

証券市場の制度的 インフラストラクチャー（下）

—約定後経済行為の機能分析—

福 本 葵

要 旨

「証券市場の制度的インフラストラクチャー（上）」（証券経済研究 第23号）では、機能分析の重要性、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について述べ、日本における売買約定後の機能分析を行った。

売買約定後の経済的行為には、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：安全保証機能があると考ええる。本稿では、これらの機能がアメリカの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かを分析する。次に、アメリカと日本の比較機能分析を行う。アメリカの中央預託機関であるDTCへの預託が発行済株式総数の90%以上であるのに対し、日本の保管振替機構への預託は、30%弱となっている。日米の保管振替制度の最も大きな相違点は、機能3：権利実現機能にある。アメリカが間接方式と呼ばれる制度を採用しているのに比して、日本では直接方式と呼ばれる制度を採用している。これが権利の実行の差異を導いている。また、アメリカでは、清算会社と呼ばれる機関がカウンターパーティとなって、決済に関する債権債務を保証している。日本では、東京証券取引所が1999年5月決済分より、大阪証券取引所が11月より、自己の取引所で行われた取引について、清算機関方式を導入している。それまでは、カウンターパーティになる清算機関という制度は導入されていなかった。

本稿の最終的な目的は、前述の機能について、公的機能、私的機能の分類を行うことにある。どの機能が、単一の機関を設け、統一的なシステムにした方がよい機能であるか、どの機能が競争に委ねた方が適当な機能であるかを分類する。

そして、最後に、証券売買約定後の諸制度について、今後の展開を考えたい。

目 次

Ⅲ. アメリカにおける売買約定後の諸制度の機能分析

- 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

Ⅳ. 日米売買約定後制度の比較機能分析

1. DTCと保管振替機構の比較機能分析

- 機能1：証券管理機能
- 機能2：証券移転機能
- 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

2. DTCと保管振替機構の比較分析評価

3. 今後の展望

4. NSCCの役割

V. 公的機能と私的機能の分類

1. 公的機能と私的機能分類の意義

2. 公的機能と私的機能の分類

- 機能1：証券管理機能
- 機能2：証券移転機能
- 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

Ⅵ. おわりに

1. 今後の展開

2. まとめ

Ⅲ. アメリカにおける売買約定後の諸制度の機能分析

前章では、日本における売買約定後の諸制度の機能分析を行った。本章では、アメリカにおける売買約定後の諸制度の機能分析を行う。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の安全保障機能のそれぞれは、アメリカにおいてどのように果たされているであろうか。

機能1：証券管理機能

(1) 証券現物管理機能

(a) 保管・預託

アメリカでは、ニューヨーク証券取引所（以下、NYSE）の取引の約99%以上が、Depository Trust Company（以下、DTC）による保管振替制度を利用している。アメリカにおいても、日本と同様、保管振替制度の加入は強制ではない。一旦、発行された証券を不動化（immobi-

lization）している。保管振替制度は、一旦発行された証券に基づく権利関係、有価証券法理に基づいたしくみを採用している。

(b) 預託機関

アメリカの最大の預託機関は、DTCである。DTCのほかにMidwest Securities Trust CompanyやPhiladelphia Depository Trust Company等他にも数社存在し、DTCは唯一の預託機関ではない。しかしながら、現在は、1999年3月に統合を発表した清算会社、The National Securities Clearing Corporation（以下、NSCC）と合わせると、普通株式および社債の清算・決済の99%を支配している¹⁶⁾。預託機関の目的は、取引の効率化を促進し、コストを低減させることにある。

DTCを代表とする預託機関が設立されたのは、1968年から1970年にかけて証券業者や名義書換代行機関の間で権利移転等の事務処理が流通量に追いつかなくなる、いわゆるペーパークライシスが生じたためである。ペーパークライ

シス発生当時、一日の証券取扱量は、1400万株から1600万株であった。

証券等の決済は、清算会社であるSCC (Stock Clearing Corporation) の振替決済サービス (Central Certificate Service, CCS) が行なっていた。そのCCSが独立してCCI (Central Certificate Inc.) となった。CCIはDTCの前身であり、1968年SCCから分離、NYSEの100%子会社として設立されたものである。

CCIは、証券業者間の券面の移転を排除する目的で設立された証券預託機関であった。しかし、証券業者間のみならず、証券業者と銀行、保険会社等の機関投資家との券面移転を排除する必要に迫られ、1973年には、従来NYSEの子会社であったCCSを改組し、信託会社（銀行の一種）であるDTCが設立された¹⁷⁾。

(c) DTCの構成

①DTCの株主構成

DTCは株式会社であり、その株主構成はNYSEが46%、アメリカン証券取引所 (AMEX) が6%、全米証券業協会 (National Association of Securities Dealers, 以下NASD) 6%、参加者¹⁸⁾ 42%である。DTCの株式については、参加者のみが購入することができる。それぞれの参加者が購入することのできる株数はDTCの利用状況に応じて算出される。しかし、参加者は必ずしも、株式を保有しなくてもよい。割当があってもDTC株式を購入しない参加者の代わりにニューヨーク証券取引所やアメリカン証券取引所が購入する。

②DTCの取締役会の構成

DTCの理事は15人であり、DTCの取締役会は参加者の意向を反映するように工夫されている。15人のうち、会長と社長は常任である。13名は外部から累積投票制の下、選出される¹⁹⁾。

(d) DTCの保管振替制度の対象となる有価証券

DTCの取り扱う証券は、NYSE, AMEX, NASDで取引された株式、社債、OTCの株式、社債等である。地方債もDTCの取扱い対象証券である。DTCは、日本における保管振替制度の対象有価証券と比べて広い範囲の有価証券を制度の対象有価証券としている。

(2) 証券データ管理機能

(a) 証券データ管理

証券に関するデータの最も代表的なものが、株主名簿である。株主名簿は、発行会社によって管理される。上場発行会社のように株式所有者の多数存在する発行会社では、名義書換等、株主名簿を管理する業務を銀行等の名義書換代行業者に委託している場合が多い。このような場合、証券の名義書換が行われる際は、名義書換代行業者である銀行に、名義書換のための証券が送付される。名義書換代行業者では、この証券を無効にし、代わりに新しい証書を発行するための指示が出される。

アメリカの株式の場合、大部分はストリート・ネームと言われる形態で株主名簿に記載されている。ストリート・ネームとは、ブローカーが顧客のために保有している証券や顧客から預託機関に預託された証券につき、ブローカーの名義で登録される形態を言う。ストリート・ネームであろうとも実質の株主は顧客である投資者であるため、最終的な配当の受領や議決権の行使は顧客によってなされている。

機能2：権利移転機能

次に、アメリカにおける権利移転機能つまり、証券決済がどのように行われているかを見ていくこととする。権利移転機能は、計算、照合、

清算、振替または受渡という4つのプロセスを踏襲することによって完了する。

(1) 清算会社

アメリカにおける売買約定後の諸制度のうち、特徴的なものが清算会社である。清算会社という独立した機関が、照合業務・清算業務を行う。清算会社は効率的で、コストが低く、リスクの少ない決済サービスを提供することを目的としている。

代表的な清算会社は、NSCCである。NSCCはDTCの関連会社として設立された。NSCCはDTCと連携したシステムを構築しており、DTCとNSCCが行う業務は、アメリカにおける権利移転機能の中核的な役割を果たしている。権利移転機能の計算、照合、清算、振替または受渡の4つのプロセスのうち、照合および清算をNSCCが担当し、振替をDTCが担当する。権利移転機能の4つのプロセスの流れは密接に関連している。NSCCにおいてなされた清算に関する情報は、DTCに送られる。日本の制度は、清算会社を持たない。清算の機能は、各国共通なので、清算会社を持たなければ、清算会社の担う機能は、取引所等他の機関が行わなければならない。

1999年3月には、DTCとNSCCは統合され、続く7月には、新会社の名称をDepository Trust & Clearing Corporationとすることが決定した。DTCとNSCCのそれぞれは、新会社の運営子会社となる。この統合によって、両者の結びつきはより強化されることが予想される。

(2) NSCCの設立と構成

(a) NSCCの歴史²⁰⁾

約定を担当するフロントオフィスの急速な発

展に対して、バックオフィスの改革は一足遅れて始まった。1960年代に起こったペーパークライシスによって、アメリカにおける保管振替制度構築が急がれ、DTCが設立された。当時、株式市場は毎日取引量の最高記録を更新する急成長を遂げていた。この約定の急成長を支えるインフラストラクチャーが必要となった。このインフラストラクチャーを整備することによって、それまでコストが掛かり、かつ手作業で行われていたバックオフィスの処理を、自動化し、業務の手順を合理化し、危険性を最小にすることができる。

そこで、NSCCは1976年にNYSE, AMEX, NASDの3つの市場の清算会社として設立された。NSCCの設立によって、それまでNYSE, AMEX等それぞれの市場が独自で保有していた清算機構が統合され、各取引所で行われていた清算業務を標準化して中央集中化された。現在では、NYSEやAMEXのみならず、地方証券取引所における証券売買の清算業務も行っている。

1980年代に、アメリカのブローカーの海外市場での取引を支持するためにInternational Securities Clearing CorporationがNSCCのグループ会社として設立された。また、財務省長期債券、政府発行有価証券、他の合衆国政府発行有価証券を清算し決済するためにthe Government Securities Clearing Corporationが設立された。1990年代には、NSCCは自動化された取引照合の唯一のプロバイダーであり、MBSのためのリスクマネジメント、ネット決済、電子通知の業務を行うMBS Clearing Corporationと提携した。このように、NSCCは証券、年金等新たな商品に対して、包括的決済システムを提供するべく業務を拡大している。

(b) NSCCの構成²¹⁾

NSCCは1976年にNYSE, AMEX, NASD の3つの市場の清算会社として設立された。NSCCはこれらの市場によって株式保有されている。NSCCの取締役会は銀行、ブローカーおよびディーラーからなる21人の役員によって組織されている。会員には2000のブローカー、ディーラー、銀行その他があり、450の直接参加者を有している。直接参加者はNSCCの中に、自己名義の口座を保有し、NSCCとの関係で清算を行う。残りは、間接参加者であり、これは、NSCC内に口座を保有せず、直接参加者に清算を委任している。NSCCは、アメリカにおける市場の取引のうち99%を清算している。

(3) 計算

続いて、アメリカでは、権利移転機能の4つのプロセスが、どのように発揮されているかを、各プロセス毎に見ていく。権利移転機能の第一段階である計算は、取引日の当日（T）、証券取引所を代表とする証券取引の場、顧客から証券取引の依頼を受けたブローカー等で、何度も確実に行われる。

(4) 照合

権利移転機能の第二のプロセスが照合である。照合とは、取引の一連の確認をいう。つまり、取引の株式の銘柄、価格、株数、相手方の確認を言う。

この照合を行う担い手には、市場である場合や清算会社である場合がある。市場から清算会社に取引に関する情報が入る前に、市場のコンピュータシステムによって照合が終了している取引をlock inという。

取引日（T）には、売り方、買い方、両方の

ブローカーと市場が全ての取引の詳細を、コンピュータを通じて、記録し伝達する。取引のほとんどが自動的な市場システムによって“locked in”取引としてNSCCに送られる。“lock-in”取引とは売り手と買い手からの取引の詳細がすでにマッチされたものであることを意味する。lock-in取引以外の取引についてはNSCCがさらに取引の詳細を照合を行っている。

NSCCの取引情報は、既にlock-inされた取引か売買データかのどちらかの形態で受け取られる。後者である売買データは照合され売買の命令とマッチされる。lock-in取引の情報は、取引当日にNSCCのコンピュータに直接入力される。これは清算会社で売買のマッチングをする手間を省く。NYSEの96%の取引がこのlock-inである²²⁾。

