

わが国におけるフェイル慣行の一層の定着に向けて フェイル慣行の意義・役割と米国の取組み事例を中心に

金融市場局

Bank of Japan Review

2009年10月

わが国では、リーマン・ブラザーズ証券破綻後のレポ市場の混乱を受けて、市場関係者の中でフェイル慣行定着に向けた問題意識が一段と高まった。米国でも低金利環境におけるフェイル多発の抑制策としてフェイルチャージ慣行が導入されるなど、様々な対策が検討され、既に幾つかの施策が実施されている。わが国でフェイル慣行を定着させるためには、同慣行の意義や役割を踏まえ、幅広い市場参加者の中でフェイルへの対応のあり方についてコンセンサスを形成し、これを実現するための制度的枠組みや個社体制の整備を図っていくことが重要である。今般、日本証券業協会が設置したワーキング・グループの検討がこうした市場横断的な成果に結実していくことが望まれる。

1. はじめに

わが国では、国債決済のRTGS化が図られた2001年1月にフェイル慣行が導入された。フェイル慣行整備の背景には、RTGSシステムの下で、決済事務の増大や取引の連鎖による決済の遅延、ループの発生などが避けられないことから、市場流動性の確保や決済の円滑化のためには一定のフェイル発生が不可避との認識があった。もっとも、その後も同慣行は十分に定着せず、債券・レポ市場における取引の効率性や市場流動性を歪める場面がみられるとの指摘があった。2008年9月のリーマン・ブラザーズ証券の破綻に起因してフェイルが多発する状況でも、これを容認しない先が多いことが、レポ取引の混乱に拍車をかけたとの認識から、市場関係者の中でフェイル慣行に関する問題意識が一段と高まった¹。

こうした中、2009年5月、日本証券業協会(日証協)が「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ」を設置した。同WGは上記問題意識の高まりを映じて、最終投資家を含む幅広い業態や市場参加者団体の代表者²に加え、金融庁・財務省・日本銀行がオブザーバーで参加するなど、フェイル慣行の定着に向け、市場横断的な検討体制となった。

フェイル慣行の定着に向けては、債券やレポ取引の幅広い市場参加者(経営層を含む)において、同慣行の意義や役割について理解促進を図りつつ、フェイルへの対応のあり方についてコンセンサスを形成すること、更にそうした対応を可能とする制度的枠組みや個社体制の整備が重要との指摘が多い。

こうした点を踏まえ、本稿では、フェイルに関する基本的な事項(デフォルトとの違い、発生メカニズム等)を解説した後、市場流動性や緊急時の対応との関係について説明を行い、改めてフェイル慣行の意義や役割を確認する。次いで、フェイル慣行に関する議論を深めていく参考として、米国での国債取引にかかるフェイル慣行見直しの動向を紹介し、最後にこれまでの市場参加者との意見交換で聞かれた、わが国のフェイル慣行見直しのポイントについて述べる。

2. フェイル慣行の意義・役割

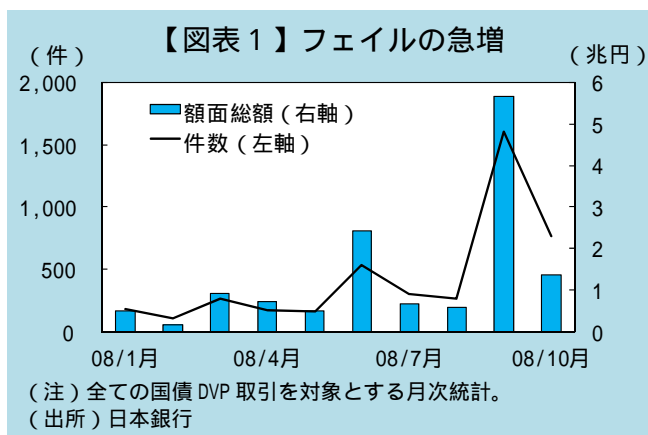
フェイルとは、取引当事者の信用力と異なる理由により、当初予定していた決済日が経過したにもかかわらず、対象債券の受渡が行われていない状態をいう。フェイル慣行とは、フェイル発生時の当事者間における一般的な事後処

理方法を定めたもので、別段の合意がない限り、債券の受渡が未了であることのみをもって、債務不履行（デフォルト）とはしない（契約を解除しない）ことが基本となっている（わが国のフェイル慣行については後掲 BOX1 参照）。

債券の取引・決済の円滑な実行は、取引先の信用力だけでなく、銘柄毎の需給、決済事務、取引・決済の連鎖等に大きく影響を受け、信用力が高い先であっても、限られた時間内で特定の銘柄の受渡ができないことが起こり得る。このため、フェイルは、信用力の問題で受渡が不能となるデフォルトと区別される。一方、債券の受け方による資金不払はデフォルトとなる。

フェイルの発生事例

フェイルは、災害・システム障害の発生や市場参加者の破綻時などに多発しやすい。こうした緊急時には、決済業務の継続が困難となったり、市場流動性が著しく低下することが多いためである。実際、わが国では、リーマン・ブラザーズ証券が破綻した 2008 年 9 月にはフェイルが前例のない規模で急増した（図表 1）。



