臣による免許（証取156条の2）がなくとも、証券取引所による清算業務を認めたのは、取引所市場の利便性を考慮した結果であると考えられる。

証券取引所が清算機関としてのリスク管理体制および経営の健全性を確保するために、業務方法書の作成義務（証取156条の7）をはじめ、清算機関に係る証券取引法規定（証取156条の8、156条の9、156条の10、156条の11、156条の12、156条の15、156条の16など）が適用される。

また、証券取引所は内閣総理大臣の承認を受けた場合、他市場の取引

に係る清算を行うことができる。その理由として以下のことを指摘できる。第1に、証券取引所は自己の有価証券市場の開設に附帯する業務が認められていることから（証取87条の2）、附帯する業務の内容および目的によっては、他市場の取引に係る清算を行うことは必ずしも不可能ではないこと、第2に、開設する取引所市場の取引に係る清算と他市場の取引に係る清算とは性質上相違がないこと、第3に、証券取引所が開設する取引所市場の取引に係る清算業務だけでなく、他市場取引の清算業務を行うことは効率化に寄与すること、などを挙げるができる。

3 グローバル・スタンダードとの関係

(1) スタンダードの構築

金融のグローバル化が進んだ結果、各国・各市場の様々な政策枠組み、制度およびルールなどのインフラが、信頼できる共通の基準に適合していることが国際的かつ国内的に金融が円滑・安定して行われるために必要である。また、金融のクロスボーダーにより金融危機などが波及する可能性は高い。そこで、金融規制・監督当局、国際機関および中央銀行などが、それぞれの国・市場で適用していくのに相応しい基準（スタンダード）の構築に力を注いでいる。⁽²⁾

G30およびISSAなどの国際機関が、証券決済システムのあり方に関する報告書および勧告を公表し、証券決済関係者への啓蒙活動がなされてきた。これら勧告内容を達成するために、1990年代以降、証券決済システムの改善が進展するようになった。

(2) 1989年のG30勧告

G30 (The Group of Thirty) は、1978年に設立された非営利団体であり、民間金融機関、中央銀行、学界からの有識者から構成される。1989年に、G30は「世界の証券市場における清算および決済システム」という勧告を発表した。

証券決済制度の改革と課題

G30勧告は、9項目からなる。勧告1は直接市場参加者（ブローカーなど）の約定照合、勧告2は間接市場参加者（機関投資家など）の約定照合、勧告3は証券決済機構（CSD）の整備、勧告4はネットィング決済の導入検討、勧告5は全証券取引決済のDVPの導入、勧告6は即日資金化、勧告7はローリング決済（毎営業日決済）の実現、勧告8は証券貸借の促進、勧告9は統一証券コードの採用である。

G30勧告は証券決済に関する初めての本格的な提言であり、内容が的確で明瞭であったため、広範な支持を得た。多数の国において、この勧告内容の達成に向けたローリング決済、DVPの導入、CSDの整備などが実施された。

(3) 2003年のG30勧告

G30は2003年1月に、証券決済に関する新たな勧告を発表した。新勧告は、20の項目からなり、1989年勧告に比べると、証券取引の電子化・グローバル化の進展を意識した内容となっており、第1に強固で互換性のある世界的なネットワークの構築、第2にリスク削減、第3にガバナンスの向上に大別できる。

第1の世界的ネットワーク構築について、勧告1は、証券のペーパーベースでの授受をなくし、通信およびデータ収集の自動化を推進すること、勧告2は、情報伝達のスタンダードおよび通信規格の調和を図ること、勧告3は、データタイプの標準化を図り、市場参加者のすべてが適正かつ迅速に入手できること、勧告4は、清算と決済または資金支払と外国為替のシステムが異なっている場合には、各市場参加者は相互に効率的なリンクが図られるように努めること、勧告5は、機関投資家による約定照合の自動化および標準化を図ること、勧告6は、清算機関の利用を拡大させること、勧告7は、決済の円滑化を図るため、証券貸借を認めること、勧告8は、企業活動、課税条約、外国人による持株制限を含め、証券保管に係るサービス提供の自動化および標準化を図ることで、

ある。

第2のリスク削減について、勧告9は、清算機関および決済機関は適切なリスク管理を通じて、安全かつ健全な業務遂行環境を保証すること、勧告10は、清算機関および決済機関の利用者によるリスク管理手法の強化を図ること、勧告11は、最終的かつ同時的な振替、および振替後における振替資産の利用を保証すること、勧告12は、業務継続および災害復興計画について、定期的な確認・更新・テストを行い、効率的な業務の確保を図ること、勧告13は、制度的に重要な機構がその機能を喪失した際の対処方法について検討を行うこと、勧告14は、契約を締結するに際しては、当該契約の履行可能性を慎重に判断し、当該契約の履行を確保すること、勧告15は、証券・資金・担保に対する権利について、より明確な法的根拠を与えること、勧告16は、関係当局は破綻時の一括清算に対して法的根拠を与えることにより、市場参加者が一括清算の効用を認識し、契約に盛り込むことを可能とするように努めること、である。

第3のガバナンスの向上について、勧告17は、清算および決済インフラ提供者における取締役会の構成員は、適切な経験を有する者が任命されること、勧告18は、清算および決済インフラ提供者は、全ての利用者が公平に清算および決済インフラを利用することができるように努めること、勧告19は、清算および決済インフラ提供者における取締役会は、あらゆる関係者の便益が衡平かつ効率的なものとなるように努めること、勧告20は、証券の清算および決済サービス提供者が透明性の高い首尾一貫した規制および国際的な監督に服すものであること、である。

(4) CPSS/IOSCO 勧告

G30勧告以降、金融のグローバル化、IT化の進展、金融技術の革新、市場の規制緩和などから証券取引は大幅に増加し、クロスボーダーの取引決済がとくに増加した。証券決済システムの安全性および効率性がこれまで以上に重要な問題となった。

証券決済制度の改革と課題

決済のクロスボーダー化により、証券決済システムのルール、機能およびリスク管理策が、他国の市場参加者に影響を及ぼすようになった。そのため、G30勧告は、1990年代に関心の高まった証券決済システムのクロスボーダー性などから不十分であると認識されるようになった。

そこで、1999年に、B I Sの支払・決済システム委員会（CPSS）および証券監督者機構（IOSCO）が、「証券決済システムに関する作業部会」を設置し、2001年11月に証券決済システムのための勧告を公表した。

CPSS/IOSCO 勧告は19項目からなり、法的枠組み、運用面の信頼性、顧客の証券の保護、ガバナンス、効率性、クロスボーダーのリンクに係るリスクなどからなる。この勧告において、証券決済システムとは、証券取引の約定確認、清算、決済、証券の保管などのすべての制度的な取決めを含むものと広く定義されている。

CPSS および IOSCO は、2002年11月に「証券決済システムのための勧告の評価方法」を公表し、各国規制・監督当局が本評価方法に沿って、自国の証券決済システムの勧告実現状況を評価し、必要に応じて、勧告実現に向けた行動計画を策定することが求められている。

