

## RTGS化後の国債取引に関する市場慣行について

～「フェイル慣行」の意義と課題を中心に～

河西慎・菅野浩之・加藤毅

2001年7月

## Market Review

2001年初から実施した即時グロス決済（RTGS）下の決済を円滑に行うため、各種の市場取引・決済に関するルール（市場慣行）が作られた。この際、従来からその必要性が指摘されており、欧米でも一般的な「フェイル慣行」が市場慣行の一つとして整備された。フェイル慣行は、国内の従来からの決済実務と大きく異なるため、当初、その意義や仕組みが十分に理解されていない状況がみられたが、最近では市場参加者の間で次第に定着してきている。フェイル慣行を含め、新たな市場慣行は、市場参加者がその合理性への理解を深め、様々な取引を経験する中で徐々に定着が図られるものである。また、その前提として、新たな市場慣行のスムーズな定着を促す制度面や市場インフラ面の整備が不可欠である。フェイル慣行については、例えば、各市場参加者の事務処理体制や国債を利用した即日スタートの資金運用市場などの整備が早期に進められることが望まれる。

## RTGS化後の国債市場と市場慣行

日本銀行では、2001年初、当座預金決済および国債決済の即時グロス決済（RTGS：Real Time Gross Settlement）化を実施した。国債市場の取引高は、実施直後の1月に一時的に減少したが、2月には回復し、その後は昨年を上回る水準で推移している（図表1）。また、決済面でも支障なく円滑な決済が行われている。

【図表1】国債市場の取引高

	レポ取引	国債売買
	取引高（前年比）	取引高（前年比）
01/1月	294兆円（23.4%）	268兆円（2.2%）
2月	439兆円（36.3%）	329兆円（22.7%）
3月	422兆円（29.0%）	353兆円（5.6%）
4月	487兆円（31.5%）	360兆円（10.9%）
5月	546兆円（38.8%）	343兆円（6.7%）

（出所）日本証券業協会

\* 「レポ取引」は現金担保付債券借入と同貸付の合計、「国債売買」は現先取引を含む売りと買いの合計。

こうした円滑な新制度への移行には、日本証券業協会（日証協）が取りまとめた市場慣行（「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」）が大きな役割を果たしている<sup>1</sup>（次頁Box1参照）。

## 市場慣行としての「フェイル慣行」の整備

前記ガイドラインに含まれる市場慣行の一つに

「フェイル慣行」がある。これは一言で言えば個々の決済が遅延する状態を容認することを意味し、契約の確実な履行を重視してきた従来からの国内市場の取扱いとは大きく異なる。こうした慣行は、わが国では馴染みが薄かったこともあって、一部には今でもフェイルの意義や仕組みについて十分に理解されていない面があり、慣行に対する疑問や批判も続いている。以下では、フェイル慣行の意義・経済合理性や今後の課題について整理する。

## フェイル慣行の意義と役割

「フェイル」とは、厳密には、取引当事者の信用力とは異なる理由により、「当初予定していた決済日が経過したにもかかわらず決済（債券の受渡）が行われていない状態」をいう。

フェイル発生時の当事者間における一般的な事後処理方法を定めたものが「フェイル慣行（フェイル・ガイドライン）」であり、別段の合意がない限り、当初予定日において決済が行われていないことのみをもって、デフォルト（債務不履行）扱いとはしない（つまり、契約を解除しない）ことが基本となっている。また、フェイル状態が長期間継続した場合の解消方法<sup>2</sup>も用意されているのが、国際的にも一般的である。

フェイルは、"Fail to deliver"などと呼ばれ、欧米の慣行では、従来から一般的に容認されている。わが国でも、債券取引・決済の円滑化・効率化や、スクィーズ<sup>3</sup>への対応といった観点から、同様の慣行導入の必要性がかねて指摘されてきたものである<sup>4</sup>。

受渡未了は、取引当事者の信用力とは全く関係なく、何らかの事故による決済遅延などによって発生することがあり得るほか、取引量の急増により決済事務が大幅に増加すれば、その発生可能性は高まる。