また、平時においても、需給が逼迫した場合、ループが発生した場合、決済指図に誤りがあった場合にフェイルの発生がみられる。

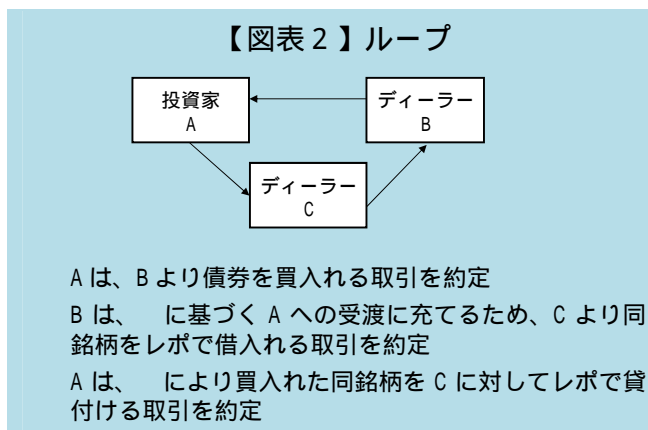
需給が逼迫した場合

債券取引は、資金取引と異なり、銘柄による個別性があるため、時として特定銘柄について調達の困難化やその懸念から市場流動性が低下し、フェイルが発生することがある。こうした需給のタイト化は、投資家の買い需要が集まりやすい新発債や、先物取引決済での最割安銘柄、市場残高の少ない銘柄でみられることが多い。また、レポ取引が細りがちな決算期末に近

い時期にも、需給が逼迫するケースがみられる。

ループが発生した場合

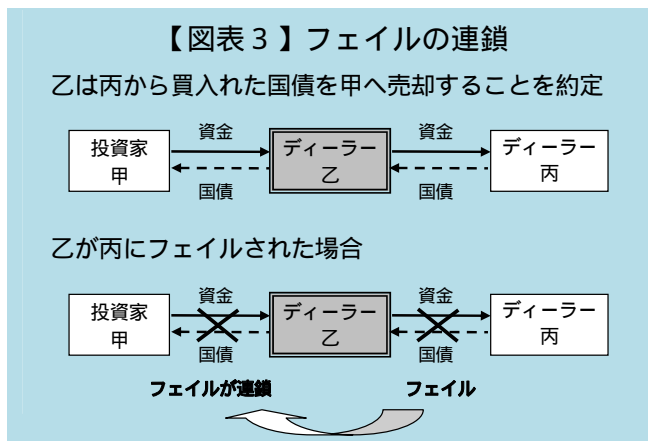
ループとは、市場で取引が輪（ループ）のように連鎖し、決済が滞ってしまう状態のことである。例えば、ディーラーは、買入れた国債を受渡される前に、当該銘柄を他の参加者に売付ける取引等を頻繁に行っている。こうした取引が広範に行われ、かつ受渡が同一日である場合、各取引の当事者が予期しないところで、取引が連鎖し、フェイルとして処理せざるを得ないことがある（図表 2）。



決済指図に誤りがあった場合

決済指図に誤りがあった場合、指図の内容を確認し、修正を行ったうえで決済を行うことになるが、特に非居住者との取引では、時差の問題もあって、指図ミスの修正が間に合わず、フェイルとなってしまうことがある。

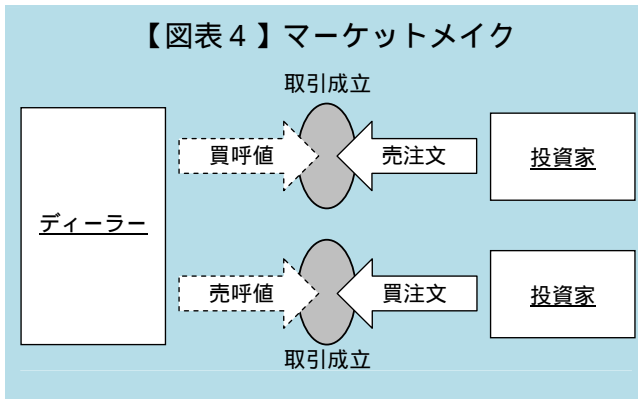
また、国債は広範な市場参加者間で頻繁に取引されており、ある取引を前提にその後の取引を行うことが多いため、受渡が連鎖しやすい。このため、フェイルが発生すると、後続の受渡にフェイルが連鎖しやすい（図表 3）。



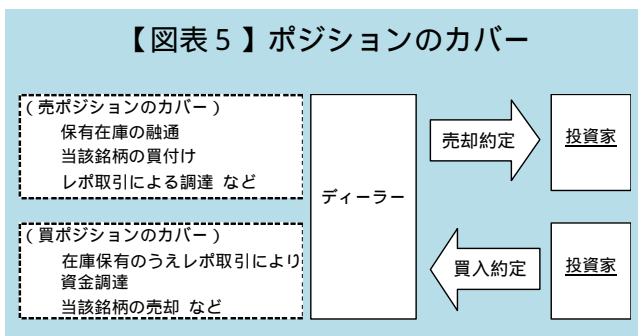
市場流動性との関係

次に、ディーラーによるマーケットメイクを例に、平時におけるフェイル慣行と市場流動性の関係についてみてみたい。

ディーラーは、在庫がなくとも幅広い銘柄について売買呼値を提示し、投資家の注文に応じて取引を成立させている（マーケットメイク、図表4）。こうした投資家への機動的な売買機会の提供は市場流動性の向上に寄与している。



こうしたマーケットメイクの結果生じた売買のポジションは、レポ市場や売買市場を利用してカバー（解消）されており（図表5）、厚みのあるレポ市場等の存在が、ディーラーによる効率的なマーケットメイクを可能とし、こうしたマーケットメイクが更に市場の流動性を高めるという関係にある。



