

東京証券取引所決済の清算機関方式への移行

福本 葵

去る平成一一年二月一六日、東京証券取引所決済の清算機関方式への移行が発表され、同年五月一日より、東京証券取引所では、本方式による決済が実施されている。そこで、本稿では、東京証券取引所決済の清算機関方式がいかなるものであるか、また、次回は、一九七〇年代より、清算機関を設立し、先行して、清算機関による清算業務が営まれているアメリカの清算業務の説明を行うこととする。

1 東京証券取引所における決済制度改革の歴史

昭和二四年四月に新発足した東京証券取引所は、昭和二六年には既に、米国証券市場視察団を送り、それを機に計算業務の機械化の研究を開始した。翌年、昭和二七年には、東京証券取引所において、清算作業が深夜に及び、立会時間の短縮、立会停止にまで及ぶという事態が発生したため、清算業務の機械化が図られた。

その後の東京証券取引所における決済制度改革は大きく二分される。一つは、右記のような清算業務に関する改革であり、もう一つは、清算後の証券受渡業務の改革である。東京証券取引所のこれまでの制度改革の経緯の中では、どちらかといえば、証券受渡業務の改革、具体的には、保管振替制度導入に力点が置かれてきた。この保管振替制度は、昭和五九年一月一四日、「株券等の保管および振替に関する法律」が施行され発足に至っている。保管振替制度については、いくつかの問題点を残すものの、これに関する制度改革は一応の終結を

見たといえるであろう。

それでは、清算業務に関する改革はいかに進められてきたか。これについては、これまで、受渡業務の保管振替制度導入のような大規模な改革はなされていない。証券決済における清算に関しては、新発足当時から総括清算が行われてきた。これは、同一決済日における同一会員の同一銘柄の売買取引を対象として、約定値段に関係なく売株数と買株数とを相殺して差引株数を算出するものである。その差引株数が取引所を通じて受渡しされた（決済時における相手方指定）。

2 清算機関方式への移行の背景

(1) グローバルスタンダード

東京証券取引所は、清算機関方式への移行の目的について、以下のように述べている。「決済の安全性向上及び効率性確保の観点に立ち、ランファルシー基準により求められているネットディング決済に係る法的根拠の明確化を実現すると共に、グローバル・スタンダードとの調和を図る観点から、本所決済について清算機関方式（取引所が決済の当事者となる方式）に移行する。」

証券決済制度におけるリスクをいかに削減するかについては、関係者の間でも国際的に討議されてもだ。一九七八年に設立された民間の独立、中立の非営利団体である G30 (the Group of Thirty, 以下同じ: the Consultative Group on International Economic & Monetary Affairs, Incorporated) は、国際経済、金融問題の理解を深めたり、公共、民間部門の決定事項に関する国際的な反響を深めたり及び、政策決定者が利用可能な選択肢を調査

するための国際的標準の目標に向かってメンバーで討議していく。

証券決済は、G30にとっても、主な討議事項の一つである。G30では、一九八九年に九つの勧告「世界の証券市場における清算と決済システム」を発表している。この勧告を受け、ISSA (国際証券管理者会議) は、一九九五年に、G30の勧告の改正を発表した。今回の東京証券取引所の清算機関方式への移行に關係の深いものが、勧告四の修正勧告である。一九八九年 G30 の勧告四は、「市場の取引量や参加者の状況を検討し、リスク削減と効率性の促進というメリットを実現する上で、ネットディング決済導入が望ましいかどうかが決定すべきである。」というものであった。これを受けた ISSA の修正勧告は、「各市場は、リアルタイム・クロス・セトルメント、ないしは、ランファルシー基準に完全に沿ったネットディング決済の導入により、決済リスクの削減を目指すこと」となっている。つまり、G30 の勧告がネットティング決済導入の検討を勧めるに止まったのに對し、ISSA の修正勧告では、リアルタイム・クロス・セトルメントを行なうか、ネットティング決済を採用するかは、各市場、対象証券によって検討すべきであるが、ネットティング決済を採用する場合には、ランファルシー基準を完全に採用することによる安全策を講じなければならぬとしている。