(5) 清算²³⁾**(a) 取引日当日**

NSCCは、取引当事者双方のカウンターパーティになることによって、決済に係る債務を保証している。NSCCの決済を保証するシステムは、照合されたことを参加者に報告した日、つまり取引当日の深夜に開始する。NSCCが売買の決済に対する保証の責任を想定、開始するのもこの時点である。取引当事者は、この時点から、NSCCと直接に取引を行うことになる。ネットティング後のポジションが売り超である当事者は証券をNSCCに渡す義務を負う。買い超である当事者は、NSCCから支払いを受け取ることになる。あらゆる買い手が代金を支払った当該取引証券を受け取ることを確実にし、あらゆる売り手が受け渡した証券の代金を確実に受け取るよう保証することによって、NSCCは市場参加者の不確実性を減少させ、公的な信頼を与

えることにおいて、重要な役割を担う。証券市場の安全性や信頼性を確保する役割を果たしている。

(b) T+1

NSCCは参加者の契約に関するコンピュータ化された情報をDTCに伝達する。契約に関する情報とは、市場における売り注文と買い注文の報告を示す。

取引照合後、NSCCは、Continuous Net Settlement System (繰り越しネット残高決済方式、以下、CNS) による決済の準備ができていることを確認する。このCNSとは、一日の未決の受け取りや、引き渡しのポジションが単純に翌日のポジションに合算され、繰り越した残高が計算される方式をいう。CNSは一つ一つの取引を個別に決済するのではなく、照合された証券の取り扱いを集中化させ、証券や代金をバランスしている。取引量にかかわらず、CNS ネットは毎日行われる。銘柄毎に、取引を行った参加者が、売り手なのか買い手なのか決定し、証券の移動と取引コストやリスクを最小化している。CNSによる処理を経て、NSCCは照合された取引の相手方になる。そして、取引がめいめいの参加者に報告された後、夜間に処理される決済を、カウンターパーティとなることによって保証している。

(c) T+2

T+2の朝に、NSCCのCNSシステムは取引日(T)や取引の翌日(T+1)に既に照合されている取引を集計し、清算する。清算された取引情報はその後、株数や支払いをバランスさせて、参加者に送られる。これによって、NSCCは参加証券会社のまだ照合されていない取引数を知ることができる。照合できなかった取引は参加者に訂正のために戻される。これらの参加者は

その後、訂正を行い、NSCCにもう一度データを送り返す。T+3までに照合されない取引は、対面の交渉に入るために、取引の行われた市場に戻される。市場において、lock-in取引が増加しているため、オンラインで和解交渉が可能となり、市場まで戻されて、対面交渉する必要性が低下している。

(d) NSCCの証券のネットティング²⁴⁾

清算における効率性を最大化するために、マルチラテラルネットティングシステムが必要となる。つまり、制度に参加している各々の参加者について、取引の相手方が関係なく、その日一日のすべての取引をネットし、総計で売り超えないし買い超の残額を算出するものである。例えば、A証券会社が、次に示すような証券売買を行ったとする。B証券会社から銘柄Xを5000万ドルで買う。C証券会社から銘柄Xを4500万ドルで買う。そして、D会社からXを5000万ドルで売る。マルチラテラルネットティングのシステムの下、A証券会社はネットでXの4500万ドルでの買い手となっていることを認識する。この証券、銘柄Xについての、3つの取引を決済するために、A証券会社は翌日、清算機関にマルチラテラルネットティングを整理する義務を負う。

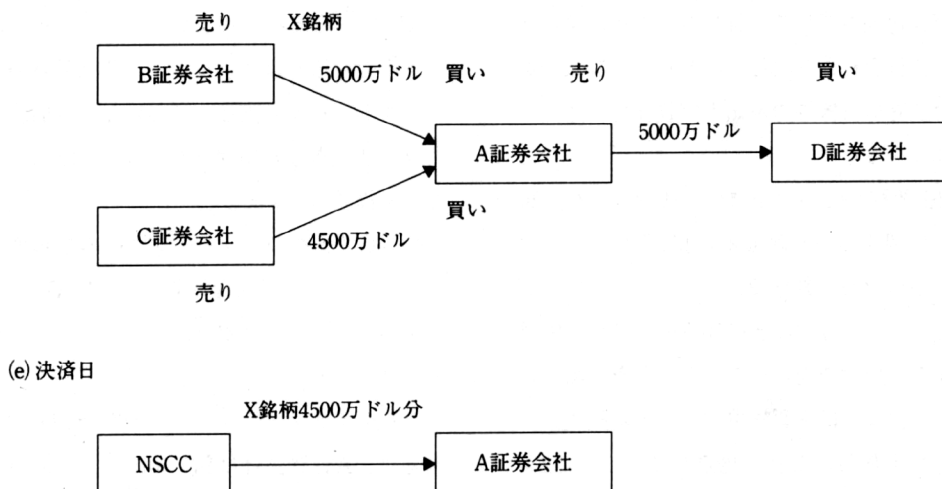
支払義務を履行すると同時に、A証券会社は4500万ドル分の銘柄X証券を受け取る。4500万ドル分のX銘柄証券は決済の日に入手できる。

マルチラテラルネットティングは、受渡される証券及び資産を節約するという点で効率性の高い手段である。例えば、NSCCはネットの結果、ネットしていなかったであろう場合に比して、6分の5を削減できたとしている。

(6) 振替または受渡

照合、清算のプロセスの担い手は、NSCCを

図 1 売買取引



代表する清算会社であった。NSCCで清算された情報は、DTCに送付される。DTCはNSCCの清算結果に基づいて、DTCの管理する口座間で、振替を行う。つまり、権利移転機能の4つ目のプロセスである振替は、DTCの担う業務である。

(a) 決済日 (T+3)

四営業日目 (T+3) は決済日である。NSCCは照合された取引をネットの買い手には証券を渡し、ネットの売り手には代金を支払うことによって完成させる。これが、第4の段階である振替または受渡しである。

取引のこの段階では、物理的な券面、紙ベースの証券が実際は手渡しされることはほとんどない。物理的な証券、券面はNSCC関連会社であるDTCの金庫に保管されている。決済の間、NSCCはDTCに対し、DTCの管理する口座上で、清算された後の売り手口座からNSCCの口座に証券を動かすように指図する。その後、買い方の口座に当該証券の数量を振り替えるように指図する。こういった指示は全て電子的に行われる。そうすることによって、プロセスは

スピードアップし、また、証券紛失の損失から保護されることになる。

機能 3：権利実現機能

DTCに預託した証券はすべてDTCのブローカーの名義つまり、ストリート・ネームで登録される。発行会社が管理する株主名簿には、形式的株主として、ブローカーの名義が記載されるのみであり、実質株主が誰であるかを把握してはいない。日本の場合、顧客は参加者である証券会社に証券を預託する際に、実質株主票を提出する。集団株主権の行使される期末には、この実質株主票に基づいて、実質株主名簿が作成される。従って、株主名簿を管理する発行会社は、実質株主が誰であり、何株保有するかを把握する。日本の方式を直接方式というのに対し、DTCの方式を間接方式という。

DTCの方式では、配当金は、ブローカーが一括受領し、これを、証券会社や銀行の参加者口座に入金する。実質株主の議決権行使は、証券会社の代理事務部から送付される委任状による。実質株主は委任状に必要事項を記載し、証

券会社に返送する。証券会社では、この委任状に基づき代理投票する。証券会社の代理事務部では、発行会社から送付されてくる年次報告書や会計監査報告書等の書類も実質株主に送付しなければならない²⁵⁾。

NYSE規則450, 451条には、代理人が行う書類送付に関する規定がある。451条では、ブローカーが年次報告書を投資者に送付しなければならないこと、株主総会の10日前までに、実質株主からの指示を受けることができない場合について、代理人は実質株主が所有する株式分の裁量が与えられることを規定している。452条には、実質株主からの指示がなく、ブローカーが議決権を行使することのできる場合として、ブローカーが株主総会で行われる議題に対する争いがあるという情報が入っていないこと、発行会社のこのような行動（議題に対する争い）が実質株主に情報開示されていること、合併に関する決議やその他、このような株式に関する権利に重大な影響を及ぼすことのない場合としている。つまり、ブローカーが委任状の争奪戦があることを知っている場合や、株主の権利に大きな影響を及ぼす議案については、実質株主の指示なしに、投票することのできないしくみが形成されている。

実質株主は、預託証券の個別所有権を有するのではない。返還を受ける場合、寄託した証券そのものの返還を受けることはなく、同種、同等、同量のもので足りるとする。寄託者は寄託した証券そのものの個別の所有権を、もはや持っておらず、寄託証券全体の中で、寄託した証券の数量分の共有持分権を有す。

機能4：代金移転機能

T+3のプロセスの最後の局面は資金の決済

である。各々の参加者が証券売買の代金を、NSCCに一度支払えばよいように、NSCCから一度受け取ればよいように、経済的義務をネットする。日々の支払いにおける経済的義務のネットは大きな効率性をもたらし、リスクの軽減にも役立っている。

NSCCは証券のネットिंगのみならず、資金のネットिंगも行っている。NSCCの行う資金のネットिंगがマルチイシューネットングである。

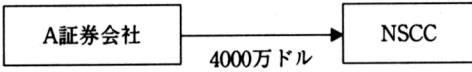
マルチイシューネットングが行われれば、例えば、A証券会社は銘柄X4500万ドルのネットの買い手であり、銘柄Y証券の1000万ドルのネットの売り手であり、銘柄Z証券については500万ドルZの買い手であるとする。従って、代金決済時に、清算会社は、銘柄Yの1000万ドルの証券を受け渡すことをA証券会社に指示する。そして、A証券会社は、売りと買いをネットした結果の代金を受け渡す。上記の例であれば、4000万ドルを清算会社に支払う²⁶⁾。

NSCCの行うCNSは、証券のみならず代金の決済にも行われている。CNSによって、最も多い日には、代金の受け渡しの95%以上を削減することができる。

NSCCから会員に対する支払い、会員からのNSCCに対する支払い共にすべて電子的な資金のやり取りで行われる。特に、連銀ネットを利用した同日付けファンドでの資金のやり取りがなされる。全参加者は決済銀行を指名決定することを義務づけられている。NSCCのネットワークには、約60の決済銀行が加盟している。この決済銀行が会員の証券売買代金を扱っている²⁷⁾。

図 2

	銘柄	取引額 (万ドル)	ポジション
A証券会社	X	4500	買い
	Y	1000	売り
	Z	500	買い
		4000	買い



機能 5：安全保障機能

（1）リスクの発生を防止する機能

（a）DTCの安全保障機能

①DTCの参加者資格

DTCは参加者資格を規定している（ルール 2，3）。参加者となる者は、参加者ファンドやDTCの保管振替制度の下、参加者が行わなければならない業務を行うのに十分な経済的能力がなければならない。また、参加者はDTCのシステムを取り扱えるだけの十分な人的能力と物理的な設備を持たねばならない。

参加者は、ブローカー、ディーラー、銀行、清算機関等である。参加者となるためには、まず、経済的な能力が必要とされる。つまり、参加者になろうとする者は預託を要求されている参加者ファンドを預ける財政的な能力があり、DTCにその予想された義務を満たす十分な資金力を持っていることを明示しなければならない。

次に、設備能力と人的能力が必要とされる。つまり、DTCの操作上の必要条件を満たすために、応募者はそれがDTCとの取引を処理することができる適切な人材と、適切な物理的な設備、その予期された約束を果たすべき帳簿、記録、手続き方法を所有していることを明示する。また、DTCが行う業務は他の参加者にも影響するため、参加者には、時間を厳守する能力がある

