

証券市場の制度的 インフラストラクチャー (上)

—約定後経済行為の機能分析—※

福 本 葵

要 旨

証券売買は、証券の売り手が売却を希望する銘柄、価格と数量、買い手が購入を希望する銘柄、価格と数量が一致すると約定となる。約定された取引は、履行されて初めて完了する。証券売買取引には、約定と履行の双方が不可欠であるにも関わらず、これまでの代表的な証券市場論や投資論において議論の中心となってきたものは、売買の約定についてであった。一方、履行については、従来、約定されれば当然に行われるもの、必ず保証されているプロセスである、という程度の認識に過ぎなかった。

しかし、1995年のベアリング社の経営破綻や1997年の日本における相次ぐ証券会社の経営破綻は、履行が当然の行為ではないことを示している。証券売買が約定されたとしても、証券会社が売買の対象となった証券を引き渡すことができない、購入した証券の代金を支払うことができない事態が発生する可能性がある。履行にはリスクが存在する。にもかかわらず、こうしたリスクについて、これまで十分に検討されてきたとは言えない。

また、国内外で市場間競争が顕著となっている中、投資者がどの市場を利用するのかを選択する場合、履行を含めた売買約定後の経済的行為が安全に、効率的に行われることを重視することが考えられる。

このように、履行を代表とする売買約定後に行われる経済的行為は取引の重要な一部であり、これを明示的に検討する必要があると考えられる。そこで、本稿では、分析の対象として、売買約定後の経済的行為を取り上げる。

しかしながら、売買約定後の経済的行為には、多くの機関がそれぞれ異なった法制度の下、それぞれ独自の業務を行っている。このため、誰がその制度の担い手であるかを分析したいいわゆる機関分析では、総合的な観点からの分析を行うこ

※ 本稿作成にあたって、ご指導賜った蛸山 昌一高岡短期大学学長、林 敏彦大阪大学教授、財団法人日本証券経済研究所主任研究員二上 季代司氏、Colin McKenzie大阪大学助教授に、厚く御礼申し上げます。また、ヒヤリング等でお世話になった、大蔵省証券局総務課、東京証券取引所決済管理部、財団法人証券保管振替機構、株式会社債券決済ネットワークの皆様にご心より感謝の意を表したい。

とが困難である。そこで、本稿では機能分析を用いて分析を行う。機能分析とは、何を行うか、行われている行為の機能に着眼した分析方法である。売買約定後の経済行為には、様々な機関が登場し、それぞれが独立した経済行為を営んでいる。この具体的事実の中から、その行為の本質的な機能を分析し、総合的に検討する方法が機能分析である。

証券取引が国際化、ボーダーレス化する中、イギリスやアメリカでは、決済を中心とした売買約定後の制度を国際競争の戦略と捉え、制度の再構築を図っている。日本においてもこれらに遅れをとらじと、複数の委員会による議論がスタートしている。どのような制度を構築するかを決定する前提として、日本の制度と各国の制度の比較を行うことが重要となる。各国の比較をするためには、その機関が本質的には何を行っているかを見ること、つまり、機能分析が必要である。

目 次

序章 はじめに

1. 本稿の目的
2. 証券売買の特徴

I. 売買約定後の経済的行為の機能分析

1. 機能の分類
2. 券面の移転、不動

機能1：証券管理機能

機能2：権利移転機能

機能3：権利実現機能

機能4：代金移転機能

機能5：安全保障機能

II. 日本における売買約定後の機能分析

機能1：証券管理機能

機能2：権利移転機能

機能3：権利実現機能

機能4：代金移転機能

機能5：安全保障機能

序章 はじめに

1. 本稿の目的

証券売買は、証券の売り手が売却を希望する銘柄、価格と数量、買い手が購入を希望する銘柄、価格と数量が一致すると約定となる。約定された取引は、履行されて初めて完了する。

証券売買取引には、約定と履行の双方が不可欠であるにも関わらず、これまでの代表的な証券市場論や投資論において議論の中心となつて

きたものは、売買の約定についてであった。一方、履行については、従来、約定されれば当然に行われるもの、必ず保証されているプロセスである、という程度の認識に過ぎなかった。

しかし、1995年のベアリング社の経営破綻は、履行が当然の行為ではないことを示している。証券売買が約定されたとしても、証券会社が売買の対象となった証券を引き渡すことができない、購入した証券の代金を支払うことができない事態が発生する可能性がある。1997年後半の日本における相次ぐ証券会社の経営破綻も、決

済不履行となる危険性を示している。履行は、必ずしも保証されるプロセスではない。履行には、リスクが存在する。しかし、こうしたリスクについて、必ずしも十分に検討されてきたとは言えない。

また、国内外で市場間競争が顕著となっている中、投資者がどの市場を利用するのかを選択する場合、履行を含めた売買約定後の経済的行為が安全に、効率的に行われることを重視することが考えられる。市場間競争は、取引の迅速性、マーケットインパクトの低さ、約定の安全性、効率性等を巡って行われている。これらに加えて、売買約定後の経済的制度の効率性、安全性も市場間競争の重要な対象となる。

このように、履行を代表とする売買約定後に行われる経済的行為は取引の重要な一部であり、これを明示的に検討する必要があると考えられる。そこで、本稿では、分析の対象として、売買約定後の経済的行為を取り上げる。

ところで、この売買約定後の経済的行為については、多くの機関がそれぞれ異なった法制度の下、独自の業務を行っており、それらがそれぞれの制度の担い手となっている。例えば、証券会社、証券取引所、保管振替制度における証券集中預託機関、名義書換代理人等である。従来、売買約定後の制度や経済的行為を分析する際、主に用いられてきたのは、機関分析であった。機関分析とは、誰がその業務を行うか、制度の担当者は誰であるかに重点を置いた分析方法である。例えば、信託会社が行う行為であるので、信託法によって規定、規律し、保険会社が行う年金は保険法で規定するといった方法である。従来、日本の法体系は機関分析に基づいている。これによるとたとえ機能類似の商品であっても、制度の担い手が異なれば、異なる法

律で規定し、罰則も異なってくる。しかしながら、制度の担い手に着目している機関分析では、総合的な観点からの分析を行うことは難しい。

これに対し、商品に共通の機能を抽出し、類似の商品は同一の法律で規定することを目的とする金融サービス法は、機能分析に基づいて立法が検討されている。機能分析とは、何を行うか、行われている行為の機能に着眼した分析方法である。売買約定後の経済行為には、様々な機関が登場し、それぞれが独立した経済行為を営んでいる。この具体的事実の中から、その行為の本質的な機能を分析し、総合的に検討する方法が機能分析である。

機関分析の観点から見ると、各国の制度を担当する担い手は異なっている。しかし、売買約定後の経済的行為に必要な機能は、各国共通するものであり、時間の経過によっても大きく変化することがない。従って、二国間、三国間の国際比較を行うことができる。機能分析のメリットは、各国の制度を比較することができること、時間の影響を受けることが少ないことがあげられる。

証券取引が国際化、ボーダーレス化する中、イギリスやアメリカでは、決済を中心とした売買約定後の制度を国際競争の戦略と捉え、制度の再構築を図っている。日本においてもこれらに遅れをとらじと、複数の委員会による議論がスタートしている。どのような制度を構築するかを決定する前提として、日本の制度と各国の制度の比較を行うことが重要となる。約定後制度に関する研究は、数少ない上に、従来の研究は、制度を担っている機関に着目し、それが行う行為を叙述したもの、機関分析に偏りがちであった。各国の比較をするためには、機関分析によって、制度の担い手を見ることのみならず、

その制度が本質的には何を行っているかを見ること、つまり、機能分析が必要である。従って、本稿では、分析の手段として、この機能分析を用いる。

2. 証券売買の特徴

ここでは、分析の対象を証券売買約定後の経済的行為とするが、その前に、証券を売買することの意味を確認する。証券を売買することはどういうことであろうか。一般の財の売買とどのような点で異なるか。証券の売買の特徴は、証券売買約定後の一連の経済的行為の機能を特徴づけるものである。証券の売買の特徴を考えることは、その後に発生する証券売買成約後の経済的行為の前提となる。

(1) 有価証券としての特徴

われわれの日常生活の中で一般の財の売買は頻繁に行われる。この、一般の財の売買と比較して証券の売買はどのような点で特徴的であるだろうか。

証券は物理的な券面そのものに価値があるわけではない。証券の発行者は、経済活動に必要な資金を、市場を通じて借りている借り手であり、一方、証券に投資する者は、証券の発行者に資金を貸している貸し手である。通常、資金の借り手は貸し手に対し借用書を発行する。証券はこの借用書の一種である。例えば、資金の借り手である銀行が、資金の貸し手である預金者に預金証書を発行するケースもこの借用書の発行にあたる。約款により預金証書は譲渡禁止とされているが、それは証書の当然の特徴ではない。取引市場が発達していれば、証書は転々と移転される。つまり、証券の保有者である資金の貸し手が次々と代っていく。証券の保有者

は、不特定多数であり、誰が保有しても発行会社である資金の借り手が証券の所有者である資金の貸し手に対して、履行しなければならない義務に変化はない。証券は発行会社に対して保有者が有する権利を表象している。

(2) 証券が表象する権利

では、証券が表象する権利とは何か。証券が発行会社つまり資金の借り手の発行する証書の一種であることを考えると、その権利は、第一に、契約内容の債務を請求する権利である。例えば、株式の場合、配当が円滑に支払われることを要求する権利を有し、社債の場合は、利金の支払いと、期間経過後に元金が支払われることを請求する権利を有している。