なお、銘柄による個別性の強い債券市場では、効率的なマーケットメイクと市場流動性の向上（ひいては投資家への機動的な売買機会の提供）といった好循環を生み出すうえで、投資家を含む幅広い市場参加者の取引（特に債券供給）スタンスも重要な要素となっている。この点、公的部門でも国債の市場流動性や円滑な決済を確保する重要性に鑑み、市場に流動性を供給する制度を設けている。国債の発行体である国（財務省）では、流動性が不足している銘柄

を追加発行する仕組み（流動性供給入札・特別流動性供給入札³）を、日本銀行では、日本銀行が保有している国債を一時的に貸出す仕組み（国債補完供給制度⁴）を設けている。

先にみたとおり、債券取引は平時でも、需給の逼迫やループの発生等からフェイルが生じやすい面がある。仮に、フェイル慣行が認められず、約定した全ての取引について確実な受渡が求められる場合、ディーラーはフェイルするリスクを回避するため、受渡予定の銘柄を予め在庫として確保したり、受渡の不確実な銘柄について投資家への売呼値の提示を控えるといった対応が必要となる。こうした環境下では、ショート（売）ポジションの造成に支障が生じるなどマーケットメイク能力が制約され、取引の円滑化を妨げたり、価格形成を歪めるといった影響を及ぼす可能性がある。また、ディーラーがフェイルの回避を余儀なくされた結果、需給が逼迫した銘柄を著しく高いコストでカバーすることは、レポや債券市場の価格形成に影響を及ぼすだけでなく、需給を一段とタイト化させ更なるフェイルを誘発する原因ともなり得る。フェイル慣行の定着には、このような影響を抑制し、市場流動性の維持・向上に資する効用がある。

緊急時の対応（リーマン破綻時の教訓）

こうした平時の市場流動性向上の観点もさることながら、災害・システム障害の発生や市場参加者の破綻といったフェイルが多発しやすい緊急時への備えとして、フェイル慣行の定着は極めて重要である。緊急時において実務上フェイルを全く処理できない（又はフェイルが全く容認されない）状況は、決済の大幅な遅延や市場流動性の著しい低下から市場の混乱に拍車をかけるおそれがあるためである。

実際、リーマン・ブラザーズ証券の破綻時には、不慣れなフェイルの処理に時間を要したため、国債決済の日中進捗が大幅に遅延した。これがフェイル確定の遅れを招き金融機関等における資金繰りや債券調達に影響を与えた。更に、フェイル回避のためレポ取引自体を忌避する動きもあり、市場流動性が低下した。また、フェイルを容認しない投資家への国債の引渡を確実に履行するため、コスト度外視で対

象債券を調達する動きが強まったことから、一部銘柄の需給が極度にタイト化し更なる流動性の低下を招く、といった事態が生じた。

フェイル慣行の役割

他方で、フェイルが多発すると、未決済残高の増加から決済リスクを増大させるほか、ポジション管理面での不確実性の高まりから取引縮小を招きやすく、却って市場流動性の低下に繋がる面があることには十分留意する必要がある。このため、フェイルを容認するとしても、

その野放図な増加は望ましくない。

フェイル慣行は、こうしたフェイル容認の効用と問題点を踏まえ、フェイルを容認しつつ、多発抑制のため、市場参加者に対し、可能な限りフェイルを回避すること、発生時には早期解消に努めることを求めている（フェイル解消の誠実努力義務）。また、実務面では、経済合理性のある仕組みによって多発抑制を図ることとしており、加えてフェイル発生時の扱いや、フェイルが長期間継続しないよう、その解消方法（バイ・イン⁵）を定めている。

【BOX1】わが国のフェイル慣行

わが国における国債取引に関するフェイル慣行については、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」や、「債券のフェイルの解消に関する規則」において、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規則が定められている。また、レポ取引については、同協会の規則である「債券の空売り及び貸借取引の取扱いに関する規則」や「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」において、基本契約書の参考様式が定められている。このほか、市場参加者の集まりである現在の債券現先取引等研究会が、債券貸借取引及び債券現先取引の「Best Practice Guide」や「フェイルに関する覚書」、更にこれらに関するQ&A集などを作成しており、これらが一体となって、わが国のフェイル慣行を形成している。

現行のフェイル慣行におけるフェイルの経済効果（フェイル・コスト）の考え方をみると、フェイルした国債の渡し方に経済的デメリットが生じる一方、フェイルされた国債の受け方には経済的メリットが生じている。すなわち、フェイルした渡し方は、本来支払いを受けるべき資金を受け方から受け取ることができないため、債券保有のための資金調達コストを負担、あるいは受け取るべき資金運用益を放棄することとなるほか、経過利子については予定されていた決済日までの経過利子しか受け取ることができない。一方、フェイルされた受け方は、予定された決済日から実際に債券を受領するまでの経過利子を受け取れるとともに、決済未了により滞留する手元資金を運用することができる。このように、現在のフェイル慣行にはフェイル回避、早期解消のための市場メカニズムが組み込まれていると考えられている。

しかしながら、低金利環境では、上記の枠組みだけでは、フェイルした国債の渡し方に十分な経済的デメリットが生じず、フェイルを回避するインセンティブが低下しやすいとして、意図的なフェイルやフェイル慣行の乱用を抑制するための暫定的な取扱いが定められている。これによれば、フェイルされた国債の受け方は、国債の渡し方に対して、フェイルされた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なっている（「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」）。もっとも、費用の詳細な計算方法が規定されていないこと等もあり、当該取扱いは利用されていないのが実情である。

