

第11章 清算・決済制度

1. **JSCCの主要な機能** 証券取引所で行われた有価証券の売買は、清算機関である日本証券クリアリング機構（JSCC）において、清算・決済が行われる。JSCCの業務開始（2003年1月）以降、それまで各市場で行われていた有価証券の売買の清算および決済は、JSCCの下で統一的行われている。

JSCCの主要な機能としては、①債務引受け、②ネットティング、③振替指図、④決済保証の4つが挙げられる。

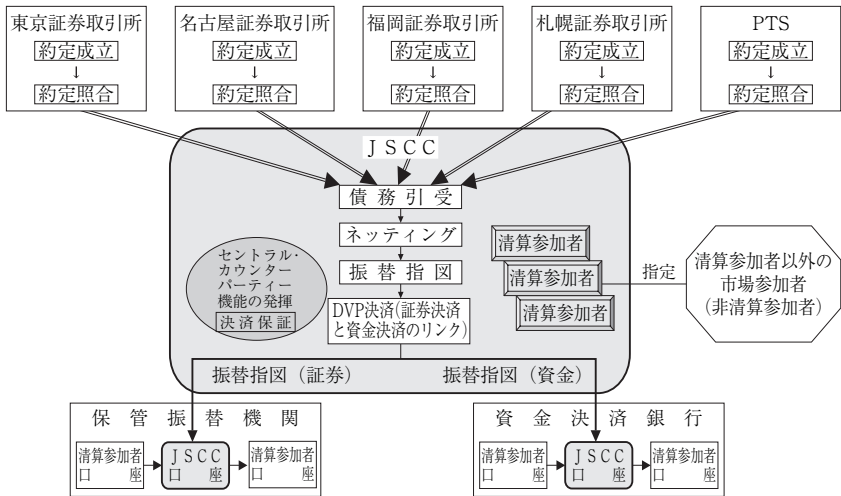
①**債務引受け** JSCCは、証券取引所での売買が成立すると同時に、売方・買方の双方から相手方との間に発生した債務（証券の引渡しまたは買戻金の支払い）を引き受けるとともに、それに対応する債権を取得し、債権・債務の当事者となる。清算参加者（JSCCの清算資格を有する市場参加者）にとっては決済の相手方がJSCCに一元化されるため、決済事務の効率化が図られる。

②**ネットティング** JSCCは、各清算参加者間の売付数量と買付数量、支払金額と受取金額を相互に相殺（ネットティング）し、その差額を決済する。これにより、決済に必要な金額や証券の移動を最小限にすることができる。

③**振替指図** JSCCは、ネットティングによって決済数量を確定させたうえで、証券の振替を決済機関である証券保管振替機構に、資金の振替を日本銀行またはJSCCの指定する資金決済銀行に対して指図する。

④**決済保証** JSCCは、ある清算参加者に決済不履行が生じた場合でも、決済当事者として他の清算参加者との決済を履行する。この決済保証により、取引当事者は原始取引相手方の決済不履行リスクを意識することなく、売買を行うことが可能となる。JSCCは、業務開始以降、清算機能の提供範囲を拡大しており、2010年7月にはPTSでの有価証券の売買を清算対象に加えた。また、金融危機を契機に、標準化された店頭デリバティブ取引について清算機関を通じた決済が義務付けられる（清算集中）など、各国で規制改革が進む中、2011年7月にはCDS取引、2012年10月には金利スワップ取引の清算を開始した。さらに、2013年10月に日本国債清算機関と統合し、国債店頭取引の清算を開始したほか、日本取引所グループの総合取引所化に合わせて2020年7月に日本商品清算機構と統合し、貴金属等の商品デリバティブ取引についても清算を開始した。