第二に、株式の場合は、発行会社に対するガバナンスを行う権利を有している。株式の所有者は、定期的には株主総会を通じて、株式の持ち分権に比例してガバナンスを行うことができる。また、期中においても、株主であることによって、株主代表訴訟等、会社に対してガバナンスを発揮する機会が与えられている。

三つ目に、株式の保有者は発行会社が倒産した際に、残余財産の分配を受ける権利を有している。株主は、会社の債権者ではなく、構成員である。そのため、債権者が債権の保全を行った後の残余財産の処分権を有している。一方、社債の保有者は発行会社の債権者として債権回収を行うことができる。

(3) 投資性

イギリスのFinancial Service Act (以下、FSA) は投資物件や集団投資物件について、包括的な規定を設けている (FSA75条)。このFSA立法に携わったGower教授はReview of Investor

Protectionにおいて、一般財産と投資物件の相違をその排他性に見ている。つまり、株式などの投資物件の価値を決定するのは投資者本人ではなく、他人の行為による。株式ならば会社を経営する者などの行為や決定による。

証券の特徴として、この投資性をあげることができる。証券はこの投資性という受動的な特徴を有する。証券の価値を決定する他人が行った行為をチェックするためには、会社は証券の価値を決定付けた行為内容を公開しなければならない。証券取引法は有価証券報告書をはじめ、様々なディスクロージャーの規定を持つ。投資物件の価値を正確に判断するためには、必要な情報が必要な時に入手できることが必須である。

（４）流通性（譲渡可能性）

資金の借り手である発行会社が資金の貸し手である投資者に対して発行する一種の借用証書が証券である。証券の所有者は不特定多数である。そして、証券の特徴として、譲渡が可能であるということがあげられる。ここで取り扱う証券は、整備された市場を有し、所有者は証券を自由に譲渡することができる。また、証券の譲受者は譲渡者と同じ内容の権利を発行会社に対して請求することができる。一般の財の場合、中古品は特定された性格を有する。原始取得者が持つ財と第二、第三の取得者が取得した財とは、性格の異なるものに代わっている。ところが、証券の持つ性格は、転々移転されたとしても、その証券の持つ性格は最初に取得した貸し手の持っていた証券の性格と同一である。

そして、証券の場合は、整備された証券市場を有しており、不特定多数が証券を譲渡し、取得することが可能となっている。一般に、不特

定多数が取得し、円滑に譲渡するために、同種、同価値の定型化された証券が大量に発行される。

以上のように、証券売買は、一般の財とは異なった性質を有するものである。この性質は権利移転や権利実現の方法という場面で、売買約定後に行われる経済的行為においても異なった性質を導き出している。このような証券の特徴は次章で行う売買約定後の経済的行為の機能分析の前提として踏まえておかなければならない。

I. 売買約定後の経済行為の機能分析

1. 機能の分類

売買約定後の経済的行為に、現実には数多くの機関が携わっている。例えば、日本においては、証券会社、証券取引所、保管振替機構、名義書換代理人等である。アメリカにおいては、証券会社、証券取引所、預託機関、清算会社等である。しかし、既に述べたように、このような機関が行う様々な具体的行為は、そのままの形で比較することは困難である。ここでは、具体的な機関の個別の役割からひとまず離れて、制度全体がどのような機能を果たしているかについて分析する。

では、売買約定後の経済的行為には、どのような機能が考えられるか。ここでは、その機能を5つに分類することとした。機能1として、証券管理機能、機能2として、権利移転機能、機能3として、権利実現機能、機能4は代金移転機能、機能5は安全保障機能の5つである。

まず、機能1の証券管理機能について考察する。証券を売却しようとする者は、その時点で証券を保有する者であり、この者は証券を保管している。そこで、考えられる機能が機能1の

証券管理機能である。証券は、発行会社に対する権利を表象するものである。このことから、機能1の証券管理機能は証券の券面そのものを管理する機能と証券に関するデータを管理する機能に二分される。証券の券面を管理する機能のうち、代表的なものが、保管および預託である。一方、証券データ管理機能の中で、最も代表的なものが、株主名簿の管理である。

次に、証券売買が約定すると、その後、証券は決済される。これが、機能2の権利移転機能である。権利移転機能とは証券決済の働きを示す機能である。売買が約定すると、証券を動かす制度の場合は、物理的な券面が売り手から買い手に移転することによって取引が完了する。証券を動かさない制度の場合には、物理的な券面は不動であり、証券の表象する権利が売り手から買い手に移転する。証券の権利移転つまり決済は、計算、照合、清算、受渡または振替の4つのプロセスが順を追って踏襲され完了される。

第三番目の機能は、機能3の権利実現機能である。証券は権利を表象するものであるから、証券の所持人は、発行会社に対して、一定の請求権を主張することができる。しかし、記名株式に関しては、名義書換を行わなければ、株主としての地位を会社に対して対抗することができない(商法206条)。従って、株式の場合は名義書換を経てから、株主としての地位を主張することになる。このように、証券の権利者としての権利を実現する機能が機能3の権利実現機能である。具体的には配当金の受け取り、議決権の行使、倒産時の残余財産の請求等である。通常、証券の取得者は、証券の取得と同時に証券の表象する様々な権利をも取得する。これを実現させる機能がこの権利実現機能である。

4つ目の機能として、機能4の代金移転機能

が考えられる。先に述べた機能2の権利移転行為は、換言すると証券決済である。4つ目の代金移転機能は、資金決済を示す。売買が約定された後、証券そのものまたは証券の表象する権利のみならず、売買の対象となった証券の代金をも移転させなければならない。

最後に、証券取引の安全を保障する機能が考えられる。5つ目の機能である機能5の安全保障機能である。証券の権利移転や代金の移転の機能にはリスクが伴う。確実に、かつ、安全に取引が行われるためには、安全保障機能が果たされなければならない。安全保障機能は主に2つに分別される。一つは、取引のリスクの発生を未然に防ぐ方法である。例えば、取引に参加する者に財務条件などの一定の資格を課し、資力ある参加者のみを参加させる場合や、貸株市場等を整備し、決済不履行を起こさせないようにする方法などである。もう一つの方法は、リスクが発生してしまった後もそのリスクを他に波及させないようにする方法である。例えば、ブローカーと顧客の財産を分別管理することや、各種補償基金を整え、ブローカーが倒産し、顧客がそれによって損害を被った場合でも、補償基金の補償の対象内であれば、担保されることなどがこれに当たる。

2. 券面の移転、不動

売買約定の後に、どのような経済的行為が行われているのかを機能的に分析する際に、証券の券面が物理的に移動するか、不動かに分類して分析する必要がある。券面が移転する場合と、不動の場合では、機能が異なってくる場合があるからである。

（１）券面が移転する場合

証券が不特定多数に所持され、転々移転されるためには、規格化された券面が発行され、その券面が手渡される方法が、伝統的に採用されてきた（商法第205条）。そして、券面の所持人を適法な所持人と推定してきた（商法205条第2項）。券面が移転する場合とはこのような伝統的ケースである。投資者は物理的な証券の券面を所持し、売却する場合はその券面を証券会社に持ち込む。証券の券面は新たな所持人に物理的に移転される。

（２）券面不動の場合

大量に発行された証券の権利移転を明らかにするために、券面による移動は確実であり、移転されたことが第三者の目から見ても、容易に認識しうるものである。しかし、証券売買取引の増大とともに、物理的に券面を移動させるには莫大なコストとリスクが生じることとなった。長距離を物理的な株券が移動するには運搬コストがかかり、長時間を要する。また、運搬途中や保管の際の盗難や紛失のリスクも存在する。そこで、物理的な券面の交付を行わずに、または、一旦交付された券面を不動化させる方法が考案された。

（３）証券不動化

アメリカや日本の制度で採用されているものは、一旦証券を発行し、その証券を不動化（immobilization）させる方法である¹⁾。これを証券の不動化という。一旦発行した証券を物理的には移動させない方法である。日本においては、保管振替機構を、アメリカにおいては、Depository Trust Company（以下、DTC）を利用した保管振替制度、国債では Book-entry

system等がこれにあたる。これらの制度においては、一旦発行した証券を不動化する考え方、有価証券法理に立脚する。

（a）保管振替制度

保管振替制度のしくみは、次のようなものである。まず、証券の所持人である投資者が、自らの保有する証券を証券会社に預ける。証券会社は更に、投資者から預かった証券を自己の保有する証券と併せて、証券集中預託機関といわれる証券を集中保管管理する機関に預ける。証券集中預託機関に預けられた証券は、混蔵保管される（日本においては、株券等の保管及び振替に関する法律、以下、保管振替法第23条）。証券を預託した証券の所持人は、当該証券個別の所有権を主張することはできない。預託された証券の数量に応じた共有持分権を有することになる（日本においては、保管振替法第24条）。

証券集中預託機関は、証券会社の証券を管理する口座を有しており、証券の移動はこの口座間の振替によって行われる。証券の売り手の口座をマイナス記帳し、証券の買手の口座をプラス記帳することによって、物理的な券面そのものの移動に代える。従って、投資者、証券会社ともにこの制度に参加する者は、証券の券面を保持管理する必要はなくなり、盗難紛失のリスクや運搬コストを削減することができる。

（b）社債登録制度

アメリカにおいては社債も株式と同様に、主にDTCを証券集中預託機関とした保管振替制度を採用している。一方、日本においては、社債登録制度をベースにした方法が採用されている。日本における社債の決済制度でも券面の移動はない。しかし、証券の記番号管理を行っており、株式の様に混蔵保管された証券につき、預託株数分の共有持分権を有する保管振替制度を採用