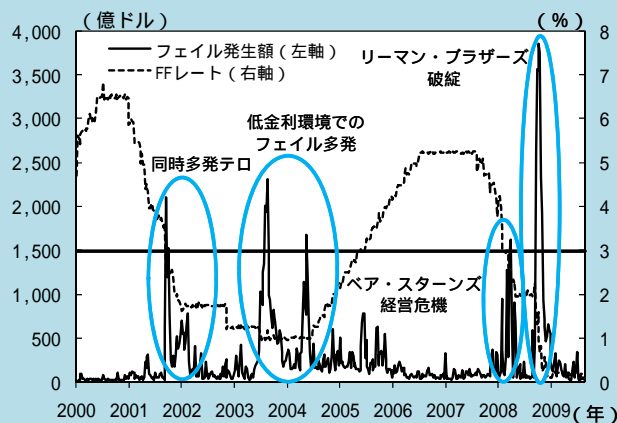
このほか、日証協の「債券の空売り及び貸借取引の取扱いに関する規則」では、売買取引や現先取引において、債券の空売りにより生じたショートポジションのカバーを決済日までにを行うことを義務付けており、意図的なフェイルを抑止している。

3. 米国におけるフェイル慣行の見直し

米国では、SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association)⁶とTMPG (Treasury Market Practices Group)⁷が、フェイル慣行策定の中心的役割を担っている。米国のフェイル慣行の基本的な枠組みは、概ねわが国と同様であるが、その定着度合いには大きな差がある。米国では、フェイルの容認が市場流動性の維持・向上に資する面があるとの理解が浸透していることや、フェイルを受けた場合に滞留する手元資金の運用を収益機会と捉える見方もあって、市場全体でフェイル慣行が定着している。

近年の米国におけるフェイルの発生状況を見ると、2000年以降、テロや金融機関の破綻時にフェイルが著増する局面がみられた。また、こうした緊急時以外にも、金利が低下するとフェイルが増加する特徴がみられる(図表6)。

【図表6】米国のフェイル発生状況



(注) プライマリー・ディーラーが受けた国債にかかるフェイル額(週次統計)を1日当たりに換算。
(出所) NY連銀、FRB

リーマン破綻以降のフェイル慣行の見直し

SIFMA や TMPG では、リーマン・ブラザーズの破綻直後から前例のない規模のフェイルが発生したことを受け、急ピッチでフェイル慣行の見直しが検討されてきた。2003年以降の低金利環境でのフェイル多発を踏まえ、フェイル回避・解消促進に向けた方策を講じてきた⁸にも拘らず、フェイルの急増から市場流動性が大きく低下したことで市場関係者やNY連銀・財務省の危機意識が高まったこと、更に国債発行による資金調達コストの増大等を懸念した財務省がフェイル慣行の見直しを強く促したことがその背景にある。

こうした検討の結果、打ち出されてきた一連の見直し案は、概ね次の3つの観点から整理することができる(米国のフェイル慣行見直しの動きについては後掲BOX5参照)。

第1は、国債の渡し方を規律する仕組みの導入である。TMPG や SIFMA では、低金利環境になると国債の渡し方にとってフェイルを回避・解消する経済的インセンティブが低下するという問題点を改善するため、低金利環境下ではフェイルした先が一定の課金(3% - FF レートの誘導目標)を支払う仕組み(フェイルチャージ慣行)の導入を推奨した(BOX2)。TMPG では課金水準の根拠について、これまでGCレポ・レート(FFレートの誘導目標と概ね同水準)が概ね3%を超える状況では、フェイル多発の長期化が抑制されている点を挙げている。こうした仕組みの下では、低金利環境であっても、国債の渡し方がフェイルを回避する経済的インセンティブは、FFレートの誘導目標が3%にある場合と同程度まで高まる。すなわち、下限(3%)まではマイナス金利でのレポ取引で国債を調達して、フェイルを回避することが合理的な行動となり、低金利環境におけるフェイルの抑制効果が高まることになる(BOX3)。また、フェイル時に最大3%(3% - FFレートの誘導目標)のフェイルチャージを受け取るようにすることで、投資家等が低金利環境におけるフェイル発生を危惧して、債券貸出に消極的になる状況を緩和する効果が期待されている。

なお、欧州では、米国と同様のフェイルチャージを導入する動きはみられていないが、仔細にみると、既に別途の経済合理的な仕組みにより国債の渡し方を規律する方策が導入されている⁹。

また、こうした取組みと平行して、フェイル回避・早期解消に向け、国債の渡し方が採るべき行動をベストプラクティスとして取り纏め、改めてその遵守を促している。SIFMA では、経営陣等によるフェイル抑制への関与、内部管理体制の強化のほか、ショートポジションのカバーの誠実な実施(多額の売り持ちをしている先は、適時に受渡が行えるよう、対象債券の借入を誠実に実施すべきである。意図的なフェイルは起こすべきでない)を求めている。

第2は、フェイルとなった取引のリスク管理の強化である。TMPG や SIFMA では、フェイル取引におけるマージンコール¹⁰慣行の導入や、フェイルが5営業日超継続した場合の現金決済慣行の導入が検討されている。前者は、従来マージンコールの対象ではなかったフェイル取引についてもマージンコールを実施し、再構築コスト・リスク（デフォルトを被った取引相手がポジションを再構築する際に被る価格変動リスク）の削減を企図するものである。後者は、現在通知まで30日、実行まで更に10営業日かかるバイ・インについて、実行可能となるまでの期間を大幅に短縮し、フェイルが長期化するリスクを削減しようとするものである。