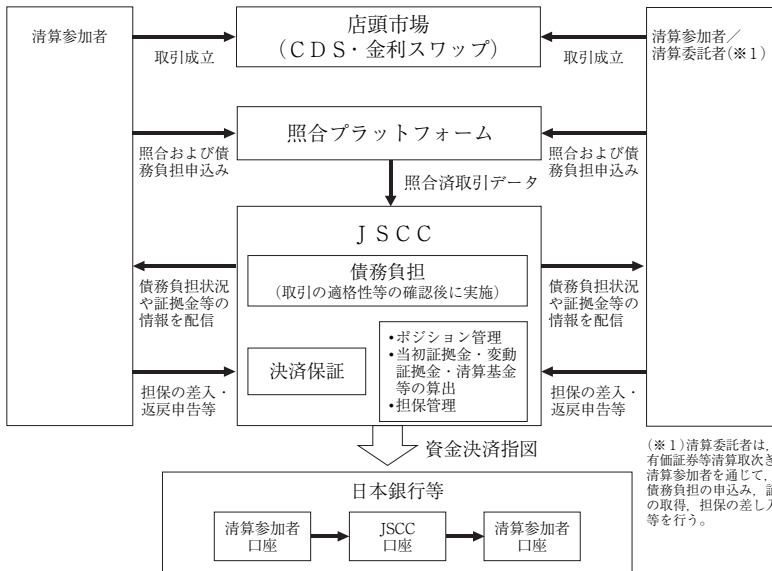
JSSC を利用した清算・決済のイメージ (取引所取引)



※清算機関は、売方と買方の間に入って双方の決済の相手方となることから、セントラル・カウンターパーティー (Central Counter Party: CCP) と称される。

※非清算参加者 (清算資格をもたない市場参加者) が行った売買は、当該非清算参加者があらかじめ指定した清算参加者を通じて決済が行われる。

JSSC を利用した清算・決済のイメージ (店頭デリバティブ取引)



(※1) 清算委託者は、清算参加者に有価証券等清算取次ぎの委託を行い、清算参加者を通じて、JSSCに対する債務負担の申込み、証拠金等の情報の取得、担保の差し入れ・返戻申告等を行う。

2. DVP 決済 JSCCが行う株式等の決済には、決済リスクの中でも主要な元本リスク（有価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）を排除するため、DVP（Delivery Versus Payment）決済が採用されている。

DVP 決済とは、有価証券と資金の授受をリンクさせ、代金の支払いが行われることを条件に有価証券の引渡しを行うとともに、有価証券の引渡しが行われることを条件に代金の支払いを行うことにより、仮に決済不履行が生じても取りはぐれが生じない決済方法をいう。

JSCC による DVP 決済は、債務引受けを行った各証券取引所および PTS における株式等の取引のうち、証券保管振替機構の取扱銘柄である株式、転換社債型新株予約権付社債（CB）等を対象として、取引日から起算して3営業日目（T+2）に行われる。

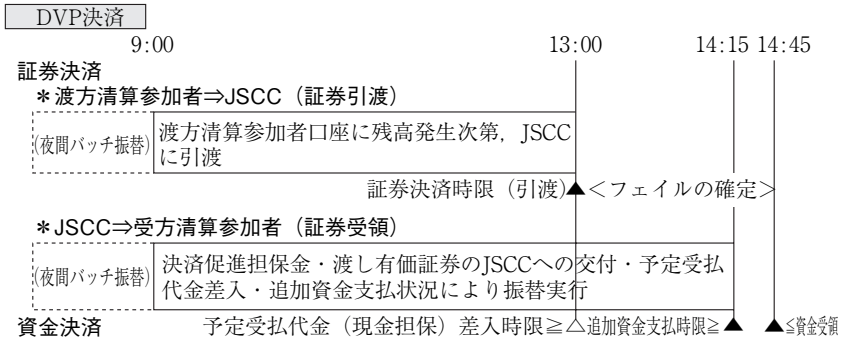
DVP 決済においては、原則として資金決済（支払い）の終了が確認できるまで有価証券を受領することはできないが、それだけでは、清算参加者と顧客との間の受渡しを含む証券決済全体でみた場合、決済の円滑性が損なわれるおそれがある。