(2) ランファルシー基準

ISSA の修正勧告に示されたランファルシー基準とはいかなるものか。ランファルシー基準とは、BIS によって一九九〇年に発表された『G10諸国中央銀行によるインバーンク・ネットティング・スキーム検討委員会報告書』において「クロス・ボーダー及び多通貨ネットティングとその決済スキームの設計と運営に関する最低条件」として示された六つの基準をいう。具体的には、以下のとおりである。

① ネットディング・システムはすべての関係法下で確固とした法的根拠を持つこと。

② ネットディング・システムの参加者は、ネットディングの導入が当該システムに係るリスクに及ぼす影響を明確に認識していなければならない。

③ マルチラテラル・ネットディング・システムは、ネットティング・サービスの提供者や参加者の責任を明らかにすべく、明確に定義された信用リスクと流動性リスクの管理手法をもつていていること。また、関係者全員が各種リスクを抑制・管理するインセンティブと能力をもつことが確かであること。

④ マルチラテラル・ネットディング・システムは、その最低条件として、ネット負債額が最も大きな参加者が決済不能となつた場合でも、日々の決済をタイムリーに完了させることができなければならない。

⑤ マルチラテラル・ネットディング・システムは、公正かつ開かれたかたちでのアクセスが可能となるよう、客観的かつ一般に公表された参入基準を設けていなければならない。

⑥ すべてのネットディング・システムは、業務処理面において信頼に足る水準を確保するとともに、日々の事務処理量に対応し得るバック・アップ設備を確保すべきである。

(3) 制度移行の目的である法的根拠

先述した東京証券取引所の清算機関方式移行の目的に述べられている「ランファルシー基準により求められているネットディング決済に係る法的根拠」とは、ランファルシー基準の第一番目の基準である、関係法下での確固とした法的根拠を指す。これは日本においては、民法五〇五条第一項の相殺規定であると解される。⁽¹⁾ 民法五〇五条は、二者間の相殺を想定しており、三者間以上の相殺に関する規定ではない。そのため、新制度についても、の決済に關係する規定の改正が行われた。

3 清算機関

次に、東京証券取引所が採用する清算機関方式の清算機関とはいかなるものであろうか。清算機関とは、取引所等で行われた証券取引を決済する際、清算業務を担当する機関である。アメリカにおいては、取引所とは別会社である清算会社が設立され、これが清算業務を行つていて。清算機関による清算の特徴は、清算機関が原始取引者に代わって、債権債務のカウンターパーティ（債権債務の相手方当事者）になることにある。清算機関がカウンターパーティになることによつて、取引者は、取引を行う当初の相手方の資力、取引の相手方が決済不履行となるリスクを懸念する必要がなくなる。清算機関が決済の履行を保証するからである。

取引当事者は、原始の相手方ではなく、清算機関と債権債務関係を有することとなる。証券の買い方は、代金を清算会社に支払い、売り方は証券を清算会社に引き渡す。

4 東京証券取引所の清算機関方式

(1) 基本的しくみ

東京証券取引所の清算機関方式の基本的枠組みとして、東京証券取引所では、「現物及び先物取引の成立により、正会員及び特別参加者（以下「正会員等」という。）が取引の相手方正会員等に対し負担することとなつた

債務（証券の引渡し又は金銭の支払い）を本所が引き受け、当該債務に對当する債権を取得する。」としている。

これは、先に述べた清算機関の特徴を述べたものである。また、債務の引き受け時期を取引成立と同時とし、東京証券取引所で行われるすべての取引を清算機関方式の対象としている。

清算機関方式の導入に伴い、それまで行われていた決済時におけるいわゆる相手方指定は廃止された。制度導入後、正会員等が行う取引の相手方は、取引所となるからである。

(2) 決済方法

清算機関方式導入に伴って、正会員等間で行う決済方法から、取引所と正会員等の間で決済を行う方法に改められた。実務上は、導入以前でも、東京証券取引所で行われる取引の有価証券及び金銭の受渡しは、取引所を通じてなされてきたことから、基本的には導入以前の仕組みを踏襲することとなつた。