わが国においては、株式のペーパーレスによる集中保管、証券取引所以外の株式のD V P化など、CPSS/IOSCO 勧告およびG30勧告のうち、実現できていない項目がある。

日本がグローバルな金融資本市場の一角を担うためには、CPSS/IOSCO 勧告およびG30勧告の実現に加え、制度面の国際的整合性を高め、他市場と比較して安全性および効率性に優れた証券決済システムに発展させることが必要であろう。

4 クリアリング機構

(1) 統一清算機関

① 設立の経緯

証券取引に係る清算業務（売買取引の債務引受、計算事務、決済履行

保証など)は、取引形態に応じ、売買執行市場および売買当事者間ごとに、それぞれが独立して行われていたため、様々な非効率が生じていた。⁽³⁾

当該問題に対処するため、2002年6月に、「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律」(証券決済システム改革法)が成立した(2003年1月6日施行)。

DVPの導入を促進する観点から、重要なインフラとなる証券取引の清算制度として、有価証券等清算取次ぎ、有価証券債務引受業および清算機関に関する規定が設けられたのである。

なお、有価証券債務引受業とは、証券会社、外国証券会社、登録金融機関または証券金融会社を相手方として、有価証券の引受けを行う営業であり、有価証券債務引受業の免許を受けた者が清算機関となる。

他方、有価証券等清算取次ぎとは、証券会社が清算機関に対象取引の債務を引受けさせることを条件に、他の証券会社に代わって取引を成立させることができることである。⁽⁴⁾その結果、証券会社のビジネスチャンスは拡大することになる。

そして、統一清算機関として、2002年7月1日に、日本証券業協会、東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所、札幌証券取引所および福岡証券取引所が発起人となり、株式会社日本証券クリアリング機構(JSCC:以下、クリアリング機構)が設立された。

クリアリング機構は有価証券債務引受業を営む者として、証券取引法上、免許制に基づく株式会社である。同社の出資比率は、各市場における清算業務の規模(内国株券の売買代金)を基準として⁽⁵⁾いる。

2003年1月14日から、クリアリング機構は取引所およびJASDAQ市場において独立してなされていた有価証券の売買およびその他取引に係る清算業務を、集約して行うこととなった。また、東京証券取引所から、派生商品の清算事務、担保管理事務などの受託を行う。

クリアリング機構の設立目的は、「市場横断的な清算機関の下で清算業務を統一し、清算手法の標準化、利用者におけるアクセスポイントの一

証券決済制度の改革と課題

元化およびグローバルスタンダードに即した決済保証制度の導入などを行うことで、市場の効率性・利便性の向上および決済の安全性の確保を図る。それにより、わが国証券市場の国際競争力の強化に資するとともに、T+1 決済の導入に向けた環境整備を行う」ことである。⁽⁶⁾

② 統一清算機関としての機能

クリアリング機構は統一清算機関として、以下の機能を有する。すなわち、

- a. 原約定取引の相手方に代わり、証券の受渡、資金（決済代金）の受払についての債務引受を行うこと、
- b. 決済の相手方として、決済機関（証券保管機構、日本銀行または資金決済銀行）に対し、証券および資金の振替指図を行うこと、である。

従来、取引所市場における売買決済に係る株券の授受のための振替請求については証券取引所が、JASDAQ 市場の場合には、日本証券業協会がそれぞれ行っていた。これら振替請求については、債務引受業を行わせる者として、クリアリング機構が行うこととなった。

こうした参加者を相手方として決済を行うことから、クリアリング機構は、セントラル・カウンターパーティー（CCP）と呼ばれる。クリアリング機構は、CCPの機能を果たすために、清算基金というファンドを維持し、決済履行保証をしている。そのため、参加者は本来の相手方の信用リスクに配慮することなく取引を行うことができる。⁽⁷⁾

決済機関は、クリアリング機構からの振替指図に基づき、口座振替により決済のための証券および資金の授受を行う。そこで、クリアリング機構は、決済機関に口座を開設し、当該口座と参加者口座との間の振替処理がなされる。⁽⁸⁾

(2) 参加者制度

証券会社などが直接、クリアリング機構を通じて有価証券の売買の決済を行う場合、クリアリング機構の参加者（清算参加者）とならなければならない。

市場参加者が清算参加者とならない場合には、当該市場参加者が直接参加をしている市場で行う売買の決済については、清算参加者となっている他の証券会社などに委託することになる。

清算参加者は、①自社清算参加者（顧客からの委託分を含め、自社が市場において行った売買のみの清算を行う参加者）、②他社清算参加者（他社が市場において行った売買の清算を行う参加者）に区分できる。⁽⁹⁾

清算参加者数はクリアリング機構の業務開始時点において、自社清算参加者が121社、他社清算参加者が5社の計126社である。

清算参加者は、証券会社、登録金融機関または証券金融会社であり、資本金が3億円以上などの財務状況、適切な業務体制（株券等の決済を適切に行えること、国債DVP決済を適切に行えること）に係る資格要件を満たす必要がある。⁽¹⁰⁾

清算参加者は、クリアリング機構との間で清算参加者契約を締結し、資格取得手数料として100万円を支払う。そして、債務不履行に対処するため、クリアリング機構に清算基金を預託する。

清算参加者はクリアリング機構に対し、清算手数料に加え、証券保管振替機構で取り扱う有価証券について、決済のために授受する有価証券の数量に応じた振替手数料相当額を納入しなければならない。

(3) 清算基金

清算参加者は、各清算参加者の未決済残高とそれに係る価格変動に基づき、清算基金の所要額（3,000万円に満たない場合、3,000万円）を、クリアリング機構に預託しなければならない。清算基金は全額を有価証券により代用することができる。⁽¹¹⁾

証券決済制度の改革と課題

クリアリング機構は、有価証券債務引受を適切に遂行するために、清算参加者の決済不履行などにより損失が生じた場合、当該損失の全部を清算参加者に負担させる。

クリアリング機構は損害を与えた清算参加者がクリアリング機構に預託している金銭などにつき、他の債権者に先立ち弁済を受ける権利を有している。

(4) 清算業務と稼働状況

① 清算対象取引

清算の対象となるのは、店頭市場 (JASDAQ)、東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所、札幌証券取引所および福岡証券取引所⁽¹²⁾における有価証券の売買である。

② 債務引受

クリアリング機構は売買当事者の相手方として債務引受を行う。債務引受は、当該データの受領をクリアリング機構が確認した時点において⁽¹³⁾行う。

クリアリング機構の業務開始後の稼働状況について、債務引受は金額ベースでは、1日平均約1兆2,000億円に達する。そのうち、市場内取引は約7,300億円である。また、株数ベースでは、1日平均約17億5,000万株であり、そのうち、市場内取引は約10億5,000万株⁽¹⁴⁾にのぼる。

