

# 証券決済におけるフェイル慣行について

二上 季代司

証券決済における「フェイル (Fail)」とは、決済日に売り方が証券を引き渡せない何らかの事情が起きた場合に、相手方に「フェイル」の宣言をして、引き渡しの不履行を承認してもらい、承認した相手側は代金を支払わないでよいという契約ないし慣行をいう。その間、フェイルした側は現金を受領しないのであるから、その間の運用利子相当分を失い、他方、相手側は株券を受け取るまで無利子で代金を運用することが出来る。このようなフェイルは、海外では慣行として制度化されているが、わが国には制度として整ったものはない。フェイルの制度がわが国市場関係者の関心を呼んだきっかけは、昨年九月に債券先物取引で九月物の受け渡し用最割安銘柄がレポ市場で大量に借り入れられたために品薄となり、債券先物の決済が混乱する可能性がでたという事件である。もしフェイルの制度があれば、このような混乱が起きなかつたであろうという訳である。

また、このような特異な事件を抜きにしても、フェイルを引き起こすような事情はいくらでも起こりうるし、近年、その可能性はますます高まっている。というのは、世界的に見て、証券取引の決済リスクを縮小させる観点から決済期間約定から決済までの期間を短縮させる傾向が支配的となつてきているからである。<sup>(1)</sup> 他方、国際分散投資の高まりにより株式、債券ともに外人投資が増えており、時差の関係で欧米からの引き渡しはさらに九時間か、<sup>(2)</sup> 四時間短縮される。これに加え、国債取引では利子の源泉徴収制度の制約があつて非居住者はいまだに紙ベースの決済を行つており、時間がかかるシステムが併存している状態である。そこで、フェイルを制度と

して認めてはどうか、という考え方がでてくる。もし、認めないと安心して「空売り」が出来ずマーケットメイカーはヨリ多くの在庫を手持ちする必要が生じ、流動性を低下させ、国債の場合にはイールドカーブを変動的なものにしてしまうという。<sup>(2)</sup> 他方、無制限なフェイルを認めてしまうと、事実上の未決済残高が積みあがり、決済リスクの縮減という世界的な傾向、目的に反する可能性がでてくるし、売り投機を助長するのではないかという批判もある。

そこで、この小稿ではフェイル導入の是非を議論する前提として、欧米とわが国における決済システムにどのような違いがあるか、を簡単に整理してみたいと思う。つまり、ここで問題にするのはフェイル導入の前提条件は何か、ということである。

## 1 株式決済の場合

### (1) 日本の株式決済

まず最初に、取引所取引における決済の仕組みを見よう。日本では、取引は、立ち会い終了後に、取引所の関係部署が集計を行う。翌日 (T+1)、各証券会社で照合、確認が行われたあと、取引所が銘柄ごと、会員ごとに引き渡し株数と受け取り株数を差し引きする (多角的清算、マルチラテラル・ネットティング)。他方、代金の方は、引き渡し、受け取りの総額をネットティングし、一本の受け払い尻を計算する。

そこで問題となるのは、株券の渡し方の相手 (受け手) の特定である。<sup>(3)</sup> ネットティングの結果、個々の会員業者にとつて株券の受け渡しの相手は特定できなくなる。そこで取引所は「指定表」なるものを作成し、渡し方の相手を指定する。その指定基準は、額の大きい順に並べ、同額のもの同士を組み合わせることによって、できるだ

会員別	渡し超 (株)	会員別	受け超 (株)
A	10.000	a	7.000
B	7.000	b	6.000
C	5.000	c	5.000
D	3.000	d	4.000
		e	3.000
合計	25.000	合計	25.000

受け渡し件数を少なくする、というものである。例えば、ある銘柄について、ネットティングの結果が次表のようであったとする。この場合、Aはaに七〇〇〇株、Bはbに六〇〇〇株、Cはcに五〇〇〇株、Dはeに三〇〇〇株、残株についても同様に付け合わせていく。この指定表に基づいて、決済日に株券が受け渡しされる。証券保管振替機構の口座振替を利用する場合には、この指定表が同機構に送付され、これに基づいて会員口座間で株式の移転(貸記、借記)が行われる。