ことも示さなければならない。

さらに参加者になるべく応募してきた者が参加者となることを否認されるケースとして、4つをあげている。まず、一つにこの応募者自身またはこの応募者と関係ある人物が（A）詐欺・横領・忠実義務違反を行なっている場合、（B）参加者になるために、またそれ以降に、応募者がDTCに対して具体的事実について誤った報告をしている場合、報告を省略している場合、（C）The Securities Act, Exchange Act, Investment Company Act, The Investment Advisers Act や他のいかなるルールや規制に意図的に違反していることをDTCが信ずるに足る根拠がある場合は、DTCはこの応募者が参加者となることを否認する。

2つ目に、応募者や応募者の関係者が参加者となる要件を満たすために10年以内に罪を犯したとき、その後の犯罪、証券の購入者・販売・移転・ブローカー・ディーラー・投資会社・アンダーライター・銀行・信託会社・信任義務者・保険会社他の金融機関としての行為における重罪、微罪に関わらず罪を犯したとき、強盗、窃盗、着服、横領、偽造、資金や証券、他人の財産の流用を犯したとき等、犯罪に関わる行為を行なったとき。

3つ目に、応募者や応募者に関係するものが、永久に、または一時的に、命令によってまたは、裁判所の命令や他の政府の管轄によってブローカー・ディーラー・投資アドバイザー・銀行・信託会社・信任義務者・保険会社その他、金融機関として行動することを差し止められている場合、証券の売買や移転に関係する行為を差し止められている場合。

4つ目に、応募者や応募関係者が国内の証券の連合や組合やthe Exchange Actの下、登録さ

れた取引所、または、清算と決済を行い、証券の預託を受ける会社から追放され、参加を見合わせられている場合、取引所や組合、会社、証券を預託する参加者と関係することを禁じられていたり、見合わせられている場合。

以上の4つの場合には、DTCは参加者に応募してきている応募者を参加者として、認めないことが可能である（ルール2）。

また、参加者となるためには、ルール2の規定を遵守した上、以下に述べる資格のうち少なくとも、一つを満足させなければならない（ルール3）。

- (a) 清算と決済の業務を行う会社、または、National Securities Exchangeの下部組織、The Exchange Actに基づいて登録されたNational Securities Associationの下部組織である会社
- (b) 上記(a)の文章に記載された会社の参加者または参加機関
- (c) U.C.C. 8に基づいてまたは、他の類似の法規定によって組織された会社で、帳簿による証券の移転、質権設定に関わる業務を行っている
- (d) 連邦や州の銀行法の規定に基づいた銀行や信託会社、銀行を保有する会社、銀行を保有する会社の子会社
- (e) 州の保険法に基づく保険会社
- (f) Investment Company Actの8に基づいて登録された投資会社
- (g) 年金ファンドまたは他の雇用者のためのファンド

上記の(a)から(g)までの資格を満たさない場合、(i) その金融機関の業務や能力によって、DTCに直接参加することが有益であると、DTCの取締役会が判断するのに十分な根拠があ

る(ii) Exchange Actの下、登録されたブローカー、ディーラー

以上が、DTCにおける参加者資格である。

②DTCの参加者ファンド

DTCは払方の清算銀行から代金の支払いを受けることができない場合に備えて、参加者ファンドや銀行からの借入れによって、受け方の清算銀行が支払いを受けることができない事態を回避している。参加者ファンドは参加者から預託金を徴収するものである。その必要額は、参加者の過去70日間の支払いの日中最大値6件の平均を基に算出される（ルール4）^{20）}。

参加者ファンドはルール6（業務に関する規定）に記載されているDTCの業務に損失や債務が生じた場合には、この参加者ファンドを取り崩すことができるとしている（ルール4 Section 1）。参加者ファンドには、Required Fund Deposit（預託する義務があるファンド）とVoluntary Fund Deposit（預託は自発的なものであるファンド）の2種類がある。どちらもActual Fund Deposit（実質のファンド）である。このActual Fund Depositとは、すべての参加者が参加者ファンドに預託するファンドである。参加者ファンドに対するRequired Fund DepositもVoluntary Fund Depositもどちらも現金でなければならない。

参加者ファンドに預託された現金は、投資方法に一定の制限はあるものの、DTCによって、部分的にも、全体的にも投資、運用されることが認められている（Section 2）。DTCは参加者ファンドに預託されている現金の運用で上げた利益を参加者に還元しなければならない。また、参加者がDTCに債務を負い、その債務を弁済することができない場合、DTCは、その参加者が預託している参加者ファンドから一定部分をそ

の債務の弁済に充当し、債務の減額をなすことができる（Section 3）。

③DTCの取引制限

保管振替機構は取引制限の規則を持たない。一方、DTCは参加者ごとにネット・デビット・キャップ（Net Debit Cap）という取引制限を設けている。これは参加者がDTCに支払う債務の額が無制限に拡大することを防ぐ目的で設けられたものである。

支払債務額の上限は、参加者が直近70日間の支払いの最大値3件の平均を基に算出される²⁹⁾。DTCルール9（B）に規定されている。

（b）NSCCの安全保障機能

NSCCは機能2の権利移転機能の役割を果たすだけでなく、機能5の安全保障機能をも担っている。NSCCが行う業務のどのような側面が安全保障機能を果たしているであろうか。

①NSCCのリスクヘッジ³⁰⁾

清算会社の機能のうち最も重要なものが、リスクの軽減である。清算会社自身がそれぞれの取引のカウンターパーティとなり、決済のプロセスの中で発生する義務を負う。そのため、取引の当事者は、取引の相手方のフェイルや、倒産のリスクを負うことがない。従って、取引を行う者は、取引相手の財務能力に留意せず取引に参加することができる。

清算会社は取引市場の経済的安定性を与えている。清算会社が存在せず、決済のメカニズムを保証しない市場では、市場参加者が自分自身の評価で取引の相手方を選択しなければならない。取引相手の不履行のリスクを自分で負担しなければならないのである。

i. フェイルの場合

フェイルとは、渡し方のブローカーが要求された株式等を保有していない場合をいう。例え

ば、渡し方ブローカーが渡す予定であった株式等を顧客から受け取ることができない場合や貸株市場においても借りることができない場合に起こる。

日本において、取引当事者がフェイルをすることが、認められていない。しかし、アメリカにおいては、決済日の繰り延べの役割を果たすフェイルについては、一概に禁止せず、フェイルを行ってもよい場合を設定している（いわゆるグット・フェイル）。

では、フェイルの場合、NSCCはどのような行動をとるか。もし、渡し方ブローカーが決済日に渡すことができない場合、渡し方ブローカーは、NSCCに対し前日の株価と契約株価との差額を支払わなければならない。仮に、前日の株価が150ドル、契約株価が100ドルであった場合、一株につき50ドルをNSCCに支払わなければならない。NSCCはこの50ドルを受け方ブローカーの口座に入金する。資金のやり取りはNSCCを通じて行うが、NSCCはこの場合、リスクを負わない。渡し方ブローカーが50ドルの損失を負い、買い方ブローカーが同額の利益を受け取るからである。

渡し方ブローカーが決済の翌日に、株式を渡すことができれば、買い方ブローカーは、契約価格と差額の合計、先ほどの例では150ドルをNSCCに渡す。NSCCはその150ドルを渡し方ブローカーに支払う。つまり、取引は取引株価の100ドルでなされる。

ii. 倒産の場合

渡し方ブローカーが決済日または、決済日の翌日に倒産した場合はどうなるであろうか。値洗いシステムはどのように働くであろうか値洗い価格（mark-to-market）は、買い方ブローカーが証券の受け渡しのために支払う価格であり、

更新差金 (mark) とは渡し方ブローカーが決められた日に受け渡しをすることができなかった時に支払うものである。ここで、契約価格を一株につき100ドルとする。T+2, T+3, T+4, T+5 は以下に示すものとする。(Chart 1)

ケース①

渡し方ブローカーが、市場が閉鎖した後、倒産した場合。NSCCは株式をT+4の価格で購入しなければならない。NSCCは契約の価格を受け方ブローカーから受け取る。従って、NSCCの損失は120 (220-100) である。

ケース②

ケース1と同じく、渡し方ブローカーが決済日、市場が閉鎖した後、倒産した場合。ケース1との違いは、渡し方ブローカーは既に更新差金を受け方ブローカーに支払っている場合。NSCCは株式をT+4の価格で購入する。株式は値洗い価格に既に値洗いされており、受け方ブローカーは既に50ドルを受け取っているので、受け方ブローカーはNSCCにT+3の値洗い価格の150ドル (T+2の価格) を支払う。従って、

NSCCの損失は70 (220-150) である。

ケース③

決済日、市場が閉鎖する前に渡し方ブローカーが倒産した場合。NSCCはT+3の株式を購入することができる。そして、契約時の代金を支払う。NSCCの損失は90 (190-100) である。

ケース④

決済日、市場が閉鎖する前に、渡し方ブローカーが倒産し、かつ、既に渡し方ブローカーから、受け方ブローカーに更新差金が支払われている場合。NSCCはT+3の株式を購入することができる。しかし、ここでは、受け方ブローカーは50の更新差金を受け取っているので、受け方ブローカーはNSCCにT+3の値洗い価格 (実際はT+2の価格) の150ドルを支払う。NSCCの損失は40 (190-150) である。

ケース⑤

決済日の翌日、市場が閉鎖した後、渡し方ブローカーが倒産し、かつ、渡し方ブローカーはまだT+4の更新差金を支払っていない、それゆえにT+4の値洗い価格に値洗いがされてい

Chart 1

契約価格・市場価格		値洗い価格	更新差金
契約価格=100			
T+2	150	支払わない	支払わない
T+3	190	150	50
T+4	220	190	40
T+5	250	220	30

Chart 2

T+3 倒産

市場閉鎖後		市場が閉鎖前	
更新差金支払前	更新差金支払後	更新差金支払前	更新差金支払後
①(T+4)p-Kp	②(T+4)p-(T+2)p	③(T+3)p-Kp	④(T+3)p-(T+2)p

T+4 倒産

市場閉鎖後		市場閉鎖前	
更新差金支払前	更新差金支払後	更新差金支払前	更新差金支払後
⑤(T+5)p-(T+2)p	⑥(T+5)p-(T+3)p	⑦(T+4)p-(T+2)p	⑧(T+4)p-(T+3)p

ない場合。NSCCはT+5の価格で株式を購入する。受け方ブローカーはT+4の価格（T+3の値洗い価格）の150（契約価格の100+T+3の更新差金50）を受け取っており、NSCCの損失は100（250-150）となる。

ケース⑥

T+4に倒産し、NSCCはT+5の価格で株式を購入する。受け方ブローカーは二つの更新差金を受け取る。T+3の50とT+4の40である。そしてT+4値洗い価格実際のT+3の価格の190を支払う。NSCCの損失は60（250-190）である。

ケース⑦

NSCCはT+4の市場が閉鎖する前に株式を購入することができる。T+4の更新差金が支払われていないので、株式はT+4の値洗い価格ではない。渡し方ブローカーはT+3値洗い価格つまり、実際のT+2の価格の150を支払う。NSCCの損失は70（220-150）である。

ケース⑧

NSCCはT+4の価格で株式を購入する。受け方ブローカーは2つの更新差金を受け取る。T+3の50とT+4の40である。そしてT+4値洗い価格であり、実際のT+3の価格の190を支払う。NSCCの損失は30（220-190）である。

②NSCCのクリアリングファンド

先述のように倒産でフェイルする場合はどうか。NSCCのファンドが損失を吸収する。各参加者は最初に10000ドルを現金で預金しなければならない。このクリアリングファンドに預金する現金は、カストディアン銀行が保証するアメリカ政府債で代用できる。