③ ネットティング

ネットティングとは、もともとの債権および債務の打ち消し合いをすることである。例えば、ある者に対する10万円を支払う債務がある。同時に、その者から8万円を受け取る債権があるとする。この場合、10万円の債務と8万円の債権を差し引きして、2万円の債務ひとつに置き換える⁽¹⁵⁾ことである。

クリアリング機構は、債務引受を行った取引に関し、決済日を同じくする各市場の売買について、有価証券は銘柄ごと・清算参加者ごとに、資金決済は清算参加者ごとにネッティングし、決済を行う⁽¹⁶⁾。

④ 証券決済処理

クリアリング機構は、証券の種類ごとに、振替決済制度（振替機構、日本銀行、東京証券取引所など）を利用して決済を行う⁽¹⁷⁾。振替決済制度が存在しない商品については、現物有価証券の授受により行う。

クリアリング機構が業務請求書に定める清算対象取引の決済に係る株券の授受のための振替請求を受けた場合、クリアリング機構は当該機構が指定した振替をする日に、参加者口座簿に当該振替に係る所要の記載をする。

クリアリング機構の業務開始に伴い、現在、DVP決済未導入の市場での売買決済についても、DVP決済に移行する。

⑤ 資金決済処理

資金決済は、クリアリング機構が指定した清算銀行または日本銀行のうちから、参加者が資金決済銀行として選定した銀行における口座振替により行う⁽¹⁸⁾。

(5) 資金決済銀行

① 事務内容

資金決済銀行は、クリアリング機構における資金決済インフラとして、以下の業務を行う⁽¹⁹⁾。すなわち、

- a. 決済代金の授受に関する事務（参加者からクリアリング機構への口座振替による入金事務、資金決済銀行間の資金残高調節に係る事務、クリアリング機構口座から参加者口座への振込事務など）
- b. 各種担保など（清算基金、売買証拠金など）の預託に関する事務

証券決済制度の改革と課題

- c. 有価証券引渡票に係る預託金に関する事務
- d. 各種手数料などの納入に関する事務（口座振替請求書の受領，クリアリング機構口座への入金処理，口座振替完了の通知，帳票類の授受に係る取扱い）
- e. 参加者の決済不履行時における事務
- f. 国債DVPシステム利用による国債決済の決済代金授受に関する事務

② 決済代金授受の事務スキーム

クリアリング機構は、日本銀行または資金決済銀行に口座を開設し、参加者は、日本銀行および資金決済銀行のうちから、決済銀行1行を選定し、当該選定決済銀行に口座を開設する。

クリアリング機構と参加者との間の資金決済は、日本銀行または資金決済銀行におけるクリアリング機構口座および参加者口座との口座振替により行う。

支払方参加者は所定の時限までにクリアリング機構への支払いを行い、クリアリング機構は所定時刻に参加者への支払いを行う。各資金決済銀行のクリアリング機構口座間における資金超過不足の調節は、資金決済銀行の日銀当座勘定とクリアリング機構の日銀当座勘定との振替により⁽²⁰⁾行う。

(6) JASDAQ 市場とクリアリング機構

JASDAQ 市場における清算機能をクリアリング機構へ移管するため、「店頭売買有価証券の売買その他の取引に関する規則」(公正慣習規則第1号の2)⁽²¹⁾が改正された。

改正規則によれば、JASDAQ 売買システムを通じた取引などを行う会員は、JASDAQ 端末を用いて行わなければならない(5条2項新設)。JASDAQ 売買システムを通じた清算対象取引に係る証券取引清算機関

として、クリアリング機構を指定する。

クリアリング機構の清算参加者である会員は、JASDAQ 売買システムを利用した店頭売買取引については、自らの名においてこれを行う（8条の3第1項新設）。

クリアリング機構の非清算参加者である会員は、JASDAQ 売買システムを通じて行う店頭売買取引については、指定清算参加者に対する有価証券清算取次ぎの委託を行う（8条の3第2項新設⁽²²⁾）。

そして、非清算参加者は、清算対象取引に係る有価証券等清算取次ぎの委託に関し、他社清算参加者との間で、クリアリング機構の業務方法書に規定する清算受託契約を締結しなければならない（21条の3新設）。

さらに、非清算参加者は、清算受託契約の相手方である他社清算参加者のうちから、清算対象取引につき有価証券等清算取次ぎの委託先となる指定清算参加者を指定しなければならない（21条の4第1項新設）。

清算対象取引の決済は、クリアリング機構の業務方法書の定めるところにより清算参加者とクリアリング機構との間で行う。清算対象取引の決済は、売買約定日から起算して4日目の日に行う（21条の7新設⁽²³⁾）。

(7) その他

① 発行日決済取引の取扱

発行日決済取引を行っている銘柄については、営業日の最終値段を清算値段とする。約定値段と約定日における清算値段とを比較して差額が生じた場合、清算参加者はその差額に相当する金銭を約定日から起算して4日目の非DVP決済の決済時限までに、清算機関との間で授受する。

清算参加者は発行日決済取引開始日の当該銘柄の最終値段の10%の額に、売付または買付株数の差引株数を乗じて算出した額以上の売買証拠金を、清算機関に預託しなければならない⁽²⁴⁾。

② 国債決済制度

国債証券の売買の決済日は約定日から起算して4日目の日である。⁽²⁵⁾ 国債証券の売買の決済は、日本銀行金融ネットワークシステムのDVP機能⁽²⁶⁾を利用して行う。

決済のために授受する金銭および国債証券は、売買契約締結ごとの売買代金額および国債証券の数量⁽²⁷⁾である。

5 証券保管振替機構

市場取引決済は株券の授受に代えて、保管振替制度として口座振替で行われていた。保管振替制度は、1972年から開始された株券振替決済制度⁽²⁸⁾に基づく。株券振替決済制度は、証券会社が日本証券決済㈱に口座を設け、株券を預けて、口座には預けた株数の記帳を受ける。

取引所の売買決済は決済日に株券授受をせず、口座の記帳替（売方証券会社の口座から買方証券会社の口座へ記帳替え）により行う。証券会社には顧客口座が設けられており、決済日以後に顧客の買付株券の数がそこに記帳されることにより決済をする。

振替決済制度のデメリットとして、配当金支払および議決権行使など、株主と会社との関係が問題となる場合、日本証券決済名義に書換をしないために、日本証券決済㈱が預かっていた株券を証券会社に戻していた。証券会社は戻ってきた大量の株券の対応に苦慮していた。

そこで、1984年5月に、「株券等の保管及び振替に関する法律」が公布され（同年11月施行）、保管振替制度に基づき、同年12月に財団法人証券保管振替機構（ほふり）が設立された。証券保管振替機構は1985年5月に、法務大臣および大蔵大臣（当時）から証券保管振替機関としての指定を受け、1991年10月から業務を開始した。