していない。

以上を踏まえ、それぞれの機能につき、詳細に見てゆくこととする。

機能1：証券管理機能

証券の券面そのものに価値があるのではなく、証券は発行会社に対する一定の請求権を表象したものであるという証券の特徴から、証券管理機能は二つに大別される。一つは、証券の券面そのものを管理する機能であり、もう一つは、証券に関するデータを管理するものである。

大量に発行された同じ内容、つまり、同種で同価値の証券を取り扱うには、一定の規格の証券が発行され、発行された物理的な券面の形態を取る証券が流通に用いられる方法が便利であり、誰が証券の所有者であるかを容易に特定することができる。券面を物理的に移動させる場合は、証券の券面そのものを管理する必要がある。これが証券の券面管理機能である。

また、証券は、発行会社に対する一定の請求権の表象である。このことから、券面そのものの管理のみならず、証券の表象する権利に関するデータも管理しなければならない。これが、証券に関するデータ管理機能である。

証券管理機能は売買取引およびそれ以降の経済的行為の前提となる機能である。証券を移転させる前に、取引の対象となる証券を特定しなければならない。売り手の証券はどれであるかが、管理され、特定されていないと、移転に混乱をもたらすことになる。証券管理機能が十分に働くことによって、売買取引が円滑に進められるのである。証券管理機能は、売買の対象となる証券に関するデータ、証券購入に必要な資金のデータ管理等、証券の売買に必要なあらゆるデータを管理する機能である。

(1) 証券管理 (券面管理)

(a) 保管

大量に発行された証券が、物理的な券面となる場合は、それを保管しなければならない。具体的には、投資者が自ら管理する場合、証券会社が保護預りする場合、信託銀行等のカストディ業務の一環として、金庫に保管する場合などが考えられる。

券面を保管するためには、一定のスペースが必要であり、また、保管される券面を管理しなければならない。スペースや管理行為にはコストが費やされている。大量の株券を保管するスペースのために費用、株券の盗難や紛失に備える管理費用などである。

(b) 預託

証券の預託とは証券を預ける行為をいう。保管振替制度において、投資者は証券会社に証券を預託し、証券会社は投資者から預託を受けた株券と自己分を併せて、証券集中預託機関に証券を預託する。預託された証券は証券集中預託機関に混蔵保管される。

これは、預託された証券を個々の投資者別に分別保管するのではなく、他の投資者分と併せて保管する方法である。投資者は自らが預託した証券の個別の所有権を主張することはできない。証券集中預託機関に預託された同一銘柄の証券の共有持分権を預託株数に応じて持つこととなる。従って、保管振替制度においては、どの投資者がどの証券を所持しているかという情報を管理する情報、つまり、記番号管理は必要なくなる。

(2) 証券データ管理

証券管理機能の中には、証券の現物を管理する機能の他に、証券に関わるデータ、具体的に

は、銘柄、株数、額面、券種、記番号、所持人等を管理する業務がある。

（a）証券に関するデータ管理

証券管理行為の一つに証券に関するデータを管理する業務がある。証券に関するデータとは、株式ならば銘柄、株数、券種、記番号、所持人氏名、所持人住所、名義人氏名、名義人住所等であり、社債ならば、社債発行会社、額面、期限、所持人氏名、所持人住所等である。

①物理的券面が移動する場合

物理的券面が移動する制度においては、まず、証券の券面の保管業務を行う者が証券のデータを管理する。例えば、顧客の証券を保管している証券会社が顧客情報として、誰の、どの銘柄の、どのような種類の証券を、いくらの数量保管しているかという証券に関するデータを管理するケースなどである。

②券面を不動化する場合

券面を不動化する場合、証券に関するデータ管理業務は、券面を移転する場合と異なる。保管振替制度の場合、預託証券の個々の記番号を管理する必要はなくなる。証券を預託した投資者は預託証券の数量に応じた共有持分権を有することになる。そこで、保管振替制度において、証券に関するデータの管理とは、預託証券の数量、名義人氏名、名義人住所、質権設定の有無等となる。証券に関するデータは制度の参加者、ブローカーである証券会社と証券集中預託機関が管理することとなる。

（b）資金データ管理

証券売買のためには、証券を売り手から買い手に移転させるとともに、反対に、資金を買い手から売り手に移転させなければならない。これは後述の代金移転機能である。代金移転を前提に、管理機能の一つに、資金を管理する機能

が存在する。証券購入のための口座は銀行が管理する。代金移転の際にはこの銀行に対して代金移転請求がなされる。

顧客の売買取引には二通りある。一つは証券購入代金の全額を支払う方法であり、もう一つは、証拠金買入れ（または信用買い）と呼ばれ、新たに購入する証券を担保に、買入資金の一部を借入れる方法である。証券会社は銀行から充当資金を借入れ、顧客に「又貸し」する。購入された株式の一部が、銀行（対証券会社）、証券会社（対顧客）のいずれかの融資の担保ともなる¹⁾。後者はアメリカにおいて証拠金取引と呼ばれる。日本には同じ機能を果たす取引に信用取引がある。

機能2：権利移転機能

（1）清算と決済

機能2は、証券決済を示す。そこで、その前提として、清算および決済ということばの定義を明確化する。アメリカにおけるclearanceとsettlementの定義、日本における清算と決済の定義はいかなるものであろうか。

（a）アメリカにおける清算と決済

SEC（The U.S. Securities and Exchange Commission）はclearanceとsettlementの相違は何かという質問に対して、以下の通り述べている²⁾。

「清算と決済は証券売買の中で、二つの異なる構成要素を表現している。清算は証券取引に参加している異なった証券会社間で生じる。清算という取り扱いレベルに、顧客は含まれない。清算するプロセスにおいて、ブローカーと証券を売却する会社とがブローカー間で詳細な照合を行う。そして、清算は証券の交換がなされる最終ポイントにおいて行われる。ここでは、売

り手によって、購入した証券に対する支払いがなされ、買い手には証券が移転される。

決済は顧客とそのブローカーの間で発生する。証券を売却したブローカーは含まれていない。決済は顧客によって売買の対象となった証券に対する支払いがなされた時に発生する。または、証券を売却する顧客が当該証券をブローカーに引き渡した時に発生する。

決済においては、T+3のルールが適用される。もし、このルールが満たされなければ、ブローカーは、支払いがなされるまで、(本来ならば支払われる額の)利益を預かっておくか、証券を売却してもよい。そして、顧客は市場価格の下落によって生じた損失を補填しなければならない。加えて、ブローカーは証券の売却によって生じた手数料を徴収することができる。

当該ブローカーには同時制限 (the same time restrictions) の適用がないことも重要である。アメリカ証券法は、ブローカーに対して、取引を素早く実行することを要求しているのみである。連邦法や規定による締め切りはない。しかし、ブローカーは、取引が決済されるとすぐに顧客の口座に入金しなければならない。」

このように、アメリカにおいて、清算と決済の定義は明確に区別されている。清算がブローカー間でのプロセスであるのに対し、決済は顧客とブローカーとのプロセスをいう。

(b) 日本における清算と決済

では、日本において、清算と決済はどのように定義されているであろうか。東京証券取引所は以下の通り述べている³⁾。

「取引所の規則等においては基本的に「清算」という語は用いられていない。売買の結果としての有価証券と代金の受渡しという意味ではすべて「決済」という語が用いられている。なお、

同一当事者間の複数の取引をネットティングし、決済すべき有価証券の数量と代金の額を確定する作業を称して、総括清算という場合がある。ただし、これは規則上の用語ではない。」

(c) 本稿での清算と決済の定義

以上のように、アメリカにおけるclearanceとsettlementの定義、日本の証券取引所で用いられる清算と決済の定義を踏まえ、本稿では、決済を証券と代金の一連の受渡までのプロセスを、清算を決済における一プロセスと定義づける。つまり、清算とは、証券会社間で行われる証券と代金のやり取りの合理化のための一プロセスであるとする。

本稿においても、アメリカにおける定義と同様、清算は証券会社間で行われるものであり、顧客と証券会社との取引には関与しないとする。しかし、顧客の売却した証券、顧客の購入した証券に対する代金のやり取りの際、清算は一プロセスとして、大きな役割を担っている。そして、決済とは、売方顧客が売却した証券が証券会社を通じて、買方顧客に渡され、買方顧客からは、証券購入のための代金が売方顧客に支払われる一連のプロセスを指すものとする。

(2) 機能2：権利移転機能

権利移転機能とは、約定が行われた後、取引の対象となった証券の権利を売り手から買い手に移転せざる行為つまり、証券決済をいう。売買約定が行われた後、売買の対象となった証券の権利は、売り手から買い手に移転させられ、反対に売買代金が証券の買い手から売り手へと移転させられる。売買が約定し、証券の権利が売り手から買い手に移転することを証券決済、代金が買い手から売り手へと移転することを代金決済という。権利移転機能の現れである証券

決済は、計算、照合、清算、受渡または振替という一連のプロセスを踏襲して順次進められる。ここでのプロセスが順を追って行われることから、時間は重要なファクターとなる。決済に時間がかかると、不履行となる危険性が増大する。リスク削減のため、決済は、可能な限り短時間で行われなければならない。

（a）計算

証券売買取引に伴い、券面を移転させる場合は売買対象証券を確定する。そして、券面移転の有無に関わらず取引金額計算の作業が行われる。業務の担い手は、売買の仲介を行なう証券会社、取引市場等である。計算の対象は、約定金額、売り手証券会社と買い手証券会社の受け取り分、顧客の支払額、顧客の受け取り額、社債においては経過利子等その計算は多岐に渡る。このような計算作業は売買取引に不可欠である。計算業務には正確性と迅速性が要求されている。