第3は、フェイル取引に関する透明性の向上である。TMPGでは、特定銘柄のフェイルデータの公表可能性を検討している。

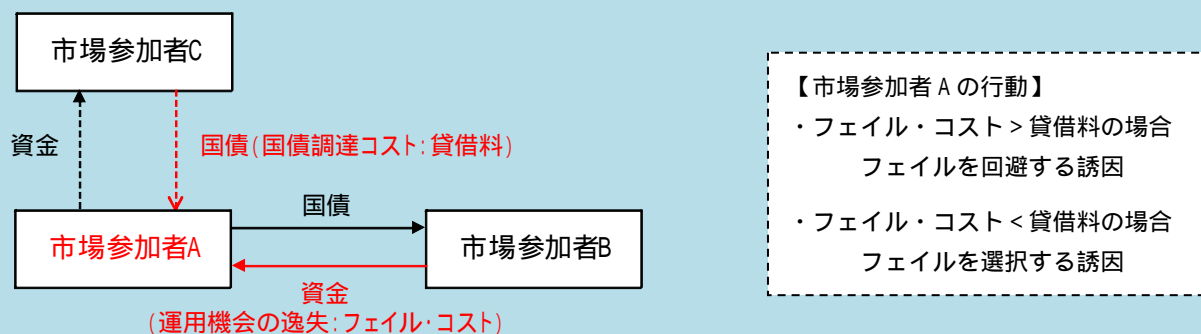
これら市場慣行の見直しに加え、決済インフラ面や公的なアプローチの可能性として、TMPGでは、国債の清算機関であるFICC（Fixed Income Clearing Corporation）や主要なクリアリングバンク等におけるループに由来するフェイルを効果的に解消するネットティングの導入や、財務省による国債一時供給制度（フェイルが長期化した場合、財務省が当該国債を一時的にペナルティレートで追加発行する制度）の検討支援を表明している（ただし、当該制度を短期間で創設することは困難であり、市場参加者はフェイル抑制のために当該制度をあてにすべきではないともしている¹¹）。また、フェイル急増時に必要に応じて市場参加者に注意喚起するため、フェイル監視委員会（SIFMA Treasury Fails Monitoring Committee）を設置予定であるとしている。

【BOX2】米国のフェイルチャージ慣行の概要

対象取引	・国債に関する全てのDVP決済。
チャージ水準	<p>・フェイルチャージは次式で計算。</p> $\sum_{\text{フェイル期間}} \frac{1}{360} \times \max(3\% - \text{参照レート}, 0) \times \text{受渡金額}$ <p>参照レート：FFレートの誘導目標（誘導目標がレンジの場合はその下限）</p>
精算事務	<p><u>清算機関（FICC）経由決済</u></p> <p>・FICCがフェイルチャージ金額を算出し、一月分を纏めて徴収・支払。フェイルした清算参加者は、FICCの請求に従ってFICCの口座に支払う一方、フェイルを受けた清算参加者は、FICCからフェイルチャージを受領。</p> <p><u>相対決済</u></p> <p>・フェイルを受けた先がフェイルチャージ金額を算出し、フェイル解消月の翌月に一月分を纏めてフェイルした先に請求（請求期限は第10営業日）。フェイルした先は、請求月の最終営業日までに支払いを完了。</p> <p>・ただし、投資家の事務負担を軽減し、本慣行を採用しやすくする観点から、フェイルチャージが500ドル以下の取引ではフェイルチャージを免除。また、SIFMAが策定した手続書では、カストディアンがアセットマネージャーに対して月間のフェイル発生状況やフェイルチャージ金額を報告するよう規定するなど、投資家への事務負担に配慮。</p>
契約上の手続き	・SIFMAとTMPGは、フェイルチャージ慣行の適用を明確化するため、取引先に対して当該慣行が取引に適用される旨の通知を行い、コンファメーションにおいて、ひな形を参考に当該慣行が適用される旨の文言を記載することを推奨。

