

**株式・派生商品取引の清算・決済に関するルールについて**

木下卓三  
株式会社東京証券取引所

2009年9月

- ．はじめに
- ．株式・派生商品取引の清算・決済に関するルールの概要
  - 1．国内におけるルールの概要
    - (1) 清算機関に関するルール
    - (2) 決済機関に関するルール
  - 2．国際的な勧告等の概要
    - (1) 清算機関に関する主な勧告
    - (2) 決済機関に関する主な勧告
- ．清算・決済に関するルール形成メカニズム
  - 1．国内の清算・決済に関するルール形成メカニズム
  - 2．国際勧告等の形成メカニズム
- ．昨今の国内清算・決済分野に関するルール形成の具体例
  - 1．株券等の電子化
  - 2．クリアリング機構におけるリスク管理制度の見直し
  - 3．株券等の5日目決済及び期間売買停止の廃止
  - 4．OTCデリバティブ取引の清算業務の提供に向けた検討
- ．清算・決済に関するルール形成パターン
  - 1．ルール形成パターンの分類
  - 2．ルール形成パターンに関する評価
- ．ソフトローを遵守するインセンティブ
- ．総括

．はじめに

株式・派生商品取引の清算・決済制度については、高い安全性が確保されていることを前提として、実務面の効率性・利便性の改善や標準化が求められることとなるが、実務上の利点ばかりを重視すると安全性が損なわれるといったことも起こりかねないため、いかにこれらのバランスを取りながら制度の改善を行っていくかが重要なテーマとなる。

また、清算・決済が滞ると連鎖的に金融機関が破たんするシステムリスクが発生する危険性があることから、確実に履行されることが大前提となり、制度の改善を目指すインフラ機関等においては、市場に参加する全ての関係者との間で十分に協議を行ったうえで新たな制度の内容を決定することが必要となる。また、その内容について関係者への周知を十分に行い理解を得ることや新制度の実施時期について関係者における実務面及びシステム面での対応等に必要な期間を十分考慮のうえ決定すること、などの点にも留意する必要があると考えられる。

本稿では、証券取引の清算・決済分野におけるハードロー、ソフトローと考えられるルー

ルをそれぞれ紹介のうえ、その役割分担、ルール形成パターン、またルールの遵守に係るインセンティブなどについて、最近行われた制度改正の具体例を紹介しながら概観していくこととしたい。

なお、本稿記載事項についてはあくまで筆者の個人的な見解である。

## ・ 株式・派生商品取引の清算・決済に関するルールの概要

### 1．国内におけるルールの概要

#### (1) 清算機関に関するルール

国内の全ての証券取引所の株式取引及び東京証券取引所（以下、「東証」という。）における派生商品取引については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」という。）が清算機関となっており、また大阪証券取引所の派生商品取引については同取引所自身が清算機関となっている。清算機関は、証券取引所で行われたそれぞれの売買の相手側に代わり、証券の受渡し、資金の受払いについて債務の引受けを行い、決済履行を保証する主体となる役割を担っている。

清算機関に関するルールは金融商品取引法（以下、「金商法」という。）に定められており、その主な内容としては、清算機関の免許取得に係る審査基準、清算機関が作成する業務方法書に定めなければならない事項、清算機関参加者の債務不履行時における適切な対応の義務付けなどが挙げられる。

また、清算機関とその参加者との間における実務面での細かな取決めについては、金商法の規定に基づき清算機関が作成する業務方法書等に定められており、その主な内容としては、清算対象となる取引の種類、清算参加者となるための資格取得の要件、清算手数料、清算機関の参加者が破綻した場合の損失補償手続きなどが挙げられる。

このように、ハードローと考えられる金商法においては、清算機関が免許を取得し業務を行うための要件が定められているのみであり、清算機関とその参加者の間の具体的な実務レベルの業務内容に関する細かな取決めは、清算機関の作成する業務方法書等に委ねられている。

