

動き出す債券決済制度の改革

一上季代司

先進資本主義国でもっとも遅れていると指摘されてきたわが国の債券決済制度の改革が動き出した。「日経金融新聞」(一九九七年九月五日)によると、主要債券ディーラー数社と日本証券業協会は「国債決済のRTGS化と決済に係る市場慣行等について」を発表。このなかで、現在、時点集約の形で行われている国債決済のやり方をRTGS (Real Time Gross Settlement、即時グロス決済)のやり方に変えた場合に伴う問題点ならびに改革案を提言している(後述)。

また、一般債についても債券決済ネットワーク(略称-JBネット)が今年一二月に稼働するが、これに合わせる一般債もローリング決済(当初はT十七の八営業日目決済、将来的には国債と同じT十三へ)に移行、登録済証も廃止される。また国債と同様にMACシステム、MACコードの利用が決まっており、利用が軌道に乗った段階で日銀ネットとリンクさせ、これによって証券と資金の同時決済(DVP、Delivery versus Payment)も可能になるとされている⁽¹⁾。

このように債券の決済システムも大きく変わろうとしている。そこで以下では、債券取引の中心である国債を取り上げて、(1)もっとも先進的といわれているアメリカの国債決済制度について紹介したあと、(2)我が国の国債決済制度の現状を取り上げ、アメリカと比べてどのような違いがあるか、(3)RTGS化によって日本の国債決済制度にどのような変化が生じるのか、また冒頭で見たように、(4)それに伴ってどのような措置が必要とされるのか、またそれはなぜか、といった点について整理してみよう。

1 米国債の決済制度

(1) 米国債ブックエントリーシステム

現在、米国債の売買に伴う決済は、口座振替(Book-entry system、一九六八年導入)により行われる⁽²⁾。すなわち、新規に発行された米国債は連邦準備銀行内に置かれている参加者の証券口座に登録され券面は全く発行されていない。同時に連銀には資金口座も設けられ、売買は参加者の証券口座間および資金口座間の振り替えにより決済される。参加者(連銀に口座を保有できる者をいう)は預金取扱金融機関、政府機関、国際金融機関、外国中央銀行、州政府である。証券会社は直接参加できず、大手商業銀行を清算銀行にしてそこに証券口座と資金口座を設けることで間接的に参加している。

(2) フェッド・ワイヤー

国債の入札、売買、レポ(または貸借)に伴う国債の所有権の確認または移転は参加者が連銀にメッセージを伝達し、その指示に基づいて行われる。連銀は、この指示を電子的に授受し、オンライン、リアルタイムで国債と資金を移転できるシステムを開発、運営している。これはフェッド・ワイヤー(Fed wire)と呼ばれている。このフェッド・ワイヤーを利用できる参加者は「オンライン参加者⁽³⁾」と呼ばれ、彼らの端末は連銀電算センターに接続されている(大手のクリアリングバンクスではCPUを直結している)。

(3) 決済事務フロー

次に米国債の決済に関する実際の手続きをみよう。米国債の決済日は、一般売買取引の場合は約定翌日(T+1)までとされており、レポ取引の場合、スタートの受渡は午前約定分が当日(T+0)、午後の約定分は翌日(T+1)となる。決済はRTGS (Real Time Gross Settlement、即時グロス決済) で一件ごとに指示があるたびに即時かつDVPベース (Delivery versus Payment、証券と資金の同時受け渡し) でおこなわれる。

まず約定が成立すると、譲渡側(売り手側)が連銀に債券と資金に関する振替情報を入力指示する。なお、レポの場合は資金調達側のディーラが売り(スタート)と買い(エンド)の二通りの指示を出す。取引一件あたりの決済の上限は五千万ドルと決まっているので、五億ドルの取引があった場合には一〇件に分けて入力する。証券会社は直接参加者ではないので、自己の清算銀行に指示を出す。

譲渡側に受け渡すべき証券が不足(証券口座が赤残)すればこの振替指示は拒絶されるが、そうでなければ指示は受け付けられる。入力指示は取消不能であり、もし入力ミスがあれば訂正は反対売買(リバーサル、reversals)により行われる。証券決済に関するフェッド・ワイヤーは東部時間八時三〇分開始、午後三時三〇分終了であり、その間に振替情報は入力される。決済の締め切りは(T+1)の午後三時(ディーラーズタイム)と三時一五分(カスタマーズタイム)である。⁽⁴⁾