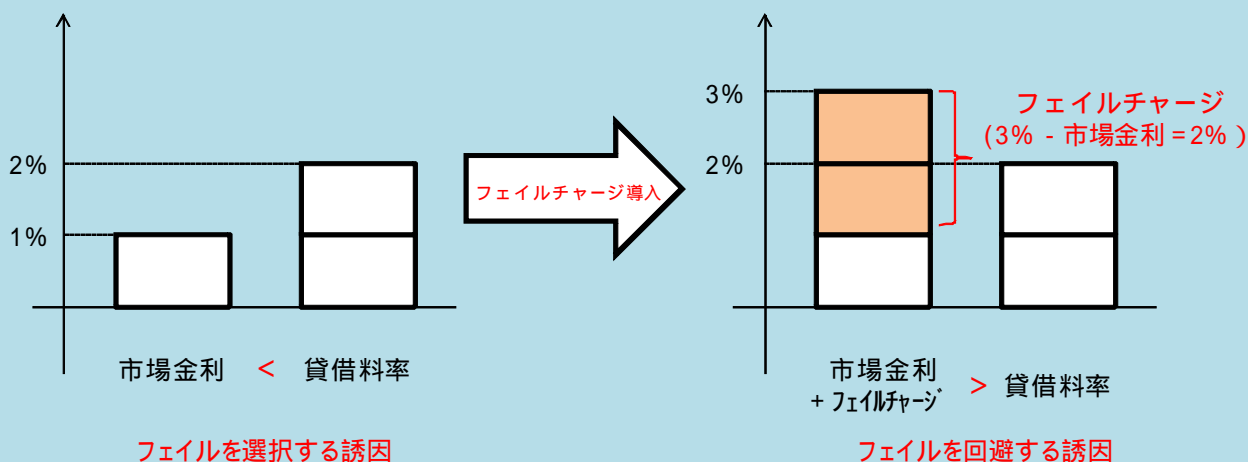
【BOX3】フェイルチャージ導入によるフェイル抑制効果

市場参加者 A は、ある銘柄の国債を市場参加者 B に引渡す予定としていたが、何らかの理由で予定日にその国債が手許になく、受け取る予定もない状況を仮定する。市場参加者 A は、フェイル・コスト（この場合、その国債見合いで入ってくる予定であった資金を市場金利で運用する機会を逸することに伴う機会費用を想定）と当該国債の調達コスト（貸借料）を比較し、フェイル・コストが割高な場合には、他の市場参加者（市場参加者 C）より当該国債をレポで調達して市場参加者 B に引渡し、フェイルを回避する。一方で、フェイル・コストが割安な場合には、フェイルを選択する誘因が発生する。



こうした事象は、市場金利の水準に拘らず、当該国債の需給が逼迫し貸借料率が市場金利を上回る場合に生じ得る。また、市場金利が大幅に低下する場合、フェイル・コストが著しく低下するため、広範な銘柄の国債で貸借料に比してフェイル・コストが割安となり易く、フェイルが増加する可能性が高まることになるが、米国のようなフェイルチャージ（「3% - FF レートの誘導目標 < 市場金利 >」）が導入されると、当該チャージ分だけフェイル・コストが増加し、低金利環境にも拘らず、フェイル回避のインセンティブが維持されることになる。

具体例でみると、貸借料率が 2% の場合、市場金利が 1% の状況ではフェイルを選択する誘因が生じるが、これにフェイルチャージ（3% - 1%）が賦課されると、フェイル・コストは市場金利が 3%（1% + (3% - 1%））の状況と同水準まで高まることになる。市場金利が 0% 近傍にまで低下する状況を想定しても、フェイルチャージ賦課後のフェイル・コストは、やはり市場金利が 3%（0% + (3% - 0%））の状況と同水準まで高まることから、貸借料率 3% のレポ取引で国債を調達（レポ金利は「市場金利 - 調達銘柄の貸借料率」で算出されるため、この場合のレポ金利は 3% となる）してでもフェイルを解消することが合理的な行動となる。



国債引渡時限の見直し

TMPG と SIFMA は、国債の引渡時限を見直し、全ての市場参加者が同一の引渡時限を採用するよう推奨した。

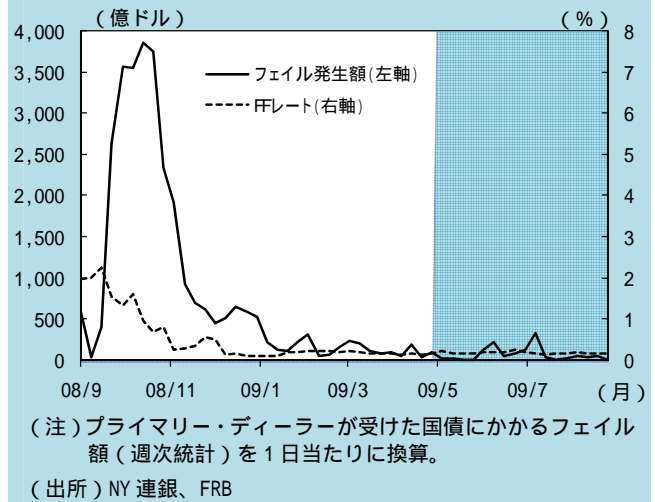
従来ディーラーは顧客に 15 時 15 分まで国債を引渡すことができたのに対し、顧客はディーラーに 15 時までしか引渡すことができなかった。こうした扱いのもとでは、15 時から 15 時 15 分の間に顧客がディーラーから国債の引渡を受けると、他のディーラーへの引渡が出来ない。更にフェイルチャージ慣行が導入された場合、これに伴うコストも追加的に負担する恐れがあったほか、SIFMA のガイドラインとも異なる運営となっていたことが、今般の見直しの背景となっている (BOX4)。

見直しの実施とフェイルの発生状況

これら見直し案の実施状況を見ると、フェイルチャージ慣行の導入が本年 5 月に、国債の引渡期限の見直しが 7 月に実施された。一方、その他の見直し案は引き続き検討中とされており、特にフェイル取引のリスク管理強化として取り上げた、フェイル取引におけるマージンコール慣行の導入については、フェイルチャージ慣行等の導入・定着に多大なリソースと一定の期間が必要であることに配慮し、フェイルチャージ慣行等の効果の見極めが終わるまで、検討を延期することとされている (BOX5)。

この間、リーマン・ブラザーズ破綻直後に多発したフェイルは、こうした一連の見直し案が発表され、ベストプラクティスとして経営陣等による内部管理体制の強化や、ショートポジションのカバーの誠実な実施等が再確認される中、昨年 11 月頃から大きく減少した。更にフェイルチャージ慣行が導入された本年 5 月以降は、低位での推移となっている (図表 7)。また、フェイルを避けるため、従来あまりみられなかったマイナス金利でのレポ取引で国債を調達する動きが広くみられるようになったことから、米国ではこうした見直しは一先ず成功した、との評価が聞かれる。

