

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  
最終報告書

2010年4月20日

日本証券業協会

## 目 次

### 債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ名簿

- 1．はじめに
- 2．フェイル慣行の現状について
  - (1)わが国のフェイル慣行について
  - (2)米国におけるフェイル慣行の見直しについて
- 3．フェイル慣行の意義・役割について
- 4．検討事項案と検討の進め方について
- 5．既存のフェイル慣行の修正等に当たる方策の検討内容について
  - (1)「フェイル・コストに関する考え方(フェイルチャージの導入)」について
  - (2)「カットオフ・タイム等の見直し」について
  - (3)「バイ・イン制度の見直し」について
- 6．新たな慣行等の策定を要するその他の方策の検討内容について
  - (1)「空レポ規制」について
  - (2)「フェイル関連の情報開示の拡充」について
  - (3)「フェイル時の経緯説明」について
  - (4)「エンドフェイル後のマージン・コール」について
  - (5)「ループ解消手続」について
- 7．フェイルチャージの請求・授受に係る実務に関する債券現先取引等研究会における検討内容について
- 8．海外約定分に係るフェイルチャージ請求・授受の実務に関する分科会における検討内容について
- 9．「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」及び日証協規則の改正について
- 10．今後のスケジュール等について
- 11．おわりに

債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ名簿

主 査	櫻井 祥文	野 村 證 券	グローバル・フィクスト・イン カ ム ス ト ラ テ ジ ー 室 ヴァイス・プレジデント	
委 員	福原 剛	ゴ-ルドマン・サックス証券	金利商品業務部 ヴァイス・プレジデント	(第2回会合まで)
"	田口 研吾	ゴ-ルドマン・サックス証券	金利トレーディング部 マネージング・ディレクター	(第3回会合以降)
"	植田 修彰	J P モ ル ガ ン 証 券	金利商品トレーディング部 エグゼクティブ ディレクター	
"	加瀬 英喜	シティグループ証券	資金トレーディング部 ディレクター	
"	大西 晋也	セントラル短資	マーケット営業部 次長	
"	寺田 博幸	大 和 証 券 キャピタル・マーケット	市場資金部 課長代理	
"	秋田 玲子	大和証券投資信託委託	金融市場トレーディング部長 次	
"	藤井 純子	東海東京証券	債券部短期金融グループ マネージャー	
"	新藤 裕司	日本国債清算機関	企画グループ 調査役	
"	黒住 匡央	日本生命保険	資金証券部 資金課長	(第19回会合まで)
"	土塚 浩一	日本生命保険	資金証券部 資金課長	(第20回会合以降)
"	柄澤 利之	日本相互証券	レポートレーディング部長	
"	宇佐美 欣哉	日本マスタートラスト 信 託 銀 行	受託業務部事務企画グループ 主任 調査 役	(第2回会合まで)
"	井上 元	日本マスタートラスト 信 託 銀 行	証券取引執行部執行グループ マネージャー	(第3回会合から 第10回会合まで)
"	勝盛 政治	日本マスタートラスト 信 託 銀 行	証券取引執行部 主任調査役	(第11回会合以降)
"	上川 浩志	農林中央金庫	資金為替部 資金市場班 部 長 代 理	
"	井上 和彦	福 岡 銀 行	東京事務所 主任調査役	
"	山縣 崇	み ず ほ 証 券	円債トレーディング部 シニアマネージャー	

"	輿石和俊	三菱UFJ証券	市場商品本部 金融市場グループ 金融市場部 短期商品課 課長 代理	
"	松崎寿彦	三菱UFJ信託銀行	総合資金部国内円グループ グループマネージャー	(第19回会合まで)
"	片山敦朗	三菱UFJ信託銀行	総合資金部国内円グループ グループマネージャー	(第20回会合以降)
"	森剛敏	三菱東京UFJ銀行	決済事業部 次長	(第20回会合まで)
"	宇都信哉	三井住友銀行	証券ファイナンス営業部 上席部長 代理	(第21回会合以降)
"	岸元努	三菱東京UFJ銀行	円貨資金証券部 上席調査役	(第19回会合まで)
"	尾林一郎	三井住友銀行	市場営業統括部 担当次長	(第20回会合以降)
"	藪中博文	ゆうちょ銀行	市場部門市場運用企画部 担当 部長	(第3回会合まで)
"	木村厚二郎	ゆうちょ銀行	市場部門市場運用企画部 グループリーダー兼マネージャー	(第4回会合から 第13回会合まで)
"	青木優介	ゆうちょ銀行	市場部門市場運用企画部 主任	(第14回会合以降)
オガバー-	外崎亮	金融庁	総務企画局市場課 企画官	(第2回会合まで)
"	河野高伸	金融庁	総務企画局市場課 課長補佐	(第3回会合から 第12回会合まで)
"	森敬洋	金融庁	総務企画局市場課 課長補佐	(第13回会合以降)
"	太田原和房	財務省	理財局国債業務課 課長補佐	(第4回会合まで)
"	鈴木啓嗣	財務省	理財局国債業務課 課長補佐	(第5回会合以降)
"	千田英継	日本銀行	金融市場局 上席企画役	(第5回会合まで)
"	村國聡	日本銀行	金融市場局 金融市場整備担当 企画 総括役	(第6回会合以降)
"	日下部誠一	年金積立金管理運用 独立行政法人	インハウス運用室 室長	

以上  
(敬称略)

# 債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ最終報告書 (骨子)

## 1. ワーキング・グループ設置の趣旨

2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻に端を発した世界的な金融危機以降、市場環境の劇的な変化等を背景に、債券決済におけるフェイル慣行等を改めて見直す必要性が強く認識されてきた。これを踏まえ、フェイルの頻発を抑制しつつ、フェイル慣行の更なる定着を図る観点から、日本証券業協会公社債委員会の下部機関として「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2009年5月に設置し、フェイル慣行の見直しや具体的な方策の検討を開始した。

## 2. フェイル慣行<sup>1</sup>の意義・役割について

本ワーキング・グループでの検討開始に当たり、リーマン・ブラザーズ証券破綻後の混乱を経験した市場関係者からは、実務上、フェイルに対応できない(又は容認されない)状況は、緊急時の市場運営に支障を来すことから、フェイル対応が可能となるよう態勢整備を進めることが必要といった意見や、フェイルに対する理解不足から同慣行を容認しない先もあるとみられることから、フェイル慣行の定着に向けては、フェイルに対する理解促進、特に役員レベルの啓蒙が重要との意見が出された。

こうした市場参加者の意見を踏まえ、本ワーキング・グループでは、フェイル慣行の意義・役割の重要性を改めて確認するとともに、フェイルの頻発を抑制しつつ、フェイル慣行の更なる定着を図る観点から、フェイル慣行の見直しや具体的な方策を検討することとなった。

## 3. 既存のフェイル慣行の修正等に当たる方策の検討内容について

検討事項のうち、既存のフェイル慣行の修正等に当たる方策として、「フェイル・コストに関する考え方(フェイルチャージの導入)」、「カットオフ・タイム等の見直し」、「バイ・イン制度の見直し」について検討を行った。

なお、フェイルチャージの請求・授受に係る実務については、債券現先取引等研究会へ検討が依頼された。また、海外約定分に係るフェイルチャージの請求・授受に関する実務については、非居住者取引に関連するメンバーによる分科会に検討が依頼された。

<sup>1</sup> 日本証券業協会では、日銀ネットにおける当座預金決済及び国債決済の即時グロス決済(RTGS; Real Time Gross Settlement)化に伴い、2001年1月に実施された国債決済RTGS化後の決済環境下における決済リスクの削減及び決済の円滑性の確保を図るために遵守すべき市場慣行等として、「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」を取りまとめており、同ガイドライン中の「フェイルに関するガイドライン」において、フェイル慣行を定めている。

## (1) 「フェイル・コストに関する考え方(フェイルチャージの導入)」について

### フェイルチャージの導入等について

本ワーキング・グループにおける検討事項に関する意見募集やこれを踏まえた議論において、フェイルチャージの効果を認め、導入に前向きな意見が多く出されたことを踏まえ、日証協の会員に止まらず、各業態の代表など幅広い市場参加者の総意としてフェイルチャージを導入し、多くの市場参加者に遵守してもらえるよう検討を進めていくこととされた。

その後、フェイルチャージについては、米国と同様に、規則ではなく市場慣行として導入することとされた。その際、意図的なフェイルと意図せざるフェイルを峻別しないほか、ペナルティと位置付けるか否かについては敢えて問わないこととされた。