さて、決済日当日(T+1)には連銀が受付けた振替指示の入力結果(日本の場合の受払予告に相当するもの)が参加者のモニターに映し出される。そこで譲渡側はそのモニターを見ながら締切までの自分の都合の良い時間に債券の引き渡しを指示する。この指示があるたびに、連銀では、①譲渡側の証券口座を借記、②譲受側の証券口座を貸記、③譲渡側の資金口座を貸記、④譲受側の資金口座を借記、の四つの処理を即時かつ同時に行う。

振替が完了すると、連銀から譲渡側には振替済み通知、譲受側には振込み済み通知が端末より打ち出される。これに基づき、清算銀行は顧客(証券会社、機関投資家等)の口座ポジションを更新する。

(4) GSCC (国債ネットティング機構)

連銀のブック・エントリ・システム自体はRTGSであるが、当然のことながらネットティングする場合に比べ、決済件数、決済金額、引き渡し債券は多くなる。そこでフェッド・ワイヤーに入力する前段階で清算機関を介在させて決済額を圧縮する工夫が考え出された。これが政府証券専門のネットティング機関GSCC (Government Securities Clearing Corporation、一九八六年設立)である。⁽⁵⁾

同社のサービスは政府証券の現物取引に関する取引確認および清算ネットティング(多角的相殺、Multilateral netting)から始まり、九五年からレポ取引のネットティングも開始された。GSCCのシステムはバッチ処理なので約定当日の受渡には間に合わない。⁽⁶⁾したがってレポについてはクローズ・レグ(close leg、エンドの受け渡し)のみがネットティングされる。GSCCの参加者は、一〇〇社強であるが、主要な業者はほぼカバーされている。事務フローは以下のようなものである。

約定すると、買い手、売り手双方から約定情報が入力されGSCCに送られる。入力締め切りは午後一〇時までである。そこで取引が照合され、売り買い双方の確認が行われると、すべての取引は参加者とGSCCとの間の取引に置き換えられ、参加者別、銘柄別に引渡株数と受取株数を差し引き(マルチラテラル・ネットティング)し、代金のほうもネット尻の計算が行われる。こうして債券と資金の受渡しは対GSCC各一本ずつにまとまり、

G S C Cは決済に保証 (Guarantee) を与えることになる。この計算は翌日午前二時までで終了し確定する。債券と資金のネット尻の決済情報はG S C Cの清算銀行に送られてコンピュータにダウンロードされる。

なお、ネットテイング計算の際には「清算値段」が使われる。G S C Cは各銘柄につき妥当と考えられる「清算値段」を用いて、すべての取引を一本値で計算し、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のである。G S C Cも証券会社と同様、ブック・エントリー・システムに直接参加できず、大手商業銀行を清算銀行にしてそこに口座を設けることで間接的に参加する。連銀への振替情報の指示はG S C Cが行う。債券の流れは譲渡側↓G S C C↓譲受側となる (資金の流れはその逆)。

2 日本の国債決済制度

次に日本の国債売買の決済についてみよう。国債は日銀が登録機関となっているため所有権の移転は日銀にある登録簿名義人の変更によって行われる。ところで昭和五五年から振替決済制度が始まった。これは日銀が参加者より国債の寄託を受け、日銀に置かれた参加者の寄託口座間の振替記入により決済が行われる制度である。したがって、国債の所有権の確認、移転は、自ら日銀に登録手続きをして自分の名義を登録簿に記載してもらうか (登録債)、あるいは日銀内の自分の口座 (Book) に記入 (entry) してもらうか (振決済) のいずれかとなる。

(1) 日銀ネット

国債の店頭取引では、一般売買の決済日は (T+13) となっている。債券貸借取引 (日本版レポ) ではスタートの受渡しは (T+12) 以内が主流である。取引所取引でも東証大口売買取引の決済日は (T+13) となっている。

一方、平成二年五月、国債の移転登録、振替決済を電子的に処理する「日銀ネット国債系」が稼働し、国内の決済に関してはほとんどがこの日銀ネットで処理されている。日銀ネットは日銀が開発、運営するシステムであり、米国債フェッド・ワイヤーに相当するものであるが、細部では違うところがいくつかある。そこで次に、日銀ネットを利用した場合の国債店頭取引の決済事務フローを見ることにしよう。