特に債券取引の場合、資金取引と異なり銘柄による個別性があるため、銘柄によっては需給が逼迫し市場から調達するのが難しかったり、仲介業者がショート（債券の空売り）ポジションを他の業者からの債券購入でカバー（解消）したものが連鎖して「ループ」（次頁Box2参照）となってしまうケースがあるなど、受渡未了が生じ易い面がある。こうしたリスクを回避するために、受け渡すべき債券を予め確保しようとするのが取引拡大の制約となる（ショートポジションの造成が困難となる）ばかりか、国債の価格形成に悪影響を及ぼす可能性もある。フェイル慣行の整備には、こうした制約を緩和し、市場取引の拡大に資するという効果が存在する。

### フェイルの経済合理性

一方で、フェイルは市場における未決済残高の増大をもたらすため、市場の安全性、取引の円滑性という観点からは、その多発は好ましいものではない。従って、経済合理性のあるルールによってその多発が回避されるような仕組みが確保された中で、フェイルが容認される必要がある。

こうした観点から、欧米では一般的に次のような仕組みができてきた。まず、取引をDVP（Delivery Versus Payment）決済<sup>5</sup>することを前提に、フェイルが発生した場合には、①債券の受け方（フェイルを受けた側）は、フェイル期間中の債券の経過利子に加え、手許に残る資金の運用益を得られる<sup>6</sup>。一方、②債券の渡し方（フェイルを起こした側）は、売却代金を受け取れないため追加的な資金調達コスト（あるいは得ることができたであろう運用益）を失うとともに、債券の経過利子も受け取ることができない<sup>7</sup>。こうした市場メカニズムを利用した仕組み

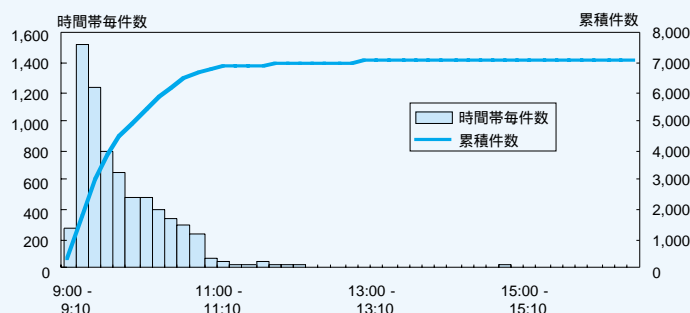
#### 【Box1】国債決済のRTGS化と市場慣行

日本銀行では、2001年初より、わが国の国債決済を「RTGS」方式、すなわち、原則として決済を1件毎に即時に行う方式に改めた。2000年末までは、国債決済の殆どは「時点ネット決済」方式、すなわち、一定の時刻（時点）まで決済のための指図が溜めておかれ、その時点での受払い差額（ネット）のみを受け渡す方式で行われてきた。時点ネット決済の下では、決済に必要な国債・資金が全ての受払いについての差額のみであるため一見効率性が高いものの、1つの決済が行えない場合、全ての決済をいったん停止し、差額の計算を最初からやり直す必要があり、決済の大幅な遅延などにより決済システム全体に大きな影響を及ぼす恐れ（システムック・リスク）がある。RTGSは、こうした「システムック・リスク」を極小化できる決済の仕組みである。

もっとも、RTGS化により決済リスクが大幅に低減する一方で、各市場参加者においてリアルタイムの決済・残高管理が必要となるほか、決済を進めて行くのに必要な国債および資金の量が膨らむこととなる。こうした環境下で円滑な決済を確保するためには、中央銀行などにより潤沢な日中決済資金が提供されることに加え、迅速な決済フローの確保や決済額・件数を削減するための市場慣行が整備されることが重要である。

今回のRTGS化に際して整備された国債決済に関する市場慣行は、①フェイルに関するルールのほか、②迅速かつ円滑な決済を確保するための慣行（標準的な決済タイムテーブルの策定、決済金額の小口化ルール<1件あたりの決済金額の上限を50億円とし、残高手当てに要する時間を削減>）、③決済額・件数の削減（ネットینگ・ルール）などである。例えば、RTGSの下では、個々の市場参加者が日中の国債・資金調達額を節約するために、取引の相手方から国債や資金を受け取った後に自己の支払いを行おうとする結果、全体の決済が後ずれする懸念がある。しかし、決済の標準的なタイムテーブルが設定されたことによって、こうした問題は回避され、日によって多少の振れはあるが、午前9時～10時の1時間に1日の6割以上の決済が終了するなど、朝方から滞りない国債決済が確保されている。