#### (2) 決済機関に関するルール

国内の全ての証券取引所における株式取引については株式会社証券保管振替機構（以下、「保振」という。）が決済機関となっている。決済機関は、その参加者の株式を管理し、口座振替により参加者の間における株式の受渡しを行う機関である。その決済機関に関するルールは、「社債、株式等の振替に関する法律」（以下、「社債、株式等振替法」という。）に定められており、その主な内容としては、決済機関として指定されるための要件、決済機関が行うことができる業務の範囲、決済機関が作成する業務規程に定めなければならない事項などが挙げられる。また、決済機関が取り扱うことができる株式の要件、決済機関

が開設する参加者の口座への必要記載事項や株式の振替の効果等の株主の権利の帰属に関する事項が定められている。決済機関は、社債、株式等振替法に記載されている取決めがきちんと担保されるよう、その参加者や取り扱う株式の発行会社との間の実務の方法について業務規程等に定めている。

## 2. 国際的な勧告等の概要<sup>1</sup>

1990年頃からG30、ISSA、BIS、IOSCOなどの国際機関では、証券決済のあり方に関する報告書、勧告などを公表し、世界の証券決済関係者への啓蒙活動を行っている。これらの勧告等については、国内の清算・決済機関に対して強制執行力を持たないものの、清算・決済業務のグローバルスタンダードとして、清算・決済機関の業務の改善等において大きな影響を与えていると考えられることから、以下にその概要について触れることとする。

### (1) 清算機関に関する主な勧告

清算機関の業務のあるべき姿に関しては、上述したような各国際機関から様々な報告書や勧告が公表されてきたが、現在、清算機関が制度変更等を行ううえで最も大きな影響を受けていると考えられるものとしては、BISのなかに設けられた「支払・決済システム委員会」(CPSS)<sup>2</sup>と「証券監督国際機構」(IOSCO)<sup>3</sup>が共同で策定し、2004年11月に公表した「清算機関のための勧告」(Recommendations for Central Counterparties)<sup>4</sup>が挙げられる。他にもG30やISSAから清算・決済機関の業務に関する勧告が出されているが、清算業務に特化した勧告はこれのみである。

「清算機関のための勧告」は15の勧告からなっており、その主な内容としては、参加者のデフォルトに備えて適切なリスク管理策をとること、清算参加者に十分な財務基盤及び業務能力があるか継続的にモニタリングを行うこと、清算機関同士でリンクを構築した場合のリスクについて適切に管理すべきことなどを求めている。

前述したとおり本勧告の遵守については強制力はないものの、清算機関がその遵守状況について自己評価を行い、それを公表することが推奨されており、各国の清算機関においては本勧告を意識したうえで清算業務の改善を目指しているものと考えられる。

### (2) 決済機関に関する主な勧告等

決済機関に関する主な勧告のうち、決済機関の業務改善等において最も大きな影響を持つ

<sup>1</sup> 「証券決済システムのすべて 第2版」中島真志、宿輪純一(2008、東洋経済)を参照。

<sup>2</sup> Committee on Payment and Settlement Systemsの略。G10諸国の中央銀行が、資金決済・証券決済の最新動向をモニター・分析し、政策課題を検討するフォーラム。

<sup>3</sup> International Organization of Securities Commissionsの略。164の証券市場監督者が参加する国際的組織。

<sup>4</sup> BISのHP(<http://www.bis.org/publ/cps64.pdf?noframes=1>)に掲載。

ていると考えられる勧告としては、1989年に公表されたG30勧告をベースにCPSS/IOSCOが策定し2001年11月に公表した「証券決済システムのための勧告」(Recommendations for Securities Settlement System)<sup>5</sup>が挙げられる。

「証券決済システムのための勧告」は19の勧告からなっており、約定日中の約定確認、DVP決済の導入、決済サイクルをT+3以内とすること、証券集中保管機関(CSD)におけるブックエントリー決済を行うこと、CDSはデフォルト時のリスク管理を適切に行うこと等を求めている。