計算作業は各国、証券の移転・不動産に関わらず行われている基本的な業務である。売買取引は、証券を確定し、支払い金額を計算確定することから始まり、次のプロセスへと移行する。

決済のプロセスは取引当日をT（取引日）として、決済終了までに何日費やすかを計る。現在、日本においても、アメリカにおいても株式の場合、この計算作業は取引日当日（T）に行なわれる。

（b）照合

売買取引の内容を確認するための行為を照合という。照合は取引の行われる市場、売り方証券会社、買い方証券会社、顧客によって幾重にも行われる。決済の一連のプロセスの中でもっとも時間を費やされる作業である。照合では、相手証券会社、取引量、銘柄、約定価格等取引

の内容が確認される。

日本においても、アメリカにおいても、株式に関するこのような照合は取引の翌日（T+1）および取引日の翌々日（T+2）に行われる。

（c）清算

証券の受渡を簡易化、確実化するために、約定価格に関係なく同一決済日、同一銘柄、同一証券会社について、売りの証券数量と買いの証券数量を相殺する。これを清算という。清算により個々の取引を一つ一つ決済するのではなく、一日に行われた取引をすべて合算する。従って、個別の取引とは異なる相手方証券や資金の受渡を行なうこととなる。

また、代金についても、同一会員、同一決済日のすべての売買取引の売付代金と買付代金を相殺し差引金額を授受する。

このように全ての売買の決済を清算する方法は、取引を行ったすべての相手方と個別に決済する方法に比べて、格段に効率的であり、決済に費やされるコストの大幅な削減をもたらしている。

例えば、アメリカにおいて、清算の担い手は清算会社である。清算会社はアメリカにおいて特徴的な機関である。清算会社は、決済のカウンターパーティつまり、決済にかかる債権債務の当事者となる。清算会社が当事者となることによって、売買取引を行う者はすべて清算会社を相手に証券や代金のやり取りを行うことになる。これによって、当初の売買取引の相手方の経済力を懸念することなく取引を行うことができる。清算会社は決済リスクに備えるため、清算会社の会員からさまざまな保証金を徴収し、また、清算会社の会員参加者となるために、資格要件を課している。日本においては、独立した清算会社は存在しない。取引所がこの機能を

担っている⁴⁾。

(d) 受渡

清算が行なわれた後、決済日に、売り手は証券を引き渡し、買い手は証券を受け取る。これを証券の受渡という。券面が移転する制度では、物理的に券面が受け渡しされる。受け渡しされる証券は、除権判決を受けた証券や受け取るべき利札が欠如している社債であってはならない。証券の決済はこの受渡までのプロセスが完全に行われることによって完了する。株式の場合、受渡は四営業日目 (T+3) に行われる。

(e) 振替

証券を移転させない制度においては、物理的な受渡は行なわれない。保管振替制度においては、受渡に代わって口座間の振替による。保管振替制度では証券の物理的移動を行わずともこの振替によって証券の移動と同じ効果を得る。証券の物理的な移動の必要がないため、時間、コストが削減できる。また、運搬上のリスクを生じないので安全である。

機能3：権利実現機能

(1) 名義書換

記名式株式以外の証券は、通常、証券を取得することによって、発行会社に対する一定の請求権を取得することができる。ところが、記名式株式は他の証券と異なり、先に示した権利移転行為だけでは株主としての地位を発行会社に対抗することができない。株式の移転は取得者の氏名及び住所を株主名簿に記載しなければ会社に対抗することができない (商法206条)。従って、株式を売買によって取得した者が株主としての地位を発行会社に対抗するために、券面のある場合は、発行会社に名義書換請求を行う。

(2) 権利行使

名義書換によって株主名義の移転が完了し、名簿の確定が行われた後は、株主が権利行使する。株主の権利として代表的なものは、配当金の受取りと発行会社に対するガバナンスである。また、不定期ではあるが株式分割が行われる場合もある。発行会社が株主に行うサービスとしての株主優待割り当ても、株主権ではないものの、大きくはこの機能に含まれる。

機能4：代金移転機能

権利移転機能と表裏一体の機能に代金移転機能がある。売買の対象となった証券の権利は売り手から買い手に移転される。一方、売買代金は買い手から売り手へ移転される。この証券の権利の移転と代金の移転は同時に行われることが望ましい。証券の権利の移転が代金移転よりも早ければ確実に代金移転があるまで、売り手側がリスクを負う。反対に代金の移転が証券の権利移転より早ければ、証券の権利が移転されるまでは、買い手のリスクとなるからである。証券の権利の移転と代金の移転が同時に行われることをDelivery versus Payment (以下、DVP) という。代金移転機能とは、証券売買の代金を円滑かつ安全に移動させる機能である。

機能5：安全保障機能

証券取引の確実性を担保するための機能が安全保障機能である。証券売買にはリスクが伴う。売り手は売買対象となる証券を買い手に移転することができないことがある。また、移転した証券に不備があるかもしれない。反対に買い手が決済日に購入した証券の代金を支払うことができない事態も起こりうる。買い手が売買取引を行ったものの決済日まで倒産することもある。

る。

これら売買取引に関わるリスクを軽減させる機能が安全保障機能である。売買取引に関するリスク管理の必要性は、近年ますます高まってきた。証券取引を個別に決済するのではなく、清算によって一つの証券会社の決済不履行が他に波及する可能性があるからである。

証券取引に伴うリスクに対し安全保障機能は各国に共通して見られる機能である。安全保障機能が充実している証券市場は、安全な取引市場の一つの要件である。証券市場における自由競争が促進されれば、安全保障機能はさらに重要なものとなる。

（１）安全保障機能の形態

安全保障機能は、未然にリスクの発生を防ぐものと発生したリスクの波及を防ぐものに大別される。未然にリスクの発生を防ぐ機能を果たす制度の代表は、参加者資格の設定や貸株市場である。参加者資格とは、証券売買取引に参加する者の資力や事務能力を審査し、一定の基準を満たさない者には、取引に参加することを許容しない参加者に一定の基準を設けることによって、取引の債務不履行を未然に防ぐ方法である。貸株市場もまた、未然にリスクの発生を防止する機能を果たしている。決済に必要な証券を準備することができない場合、取引参加者の資力に問題がなくとも、決済不履行が発生することがある。このような事態を回避するために、貸株市場は重要な役割を果たす。整備された貸株市場において、株式を借り受けることによって、決済の不履行を回避することができる。

安全保障機能の２つ目の形態として、発生したリスクが波及することを防止する機能がある。これは、例えば、取引の参加者である証券会社

が倒産した場合、リスクを他の取引参加者である証券会社や顧客投資者が被らないように手当てをする機能である。発生したリスクの波及を防止する機能を果たす代表的なものが、分別管理であり、各種補償基金である。

証券についても、金銭についても、証券会社と顧客投資者の財産が完全に分別されていれば、証券会社倒産の被害を受けることはなくなる。分別管理によって、証券会社の倒産のリスクを顧客に及ぼさないようにすることができる。各種補償基金も、証券会社倒産のリスクを顧客に及ぼさないための手段である。充実した補償基金の存在によって、補償基金の限度額までは、顧客は証券会社倒産のリスクを被らない。

安全保障機能を発揮するものは、以上の二つに大別されるが、さらに安全性を増すためにはその両方の性質を兼ね備える必要がある。

（２）リスク未然防止機能

（a）参加者資格

証券取引を行う機関は、参加者に様々な資格要件を課している。一定の資力を必要とする資格や、取引を行う人員や設備などの事務能力を資格要件としているものもある。参加者に一定の資格要件を課すことにより、リスクの発生を未然に防ぐ機能を果たしている。

取引所が参加者に要求する保証金もこの機能の一つである。取引所や清算業務を行う機関、証券集中預託機関⁵⁾では、参加者に対して、さまざまな保証金を徴収している。

（b）貸株・借株

証券会社では、顧客が証券を引き渡すことができない場合でも、相手方に対しては証券を引き渡さなければならない。そのために、顧客が引き渡すことができない証券と同一銘柄の証券

を同一の株数だけ入手する必要がある。他の証券会社から金銭を支払って目的の証券を借入れる。貸し手証券会社としては、証券の貸し出しによって、資金を入手することができる。このような証券を貸借する市場を貸株市場という。整備された貸株市場の存在は、決済の安全性につながる。顧客の証券引き渡し不履行を懸念する必要が少なくなるからである。仮に顧客が証券の引き渡しができない場合であっても、相手方証券会社が証券を準備できるからである。貸株市場は、決済不履行を防止する安全保障機能を果たす。

(3) リスク波及防止機能

(a) 分別管理

証券会社は自己の財産と顧客の財産を分別して管理しなければならない。これを徹底しないと、証券会社の経営破綻の際に顧客財産にリスクが及ぶ可能性がある。証券の分別管理も代金の分別管理もともに行われなければ、リスクが及ぶ。売り方証券会社と売り方顧客の関係では、証券会社が売り方顧客の証券を預ったまま分別していなければ、売り方顧客が自己の証券を取り戻すことができない。買い方顧客と買い方証券会社の関係では、買い方顧客が証券会社に代金を払い込んだまま証券会社が倒産し、この際、金銭の分別管理が行われていなければ、買い方顧客は払い込んだ代金の返還を受けることができなくなる。

ノミニ名義が利用されているアメリカにおいては、証券会社の経営破綻の際、証券会社が顧客の証券を持って逃亡する事態も発生したとされる。分別管理は証券会社の経営破綻リスクを顧客財産に及ぼさないための機能を果たすものである。