### フェイルチャージの水準について

フェイルチャージの算出方法については、低金利下でのフェイル抑制効果が期待される米国型の「 $\%$  - 政策金利(無担保コール O/N 物)」とされた。

また、フェイルチャージの具体的水準( $\%$ )については、米国の水準(3%)より低い水準では、フェイル抑制の効果が十分に働かないとの懸念がある一方、高い水準では罰則的な水準となってしまう点を考慮し、3%とされた。

### フェイルチャージの適用範囲について

フェイル慣行(フェイルチャージ)の適用範囲については、海外約定分やループについても、例外なく適用することとされた。また、分科会からの報告を基に、2001年の RTGS ガイドライン策定後の国債決済に係るオフショア円決済などの国際的な動向や、米国における先行事例などを参考にしつつ、具体的な適用範囲について検討が行われた。

この結果、全ての国債取引(売買取引、レポ取引)に係る DVP 決済を対象とすることとされ、日銀ネットにおける DVP 決済に加えて、アゲンスト決済(取引当事者間で双方の債権債務を明確に保全した形で合意した場合において、同一日に国債と資金の決済を行うことを前提とした取引)も対象に加えることとされた。また、ユーロクリアやクリアストリームなどのオフショア円決済も対象とされた。

## (2) 「カットオフ・タイム等の見直し」について

カットオフ・タイムについては、これまでフェイルを受けることがなかった先におけるフェイル確定後の事務処理や余剰資金の運用に配慮し、現行の 15:30 から 14:00 に前倒しすることとされた。また、新たなカットオフ・タイムから日銀ネット国債系終了時刻(16:30)までをリバーサル・タイムとするほか、当事者間での合意があれば、カットオフ・タイム以前にフェイルとして取り扱うことができるものとされた。

	ガイドライン見直し後	現行ガイドライン
14:00	14:00 カットオフ・タイム	
15:00	14:00～16:30 リバース・タイム	15:30 カットオフ・タイム
16:00		15:30～16:30 リバース・タイム
16:30	日銀ネット国債系終了	日銀ネット国債系終了

### (3) 「バイ・イン制度の見直し」について

バイ・イン制度については、わが国ではフェイルが比較的短期間で解消されているうえ、関連する事務コスト等も勘案し、慎重な意見が多くみられたことを踏まえ、現時点では見直しを見送ることとされた。

## 4. 新たな慣行等の策定を要するその他の方策の検討内容について

既存のフェイル慣行の見直しに当たる方策のほか、新たな慣行等の策定を要するその他の方策として、「誠実努力義務関連」(空レポ規制、フェイル時の経緯説明、ループ解消手続)、「情報開示関連」(フェイル関連の情報開示の拡充)及び「マージン・コール関連」(エンドフェイル後のマージン・コール)について検討を行った。

### (1) 「空レポ規制<sup>2</sup>」について

現行の日証協の空売り規制の対象取引は売買取引(アウトライト取引)及び売現先のスタート取引に限られている。これに対し、市場での安易かつ意図的なフェイルを抑制し、フェイル解消の誠実努力義務の徹底を図る観点から、買現先のエンド取引や貸借取引の貸出・返済を含め、レポ取引全般について同様の規制(空レポ規制)を導入し、これらの取引についても、日証協規則及びRTGSガイドラインの双方において、カバー取引などの方法により債券の受渡しを行うことを求めることとされた。

<sup>2</sup> 現行の日証協の「債券の空売り及び貸借取引の取扱いに関する規則」では、債券の空売り(約定日において債券を有しないで売却を行うこと)を行った場合に、受渡しが必要な債券の調達を行うカバー取引を求めている。本報告書における「空レポ」とは、「現先取引において売手(スタート取引時に債券を買手に売り付ける者)としてスタート取引を行う場合及び買手(スタート取引時に債券を売手から買い付ける者)としてエンド取引を行う場合、又は、債券貸借取引において貸出及び返済を行う場合に、受渡日に受渡しを行う債券の手当てがつかないこと」を想定しており、「空レポ規制」においては、現行の「空売り規制」と同様、カバー取引などの方法により、当該債券の手当てを行うことを求めている。

【日証協規則及び RTGS ガイドラインにおける規制の適用対象】

	現行の 空売り規制	日証協規則 改正案	ガイドライン 改正案
売買取引（アウトライト取引）			
売現先のスタート取引			
買現先のエンド取引	×		
貸借取引の債券の貸出	×		
貸借取引の債券の返済	×		

(2) 「フェイル関連の情報開示の拡充」について

フェイル発生銘柄の開示については、情報の有用性を保つような頻度での報告・集計には、報告側・集計側とも相応の作業負担がかかると考えられることなどから、開示を行わないこととされた。また、フェイルチャージの導入や空レポ規制によるフェイル抑制効果を見極めた上で、抑制効果が不十分とみられる場合には、対応策の一つとして改めて必要性を検討することとされた。

個社名の開示については、具体的な公表方法などのフィージビリティの面で問題が少なくないようにみられるほか、風評など開示による不測の影響についても慎重な配慮が必要と考えられることから、開示は行わないこととされた。

(3) 「フェイル時の経緯説明」について

フェイル時の経緯説明については、実務的な負担を考慮し、一律に説明義務を課すことは行わず、フェイルされた先が求めた場合には、フェイルした先は誠実にフェイル発生の経緯説明を行う旨を RTGS ガイドラインの誠実努力義務の項目に盛り込むこととされた。

(4) 「エンドフェイル後のマージン・コール」について

エンドフェイル後のマージン・コールについては、システム対応を要するなど、慎重な検討を進めるべきとの意見が大勢を占めていることを踏まえ、一律の実施は見送ることとされた。ただし、リスク管理の観点からは実施が望ましいことから、市場参加者に対しては、対応が可能となるようシステム対応等の態勢の整備を行うとともに、当事者間の合意により、追加担保請求等を行うことを推奨することとされた。

(5) 「ループ解消手続」について

ループ解消手続については、様々なループのケースがある中で、解消の手続を具体的に定めることが技術的に難しい点を踏まえ、具体化に向けた検討は行わないこととされ

た。

分割決済については、システム対応や事務処理負担が重いとの声がある中で、市場慣行とはしないものの、フェイル抑制の観点から有用であることから、当事者間で合意すれば、分割決済を行うことは可能であることが確認された。また、フェイルチャージの導入や空レボ規制などによるフェイル抑制効果を見極めた上で、抑制効果が不十分とみられる場合には、対応策の一つとして改めて必要性を検討することとされた。

## 5. フェイルチャージの請求・授受に係る実務に関する債券現先取引等研究会の検討内容について

フェイルチャージの請求・授受に係る実務については、債券現先取引等研究会における検討を基に、RTGS ガイドラインにおいて市場慣行として導入されるフェイルチャージの導入前の準備や計算・請求、受払い等の実務を定める「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」が作成され、本ワーキング・グループにおいて了承された。

## 6. 海外約定分に係るフェイルチャージ請求・授受の実務に関する分科会<sup>3</sup>における検討内容について

海外約定分に係るフェイルチャージの請求・授受に係る実務については、非居住者取引に関連するメンバーにより、「海外約定分に係るフェイルチャージ請求・授受の実務に関する分科会」が設置され、非居住者取引にフェイルチャージを円滑に導入する観点から、想定される取引の類型化を行った上で、検討が行われた。その結果、非居住者取引にフェイルチャージを導入するにあたっては、「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」に沿って対応することとし、非居住者取引において追加的に指針等に盛り込むべき事項は特にないと整理できたとの報告が本ワーキング・グループに対して行われた。

その際、併せて2001年のRTGSガイドライン策定後の国債決済におけるオフショア円決済などの国際的な動向や米国における先行事例を踏まえ、フェイルチャージの適用範囲等についての報告が行われ、分科会からの報告のとおりフェイルチャージの適用範囲等を取り扱うことが本ワーキング・グループにおいて了承された。

## 7. 今後のスケジュール等について

今後、フェイルチャージの導入に係る事前通知及び個別取引明細書等における記載

---

<sup>3</sup> 非居住者との取引や決済を多く取り扱う市場参加者として、三菱東京UFJ銀行(リーダー)、クレディ・スイス証券、ゴールドマン・サックス証券、JPモルガン証券、シティバンク銀行、大和証券キャピタル・マーケット、ドイツ証券、野村証券、みずほコーポレート銀行、三井住友銀行、香港上海銀行をメンバーとして検討を行った。