【図表 7】 足許でのフェイル発生状況



【BOX4】 国債の引渡時限の見直し

	従来		変更後	(参考) FICC
	SIFMA ガイドライン	実際の業界慣行		
14:45	顧客の引渡時限			
15:00	ディーラー間の引渡時限	顧客の引渡時限 ディーラー間の引渡時限	引渡時限	引渡時限
15:15	ディーラーから顧客への引渡時限	ディーラーから顧客への引渡時限 当事者間合意の下でのディーラー間の引渡時限	当事者間合意の下での引渡時限	
~	リバール・タイム ^(注)			
15:30	Fedwire 国債系の稼働終了			

(注) 決済を円滑に終了するために設定される時間帯 (わが国では、当事者間で合意がある場合にはフェイルを確定とせずに決済を続けることも可能だが、米国では、決済の内容に過誤があった場合の訂正等に限っている)。

【BOX5】リーマン・ブラザーズ破綻後のフェイル慣行見直しの動き

08/9/15 日	● リーマン・ブラザーズ・ホールディングス・インクが連邦倒産法第 11 章の適用を申請。
9/23 日	● SIFMA は、経営陣等によるフェイル抑制への関与を始めとするフェイル抑制策を推奨。
10/3 日	● SIFMA は、低金利環境でのフェイルに対処するためのベストプラクティスを公表。 ・フェイルが急増・長期化した場合などにおける内部管理体制の強化 ・ショートポジションのカバーに関する TMPG のベストプラクティス(多額のショートポジションを保有する先は、適時に受渡が行えるよう、対象債券の借入を誠実に実施すべき。意図的なフェイルは起こすべきでない)に留意 ・フェイル取引の-marginコールやマイナス金利でのレポ取引への対応促進 ・バイ・イン手続きへの理解促進
10/8 日 11/5 日	● 財務省は、四半期定例入札に関する声明などで民間にフェイル対策を講じるよう要請。 ・フェイル多発を防止するため、市場参加者がフェイル解消のインセンティブを備えた取引慣行策定に引続き努力するよう強く推奨。市場参加者が主体的に対応策を導入しない場合、規制導入を検討する可能性を示唆。
11/12 日	● TMPG は、低金利環境でのフェイル抑制策(フェイルチャージ慣行等)を公表 ^(注) 。 (注)その後、NY 連銀、財務省が支持を表明。 ・フェイルした国債の渡し方がフェイルされた国債の受け方にチャージを支払う慣行の導入 ・フェイル取引の-marginコールに関する慣行の導入 ・フェイルが 5 営業日超継続した場合の現金決済慣行の導入 ・特定銘柄のフェイルデータの公表可能性の検討 ・ループによるフェイルを効率的に解消するマルチラテラル・ネットティングの検討 ・安全弁としての財務省の国債一時供給制度に関する議論の支援
09/1/5 日	● TMPG は、フェイルチャージ慣行の開始日を 5/1 日とすること等を公表。
1/15 日	● SIFMA と TMPG は、「フェイルチャージの取引慣行」を公表 ^(注) 。 (注) 3/31 日に最低請求金額を設定すること等を公表。
4/28 日	● SIFMA と TMPG は、国債の引渡時限に関する慣行を見直し、6/1 日より実施する旨を公表 ^(注) 。 (注) 5/28 日に実施日を 7 月に延期する旨を公表。
5/1 日	● フェイルチャージ慣行の開始。
7/1 日	● 国債の引渡期限に関する慣行の見直しを実施。
7/15 日	● TMPG は、フェイル取引への-marginコールに関する慣行について、フェイルチャージ慣行等の効果の見極めが終わるまで同慣行の検討を延期する旨を公表。

4 . 結びにかえて

米国と同様、わが国でもリーマン・ブラザーズ証券の破綻後の混乱を経験し、レポ市場の整備、とりわけ、フェイル慣行に関する問題意識が高まった。日本銀行は、同証券破綻以降、主要な市場参加者と意見交換を続けてきたが、その際には、市場参加者の経営層までフェイル慣行に関する理解を浸透させることと、同慣行の

定着に向け改善策等を検討することの重要性を指摘する先が多くみられた。

具体的には、低金利環境下でのフェイル回避の経済的インセンティブ付けやフェイルの受け手の便益向上を通じ、フェイル多発を抑制しつつ、フェイル慣行の定着を図る観点から、米国のようなフェイルチャージの導入を求める意見が多く聞かれた。また、フェイルを容認するにしても、安易なフェイルや意図的なフェイ

ルは抑制すべきとの観点から、フェイル解消の誠実努力義務を改めて確認するとともに、その具体化（例えば、貸借取引で生じたショートポジションのカバーを決済日までに行うことの義務化、フェイル発生銘柄の公表等）を求める意見が聞かれた。更にフェイルの早期解消やリスク管理強化の観点から、バイ・インの期間短縮やフェイル取引へのマージンコールの導入を挙げる先もみられた。このほか、フェイル発生時の対応に配慮した日中の取引・決済スケジュールの見直しを求める意見も多数聞かれており、日証協のWGでもこうした切り口から検討が進められている。

先にみたとおり、フェイル慣行の定着度合いについては、日米で大きな差異がある。もっとも、フェイル容認の効用と問題点を踏まえ、低金利環境におけるフェイルへの対応のあり方を模索する両国での取組みは、結果的に類似の検討項目に辿りついた形となっている。このため、先行する米国の検討や、既に実行された施策の評価は、わが国における検討でも参考になると考えられる。