NSCCが損失を被った場合、一般債権者より先にこの預金から先行して支払いを受ける。それでもまだ、損失をカバーするのに足りない場

合には、25%を上限にその参加者の資産から弁済を受けられる。

現在、NSCCは7億ドルの預かり金を持っており、これは一般的な損失を補うことができる金額である。

(c) 貸株市場

売り方顧客が取引の対象となる証券を用意することができなかった場合、売り方証券会社は、取引を完了させるために、顧客に代わって、引き渡し証券を準備しなければならない。売り方証券会社が証券を準備する方法の一つとして、貸株市場がある³¹⁾。貸株とは、他の証券会社から現金を担保に証券を借り入れることをいう。

貸株市場の構成者は、証券の貸し手、借り手、および仲介者である。主な貸し手は、機関投資家であり、主な借り手は、空売りや決済不履行回避等で証券の借り入れをする必要のある投資家や、大手証券会社である。貸株市場で仲介者となっているのは、カストディアン銀行と証券会社である。カストディアン銀行が仲介する場合、ほとんどが貸し付け代理人であるため、貸し手にとっての信用リスクは実際の借り手となる。大手証券会社が仲介を行う場合は、貸し手の信用リスクは当該大手証券会社となる。

アメリカにおける貸借には、日本のような3ヶ月、6ヶ月といった期限はない。貸借の期間をあらかじめ設定しない、いつでも貸借を中止できる方式が一般的である。また、貸借証券に対しては、日本における委託保証金のような担保提供の必要がある。貸借証券の時価評価額に対して、どれだけの担保提供を行うかは、取引ごとに決められる。担保の提供方法としては、現金、証券、銀行保証等がある。

日本において、信用取引を行った顧客は、取引所の定めにしたがって、市場金利に連動した

金利を支払う。これが、貸付けを行った者の報酬となる。アメリカにおいて、貸付けを行った者の報酬は、担保によって異なっている。証券や銀行保証が担保の場合には、貸し手の受け取るフィーのレートを決め、それを徴収する。現金の場合は、貸し手が借り手に支払う金利（リベート・レート）が決められる。貸し手は担保に供されている現金を短期資金市場で運用するため、運用金利からリベート・レートを差し引いたものが、報酬となる。

アメリカにおいて、証券会社が証券の貸借を行うことができる要件として、空売りと通常の売買の決済不履行を回避する場合に限られている。日本の場合は、決済不履行の回避の方法として、貸株を利用することは認められていない。

従って、アメリカにおいては、貸株市場も売買取引約定後の機能5の安全保障機能の役割を果たしていると言うことができよう。

(2) リスクの派生を防止する機能

(a) 分別管理

①分別管理に関する規定

1934年証券取引所法規則、15c 3-3条において、顧客財産の保護に関する規定があり、そこには、顧客証券の保管について規定されている。1934年証券取引所法15c 3-3 (e) には、すべてのブローカーまたはディーラーは、銀行に「顧客の排他的利益のための特別準備金銀行勘定」(special reserve bank account for the exclusive benefit of customer, 以下、準備金銀行勘定) を維持しなければならず、かつ、それは当該ブローカーまたはディーラーの他の銀行勘定からは分離されていなければならない。また、ブローカーまたはディーラーがこの準備金銀行勘定から引き出し、これを受領することは、顧客と

の取引等³²⁾ 特別の目的のためになされることと限定されており、その金額にも制限がある。

また、1970年証券投資者保護法は、1979年の改正によって、顧客保護の目的で、「顧客財産」および「顧客名義証券」の修正規定を設けた。これによって、分別される顧客の資産の範囲が明確になった³³⁾。破産法では、顧客財産に属する財産は、顧客が一般債権者に先立って取り戻し権を有するとしている。

また、ニューヨーク証券取引所規則2402にも、投資者保護に関する規定がある。NYSE規則2402は、個々の会員が1934年証券取引法に基づく、1934年証券取引所法15c 3-3の規定を遵守し、保管物を保管し、証券を管理し、準備金を保持しなければならないと規定している。NYSE規定には附則規定があり、会員が顧客のために管理する証券や資金についていくつかの例外を除いて、誰の保有する口座であるか明確に記録しなければならないとしている。

②DTCに預託された証券の分別管理

保管振替制度を利用して、DTCに預託されている証券について、参加者と顧客の財産の分別管理がなされているか、なされていなければ、どのような保護がなされているであろうか。

DTCの参加者は自己分と顧客分の口座を分けていない。一方、参加者は自己分と顧客分を分けなければならない。1970年投資者保護法 (Securities Investor Protection Act of 1970) では、16条-2で、顧客の財産とは、「保管のため、売却のため、また購入の結果、担保として業者が預かっている証券ならびに売却の結果あるいは購入のために業者に預託されている現金を指す」と規定している。DTCに預託されている財産も顧客財産に含まれる。DTCの証券口座名で保有されている証券等は、業者の記

録から顧客のために、保有されかつ個々の顧客の持ち分が特定確認されれば、破産法にいう「明確に識別される財産」として、顧客が一般債権者に先立って取り戻し権を有するとした³⁴⁾。

つまり、1970年投資者保護法は破産法の特別法として、位置づけられ、DTCに預託されている証券も、明確に識別される財産として、一般債権者に先立って先取り特権を有すると解されている。

従って、ここで重要となるのは、参加者である証券会社に顧客と自己分の証券を分別して管理することを義務づけることである。参加者の側で、顧客証券の数量を特定する記録が存在しなければ、取り戻し権を請求できない。

そこで、証券会社が分別管理を行うよう義務づけられているかが重要となる。SECやNSADの検査においては分別管理を行っているかのチェックを行っており、主要証券取引所では、会員に対して、店舗内での顧客の有価証券を物理的に分別して保管することを要求している³⁵⁾。

(b) SIPC

Securities Investor Protection Corporation（以下、SIPC）は、1970年投資者保護法（Securities Investor Protection Act）に基づいて設立された。1970年投資者保護法の目的は、ブローカー・ディーラーの財政的困窮から投資者を保護すること、一つのブローカー・ディーラーの倒産が他に波及し、更なる混乱を招くことを防ぐこと、ブローカー・ディーラーの経済的責任を確固たるものとし、できる限り顧客の損失を招く危険性を減少させることにある³⁶⁾。

1970年投資者保護法は、SIPCを設立し、SIPCの会員であるブローカーやディーラーが経済的に困窮したときに弁済する手続きを確立した。SIPCは非営利法人であり、その会員ブロ

ーカー、ディーラーは1934年証券取引法15条(b)に規定されてものであり、ほとんどの州にまたがっている。1970年投資者保護法は、SIPCに対して、会員に課された出資金によってファンドを設立することを要求している。このファンドが不足した場合、100万ドルを限度に財務省から資金を借りることを認めている。

1970年投資者保護法の規定は、それまでの1934年証券取引法の枠組みに附加されたものである。SIPCの顧客財産ファンドは、一般債権者を除く顧客の増加に比例して増加している。SIPCは、顧客に対して、50万ドル、そのうち金銭の請求に対しては、10万ドルを限度に保障している。倒産した会社の財産に関係なく、顧客は限度の範囲内で請求することができる³⁶⁾。

- 16) 拙稿「アメリカにおける決済機関統合の動き」『証研レポート』財団法人日本証券経済研究所、1999年9月、No1574 pp 53-62
- 17) 『有価証券振替決済制度—欧州有価証券振替決済制度調査団報告—』、財団法人金融財政事情研究会、昭和54年、p. 4
- 18) DTCの保管振替制度に直接参加する者。銀行、ブローカー等。
- 19) 『有価証券振替決済制度—欧州有価証券振替決済制度調査団報告—』、前掲、pp. 10-11
- 20) <http://www.nssc.com/> (1998年12月14日) 参照。
- 21) Stigum (1988) "After the Trade", Dow Jones Irwin, p. 249
- 22) Hal S. Scott and Philip A. Wellons (1998) "Office of Technology Assessment, U.S. Congress, Trading Around the Clock", International Finance, Transactions, Policy, and Regulation, Fifth Edition, The Foundation Press, Inc, p. 854
- 23) <http://www.nssc.com/about/index.html> (1998年12月15日) 参照。
- 24) Stigum, 前掲, p. 247
- 25) デビット・M・ワイス著、野村総合研究所訳 (1996) 『ウォール・ストリートのバックオフィス業務』、野村総合研究所, pp. 394-396
- 26) Stigum, 前掲, p. 247
- 27) NSCCのLaw Clerk, Steve Letzlerからの回答。
- 28) 財団法人証券保管振替機構「DTC調査報告書」1997年6月、p. 15
- 29) 「DTC調査報告書」p. 14
- 30) 以下、NSCCのリスク回避については、Hal S. Scott and

Philip A. Wellons (1997) "Office of Technology Assessment, U.S. Congress, Trading Around the Clock", International Finance, Transactions, Policy, and Regulation, Fourth Edition, The Foundation Press, Inc, pp. 879-895による。

- 31) アメリカの貸株市場については、証券団体協議会資料「有価証券貸借取引の現状と課題」(1995. 2. 7) pp. 36-47
- 32) 規則15c 3-3 条付属書類A
- 33) 改正前1934年証券取引所法15c 3-3 の (j) では、1970年証券投資者保護法第6条 (c) 項2項 (C) (iii) に関して、顧客のものとして明確に識別されうる財産に配属するものの規定を置いていた。
- 34) 二上季代司 (1998) 「第6章 証券取引のインフラ」『金融市場の変貌と証券経営』日本証券経済研究所, p. 214
- 35) 竹内昭夫 (1971) 「証券会社と顧客の関係」(ロス・矢沢監修「アメリカと日本の証券取引法」商事法務研究会, 下巻pp. 461-465
- 36) Senate Report (1970)
- 37) Stephen P. Harbeck "Stockbroker Bankruptcy: The Role of District Court and the Bankruptcy Court Under the Securities Investor Protection Act." National Conference of Bankruptcy Judges. *American Bankruptcy Law Journal*, Summer 1982 vol. 56, p. 277

IV. 日米売買約定後制度の比較機能分析

1. DTCと保管振替機構の比較機能分析

(1) 機能分析の意義

本稿で行う機能分析と相対するものとして、機関分析がある。機関分析では、誰が・どの機関が行うかに着目する。これによると、日本とアメリカの売買約定後の経済的行動を担当する担い手は異なっている。ところが、機能分析によると、売買約定の後に行われている行為の機能は各国共通するものであり、また、必要な機能は時間が経過しても大きな変化は見られない。制度そのものは、競争に委ねられることによって常に改善されている。新たな担い手が登場し、同じ機能を果たすこともある。ところが、必要

な機能そのものには大きな変化が見られないことが多い。機能分析は、各国に共通の機能を抽出し、抽出された機能が各国どのように発揮されているかを比較研究することができる。

そこで、本章において、機能分析によって、アメリカにおける証券売買約定後の諸制度と日本の証券売買約定後の諸制度とを比較する。機能分析という分析方法を用いて、実際に日本とアメリカで行われている売買約定後の経済的行動を分析する。

(2) DTCと保管振替機構の比較

ここでは、まず、アメリカの証券集中預託機構 (CSD) である the Depository Trust Company (以下、DTC) と日本のCSDである (財) 証券保管振替機構のそれぞれの果たす機能について、比較分析することとする。

機能1：証券管理機能

(1) 証券現物管理

(a) 保管

DTCの業務は預託された証券について、口座上の移転を行なうこと、質権の設定を外すこと、預託されている証券についてDTCが一括して受取った配当や権利、証券等についての分配を行なうこと等である (ルール6)。参加者や質権者から証券の引き出しを請求された場合の業務もある。このため、預託された証券の一部は絶えず引き出し請求に応じるために保管しておくなければならない。