また、渡方会員等が有価証券の引渡しを行えない場合、現行どおり有価証券引渡票（DB）による決済を可能としている。⁽²⁾ 現行のDBのしくみとは、渡方会員が、輸送の遅延その他のやむをえない事由によつて、有価証券を引き渡すことができない場合に利用される制度である。この場合、渡方会員は、取引所に有価証券を引き渡すことのできない事由を訴明し、受方会員の承諾を得たうえ、DBを受方会員に交付することによって決済を行うものである。導入以前であれば、DBの発行によつて、渡方会員と受方会員の間に証券の貸借関係が成立する。渡方会員は、DB発行の日から起算して五日目までに、この決済を行わなければならない。清算機関方式の導入によつて、これまで渡方会員と受方会員の間で生じていた貸借関係が、渡方会員と取引所の間、受方会員と取引所の間の各々で生じることとなる。

また、導入以前は、渡方会員は、約定代金相当額の預託金を取引所に預託しなければならず、かつ、取引所に認証料を納付し、受方会員に品借料を支払わなければならなかつた。

導入後は、これを受けて、預託金については、渡方会員が東京証券取引所に預託するが、東京証券取引所が受方会員に預託することとはしない、また、品借料については、渡方会員から東京証券取引所を通じて受方会員に支払うこととなつた。

(3) 違約損失準備金の位置付け

違約損失補償準備金に関しては、東京証券取引所の定款第九六条に規定されていた。改正前の条文はその第一項に、「取引所の会員が、東京証券取引所の市場における有価証券の売買取引に関し締結した契約の不履行によつて、他の会員に損害を与えた場合で、その不履行によつて被つた他の会員の損害が、東京証券取引所の定款及び業務規定のすべての規定による弁済をもつて完済し得ないとさには、東京証券取引所は、違約損失補償準備金をもつて、契約不履行者に代わつて、その完済し得ない損害額を補償するものとする。」とあつた。違約損失補償準備金の制度上の位置付けは、右記のように、売買契約の相手方が決済不履行になることによつて損害を受けた会員の当該損害を補償することにあつた。しかし、制度導入後は、取引所が債権債務の相手方となることから、有価証券の売買に関し、東京証券取引所が被つた被害を補てんする制度として位置付けられることとなつた。それに伴つて、違約損失補償準備金から違約損失準備金に改称された。

清算機関方式導入により、会員が決済不履行となつた時、決済不履行のリスクは東京証券取引所が負担しなければならない。前述のランファルシー基準^⑥でも、「マルチラテラル・ネットディング・システムは、その最低条

件として、ネット負債額が最も大きな参加者が決済不能となつた場合でも、日々の決済をタイムリーに完了させることができなければならぬ。」とある。従つて、違約損失準備金を代表とする決済不履行となつた場合の手当が重要となる。新制度の導入に伴つて、違約損失補償準備金の位置付けは会員の損害を補償するものから、違約損失準備金と改称し、東京証券取引所の被る損害を補てんするものへと変更されたが、積み立ての方法は、導入前と同様の方法で行われる。導入以前でも、違約損失補償準備金が不足する場合には、会員から特別会費として、臨時に納入を求めることが可能であった（定款一五条三項）。導入後の違約損失準備金もこの方法を踏襲している。

（4）「定款」等の改正

清算機関方式の導入に伴つて、定款、業務規定、受託契約準則等の決済関連の改正が行われている。主な改正点は、債券債務の当事者が、他の会員から取引所に変更されること、および、それに伴つて、従来の違約損失補償準備金が、改正後は違約損失準備金と改称され、目的についても、他の会員の損害を補償することから、取引所の損害を補てんする目的に変更された点である。

5 決済不履行時における東京証券取引所の保証

東京証券取引所は、先述のように、有価証券引渡票制度（DB）を設け、当日決済できない場合に備えている。しかし、これによつても会員が決済債務を履行できなかつた場合、東京証券取引所は、以下の措置を講じて債務不履行株の弁済に充ててゐる。⁽³⁾

（1）決済不履行会員の売買取引等の停止ならびに有価証券および金銭の取引停止

東京証券取引所は、正会員が売買取引の決済を履行しないときまたはそのおそれがあると認めるときは、東京証券取引所が必要と認める期間、当該正会員に対し、売買取引の停止ならびに本所から（移行前は「本所を通じて」）受け取るべき有価証券および金銭の全部または一部の引取り停止の処理を行う（東京証券取引所業務規定第五八条第一項）。