日中の国債決済動向



(出所) 日本銀行 (計数は2001年6月12日)

によって、フェイルの発生し易さを自ずとコントロールする経済合理性が働くこととなる<sup>8</sup>。

## 欧米におけるフェイル慣行

### 欧米のフェイル慣行の内容

米国では、TBMA（The Bond Market Association）が、フェイルが発生した場合の取扱いを市場慣行として取りまとめている。TBMAの国債取引マニュアル（Government Securities Manual）では、フェイルが発生した場合、買い手が後日債券と引き換えに、契約上定められた売買代金のみを支払えば良い（フェイル発生から実際の債券引渡しまでの間に発生する経過利子は買い手に帰属する）ことなどが規定されているほか、フェイルが長期間継続した場合の解消方法の具体的な手続きが定められている。

また、TBMAは、ISMA（International Securities Market Association）と共同で、レポ取引の基本契約書ひな型（GMRA：Global Master Repurchase Agreement）を策定・公表しているが、ここでは、フェイルをデフォルトとはみなさない旨が明確化されている<sup>9</sup>。

欧州では、各国の市場毎に若干事情は異なるが、一般的には、前記のTBMA/ISMAのGMRAなどが用いられ、フェイルについて米国と同様の取扱いがなされている。

以上のように、米国、欧州とも、①フェイルを当然にはデフォルトとはみなさない扱いとするとともに、②フェイルを起こした先に特別のペナルティを課さないことが原則となっている。また、③長期間継続したフェイルの解消方法もルール化されている。

## 欧米のフェイル発生状況

米国、欧州とも、フェイルの発生状況に関する統計はなく、実態を正確に把握することは難しいが、主要な市場参加者へのヒアリングなどから、次のような状況と整理できる。

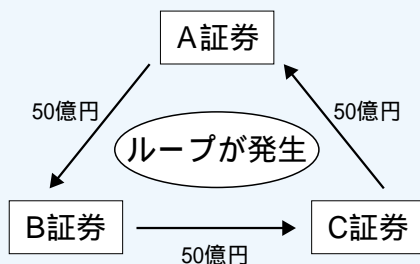
米国における国債決済のフェイル発生率は、従来、10%近くに達していたが、最近では1~2%程度にまで低下していると言われている。フェイル発生率が大きく低下した背景としては、①クリアリング銀行<sup>10</sup>による貸債、決済の順序付け管理や80年代後半からのトライパーティ・レポ<sup>11</sup>サービスの充実に加え、②ネットティング機関（GSCC：Government Securities Clearing Corporation）におけるマルチラテラル・ネットティング<sup>12</sup>の実施<sup>13</sup>により、ループが発生しにくくなったこと、③中銀による国債貸出の拡充により国債の調達が一段と円滑に行われるようになったことなど、広い意味での市場インフラ整備が進んだことが影響したとされている。また、流動性の高い即日スタートのレポ市場がこれを支えている面も大きいとされている。

米国では一般的に、フェイルを受けることへのネガティブな意識はなく、従来から幅広い市場参加者がフェイル慣行を受け容れているようである。この背景としては、各市場参加者がフェイルの経済合理性を理解していることとともに、フェイルを受けた側がクリアリング銀行の提供するトライパーティ・レポや市場を通じて手許資金の運用を容易に行い得る環境が整っている点が指摘されている。

欧州におけるフェイル発生率は、ネットティング機関（London Clearing House等）経由の決済、国際集中証券保管機関（ユーロクリア等）経由の決済と

### 【Box2】「ループ」について

証券会社など国債市場において活発に取引を行う市場参加者は、買い入れる（または借り入れる）国債の引渡しを実際に受ける前に、当該国債を他の市場参加者に引き渡す約定を頻繁に行っている。ショートポジションを事後的にカバーする場合も、結果としてこれと同様の行為と言える。また、2つの引渡し（受けと払い）は同日に行われることが多い。各市場参加者がこうした取引を広範に行った場合、結果として、取引が輪（ループ）のように連鎖することがある。