一方、日本の証券集中機関である保管振替機構は、株券の保管に関する業務を行うことと規定されている (株券等の保管及び振替に関する法律 以下、保管振替法 第4条第1項第1号)。

DTCや保管振替機構では、すべての証券を流

通単位証券で保管してはいない。一部の証券については、保管のスペースや管理を簡略化する方法で保管されている。保管のスペースや管理を簡略化する方法には、BEO（Book Entry Only）債を例とする大券保管や不所持制度がある（商法226ノ2条）。BEO債とは、債券を発行する際、発行総量の債券を一枚のみ発行し、これを証券集中預託機関に預託する。債券を購入する者は、証券集中預託機関を通じての保管振替制度を利用することとなる。債券は小口に分割して発行されないので、顧客持ち分の債券交付を請求することができない。そのため、顧客は保管振替制度の利用を余儀なくされる。BEOは大券保管の一例である。大券保管とは、一般的に、高額面の証券で保管し、保管スペースを削減することを使う。

また、不所持制度とは、発行会社に株券を不所持とすることを申し出る制度である。不所持を取りやめる、つまり、株券の返還を求めることもできる。保管振替機構も不所持制度を利用すれば、大量の株券を倉庫に保管する必要がなくなり、コストが削減される。

以上のような方法で、DTCも保管振替機構も保管業務を行なっている。しかし、保管業務の内容には、次に検討するように差異が見られる。

（b）預託

DTCは参加者や質権者から預託のために、DTCに提出された、適用有価証券を受け入れる（ルール6）。一方、保管振替機構の参加者は自己の有する証券および顧客から預託を受けた証券を保管振替機構に預託することができる（保管振替法第14条）。また、顧客が参加者に株券を預託する際、顧客から証券の預託を受けた参加者は、顧客のために口座を開設し、顧客口座簿と備えなければならない（保管振替法第15

条）。このようにDTCと保管振替機構は、預託という点では、同様の機能を果たしている。しかし、DTCの預託率は全取引証券の90%以上に及ぶのに対し、保管振替機構に預託されている株式は、発行済株式総数の30%以下である。従って、DTCは証券の現物で保管する必要はほとんどない。参加者や質権者の証券引き出し請求に備えて、保管しておく証券の量は日本における証券に比べて格段に少ない。

この差異の生まれる理由の一つに手数料体系の相違がある。DTCの場合、預託手数料は、活発銘柄と非活発銘柄に分けられる。それぞれの証券で、預託受付時間ごとに手数料が異なり、件数に応じて料金が課される。保管振替機構の手数は預託する参加者ごとの株式数に応じて、段階的に課せられるものである（業務規定第67条第1項）。どちらも預託株数が大量になれば1株についての手数が低下する体系になっている。DTCでは、その前身のCCSからの組織改正の際に手数料の見直しを行った。それまでは、株数ベースであったものを件数当たりとした³⁸⁾。これによって、DTCの参加者は、大量株券を預託すると、大幅なコストの削減のメリットを享受できるようになった。また、取り扱い証券の種類についても相違がある。DTCは株式、社債を含め預託証券の種類は多岐に及ぶ。一方、現在、保管振替機構の扱うことのできる有価証券は、主務大臣の指定を受け（保管振替法第2条1項）、かつ、機構が当該有価証券の発行者に同意を得たもの（保管振替法第5条3項）である。現在のところ、内国上場株券、店頭登録株券、日経300投信受益証券が対象証券である³⁹⁾。取扱い証券の種類は、DTCの方が広範囲に渡る。

(2) 証券データ管理

(a) 証券に関する口座管理

DTCは、参加者からの適用証券の預託を受け入れた後、参加者の口座を管理し、預託された証券のプラス記帳を行う（ルール6）。

一方、保管振替機構は、参加者口座を備えなければならない。参加者口座は、顧客分と、参加者分を分別管理しなければならない。参加者口座には参加者の商号、株数、住所、質権が設定されている場合には、質権者の住所、氏名を記載しなければならない。（保管振替法第17条）。さらに、株券を発行した会社は、実質株主名簿を備えなければならないが、その実質株主名簿の記載内容は、保管振替機構の通知によって確定する（保管振替法第32条）。つまり、保管振替機構は、発行会社の決算期に保管振替制度にある実質株主の氏名、住所、株数等を会社に対して通知する（保管振替法31条）。

証券を保有する株主は、証券を証券会社に預託する。証券会社は顧客から預託を受けた証券を中央預託機関に預託する。DTCも保管振替機構もこの証券集中預託機関（CSD）である。しかし、DTCにおける株主名簿管理方法与保管振替機構を利用する場合の株主名簿管理方法には差異がある。

DTCに預託された証券の名義は証券会社の名義（ノミニーマイネー）となっており、DTC及び発行会社は株主の名義を直接管理していない。間接方式といわれる株主管理方法である。一方、日本の場合、発行会社は、保管振替機構に預託された株式の株主に関するデータを直接管理している。この管理方法を直接方式という。保管振替制度を利用する株主の氏名、住所、預託株数等のデータは証券会社から保管振替機構、機構から発行会社へと転送される。

間接方式、直接方式の株主名管理方法の相違は、それぞれにメリットとデメリットを有する。詳細は権利実現機能にて記述する。

(b) 資金に関する口座管理

保管振替機構の業務は、有価証券の保管及び振替（保管振替法第4条）であり、資金口座を管理する業務を行うことはされていない。従って保管振替機構は資金に関する業務を行っておらず、現行法の下では、今後も資金の取り扱いを行うよう業務拡大することはない。資金を取扱う業務を行うためには、保管振替法を改正しなければならない。

一方、DTCが関与するアメリカでの資金の振替は、NSCCを通じた振替処理と、IDシステムと言われるDTCによる振替処理の両方を行っている。NSCCを通じた振替処理において、DTCは証券の振替を行い、資金処理は行わない。IDシステムにおいては、証券の振替処理と同時に資金処理も行う。NSCCを通じた振替処理が一般的、伝統的DTCの行う振替処理である。これについては、後述の機能3：証券移転機能の中での振替で述べることとする。

DTCではIDシステムにおいて、資金振替業務を行なっている。IDシステム機関投資家向け決済サービスである。機関投資家はカストディアンバンクに取引の決済や証券の管理を委託している。ブローカーは機関投資家である顧客からの指示で証券の売買を行うが、カストディアンバンクがこの取引を認知していなければ、必要な証券を用意することができない可能性がある。IDシステム（Institutional Delivery System）を利用した場合、取引の情報は顧客である機関投資家、ブローカー、カストディアンバンクに送られる。この取引を照合するした後、DTCを通じた資金決済が行われる。

DTCを通じた参加者間の資金決済は、フェドワイアーに開設された口座を通じて行われる。DTCはフェドワイアーに口座を有している。しかし、参加者である証券会社はフェドワイアーに口座を有することができないのでフェドワイアーに口座を有する清算銀行の中に口座を持ち、清算銀行を通じて資金決済を行う⁴⁰⁾。

機能2：証券移転機能

（1）計算および照合

計算および照合は、証券取引所と証券会社、清算会社が行う業務である。保管振替機構は証券取引所や証券会社によって照合された後の指図によって、振替を行う。DTCも同じく、証券取引所、証券会社やNSCCを代表とする清算会社によって照合済の取引の振替を行う。しかし、DTCの決済にはこれ以外の方法がある。NSCCを通じず、IDシステムを通じてなされるものがある。

先述のように、IDシステムを利用すると、取引情報は、機関投資家、ブローカー、カストディアンバンクにも入り、各々が取引を照合することができるようになる。IDシステムによる取引はNSCCを通過しない。また、資金の決済についても、DTCが行う。

（2）清算

清算業務はアメリカにおいてはNSCCが、日本においては証券取引所が行なっている。NSCCによる清算が行われると、証券や代金の受渡を行う相手方はもはや取引を行った証券会社ではなく、NSCCがカウンターパーティとなる。NSCCがカウンターパーティとなることにより、仮に、証券取引の相手方証券会社が証券を引き渡すことができなかつたり、代金を支払うこと

ができない事態が生じて、NSCCに自己の果たすべき義務（証券の売り方の場合には証券を引き渡し、買い方の場合には、代金の支払い）を果たすことによって完了し、取引を行った相手方証券会社の不履行のリスクを負うことはない。

（3）振替・受渡

DTC、保管振替機構とも、振替決済制度の中央預託機関であるため、証券の現物の受渡しに代えて、口座間の振替を行なう。DTCにおいても、日本の保管振替制度においても、参加者口座及び顧客口座簿の記載は、その記載に係る株式の数に応じた株式の譲渡と同じ効力があるとされている。口座の株式数がプラス記帳されると株式を取得したことになり、マイナス記帳されると譲渡したこととなる。このように証券の現物が移動しないため、運搬コストを削減でき、運搬にもなう盗難や紛失のリスクも削減できる⁴¹⁾。

機能3：権利実現機能

（1）株券を移動させる制度における名義書換

株式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抗することができない（商法206条）。株券を所持している場合、発行会社に対する名義書換請求は、株券と名義書換請求書を提出する。名義書換中は株券がないので売買できない。

（2）保管振替機構の権利実現機能

保管振替制度における預託株券の共有者を実質株主といい（保管振替法、第30条）、実質株主は、各自その預託株券の株式の数に応じた株式を有するものとみなされる（保管振替法第24条）。また、保管振替制度の株主名簿を実質株主名簿という。実質株主名簿は証券の存在する

場合の株主名簿と同じ効力を有する（保管振替法、第33条1項）。同一人が所有する証券の一部を券面で所持し、残りの証券については、保管振替制度を利用した所有を行っている場合、発行会社は株主名簿の株数と実質株主名簿株式数を合計する（保振法第33条）。これを名寄せという。配当金の支払いや議決権は名寄せ後株式数に応じて配分される。

日本における保管振替制度の株主管理の方法は諸外国に比して特徴的である。日本において保管振替制度の参加者が投資家の口座を管理する名簿を顧客口座管理簿、中央預託機関である保管振替機構が参加者の口座を管理する名簿を参加者口座簿という。そして、これらのデータは株主名簿確定時期に発行会社に送られ、発行会社はこれをもとに実質株主名簿を作成する。日本の保管振替制度にこの特徴はこの実質株主名簿にある。発行会社は、どの株主が何株所有しているかを把握することができる。日本のように発行会社が株主を直接管理する方式を直接方式という。

（3）DTCにおける権利実現機能

記名株券が流通するアメリカにおいては名義書換に裏書きを必要とするなどの煩雑さをともなったために、保管振替制度が導入される前から証券会社の名義で所持するノミニー制度が定着していた。アメリカで採用されている間接方式では、発行会社は実質株主を把握していない。配当は一括して証券会社に送金され、証券会社の配当部が自ら所有する顧客データをもとにそれぞれの株主に送金する。年次報告書や配当通知等発行会社から送付されてくる書類は証券会社がデータをもとに顧客に転送する。株主総会の委任状についても同様に証券会社が顧客に転

送する。委任状を受け取った実質株主は、これに記入し、証券会社に返送する。証券会社が預託株数分の議決権を有し、返送された委任状をもとに、議決権を行使する⁴²⁾。

（4）直接方式、間接方式のメリットと

デメリット

ヨーロッパにおいては、無記名株式が主流であるため、もともと、発行会社は、株主が誰であり、何株保有しているかを管理することが少なかった。日本やアメリカは、ヨーロッパとは異なり、記名株式が中心である。しかし、アメリカは株式の名義書換の方法が日本に比べて複雑である。従って、保管振替制度の導入以前から証券を証券会社名義で登録するストリートネームによる登録方式が行われていた。DTCを利用した保管振替制度において、ストリートネームで登録すると、発行会社は実質株主が誰であるかを把握できない。配当金や議決権行使書は、証券会社宛てに送付され、実質株主が誰であり、何株保有しているかを管理している証券会社が、実質株主に送付する。