（2）引取停止有価証券の売却および引取停止金銭による弁済

東京証券取引所は、引取停止有価証券および引取停止金銭については、売買取引の決済の不履行の弁済に充当することができる（東京証券取引所業務規定第五八条第三項）。

（3）清算基金による弁済

東京証券取引所の正会員が東京証券取引所清算部に加入するときは、清算基金を東京証券取引所に預け入れなければならない。そして、清算部加入会員が、売買取引の決済債務の履行を怠つた場合、その清算基金をもつて、弁済に充當することができる（東京証券取引所清算部規則第一六条第一項）。

（4）東京証券取引所における債務不履行会員の諸積立金による弁済

東京証券取引所定款四六条では、脱会に関する規定を置いている。この中で、基本準備金、基本積立金、別途

積立金及び本所が定める積立金があるときは、その額を、脱会の日に属する事業年度初の正会員数で除した額である。しかし、脱会会員が弁済しなければならない債務をもつ場合、その返済金および有価証券をもつて、他の会員および証券取引所に対して負担した一切の債務の弁済に充てなければならないとしている。（東京証券取引所定款四七条）

（5）会員信認金による弁済

証券取引法は第九七条、一二一条で会員信認金について規定している。会員に対して有価証券市場における有価証券の売買取引等の委託をした者は、その委託により生じた債権に関し、当該会員の会員信認金について、他の債権者に先立ち弁済を受ける権利がある（証券取引法第九七条四項）。また、会員が有価証券市場における有価証券の売買取引等に基づく債務の不履行により他の会員に対し、損害を与えたときは、その損害を受けた会員は、その損害を与えた会員の会員信認金について、他の債権者に先立ち弁済を受ける権利がある（証券取引法第二二一条）。つまり、会員信認金は有価証券の売買委託を行った者と有価証券の売買取引のために、損害を被つた他の会員を保護するために用いられる。

会員信認金については、定款第一六条にも規定があり、正会員は三〇〇万円を証券取引所に預託しなければならないとしている。

（6）不履行会員の東京証券取引所持ち分による弁済

不履行会員の東京証券取引所持ち分とは、出資金をいう。東京証券取引所における決済不履行会員の諸積立金と出資金に手を付けざるを得ない場合には、会員は脱退となり、その場合の処理方法は定款四六、四七条にある。

（7）違約損失準備金による弁済

正会員が東京証券取引所の市場における有価証券の売買取引に関し締結した契約の不履行によつて、東京証券取引所に損害を与えた場合で、その不履行によつて被つた東京証券取引所の損害が、定款および業務規定どの方法によつても完済し得ないときは、東京証券取引所は、違約損失準備金をもつて、その完済し得ない損害額を補てんする（東京証券取引所定款第九六条第一項）。

違約損失準備金を用いるということは、会員全体で、決済不履行会員の債務を弁済することである。従つて、不履行会員が右記（1）から（6）までによるすべての弁済を行つても、債務を弁済することができない時に用いられる最終手段である。これは、決済に係る不履行を担保することのみを目的としている。

6 まとめ

清算機関方式は、清算機関が原始取引者に代わつて、決済における債権債務のカウンターパーティ（当事者）となるものである。清算会社が債権債務を保証するので、取引者は、取引を行う当初の相手方の資力、取引の相手方が決済不履行となるリスクを懸念する必要がなくなる。取引の安全を確保する制度である。

さらに、取引の安全を確保するためには、債務不履行時における弁済方法が適切なものであるか検討する必要があるであろう。

次回は、一九七〇年代から行われているアメリカの清算機関による清算がいかなるものであるかを検討したい。

注

- (1) 「二人互いに同種の目的を有する債務を負担する場合において双方の債務が弁済期にあるときは各債務者はその対当額について相殺によりてその債務を免る」とを得たし債務の性質がこれを許すものに限らなければ。」
- (2) 東京証券取引所の発表によると、「DVPの導入に合わせ、DB制度に代えていわゆるフェイイル制度を導入する予定である」としている。DBによる決済は、決済日に完了するのに対し、フェイイル制度において、決済は、決済日に完了せず、翌日に繰り延べられる」ととなる。
- (3) 先物取引の場合は、これに加えて、売買証拠金、取引証拠金による弁済がある。