2001年6月には、「株券等の保管及び振替に関する法律の一部を改正する法律」が公布された（2002年4月施行）。そして、資金調達が多様化および効率的かつ機動的な運営を目的として、証券保管振替機関の組織形

態を公益法人形態から株式会社形態（2002年6月から）に変更などの改正⁽²⁹⁾がなされた。

保管振替制度により、株式の流通において証券取引所は現物の株券を授受するのではなく、口座振替をもって決済をする。すなわち、有価証券を保管振替機構に集中保管し、有価証券の受渡しを券面そのものの授受に代えて、保管振替機構に設けられた口座間の振替により処理を行う。

有価証券の保有者は有価証券を保管振替機構に預託したままで、権利を行使することができる。名義書換中は株式の売却はできないが、保管振替制度においては名義書換を行う必要がないため、随時、売却が可能である。

このように当該制度では、株券は売買ごとに動くのではなく、保管振替機構に預託される。株券などの預託および交付手続は証券会社または銀行などの機構参加者を通じて行われる。2002年2月には、保管振替機構⁽³⁰⁾の株券保管残高預託率は50%を超えている。

当該機構には証券会社（参加者）ごとの参加者名簿を備え、証券会社には顧客ごとに顧客名簿が備えられている。株券の譲渡が行われる場合、株券を引き出すことなく、これらの口座簿における振替の記載により処理される。

顧客は株券を証券会社にもって行き、これを保管振替機構に預託するように請求する。証券会社は株券を預かった段階で、顧客口座に顧客の氏名、住所、預託株式などの所定事項⁽³¹⁾を記載する。

保管振替機構は証券会社から株主名および株式数の通知を受け、株式の発行会社に通知をする。保管振替機構に預けられた株券は、発行会社の株主名簿上では、機構名義に書換えられる。株式の譲渡があっても、名義書換はなされない。しかし、それでは株券を預けた者は、発行会社に対する権利行使をすることはできなくなる。

保管振替制度により、預託された株券については商法上の株主名簿に保管振替機構の名前を記載するが、発行会社は保管振替機構からの通知

証券決済制度改革と課題

に基づき実質株主名簿を作成し、株主を確定する。⁽³²⁾

発行会社は実質株主名簿に記載された者を権利行使に関し、株主として取り扱い、配当金は発行会社から株主に直接に交付される。ただし、株券の受取などは株主の基本的な利害に直接に関係しないため、保管振替機関が株主として権利を行使する。

保管振替制度は株主の権利行使が問題となるため、取引所上場株および店頭登録株の全てに強制的に適用されるわけではない。保管振替制度は適用を申請をした上場会社および店頭登録会社にのみ適用されるが、⁽³³⁾東京証券取引所の上場会社のほぼ全てが当該制度を適用申請している。

7 米国の清算機関

(1) NSCC

米国では、1976年に、New York 証券取引所、American 証券取引所、全米証券業協会の各清算子会社である Stock Clearing Corp. (SCC)、American Stock Exchange Clearing Corp. (ASECC)、National Clearing Corp. (NCC) が合併した。そして、1975年改正証券取引所法に基づき、全米証券決済会社 (NSCC; National Securities Clearing Corporation) がSEC登録清算機関 (Clearing Agency) として設立された。⁽³⁴⁾

NSCC が設立されるまでは、各市場での取引は、それぞれの清算子会社で清算されていた (tying rule)。当該方式は、①New York 以外で、New York 証券取引所銘柄、American 証券取引所銘柄、OTC銘柄を売買したブローカーは、New York を経由しなければ清算できないこと、②清算会社間の競争を排除していること、③取引市場ごとに清算市場が分断されていることなどの問題点があった。

1975年に、New York 証券取引所、American 証券取引所、全米証券業協会の間で、各清算子会社の業務を統合会社に譲渡することに合意がなされた。統合の進め方は、第一段階として、統合の母体となる3つの清算子会社を別々の部門として運営する。そして、3つの市場での取引

が、NSCC の設備の保守管理およびデータ処理を行う、SIAC (Securities Industry Automation Corporation) を経由して、それぞれの清算部門で別々に清算される。

第二段階として、3つの清算部門を単一のシステムに切り替える。NSCC のサービスをその参加者だけでなく、それ以外にも利用可能とする。

第三段階として、全国一律手数料制度に基づき、NSCC の地方ネットワークを利用することにより、New York 市内の参加者と同じ清算手数料となる。

しかし、NSCC の統合案が公表されると、連邦議会、司法省、地方証券取引所および民間清算会社などが反トラスト法に抵触するとの懸念が指摘された。例えば、①NSCC の清算業務における市場占有率が85%に達すること、②NSCC の地方ネットワークが NSCC に統合されることで、地方証券取引所の清算子会社が競争上不利となり、地方での清算業務における競争が阻害される、などである。

SEC は指摘された影響を緩和するために、①NSCC は他清算会社と適切なリンクを確立すること、②他清算会社も照合のため取引データを NSCC に送付する便宜を提供すること、③NSCC の母体の一つである NCC が過去において運営していた地方オフィスの運営および経費を他清算会社と共同で担当・負担すること、④OTC 銘柄の約定照合を提案している清算会社には、無料で NSCC のコンピュータープログラム技術の共同利用を認めることを条件として、1977年に、NSCC の登録を認めた。

(2) Bradford 社事件

SEC が NSCC の登録を認めたことに対し、Bradford 社は、「NSCC の清算業務は、反競争的効果を有する。……清算業務における競争を確保するため、NSCC の母体となる SCC および ASECC の統合にとどめ、NCC は独立を維持して、地方オフィスを活用することにより、SCC・

証券決済制度の改革と課題

ASECC 連合と競争すべきである」と主張し、反トラスト法違反で訴えを提起した。⁽³⁵⁾

Bradford 社は、「NSCC の全国一律手数料制度 (G P M) に対し、NSCC が地方オフィスで安い価格を設定すれば、地方の競争者をビジネスから排除することになる。NSCC は設備管理およびデータ処理業者として SIAC を指名し、S E C がこれを認めているが、S E C は NSCC に設備管理契約を競争入札にかけるべきである」と述べる。

なお、Bradford 社は、N C C および P C C (Pacific 証券取引所の清算子会社) の清算業務のコンピューターの保守管理およびデータ処理を委託されていた民間会社であり、N C C が NSCC に統合されると、その設備管理の委託先が SIAC に移され、これら業務を失うという事情があった。

それに対し、NSCC は以下のように反論した。① 3 社の統合により、年間 1,740 万ドルの経費削減が可能であり、参加者の負担は軽減する、② NSCC のほうが、N C C が有する地方設備および SCC-ASECC の継続的ネッティングにより迅速に全国清算制度を確立できる、③ 独占の悪影響が、NSCC 統合による利益を上回らない措置をとる。