(b) 補償基金

証券市場の安全性を支えるしくみとして、各種補償基金がある。例えば、日本における投資者保護基金⁶⁾やアメリカにおけるSecurities Investor Protect Company⁷⁾(以下、SIPC)は、証券会社の経営破綻によって、その証券会社に証券や金銭を預けていた投資者が損害を被ることのないよう、これらを保護するために機能している。証券売買が成立して、決済が完了するまでに、取引証券会社が経営破綻した場合、証券や金銭が顧客分と自己分の分別管理ができていなければ、顧客が証券会社経営破綻の影響を受ける。

証券会社経営破綻の際、投資者を保護する手当てが講じていなければ、絶えず証券会社の経済力を勘案して、証券取引を行わなければならない。補償基金は、証券会社倒産のリスクが発生したとしても、そのリスクを顧客である投資者に及ぼさないようにしている。安全保障機能のうち、リスクの発生の波及を防ぐ機能を果たしている。

注

- 1) これに対し、フランスのシコバムで採用されている方法は、発行そのものを行わない不発行化 (dematerialization) である。
- 2) 1998年10月、筆者によるLaw Clerkへのインタビューによる。
- 3) 1998年10月、筆者によるインタビューによる。
- 4) 東京証券取引所では、1999年5月決済分より、清算機関方式を導入した。それまでも、東京証券取引所で行われる取引の清算は、取引所が行っていた。しかし、これは、確固たる法的な根拠のないものであったため、清算機関方式の導入により法的根拠の明確な制度に移行した。
- 5) 預託機関が支払方清算銀行から送金を受けられない場合には、預託機関が参加者ファンドや銀行融資を利用して、受け方清算銀行に必要な額を送金する。そのために、預託機関では参加者から資金を徴収しなければならない。
- 6) 平成9年の証券会社の相次ぐ経営破綻により、それまでの保証基金であった寄託証券補償基金を見直す動きが顕著となった。寄託証券保証基金は、証券会社の経営破綻により、金銭、有価証券を寄託している顧客が被る損害

を補償することを業務とする財団法人であった。補償限度額は一社につき20億円とされていた。平成9年の証券会社経営破綻により、より整備された投資者保護のしくみを求める声が高まっていった。そこで、寄託証券補償基金を拡充した法人として、投資者保護基金の創設についての検討が開始された。この結果平成10年12月1日施行の金融改革法により、投資者保護基金が設立された。これは証券会社と顧客分の分別管理を徹底し、補償の内容は、機関投資家等を除く顧客の預かり資産を補償の対象とし、その限度は、顧客一人当たり1,000万円を限度とする。また、補償金の支払いに加え、迅速な処理を図るために、顧客資産の返還のための貸し付けを行う。

- 7) アメリカのSIPCはSecurities Investor Protect Act（以下、SIPA）の下、設立された非営利団体であり、証券会社の経営破綻の際、投資者を保護する業務を行っている。SIPAはSIPCにファンドを設立するように規定している。SIPCはめいめい顧客に対して、50万ドルの請求を、そのうち、金銭の請求については、10万ドルを限度に補償している。倒産した会社の財務状態に係わらず、めいめいの顧客は、限度の範囲で確固たる請求ができる。

II. 日本における売買取引約定後の機能分析

では、5つの機能は日本の証券売買約定後の諸制度においてどのように実現されているだろうか。

機能1：証券管理機能

（1）証券券面管理機能

物理的な券面管理機能を果たす業務として、保管や預託がある。日本において、物理的な証券の管理の一つである保管は、顧客個人が金庫に保持するもの、証券会社が保護預りするもの、カストディ銀行として、銀行が保管するものなど、さまざまな保管形態がある。

また、保管振替制度にのっとり証券を預託した場合、保管振替機構は預託を受けた証券を混蔵保管する。保管振替機構では、証券の交付に備えて、大量の証券の現物を準備しなければならない。保管振替機構においても、大券保管

や不所持制度の利用が進めば、証券保管のスペースやコストを削減することができる。大券保管とは、流通単位（日本の上場企業の大半が1000株）よりも高額面（1万株券、10万株券等）の証券で保管することである。証券の不所持制度とは、株主が、発行会社に対し、株券の所持を欲しないことを会社に申し出る制度である。この場合、既に発行された株券を持っているときは、この株券を発行会社に提出しなければならない（226条ノ2）。発行会社は、株主から株券を不所持とする申し出を受けたならば、株主名簿に、株券を発行しないことを記載する。そして、当該株券を銀行、もしくは、信託会社に寄託する。かつ、この記載をなしたことを株主に通知しなければならない。発行会社がこの記載をした後、株券の発行はできない。提出された株券は無効となる。株主が株券不所持制度の利用をとりやめる際は、発行会社に申し出て、証券の発行を受ける。

（2）証券データ管理機能

（a）証券データ管理機能

証券データ管理の代表的なものが、株主名簿である。保管振替制度における実質株主名簿、顧客口座管理簿、参加者口座簿等もこの機能が実現されたものである。

株主は株主名簿に記載されている株数に応じて権利行使する。株主名簿の管理は、発行会社で行われる。発行会社は名義書換業務、株主総会の招集事務、有価証券報告書等の資料配送の事務を名義書換代人に委託する場合もある。

（b）資金データ管理機能

証券の売買が約定すると、売り手から買い手に証券が移転する一方、代金は買い手から売り手に移転する。証券売買後の経済的行為には、

証券の代金を管理する機能も必要である。

証券売買は、売り方から買い方に証券を移転し、買い方から売り方に代金を移転させることによって完了する。従って、売り手は購入代金を用意し、証券購入代金の全額を支払う。

購入代金を用意し、全額支払う方法とは別の方法に信用取引制度がある。新たに購入する証券を担保に、買入資金の一部を借入れる取引方法である。日本の信用取引は1951年6月に導入された。証券会社が顧客に資金・株券を貸し付け、顧客はそれによって現物取引を行う。現物取引は約定の日から数えて4営業日目(T+3)で決済するが、顧客と証券会社との間の決済は一定期間繰り延べられる。弁済の期限には、3ヶ月と6ヶ月の二種類があり、投資者は取引を委託する際に選択する。その間は差金決済が認められている。日本の信用取引においては、証券会社に資金の貸し付け・有価証券の貸し付けを専門とする証券金融会社が役割を担っている。

信用取引制度を利用しようとする投資者は、証券会社に信用取引口座を開設する。投資者は証券会社に対して、約定代金の一定額の委託保証金を担保として預託する。投資者は、買い付け資金又は売り付け証券を借りて売買を行う。そして、当初定めておいた期限に代金または証券を弁済する方法である。信用取引を行った投資者は、あわせて信用取引の金利を支払う。この金利は、市場金利に連動している。

機能2：権利移転機能

(1) 権利移転機能

権利移転機能とは、つまり、証券決済である。権利移転機能は、計算、照合、清算、振替または受渡の4つのプロセスを踏襲する。

証券のうち、株式の決済はT+3つまり、約

定日を含めて4営業日目になされる。

(2) 東京証券取引所における権利移転機能

平成10年12月より、取引所集中義務は撤廃され、証券売買取引は、取引所外で行うことも可能となったため上場証券の決済がすべて取引所で行われるわけではないが、ここでは、依然として、大部分の取引が行われている東京証券取引所における有価証券、特に、株式売買取引の権利移転機能について述べる。

東京証券取引所における売買約定後の証券決済は、東京証券取引所を通じて行なわれる。決済には資金決済と証券決済とがあるが、証券決済については、東京証券取引所の完全子会社である日本証券決済株式会社が事務委任を受けている。証券の普通取引の決済は、T+3つまり、取引の日を含めて4営業日目に、それぞれの取引毎に行われるローリング決済方式⁸⁾を採用している。また、普通取引の決済は、銘柄毎に売買数量を相殺するマルチラテラル・ネットティングを採用している。マルチラテラル・ネットティングとは、各証券会社の、同一銘柄、同一決済日の取引を株価に関係なく、売り付け数量と買い付け数量とをそれぞれ相殺し、その差額を受け渡すことにより行われる決済方法である。証券と代金ともにネットティングが行われる。このネットティングによって、実際の取引の相手方とは全く異なった相手と、証券や代金の受渡しを行うこととなる。

東京証券取引所で行われた売買参加者間の証券の受渡しは、保管振替制度を利用することになっている。しかし、その後の証券の保有形態について、保管振替制度の利用は強制ではなく任意である。保管振替制度を引き続き利用するのは、株券の交付を求めないまま、制度の中

で株式を保有することとなる。保管振替制度の利用をやめ、株式を株券で所有する場合は、保管振替機構から株券の交付を受ける。

（３）権利移転機能のプロセス

（a）計算

売買が約定されると、証券取引所、取引を行った証券会社等において、取引価格、手数料、有価証券取引税等、多岐に渡る計算がなされる。計算は権利移転機能の第一のプロセスである。取引に関する計算は取引日（T）になされる。

（b）照合

権利移転機能の第二のプロセスは照合である。照合とは、売買の確認作業である。東京証券取引所で行われた取引は、東京証券取引所内で売買照合が行われる。株式の場合、どの会員とどの会員の間の取引か、銘柄は何か、株数はいくらか、売買価格はいくらで成立したか等を確認する。照合の行われた結果、取引の明細（約定通知）の作成が夜間処理で行われる。取引日（T）の夜間に作業され翌朝、明細書が作成される。この明細には、会員毎の取引が記載されている。取引日に行われる作業は、計算およびこの段階までの照合である。