一方、日本の特徴的株主管理方法である直接方式は、発行会社の強い要請の下、考案されたものである。発行会社は直接株主を管理することによって、敵対的M&Aに対抗し、特殊株主管理を行うことが可能である。日本においては、記名株式が主流であり、発行会社は株主が誰であるか、何株所有しているかを管理することが伝統的であり、また、制度導入の際にも、この直接管理を存続させる要望が強かった。従って、日本に特徴的な直接方式が考案された。

しかし、現行の実質株主名簿は集団株主権が行使される期末にのみ名簿確定を行うため、実質株主名簿に記載されるまでは、株主として発

行会社に対抗することができない（商法206条）。従って、株式を購入したものの株主でないため、帳簿の閲覧や株主代表訴訟提起のような個別株主権の行使ができない事態が起りうる⁴³⁾。

さらに、個別株主権ではないが、株主優待サービスについても同様の問題が指摘されている⁴⁴⁾。

間接方式にも、メリットとデメリットが存在する。間接方式は保管振替制度の基本型であり、効率的であるが、ノミニーである証券会社が完全に証券の分別管理を行わなければ、証券会社の倒産のリスクを顧客である実質株主が負う危険性がある。実質株主が誰であるか、何株保有しているかの情報を保有するのは証券会社であるために、自らの倒産の際に、顧客の証券を自己分と偽って、債務の弁済に当てる危険性がある。そのために、証券の分別管理については、規則が定められており、徹底しなければならないとされている。

機能4：代金移転機能

資金口座管理機能で述べたように、保管振替機構は資金移転機能を担ってはいない。一方、DTCはIDシステムにて資金移転機能を担っている。DTCによる資金決済方法は、次のように行われる。DTCは証券の振替を行うとともに、参加者aからDTCへの10,000ドルの支払い、DTCから参加者bへの10,000ドルの支払いを記帳する。次に、DTCはNSCCからNSCCにおける最終資金決済額の通知を受ける。NSCCのDTCに対する債権債務とDTCのNSCCの債権債務を相殺する。

DTCは参加者aの清算銀行であるAにaの最終決済金額を通知する。清算銀行Aはフェドワイアーを通じて、DTCに最終決済金額の振替を指示する。DTCはフェドワイアーを通じて清算銀

行Bへの最終決済金額の振替を指示する。

機能5：安全保障機能

（1）分別管理

保管振替機構は参加者自己分と顧客預託分を分けて通知することを要求している（業務規定施行規則第16条）。しかし、保管振替機構において、証券は混蔵保管であり（保管振替法23条）、分別管理されていない。但し、直接方式であるため、参加者、発行会社ともに、顧客から預託された株券の数量を把握することができる（保管振替法第15条第1項第2号）。また、保管振替機構の管理する参加者口座簿にも、参加者自己分と顧客預託分の別を記載しなければならないこととされている（保管振替法第17条第2項第1号）。

アメリカにおいて、顧客財産と参加者財産の分別の規定は、1970年投資者保護法や1934年証券取引法規則に規定があり、参加者は顧客財産を分離しなければならない。また、顧客の財産を自らの取引の担保とすること等が禁止されている。そのため、DTCの規則では、DTCにおいて参加者は自己分と顧客分の口座を分けてはいない。

ここでいう顧客分とは、顧客がDTCに預託した顧客財産であるが、顧客の財産とは、「保管のため、売却のため、また購入の結果、担保として業者が預かっている証券ならびに売却の結果あるいは購入のために業者に預託されている現金を指す」と規定されている（1970年投資者保護法（Securities Investor Protection Act of 1970）16条-2）。DTCにおいて証券会社の口座名で保有されている証券等は、業者の記録から顧客のために、保有されかつ個々の顧客の持ち分が特定確認されれば、破産法にいう「明確に

識別される財産」として、顧客が一般債権者に先立って取り戻し権を有するとした⁴⁵⁾。

また、NSADの検査においては分別管理を行っているかのチェックを行っており、主要証券取引所では、会員に対して、店舗内での顧客の有価証券を物理的に分別して保管することを要求している⁴⁶⁾。

(2) 参加者資格

保管振替機構は業務規程に基づき、参加者として口座を開設にあたり審査を行っている。保管振替機構に口座を開設することのできる参加者の範囲を(1)証券会社、(2)銀行、(3)証券取引法第2条第13項に規定する証券金融会社、(4)その他株券等に関する取引状況が前3号に掲げる者の取引状況に準ずる者で、主務大臣の指定したものであるとしている(業務規定第三章の第10条)。さらに、保管振替機構に口座を開設する際の基準に関しては、(1)有価証券の保管及び受渡しの合理化を図るため口座を開設する必要性を有していること、(2)保管振替業務に係る業務を確実に遂行することができる事務処理能力を有していること、の二つの条件をあげている(業務規定第三章の第11条)。また、口座開設には、機構に口座開設金を納入しなければならない(業務規定第三章の第12条)。

一方、DTCは、参加者が必要なファンドを支払うだけの経済的能力を有すること、参加するに足りうる業務運営能力と、物理的施設、人材を持つことなどの参加者資格を設けている(ルール2)。さらに、犯罪行為や一定資格事由に該当する場合など、参加者になるべく応募してきた者が参加者となることを否認されるケースをあげている。

このように見てくると、事務能力や口座開設

金納入の資力審査という点において、共通点が見られるものの、DTCはさらに詳細な規定を設けていることが伺える。

(3) 保証金

保管振替機構は参加者から保証金を徴収する規定を設けていない。保管振替機構には、口座開設金という制度がある。これは参加者が保管振替機構に口座を開設する際に納入しなければならない資金であり、業務規程には、参加者が振替不能の際に用いることができるとする規程はない。

一方、DTCは払方の清算銀行から代金の支払いを受けることができない場合に備えて、参加者ファンドや銀行からの借入れによって、受け方の清算銀行が支払いを受けることができない事態を回避している。参加者ファンドは参加者から預託金を徴収するものである。その必要額は、参加者の過去70日間の日中最大値6件の平均を基に算出される(ルール4)。

参加者ファンドはDTCの業務に損失や債務が生じた場合には、この参加者ファンドを取り崩すことができるとしている(ルール4 Section 1)。参加者ファンドには、Required Fund Deposit(預託する義務があるファンド)とVoluntary Fund Deposit(預託は自発的なものであるファンド)の2種類がある。どちらも、すべての参加者が参加者ファンドに預託するファンドである。参加者ファンドに対するRequired Fund DepositもVoluntary Fund Depositもどちらも現金でなければならない。

参加者ファンドに預託された現金は、投資方法に一定の制限はあるものの、DTCによって、部分的にも、全体的にも投資、運用されることが認められている(ルール4 Section 2)。DTC

は参加者ファンドに預託されている現金の運用で上げた利益を参加者に還元しなければならない。参加者がDTCに債務を負い、かつ、その債務を弁済することができない場合、DTCは、その参加者が預託している参加者ファンドから一定部分をその債務の弁済に充当し、債務の減額をなすことができる。

（４）取引制限

保管振替機構は取引制限の規則を持たない。一方、DTCは参加者毎にネット・デビット・キャップ（Net Debit Cap）という取引制限を設けている。これは参加者がDTCに支払う債務の額が無制限に拡大することを防ぐ目的で設けられたものである。支払債務額の上限は、参加者が直近70日間の支払いの最大値3件の平均を基に算出される（ルール9（B））⁴⁷。

２．DTCと保管振替機構の比較分析 評価

ここまでは、DTCと保管振替機構の機能比較を行った。その中でもDTCと保管振替機構の最大の相違点は、権利実現機能にある。権利実現機能の相違点は、日本の保管振替制度とアメリカの保管振替制度との相違点であるということができる。

日本における直接方式と、アメリカにおける間接方式には、それぞれに特徴があり、単純比較は困難であるが機能分析はこの比較を助けるものである。

直接方式のメリットは、株主が発行会社に対して、直接に権利を請求することにある。また、最大のデメリットは、名簿の確定が集団株主権行使時期の期末に限定されており、期中に株式を取得した者は、長期に渡って、権利の実現を

することができないことにある。複雑な制度を維持するために、制度発足にコストがかかり、それを参加者に転嫁したため、制度を利用するメリットと制度にかかるコストを勘案して、参加者が増加しないということが言えるのではないか。

一方、間接方式のデメリットは、株主権の行使が直接できないことがある。この間接権利行使のデメリットは何か。一つは、分別管理が徹底していないと、証券会社倒産時に不測の損害を被るおそれがあることである。また、間接方式では実質株主の名義は、参加者の段階でしか把握できないので、参加者の分別管理を義務づけなければならない。更に、発行会社から、配当金の受領や、発行会社に対する議決権行使が間接的であるということがあげられる。その対策として、配当金の受領に関しては、参加者の行動を規制する規則を設ければ、参加者の段階で顧客の配当金を詐取することは回避される。また、議決権行使については、発行会社が管理できるのは、形式上の名義人となっている証券会社のみであるため、証券会社に対して、委任状を一通送付する。委任状とは、議決権を有する株主に送付される書類であり、株主は、この委任状によって、取締役の選任やその他の重要課題に対する議決権を行使することができる。名義上の株主である証券会社は、形式的な株主であり、実質的株主ではないので、実質株主が議決権を行使する方策を採らなければならない。証券会社では、実質株主に発行会社の委任状を送付し、受け取った実質株主は、委任状に必要事項を記載した後、証券会社に返送する。証券会社では、委任状を受けて代理投票を行う⁴⁸。従って、現在のところ、実質的な支配者でない証券会社が、発行会社に対するガバナンスを発

揮しているという事態は回避されているようである。

3. 今後の展望

これまでの、現状の制度について機能分析を行った。現状の制度は、有価証券が発行されること、有価証券が存在することを前提とした有価証券法理に基づいたものであった。この下で、保管振替制度の場合は、発行された有価証券を不動化 (immobilization) を想定していた。

しかし、今後は、発展するコンピュータ技術を背景に、有価証券を初めから発行しない形態 (dematerialization) を採用することも考えられる。また、機能2の権利移転機能、つまり、証券決済にかかる時間も短縮されることが考えられる。T+3 要していた時間も瞬時に行われる可能性がある⁴⁹⁾。

先に述べた機能についても、必要な機能そのものの変化は少ないとしても、制度の担い手は、変化し、業務の形態も変化することが予想される。日本の保管振替制度についても、現行のままでは、今後必要となる機能の変化に対応することは難しいであろう。名簿確定時期等、変革を望まれる点も多々存在する。今度必要となる機能の変化やアメリカのDTCの制度を参考に変革を図っていく必要がある。

4. NSCCの役割

(1) 機能2：権利移転機能

本章でこれまで、DTCと保管振替制度の比較分析を行った。ここでは、それ以外の相違点について述べる。アメリカと日本の売買約定後の制度のうち、最も顕著に相違点が現れるのは、ここでいう権利移転機能、その中でも特に、清算のプロセスにある。

即ち、アメリカにおいてはNSCCを代表とする清算会社が設立されており、清算のプロセスを担っている。日本において清算のプロセスを担っているのは、取引所である。証券売買の約定の場である取引所が同時に証券決済の計算、照合、清算の3段階のプロセスまでを担っている。

清算会社は効率的で、コストが低く、リスクの少ない決済サービスを提供することを目的としている株式会社である。清算会社であるNSCCはDTCと連携したシステムを構築している。つまり、一連の証券決済プロセスのうち、照合の一部および清算をNSCCが担当し、振替をDTCが担当する。NSCCとDTCは相互に証券決済に係る情報を交換し、業務を効率的に遂行している。