の雛型や、フェイルチャージの導入に当たり実務的に必要な Q&A 等について、2010 年 6 月までに検討を行い、その後公表していく予定。また、今般のフェイル慣行見直し（フェイルチャージ等）の導入時期については、フェイルチャージ導入に係る事前通知等の雛型や Q&A 等の検討が終わる予定の 2010 年 6 月の段階で改めて市場参加者に確認を行い、状況によっては年末頃まで後ずれさせることも視野に入れつつ、当面は、2010 年 10 月からの導入を目処に今後の検討を進めることとされた。

## 8 . おわりに

本最終報告書では、フェイル慣行の定着に向けた見直しの具体的内容やその趣旨について、取りまとめている。

わが国では、フェイル慣行が広く定着している米国とは異なり、平時のフェイル発生率はきわめて低い水準に止まっている。こうした背景には、市場関係者によるフェイル回避に向けた努力がある一方で、フェイル慣行そのものが容認されていないこともある。特に 2008 年のリーマン・ブラザーズ破綻後のような緊急時においては、フェイルが頻発しやすいため、フェイル慣行の定着を図ることにより、幅広い市場参加者がフェイルに対応できる態勢を整備することの重要性が改めて認識されてきたところである。

他方、今後フェイル慣行の定着を図っていくとしても、低金利環境下でフェイルが頻発する状況は、円滑な決済や未決済残高の抑制の観点から望ましいことではない。このため、フェイルチャージの導入を始めとするフェイルの頻発を予め抑制する仕組みを整備しておくことも必要である。

市場参加者においては、わが国において、今後、フェイルの頻発を抑制しつつ、フェイル慣行の定着を図ることの重要性と今般の見直しの趣旨について、幅広い関係者の理解浸透に向けた対応とともに、「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」に則り、フェイルチャージ導入に際しての事前通知の送付や、現金担保付債券貸借取引における「フェイルに関する覚書」の締結、システム面での対応など、実務上フェイルに対応可能な事務処理体制の構築に向けた取組みが進められることが期待される。

以 上

# 債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ最終報告書 (本文)

## 1. はじめに

日本証券業協会（以下、「日証協」）ではこれまで日本銀行における国債決済の RTGS（Real Time Gross Settlement）の導入（2001年1月）等、債券の決済システムの変更に伴う、新しい決済慣行の定着に資するため、欧米の債券市場を参考に「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」(以下、「RTGS ガイドライン」)等を取りまとめたほか、「債券のフェイルの解消に関する規則」を制定する等、債券取引の決済安定化に資するための対応をしてきたところである。

一方、2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻に端を発した世界的な金融危機以降、市場環境の劇的な変化等を背景に、債券決済におけるフェイル慣行等を改めて見直す必要性が強く認識されてきた。これを踏まえ、フェイルの頻発を抑制しつつ、フェイル慣行の更なる定着を図る観点から、日証協公社債委員会の下部機関として「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2009年5月に設置し、フェイル慣行の見直しや具体的な方策の検討を開始した。

本最終報告書は、第1回会合（2009年6月10日）から、第19回会合（2010年4月7日）までの検討結果を取りまとめたものである。

## 2. フェイル慣行<sup>4</sup>の現状について

### (1) わが国のフェイル慣行について

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 RTGS ガイドラインの中において「フェイルに関するガイドライン」として、フェイルが発生した場合の取扱い等が公表されている。また、レポ取引については、債券現先取引等研究会が債券貸借取引及び新現先取引の「Best Practice Guide」や現金担保付債券貸借取引に関する「フェイルに関する覚書」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「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」(平成16年1月版) <抜粋>

<p><b>・フェイルに関するガイドライン</b></p> <p><b>1. フェイルの定義</b></p> <p>国債の受け方が、その渡し方から予定されていた決済日が経過したにもかかわらず、対象債券を受け渡されていないことをいう。</p>
--

<sup>4</sup> p.5 の脚注1 を参照。

## 2. フェイル解消の誠実努力義務

フェイルは、決して推奨すべき状態ではなく、また、フェイルの多発は取引の円滑化、市場流動性の確保という本来の目的に反することになり兼ねないことから、市場参加者はフェイルを可能な限り回避することが求められる。やむを得ずフェイルとなった場合には、取引当事者間で誠実に対応し、フェイルの早期解消に努めなければならないものとする。

## 3. フェイルに関するガイドラインの前提

- (1)市場参加者は、下記のフェイル・コストに関する考え方に鑑み、フェイルとして取り扱うためには、国債と資金を同時に決済するDVP 決済が前提となることに留意する。
- (2)フェイルの発生をもって取引の解除権を行使しないこととする。
- (3)国債の受け方が資金を用意できないことにより決済未了に陥る状態は、認めないこととする。
- (4)本ガイドラインに定めるフェイル以外の決済未了については、当事者間において対応することとする。

## 4. フェイル・コストに関する考え方

- (1)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したり、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。
- (2)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。
- (3)したがって、フェイルについては特別の罰則を設けず、遅延損害金等の授受は行わないこととする（別紙参照）。

## 5. カットオフ・タイムの設定に係るフェイルの取扱い

- (1)カットオフ・タイムにおいて国債受渡依頼電文の送信が終了していない取引分については、当事者間で事前の合意がある場合を除き、フェイルとして取り扱うこととする。

なお、当事者間で事前の合意がある場合であっても、日銀ネット国債系稼働終了時刻までに決済の終了しなかった取引はフェイルとなることに留意する。

- (2)市場参加者は、上記(1)の適用対象となった場合、フェイルの多発を避けるために当事者間で誠実に対応するものとする。

## 6. フェイル状態の解消前に利払い及び償還を迎えた場合の受払い処理

(1) フェイル状態の解消前に利払いが行われた場合、受け方は本来受け取るべき利金相当額を渡し方に請求することとし、渡し方は利金相当額を受け方に支払うこととする。

(2) フェイル状態の解消前に償還を迎えた場合、受け方は本来受け取るべき償還金及び利金相当額を渡し方に請求することとし、渡し方は対象債券に係る原約定の精算金額を受け方から受領することを条件として、償還金及び利金相当額を受け方に支払うこととする。

なお、フェイル状態の解消前に償還を迎えた場合における当事者間の取引は、この受払いをもって終了したものとす。

### (別紙)「フェイル・コストに関する考え方」における暫定的な取扱いについて

「 . フェイルに関するガイドライン」の 4. に記載する「フェイル・コストに関する考え方」は、同項(1)及び(2)でいう経済合理性によりフェイルの発生が十分に抑止されるとの検討結果に基づき、取引の円滑化や市場流動性の確保の観点から、市場参加者間で遅延損害金等の授受を行わないことを市場慣行とするものであるが、現状のような異常なまでの低金利下ではこの経済合理性が有効に機能せず、フェイルの多発といった事態が発生する懸念も否定できない。これは、フェイルに係る決済慣行を検討してきた本旨に合致しないものであるとともに、わが国の国債市場への同決済慣行の定着に少なからず悪影響を与えることも懸念される。ついては、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。

なお、本費用請求については、RTGS 化後の国債の決済状況及び市場環境の変化等を勘案し、「 . フェイルに関するガイドライン」の 4. に記載する「フェイル・コストに関する考え方」で十分経済合理性が働くと判断されたときに見直すこととする。

## (2) 米国におけるフェイル慣行の見直しについて

米国債市場では、業界団体である SIFMA( Securities Industry and Financial Markets Association )と NY 連銀が事務局機能を担う TMPG( Treasury Market Practices Group ) が、フェイル慣行策定の中心的役割を担っている。

リーマン・ブラザーズ破綻以降のフェイル慣行の見直し

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、幾つかの施策が実施されている。

( S I F M A の取組み )

- ▶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（2008年9月）
- ▶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（Fails Best Practices）を公表（2008年10月）。フェイルの多発・長期化を監視・管理・抑制する観点から推奨された主な事項は以下のとおり。
  - ・フェイルが急増・長期化した場合等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である。意図的なフェイル<strategic fails>は起こすべきでない）に留意
  - ・フェイル時のマージン・コールやマイナス金利でのレポ取引の対応促進
  - ・バイ・イン手続への理解促進