そこで、JSCC では、有価証券を早期に受領するための仕組みを設けており、有価証券の受方清算参加者は、受領すべき有価証券の価値に相当する金銭または有価証券を担保として JSCC に預託することで、資金決済の終了以前に有価証券を受領することが可能となっている。

また、DVP 決済において、有価証券の渡方清算参加者がやむを得ない事由によって決済日の証券決済時限までに有価証券を引き渡すことができなかった場合には、フェイル（証券決済未了）として、当該有価証券およびこれに対応する決済代金の授受を翌日に繰り越し、翌日の決済分とネットイングしたうえで授受することとしている。

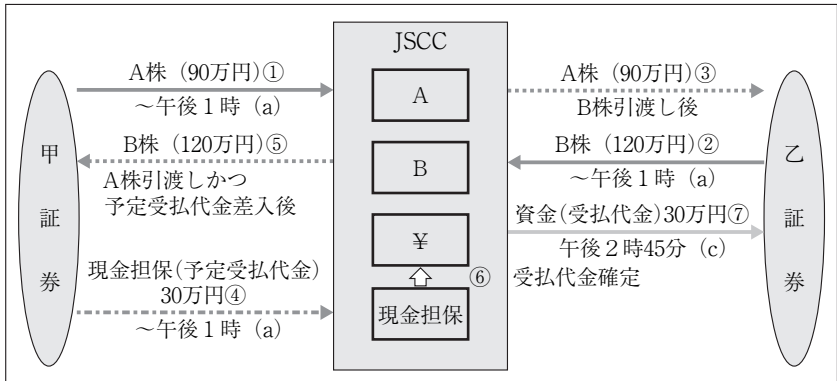
ただし、決済は、予定された決済日を遵守することが基本であることから、無制限にフェイルが継続されることのないよう、フェイルを起こした清算参加者に対する遅延損害金等のペナルティーや、バイイン（被フェイル参加者からの請求により、フェイルに係る有価証券の強制買付および引渡しを行う制度）といった仕組みを設けている。

DVP 決済 (タイムテーブル)



* 受方清算参加者による証券の受領は、資金の支払い等JSCCに対する債務の履行や担保差入を条件として元本リスクを排除する形で実行

DVP スキームイメージ (通常の決済)



- ・ 決済時限 a 証券決済時限および現金担保 (予定受払代金) 差入時限: ~午後1時
- b 資金支払時限: ~午後2時15分
- c 資金受領時刻: 午後2時45分

- ①甲証券はA株を、②乙証券はB株を午後1時までにJSCCに引き渡す。
- ③乙証券はB株をJSCCに引き渡した後、A株を受領できる。
- ④甲証券は予定受払代金を午後1時までにJSCCに差し入れる。
- ⑤甲証券はB株を①④実行後に受領できる。
- ⑥JSCCは予定受払代金を受払代金が確定した時点で資金決済に係る支払に充当する。
- ⑦乙証券は午後2時45分に資金 (受払代金) を受領する。