(2) 国債店頭取引の決済事務フロー

① 日銀ネット利用の場合

国債取引の九〇%以上は店頭市場において行われている。店頭取引に限らないが、決済物件は登録債が多いので、登録債を利用するケースからみる。約定が成立すると売り手側に対して買い手側から取引内容及び国債M A C (Message Authentication Code、メッセージ認証証子) が送られる。M A Cとは日銀が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、買い手側の意思が確認される。M A C作成には時間がかかり、そのうえF A Xで送るので約定当日には間に合わない。M A C授受の締切は翌日 (T+1) 一二時までとされる。

取引内容とともにM A Cを送受された売り手側は、その内容を照会した後、日銀へM A Cとともに移転登録の請求内容をオンライン送信する。現行の日銀のシステムはバッチ処理であり、一日二回処理される。一回目の送信締切は決済前日 (T+12) 午後一時までである。その分の受付けの結果は二時に日銀より相手先別に受払予告として出力される。受払予告の内容が約定内容と異なる場合は売り手が取消あるいは訂正を行う (買い手がクレ

ームを付ける場合でも売り手に電話などで連絡し、売り手が取消・訂正入力する)。二回目の送信締切は午後四時であり、受払予告は五時に出力される。五時までに買い手側は日銀に対して資金受渡の依頼を入力する(米国フェッド・ワイヤーの場合、買い手側は全くの受け身で資金受渡の依頼指図は不要である)。

以上のように決済前日までに受付た取引について日銀ではすべて同時に請求があったとみなし、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付けの取引を記録していく(「受け先記帳の原則」)すべての買いは売りに優先する)。そして参加者ごとにグロスの買いとグロスの売りを集計し、その残高がマイナスにならない限り、決済日(T十三)の午後三時の時点ですべての登録変更を実行する。これが時点集約処理と言われるものである。計算はグロスであるが、リアルタイムの振替処理ではなく、しかも入力指示の時間優先を否定し、すべての買いを売りに対して優先させるので、多角的ネットティングと類似した効果を持つ処理となる。それゆえ「時点ネット処理」とも呼ばれるのである(これに対し、フェッドワイヤーは指示があるたび、一件ごとに即時に振替処理をするRTGS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。

以上は、登録債の場合であるが、振決済債の処理もほぼ同様である。ただし、登録債と違う点は、振決済債にはMACの交換が不要だということ、しかし振決済債は、源泉徴収税の関係から指定金融機関や非課税法人しか利用しないことである。事務的な手続きは、約定成立のち譲渡(売り手)側が振替請求内容を日銀に入力するが、その際、登録債のようなMACの授受が不要なので、約定当日にもオンライン送信が可能である。その後のプロセスは登録債の場合と同じである。ただし、課税法人(および海外投資家)は利用しないので振決済債利用の範囲は限定される。

逆に言えば、登録債の利用範囲は広いのである。そのうえ、日銀ネットの非参加者であっても国債MACを日銀から配布され、かつ約定相手が日銀ネット参加者であれば日銀ネットの利用は可能なのである。ただし、その場合には資金決済は午後一時となり、非DVPとなってしまう。

②紙ベースの決済の場合

日銀ネットの参加者ではなく、かつ国債MACのキーも配布されていない者の国債取引の決済は紙ベースで行われる。すなわち登録変更請求書を日銀の窓口を持ち込み、日銀ではそれをチェックした後、登録変更の手続きを行う。しかし、一日に何回も売買される銘柄については、これではとても(T十三)の決済スケジュールに合わない。特にその場合に問題となるのは非居住者の場合である。

そこで九七年四月から、日本証券代行(以下、日証代と略)による登録変更請求書の集中交換が始まっている。すなわち、約定翌日(T十一)の朝までに売買当事者である非居住者は常任代理人である銀行、証券会社へ決済指示を出し、これに基づき照合確認が行われる。ついで登録変更請求書と指示書を常任代理人を通じて決済前日(T十二)の朝までに日証代に提出する。次にこの指示書に基づいて日証代が登録変更請求書の集中交換を行い、そのネット尻の部分の登録変更請求書を午後三時に持ち込む。これに基づき決済日午後三時に時点処理される。もちろん、非DVPベースの決済となる。

3 日銀ネットのRTGS化

先述のように日本の国債決済の仕組みは時点集約処理を取っている。これは一種のネットティングに近い効果がある。したがって、通常の多角的ネットティングと類似したメリット、デメリットがある。メリットとしては、①