Bradford 社の主張に対し、連邦裁判所は以下の理由から S E C の決定を妥当なものと判断した。すなわち、① 1934 年証券取引所法 17A 条に基づく全国清算制度 (National Clearing System) の目的は、清算業務の集中および効率的な証券の受渡処理、これを可能にするための技術革新、全国的な連結である、② 議会が S E C に求めた全国清算制度の目的は、清算および決済の迅速性並びに統一的基準・手続きの開発であり、競争が清算において考慮すべき要因ではあるが、主たる目的ではない。

そして、連邦裁判所は、「NSCC の設立により反競争的な結果が生じたとしても直ちにそれを禁止する必要はなく、上述した目的達成のうえで必要かつ適当なものか、目的達成による便益は反競争的悪影響を補って余りあるものかにより判断される」と説示した。

しかし、連邦裁判所は、「SECは、全国一律手数料制度による地方での競争抑制がNSCC登録による利益と反競争的影響との望ましいバランスを覆すものでないことを立証しなければならない。そして、設備管理者の選択についても、安全性および効率性を備えていることの立証が必要である」と指摘した。

NSCCは、1999年にDTC(The Depository Trust Company)と統合され、持株会社DTCC(Depository Trust & Clearing Corporation)の子会社となった。NSCCは、連邦裁判所の判断にもかかわらず、設備管理およびデータ処理を、SIACに委託契約している。

- (1) 高橋康文＝長崎幸太郎『証券取引法における清算機関制度』(金融財政事情研究会, 2003年) 26-142頁。本章については、日本証券クリアリング機構企画業務グループ経営管理担当平野剛氏に添削を賜った。厚く謝意を申し上げる。
- (2) 坂本哲也「証券決済システムに関するグローバル・スタンダード等の動向」月刊資本市場211号25-31頁。
- (3) 金融審議会第一部会・証券決済システムの改革に関するワーキンググループ報告「21世紀に向けた証券決済システム改革について平成12年6月16日付」7-8頁。
- (4) 統一清算機関設立準備会「統一清算機関設立準備要綱平成14年6月付」26頁。
- (5) 統一清算機関設立準備会・前掲注(4)8頁。
- (6) 統一清算機関設立準備会・前掲注(4)6頁。
- (7) 藤沢広一「統一清算機関の稼働と今後の課題について」月刊資本市場211号43頁。
- (8) 株式会社東京証券取引所「統一清算機関の設立に伴う東証制度改正要綱平成14年8月20日付」1-6頁。
- (9) 統一清算機関設立準備会・前掲注(4)10頁。
- (10) 統一清算機関設立準備会・前掲注(4)12頁。
- (11) 統一清算機関設立準備会・前掲注(4)23頁。
- (12) 統一清算機関設立準備会・前掲注(4)18頁。
- (13) 統一清算機関設立準備会・前掲注(4)19頁。
- (14) 藤沢広一・前掲注(11)47頁。
- (15) 青木周平(日本銀行信用機構室)『決済の原理』京都大学講義資料25頁。

証券決済制度の改革と課題

- (16) 統一清算機関設立準備会・前掲注(4)19頁。
- (17) 統一清算機関設立準備会・前掲注(4)19頁。
- (18) 統一清算機関設立準備会・前掲注(4)21頁。
- (19) (株)日本証券クリアリング機構「資金決済銀行の概要平成14年7月26日付」1頁。
- (20) (株)証券保管振替機構「一般振替DVP制度要綱平成14年6月6日付」8頁。
- (21) 日本証券業協会「清算機能の(株)日本証券クリアリング機構への移管に伴う諸制度の見直しについてに対するパブリック・コメントと本協会の考え方について平成15年1月7日付」1頁。
- (22) 日本証券業協会「清算機能の(株)日本証券クリアリング機構への移管に伴う諸制度の見直しについて平成14年11月18日付」1-4頁。
- (23) 日本証券業協会・前掲注(21)1-3頁。
- (24) 統一清算機関設立準備会・前掲注(4)15頁。
- (25) 統一清算機関設立準備会・前掲注(4)別紙6。
- (26) 飯田耕一郎「国債の保管振替決済制度と対抗要件」新堂幸司編『金融取引最先端』(商事法務研究会, 1996年)31頁。
- (27) 統一清算機関設立準備会・前掲注(4)17頁。
- (28) 金融審議会第一部会・前掲注(3)2-5頁。
- (29) (株)証券保管振替機構「統一清算機関の業務開始に伴う業務規程等の一部改正について平成14年11月22日付」1-5頁。
- (30) 証券保管振替機構ホームページ <http://www.jasdec.com/company/history.html>
- (31) 河本一郎=大武泰南『証券取引法読本[第4版補訂版]』(有斐閣, 2000年)207-215頁。
- (32) 近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『証券取引法<新訂版>』(商事法務研究会, 1999年)187頁。
- (33) 証券保管振替機構『事業報告書平成14年6月付』6頁。
- (34) 二上季代司「清算機関のガバナンス」証券経済研究(日本証券経済研究所)37号2-14頁。
- (35) Bradford National Clearing Corporation v. SEC, 590 F. 2d 1085 (D. C. Cir. 1978).

III 決済期間の短縮

(1) わが国の決済の種類

株式取引決済の種類として、①普通取引(T (Trade Date)+3 決済)：

約定日を含めて4営業日目に株券と代金を交換する受渡決済、②当日決済取引 (T+0 決済) : 約定日の当日に証券取引所を通じて受渡決済を行うまたは当事者の合意により翌日まで繰り延べる受渡決済、③発行日決済取引 : 新株の権利落ち後に、新株券が発行されるまでの間に行われ、株券の発行日から一定の日を経過した日までの受渡決済、がある。⁽¹⁾

発行日決済取引は、株主割当により新株が発行される場合に、新株の割当を受けた者が株券発行日前にそれを売却して換金するための道を開いたものである。なお、特約日決済取引は1971年以降、実例が見られなかったために、2000年7月に廃止された。

株券は保管振替機関に保管されているものについては口座振替により決済されるが、購入代金は買い方の投資家が証券会社に支払い、証券会社は証券取引所に当該代金を持ち込み、証券取引所から売り方の証券会社を経由して売り方に渡される。

証券取引所と証券会社間の資金決済は小切手を利用されるため、手形交換所を経由することになり時間がかかる。現金決済が受渡日の翌日になる小切手決済は、証券の決済と資金の決済のタイミングがずれることから、決済リスクを生じる。当該リスクを回避するため、1997年12月に、証券取引所と証券会社間の決済を小切手による決済から口座振替に切り替えた。

(2) T+3 決済のリスク

株式売買の決済は原則として、T+3 決済 (4 営業日目決済) である。しかし、約定日から決済までの間に取引相手方の経済的破綻などの決済リスクがある。そこで、決済リスクを低減し、取引の安全性を確保するためにも、T+1 決済 (翌日決済) への移行が検討されている。

また、国債のアウトライイト取引についても T+1 決済が求められ、レポ取引など国債の短期資金取引および短期社債については、より決済期間を短縮した T+0 決済の必要性が指摘されている。⁽²⁾