T+1（取引の翌日）の朝、売買明細表は、会員証券会社に渡され、会員証券会社では、これをチェックする。会員によってチェックされ、誤りが見つかった売買明細表は、再び東京証券取引所に戻され、もう一度照合される。売買明細表は、ペーパーで発行され、証券会社の担当者がこれを会社に持ち帰り、照合していた。現在では、東証コンピュータシステムでの夜間処理によって作成され、希望する証券会社には、コンピュータデータで提供される。ここまでは、東京証券取引所と証券会社の行う照合である。

（c）清算

証券会社は、同一銘柄について、一日に何度も取引を行う。取引の度に一件、一件証券や代金の受渡しを行っていたのでは、コストも時間もかかる。そこで、清算が行われる。同一証券会社の、同一銘柄、同一決済日の取引の売り付け数量と買い付け数量を、約定の価格に関係なく、相殺する。

T+2（取引日を含めて3日目）には、東京証券取引所は、日本証券決済を経由して、会員に対して、売買明細表のほか、相手方指定書、総括清算表、受渡代金表が送られる。東京証券取引所は財団法人証券保管振替機構（以下、保管振替機構）に対して、振替請求を行う。

清算を行うことによって、株券の受渡数量の約60%、代金の受渡額は約10%まで削減することができている。また、東京証券取引所の清算は、平成11年5月より清算機関方式に移行した。これは、東京証券取引所が当初の証券取引の相手方に代わって、決済に係る債権債務のカウンターパーティとなるしくみである⁹⁾。

（d）振替または受渡

権利移転機能の最後のプロセスが振替または受渡である。東京証券取引の売買の決済すべては保管振替機構を用いてなされることとなっているため、保管振替機構に対して、振替請求がなされる。振替はT+3（決済日）になされる。保管振替機構では決済に係る口座の振替を行う。同日、東京証券取引所の財務部において取引に係る代金の授受が行われる。

東京証券取引所は、決済日の前日（T+2）に、保管振替機構に対し、東京証券取引所で行われた証券売買の決済に係る振替請求を行う¹⁰⁾。東京証券取引所における取引では、東京証券取引所が、渡し方に代って振替請求を行う。振替

請求は、保管振替機構の中にある渡し方会員の口座から、東京証券取引所の口座に振り替えることを内容としている。

T+3の決済日当日には、保管振替機構が振替を行う。渡し方会員が決済日の前日(T+2)に受渡し分の預託証券残高を有している場合、振替が一時停止となっている場合を除き、保管振替機構は、T+2の夜間処理によって、決済日(T+3)の午前9時の時点で、受け方口座への振替が完了する。

渡し方会員が決済日の前日(T+2)に受渡し分の預託証券残高を有していないとき、または、振替が一時停止となっている場合には、決

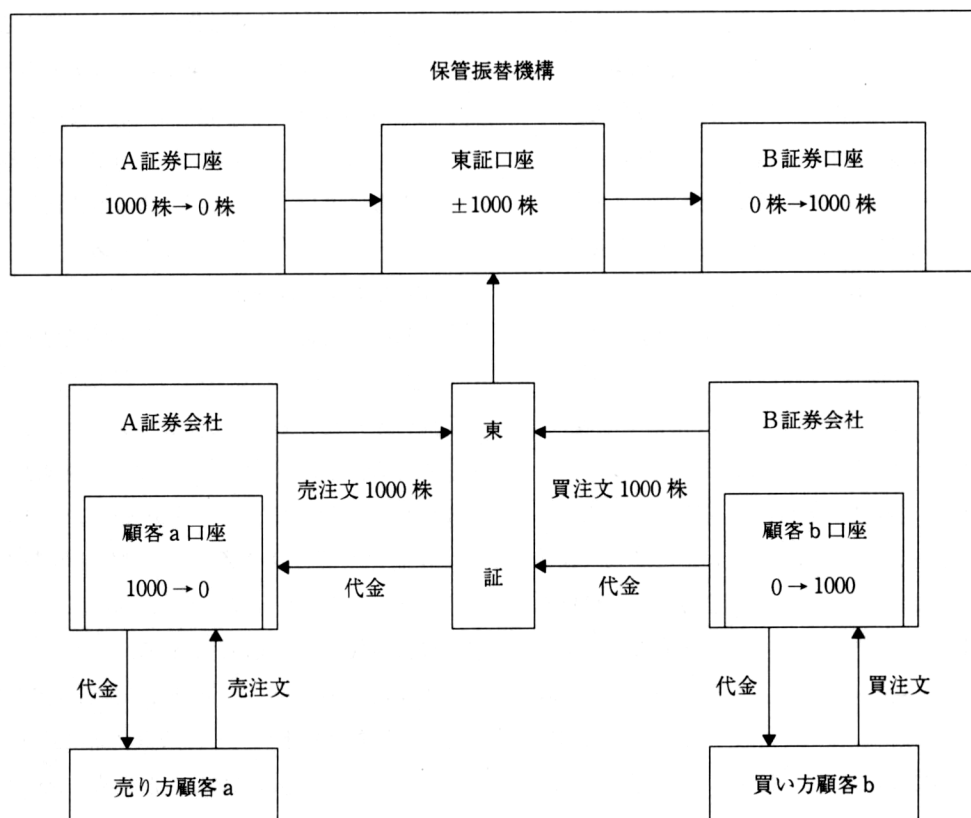
済日の当日午前9時に振替をすることができない。渡し方会員では、株券の預託を行う等、口座残高を増加させる必要がある。または、振替の一時停止を解除することによって、東京証券取引所の決済時限である午後3時までに振替を完了させなければならない。

機能3：権利実現機能

(1) 株式の特徴

日本において一般的な記名株式は、権利実現機能において、他の証券と比べて特徴的である。記名株式以外の証券であれば、証券を取得することによって、発行会社に対する一定の請求権

図1



注：時宗弘行，東京証券取引所決済管理部（1991）「保管振替制度実施に伴う東証の決済制度の改正・対応」『商事法務』No.1270（1991.12.15），pp.12-17

を取得することができる。ところが、株式の場合、発行会社に対して、株主であることを対抗するためには、名義書換によって株主名簿に記載されなければならない（商法206条1項）。

（2）株主名簿の作成

株主名簿には、株主の氏名、住所、株主の有する株式の額面、無額面の別、種類及び数、各株主の有する株式につき株券を発行したときはその株券の番号、各株式の取得年月日等を記載しなければならない（商法第223条）。

株式の名義書換は発行会社が行う。上場株式会社の多くは、名義書換業務や単位未満株の買取り請求に関する業務、株主総会招集通知、議決権行使書の送付等の業務を名義書換代理人に委託している。

日本においては、株式が発行され物理的な券面が移転する制度と保管振替制度が混在する。従って、株主名簿についても、物理的な券面を保有する株主の株主名簿と、保管振替制度を利用している株主である実質株主の情報が記載されている実質株主名簿の両方を作成し、これらを名寄せする（保管振替法第33条2項）。株主の氏名および住所を照らし合わせ、同一の氏名、住所であれば、同一人物と判断し、株式数を合算する。

（3）権利実現

株主は、株式が表象する発行会社に対する権利を有している。名義書換によって株主名義に株式を所有する者の氏名及び住所が記載され、名簿の確定が行われた後は、株主が権利行使する。株主の権利として代表的なものは、配当金の受取り、株式分割などの会社利益に対する請求権と発行会社に対するガバナンスである。

まず、株主の第一の権利、会社利益に対する請求権のうちの配当であるが、株式の配当は発行会社の配当可能利益の増減によって変動する。業績によっては無配のケースもある。また、社債であれば償還期間後、元本の回収が可能である。しかし、株式の場合は、会社が存立している間は、原則発行会社から投資金額を回収することはできない。発行会社に対する投資金額を回収する場合は、当該株式を市場にて売却することになる。

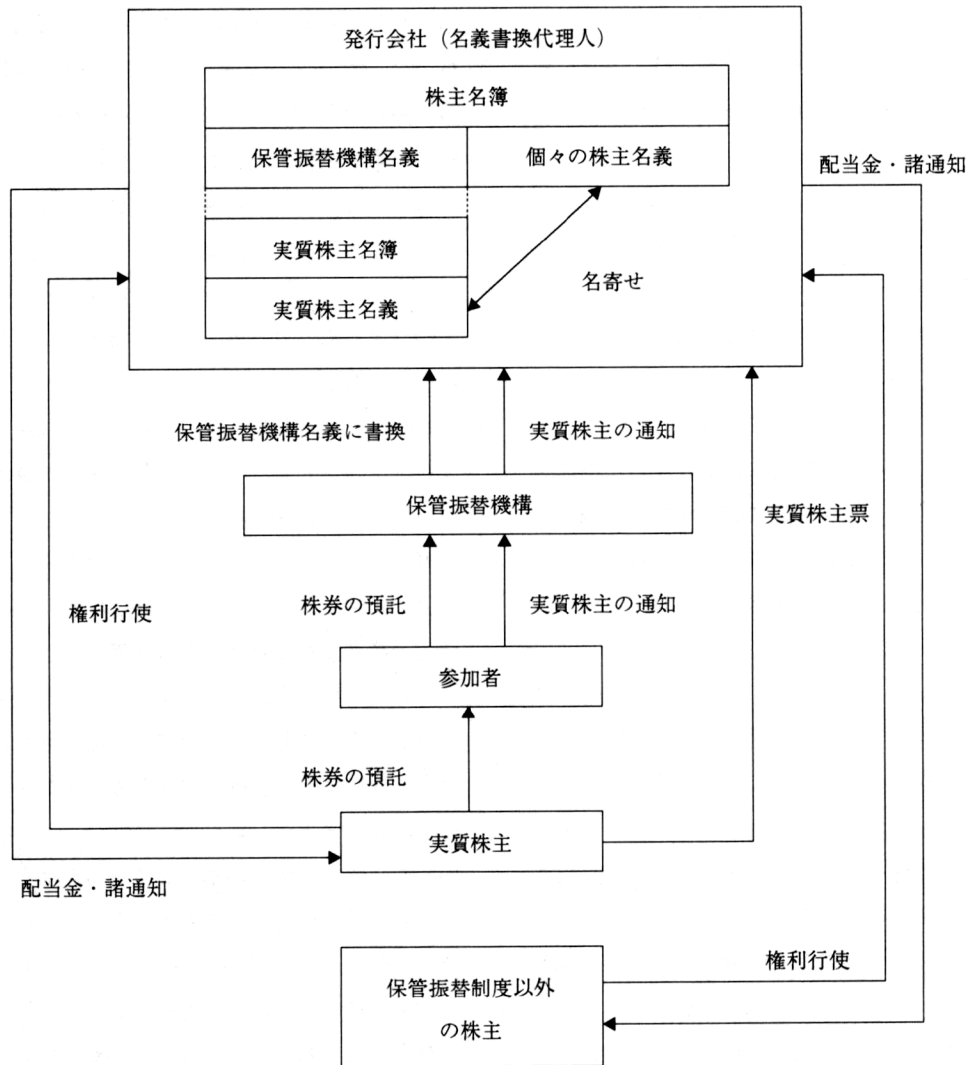
株主の権利として、次に、発行会社に対するガバナンスがある。この代表的な権利が議決権である。株主は株主総会を通じて、会社に対するガバナンスを発揮できる。通常は委任している会社経営をチェックする機能を果たしている。株主の権利であるガバナンスが適切に行われるためには、発行会社による情報の開示が必要となる。適切な情報が適切な方法で開示されなければ、株主は発行会社に対するガバナンスを実行することができない。