- ・ A証券は、C証券から50億円の国債を受け入れることを前提に、B証券に50億円の国債を引き渡す約定を締結。
- ・ B証券は、A証券から50億円の国債を受け入れることを前提に、C証券に50億円の国債を引き渡す約定を締結。
- ・ C証券は、A証券に引き渡す国債を用意するために、B証券から50億円の国債を受け入れる約定を締結。

ループ状態となった場合、①当日はフェイルとし、翌日以降、いずれかの当事者が別の取引によって受け取った国債を使ってループが解消されるのを待つ（なお、フェイル状態が長期間継続した場合の解消ルールが別途定められている）、②いずれかの当事者が即日スタートのレポ取引で別途国債を調達するなどの方法によってループを解消する。ループの当事者が多いと、当事者間でもループ状態にあるか否かがすぐには判明しないケースも少なくない。

も約2%とされており、これら以外の決済を含めた全体では5%弱とされている<sup>14</sup>。欧州のフェイル発生率が最近の米国に比べてやや高いのは、多数国間にわたるクロスボーダー取引の比率が高く、利用する決済インフラ（証券決済システム、ネットリング機関等）が各国にまたがっていることの影響も大きいとされている<sup>15</sup>。

## わが国のフェイル慣行 フェイル慣行の内容

前述のように、わが国でも従来からフェイル慣行を整備する必要性が議論されてきた。しかしながら、時点ネット決済下では、全ての取引が決済可能であることを前提に決済の進められていくため、一件でもフェイルが発生すると、それが全体の決済遅延を招いてしまうなどの問題点があった。RTGS化の実施でこの点が解消されたことに加え、時点ネット決済下では表面化しなかったループによる受渡未了などへの対応が不可避であることから、RTGSの下での円滑な国債決済に資するための市場慣行の一つとして、フェイル慣行が整備されることとなった。

日証協が取りまとめた「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」および「債券のフェイルの解消に関する規則」では、フェイルが発生した場合の取扱いや、フェイル状態が長期間継続した場合の解消方法に関する基本的なルールが定められている。また、レポ取引については、債券貸借取引等研究会<sup>16</sup>が策定した「債券貸借取引Best Practice Guide」および「フェイルに関する覚書」がこれを補足している。なお、意図的なフェイルを抑止するためのルールとしては、ショートポジションのカバー（解消）を決済日までに行うことを義務付けた日証協の空売り規制（「債券の空売り及び貸借取引の取扱いについて」理事会決議）がある。これらが一体となって、わが国におけるフェイル慣行を構成している<sup>17</sup>。

これらのフェイル慣行は、①フェイルをデフォルトとはみなさず、②フェイルを起こした先に対するペナルティを原則として課さない点、また、③フェイル状態が長期間継続した場合の解消方法が定められている点で、基本的に欧米と同様の内容となっている。

### フェイルの発生状況

市場参加者の間では、フェイル慣行の定着状況を把握するため、フェイルの発生状況に関する統計が必要であることが確認された。日本銀行では、市場参加者からの要望を受け、2001年1月よりフェイルの発生状況についてアンケート調査を開始し、その結果を公表している<sup>18</sup>。

調査結果をみると、フェイルの発生件数は、1月が99件となった後、2月が296件、3月が616件と増

加した。その後4月は492件、5月は474件、6月は392件と減少してきている。国債決済件数と比較したフェイル発生率でみると、0.1~0.3%台と、フェイル慣行が定着している欧米に比べ低水準に止まっている（図表2）。なお、フェイルが継続する期間は平均して約1.2日となっており、ほぼ1日でフェイルが解消されていることがうかがわれる。

【図表2】フェイルの発生状況

	件数	発生率	額面金額	発生率
01/1月	99件	0.10%	0.3兆円	0.09%
2月	296件	0.19%	0.9兆円	0.19%
3月	616件	0.35%	1.4兆円	0.26%
4月	492件	0.27%	1.2兆円	0.22%
5月	474件	0.25%	1.2兆円	0.22%
6月	392件	0.20%	0.8兆円	0.14%