資金と国債の決済ポジションはそのネット尻だけですむこと、②決済事務の面でも効率的である。しかし、デメリットとしては③(T十三)の午後三時まで、三日分の未決済額が累積すること(信用リスクの累積)、④決済当日に参加者のある者が決済の不履行に陥ると、他の参加者の国債残高がマイナスになってしまう可能性があり(不履行の連鎖)、その場合には入力を取り消し・訂正が必要となり、一種の「繰り戻し(Unwind)」に迫られる(システムリスク)。つまり効率的だがリスクには弱い。

したがって、リスクを縮減するためには、信用リスクの累積を防ぎ(決済期間の短縮すること、また振替指示があるたびにリアルタイムで小刻みに決済を完了させる)、システムリスクを防ぐ(ネットイングはせず一件ごとに独立してクロスで決済することが必要である。その手段として考えられるのが、決済期間の短縮とRTGS(即時クロス決済)への移行である。これはまた、決済リスクの縮減のためにG三〇が主張した勧告案⁽¹²⁾の内容の一部でもある。

日銀では二〇〇〇年を目前に当座預金のRTGS化と同時並行的に国債決済のRTGS化が展望されている。国債取引のRTGS化が具体的にどのように行われるのかは定かではないが、現在の時点集約処理の事務フローにおいて、①決済前日午後四時とされる入力受付の締切時間を撤廃し、決済当日午後三時まで随時受付可能に変え、②参加者から受渡の依頼がある度にDVPベースで国債と資金の移転を処理していけば、そのままRTGSになるだろう。

4 RTGS化に伴う問題点

しかし、それにはいくつかの前提条件が必要である。RTGS化は決済リスク縮減にはなるものの、①決済件数したがって決済事務は増加し、②決済事務は窮屈になって資金と物件の担当が従来以上に必要となる。このため日銀側の問題としては、日銀ネットの処理能力を高め、かつ双方向の情報伝達がオンライン、リアルタイムで可能なシステムにする必要があるし、また資金口座の赤残対策として日中の流動性供給の方策を固める必要もあるろう。

他方、証券プロバァの問題としてもいくつかの改善策が必要となる。冒頭で紹介した主要債券ディーラー数社と日本証券業協会による提言書では、①ネットイング手法の導入、②振決済の利用促進、③資金受渡指示の早期実施慣行、④フェイル慣行の整備、⑤決済額の小口化等が主張されている。

(1) ネットイング手法の導入

RTGS化へ移行すると、決済件数、決済事務は増加することが予想される。そこで、米国のように日銀ネットに入力する前段階でネットイング手法により決済額を削減することが望まれる。ネットイングには、①バイラテラル(双務的)と、②マルチラテラル(多角的)の二つの手法がある。前者は二当事者間で資金と国債の引き渡し請求権を相殺するもので、両当事者間の取り決めのみで導入可能である。ただし、相殺による削減効果は当然のことながら後者に劣る。

他方、マルチラテラルネットイングは多数当事者間における資金と国債の引き渡し請求権を相殺するものである。米国のGSCCのように、参加者すべての取引をネットイング機関との間の取引に置き換えたうえで銘柄ごとに資金と国債の引き渡し請求権を相殺し、そのネット尻をRTGSベースで決済する。このようにネットイング機関との取引に置き換えることで請求権相殺分の取引の決済は決したものと見なされる(オペレーション

ン・ネットイング)。この方法は、相殺による削減効果は高いものの、ネットイング機構の設立およびネットワークシステム構築のためのコストが必要である。そのほか、参加者が破綻した場合に請求権相殺が法的に有効であるかどうかを確認する必要があるし、その際の損害が他の参加者に波及しないようなロス・シェア・ルールを整備することも必要となる。

なお、ネットイングにおいては、ある程度まとまった取引を相殺するわけであるから、約定当日の決済（たとえばレポ取引におけるスタートの決済）の削減には役立たない。

(2) 振決済の利用促進

すでに見たように登録債は振決済に比べて利用範囲が広いが、MACの交換を必要とするため振決済に比べ一日分よけいに時間がかかっている。決済リスクの縮減のため、今度、決済期間の一層の短縮が予想されると、登録債では間に合わなくなる。振決済ならばMACは不要で、約定当日でも日銀ネットに入力可能である。そこで振決済の利用促進が主張されるわけである。

(3) 資金受渡指示の早期実施慣行

日銀ネットは米国のフェッドワイヤーと違って、売り手だけではなく買い手の指示もあって初めて口座振替、移転登録が行われるようになってきている。このことは、現行のように時点集約処理の場合には大した問題にならないが、RTGS化すると問題が生じる。というのは売り手側が指示を出したのに買い手側の指示が遅れると、その間は未決済状態が続くからである。しかも、振替指示のタイミングは最終的には買い手側の事情に左右される