証券決済制度の改革と課題

なお、東京証券取引所および大阪証券取引所では、1998年12月1日の決済分から、デリバティブ商品については、T+1決済となっている。

(3) 米国の T+1 への取組

① T+1 決済とコスト削減

米国は株券の売買決済については、2003年半ばを目途として、SEC 規則による、T+3 決済から T+1 決済への移行を計画していた。その中心的役割を果たしているのが、SIA (Securities Industry Association : 米国証券業者協会) および DTCC などである。

1995年に、T+5 決済 (6 営業日目決済) から T+3 決済に移行した。しかし、証券決済の量的拡大およびクロスボーダー取引 (国際間の証券取引) の増大により、更なる決済期間の短縮を求めるニーズが高まって⁽³⁾いた。なお、国債については、T+1 決済が実現されている。

T+1 決済への移行により、事務処理関連につき業界全体で年間約27億ドルの経費削減が見込まれている。そのうち、60%が機関投資家取引に係る経費削減であり、T+1 決済は機関投資家取引の決済対応ともいえ、それを改善したいというのが業界関係者の意見である。

S I Aによれば、機関投資家による1日平均売買件数は、1995年が182,000件、1999年が432,000件、2001年が673,000件と増大してきている。T+1 決済を実現するためには、売買照合などをリアルタイム (またはリアルタイムに近い状態) で行う必要がある。

しかし、現行では証券会社が機関投資家に約定通知を送付する際には、約定通知の作成に要する手間またはミスのため、プロセスが遅延する可能性が少なくない。また、機関投資家から証券会社へのアフロケーション通知については、50%が約定通知後、5時間後になされており、多数の人手を介した事務処理により、T+3 決済では対応が困難になりつつある。

そこで、S I Aは現行方式をSTPにより、人手を介した作業を廃止

し、売買の約定から決済まで電子的に処理されることを目指している。

このように、S I AおよびDTCCなどが中心となり、T+1決済への移行を検討されてきたが、2001年9月11日の同時多発テロ事件、株価下落による証券業者の経営悪化に伴い、システム開発コストが負担となっている。そのため、2002年7月頃から、T+1決済への移行よりも、業務効率を高めるSTPの促進を優先させているのが現状である。

② 移行に係る問題点

T+1決済の移行に係る問題点として、S I Aが1999年に実施した証券会社の業務内容に関する調査によれば、個人投資家の資金決済は約63%が小切手による支払いであり、T+1決済のためには、小切手に代えて、電子的な送金手段に変更する必要がある。

例えば、ACH Networkの利用である。ACH NetworkはNACHAという非営利団体により運営されている。そのなかでも、ACH Debitと呼ばれる方法は、個人投資家は申込書を提出して、パソコンを利用して、個人投資家の自己の銀行口座から相手の口座へ電子的に送金でき、手数料もかからない。

しかし、当該ネットワークの不正利用から送金者を保護するため、NACHA規則に、「送金日から60日間については、送金者側が支払いの取消を行うことができる」旨の規定がある。当該規定のため、ACH Networkは証券業界ではあまり利用されていない。証券業界では、NACHAに当該規定の緩和を求めている。

S I Aによれば、個人投資家のうち、買注文の約定時に自己の口座に買付代金に相当するファンドを有している者は全体の50%未満とされる。しかし、現在の電子的な送金手段のうち、小切手にとって代わりうる決定的なものはないのが現状である。⁽⁴⁾

③ T+1 決済と券面の不動化

T+1 決済移行のためには、券面の不動化が重要となる。1997年時点において、DTCC には、NYSE 上場株の80%強、NASDAQ 登録株の70%強が預託されており、ペーパーレス化の方向にある。しかし、券面での保有を諦めることのできない投資家が約25%にのぼり、券面での保有を欲しがる個人投資家は決して少なくない。

当該状況が T+1 決済の現実化に障害となるという危惧がある。券面での保有を欲しがる理由として、証券会社および電子的送金などに対する不信感である。ただ、現在券面で保有している投資家の多くが50歳以上であり、券面による保有を好む層が増加する傾向にはない。

また、7州の会社法が無券面による株券の発行を認めていないこと、および47州の会社法が株主に対し、株券の券面発行を会社に要求する権利を与えている。

券面の不動化については、①売注文が執行される前に、券面を証券界の保管システムに預託することを義務づける、②売買執行後、券面は証券会社などに預託しておくか、DRSにより移転すべきである、③券面発行を有料にすべきであるなどの改革案が提言されている。

④ Matching Utility

T+1 決済に向けての制度変更の中心に、Matching Utility の活用がある。Matching とは、「仲介者が証券会社からの売買情報と証券会社の顧客である機関投資家からの売買情報とを照合したうえで、清算を実施するために使用される売買照合確認通知 (affirmed confirmation) を作成するプロセス⁽⁵⁾」である。

現行のプロセスでは、証券会社および機関投資家が各々、売買内容を確認したうえで、機関投資家が売買照合確認通知を出しているのに対して、Matching サービスにおいては、証券会社と機関投資家間の売買内容確認および売買照合確認通知の作成、決済機関への送付をすべて、

Matching Utility が行うことになる。Matching Utility においては、証券会社側の情報と機関投資家側の情報とをマッチさせて、売買照合確認通知を行うのである。

Matching Utility は S E C に登録する必要があるが、現在、DTCC、Thomson Financial ESG および Omgeo が S E C により承認されている。

- (1) 社団法人証券広報センター『証券市場2002』（中央経済社、2002年）121頁。
- (2) 加藤隼人「わが国における証券決済制度改革の取組みと今後の展望」月刊資本211号15頁。
- (3) 東証正会員協会新制度対応特別委員会「証券決済インフラ整備について平成11年5月18日付」9頁。
- (4) 清水 淳「米国における T+1 へ向けての現状」東証調査レポート4-28頁。
- (5) SEC Release No. 34-39828.