（出所）日本銀行

こうした状況から、導入後半年が経過する中で、市場参加者の中で徐々にフェイル慣行が受け容れられてきている様子が見えてくる。また、フェイル発生率は低水準であり、フェイルが多発して決済リスクが高まるといった状況も回避されている。この点で、フェイル慣行は、市場に安定的に定着していると言える。当初は、現在の金利環境下、フェイルをした場合のコストが低いため、安易にフェイルを起こす可能性が懸念されていた<sup>19</sup>。しかしながら、そうした事態は回避されている模様であり、実際に発生するフェイルはループが絡むものが多いようである。

また、これまでのところフェイルの大半は、取引件数の多い証券会社、短資会社などの仲介業者間で発生しており、機関投資家を巻き込んだフェイルは限定的なものに止まっている。

もっとも、フェイルの発生が低水準に止まっていることについては、市場参加者が経済合理性を超えて必要以上にフェイルの回避に注力しているからではないかとの見方もある。実際、日中の国債決済の順序付け管理を厳格に行っているとか、受け渡す国債を前日に確保する（これは、国債の在庫コストを増大させる）、取引相手方との連絡を緊密に行うといったことを心掛ける市場参加者が多い。こうした約定部署（フロント）・決済部署（バック）の両面での、フェイル多発の回避やループ解消のための様々な努力や工夫が、フェイルの発生を低水準に止める大きな要因となっているのは確かである。

### わが国におけるフェイル慣行の当面の課題

このようにフェイル慣行は一定の定着をみているが、市場参加者の間では、今後さらに市場で広く浸透させていくとともに、フェイル回避のための事務負担を軽減する必要があるとの声も強い。

この点、新たな市場慣行は本来、各市場参加者が日々様々な取引をこなす中で、その経済合理性に関する理解を共有し、これを通して徐々に定着を図っていくものである。欧米でも、フェイル慣行が市場に定着するまでには、同様のプロセスをたどっている。

もっとも、フェイル慣行を受け容れにくくしている制度的な制約や不備があれば、これを個別に解決していくことや、慣行への対応に要する負担軽減のために必要な市場インフラを整備することが重要である。こうした観点から、フェイル慣行を巡る当面の課題としては、以下のような点が挙げられる。

第一に、あらゆる市場参加者がフェイル慣行について、その意義や経済合理性への理解を深めることが重要である。

第二に、個別の市場参加者において、フェイルを受けた際の経理面を含めた取扱いや、手許に残った資金の運用方針、内部のレポーティング方法等について体制を整備することが必要である。その際に、仮に制度面などで不明な点があれば、広く市場参加者全体で確認したり、周知徹底や改善を図る必要がある。

第三に、フェイルを受けた当事者の手許に残る資金について、これを運用するマーケットを整備するなど、フェイルの経済合理性が機能する環境を整える必要がある。例えば、流動性の高い即日スタートのレポ市場の整備は重要である。現在も、限定的ながら即日スタートのレポ取引は行われている。しかし、これはフェイル回避のため、特定の銘柄の調達を目的としたSC (Special Collateral) レポ取引として、一部の市場参加者の間で、ごく僅かな件数に限って行われているに過ぎない。今後、即日スタートのレポ市場において、参加者の拡がりが増し、銘柄を特定しないGC (General Collateral) レポ取引としても、日々活発に取引が行われるような体制整備が必要である。これにより、フェイルが発生した際

の資金運用・調達の場が確保されるとともに、ひいては担保付きの短期金融取引の拡大にも繋がると言える。

また、欧米では、大手民間銀行等（例えば、クリアリング銀行）が提供している貸債、決済の順序付け管理、トライパーティ・レポなどのサービスが、フェイル回避のため個々の市場参加者にかかっている事務負担を軽減し得るとの指摘がある。また、RTGSベースのDVP決済と統合的かつ安全なマルチラテラル・ネットィングを行う仕組みがループの解消に有効であるとも言われている。今後、欧米において提供されているこれらの機能のわが国における要否について、システミック・リスクの回避にも配慮しつつ、適切な検討が行われることが必要と言える。

なお、日本銀行では、RTGS下での国債決済をより安全かつ円滑なものとする環境を整えるべく、国債決済のRTGS化に関する追加措置を進めており、先般、その実施スケジュールを公表したところである。また、RTGS下での金融調節の円滑な遂行と透明性の向上を図る観点から、「国債系オペにおける国債決済未了時の措置」、すなわち、日本銀行が行う国債系の金融調節取引においてフェイルが発生した場合の措置についても公表した（Box3参照）<sup>20</sup>。