また、株主は会社の構成員であるため、会社解散時には、株主は債権者への弁済後の残余財産の分配を請求する権利（商法425条）を有する。

株主の権利実現は、名寄せされた後の総合的な株主名簿に基づいて行われる。配当は名寄せ後の株主数に応じ、発行会社より送金もしくは、配当金受領書が発送される。議決権行使書の株式数も同様である。

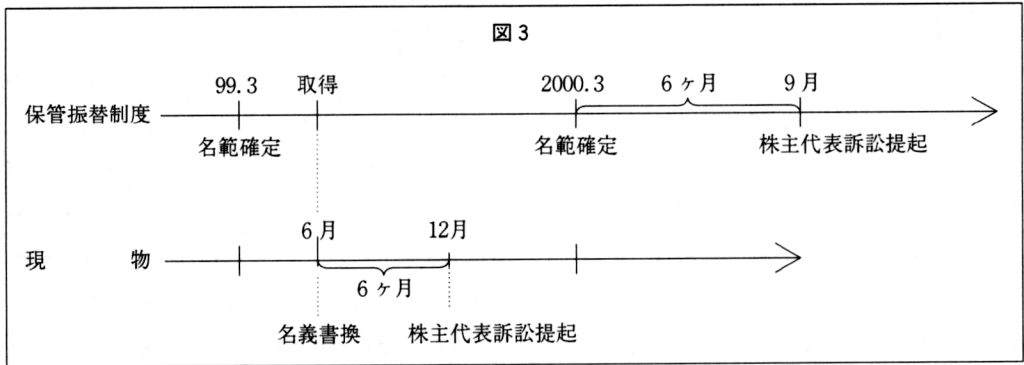
株券が移転する場合の株主名簿（保管振替制度以外の株主名簿）は毎日更新される。しかし、保管振替制度における実質株主名簿の確定は、配当金受領や議決権行使のような集団株主権の行使時期の期末のみである。そのため、名寄せ後の総合的な株主名簿の作成も期末のみとなっている。期中に個別株主権、例えば、帳簿の閲

図 2



注：実質株主名簿と実質株主の権利行使『日本証券決済株式会社四十年資料集』（平成 6 年12月 1 日）P.127

図 3



覧（商法282条2項）や代表訴訟提起（267条）を行使するためには、保管振替制度の加入を取りやめ、株券の交付を受け、その後、名義書換請求をすることによって、株主名簿の記載を受ける。株主代表訴訟提起の要件が引き続き6ヶ月間株主であることとされているため、仮に3月年一回配当の発行会社の株式を6月に取得した場合、保管振替制度以外の株主であれば、直ちに名義書換請求をし、12月にはこの6ヶ月の要件を満たすことができる。しかし、保管振替制度の株主は、翌年の3月の名簿確定を待って、さらに6ヶ月間経過しなければならないため、翌年の9月以降にならないと訴訟提起できない。

機能4：代金移転機能

（1）決済代金即日資金化の要請

1997年11月までは、株券の代金決済は全銘柄の総売付代金と総買付代金との差額の小切手を受け渡して決済していた。証券の決済はT+3（4営業日目）に対し、代金決済は小切手の現金化に一日を要するため、即日資金化できず、現金化に一日要していた。つまり、証券の決済と代金の決済にタイムラグが生じていた。このため、代金の受け取り側にリスクが発生していた。このような小切手による代金の受け渡しには批判が多かった¹⁰⁾。

そこで、東京証券取引所では、1997年12月1日の決済分より、この小切手による代金受渡の方法を改め、小切手ではなく、口座振替の方法で決済日に使用可能な資金とする方法を採用している。即日資金化によって、小切手が不渡りとなるリスク、小切手搬送のリスクを回避することが可能となった。正会員の代金決済不履行時における東京証券取引所の対応もより迅速化

が図られることになった。

（2）資金振替による決済代金即日資金化

決済代金は、清算銀行と呼ばれる東京証券取引所指定の銀行、または、日本銀行内の正会員等の口座と、日本銀行内の東京証券取引所資金決済口座間の資金振替によって行われる¹²⁾。清算銀行とは、東京証券取引所が、正会員等との間で決済代金の授受を行うために指定する銀行である。代金決済を行う正会員等には、清算銀行の中に、当座預金口座を持ち、この清算銀行内当座預金口座と同一清算銀行内東証当座預金口座とで資金決済を行う、清算銀行利用正会員等と、日本銀行と当座預金取引があり、日本銀行内、正会員当座預金口座と同じく日本銀行内東証当座預金口座との間で資金決済を行う日銀利用性会員等との二通りに分別される。

（a）決済日前日

①通知

東京証券取引所は、正会員等に決済日の前日に、受渡代金の予定額を記した「総受渡代金計算表」を通知する。

（b）決済日当日

①通知

東京証券取引所は、正会員等に対し、決済日当日に受渡代金の確定額を記した「総受渡代金計算表」を交付し、受渡し代金を通知する。さらに、清算銀行に対しては、決済日当日に、この清算銀行を指定した正会員等の受渡代金の明細を通知する。

②支払

清算銀行を利用している正会員等は、決済日当日の午後1時までには、支払額を支払い口座に

入金しておく。清算銀行は、午後1時までに正会員等の資金決済口座から支払額を引き落とす。引き落としした資金は、清算銀行内の東京証券取引所の資金決済口座に入金される。日銀当預利用正会員等は、日銀ネットを利用し、午後9時から11時までの間に、午後1時時点で資金決済口座から東京証券取引所の資金決済口座に入金されるように振替を依頼する予約を行う。

③受領

清算銀行は、午後3時から東京証券取引所の資金決済口座から正会員等の資金決済口座への振込処理を行い、清算銀行を利用している正会員等は、午後3時に、資金決済口座で、受入額を受領する。日銀当預利用正会員等の場合、東京証券取引所は、日銀ネットを利用し、午前11時までに午後3時時点で東京証券取引所の資金決済口座から正会員等の資金口座に入金されるように振替を依頼する予約を行う。これにより、正会員等は、午後3時時点で、資金決済口座で受入額を受領する。

機能5：安全保障機能

(1) リスクの発生を未然に防止する

(a) 参加者資格

①東京証券取引所の会員資格

証券取引所の会員は、証券取引法第90条で規定されている。ここでは、証券取引所の会員となる資格を、証券会社および政令で定める外国証券会社としている。また、東京証券取引所では、定款（第8条、第90条）によって、さらに会員資格について定めている。

会員には、第13条以下に定める出資金等の義務を課している。また、第21条以下では、会員の報告義務を設け、支払い不能となった場合や負債額が規定以上となった場合、会員は証券取

引所に報告しなければならない。このように、売買に参加する者に一定の資格を設けること、一旦会員となった場合でも、常時、会員の財務状態を確認し、資格を維持することのできなくなった会員を排除することによって、一会員の債務不履行のリスクが他の会員に及ばないようにしている。参加者資格はリスクの発生を未然に防止する機能を發揮している。

②上場審査基準

上場とは、証券取引所で価値証券を売買取引が行われることをいう。証券取引法第110条以下には、上場の承認等の規定がある。価値証券は上場することによって、多くの投資者の投資対象となる。価値証券の上場に一定の基準を設けることによって、流動性の低い証券、投資者保護の観点から危険性のある証券を、市場から排除している。証券の価値は、発行会社の倒産によって著しく低下する。このため、一定の上場に一定の基準を設け、被害が投資者に及ぶことを回避している。

(b) 決済不履行時に対応する制度

①東京証券取引所における決済不履行に対応する制度

東京証券取引所は、価値証券引渡票制度を設け、当日決済できない場合に備えている。これは、渡し方がやむをえない事由によって、価値証券の授受を行うことができない場合、渡し方会員に事由を疎明させ、受け方の承認を受けたときに、価値証券引渡票を交付することにより、価値証券の決済を行うことができるとするものである（業務規定第54条第1項）。この価値証券引渡票により、渡し方と受け方とで行われた価値証券の貸借の決済は、価値証券引渡票発行の日から起算して5日目以内に行われなければならない。