3. リスク管理制度 JSCC が採用しているリスク管理制度の中から、代表的な制度を紹介する。

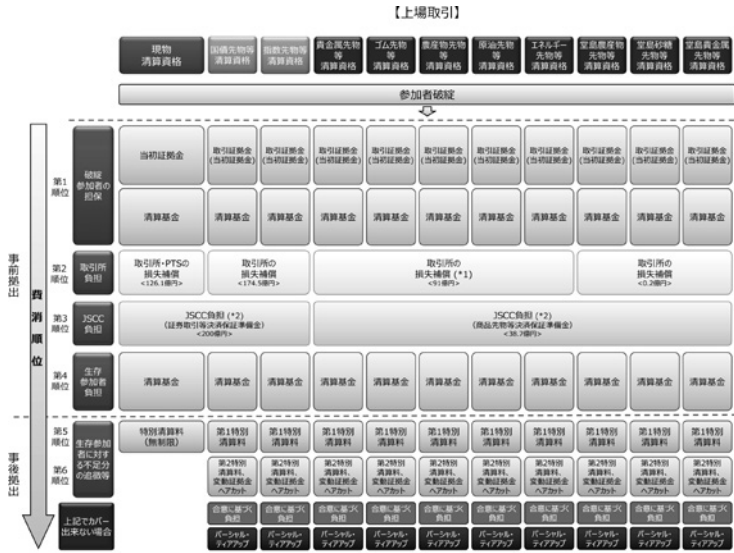
①**清算参加者管理** JSCC は、清算機関として債務引受・債務負担を行い、個々の取引相手の信用リスクを負うことになる以上、清算参加者には高い信用力を求めることとしている。そこで、JSCC は、清算参加者となるための資格要件（取得基準・維持基準）を定めており、清算参加者になろうとする者は、JSCC に対し清算資格の取得申請を行い、承認を得る必要がある。また、JSCC は、清算参加者の財務状況、経営体制及び業務執行体制が健全であり、各清算業務の清算資格の維持要件を遵守していることについて、継続的にモニタリングを行っている。

②**証拠金** JSCC は、清算参加者に対して各清算業務の特性に応じた証拠金の預託を求めている。証拠金の種類には変動証拠金と当初証拠金があるが、これらはカレント・エクスポージャー（対象取引を時価に引き直した市場価値）及び通常の市場環境におけるポテンシャル・フューチャー・エクスポージャー（将来発生する対象取引の価格変動から生じうる推計損失）をカバーする自己責任担保であり、各清算対象取引のポジションと市場変動を所要額の主な決定要素としている。なお、変動証拠金については値洗差金の資金決済の形態で参加者・投資者との間で授受を行っている商品もある。

③**清算基金** JSCC は、追加的な財務資源として、清算業務ごとに、極端であるが現実に起こり得る市場環境において複数の清算参加者が破綻した場合を想定したポテンシャル・フューチャー・エクスポージャーをカバーする清算基金を預託することを各清算参加者に求めている。

④**損失補償制度** JSCC は、清算参加者が破綻しないように清算参加者の信用リスク管理を行っているが、万が一清算参加者が破綻した場合に発生し得る損失に備え、損失を補償するための制度を清算業務毎に構築している。損失補償制度を設計する際の考え方として、まずデフォルターズペイとして破綻清算参加者の負担（証拠金等）により補償することとしており、その後にはサバイバーズペイとして破綻清算参加者以外の清算参加者の負担（清算基金等）により補償することを基本としている。

各清算業務における損失補償財源の構成及び使用順序



(*) 91億円のうち70億円はエネルギー先物等清算資格以外を対象としてOSEが損失を補償するものです(2023年6月より一定の間)。
 (**) JSCCが負担する決済保証準備金の額及び費消時の回復方法は各清算業務の規則にて定められています。
 (***) 国債店頭取引清算における非破綻清算参加者の清算基金及び特別清算料による損失は、信託銀行である清算参加者が信託に係る取引に基づいて損失負担する部分と、それ以外の部分に区分して、割り当てられます。信託負担への損失の割合は、破綻清算参加者のポジション全体に占める信託取引の原取引ベースでの割合に基づいて行われます。

4. 株式等振替制度(1) 上場会社の株式等に係る権利は、振替機関である株式会社証券保管振替機構(保振)が運営する「株式等振替制度」により、保振及び口座管理機関(証券会社、銀行等)が備える振替口座簿(電子帳簿)において管理されている。

株式等振替制度とは、「社債、株式等の振替に関する法律」(振替法)に基づき、振替機関である保振及び口座管理機関が備える振替口座簿上に開設される投資者の口座における電子的な記録により、権利の帰属、移転、行使等を行う制度である。