（TMPGの取組み）

- ▶低金利環境でのフェイル抑制策を公表（2008年11月。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（SIFMAと共同で検討し、2009年5月に導入済み）
  - ・フェイル時のマージン・コールに関する慣行の導入（検討中）
  - ・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（検討中）
  - ・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（検討中）
  - ・特定銘柄のフェイルデータの公表可能性の検討（検討中）
  - ・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（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）
- ▶SIFMAと共同で国債の引渡時限に関する慣行の見直しを公表（2009年4月、5月）。
  - ・国債の引渡時限について、原則15:00とした上で、当事者間で合意した場合には15:15まで延長可能（2009年7月に導入済み）

フェイルチャージ慣行の導入

TMPG及びSIFMAは、低金利環境で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採用を推奨。

（導入の目的）

- ▶フェイルの抑制を通じて、米国債市場の効率性及び信頼性を維持・向上させること。

➤低金利環境で減少したフェイルされた受け方の便益を高めること。

(対象)

➤国債取引に係る全ての DVP 決済。

(フェイルチャージの算出・請求・支払)

➤算出

・フェイルチャージは、次式で算出。

<p><u>計算式</u></p> $\sum_{\text{フェイル期間}} \frac{1}{360} \times \underbrace{\max(3\% - \text{参照レート}, 0)}_{\text{3\%-FF レートの誘導目標 (レンジの下限)}} \times \text{受渡金額}$
---

➤請求・支払

清算機関 (FICC < Fixed Income Clearing Corporation > ) 経由決済

- ・FICC がフェイルチャージ金額を算出し、1 カ月分をまとめて徴収・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、  
フェイルされた清算参加者は、FICC からフェイルチャージを受領。

相対決済

- ・フェイルされた受け方がフェイルチャージ金額を算出し、計算対象月の翌月に 1 カ月分をまとめてフェイルした渡し方に請求 (請求期限は第 10 営業日)。  
フェイルした渡し方は、請求月の最終営業日までに支払を実施。
- ・ただし、投資家の事務負担を軽減し、本慣行を採用し易くする観点から、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、カスタディアンがアセットマネージャーに対してフェイル発生の期間やフェイルチャージ金額等をフェイル・レポートとして報告することを推奨。

契約上の手続

フェイルチャージ慣行を取引に採用する場合には、(イ)取引先に対して当該慣行が取引に適用される旨の通知 (SIFMA と TMPG が雛型を作成) を事前に行い、(ロ)コンファメーションにおいて、雛型 (SIFMA と TMPG が作成) 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。

### 3. フェイル慣行の意義・役割について

本ワーキング・グループでの検討開始に当たり、リーマン・ブラザーズ証券破綻後の混乱を経験した市場関係者の意見として、以下のような内容が報告された。

- ・実務上、フェイルに全く対応できない(又はフェイルが全く容認されない)状況は、国債決済の遅延や市場流動性の低下等により、緊急時の市場運営に支障を来すことから、全ての取引参加者においてフェイル対応が可能となるよう態勢整備を進めることが必要。
- ・円滑な決済確保の観点から、フェイルの頻発は望ましくない。
- ・フェイルに対する理解不足から同慣行を容認しない先もあるとみられることから、同慣行の定着に向けては、フェイルに対する理解促進、特に役員レベルの啓蒙が欠かせない。
- ・低金利環境下で、同慣行の定着を図りつつ、フェイルの頻発を抑制する観点から、米国で導入されたフェイルチャージのような、フェイルする側にこれを回避するインセンティブを付与する一方、フェイルされた受け方の経済的便益を高める方策の検討を行うことは有効。
- ・安易なフェイルや意図的なフェイルを抑制する観点から、フェイル解消の誠実努力義務を改めて確認することが必要。

こうした市場関係者の意見を踏まえ、フェイル慣行については、平時における流動性の確保や決済・取引の円滑化の観点に加え、災害・システム障害の発生や市場参加者の破綻といった緊急時への対応といった点に十分留意しつつ、以下の視座から検討を進めることとなった。

- フェイル慣行の意義・役割の重要性(別添参照)を改めて確認。
- これらの認識を踏まえ、フェイルの頻発を抑制しつつ、フェイル慣行の更なる定着を図る観点から、フェイル慣行の見直しや具体的な方策を検討。

この際、以下の意見が出されたことを受け、フェイル慣行の定着はフェイルの頻発を容認するものではなく、なおかつ誠実努力義務を損なうものではないことが改めて確認された。

- ・フェイルは円滑な決済や未決済残高抑制の観点から望ましいものではなく、回避・抑制されるべきものであり、誠実に解消されるべきものであるという前提(誠実努力義務)を確認すべき。
- ・本ワーキング・グループの目的が、日本でのフェイル発生率が極めて低い水準にあるという、その実態自体を根本から変えていこうとするものではなく、フェイル慣行定着が不十分な状態が市場にとって大きなリスクであるとの課題認識から、改めて定着に向けた効果的な方策を検討するものであることを丁寧に説明していくことが必要。

#### 4. 検討事項案と検討の進め方について

本ワーキング・グループにおける検討事項を具体化するに当たって、委員に対し意見募集を行った結果、以下の意見が出された。

##### (フェイルチャージ関連)

- ・フェイルチャージについては、フェイル回避のインセンティブ付けやフェイルされた受け方の便益向上を通じて、フェイル頻発を抑制しつつフェイル慣行の定着を図る観点から、導入の検討を求める意見が多く出された。
- ・フェイルチャージの水準としては、米国の事例(3% - FF レート)が参考になるとの意見が多く出されたが、その他にも、(イ)準備預金の積立不足時のペナルティ(3.75%) (ロ)国債先物現物引渡フェイル時のペナルティ(O/N 換算で9%) (ハ)基本契約書上の遅延損害金(14%) (ニ)国債調達コストが、参考事例として挙げられた。
- ・ループの取扱いのほか、フェイルチャージの請求・支払に関する統一的な事務ルールや経理処理に関するガイドラインの策定を求める意見が出された。

##### (カットオフ・タイム関連)

- ・フェイルによる余剰資金の運用や対象債券の調達のため、現在、通常日に 15:30 とされているカットオフ・タイムについて前倒しを検討してはどうかとの意見が多く出された。具体的な目安としては、14:00 が挙げられた。
- ・この他、カットオフ・タイム自体は変更せず、フェイル確定時には速やかにその旨を連絡するとの提案や、カットオフ・タイム前倒しはフェイル増加に繋がるとして慎重な見方も出された。
- ・カットオフ・タイム到来によりフェイルが確定することの明確化を求める意見や、個々の当事者間での柔軟な対応の余地を残すことが望ましいとの意見が出されたほか、資金取引関係者との十分なコンセンサス形成が必要との意見も出された。

##### (バイ・イン関連)

- ・バイ・インまでに要する期間の短縮を検討してはどうかとの意見が出された。
- ・期間短縮によるフェイル抑制効果を検証する必要があるとの意見や、期間短縮が有益か否かは、米国での検討状況も慎重に勘案することが必要との意見も出された。

##### (誠実努力義務関連)

- ・フェイル解消の誠実努力義務の再確認・徹底を求める意見の延長として、その具体化を求める要望が多くみられた。具体的には、(イ)フェイル時の経緯説明、(ロ)

空レポ規制<sup>5</sup>、(ハ)ループ解消手続、(ニ)日銀の国債補完供給の利用義務付け等が挙げられた。

- ・フェイルチャージ導入時にも誠実努力義務の希薄化を避けることが必要との意見が出された。また、フェイルチャージを導入した場合に併せて誠実努力義務の具体化も必要か検討してはどうかとの意見も出された。

(情報開示関連)

- ・フェイル抑制の観点から、フェイル関連の情報開示拡充を求める意見が出された。開示項目としては、フェイル多発先(日本国債清算機関<JGBCC>参加先を含む)個人別のフェイル件数・金額、フェイル発生銘柄等が挙げられた。

(マージン・コール関連)

- ・リスク管理の観点から、レポ取引について、エンドフェイル後のマージン・コールの実施が望ましいとの意見が出された。

こうした検討事項として提案のあった事項のうち、まずは既存のフェイル慣行の修正等に当たる方策について検討を実施することとされた。

具体的には、まず、「フェイルチャージ関連」、「カットオフ・タイム関連」、「バイ・イン関連」について検討を行い、その後、これらの事項に関する議論や検討結果も踏まえつつ、新たな慣行等の策定を要するその他の方策(「誠実努力義務関連」、「情報開示関連」、「マージン・コール関連」)について、順次検討を行うこととされた。なお、その他の方策を検討した際に、既存のフェイル慣行の修正等に当たる方策について再度検討を実施する必要が生じた場合には、改めて検討を行うことが確認された。