資料

本所決済の清算機関方式への移行について（要綱）

平成11年2月16日
東京証券取引所

項目	現行	将來
1. 清算機関の役割と意義		
① 清算機関の機能	<ul style="list-style-type: none"> 取引の原始相手方に代わり、債務を引受けることにより、決済の当事者となる。 取引参加者は、個々の取引の相手方の決済不履行に係るリスク（信用リスク）を意識することなく取引を行うことが可能となる。 	<ul style="list-style-type: none"> 清算機関は、決済の当事者として決済履行を保証することとなる。
② 清算機関の意義		
2. 清算機関方式移行の目的	<ul style="list-style-type: none"> 決済の安全性向上及び効率性確保の観点に立ち、ランファーリン基準により求められているネットティング決済に係る法的根拠の明確化（別添1参照）を実現すると共に、グローバル・スタンダードとの調和を図る観点から、本所決済について清算機関方式（取引所が決済の当事者となる方式）に移行する。 	<ul style="list-style-type: none"> 決済制度に係る国際的なベンチマークであるISDA修正勧告（1995年）において、各市場はRTGS（リアルタイム・セーフティ）を採用するかまたはネットティング決済を推進するのであるが、ランファーリン基準に完全に沿ったものとすることが求められている。（別添2参照） 諸外国においては、特に派生商品の決済について一般的に清算機関方式がとられている（別添3参照）。
3. 基本的な枠組み	<ul style="list-style-type: none"> 現物及び先物取引の成立により、正会員及び特別参加者（以下「正会員等」という。）が取引の相手方正会員等に対し負担することとなった債務（证券の引渡し又は金銭の支払い）を本所が引き受け、当該債務に対当する債権を取得する。 	

資料

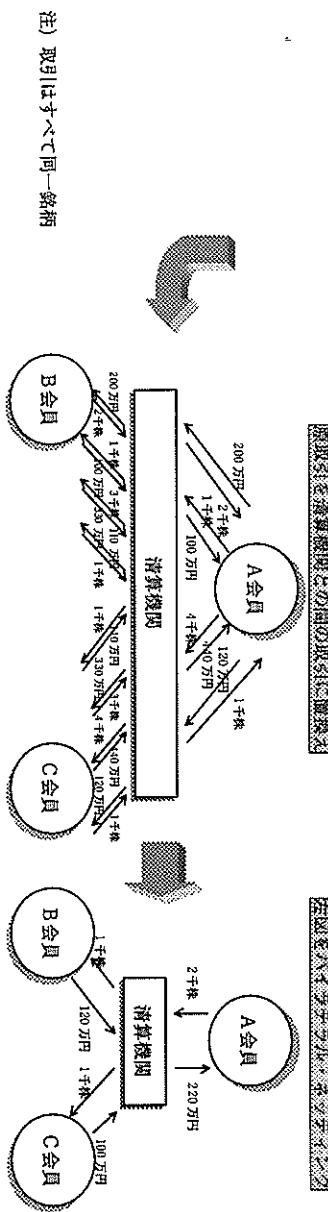
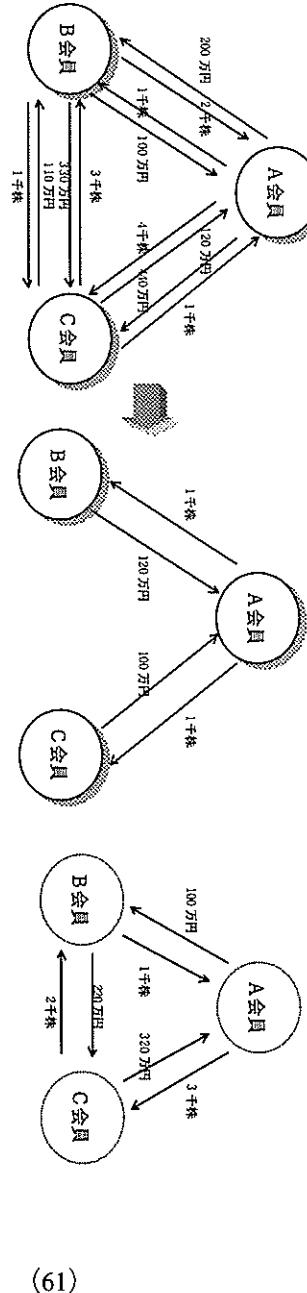
項目	内 容	備 考
4. 債務引受け等の時用	<ul style="list-style-type: none"> ・本所の債務引受け等は、取引成立と同時に使う。 	
5. 対象部位	<ul style="list-style-type: none"> ・本所で行われる全ての取引を対象とする。 	
6. 相手方指定	<ul style="list-style-type: none"> ・本所が債務引受け等を行うことにより、正会員等が決済を行う相手も本所となることから、決済におけるいわゆる相手方指定は禁止する。 	
7. 決済方法	<ul style="list-style-type: none"> ・正会員等の間で決済を行う現行の方法から、本所と正会員等との間で決済を行う方法に改める。 ・ただし、実務上は、現行でも有価証券及び金銭の授受は本所を通じて行っていることから、基本的にはその仕組みを踏襲し、日銀 DTR を利用した国債大口取引の決済及び国債先物の受渡決済についてのみ以下のとおり変更を行うものとする。 	
8. 債務引受け等による決済	<p>a. 指定国債による場合は、日本銀行指替決済制度における渡方正会員等の口座から本所口座、本所口座から受方正会員等の口座への振替により行う。</p>	
9. 連続損失補償準備金等の位置付けについて	<ul style="list-style-type: none"> ・渡方正会員等が有価証券の引渡しを行えない場合には、現行どおり有価証券引渡票（DB）による決済を可能とする。 ・DBの仕組みは現行どおりとする。すなわち、預託金は渡方正会員等が本所に預託するのみとし、本所が受方正会員等に預託することはしない。また、品種料は渡方正会員等から本所を通じて受方正会員等に支払うものとする。ただし、DBによる有価証券の貸借関係については、渡方正会員等と本所との間、本所と受方正会員等との間において各自成立させることとなる。 	
10. 施施行期	<ul style="list-style-type: none"> ・5月を目途とする。 	
	以上	