### (2) アメリカの株式決済

これに対して、アメリカでも同じようにマルチラテラル・ネットティングが行われているが、日本のように取引所が「指定表」を作成するということがない。というのは、アメリカでは、日本と違って清算機関が存在するからである。アメリカでは取引が行われると、会員業者は約定データをNSCC (National Securities Clearing Corporation) に送り、そこで照合、確認が行われた後、NSCCがネットティングシステムを通じて、銘柄ごと、会員ごとに引き渡し株数と受け取り株数の差し引き計算ならびに代金の受け払い尻の計算を行う。その際、NSCCが受け払いの相手方となるため、受け渡し件数は一本にまとまる。また、ネット額を一本にまとめるために、「精算値段」が使われる。すなわちNSCCはネットティングの計算の際には妥当と考えられる「精算値段」を用いて、すべての取引を一本値で計算する。

しかる後に実際の約定値段と清算値段との差額を調整金として代金に加減する。したがって、証券の集中保管機構であるDTC (Depository Trust Company) には会員業者の他、NSCCも口座を持っており、渡し方の会員からNSCCの口座にまず株券が移転され、しかる後にNSCCの口座から受け方の会員口座に移転される。

このように清算機関が介入することのメリットの一つはCNS (継続清算方式、Continuous Net Settlement) が可能になることである。CNSとは、決済日に何らかの事情で会員業者が引き渡しを行わなかった(つまりフェイルした)場合、その未決済残高は翌日に持ち越され、その日の決済額と相殺できるといえるのである。この場合、フェイルの相手は自動的にNSCCとなり、NSCCも代金を支払わない。また、未決済部分はその日の精算値段で値洗いされて調整金が増減される。

このようなことが可能なのは、NSCCが売買の当事者の間に入るによりフェイルのリスクを負担しつつ、値洗い制度によってそのリスク管理を行っているからであり、かつ株券の受け渡しと代金の支払いがその当事者とNSCCとの相対(アイタイ)的な支払い関係に一本化されているために、DVP (証券と代金の同時引き替え、Delivery versus Payment) が容易になるからである(DVPにならなければ、株券の引き渡し不能に対して代金の支払い拒否で対抗できない)。

### (3) DB制度

さて、そこで再び、日本に戻って、それなら、日本の取引所取引では受け渡しの遅延は許されないのか。先ほどの例で見ると、もし、Aが一万株を引き渡せなければ、指定表によればa(およびその他)がその相手方にな

るが、aはこれに応じなければならぬ義務はない。本来、受け方の会員業者a以下は渡し方会員A以下全員に対して受け取るべき権利があり、その権利は平等である。したがって、Aの引き渡し不履行はAに関わる売り買入すべての取引を除外した上で改めてネットティングを行うことになる(繰戻し、Unwind)。しかし、こうなると、大きな混乱を伴うので、実際には、指定表に基づく相手方に遅延を承認してもらわざるを得ない。すなわち、渡し方Aは有価証券引渡票(Due-Bill)を発行してaに交付し、便宜的に仮の決済をしておき、DB発行の四日以内に株券の引き渡しを行う。その際には、その代金相当額を取引所に預託し、相手には借り株料その他を支払う。

さて、このDB制度は、フェイルとどこが違うているか。まず、このDB制度は、本来は、郵送の渋滞、名義書換の遅延などやむを得ない事由で決済に間に合わない場合に、取引所にその事由を疎明したうえでなされるもので、渡し方が選択的に取りうるものではない。また、指定表に基づく相手方は便宜的に決済の相手方とされているだけで、DBの受け取りを承認する義務はない。また日本では、株券の受け渡しと代金の引き渡しは同じ日に行われるが、DVPになっていない。したがって、代金は取引所相手に最初のネット計算額で支払われてしまっている。DBの交付を受けるaは、Aにたいして貸し株を行っていることになり、新たな与信が発生する。アメリカのように清算機関が介入する場合と比べてリスク管理が不十分だといえよう。

(5)

## 2 国債の場合

以上、株式で述べたことは、本質的に債券についても当てはまる。債券は店頭取引が主であって、いわば相対取引である。したがって、約定相手と決済相手は同一であるはずだから、フェイルしようと思えば、約定相手に承認してもらえばよいのである。しかしながら、事はそう簡単ではない。というのは、国債の決済も一種のネットティングが行われており、その際に清算機関に当たるものがないからである。