この勧告についても強制力はないものの、各国の決済機関においては、清算機関同様にこれらの勧告を十分に意識したうえで制度の改善を行っているものと考えられる。

## ・清算・決済に関するルール形成メカニズム

### 1. 国内の清算・決済に関するルール形成メカニズム<sup>6</sup>

金商法や社債、株式等振替法において、清算・決済機関がその参加者等との間で行う業務に関する規定が最小限に留められているのは、清算・決済機関の業務方法については、業務の対象とする有価証券の種類や参加者の属性等によりビジネスモデルに種々なバリエーションがあることが想定され、ハードローによりあらかじめ定型的なモデルを示すことは困難であることが挙げられる。また、業務の細部まで規定することにより、リスク管理手法等のビジネスモデルの効率性や利便性の発達を阻害しかねず、個々の具体的なビジネスモデルに即して、清算・決済機関により証券決済が円滑に行われることが確保されるかどうかを弾力的に判断のうえ、柔軟なルールメイクを行うことが期待されているためと考えられる。

例えば、清算・決済機関の参加者の要件は業務方法書や業務規程の記載事項とされるのみで、他に要件が示されていないことから、一義的には清算・決済機関の判断に委ねられていると解釈できる。ただし、業務方法書等は免許の審査対象であり、またその変更の際には当局の認可が必要であることから、行政において、清算・決済制度の安全性の確保の観点から免許・認可が行われると考えられる。

また、国際勧告等に応じて、機動的に清算・決済制度の改善が計られることも期待されているものと考えられる。

### 2. 国際勧告等の形成メカニズム

国際的な勧告等が形成される背景についてであるが、現在、多くの金融機関やヘッジファンド等はクロスボーダーで証券取引を行っており、その際に各国市場によって清算・決済制度が異なることにより実務上のオペレーションが複雑になってしまうこと、また、各国

<sup>5</sup> BISのHP (<http://www.bis.org/publ/cpss46.pdf?noframes=1>) に掲載。

<sup>6</sup> 「証券取引法における清算機関制度」高橋康文、長崎幸太郎(金融財政事情研究所)を参照。

間で清算・決済制度の安全性の度合いが異なることにより安心して投資することができないといった事態を回避するために、国際勧告等により各国清算・決済機関が目指すべく制度の方向性やその遵守状況を比較する一定の尺度が示されることに対するニーズが生じたものと考えられる。

・昨今の国内清算・決済分野に関するルール形成の具体例

### 1．株券等の電子化

近年の国内における清算・決済制度改革の最大の目玉としては株券等の電子化が挙げられる。これはハードローである「社債等の振替に関する法律」の適用範囲を株式等にまで広げ、「社債、株式等の振替に関する法律」に改正されたことにより実現可能となったものである。また、この改正に伴い、決済機関である保振をはじめとするインフラ機関等の規則や業界ルール等の改正が行われることにより、ようやく実現に至ったものである。

株券電子化については、金融庁に設置された金融審議会第一部会から2000年6月に公表された、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」が契機となっている。従来は、株券のほか、社債や企業のコマーシャルペーパーなどを決済する制度が種類ごとに異なっていたが、金融の自由化、グローバル化の流れのなかで、これでは非効率なため、より統一的、合理的な決済制度づくりをしようという問題意識が株券等の電子化の背景となっている。いわば、国家主導で株式取引の決済制度の改善を目指したものであり、それに向けて決済機関等のインフラ機関を始めとする業界関係者全体が一丸となって押し進めた制度改革と言えよう。

なお、保振において2005年に設置された株券電子化小委員会等の実務検討の場において複数回に渡り業界関係者間で株券電子化を踏まえた実務の内容について検討を重ねるとともに、制度変更の内容については証券決済制度改革推進センターを通じて広く業界関係者や投資者への周知啓蒙を行うことにより、予定されたとおりのスケジュールである本年初に大きな混乱なく実現に至ったものである。

### 2．クリアリング機構におけるリスク管理制度の見直し<sup>7</sup>

清算機関であるクリアリング機構では、平成20年6月以降、順次リスク管理制度の総合的な見直しを実施してきた。見直しの内容は、大きく分けると「担保制度等の決済履行保証制度に係る見直し」と「リスク管理に係る規制措置等に係る見直し」の2点である。清算機関であるクリアリング機構が、日本国内の清算・決済制度の安全性を向上させるために、担保制度及びリスク管理制度の改善を目指したものである。

清算機関がリスク管理を強化することは、清算機関のある参加者が破綻した際に清算機関自身及び他の参加者が被るおそれのある損害を最小限に留めることに繋がると考えられる。