ので「すくみ現象」が生じやすくなる。

「すくみ現象」とは、すべての参加者が相手からの受け取りがあつてはじめて引き渡そうとする結果、決済がスムーズに行われない現象をいう。特に、買い手に振り替え指示のタイミングのイニシアチブを与えると、日中に頻繁に取引が繰り返される銘柄の場合には、受け取った代金で支払おうとするので「すくみ」が起りやすくなる。

もちろん、売り手にイニシアチブを与えても、ディーラーが客の買い注文に空売りで応じた場合に見られるように、事後に購入した国債の受け取りがあるまで顧客への現物の引き渡しを遅らせようとする結果、「すくみ」が生じる可能性がある。しかし、資金の手当てには中央銀行による日中流動性の供給などの手段が与えられており、国債の手当てよりも容易であり、買い手側に起因する「すくみ」を封じ込めることのデメリットのほうが小さい。そこで米国のフェッドワイヤーでは売り手入力のみで振り替えが行われる仕組みにして、あらかじめ買い手側に起因する「すくみ」を封じ込めているのである。

「すくみ」防止のためには、米国のように売り手に決済のタイミングを決めさせ、過誤訂正が必要な場合には買い手の反対売買によって巻き戻しをする決済方式に変えるか、あるいは売り手が国債受渡依頼を入力後、買い手は一定時間内に資金受渡依頼を入力するという慣行を定着させるべし、という主張がでてくるわけである。

(4) フェイル慣行の整備

フェイル(Fail)とは、なんらかの事情で決済日に売り方が証券を引き渡せず、このため相手側も証券が引き渡されるまで代金を支払わないという行為をいい、一種の決済繰り延べである。

これまでの時点集約決済は一種のマルチラテラル・ネットインク効果をもっており、ポジションを持たないで顧客への買いに売り向かうことを可能にしていた。ところがRTGSになればそれは不可能になる。もし、フェイルを認めなければ、顧客の買い注文に売り向かったディーラーは膨大なポジションを抱えるか、あるいは窮迫的な高い貸借レートで現物を借りるリスクを覚悟するかのいずれかになる。いずれにせよ、それはディーラーのスペレッドに反映され、流動性の低下としてあらわれるであろう。したがって、フェイルを慣行として認め、決済期日を柔軟に延期できるようにすることにより、ディーラーはよけいな在庫繰りを気にすることなく、純粋な相場観で気配を提示し、流動性を提供できるようになるであろう。

しかし、フェイルとは、それ自体としては決済の延期である。決められた決済の締め切りを守れない訳であるから、これを慣行として認めてしまうと、モラルハザードの危険性も否定できない。フェイルをすれば、利息相当分が失われ、それが歯止めになるとの考えもあるが、これは買い方が原因で起こるフェイルについて当てはまらない¹⁵⁾。フェイルで失われる利息のレートは、米国ではフェデラルファンドレート(FFRレート)である。例えば顧客が購入した債券の引き取りに遅れた場合、顧客の資金調達レートはFRレートより高いはずで、買い方フェイルをかければむしろ低利の資金調達が出来ることになる。したがって、買い方フェイルは別名「バッドフェイル、Bad Fail」と呼ばれ、売り方フェイルとは区別し、極力回避すべきものとされているのである。かくして、RTGS化に伴って、もしフェイルが認められるなら、買い方フェイルには別途新たなペナルティを課すなどの検討がなされるべきであるという主張がなされるのももつともなわけである。

また売り方フェイルについても、利息さえ負担すれば決済の延期が出来るということになれば、決済期日の設定が形骸化する。何らかのペナルティが必要とも考えられる。しかし、これはこれでまたディーラーの流動性機能を損ねることとなり、これはいはばバランスの問題であろう。

(5) 決済額の小口化

いま我が国では、一件あたり国債決済額に上限が画されていない。これは時点集約処理の場合には問題にならないが、RTGS化すると問題がでてくる。

もし、決済額に上限があれば、一件あたりの決済額は必然的に小口化することになる。これにより、例えばあるディーラーが顧客一〇人から五〇億円ずつ購入し、総計五百億円を別の顧客に売却した場合、五〇億円ずつ小刻みに受け渡しすればこのディーラーが用意すべき資金額(従ってデフォルトリスクも)は五〇億円ですむ。しかし、決済額の小口化が行われてなければ、最初の顧客一〇人から受け取りがすむまで五百億円の引き渡しが出来ず、五百億円分の資金決済額が必要である。こうして小口化により未決済残高が縮小されるだけでなく、資金所要額も削減される。