## 5. 既存のフェイル慣行の修正等に当たる方策の検討内容について

検討事項のうち、既存のフェイル慣行の修正等に当たる方策として、「フェイル・コストに関する考え方(フェイルチャージの導入)」、「カットオフ・タイム等の見直し」、「バイ・イン制度の見直し」について検討を行った。

なお、フェイルチャージの請求・授受に係る実務については、債券現先取引等研究会へ検討が依頼された。また、海外約定分に係るフェイルチャージの請求・授受に関する実務については、非居住者取引に関連するメンバーによる分科会に検討が依頼された。

### (1) 「フェイル・コストに関する考え方(フェイルチャージの導入)」について

フェイル・コストに関する考え方(フェイルチャージの導入)については、意見募集の結果(4.参照)を踏まえ、事務局より、以下の考え方と具体的な検討内容が示され、

---

<sup>5</sup> p.7の脚注2を参照。

これを基に検討が行われた。

#### 【検討事項】

(考え方)

- ・ある一定の経済的効果(フェイルチャージ)を導入することによって、フェイルの回避や早期解消へのインセンティブを高め、フェイルの発生を抑制し、フェイル慣行の一層の定着と市場流動性のさらなる向上を期待するもの。

(具体的な検討内容)

- ・フェイルチャージは、ペナルティではなく、低金利下で低下したフェイル頻発を抑制する市場メカニズムを補完する(フェイル回避のインセンティブやフェイルされた受け方の便益を高める)ものとの理解でよいか。
- ・フェイルチャージの水準・算出方法はどのように定めるのが適切か。米国のフェイルチャージ(3% - FF レート)、準備預金の積み不足へのペナルティ(3.75%)、国債先物の現物引渡フェイル時のペナルティ(O/N 換算で9%)、債券貸借取引に関する基本約定書に定められた遅延損害金(14%)、国債の調達コスト等を参考としてはどうか。
- ・意図的なフェイルと意図せざるフェイルを分けて検討することが必要か、それは可能か。
- ・ループの場合の扱いをどうするか。

フェイルチャージの導入等について

意見募集やこれを踏まえた本ワーキング・グループでの議論において、フェイル慣行が定着していった際に、フェイルの頻発を予防する効果を認め、導入に前向きな意見が多く出されたことから、フェイルチャージを導入する方向で検討を進めることとなった。

(フェイルチャージの位置付け)

フェイルチャージについては、米国と同様に、規則ではなく市場慣行として導入することを前提に検討することとされた。規則ではない以上、強制力をもって厳格に適用されるものではなく、当事者間合意の余地も残しているものの、市場参加者は基本的に市場慣行に従うことが期待されているとした。

これに関連して、フェイルチャージを請求したにも拘らず、相手が支払に応じない事態を想定して、市場慣行の契約書等における取扱いの検討を求める意見や、海外投資家への周知や浸透に配慮すべきとの意見が出された。この点については、今回の市場慣行の見直しは現行の RTGS ガイドラインの改正によって導入することを考えているとの事務局説明を受け、現行のガイドライン導入時と同様に、日証協の会員に止まらず、各業態の代表等幅広い市場参加者の総意として導入することで、多くの市場参加者に遵守してもらえよう検討を進めていくこととされた。

(意図的なフェイルと意図せざるフェイルの峻別)

意図的なフェイルと意図せざるフェイルの峻別については、峻別する方が望ましいとして峻別する手立てがあるか確認が行われた。この点、相手先からカバー先を聴取することがあり得るとの意見が出されたが、多くの先から、そうした説明の真偽を判定することは難しく、フェイルが意図的か否かを証明することは極めて困難との見方が示された。

このため、フェイルチャージについては、意図的なフェイルと意図せざるフェイルを峻別しないこととされた。

(ペナルティか否か)

フェイルチャージをペナルティと位置付けるか否かについては、意図的なフェイルを特定できるのであれば、当該フェイルのみペナルティを課すという扱いも考え得るが、特定出来ないということであれば位置付けを定める意味がないとか、フェイルを抑制する効果を持たせることが重要であり、位置付けはどちらでも良い等、位置付けにこだわらないといった意見が出された。一方、こうした意見に反対する意見は出されなかった。

このため、フェイルチャージをペナルティと位置付けるか否かについては敢えて問わないこととされた。

フェイルチャージの水準について

フェイルチャージの水準については、フェイル抑制効果のある水準とする必要があるとの認識のもと議論が進められた。

フェイルチャージを導入した米国で相応のフェイル抑制効果が認められていることを踏まえ、米国の水準(3% - FF レート)を参考にするととの意見が複数出されたが、具体的な水準については、以下の意見が出された。

- ・米国と同水準が良いとする意見・・・水準が高すぎるとフェイルが特別なものであるとの認識が過度に高まる一方、水準が低すぎるとフェイルを抑制出来ない恐れがある。米国とは長期金利の水準等異なる状況ではあるが、政策金利の水準はほぼ変わらないことを考えると、3%程度が丁度良い水準ではないか。
- ・米国より低い水準でも良いとする意見・・・投資家として数百 bps もの懲罰的なペナルティが欲しい訳ではなく、わが国の取引実勢と合わせた水準とすることが望ましいと思う。「誠実努力義務」を基本とする今までの慣行が大きく変わらないのであれば、米国より低い水準でも良いのではないか。足許の SC レポ市場の金利水準やこれまでのフェイルの発生状況等を踏まえると、3%より低くても、フェイルの発生は抑制されるのではないか。
- ・米国よりやや高めの水準が良いとする意見・・・抑制効果のある水準として米国の

水準がメルクマールとなるものの、わが国の方がフェイルによる財務・決算への影響が大きいように思われるため、米国よりやや高め的水準の方が良いのではないかと。国債先物における現物引渡フェイル時のペナルティ(9%)等との平仄も踏まえつつ、対外的に説得力のある水準の根拠を示すことが必要ではないか。

この間、米国におけるフェイルチャージ導入によるフェイル抑制効果について、フェイルが増えた印象があり、米国のチャージ水準が本当にフェイル抑制効果を持つと評価して良いのかとの意見があった。これについては、実際に米国債を扱う先から、需給のタイト化からフェイルが増加した銘柄もあったかもしれないが、全体としてフェイルは抑制されているとか、フェイル回避のため、多くの銘柄でマイナスレートでの取引が行われており、バッドフェイルが増加したとの認識はない等、米国のフェイルチャージはフェイル抑制効果を有しているとの見方が示された。

また、更に詰めた検討を行うためのデータ等が乏しいほか、事前にフェイル抑制効果の見極めが困難であることを踏まえ、米国と同様の水準(3%)を念頭において検討し、その後、実際のフェイル抑制効果や金利環境等を踏まえ、必要があれば柔軟に変更できる仕組みを作っておくことが望ましいのではないかと、との意見が出された。

こうした検討や追加的に行った意見募集の結果、フェイルチャージの算出方法については、低金利下でのフェイル抑制効果が期待される米国型の「% - 政策金利(無担保コールO/N物)」を念頭に、導入に向けた実務的な検討を進めることとされた。

フェイルチャージの具体的水準(% )については、米国の水準(3%)より低い水準ではフェイル抑制の効果が十分に働かないとの懸念がある一方、高い水準では罰則的な水準になってしまう点を考慮し、3%を念頭において検討を進めることとされた。また、これに関連して、以下の論点についても、検討を行うことが確認された。

- ・導入後に水準を見直す仕組みについて、検討を行うこと。
- ・空レポ規制等、意図的なフェイルを規制する仕組みを検討すること。

#### フェイルチャージの適用範囲について

フェイル慣行(フェイルチャージ)の適用範囲については、海外約定分やループへの適用について検討が行われた。また、「海外約定分に係るフェイルチャージ請求・授受に関する分科会」からの報告を基に、2001年のRTGSガイドライン策定後の国債決済に係るオフショア円決済などの国際的な動向や、米国における先行事例などを参考にしつつ、具体的な適用範囲について検討が行われた。

#### (海外約定分への適用)

フェイルチャージの海外約定分への適用については、米国では海外約定分を対象か

ら排除していないことも踏まえ、日本でも対象に含める方向でよいか確認が行われた。

この点、海外約定分は、時差の関係で決済までの時間が少ないことや、複数のカスタディアン等が介在し、フェイルに係る責任の所在を特定し難いとして慎重な検討を求める意見が出されたものの、追加的に行った意見募集では、海外約定分に係るフェイルが相応に発生している中で、フェイルチャージ負担の公平性や海外約定分と国内約定分の線引きに係る実務的な負担や困難、米国の先行事例等を踏まえ、海外約定分についても適用対象とすべきとの意見が大勢を占めた。