<sup>7</sup> クリアリング機構 HP ( <http://www.jscc.co.jp/news/2009/35.html> ) を参照。

こうした見直しにより各参加者が清算機関に預託しなければならない証拠金等の所要額が増えることも考えられるが、清算・決済の安全性が向上することにより、国内外からより投資しやすい環境を整えることに繋がるものと考えられる。本制度改正の内容については、事前にクリアリング機構とその参加者の間で協議を重ね、十分に参加者の理解を得たうえで実施を決定するというプロセスを経ている。

また、この制度の改善においては、前述した CPSS/IOSCO による「清算機関のための勧告」における、「信用リスクの測定と管理」に関する勧告（清算機関は、最低でも 1 日に 1 度は、参加者に対する信用リスクを測定すべきである。そして、マージンや他のリスク管理策により、通常の市場環境下における参加者のデフォルトに対応できるようにすべきである。）が意識されており、本勧告の遵守に向けた方向性を対外的に示すという観点からも意義深い制度改正といえる。

### 3 . 株券等の 5 日目決済及び期間売買停止の廃止

東証、保振及びクリアリング機構は、本年 2 月に株券等の 5 日目決済及び期間売買停止の廃止について公表している<sup>8</sup>。

現状、株式の売買においては原則として売買日から数えて 4 日目の日に決済が行われるが、発行会社により基準日等が設定される場合には、株主確定等を行う関係から、売買日から数えて 5 日目の日に決済を行う取扱いとなっている。しかし、本年初に実施された株券電子化により株券の名義書換が不要となることから、基準日等の日に決済を行うことが可能となったことを受けて、5 日目決済を廃止することとなった。5 日目決済については日本特有の制度であり、特に海外投資家からは分かりづらい制度となっていたため、以前から 4 日目決済への統一を望む声が挙がっていた。

また、期間売買停止の廃止についてであるが、現状、株式併合又は株式分割に伴い株券提出が行われる場合には、流通株券が減少することによる価格形成上の問題及び受渡し事務上の問題を回避するため、効力発生日前の数日間、売買停止がおこなわれているが、株券電子化により株券提出を行う必要がなくなったことを受けて、これを廃止することとなった。期間売停についても、売買機会が減少することから、以前から市場参加者や投資者からその廃止を望む声が挙がっていた。

これらの廃止については、東証、保振、クリアリング機構が合同で「証券取引の清算・決済システムに関する合同ワーキング・グループ」を設置し、これら 3 機関のいずれかの参加者である証券会社、金融機関等の参加メンバーと十分に協議を重ねた後に実施されることが決定した。

また、廃止の時期についてであるが、インフラ機関における規則改正や証券会社等の市場

---

<sup>8</sup> 東証 HP ( <http://www.tse.or.jp/rules/comment/090224kk.pdf> )、保振 HP ( <http://www.jasdec.com/download/ds/itsukamekessai.pdf> )、クリアリング機構 HP ( <http://www.jscc.co.jp/news/2009/39.html> ) にそれぞれ掲載。

参加者における実務面及びシステム面での対応を行う必要があることから、上記ワーキングにおいて、全参加者においてこれらの対応が完了可能な時期を確認のうえ、本年11月の廃止を目指すこととなった。業界関係者全体の対応が十分でないと、清算・決済が円滑に行えないことによりシステミックリスクが発生することも想定され、またそのような事態が発生した場合には、わが国証券市場全体の信用失墜にも繋がりがねないため、制度改正時期についても事前に関係者と十分な調整が行われた。