## 結びにかえて

前述のとおり、RTGS化の円滑な実現には、新たに導入された各種の市場慣行が重要な役割を果たした。今後も、国債市場を安全かつ効率的な市場として維持・発展させていくためには、適切な市場慣行の存在が欠かせない。

このためには、個々の市場慣行がもつ経済合理性への理解を広めつつ、市場環境の変化に応じた弾力的な見直しや必要な市場インフラの整備を検討することが重要であろう。日本銀行としても、国債取引の円滑性・効率性を高めるよう、市場参加者の間で市場慣行や市場インフラの整備が一段と進むことを

### 【Box3】国債系オペにおける国債決済未了時の措置

日本銀行が行う国債系オペにおいて、相手方の信用力に問題がないにも拘らず国債決済未了が発生した場合の措置の骨子は次のとおりとなっている。

- ① 相手方が決済締切時刻までに国債を日本銀行に引き渡すことができなかった場合でも、当該先が所要の国債調達の確実な目処を一定時刻までに付けることなどを条件に、その日本銀行への引渡しを決済締切時刻後に行うことを認めること。
- ② 最終的に、相手方が日銀ネット国債系のオンライン入力締切時刻までに国債を日本銀行に引き渡すことができなかった場合には、決済額を減額すること（減額分の決済の翌営業日以後への延期は行わないこと）。
- ③ その場合、最終的に、相手方が国債を日本銀行に引き渡すことができなかったことをもって、デフォルトの扱いとはしないこと。
- ④ ただし、①、②の事態が発生すると、金融調節の円滑な遂行に支障を生じるため、日本銀行としては、こうした事態の発生を回避する必要があると考えていること。
- ⑤ したがって、①、②を発生させた場合を所定の方法により点数化し、その点数の合計値に応じて、相手方に対して一定期間オフターを停止するなどの措置を講じること。

期待しており、引続きこうした取組みをサポートしていくことが必要と考えている。

<sup>1</sup> 日本証券業協会が取りまとめたガイドラインは、協会ホームページ (<http://www.jsda.or.jp>) より全文の入手が可能。なお、資金取引の決済慣行については、短期金融市場取引活性化研究会が慣行を取りまとめており、全国銀行協会のホームページ (<http://www.zenginkyo.or.jp>) より全文の入手が可能となっている。

<sup>2</sup> フェイル状態が一定期間継続した場合に、債券の受け方が市場から別途債券を調達し、その調達費用を渡し方に請求することにより決済を終了させる手続き（「バイイン」ルールと呼ばれている）。

<sup>3</sup> スウィーズとは、ある時点で高い需要が見込まれる特定の銘柄（例えば、国債先物取引における最割安受渡適格銘柄など）を買占めまたは借占めることにより、市場における当該銘柄の流通量を極端に低下させ、当該銘柄の価格をつりあげる行為を言う。

<sup>4</sup> 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（1997年）では、次のように指摘されている。「欧米では、いわゆるフェイルのルール化（決済遅延が生じた場合の当事者間における事後処理方法のルール化）が債券取引及び決済の円滑化・効率化に寄与しているといわれている。我が国でも、即時グロス決済（RTGS）方式の導入、DVP化の一層の推進等、所要の条件整備を行った上で、フェイルのルール化が図られることが望ましい。」

<sup>5</sup> DVP決済とは、債券の受渡しと資金の受渡しとを条件付けて行うことにより、一方の受渡しが行われない場合には、他方の受渡しも行わない仕組みを言う。

<sup>6</sup> 実際のケースにおいてフェイルを受けた側が得られる利益は、資金運用益からフェイルにかかる経理処理、運用委託者への報告、新たな運用にかかる事務手続きなどのコストを控除したものとなる。

<sup>7</sup> レポ取引についても、フェイルを起こした債券の渡し方は、相対する現金担保を受け取れず、その運用益を失う（あるいは別途の資金調達コストがかかる）。

<sup>8</sup> 人為的な罰則金などを設けると、これがレポ市場における債券調達金利に影響を与えてしまうといった問題もある。

<sup>9</sup> TBMA/ISMAのGMRAは1992年に策定され、95年に1度改訂されているが、昨年末、市場の発展やロシア危機の教訓などを踏まえ、再改訂（2000年版）が行われた。