IV 一般振替DVP決済

(1) 一般振替DVPの概要

DVP (Delivery Versus Payment) 決済とは、株券などの売買に係る資金決済と証券決済をリンクさせた決済方式である。証券と資金の授受をリンクさせることにより、決済不履行から生じる元本リスク（証券または資金を交付した後に、その対価を受け取れないリスク）を排除することができる。⁽¹⁾

わが国においては、国債は1994年から日本銀行金融ネットワークシステムの営業系と国債系がリンクされ、⁽²⁾ 国債DVPが実施されている。国債を除く公社債についても、1998年から債券決済ネットワーク（JBネット）と日銀ネットが接続され、⁽³⁾ DVPが実施されている。

東京証券取引所市場では、株券は2001年5月から、転換社債は2001年

証券決済制度の改革と課題

11月からDVP決済が開始している。決済の効率性維持の観点から、ネット決済（銘柄ごとに証券と資金の差引数量による授受）を維持しつつ、DVP決済を導入した。

東京証券取引所における売買のうち、株式などの証券保管振替機構の取扱い銘柄に係る取引を対象として、証券取引所での約定からDVP決済は、STPにより電子的に行われている。⁽⁴⁾

わが国市場が国際競争力を高め、証券の決済リスクを排除するためには、ペーパーレス化の下で、DVP決済を実現することが必要である。⁽⁵⁾ 前述したように、わが国のDVP決済は、国債取引、株式の証券取引所市場およびJASDAQ市場取引、公社債が実施されているが、一般振替DVPは未整備である。

一般振替DVPは、株券などの振替決済のうち、取引所取引の決済のため、クリアリング機構を相手方として行う決済以外のものに、DVPの仕組みを導入しようとするものであり、2004年5月から実施する予定である。

DVP自体、STPの最終部分を形成し、証券取引を締めくくる過程であるが、一般振替DVPは、現在、分離されている別個のプロセスである照合と振替決済を結びつけるものといえる。

一般振替DVPにおいては、振替は請求1件ごとにグロスベースで処理され、対応する支払金額および受取金額を記録しておき、資金決済は参加者ごとにそれらの金額をネットアウトして、差引額を1日の終わりに授受する。一般振替DVPを利用するためには、クリアリング機構の参加者になり、参加者基金を預託しなければならない。⁽⁶⁾

DVP利用の場合、証券が渡方から受方に直接に振替えられるのではなく、資金支払が確実な状態になるまで、クリアリング機構の口座に留保される。証券の受方が資金決済不履行となった場合、クリアリング機構は証券を売却して資金を回収する。

(2) 決済方法・期限

証券の決済は、保管振替機構において、渡方DVP参加者の参加者口座からDVP振替の実行のために、保管振替機構内に設けられた子会社の参加者口座（子会社DVP口座）への振替および子会社DVP口座から受方清算参加者の参加者口座への振替により行う。

証券振替終了時限は午後2時までであり、午後2時以降は決済照合システムから子会社へはDVP振替に関する指図は伝達されない。DVP振替に係る証券振替終了時限後、資金決済に関する確認作業がなされ、⁽⁷⁾午後3時30分までに全ての資金決済を終了させる。

(3) リスク管理

子会社は、リスク管理として以下の措置を講ずる。⁽⁸⁾第一に、DVP参加者毎に、DVP振替による証券の受領に係る決済価額（支払額）の合計が、証券の引渡しに係る決済価額（受取額）の合計を上回る場合の超過額（差引支払額）の限度額（差引支払限度額）を定める。差引支払限度額を設けることにより、資金決済不履行の規模を限定することができる。

第二に、子会社はDVP参加者ごとに、その差引支払限度額以上の価値で、参加者基金（参加者が預託した額）、受入予定証券（当該参加者を受方として行われた証券振替の実行に伴い、子会社DVP口座へ振り替えられている証券）および担保指定証券（当該参加者が子会社を相手方として担保に指定している証券）により構成される資産の確保を図る（確保資産）。

確保資産の保持の目的は、DVP参加者の資金決済不履行により、他の参加者が損失を被る事態の防止にある。DVP参加者は、確保資産の合計額から差引支払額を控除したした数値（余裕値）が常時、負にならない状態を維持する必要がある（余裕値＝確保資産の評価額の合計額－差引支払額）。

証券決済制度の改革と課題

第三に、子会社は参加者基金および銀行与信枠からなる資金流動性を確保したうえで、資金を速やかに供給できる状態を維持する。そして、資金決済不履行が発生した場合、当該資金を利用して一時的に資金を供給し、資金受入先への支払を全て行うことにより、決済日当日の資金決済を完了させる。

翌営業日の所定の時刻までに、資金決済不履行を犯したDVP参加者が弁済を行わない場合には、当該参加者の確保資産を速やかに処分することにより、不履行額に相当する資金を回収し、銀行借入れの返済および参加者基金の復元を行う。

DVP振替を行おうとする渡方参加者および受方参加者は、子会社にDVP振替に係る情報を決済照合システムに入力することにより申込みをする。そして、受方は決済価額の支払を履行する。子会社はDVP振替指図に基づき、渡方参加者の参加者口座から子会社DVP口座への振替請求および子会社DVP口座から受方参加者の参加者口座への振替請求（DVP振替請求）を保管振替機構に対して行う。

DVP振替指図が、証券残高に係る条件、差引支払限度額に係る条件、余裕値に係る条件を全て満たしている場合、保管振替機構における渡方参加者の参加者口座から子会社DVP口座への振替が行われる（証券振替の実行）。

その後、機構における子会社DVP口座から受方参加者の参加者口座への振替が行われる（証券振替の完了）。DVP参加者は、各決済日のDVP振替終了後の差引支払額または差引受取額である参加者決済額により決済を行う。

DVP決済において、決済日に有価証券を引き渡すことができない（証券決済未了：フェイル）場合、当該有価証券またはこれに対応する決済代金の授受を翌日に繰り越し、繰り越された日を決済日とする売買取引の決済と再ネットィングしたうえで授受することになる。

ただし、決済日を遵守する現行の決済実態を維持するために、フェイ

ル発生を抑制する仕組みとして、フェイルを起こした清算参加者に対しては、遅延損害金などのペナルティーを課すこととなる。⁽⁹⁾

- (1) 統一清算機関設立準備会「統一清算機関設立準備要綱平成14年6月付」別紙11。
- (2) 東京証券取引所『DVP決済～株券等のDVP決済の導入～』1頁。
- (3) 東証正会員協会新制度対応特別委員会「証券決済インフラ整備について平成11年5月18日付」10頁。
- (4) 東京証券取引所・前掲注(2)3頁。
- (5) 坂本哲也「証券決済システムに関するグローバル・スタンダード等の動向」月刊資本市場211号32頁。
- (6) 村井博美「証券保管振替機構の現状と今後の課題」月刊資本市場211号36-37頁。
- (7) (株)証券保管振替機構「一般振替DVP制度要綱平成14年6月6日付」4頁。
- (8) 証券保管振替機構・前掲注(7)5-6頁。
- (9) 統一清算機関設立準備会・前掲注(1)別紙11。

V STPの推進

STP (Straight Through Processing) とは、証券取引の約定から決済までの作業を、標準化されたメッセージ・フォーマットを用いて電子的に行われ、一度入力されたデータが、人手による加工を経ることなく処理されることである。

証券売買の発注、取引所への注文回送、約定、約定照合、受渡、決済という取引の一連のプロセスにおいて、様々な事務処理を電子的に行うSTPが進んでおらず、人手を介して行われる事務処理が多い。

約定から決済の間に、投資家、証券会社、決済機関などの多数の関係者が関与し、情報のやり取りが異なる様式により行われている。そのため、約定照合および決済照合の過程が複雑かつ非効率なものとなっている。