他方、決済額の小口化は必然的に決済件数を増やすから、その事務処理の迅速化、コスト低減の努力が伴わなければならないであろう。

(注)

(1) 『日経公社債情報』一九九七年七月二十八日。日本金融通信「ニッキン」一九九七年九月一九日

(2) 連銀のブックエントリーシステムを通じて決済できる証券(すなわち適格証券)は、国債のほか政府機関債、国際機関債である。株式、社債、投信、地方債等はDTC(Depository Trust Company)に預託され、DTC内に

おかれた参加者の口座振替により決済が行われる。

- (3) 地方の中小銀行の場合にはオフライン参加者が多い。オフライン参加者は電話や文書で指示するものと思われるが、実際にはそのようなケースは少なく、連銀に口座を保有するのみでオンライン参加者の顧客になって決済している場合が多い。これは決済がRTGSとなっているため、電話やファックスでの指示は現実的ではないと思われる。

- (4) デイリーズタイムとはディーラーやブローカーズブローカーに債券を渡す締切時間であり、カスタマーズタイムとは顧客へ渡す締切時間である。カスタマーズタイムを五分遅らせている理由は、顧客の購入した債券はポートフォリオに沈んでしまうからである。なお、締め切り時間はリジッドに決まっているわけではなく、取引が活況の時は延長することもある。なお反対売買の締め切りはカスタマーズタイムのさらに一分後、つまり三時三〇分(フェッドワイヤーが開まる時間)までとなっている。

- (5) なお、モーゲージ債のネットティング機関としてはMBS/CO (Mortgage-Backed Securities Clearing Corporation) が一九七九年に設立されている。株式、社債等の民間債、地方債、投信等の清算機関としてはNSCC (National Securities Clearing Corporation) がある。

- (6) 事の性質上、ネットティング処理のためにはある程度、決済件数を蓄積しておく必要があり、必然的にバッチ処理にならざるを得ない。

- (7) 寄託された国債は混蔵保管され、日銀名義で一括登録される。

- (8) 非居住者による国債売買の決済は、主として源泉徴収税の關係で日銀ネットを利用していない。

- (9) 平成九年二月現在、日銀が処理した国債決済の総額(TB、FBを除く)のうち、移転登録請求額は七二・二%、

振込振替金額は二七・八%とされる(『日本銀行月報』)。

- (10) マイナスになると、日銀は登録変更の請求を拒否する。また赤残になりそうであれば、それを防止するための取消、訂正は認められる。

- (11) なお、売り手が日銀ネット非参加者の場合は、売り手が国債MACを算出し、これを買い手に通知し、買い手がMACおよび移転登録請求を入力する。

- (12) 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(仮約)」資本市場研究会、一九八九年

- (13) この場合には、買い手にとって、予告なしに資金が引き落とされるので資金ポジションの管理がしづらい、というデメリットがでてくる。

- (14) フェイルを行うと売り手側には代金が入ってこないもので、その間の利息分が失われ(買い手にとってはそれが利益になる)、それがフェイルのコストとなる。フェイルには期限はないが、決済を完了しない限り売り手は利息を失いつづけるので、出来るだけ早く引き渡そうとする。

- (15) 売り方が原因で起こるフェイルは売り方フェイル(a fail-to-deliver)、逆に、買い手が何らかの事情で代金を支払わず相手側から証券を引き取れないことを、買い方フェイル(a fail-to-recvie)という。アメリカでは、売り方の指示により受渡が行われ、その結果が売り買い双方に伝えられた段階で、伝票の記載ミスや証券会社ディーラー等がクリアリングバンクに約定内容を正確に伝えていなかった等の理由で買い方(あるいは買い方の清算銀行)がその決済については承知していない(Don't Know)として反対売買により巻き戻しを行い、そのままフェッドワイヤーの締切が過ぎてしまう等により、買い方フェイルが起こる場合が多い。買い方フェイルの場合、買い方に責任があるので、決済が終了するまでの利息は買い方が負担する。わが国の場合には米国と違って買い方の資

金受渡依頼があつて初めて振り替えが実施されることから、買方フェイルの可能性は米国よりも高いと考えられる。