(出所) 東京証券取引所の www サイトより (<http://tse.or.jp/news/release/article/199902/inhouseyok.pdf>)

マルチラテラル・ネットティングについて

現在のマルチラテラル・ネットティング

(参考) マルチラテラル・ネットティング



(出所) 東京証券取引所のwwwサイトより (<http://tse.or.jp/news/release/article/199902/inhouseyokop.pdf>)

資料

BIS ランファルシー基準について

別添 2

ランファルシー基準とは、BISにより1990年11月15日に発表された「G10諸国中央銀行によるインター銀行・ネットティング・スキーム検討委員会報告書」において「クロス・ポーダー及び多通貨ネットティングとその決済スキームの設計と運営に関する最低条件」として示された下記の6つの条件（基準）である。このように同基準は、そもそもは中央銀行によって銀行間決済システムに関する提言されたものであったが、証券決済分野でも、1995年に公表されたG-30のISISAによる修正勧告において、ネットティング決済についてはランファルシー基準に完全に沿ったものを導入し決済リスクを削減するよう求められるに至った。

I. ネットティング・システムはすべての関係法下で確固とした法的根拠を持つこと。

II. ネットティング・システムの参加者は、ネットティングの導入が当該システムに係るリスクに及ぼす影響を明確に認識していないければならない。

III. マルチラテラル・ネットティング・システムは、ネットティング・サービスの提供者や参加者の責任を明らかにすべく、明確に定義された信頼リスクと流動性リスクの管理手法をもっていること。また、関係者が各種リスクを抑制・管理するインセンティブと能力をもつことが確かであること。

IV. マルチラテラル・ネットティング・システムは、その最低条件として、ネット負債額が最も大きな参加者が決済不能となつた場合でも、日々の決済をタイムリーに完了させることができなければならない。

V. マルチラテラル・ネットティング・システムは、公正かつ開かれたかたちでのアクセスが可能となるよう、客観的かつ一般に公表された参入基準を設けていなければならない。

VI. すべてのネットティング・システムは、業務処理面において信頼に足る水準を確保するとともに、日々の事務処理量に対応し得るバックアップ設備を確保すべきである。

各国の清算機関方式の採用状況

	現物	先物
米国	○	○
英國	× (注1)	○
フランス	○	○
ドイツ	× (注1)	○
日本	×	△ (注2)

注1：英國（LSE）及びドイツはクロス決済方式をとっているため、清算機関方式を採用していない。ただしLSEでは、SETS（新売買制度）導入に伴い、清算機関方式の導入を検討している。

注2：日本においても東京金融先物取引所は清算機関方式を採用している。

（出所）東京証券取引所のwwwサイトより (<http://tse.or.jp/news/release/article/199902/inhouseyokop.pdf>)