証券決済制度の改革と課題

STPは約定から清算・決済までの流れを電子的に一貫処理し、途中で人手を介することを排除するものであるが、わが国のSTPに向けたインフラは、整備途上にあるといえる。

証券取引に伴う事務処理の合理化およびコスト削減、入力ミスによる事故発生リスクの低下にとり、STPの充実は重要な意義を有している。そのため、STPの基盤となるペーパーレス化に係る法整備とともに、STPの中心となる照合システムの実現が図られている。

とりわけ、決済照合システムは、株券などの売買が成立した後に、約定および決済に関する情報を、機関投資家、証券会社、信託銀行などの間で、電子的に照合するシステムである。注文から決済に至るすべてのプロセスについて、人手を介さずに行う仕組みをサポートするものである。

保管振替機構は、2001年9月に、国内機関投資家の株式取引を対象として、決済照合システムを稼働させた。2002年2月には、非居住者の株式取引および転換社債取引を対象とし、2003年5月からは、国債、先物オプション取引および投資信託取引に拡大し、2004年3月からは、株券の一般振替制度と連動する予定である。

決済照合システムに参加する証券会社および信託銀行は多数にのぼるが、運用会社は現時点では6社にとどまる。その理由として、運用会社は信託銀行への連絡をFAX送信で行うことが多く、運用指図を電子的に送信するニーズが希薄であること、低廉ではない料金コストなどが指摘できる。料金については月額上限10万円のキャップ制を採用することにより、運用会社の参加増加を図る予定である。⁽¹⁾

STPの整備の遅れは、T+1決済などの決済期間の短縮に対する障害となっている。STPを実現するためには、集中的に約定照合および決済照合を担うインフラの整備拡充が不可欠である。

(1) 村井博美「証券保管振替機構の現状と今後の課題」月刊資本市場211号 37-38頁。

VI 株式のペーパーレス化

(1) ペーパーレス化の状況

短期社債等振替法（2002年4月施行）により、CPが短期社債としてペーパーレス化が実現している⁽¹⁾。また、2003年1月27日から、国債がペーパーレス化に移行し、この日以降に発行される国債は全てペーパーレスとなる。

そのため、国債は今後、証券会社、銀行などの口座管理機関の口座簿により管理されることになる。2003年1月27日までにペーパーレス化に同意する手続きをとらなかった保有者に対しても、所定の手続きによりペーパーレス化することが可能となった。

株式会社は現在、株券の発行義務があるが、大規模会社では株券の発行費用は数千万円から数億円に達する。また、①有価証券の不動化（現物証券を一定の機関に集中管理したうえで帳簿上の記録により権利の移転などを行い、実際の券面のやり取りを不要とする仕組み）、②無券面化（帳簿上の記録により権利の移転などを行うことで、現物証券を不要とする仕組み）といった有価証券の流通段階におけるペーパーレス化が十分に進んでおらず、権利の移転などに券面の引渡しを必要とする有価証券が多数存在する⁽²⁾。

券面の発行コスト、配送リスクおよび保管コストは多額であり、決済期間の短縮化およびDVP決済の現実に対する障害となっている⁽³⁾。公開会社では、投資家または株主自身が株券を交付して譲渡するのは極めて稀であり、大多数の投資家は保護預かりの形で証券会社に株券を預けたり、保管振替制度を利用することにより、株券を手元に保有せず、株券の交付・移転をすることなく、株式譲渡を行っている⁽⁴⁾。

(2) 株券不発行制度の課題

2003年3月26日に公表された法制審議会の中間試案では、①株式譲渡

証券決済制度の改革と課題

制限会社は株券不発行制度を選択でき、公開会社は各社の判断に任せる案、②2009年までに全社一斉に株券不発行制度に強制移行させる案を併記している。株券不発行制度の関連法案は、2003年秋の臨時国会に提出⁽⁵⁾される予定である。

株券不発行制度の課題として、①任意選択案の場合、株券不発行制度を採用した会社は株券の回収を要するのか、②株式の移転の効力要件を、口座管理機関の口座簿でみるのか株主名簿でみるのか、③口座管理機関の事務処理ミスにより過大の誤記があり、発行株式数を超える株式が流通した場合に、株主総会における議決権などの扱いはどうなるのか、などが指摘⁽⁶⁾されている。

経済界では、強制移行案および株券回収不要案を推す意見が多い。⁽⁷⁾強制移行案は、任意選択案の場合に予想される、券面のある会社と券面のない会社の併存による振替システムの二重投資および投資家側の混乱を回避⁽⁸⁾することができる。また、株券を回収するとすると、公開会社では莫大な費用が必要であり、定款変更をしない会社が増えることになるからである。

ペーパーレス化は円滑かつ効率的な証券取引を目的とするSTPおよびT+1決済の重要な前提条件である。そして、株券不発行制度を現実化するためには、株券の不動化を一層に図り、保管振替機構への預託率を相当程度に高めることが必要である。

- (1) 日本CP協議会「電子CP法の成立について2001年6月21付」1頁。
- (2) 神田秀樹「担保法制の理論的構造と現代的課題」金融研究12巻2号42頁。
- (3) 神田秀樹「ペーパーレス化と有価証券法理の将来」岸田雅雄＝森田章＝森本 滋編『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣、1994年）155頁。
- (4) 原田晃治「会社法改正の課題と展望」商事法務1617号39頁。
- (5) 日本経済新聞2003年3月27日付朝刊。
- (6) 加藤隼人「わが国における証券決済制度改革の取組みと今後の展望」月刊資本市場211号13頁。

- (7) 武井 優「会社法改正に対応した株式実務」商事法務1617号67頁。
- (8) 村井博美「証券保管振替機構の現状と今後の課題」月刊資本市場211号40頁。

おわりに

株券不発行制度をはじめ、証券決済制度に向けた法整備が進展しつつある。統清算機関が稼働した今日、決済リスクのより低減を目指すためには、T+1 決済への移行に伴う S T P の推進が必要である。そして、決済リスクを削減するためには、T+1 決済から T+0 決済への実現が考えられる。S T P の実現には、集中的に約定照合および決済照合を担うインフラの整備拡充が不可欠である。

清算機関法制度の整備し、清算機関を統一することは、清算業務の適正化確保、リスクおよびコストの削減、市場参加者のニーズの迅速な対応、清算基金の拡充による担保強化などを指摘できる。

清算機関制度に関する現状の課題としては、市場参加者から清算対象取引の拡大について、さらなる業務の効率化および担保利用の改善のため、派生商品などを含めたより広い範囲での統一化が望まれている。クリアリング機構は取引所市場の現物商品を対象として、2003年1月に清算業務を開始したが、市場参加者の意向を反映させつつ、取扱取引の拡大が検討されるべきである。

そのためには、公開会社が発行する株券を保管振替機構において全面的に不動化するなどの施策が求められる。証券決済制度改革は、真に利用者のニーズを満たす決済システムを構築しなければ意味がない。