フェイル慣行の見直しで重要なことは、これらの検討を通じて、債券・レポ市場における幅広い市場参加者間で、フェイル慣行の役割や意義を踏まえ、フェイルへの対応のあり方についてコンセンサスを形成していくことである。こうした理解の上に各種の対策が講じられることで初めて、本来の狙いである緊急時の対応力の強化、更に市場流動性の向上や決済の円滑化が実現可能になると考えられる。日本銀行としては、今般のWGでの検討が、こうしたコンセンサスの形成と、これを実現するための制度的枠組みや個社体制の整備といった市場横断的な成果として結実していくことを期待しており、引続きこうした取組みを支援していくことが必要と考えている。

¹ 詳細は2009年1月26日公表の「わが国短期金融市場の動向と課題 東京短期金融市場サーベイ（08/8月）の結果とリーマン・ブラザーズ証券破綻の影響」を参照。

² 同WGのメンバーとしては、証券会社、都市銀行、信託銀行、地方銀行、短資会社、最終投資家（系統金融機関、生命保険会社、投資信託会社、ゆうちょ銀行）、日本国債清算機関のほか、短期金融市場取引活性化研究会や債券現先取引等研究会の代表が参加している。また、年金積立金管理運用独立行政法人もオブザーバーとして議論に加

わっている。

³ 流動性供給入札は、発行額の大部分を投資家が満期保有していること等により構造的・長期的に流動性が不足している銘柄等を四半期毎のスケジュールに沿って追加発行する制度。特別流動性供給入札は、特定銘柄の一時的な流動性不足への対応策として、当該銘柄を緊急に追加発行する制度。

⁴ 日本銀行は、国債市場の流動性が低下し、市場機能が十分に発揮できなくなったような場合に、金融調節の一層の円滑化を図るとともに、国債および資金決済の円滑確保にも資するとの観点から、保有国債を一時的に貸し出している。ただし、一義的には市場参加者が自ら市場で最大限の調達努力を払うことが求められており、同制度はあくまでもこうした市場機能を補完するものと位置付けられている。このため、同機能を損なわないよう、発動条件やコスト面等で配慮している。

⁵ バイ・インとは、債券の受け方がフェイルを解消する手段の一つで、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ことを言う。わが国では、バイ・インの実行まで最短でも21営業日を要する。

⁶ SIFMAは、SIA（Securities Industry Association）とTBMA（The Bond Market Association）が合併し2006年に結成された、証券会社、銀行、アセットマネージャー650先以上がメンバーとなっている業界団体で、債券や株式等にかかる市場慣行の策定等を実施している。

⁷ TMPGは、2007年に結成された、証券会社、銀行、投資家等の代表15名をメンバーとするグループ（NY連銀が事務局機能を担う）で、国債市場のベストプラクティスの策定等を実施している。

⁸ SIFMAの前身であるTBMAは、債券の渡し手にレポ取引を行うインセンティブを与える観点から、スタートフェイルの後、15分以内に渡し手が債券を引き渡せない場合に契約が取り消しとなる市場慣行（2004年）を導入。また、マイナス金利のレポ取引において、渡し手のフェイル回避・解消のインセンティブを高めるため、取引開始時にフェイルした場合、フェイル期間の金利を絶対値化する市場慣行（2006年。ただし、フェイルチャージ慣行が導入された2009年5月に廃止）を策定した。他方、TMPGは、発足に伴い、2007年にベストプラクティスを策定し、市場流動性に配慮した取引の実施、市場慣行等に反する取引を監視する内部管理体制の構築、大口ポジションの慎重な管理の実施、円滑な決済の実施を推奨。また、2008年には、フェイル多発時に経営陣に対して直ちに注意喚起する内部管理体制の構築や、品薄銘柄については、クリアリング銀行やFICCの差入担保とするのではなくSCレポ市場での貸出に利用することを推奨している。

⁹ 例えば、欧州においてレポ取引の市場慣行・取引指標の整備等に取り組んでいる民間機関、European Repo Councilは、マイナス金利でのレポ取引において取引開始時にフェイルが発生した場合には、フェイル期間中の金利を0%とする慣行を推奨している。これは、国債の渡し方に対して、フェイルした場合には、予定していた金利収入の放棄を求める措置であり、取引開始時のフェイルを回避・解消するインセンティブを高める効果がある。また、清算機関であるLCH.Clearnetでは、ユーロクリア・バンクやクリアストリーム・ルクセンブルク等が提供しているフェイル回避を目的とした国債貸借プログラムの利用を義務付けてい

る（当該プログラムでの国債借入は相応のコスト<ユーロ建てでは現在 1.0%>を伴う）。このほか、イタリアの証券決済・清算機関である Monte Titoli には、フェイル発生率が一定水準を上回るとフェイルした先がペナルティを支払う制度がある。

¹⁰ マージンコールとは、取引期間中、取引対象債券等の時価変動に応じて、担保の受渡により与信リスクの解消を行うことを言う。

¹¹ この点、英国には、債務管理庁（DMO: Debt Management Office）が、国債を追加発行して市場参加者に一時的に貸付ける常設の制度（Standing Repo Facility）がある。期間は O/N（ロール・オーバー可能）、取引レートは DMO が定めている。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融市場局金融市場整備担当（代表 03-3279-1111 内線 2811）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行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。