1991年10月に株券等の保管及び振替に関する法律に基づき、当時財団法人であった保振が「株券等保管振替制度」を開始した。同制度は株券の存在を前提とし、保振への券面の預託に基づいて行われていたが、制度外で保有される株券も相応に存在し、券面の発行・管理において課題があった。その後、券面の発行を前提としない「株式等振替制度」が2009年1月に開始され、物理的な管理から電子的な管理へと移行(以下「株券電子化」という。)した。

株式等振替制度の対象有価証券は、株式、新株予約権、新株予約権付社債(CB)、投資口(REIT等)、優先出資、投資信託受益権(ETF)、受益証券発行信託の受益権(JDR)等である。

株式等振替制度の主なメリットとしては、以下の点が挙げられる。

①株主にとっては、株券を手元で保管することによる紛失や盗難、偽造株券取得のリスクが排除され、発行会社の合併や商号変更の際に株券を発行会社等に提出する必要がない。

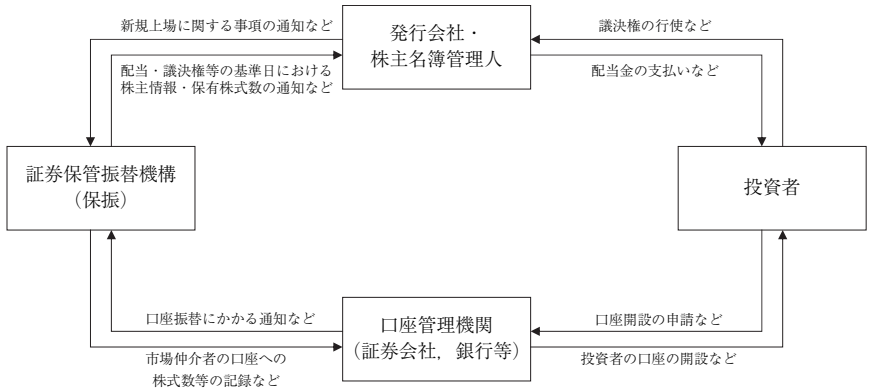
②発行会社にとっては、株券の発行に伴う印刷代や印紙税、企業再編(企業間の合併や株式交換、株式移転など)に伴う株券の回収・交付コストを削減できる。

③証券会社にとっては、株券の保管や運搬に係るリスク、コスト等を削減できる。

株券電子化前後の主な制度変更

	株券等保管振替制度（電子化前）	株式等振替制度（現行）
券面	<ul style="list-style-type: none"> 紙の株券（券面）が存在する 保振に預託された株券は保振で集中保管し、株主から請求があれば交付 保振制度を利用しない場合、株主自身で株券を保管 	<ul style="list-style-type: none"> 完全に電子化され、券面は存在しない 上場株式は全て株式等振替制度で取扱われている
権利の帰属	<ul style="list-style-type: none"> 保振制度内では保振の口座簿に記録された者を株券の占有者とみなす 保振制度外では株券を実際に持っている人（占有者）が株主であると推定 	<ul style="list-style-type: none"> 振替口座簿に記録された者が株主であると推定
株主管理の形態	<ul style="list-style-type: none"> 株主名簿に加え、保振制度内の株主権を持つ者を把握するための実質株主名簿による二重の管理 株主名簿管理人が同一株主の整理（名寄せ）を行う 	<ul style="list-style-type: none"> 株主名簿による一元的な管理 保振が名寄せを行い、株主名簿管理人に通知
権利の譲渡	<ul style="list-style-type: none"> 保振制度内では口座振替により譲渡 保振制度外では券面の交付により譲渡 	<ul style="list-style-type: none"> すべて口座振替により譲渡