#### 4. OTC デリバティブ取引の清算業務の提供に向けた検討

昨年発生したサブプライム問題や大手金融機関の破たん等を契機として、店頭デリバティブ商品に係る安全性・透明性・効率性の向上に対するニーズが従前にも増して高まっており、すでに欧米各国では、取引所や清算機関等が積極的に OTC デリバティブ取引に関するポストトレード処理を担う動きが活発化している。こうした状況を踏まえて、国内でも OTC デリバティブ取引に係る安全性・透明性・効率性の向上を図り、これにより市場の健全な発展に寄与することを目的として、クリアリング機構、保振及び東証が共同で「OTC デリバティブのポストトレード処理の整備に関する研究会」を平成20年9月に設置<sup>9</sup>し、以降約半年間にわたって議論が行われた。その後、本年3月には、同研究会における検討内容とその結果について「OTC デリバティブのポストトレード処理の整備に関する研究会～最終報告書～」が公表<sup>10</sup>され、今後クリアリング機構を中心に、十分なリスク管理態勢の構築をはじめとする業務面、システム面及び収支面等の詳細を詰め、金利スワップ取引及びクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）取引に係る清算業務について、平成22年前半の開始を目指して検討を進めることとされた。

また、上記最終報告書の内容を踏まえて、東証とクリアリング機構は、本年5月に「OTC デリバティブに係る清算業務検討ワーキング・グループ」の設置を公表<sup>11</sup>しており、現在、本ワーキングにおいて、金利スワップ取引及び CDS 取引に係る清算業務開始に向けてリスク管理をはじめとする制度詳細などについて検討しているところである。今後はその場での検討結果を踏まえて、クリアリング機構による規則対応やシステム対応等が行われることになる。

・国内における清算・決済に関するルール形成パターン

##### 1. ルール形成パターンの分類

上に挙げた4つの事例を概観すると、株式・派生商品取引に係る清算・決済制度におけるルール形成過程を以下の4パターンに分類することが可能と考えられる。

<sup>9</sup> 東証 HP ( [http://www.tse.or.jp/news/200809/080909\\_a1.pdf](http://www.tse.or.jp/news/200809/080909_a1.pdf) ) に掲載。

<sup>10</sup> 東証 HP ( [http://www.tse.or.jp/news/200903/090327\\_e1.pdf](http://www.tse.or.jp/news/200903/090327_e1.pdf) ) に掲載。

<sup>11</sup> 東証 HP ( [http://www.tse.or.jp/news/200905/090522\\_b.html](http://www.tse.or.jp/news/200905/090522_b.html) ) に掲載。

#### ( 1 ) 行政主導パターン

株券等の電子化の例がこれにあたりと考えられる。政府レベルの主導により、市場関係者全体が一丸となってその実現に向けて行動したケースと言え、社振法、インフラ機関の規則、業界ルール等の一連の改正及び諸々の周知・啓蒙活動を経て実現したものであり、ハード、ソフトの両面から制度整備が行われた事例である。

#### ( 2 ) インフラ機関主導パターン

クリアリング機構によるリスク管理方法の強化の例がこれにあたりと考えられる。国内市場で取引を行う際の清算・決済の安全性、信頼性を向上させ、また CPSS/IOSCO 勧告の内容を遵守すべく行動している姿勢を対外的にアピールすることにより、国際的な地位向上による競争力の強化を図るなどの目的から、インフラ機関が主体となって制度改正が行われた事例である。

#### ( 3 ) 市場参加者主導パターン

株式取引における 5 日目決済及び期間売買停止の廃止の例がこれにあたりと考えられる。5 日目決済については日本特有の制度であり、決済までの期間が通常と異なることについて、とりわけ海外から日本市場に参加する投資者にとって分かりづらいつの指摘が以前からあった。また、期間売買停止については、できるだけ投資者に売買期間を提供すべきとの声があり、こうした市場参加者からのニーズを踏まえて、インフラ機関により制度改正が実施された事例である。

#### ( 4 ) インフラ機関 + 市場参加者主導パターン

OTC デリバティブ取引のクリアリング機構による清算業務開始に向けた制度検討の例がこれにあたりと考えられる。リスクエクスポージャーの高い OTC デリバティブ取引のポジションについては、当局による管理が困難であるという現状を踏まえて、欧米諸国においては当局による規制の強化、規制のハーモナイズについて議論が沸騰し、標準化された OTC デリバティブ取引については、取引所での取引、若しくは中央清算機関 (CCP) での清算を要求するよう規制強化する方針が示されている。また、CPSS/IOSCO から 2004 年に公表した「清算機関に関する勧告」を、OTC デリバティブ取引の清算業務においてどのように満たすべきかの解釈について議論するワーキング・グループも立ち上げられており、今後何らかの提言が出される予定である。