(2) 機能4：代金移転機能

NSCCは証券の清算のみならず、代金の清算業務をも担っている。NSCCは取引のカウンターパーティとなることによって、売り手は証券をNSCCに渡す義務を負うと同時に、NSCCから売却証券の代金を受け取る権利を得る。反対に証券の買い手は、NSCCに対して、取引証券の代金を支払わなければならない。また、NSCCから証券の引き渡しを受ける。

NSCCでは、DTCと連携したシステムが構築されているため、証券移転の情報と代金移転の情報が同じ機関に集中されることによって証券と資金の同時移転 (DVP) が実行される。証券移転の情報と資金移転の情報を両方管理することによって、DVPが可能となっている。

(3) 機能5：安全保障機能

NSCCの清算プロセスの遂行方法は、機能5の安全保障機能に大きく関与している。NSCCが債権債務の当事者であるカウンターパーティ

となることによって、参加者は、取引の相手方の財務状況を考慮することなく証券売買を行うことができる。アメリカにおいて、証券、代金ともにネットイングされる。ネットの売り手はNSCCから確実に代金を支払われ、買い手はNSCCから確実に証券を受け取る。NSCCは、市場に参加する取引当事者の不確実性を減少させ、証券決済に公的な信用を与えている。NSCCが存在することによって、証券市場には安全性と信頼性がもたらされる。

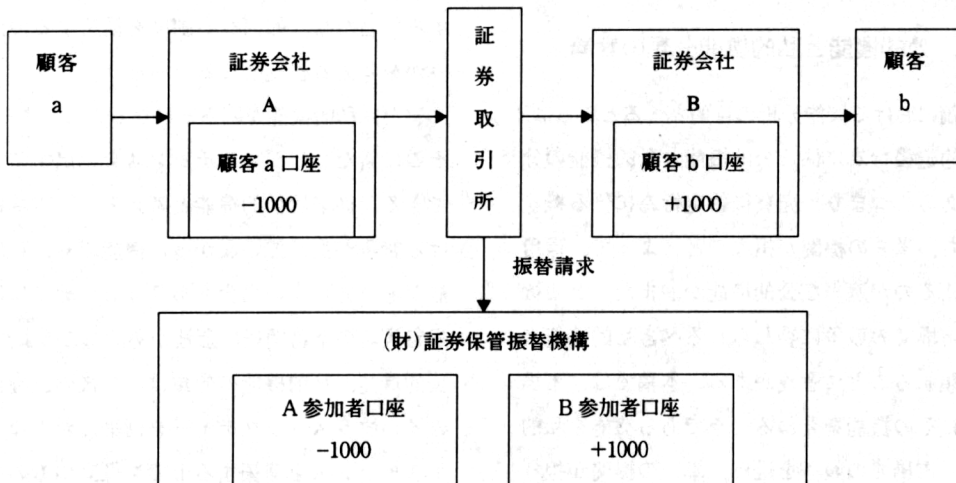
また、NSCCは値洗いシステムを導入することによって、NSCCの受けるリスクを減少させている。渡し方が決済日までに証券を用意することができなかった場合、NSCCに対して、市場の価格と契約価格との差額（更新差金）を納金しなければならない。受け方は、渡し方が証券を引き渡しできなかった場合、取引金額と更新差金を受け取ることによって、市場の株価に関わらずリスクを被ることはない。

参加者が倒産した場合、相手方が損失を被らないよう、NSCCのファンドから資金が拠出される。NSCCのファンドが損失を吸収する。

NSCCが損失を被った場合、一般債権者より先にこの預金から先行して支払いを受ける。

- 38) 財団法人証券保管振替機構「DTC調査報告書」1997年6月
- 39) 平成13年（2001年）中を目標とし、転換社債券を保管振替制度の対象証券に組み入れることが検討されている。
- 40) 「DTC調査報告書」pp. 18-20
- 41) 取引所取引の保管振替機構を通じての振替は以下に行われる。顧客aは銘柄X株1000株保管振替機構に預託している実質株主である。顧客aは証券会社Aを通じて保管振替機構に証券を預託している。証券会社Aは保管振替機構の参加者となっている。顧客aはこの銘柄X株を売却しようとしている。一方、証券会社Bの顧客bは銘柄X株を購入しようと考えている。証券会社Bも保管振替機構の参加者である。顧客aと顧客bとはそれぞれの取引の証券会社を通じて証券取引所に注文を出している。取引所ではお互いの売買注文が会い、成立したとする。この場合、まず、証券取引所は保管振替機構に証券会社Aの参加者口座から、証券会社Bの参加者口座に銘柄X1000株を振り替えるよう請求する。証券会社Aでは、顧客aの顧客口座から銘柄X1000株をマイナス記帳する。保管振替機構においては、証券取引所の指示に基づき、証券会社Aの参加者口座における銘柄X株を1000株マイナス記帳し、証券会社Bの参加者口座の銘柄X株をプラス記帳する。証券会社Bでは顧客bの顧客口座の銘柄X株を1000株プラス記帳する。
- 42) DTCの業務には、参加者の預託証券や質権設定証券に基づいて、発行会社から受け取った利益配当、権利、証券、議決権代理公使の委任状、その他の財産、書類を配分、配布することがある（ルール6）。
- 43) 例えば、株主代表訴訟提起の要件は、6ヶ月間引き続き株式を有する株主とある（商法267条第1項）。仮に、年

図 3



一回3月に名簿確定を行う発行会社の株式を5月に取得した場合、保管振替制度を利用せず、株式取得と同時に5月に名義書換を行えば、11月に6ヶ月の要件を満たす。しかし、保管振替制度を利用した場合は、5月に証券を取得しても、実質株主名簿に株主として記載されるには翌年3月を待たなければならない。そして、翌年9月になってはじめて、代表訴訟提起の要件を満たすこととなる。このようなケースは帳簿閲覧請求(商法293ノ6条)にも該当する。株主または会社の債権者は、会社の営業時間内であれば、いつでも株主名簿の閲覧を会社に請求することができる(商法263条第2項)。ところが、上記のような株主は、翌年の3月を待って、実質株主名簿に登録されるまでは、請求できない。

- 44) 東京証券取引所に上場している歌舞伎座は毎月の株主に劇場優待券を送付しているが、保管振替制度を利用すると、毎月の実質株主名簿確定が行われないため、毎月の株主を把握することができない。そのため、歌舞伎座は保管振替制度に参加していない。また、航空会社のように、会社の収益に季節的な格差があるため、年一回配当としている会社は、年一回しか、名簿確定を行わなかったため、株主優待サービスの配布もその時点で株主である者に、一年分の優待券が送付されていた。
- 45) 二上季代司 (1998)「第6章 証券取引のインフラ」『金融市場の変貌と証券経営』日本証券経済研究所, p.214
- 46) 竹内昭夫 (1971)「証券会社と顧客の関係」ロス・矢沢監修「アメリカと日本の証券取引法」商事法務研究会, 下巻pp.461-465
- 47) 「DTC調査報告書」p.14
- 48) デビット・M・ワイズ著, 野村総合研究所訳『ウォール・ストリートのバックオフィス業務』野村総合研究所, pp.395-396
- 49) 日米両国において, T+1への移行が検討されている。

V. 公的機能と私的機能の分類

1. 公的機能と私的機能分類の意義

本稿における機能分析の目的とするところは、売買約定後行為に係る公的機能と私的機能の分類にある。つまり、売買後約定行為に係る機能のうち、単一の機関が担うことによって、信用を与えるのが適当な公的機能か、また、どの機能が市場での競争に委ねられるべき私的機能かを分類することに意義がある。本稿では、市場競争にその機能を委ねるべきである機能を私的機能、市場での競争を避け、単一の機関が担う

べき機能を公的機能と定義する。

平成9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ー報告書においても、包括的決済制度の構築は、2001年までに完了すべき課題となっているところである。どのような決済制度を構築するかについては、議論の最中である。また、現行制度においては、本稿で示すような公的機能、私的機能といった分類を明確に行っていない。

そこで、本稿で述べている5つの機能、さらに細分化された機能のうち、どの機能が公的機能であるかを分類する。公的機能、私的機能の分類が曖昧であれば、公的信用を与え、単一の機関に担わせるのが適当な機能まで市場での競争に晒されることになり、市場の安全性を確保できない恐れがある。また、単一機関が担う方が、効率性を保てる機能に、市場競争が持ちこまれ、競争のために却って高いコストを払わなければならない場合もある。反対に、本来は市場での競争に委ねるのが適当である機能を公的機関が独占することは、市場の公平性、効率性に欠き、海外の市場との競争に不利に働く恐れがある。このように、公的機能と私的機能の分類は、現行の制度を改革し、新たな制度を構築するに当たり、如何なる制度を構築するのがよいかを考える根拠となるであろう。

また、私的機能が明らかになることによって、そこに新たなビジネスチャンスを見出すことができる。従来は公的機能と考えられ、市場における競争が生じていなかった機能でも、私的機能と解す方がよい場合もありうる。そこには新規参入者の業務開拓の余地がある。このように、公的機能、私的機能の分類は、今後の証券市場のインフラストラクチャーを構築、新たなビジネスチャンスを開拓する上でも役立つものであ

ると期待する。

2. 公的機能と私的機能の分類

機能1：証券管理機能

(a) 証券券面管理機能

機能1の証券管理機能は現物管理機能と証券データ管理機能に分類された。現物管理機能の代表的なものは保管と預託であった。証券の移転を考える前提として、証券の現物を管理し、証券のデータを管理する必要がある。売買の対象となる証券を特定しなければ、売買約定、その後の移転を円滑に行うことができない。証券管理機能は売買、その後に続く行為の前提となる機能である。

まず、保管は私的機能であると考ええる。証券会社が顧客より保管手数料を徴求して収益を上げ、信託銀行がカストディアンとして、海外投資者のため証券を保管するなど、収益性、効率性を追求することは、私的機能と捉え、市場間競争に委ねることが望ましい。

次に、預託は、保管振替制度における一連の行為の一部である。顧客投資者は、参加者に証券を預託し、参加者は、保管振替機構に証券を再預託する。

保管、預託、振替等、保管振替制度に係る一連の機能は、現在の制度においては、多分に公的機能の色彩をおびている。しかしながら、ここでは、私的機能であると位置づける。

なぜか。現在、アメリカにおけるDTCは、NSCCと合わせて、全取引量の99%を取り扱っていると報告されている。しかし、DTCはアメリカ唯一の預託機関ではない。ミッドウエスト証券投資会社、パシフィック証券預託株式会社等が存在する。現在のDTCの高取扱量は、市場間競争の結果生じたものである。設立の当初か

ら、保管振替制度を公的な機能と捉え、単一の機関にその機能を集中させたものではない。

ヨーロッパにおける預託機関であるセデルおよびユーロクリアーもそれぞれ同一の市場で、競争を行っている。

日本における財団法人証券保管振替機構は、現在のところ、唯一の預託機関となっている。しかし、これは、他の預託機関の出現を禁じているものではない。

保管振替制度を単一の機関に担わせることの利点は、一種類の手続・方法を開発するだけでなく、他のシステムとのコミュニケーションを必要としないこと、即時かつ抜本的に手続・方法を変更できる効率性があるということにある³⁰。一方、単一のシステムの欠点は、手数料の引き下げや顧客のニーズを反映した新たなシステム開発を自発的に行うインセンティブが存在しないことにある。