株式等振替制度における利用者との関係



5. 株式等振替制度(2) 振替株式は、振替機関と口座管理機関（証券会社、銀行等）で構成される階層構造の中で管理されている。振替機関である保振は、口座管理機関のために口座（口座管理機関名義の口座）を開設している（右図参照）。口座管理機関は、投資者のための口座（一般の顧客（投資者）名義の口座）や、別の口座管理機関のための口座（口座管理機関名義の口座）を開設している。株式等振替制度において、振替機関の直下に位置する口座管理機関のことを「直接口座管理機関」、直接口座管理機関より下の階層に位置する口座管理機関のことを「間接口座管理機関」と呼ぶ。

口座管理機関名義の口座は「自己口」と「顧客口」に区分される。口座管理機関名義の自己口は、当該口座管理機関自身がその株式について権利を有するものを記録する口座である。また、顧客口は、当該口座管理機関の顧客（投資者）、その下位機関及び下位機関の顧客が権利を有するものを記録する口座である。

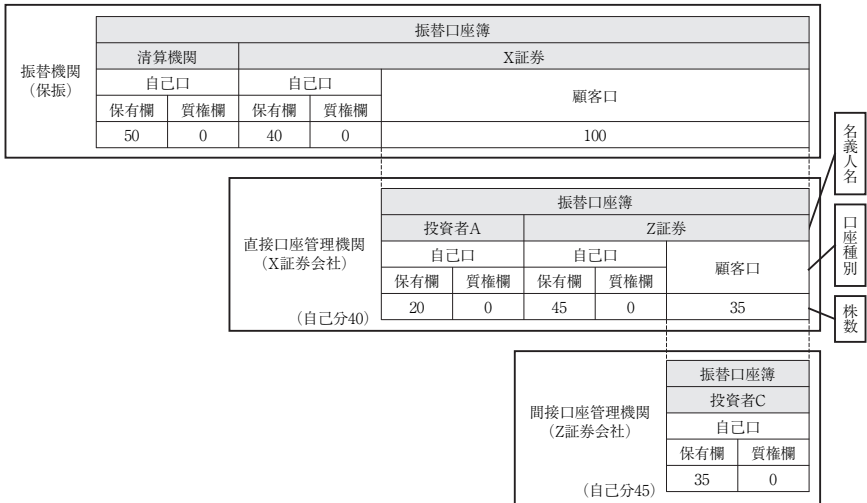
口座管理機関名義の顧客口に記録された株式の数と、当該口座管理機関の振替口座簿上の顧客名義（下位の口座管理機関名義を含む）の口座に記録された株式の合計数は一致する。

口座への記録に関する主な手続として、①新規記録手続、②振替手続が挙げられる。

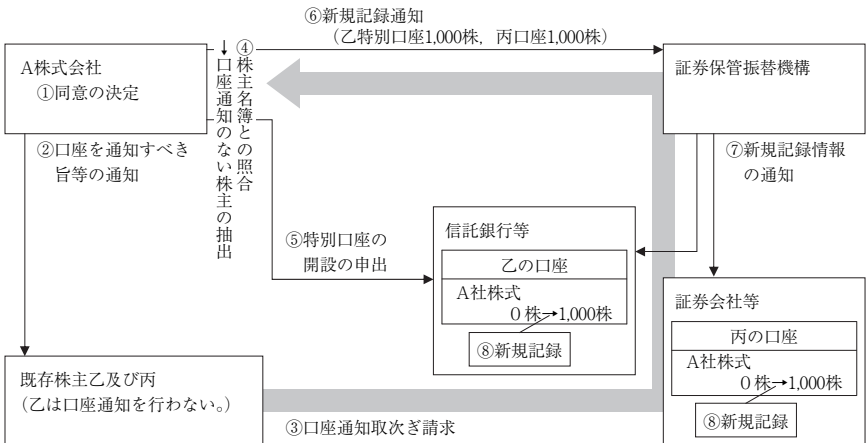
①**新規記録手続** 発行会社が取引所に株式を新規上場する場合などに行われる。右図に示すとおり、新規上場する株式の既存株主は、証券会社等にあらかじめ開設した株式の記録を受けるための口座を発行会社に通知するため、口座通知取次ぎ請求を行う。発行会社は、この通知に基づき、新規記録通知を行う。口座通知取次ぎ請求を行わなかった株主については、発行会社の指定する信託銀行等（株主名簿管理人）が開設する特別口座に株式が記録される。