次に、東京証券取引所は、会員に債務不履行が起こった場合、以下の措置を講じて債務不履行株の弁済に充てている¹³⁾。

A. 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東京証券取引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58条第1項）。

B. 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58条第3項）。

C. 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った場合、その清算基金をもって、弁済に充当することができる（東京証券取引所清算部規則第16条第1項）。

D. 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46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とある。しかし、47条には、その返済金および有価証券をもって、

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。

E. 会員信託金による弁済

証券取引法は第97条、121条で会員信託金について規定している。会員に対して取引所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、当該会員の会員信託金について、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97条4項）。また、会員が取引所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又は証券取引所に対し、損害を与えたときは、その損害を受けた会員又は証券取引所は、その損害を与えた会員の会員信託金について、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121条）。つまり、会員信託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、損害を被った他の会員又は証券取引所を保護するために用いられる。

会員信託金については、定款第16条にも規定があり、正会員は300万円を証券取引所に預託しなければならないとしている。

F. 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46、47条にある。

G. 違約損失準備金による弁済

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って、東京証券取引所に損害を与えた場合で、

その不履行によって被った東京証券取引所の損害が、定款および業務規定の方法によっ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って、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96条第1項）。これは、平成11年5月の清算機関方式移行に伴い定款変更された。それまでは、損害を受けた他の会員の損害を補償するものであったが、東京証券取引所がカウンターパーティとなる清算機関方式に変更されたことにより、決済不履行に係わる損害は、東京証券取引所が負担することになったからである。

②貸株市場

日本における株式の貸借取引には、信用取引制度における貸借取引、貸借取引制度における貸借取引に大別される¹⁴⁾。

A. 信用取引制度

証券取引法は第161条の2（旧第49条）に信用取引に関する規定を設けており、旧規定では、信用取引とは、証券会社が顧客に信用を供与して行う有価証券の売買その他の取引と規定していた。つまり、投資者である顧客が証券会社から資金を借りて株を買うこと、または、株券を借りてそれを売ることと言う。顧客投資者は、信用取引によって、手持ちの資金以上の株式売買をすることができる。

信用取引は、市場に仮需要を導入することによって、大量の取引を成立させる。大量の取引の成立は、有価証券市場の公正な価格形成に寄与する。しかし、無制限かつ無秩序な仮需要の導入は却って市場の公正な価格形成に悪影響を及ぼすことになる。そこで、取引所では、信用取引を行うことのできる銘柄を制限している（「信用取引及び貸借取引規程」）。信用取引の対象となる銘柄を信用銘柄という。

顧客投資者は一定の保証金（委託保証金または証拠金という）を担保として証券会社に預けている。信用取引による貸し付けの返済期限は、貸し付けの日の翌日とされている。しかし、返済の3日前までに返済の申し出を行わない場合には、一日ずつ返済期限が繰り延べされる。この繰り延べ可能機関は、3ヶ月または6ヶ月となっている。繰り延べ機関を3ヶ月とするか6ヶ月とするかは、売買発注の際、選択しておかなければならない。信用取引においては、3ヶ月または6ヶ月の選択した返済期限内に決済する。

信用取引における買い付けを行った顧客は、証券会社から買い付け資金の融資を受けているため、融資額について貸し付けを受けた日から返済日までの金利を支払わなければならない。買い方が支払う金利は、取引所による規定があり、市場連動となっており、実勢金利を反映したものとなっている。

信用取引で注文を受けた証券会社は、資金や株券が足りない場合には証券金融会社（日本証券金融等）から株券を調達する。この両者間の取引を貸借取引といい、取引の対象となる銘柄を貸借銘柄という。また、売り方が買い方を上回って株券を他から借りなければならない時に、売り方が買い方に品借り料（逆日歩）を支払う。これは当該銘柄にかかる信用取引の売り方全てが負担し、全ての買い方に支払われる。

B. 貸借取引制度

信用取引において、証券会社が顧客に対し、顧客の希望する資金や株券を全額、融資、貸与することのできない場合もある。このような場合、証券会社は、不足分を証券金融会社から借り入れて、顧客に貸与する場合がある。このように、証券金融会社が証券会社に対して、信用

取引に必要な資金または株券を取引所の決済機構を通じて、貸し付ける制度を貸借取引制度という。貸株取引制度は信用取引制度の円滑な運営を支え、市場に厚みを与えるものと評価されている¹⁵⁾。

貸借取引にかかる証券金融を専門とする金融機関として、証券取引法は156条の2以下で、証券金融会社の規定を設けている。証券取引法156条3以下では、証券金融を行おうとする者は、大蔵大臣の免許を受けなければならない、証券金融会社にのみ貸借取引が認められている。

（２）発生したリスクの波及を防止する

（a）分別管理

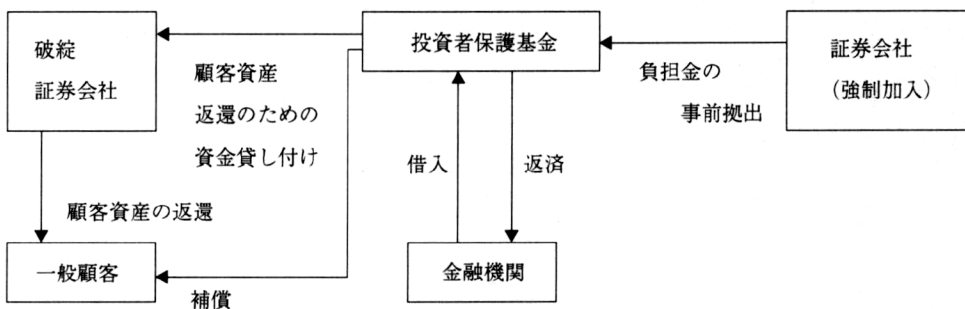
証券会社の顧客資産は、会社財産と分別管理すれば、経営破綻による影響はなく、顧客に証券の返還が行われる。平成10年証券取引法の改正によって、分別管理の規定である第47条が新たに規定された。有価証券については、顧客から預託を受けたものと自己固有の財産とを総理府令、大蔵省令で定める方法によって、分別して保管しなければならない。また、顧客から預託を受けた金銭については、当該証券会社が証券業を行わないこととなった場合に、顧客に返還すべき額を自己の固有財産と分別して保管し

なければならない。現金の分別管理の方法としては、証券会社破綻時に顧客に返還すべき金額を信託銀行に外部預託する。これらの義務に反した場合の罰則規定も合わせて設けられた。

（b）投資者保護基金の設立

投資者保護を一層図るために、財団として運営されていた寄託証券補償基金を証券取引上の法人と改組し、投資者保護基金が設立された。（証券取引法第79条の20～80）これは、証券取引法に基づき大蔵大臣がその設立を認可する法人とされた。発足は平成10年12月1日である。加入義務はすべての証券会社に課される。補償の内容は、機関投資家等を除く顧客の預かり資産を補償の対象とし、その限度は、顧客一人当たり1000万円を限度とする。また、補償金の支払いに加え、迅速な処理を図るために、顧客資産の返還のための貸し付けを行う。基金の財務は証券会社による事前拠出とし、2001年3月末までは、経過措置として、補償限度額を預かり資産の全額とする。そのため、資金不足に備えて、公的支援を導入しており、一つは日本銀行からの借入れ、もう一つは、民間銀行および日本銀行からの借入れに対する政府保証の付与を可能とする。

図 4



注

- 8) 数日間の取引をまとめて決済するのではなく、取引日から一定の日(株式であれば、T+3)に決済する。国債の決済等、従来は、五・十日に集中的に決済する方法である特定日集中決済が行われていた。特定日集中決済では、決済に時間がかかり、決済リスクが問題となった。そこで、決済リスクを削減する目的で行われるのがこのローリング決済である。
- 9) 拙稿「東京証券取引所決済の清算機関方式への移行」『証研レポート』1999年7月号、参照。
- 10) 取引所取引以外でも、一般に振替請求は、渡し方が行なう。
- 11) 1997年5月16日の「証券取引審議会総合部会市場ワーキングパーティ報告書」においても、取引所における資金決済については、早急に即日資金化の実施を図る必要があることが指摘されている。
- 12) 東京証券取引所鈴木康史(1997)「進む東証の制度改革 I 資金決済制度の改善—口座振替により売買取引代金等を即日資金化—」『月刊資本市場』, 1997.11 (No.147) pp. 86-94
- 13) 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。
- 14) 日本の貸株制度については、証券団体協議会「有価証券貸借取引の現状と課題」1995.2.7資料参照
- 15) 証券取引審議会総合部会・市場ワーキング・パーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」平成9年5月16日・主査 蛸山昌一「これに対し、これまでの我が国における貸株は、証券金融会社による信用・貸借取引制度を中心として行われている。この制度は、個人投資家を主たる対象とした信用取引の円滑な運営を念頭に置いて構築されているものであり、市場に厚みを与え、株式の円滑な流通に寄与している。具体的には、証券金融会社による貸株の一元的管理及び喰い合いを前提とすることにより、少ない貸株可能株数の下でも、通常は事前の規制を行うことなく、品貸料ゼロで顧客の借株注文に応じることができる形となっている。このような信用・貸借取引制度に対しては、個人投資家を中心として、引き続き強い取引ニーズがあると思われる。しかし、今や、この枠組みに納まらない貸株・借株ニーズが出現してきており、このようなニーズに対応していくことが証券市場の一つの課題となっている。」

(当所大阪研究所 研究員)