今次改訂では、当事者間の事前の合意があれば、当初予定日における債券決済の未履行をもってデフォルトとし、清算手続に移行する余地を認めた。この点については、消極的な見解を示す市場参加者も多かった一方で、債券決済の未履行が当事者の信用力低下の予兆であるケースがあると強く主張する声もあり、最終的に、取引当事者間のオプションとして、あらかじめ当事者が合意することにより、通知によるデフォルト事由として扱うことが可能となった。

なお、改訂後は、バイインを実行した際の費用の不払いも、デフォルト事由の1つとして加えられた。

<sup>10</sup> 債券の保管業務や元利金の支払い業務などを行うカストディ銀行の中でも、カストディ業務に加え、債券決済に伴う口座振替や資金・債券の貸付など幅広いサービスを行う銀行が、「クリアリング銀行」と呼ばれる。

<sup>11</sup> トライパーティ・レポとは、レポ取引における証券の売り手（資金調達者）と買い手（資金運用者）との間に第三者が入り、約定の斡旋や決済・担保管理などを代行する仕組みのレポ取引を言う。

<sup>12</sup> マルチラテラル・ネットティングとは、バイラテラル・ネッ

ティングが相対する2当事者間で行われるネットティングであるのに対し、3者以上の当事者間で行われるネットティングを言う。マルチラテラル・ネットティングについては、多数当事者間にセントラル・カウンター・パーティ（CCP）を介在させて、まず、全ての取引・決済をCCPとのバイラテラルな関係に置き替えたうえで、それぞれの当事者・CCP間でバイラテラル・ネットティングを行うというスキームが採られることが多い。

<sup>13</sup> 1989年にアウトライト取引、1995年にレポ取引を対象にネットティングを開始。

<sup>14</sup> BOE（Bank of England）のStock Lending and Repo Committee 2001年2月13日会合、ERC（European Repo Council：ISMAの下部組織）のSecurities Fails Working Group 2000年10月5日会合の議事録などによる。

<sup>15</sup> ERCのSecurities Fails Working Groupでは、欧州におけるフェイル発生率の高止まりに対し、①ネットティング機関における決済がフェイルした際の取扱いにつき、各国横断的な統一ルールを定めること、②決済の小口化を進めることなどが提言されている。なお、各国の証券決済システムやネットティング機関がそれぞれ異なる時間帯に稼働していることの影響なども注目されている。

<sup>16</sup> 債券貸借取引等研究会（レポ研）は、レポ取引に関する市場慣行などについて検討・提言を行うために市場参加者から構成される団体であり、日証協が事務局を務めている。

<sup>17</sup> 「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」には、①フェイルの定義、②フェイルの回避・解消に向けた誠実努力義務、③フェイル・コスト（フェイルの経済効果）の考え方、④カットオフ・タイムの設定などが定められている。また、⑤低金利下における暫定的な取扱いとして、フェイルされている国債をレポ等で別途調達した際の費用を相手方に請求できる旨が定められている（注釈19参照）。

「債券のフェイルの解消に関する規則」（統一慣習規則第4号）には、フェイルの解消方法として①同種債券の引渡し、②反対売買の実行、③バイインがあること、および、バイインについての具体的な手続きが定められている。

<sup>18</sup> 日本銀行金融市場局「国債決済関連計数」として、月次の調査結果を原則として翌月第8営業日午後5時半に日本銀行のホームページ (<http://www.boj.or.jp>) 上で公表している。

<sup>19</sup> 「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」では、低金利下における暫定的な取扱いとして、バイインが可能となる前であっても、「当分の間、フェイルをされた国債の受け方は、フェイルをした渡し方に対して、フェイルされている国債を債券貸借取引等で調達した場合等に要した費用を請求できることとする」との特則が定められている。

<sup>20</sup> 日本銀行「国債決済のRTGS化に関する追加措置等の実施スケジュールについて」（2001年4月24日付）および日本銀行金融市場局「国債市場の流動性と金融調節の透明性を向上するための施策」（2001年5月29日付）参照。これらは、<http://www.boj.or.jp>で入手が可能。

マーケット・レビューは、金融市場に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行金融市場局が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局清水（Email：tokiko.shimizu@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。