②**振替手続** 振替株式の譲渡は、振替の申請により、譲受人がその口座における保有欄に当該譲渡に係る数の増加の記録を受けなければ、その効力を生じない。この申請は、振替により減少の記録がされる投資者（譲渡人）が、その直近上位機関（投資者の口座を開設する口座管理機関）に対して行う。

振替口座簿のイメージ



新規記録手続の概要



6. 株式等振替制度(3) 株式等振替制度における株主に関する主なイベントとして、①総株主通知、②個別株主通知、③発行会社による振替口座簿の情報提供請求がある。

①**総株主通知** 発行会社の株主名簿の更新は、総株主通知に基づいて行われる。総株主通知とは、株主確定日における株主等である投資者の振替口座簿の記録事項（氏名又は名称、住所、口座に記録されている株式数等）を、保振から発行会社に通知するものである。

保振は、総株主通知に係る準備として、あらかじめ口座管理機関から投資者の氏名又は名称その他必要事項の通知を受け、名寄せ等の管理を行っている。

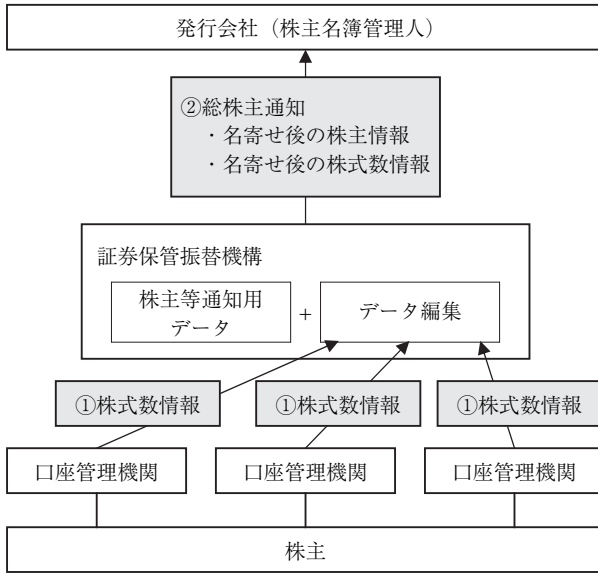
総株主通知には、法律に定められた日（例えば会社が定めた基準日）に行うものと、発行会社の任意請求によるものがある（ただし、任意請求の場合には正当な理由が必要である）。

②**個別株主通知** 株主が少数株主権等を行使しようとする場合には、あらかじめ個別株主通知がなされている必要がある（通知後4週間以内に少数株主権等を行使しなければならない）。個別株主通知は、少数株主権等を行使しようとする株主である投資者の申出（直近上位機関を通じて行う）を受け、当該株主に係る振替口座簿の記録事項（氏名又は名称、住所、口座に記録されている株式数、株式数の増減履歴等）を保振から発行会社に通知するものである。

③**発行会社による振替口座簿の情報提供請求** 発行会社は、株主の口座を開設する口座管理機関に対し、振替口座簿に記録された事項に係る情報（氏名又は名称、住所、株式数、株式数の増減履歴等）の提供を請求できる（ただし、請求には正当な理由が必要である）。

この請求は保振を通じて行うことができ、速報性のニーズに応じて、「全部情報（請求対象となる投資者の口座を開設するすべての口座管理機関の情報）」と「部分情報（請求対象となる投資者の口座を開設する口座管理機関のうち直接口座管理機関の振替口座簿の情報）」の提供のいずれかを選択できる。

総株主通知のイメージ



個別株主通知のイメージ