### (1) 日本の国債決済

国債の決済は国内居住者分については日銀が提供する金融ネットワークシステム(いわゆる日銀ネット)国債系を通じて行われる。決済の対象は登録国債と振込債である。日銀ネットでは登録国債の移転登録、振込債の口座振替請求とも、当事者の一方からオンライン入力により行われる。前者の場合は、買い方が売り方から伝達されたM.A.C.(Message Authentication Code、メッセージ認証子)とともに請求内容を端末入力する。後者では売り方側から振り替え請求の端末入力が行われる。この入力情報に基づいて、日銀では決済前日(T+2)までに、送信された取引について各参加者ごとに買い受けた取引を先に記録してから売りつけの取引を記録していく(受け先記帳の原則)。そして参加者の口座残高がマイナスにならない限り、決済日(T+3)の午後三時の時点ですべての登録変更(口座移転)を実行する。これが集約処理または時点ネット処理と言われるものである。九四年六月以降、日銀ネット国債系は当座預金系とリンクしており、DVPが可能になっている。

しかし、ここで注意すべきは、時点ネット処理では、決済前日までに受け付けた取引はすべて同時請求があったものとみなされる。ここでは順序性の概念が否定されている。従って、店頭取引であり、アイタイ取引であるにもかかわらず、決済の相手は特定できないのである。ここから、時点処理ではフェイルが不可能であるとの考え方が出てくる。市場参加者の観点からは、日銀が「赤残防止ルール」を設けているので、フェイルがしにくいように映る。もしフェイルをすれば、代金は入ってこず、当座預金口座は赤字になる恐れがあるからだ。しかし、

(6)

たとえ赤残防止ルールを修正したとしても現在の時点処理ではフェイェルは無理である。それは、フェイェルの相手を特定できないからである。

したがって、フェイェルが可能になる条件としては、国債の受け渡しと売買代金の日銀当座預金での決済を一件ごとにヒモ付けすることで、ネットィングをせずに取引ごとに決済する方法、いわゆるRTGS（即時グロス決済、Real Time Gross Settlement）への以降を待たなければ不可能だとの考え方が出てくる。

しかし、日銀のRTGSへの移行は早くして西暦二〇〇〇年まで待たねばならない。また、フェイェル慣行を制度化する条件としては必ずしもRTGSでなければならぬというわけではなく、株式決済のところでもみたように、フェイェルの相手を特定できること、DVPが可能であること、かつフェイェルのリスクを管理しうることの三点が備わっていれば可能なものではなからうか。国債のRTGSといっても、アメリカでさえ文字どおりのRTGSは行っていない。日中に頻繁に売買される銘柄については多くの売買当事者の間で取引の連鎖が生じているのであり、厳格なRTGSを強制するとドミノ式のシステミックリスクが発生するからである。そこで最後に、アメリカの国債決済のケースを見よう。

## (2) アメリカの国債決済

アメリカでは日銀ネット国債系の手本となったフェッドワイヤー (Fed Wire) を通じて、財務省証券は口座振替の方法で移転される。すなわちフェッドワイヤーの参加者は連銀内に証券口座と資金口座をもっている。自己勘定もしくは顧客勘定で国債の取引を行った場合、売り手側が連銀に入力指示を行う。これに基づき連銀は取引翌日 (T+1) に参加者間の証券口座の振り替えによって証券の移転を、資金口座の振り替えにより資金の移転をDVPベースで行う。証券口座の赤残は認められず、振り替え指示は直ちに否定される。

ここで注意すべきは、フェッドワイヤーを通じる決済の七割以上が三大クリアリングバンク (旧 Manufacturers Hanover, Bank of New York, Old Securities Pacific) に集中しており、この三行が事実上の清算機関の役割を果たしていること、また、前掲の清算機関NSCCが政府債の清算機関として八六年に子会社GSSC (Government Securities Clearing Corporation) を設立、このGSSCがプライマリーディラーの国債取引のネットィングを行い、彼らの国債取引はGSSCを相手とする決済一件にまとめられている。