反対に、複数のシステムの利点は、競争によって手数料の引き下げが行われ、顧客のニーズに合わせたシステムを競って開発する点にある。欠点は、セデルとユーロクリアーで見られるように、顧客が異なる預託機関を利用している場合、他のシステムと連絡を取って、証券の移転を完了させなければならないことがある。

公的機能と位置づけ単一のシステムを構築する場合においても、私的機能と位置づけ競争に委ねる場合でも、利点と欠点がある。

しかしながら、今後の技術革新を考慮すると、保管振替制度に係る一連の機能を公的機能に限定する必要はない。私的機能と位置づけ競争に委ねることが、顧客のニーズに即したシステムの開発につながるであろう。

(b) 証券データ管理機能

本稿では、証券に関するデータを管理する機

能を証券データ管理機能と定義づけた。他の商品が商品そのものに価値があるのに対して、証券の現物そのものには価値はない。証券の価値は、証券が表象するものである。証券が表象するものとは、その証券の発行会社に対する一定の請求権である。発行会社は投資者から資金を借り入れている債務者であり、投資者は発行会社に資金を貸与している債権者である。証券が表象する発行会社に対する一定の請求権とは、例えば、株式ならば、利益配当請求権、議決権、会社倒産時の残余財産分配請求権である。

上記の証券の性質から、証券を管理するためには、証券の現物を物理的に管理するのみならず、証券のデータを管理しなければならない。証券のデータとは、証券の表象する発行会社に対する請求権を代表として証券移転の前提となる必要なデータを管理する機能である。

証券データ管理機能のもっとも代表的なものが株主名簿管理である。株主名簿は証券の表象する請求権を管理するための名簿である。

この機能は、発行会社、その事務代行を担当する信託銀行の証券代行機関および証券代行専門会社である。信託銀行や証券代行専門会社は、発行会社から手数料を徴求し、事務を代行している。この証券データ管理機能も私的機能であると考ええる。これを公的機能に位置づける利便性はない。

機能2：権利移転機能

権利移転機能とは、証券決済を示す機能である。権利移転は計算、照合、清算、振替・受渡の4つのプロセスを順に踏襲することによって完了する。細分化されたそれぞれで公的機能が私的機能かの分類を行う。

(a) 計算

計算を行うのは主に証券取引所および取引引きを行った証券会社である。計算業務は私的機能に分類され则认为る。金融改革法の施行より、取引所集中事務が撤廃された。これに伴って、取引所は唯一の証券取引の場ではなくなり、市場間競争に委ねられている。アメリカにおけるATSやECNは、市場間競争の中から発生したシステムであり、近年、取引量を拡大している。

権利移転機能の最初のプロセスである計算は、取引の場で必要なプロセスである。従って、必然的に競争に晒される機能となり、また、私的機能に位置づけられることが適当であると考ええる。私的機能と位置づけられることによって、取引市場の計算業務のうち、迅速、正確、効率的な計算業務を提供することが市場の競争要因の一つとなる。コンピュータシステムの発展にともなう、迅速で正確な計算業務を提供することのできる市場の出現を期待することができ、競争要因の一つとなることが考えられる。

(b) 照合

計算された後の取引は照合のプロセスに入る。照合は、取引所、取引を行った当事者、清算会社によって幾重にも行われる。この確認作業も私的機能であると考ええる。計算と同様、迅速、正確、効率的な照合作業を提供することのできる市場を投資者が取引の場として選択する可能性は大きい。

(C) 清算

清算のプロセスは、参加者に公的な信用をするのが適当であり、公的機能に分類する。清算、特に、ネットティングを行う場合、取引参加者全員に決済リスクが伝播する恐れがある。一つの参加者の決済不履行が取引とはまったく関係のない参加者に伝播する恐れがある。これでは、

証券取引全体の信用を失墜してしまう。投資者が、リスクが高くそれを支えるシステムのない清算を行っている市場を回避し、海外の安定した清算を提供する市場を選択する可能性は高い。

従って、清算を公的機能とし、取引に関する情報を一つの清算会社に集中させる、清算会社が取引参加者のカウンターパーティとなって、取引参加者のリスクを負担する。潤沢なファンドは、取引参加者の信用を確保することができる。つまり、現在NSCCで行われているシステムは清算を効率的に運営していると考ええる。

清算は、現在の日本のシステムの中では、証券取引所が行っている。金融改革法の施行以降、取引所は競争に晒されることとなった。現在のまま、取引所が清算業務を担うシステムでは、公的機能に分類される清算も私的競争に晒されることとなる。従って、清算を市場間競争から分離させる必要がある。そのためには、取引所とは独立した清算会社もしくは清算機関を設立し、清算業務を取引所から切り離すことが適当であると考ええる。

清算機能を公的機能とする考えは、証券売買に限定されるものではない。機能分析は、証券売買以外にも適応可能である。例えば、多くの当事者が保有する銀行口座における金銭の決済に機能分析を当てはめることができるであろう。従来、議論されているナローバンクは、資金決済（特に、清算）の機能を公的機能と捉えたものではないであろうか。ナローバンクとは、決済機能を担う銀行をいう。決済機能を担うナローバンクでは、例えば、国債のような、リスクの少ない証券でのみの運用が許されており、その他、リスクのある証券で運用する銀行と切り離されるとする。このようなナローバンクの構

想は、資金決済の機能を公的機能と捉え、これを日本銀行を中心とする日銀ネットのシステムが担う。そして、この資金決済システムに公的な信用を付与するものであると考えることはできないであろうか。

（d）振替または受渡

先述の通り、保管振替制度に関する一連の機能を私的機能と捉える。従って、振替についても、私的機能に属するものである。預託機関が複数存在し、異なる預託機関が振替を行うこととなると、一つの預託機関の振替情報が他の預託機関に送られなければならない。これについては、振替の機能が十分に発揮できるような制度構築が必要である。

機能3：権利実現機能

権利実現機能とは、証券の保有者が証券の表象する権利を実行する機能である。株式の場合、この権利実行のために、名義書換を経なければならない。名義書換は株主名簿の管理機能を伴う。従って、一義的には、発行会社が行うものであり、二次的に、発行会社の委託をうけて、信託銀行や証券代行会社が事務代行を行う。これは、私的機能であると考ええる。効率的名簿管理、安価な手数料など競争に晒されることのメリットが大きい。

機能4：代金移転機能

代金移転機能つまり代金決済は、公的機能に分類されると考える。現在日本の制度においては、証券決済と同様、取引所に負うところが大きい。取引所が清算銀行とよばれる銀行との間で資金移転の情報を交換することによって行われている。先述の通り、取引所は市場間競争に参画することとなるため、現行システムのまま

では、代金移転機能についても同様に市場間競争に晒されることとなる。

資金決済も証券決済と同様、ネットtingが行われている。このため、証券決済で生じた決済リスクは、同様に資金決済においても発生可能性がある。システムに参加するものが一人でも債務不履行を行えば、全体がリスクに晒される。取引全体の信用が失墜する恐れがある。

従来のように、参加者である証券会社や銀行に経営破綻、倒産の可能性が少なくと考えられていた場合は、このようなシステムであっても問題なく稼動していた。しかし、金融機関の経営破綻が現実のものとして認識されている現在、現在の状況、今後の危険性に対応したシステムを構築していく必要があるであろう。

さらに、証券移転と資金移転を同時に行うDVPを促進する上でも、これら2つの情報を単一の機関に集中させることが得策であると考えられる。現在、アメリカにおいて行われている清算会社のシステムは、DTCからの証券移転情報と資金移転情報をNSCCを代表とする清算会社に集中させることによって、DVPを可能としている。

機能5：安全保障機能

安全保障機能にはリスクの発生を未然に防止するもの、発生したリスクの派生を防止するものがある。前者の代表的が参加者資格や貸株市場、後者の代表が分別管理や補償基金である。

参加者資格や分別管理はそれ単独で存在するものではなく、保管振替機構、DTC、NSCCといった機関内におけるシステムである。そのため、単独で公的機能、私的機能の分類はできない。

これに対し、貸株市場や補償基金はそれ単独

で一つの制度となっている。従って、公的機能であるか、私的機能であるかの分類をする必要および意義があると考えられる。

これらは、公的機関または公的基金を設立して、市場に対する信用を供与するのがよい公的機能であると考えられる。

貸株市場は、現在の日本においては、安全保障機能を果たしていない。決済不履行の危険性のために、貸株市場を利用する制度となっていない。貸株市場の整備によって、取引はより多様に、安全に行われることが考えられる。

補償基金については、現在の投資者保護基金やSIPCのように、証券取引を広くカバーする制度の存在意義は大きい。一つの補償基金に多額のファンドが貯えられることによって、市場の信用を増し、国内および海外の投資者を取引に参加させることができる。市場の信用、リスクの回避方法は、各国市場の競争要因となるため、補償基金を細分化せず、日本のシステム全体でこれを支えるのが適当であると考えられる。

50) 「有価証券振替決済制度－欧州有価証券振替決済制度調査団報告」, p. 5

VI. おわりに

1. 今後の展開

本稿では、現行の日本およびアメリカの売買約定後の諸制度につき機能分析を行なった。売買約定後制度の一つである保管振替制度を例にとると、証券集中預託機関DTCの設立は、1960年代のペーパークライシスに端を発するものである。清算会社のNSCCの設立も1976年であり、既に30年以上が経過している。これら双方は、拡大、改良を加え現在に至っている。

日米両国において、売買約定後のシステムは、日々、拡大、多様化するフロントオフィス業務に対応すべく、進化を遂げてきている。特に、近年のコンピュータ技術の発展は目覚ましく、次々とフロントオフィスのシステムに導入されている。これに伴って、バックオフィスのシステムも改良せざるを得ない。

いかに技術が進化しても、証券が売り手から買い手に移転し、反対に代金が買い手から売り手に移転すること自体は、現在と変わらない。技術の進化によって、それぞれの移転が瞬時に完了し、外部にはその過程を顕在化させなくとも、証券移転の機能それ自体に変わりはない。このような制度の電子化を考える際にも、機能分析は役立つであろう。どのようなシステムを構築するか、どのシステムにどのようなコンピュータ技術を導入するかを考える際、その機能を分析し、機能に応じた導入が必要である。

例えば、現在、議論が盛んに行われているSTP (Straight Through Processing) は、コンピュータ化の一つである。これは、今まで手作業や電話、FAX等で行われていた取引情報を継ぎ目なく電子的に行われるプロセスをいう。このSTPは決済期間や決済リスクの短縮に不可欠である。これは、主に売買の約定から照合の段階に係る電子化に重点を置かれたものであるといえるだろう。

2. まとめ

本稿では、現行の日本とアメリカの売買約定後の諸制度につき、機能分析を行った。そして、公的機能と私的機能の分類を行った。どの機能が、公的機関に担われることによって、信用を与えられ、統一的に行うのがよい公的機能であるか、また、どの機能が市場間競争に委ねられるべき私的機能であるかを分類した。

大蔵省の証券取引審議会は決済制度の改革を喫緊の課題と位置付けている（平成9年5月16日市場ワーキングパーティー報告書）。また、1999年は、自民党債券小委員会が決済期間の短縮化等の提言を行い、これを受け、日本証券業協会が「証券受渡・決済制度改革懇談会」（座長・前田庸学習院大学教授）を設置、9月に初会合を開いている。これに続いて、大蔵省は金融審議会の証券決済システム改革ワーキング・グループ（座長・池尾和人慶応大学教授）を設置した。

一方、アメリカにおいても、1999年3月のDTCとNSCCの統合発表、T+1への移行の検討など新たなシステムの構築が進行中である。

ここで、公的機能を明らかにすることは、新たな制度の構築に役立つものであると期待する。また、私的機能をも明らかにすることは、新たなビジネスチャンスの開拓につながるものであると考える。

（当所大阪研究所 研究員）