このため、海外約定分についてもフェイルチャージを適用することとされた。なお、実務的な検討の進め方等について、以下の点が確認された。

- ・非居住者との取引やカスタディアン業務を行っている先をメンバーとする別途の分科会を設け、海外約定分のフェイルチャージの請求や授受の手続等、実務的な検討を行うこと（海外約定分に係るフェイルチャージ請求・授受の実務についての検討の内容及び結果は、8. 参照）。
- ・事務局で英語版の資料を作成すること等により、フェイルチャージの導入を始めとしたフェイル慣行見直しの非居住者への周知を図ること。

#### （ループへの適用）

フェイルチャージのループへの適用についても、対象から特段除外することなく、適用対象とすべきとの意見が大勢を占めたことに加え、ループの特定や解析は困難との指摘があったことも踏まえ、ループについてもフェイルチャージを適用することとされた。なお、実務的な検討の進め方等について、以下の点が確認された。

- ・ループの際に、フェイルチャージ請求の取止めや簡略化（ネットィング）が当事者間合意により可能な点については、実際の発生頻度等を勘案しつつ、ガイドラインに明文化するかどうか検討すること。
- ・ループに限らず一般的な取扱いとして、フェイルチャージの請求や支払のタイミング（1件毎に行うか、1ヵ月分まとめて行うか）等について、各社のシステム的な制約も踏まえつつ、検討を行うこと。また、分割決済を含めたループ解消の方策等についても、検討を行うこと（ループ解消手続や分割決済についての検討の内容及び結果は、6.(5)、フェイルチャージの請求や授受に係る実務についての検討の内容及び結果は、7. 参照）。

上記の議論を踏まえ、分科会からの具体的な適用範囲についての報告（8. 参照）も含め、以下の対応方針が了承された。

#### 【対応方針】

- ・フェイルチャージについては、米国と同様に、規則ではなく市場慣行として導入する。その際、意図的なフェイルと意図せざるフェイルは峻別しない。また、ペナルティと位置付けるか否かについては敢えて問わないこととする。

- ・フェイルチャージの算出方法については、低金利下でのフェイル抑制効果が期待される米国型の「 % - 政策金利 (無担保コール O/N 物)」とし、「 %」については、米国の水準 (3%) より低い水準では、フェイル抑制の効果が十分に働かないとの懸念がある一方、高い水準では罰則的な水準となってしまう点を考慮し、3%とする。
- ・フェイルチャージの適用範囲については、海外約定分やループについても、例外なく適用する。具体的には、全ての DVP 決済が対象となり、日銀ネットにおける DVP 決済に加えて、「取引当事者間で双方の債権債務を明確に保全した形で合意した場合において、同一日に国債と資金の決済を行うことを前提とした取引」(アゲンスト決済)も対象に加える、ユーロクリアやクリアストリームなどのオフショア円決済もフェイルチャージの対象とする。

## (2) 「カットオフ・タイム等の見直し」について

カットオフ・タイム等の見直しについては、意見募集の結果 (4. 参照) を踏まえ、事務局より、以下の考え方と具体的な検討内容が示され、これを基に検討が行われた。

### 【検討事項】

#### (考え方)

- ・フェイルを確定させる時刻を現行より前倒しすることにより、フェイル処理の対応やフェイルに伴う未決済資金運用のための柔軟性を拡張することで、フェイル慣行の一層の定着を図るもの。

#### (具体的な検討内容)

- ・カットオフ・タイムは変更せず、フェイル確定の通知を速やかに行うとの提案や、前倒しはフェイル増加に繋がるとの見方についてどう考えるか。
- ・カットオフ・タイムはフェイルの確定時刻との認識でよいか。フェイルの通知・確定についてより明確化する必要があるか。
- ・カットオフ・タイムを前倒しする場合、米国のように当事者間で柔軟な対応を行う余地を残す必要はないか。当事者合意のもとでカットオフ・タイム後に引渡を可能とする場合についても刻限を定める必要があるか。
- ・リバーサル・タイム (現行 15:30 ~ 16:30) についても見直しを行う必要があるか。

カットオフ・タイム等の見直しについては、フェイルの増加が懸念されるとの観点から前倒しに慎重な意見が幾つかの先から出されたものの、フェイル確定後の資金取引や事務処理等の円滑化の観点から、前倒しを要望する意見が多く出された。

- ・カットオフ・タイムの候補としては、14:00 を中心に 13:00 ~ 15:00 が挙げられた。カットオフ・タイムに拘らず、フェイル確定後、速やかにフェイル確定通知を行うことを推奨してはどうか、といった意見もみられた。

- ・また、カットオフ・タイムはフェイルの確定時刻との認識を示す先が少なくないものの、一方で同タイムを前倒しする場合には、フェイル確定について当事者間で柔軟な対応を行う余地を残して欲しいとの意見が多くみられた。

上記の意見を踏まえ、以下の事務局案が示された。

#### 【事務局案】

- ・カットオフ・タイムについては、フェイル確定後の事務処理や余剰資金の運用に配慮し、現行の 15:30 から意見の多かった 14:00 に前倒しする。
- ・新たなカットオフ・タイムから日銀ネット国債系終了時刻（16:30）までをリバーサル・タイムとする。ただし、当事者間で合意し、リバーサル・タイムに入って決済を継続した場合であっても、決済を円滑に終了させるため、16:00 までに国債受渡依頼電文の送信が終了していない場合にはフェイルを確定する（従って、16:00～16:30 は、それまでに送信された国債受渡依頼電文に係る決済や決済内容に過誤があった場合の訂正等に限る<sup>6</sup>）。
- ・当事者間での合意があれば、カットオフ・タイム以前にフェイルを確定することを可能とする。

当該事務局案については、とりわけ、基準価額算出等の後続事務がある投資家からは 14:00 への前倒しを積極的に求める意見が出された。ただし、以下の意見や議論があったことから、実務上問題がないか確認を行いつつ検討を行った。

- ・カットオフ・タイムを 14:00 に確定するに当たっては、念の為、バック部門も含め広く確認を行いたいとか、通常時は問題ないが、システム障害といった緊急時は厳しい面があり、当事者合意で決済を後ろ倒しすることが事務上うまく回るか内部で整理してみたいといった意見が出された。
- ・日銀の国債補完供給のタイム・スケジュールについて、11:30～13:00 はフェイル解消措置を行う時間帯であり、従来は措置ではオファー実施受付の締切時限が早すぎるとして、多くの先から、現在の時限措置（特にオファー実施受付の締切時間を従来の 11:30～13:00 とする扱い）の恒久化を求める意見が出された。この場合、オファーバック時刻（時限措置上は 14:45）が見直し後のカットオフ・タイムの後に来ることから、カットオフ・タイムより前に設定できないかとの要望があったが、これに対しては、当事者間合意により決済を後ろ倒しすれば良いのではないかとの意見が出された。この点、日本銀行から、市場オペレーションとの関係上、時限措

<sup>6</sup> 中間報告までの検討では、当事者間で合意し、リバーサル・タイムに入って決済を継続した場合であっても、決済を円滑に終了させるため、日銀ネット国債系の稼働終了時刻の 30 分前から稼働終了時刻までの間（16:00～16:30）については、決済の内容に過誤があった場合の訂正等に限ることとしていたが、その後の検討において、同時間帯については、「主として、決済の内容に過誤があった場合の訂正等を行うものとする」取扱いに変更。

置を恒久化したうえで更にオフアバック時刻を前倒しすることはかなりハードルが高い旨の説明があった。

- ・カットオフ・タイムを前倒しすると、14:00 以降は市場取引が細り、日銀の国債補完供給しか調達手段がなくなるため、フェイル抑制の観点からは、現行の 15:30 のままでよいのではないかとの意見が出された。これに対しては、現行でも国債決済の大半が昼頃までに終わっていることを踏まえると、カットオフ・タイムを 14:00 に設定しても実務的な影響は限定的ではないかといった意見が出された。
- ・国債の渡し方より国債補完供給の利用によるフェイル解消の申し出があった時に、14:00 への前倒しが必要とする先では、これに可能な限り協力するスタンスにあるのか、確認をとりたいとの意見が出された。これに対しては、14:00 への前倒しが必要とする先から、カットオフ・タイムの前倒しはフェイルを容認していくうえで重要ではあるが、国債補完供給の利用によるフェイル解消の申し出があった場合等は、ケース・バイ・ケースで前向きに対応したいとの回答があり、14:00 以降にも、当事者間合意によりフェイル確定を遅らせる余地があることが確認された。