右記の三行はシェアが高いこともあって、自行内部で顧客の決済のマッチングが行われる確率は高い。また、自己勘定のポートフォリオまたは顧客玉を使って証券貸し付けやレポも活発に行っている。清算機関であるGSSCと、これら三大クリアリングバンクが事実上の清算機関となつてフェイェルの相手方となり、フェイェル慣行を支えているのではないかと考えられる。

## 3 小括

冒頭で見たようにフェイェル慣行が注目されたのは昨年九月の債券のスクイーズ (踏み上げ) であった。しかも債券の売買回転は速く、そのうえ日本版レポ市場も出来ている。債券の受け渡し件数は飛躍的に増えるはずで、フェイェルの必要性は株式よりも債券の方が高いであろう。RTGSはフェイェル制度導入の前提条件ではあるが、不可欠のものではなく、清算機関的な存在こそが必要ではないかというのがここでの結論であった。しかし、それもないとすると、フェイェルが起こりそうな取引は日銀ネットから取り消して個別に対処せざるを得ない。その

際にはフェイルに対するペナルティや、フェイルを受けた側のリスク管理に関するルールが必要になってくるであろう。

(参考文献)

- 1 公社債引受協会「欧米債券決済制度調査報告書」、一九九〇年。
- 2 日本証券業協会・公社債引受協会「債券決済制度の改善について」、一九九四年。
- 3 「決済システムを巡る海外の動き」『日本銀行月報』一九九五年一〇月。
- 4 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、一九九六年。
- 5 淵田康之「証券決済制度のあり方について」『財界観測』一九九六年二月。
- 6 中島将隆「日本における債券貸借市場の再編成」『証券経済研究』一九九六年一月。
- 7 松尾順介「社債決済制度改革と流通市場」『証券経済研究』一九九六年一月。
- 8 守山昭男「決済システム」(小村榮統ほか)『金融システム論』多賀出版、一九九七年、所収

注

- (1) わが国もこの四月から、国債の決済日は株式と同様に約定後四日目(T+3)に移行している。
- (2) マーシャル・ギットラ「債券受け渡しについての日米の考え方」『公社債月報』一九九七年一月。
- (3) 代金の相手は取引所であり、支払い超の会員は取引所宛に小切手を振り出し、受け取り超の会員は取引所から小切手を受け取る。

(4) NSCCはNYSE、AMEX、NASDAQが各三分の二ずつ出資する株式会社組織の証券清算会社である。

(5) 「CNSを支える原理の二つは、清算機関が売買の当事者の間に入り、個々の照合済みの取引の相手方になることにある」(グループオブサートイ「世界の証券市場における決済システム(仮訳)」資本市場研究会、一九八九年、三二ページ)。なお、この場合にはNSCCはショートポジションに陥るので、DTC内のネットワークを使って株を借りてくるか、受け方会員のなかからフェイルにに応じてくれる相手を探してやることになる。

(6) 債券の取引所取引の場合は、株式の場合とはほぼ同じである。ただ、DB制度では、債券の場合、代金相当額を取引所に供託するのではなく、受け方に提供する、という違いがある。

(7) 冒頭でも見たように非居住者は日銀ネットを利用しておらず、買い手を空欄にした登録変更請求書を交換しあっている。このような取引は国債売買高の三〇%を占めるといふ(「日経公社債情報」一九九七年四月二一日)。

(8) 登録国債は日銀が登録機関となり、日銀の管理する国債登録簿に名義人が記載されることで始めて所有権が確認される。他方、振込債は、日銀が受寄機関となり国債を集中保管し、日銀内におかれた所有者口座間の振り替えにより所有権が移転されるものである。

(9) MACとは日銀がオンライン先に配布した秘密のキーによって作成される暗号番号であり、それが真正なものであるかどうかチェックすることにより、売り手の意思確認が行われる。

(10) マイナスになると、日銀は移転または登録変更の請求を拒否する。

(11) 紙ベースの移転登録では、買い手が移転登録請求書を提出し、他方、売り手が登録済み証と移転承諾証を提出する。これに基づいて登録機関は両者の意思を確認しつつ移転登録を行う。従って、登録済み証の流れを辿っていけば、決済の順序ははっきりするし、決済相手も歴然としている。しかし、この方法では多大な時間とコストがかかるというので、オンラインベースの処理に移した結果、今度は違った困難に遭遇しているわけである。