こうした動きと並行して、国内においても、インフラ機関や OTC デリバティブ取引を行う業者が参加する勉強会において、OTC デリバティブ取引における国内清算機関の必要性を確認し、インフラ機関及び業界関係者が一丸となって制度構築に向けた検討を行うこととなった事例と言える。

## 2. 各ルール形成パターンに関する評価

ルール形成のアプローチとして前述したどの方法が最も望ましいかについては、新たな制度が確実に履行され、安全性を損わないで利便性、効率性の向上が図られるのであれば、どのパターンによるルール形成でも特段の優劣はないものと考えられる。

ただし、例に挙げた OTC デリバティブの清算業務の提供において、清算機関による制度構築が完了した後も、仮に清算機関を利用しない取引が多数残存する場合や、採算等の面から参加しない金融機関が多く存在することとなった場合には、各金融機関のリクスエクスポージャーの適切な把握という最大の目的が達成できないことになるため、欧米のように政府レベルから清算機関の利用について制度化を試みることにより、インフラ機関及び市場参加者主導によるルール形成を後押しするという方法も取りうるのではないかと考えられる。

当初はインフラ機関及び市場参加者の主導によりソフトローの改正について検討を行うものの、その実効性が不十分となる可能性があるようなケースにおいては、必要に応じて政府主導によりその制度を補完するというアプローチも取りうるものと考えられる。

### ・ソフトローを遵守するインセンティブ

前述したソフトロー形成メカニズムのうち、政府主導パターンについては、ハードローを主体とした制度整備へのアプローチであるが、その他についてはソフトローの改正のみにより制度の改善を目指すものである。

こうしたソフトローがなぜ市場参加者に遵守されるかについてであるが、インフラ機関が主体となって行う清算・決済の安全性向上のための制度整備については、リスク管理基準等の見直しにより、参加者の証拠金負担等が増えることも考えられるものの、より適切なリスク管理が行われることにより、他の参加者が破たんした場合に参加者自身が負担することとなる損失額が最小限に抑えられることとなることから、遵守するインセンティブが働くことになると考えられる。

次に、インフラ機関や市場参加者からのニーズにより導入される新制度については、自身のニーズも踏まえた制度整備であるため、当然遵守するインセンティブが働くことになると考えられるが、そもそも清算・決済が決められたとおりに確実に履行されないと、システムリスクの発生に繋がりがねず、それによりある参加者が破たんした場合には自身にもその損害がおよぶ可能性が生じることから、当然に市場参加者全体がルールを遵守しようとするインセンティブが働くことになると考えられる。

また、清算・決済機関が CPSS/IOSCO 等からの国際勧告に適うように制度改善を進めようとするインセンティブとしては、これらの勧告を遵守することにより、国内外投資家に対して清算・決済面の安全性、利便性、効率性の観点から投資しやすい環境が整っていることをアピールすることになり、これにより国際競争力が強化され、もって安定した清算・

決済手数料収入に繋がるなどのメリットがあることが挙げられる。

・総括

本文にて繰り返し述べてきたが、株式・派生商品取引の清算・決済の分野においては、第一に安全・確実に清算・決済が履行されることを前提として、実務面の利便性・効率性の向上及び標準化を推進することにより、国内外問わず多くの参加者にとって利用しやすい制度の構築を目指すことが重要であり、こうした取組みを継続することにより、本邦市場の国際的な競争力・地位の向上に繋がるものと考えられる。

そのためには、市場動向や国際的な清算・決済制度の改善に向けた取組みの状況等の外部環境に応じて、わが国においても機動的に清算・決済制度の改善を行うことができる環境が整っていることが重要であると考えられる。このことから、清算・決済機関が実務を行ううえでの細かな取決めについては、ある程度インフラ機関等のソフトルールに委ねられることが相応しいのではないかと考える。

当然ながら、清算・決済制度の改善については政府やインフラ機関等の一存で行うものではなく、市場参加者全体を交えて十分議論を重ねたうえで、改善後の制度の内容及びその実施時期等が決定され、また広く周知されることが、最低条件となる清算・決済の安全性を確保するために最も重要なことであると考えられる。

以上