こうした検討の後、改めて意見募集を実施して確認を行った結果、カットオフ・タイムについては、以下の対応方針とすることが了承された。

#### 【対応方針】(別紙 1 参照)

- ・カットオフ・タイムについては、フェイル確定後の事務処理や余剰資金の運用に配慮し、現行の 15:30 から意見の多かった 14:00 に前倒しする。
- ・新たなカットオフ・タイムから日銀ネット国債系終了時刻(16:30)までをリバーサル・タイムとする。
- ・フェイル確定後の事務処理や余剰資金の運用に配慮し、日銀ネット国債系の稼働終了時刻が延長になった場合にも、カットオフ・タイムについては延長を行わず、14:00 とする。
- ・決済を円滑に終了させる観点から、日銀ネット国債系の稼働終了時刻の 30 分前から稼働終了時刻までの間については、主として、それまでに送信された国債受渡依頼電文に係る決済や決済の内容に過誤があった場合の訂正等を行うものとする。
- ・当事者間での合意があれば、カットオフ・タイム以前にフェイルを確定することを可能とする。

#### (3)「バイ・イン制度の見直し」について

バイ・イン制度については、フェイル解消のインセンティブを高める観点から、通知までの期間を 5 営業日程度に短縮してはどうかとの意見が出された。一方で、従来わが国では、フェイルは比較的短期間で解消されてきているうえ、バイ・インに関する事務

コスト等も勘案すれば慎重に検討すべき、とする意見が多くみられた。  
このため、バイ・イン制度については、以下の対応方針が了承された。

【対応方針】

・バイ・イン制度については、わが国ではフェイルが比較的短期間で解消されている  
うえ、関連する事務コスト等も勘案し、慎重な意見が多くみられたことを踏まえ、  
現時点では見直しを見送ることとする。

## 6. 新たな慣行等の策定を要するその他の方策の検討内容について

上記のとおり、まず、既存のフェイル慣行の修正等に当たる方策として、「フェイル・コストに関する考え方（フェイルチャージの導入）」、「カットオフ・タイム等の見直し」及び「バイ・イン制度の見直し」についての検討が行われた。この結果、今後の検討により再度検討を実施する必要性が生じる可能性があるとしながらも、一通りの結論が得られ、本ワーキング・グループの委員間で共有された。

その後、新たな慣行・ルール等の策定を要するその他の方策として、「誠実努力義務関連」（空レポ規制<sup>7</sup>、フェイル時の経緯説明、ループ解消手続）、「情報開示関連」（フェイル関連の情報開示の拡充）、「マージン・コール関連」（エンドフェイル後のマージン・コール）についての検討を行うにあたって、以下のとおり委員に対し意見募集を行い、中間報告までの議論を踏まえつつ、具体的な検討事項の洗出しや検討の優先順位付けが行われた。

・空レポ規制については、現状、この規制がないことが市場に大きな影響を与えている訳ではないが、市場での安易かつ意図的なフェイルを防ぐ観点から、導入を検討してはどうかとの意見が多く出され、委員の間で問題意識が共有された。このため、まずは空レポ規制について優先的に検討することとされた。具体的には、以下の方法が挙げられた。

- 「債券の空売り及び貸借取引の取扱いに関する規則」の改正。
- RTGS ガイドラインの「フェイルに関するガイドライン」への記載。
- フェイル発生時の経緯説明における、国債の渡し方による空レポでないことの証左の提示。

・フェイル関連の情報開示の拡充については、フェイル抑制のため個社名を含めた開示が必要との意見が出された一方、ペナルティ的な側面のある個社名の開示は避けたいうえでフェイル発生銘柄を開示すべきとの意見や、フェイルチャージ導入により抑制効果が見込めることから不要であるとする意見が出された。このように、情報開示拡充

<sup>7</sup> p.7 の脚注 2 を参照。

の必要性や範囲については意見が分かれたものの、複数の委員から意見が出されており、問題意識が確認されたことから、空レポ規制の次に検討することとされた。

- ・フェイル時の経緯説明については、具体化を検討してはどうかとの意見が出された一方、経緯説明は現状でも行われていることから、特段の具体化を要しないとの意見が出された。もっとも、意見募集結果で出された意見は少数に止まり、ワーキング・グループ全体としての問題意識が確認できないため、空レポ規制とフェイル関連の情報開示の拡充の検討を終えた段階で、改めて検討の必要性を議論することとされた。
- ・ループ解消手続については、バイ・イン慣行が一般的でない中で、市場でのループ解消方法のルール化が可能かを検討してはどうかとの意見が出された一方、様々なループのケースがある中で、具体的な解消の手続を定めるのは技術的に難しいとの意見が出され、フェイル時の経緯説明と同様、空レポ規制とフェイル関連の情報開示の拡充の検討を終えた段階で、改めて検討の必要性を議論することとされた。具体的には、以下の論点が挙げられた。
  - ループ解消のための調達を誰が一義的に行うべきか。
  - 分割決済<sup>8</sup>の取扱い。
  - JGBCC で清算される取引の取扱い。
- ・日銀の国債補完供給については、カットオフ・タイムの前倒しと合わせて、国債補完供給の時限措置の恒久化やオファーバック時刻の前倒しなどの見直しを要望していく方針について、委員の間で確認が行われた。なお、利用義務付けについては、意見募集結果において、誠実努力義務の範囲を超えないよう配慮が必要であるとか、オペ対象先にのみ利用を義務付けることは難しいとの意見が大勢を占めたことを踏まえ、検討は行わないこととされた。
- ・エンドフェイル後のマージン・コールについては、意見募集結果では、システム対応を要するため慎重に検討を進めるべきとの意見が大勢を占めたものの、リスク管理の観点から導入が望ましい中で、今後の検討課題とするなどの工夫が出来ないか、といった意見が出され、この点について改めて検討することとされた。

#### (1) 「空レポ規制」について

空レポ規制については、意見募集の結果を踏まえ、事務局より、以下の考え方と検討上の論点が示され、これを基に検討が行われた。

##### 【検討事項】

(考え方)

<sup>8</sup> 分割決済については、p.36 の脚注 10 を参照。

- ・ 現行の日証協「債券の空売り及び貸借取引の取扱いに関する規則」(以下、「空売り規則」)では、「債券の空売り」を行った場合に、カバー取引<sup>9</sup>などの方法により債券の受渡しを行うことを求めているが、この規制の対象取引は、売買取引(アウトライト取引)及び売現先のスタート取引に限られている。これに対し、市場での安易かつ意図的なフェイルを抑制し、フェイル解消の誠実努力義務の徹底を図る観点から、買現先のエンド取引や貸借取引の貸出・返済も含め、レポ取引全般について同様の規制(空レポ規制)を導入し、カバー取引などの方法による債券の受渡しを行うことを求めるもの。

(検討上の論点)

- ・ 以下のとおり、売買取引及び条件付売買取引に加え、貸借取引を含めるか、スタート取引に加え、エンド取引を含めるか、また、日証協規則に加え、市場慣行として RTGS ガイドラインにも記載を行うか。

空売り規則を改正又は規則を新設し、レポ取引全般(貸借取引等)について同様の規制(空レポ規制)を求める必要があるか。

- 現行の空売り規則は、わが国でレポ取引(条件付売買取引<現先取引>及び貸借取引)やフェイル慣行が導入される以前に導入されており、規制対象が売買取引(アウトライト取引)及び条件付売買取引のみで貸借取引が対象となっていない。この点について、どのように対処すべきか。

レポ取引を規制対象とする場合、「条件付売買取引のスタート取引及び貸借取引の貸出」を対象とするか。「条件付売買取引のエンド取引及び貸借取引の返済」も対象に含める必要があるか。

- 現行の空売り規則では、条件付売買取引のうち、買戻条件付売却(売現先)のスタート取引は規制対象となる一方、売戻条件付買入(買現先)のエンド取引は、約定時において「買入」(スタート取引)が行われていることをもって、空売りには当たらないと解され、規制対象となっていない。この点について、どのように対処すべきか。

日証協規則のみを改正する場合、その適用対象が日証協会員に限られる。このため、広く市場参加者全体へも遵守を促すべく、RTGS ガイドラインの誠実努力義務にも、日証協規則と同様の空売り・空レポに対する規制を記載する必要があるか。

上記の検討上の論点について、委員に対する意見募集結果を踏まえ、事務局より、以下の対応方針が示された。これに対し、本ワーキング・グループにおける議論では、特段の反対意見はみられず、以下の対応方針が了承された。

<sup>9</sup> p.7の脚注2を参照。

## 【対応方針】

- ・規制の対象については、現行の日証協の空売り規則の対象取引となる売買取引（アウトライト取引）及び売現先のスタート取引に加え、買現先のエンド取引や貸借取引の債券の貸出・返済を対象に含め、レポ取引全般について、同様の規制（空レポ規制）を導入する。
- ・上記の規制については、広く市場参加者全体に遵守を促す観点から、RTGS ガイドライン中に規定される「フェイルに関するガイドライン」に記載を行うこととする。具体的には、「フェイルに関するガイドラインの前提」において、条件付売買取引と貸借取引について、条件付売買取引のスタート取引及びエンド取引並びに貸借取引の貸出及び返済が規制の対象に含まれる旨を追加する。
- ・日証協の空売り規則については、フェイルの抑制効果を高める観点や、売買取引とレポ取引の取扱いの平仄をとる観点から、所要の改正を行う。

なお、日証協規則（空売り規則等）の改正方針については、以下のとおり、空売り規則における売買取引と貸借取引の取扱いの平仄をとる観点から必要最低限の見直しを行うA案と、空売り規則を含む日証協規則とRTGS ガイドラインにおいて規制内容を同一とするB案が事務局より示された。これに対し、本ワーキング・グループにおける議論では、日証協規則とRTGS ガイドラインの整合性がとれているとして、B案を支持する意見が大勢を占めたことから、B案に基づき、日証協規則の改正を行うこととなった。

## 【日証協「空売り規則」の改正案】

### （A案）

日証協の空売り規則において、売現先のスタート取引及び貸借取引の債券の貸出は規制の対象とする一方、日証協の規則上は、買現先のエンド取引及び貸借取引の債券の返済は対象外とする。

### （B案）

日証協の空売り規則において、現行の規制に加え、貸借取引の受渡しに関する条文を新設し、貸借取引の債券の貸出・返済を対象とする。また、日証協「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」に条件付売買取引の受渡しに関する条文を新設することにより、売現先のスタート取引及び買現先のエンド取引を規制の対象とする。

【日証協規則及び RTGS ガイドラインにおける規制の適用対象】

	現行の 空売り規制	日証協規則改正案		ガイドライン 改正案
		A 案	B 案	
売買取引 (アウトライト取引)				
売現先の スタート取引				
買現先の エンド取引	×	×		
貸借取引の 債券の貸出	×			
貸借取引の 債券の返済	×	×		

この他、日証協規則の具体的な記載方法について、以下のとおり検討が行われた。

- ・日証協規則の改正案について、現行の空売り規則第 4 条では「買戻し」との表現を用いているのに対し、今回新設する条件付売買取引及び貸借取引に係る条文では、「買入れ」との表現を用いている。この点、カバー取引など同種の行為について、表現を統一する観点から、空売り規則第 4 条の「買戻し」との表現は、「買入れ」に変更することとされた。
- ・空売りや空レポの受渡しの際に、「自己が保有している債券を受渡しに用いる方法」は、「受渡日以前に買入れを行う方法」に含まれると解釈できることから、この点について特に日証協規則には明示しないこととされた。

(2) 「フェイル関連の情報開示の拡充」について

フェイル関連の情報開示の拡充については、中間報告後に行われた意見募集の結果を踏まえ、事務局より、以下の考え方及び検討上の論点が示され、これを基に検討が行われた。

【検討事項】

(考え方)

- ・市場での安易かつ意図的なフェイルを抑制する観点から、「フェイル発生銘柄の開示」やフェイルした「個社名の開示」といった情報開示の拡充を図るもの。

(検討上の論点)

- ・情報開示の拡充は、以下の論点を踏まえ、経済合理的なフェイル抑制の仕組みで

あるフェイルチャージの導入や空レポ規制に加えて、フェイルを抑制する観点から検討する必要があるか。

- フェイル発生銘柄の開示については、注意喚起の意味合いもあり開示が望ましいとの意見がみられる一方、フェイルチャージの導入で十分ではないかとの意見もみられる。
- フェイル発生銘柄を開示する場合、報告・集計の負担と情報の有用性を踏まえ、どの程度の頻度で開示を行うことが適切か。
- 個社名の開示については、フェイル頻発の抑制効果が見込まれるとの意見がみられる一方、ペナルティ的な要素が濃くなってしまふ惧れがあるとの意見が多くみられる。

上記の検討上の論点のうち、「フェイル発生銘柄の開示」については、これらの情報はマーケットでも取得可能で、開示は特段必要ないといった意見が出された一方、積極的な開示を求める意見は出されなかった。

また、「個社名の開示」については、フェイル発生原因について顧客への説明責任を果たす観点や、取引関係の見直しを検討する観点から、フェイルの発生先や多発先を公表してはどうか、との意見が出された。一方、フェイルの発生原因に拘らず、単純に件数の多寡により開示することは不適當ではないか、フェイルの多発先を公表する場合には、「多発」の線引きが難しい、相対取引に係る取引相手方の情報を第三者に開示するのは困難ではないか、といった具体的な公表方法などのフィージビリティの面で開示に慎重な意見が出された。

上記の意見を踏まえ事務局より、以下の対応方針が示された。これに対し、本ワーキング・グループでの議論においては、特段の反対意見は出されず、「フェイル発生銘柄の開示」、「個社名の開示」共に、以下の対応方針が了承された。

ただし、「個社名の開示について、事務局整理のとおり、フィージビリティの面などで難しいようであれば、フェイル時の経緯説明について、フェイルされた先が求めた場合に誠実に回答することをフェイルした先に義務付ける方向で検討してほしい」との意見が出された。

#### 【対応方針】

##### フェイル発生銘柄の開示

- ・フェイル発生銘柄の開示など、フェイル関連の情報開示の拡充は、フェイル抑制の観点から、有用との意見が出されている。
- ・これに対し、フェイル発生銘柄の開示については、情報の有用性を保つような頻度（例えば、毎営業日）での報告・集計には、報告側、集計側とも相応の作業負担がかかると考えられる。

- ・この点、フェイル発生銘柄の情報は、マーケットで取得可能であるなど、積極的に開示を求める意見は出されなかった。
- ・このため、フェイル発生銘柄については、開示を行わないこととし、フェイルチャージの導入や空レポ規制によるフェイル抑制効果を見極めた上で、抑制効果が不十分とみられる場合には、対応策の一つとして改めて必要性を検討することとする。

#### 個社名の開示

- ・個社名の開示については、顧客への説明責任を果たす観点や取引関係の見直しを検討する観点から、フェイル発生先又は多発先を公表してはどうか、との意見が出された。
- ・他方、フェイルの発生原因に拘らず、単純に件数の多寡により開示することは不適當ではないか、フェイル多発先の線引きが難しい、相対取引に係る取引相手方の情報を第三者に開示するのは困難ではないか、といった具体的な公表方法などの面で開示に慎重な意見が出され、フィージビリティの面で問題が少なくないようにみられる。
- ・また、ペナルティ的な側面のある個社名の開示については、風評など開示による不測の影響についても慎重な配慮が必要と考えられる。このため、個社名の開示は行わないこととする。

### (3) 「フェイル時の経緯説明」について

フェイル時の経緯説明については、中間報告後に行われた意見募集の結果を踏まえ、以下の事務局案が示され、これを基に検討が行われた。

#### 【事務局案】

- ・フェイル時の経緯説明については、具体化を検討してはどうかとの意見が出されている。
- ・他方、現状でもフェイル時の経緯説明は行われていることから、特段の具体化を要しないと意見が出されている。この点、現行の実務でも必要な範囲でフェイル時の経緯説明が行われている点を踏まえると、フェイル時の経緯説明の具体化や義務化を行うことによるフェイル抑制効果は限定的である可能性がある。
- ・上記の点を踏まえ、情報開示の拡充と同様に、フェイルチャージの導入や空レポ規制によるフェイル抑制効果を見極めた上で、抑制効果が不十分とみられる場合には、対応策の一つとして改めて必要性を検討することでどうか。

議論にあたっては、フェイル関連の情報開示の拡充の検討において、「個社名の開示」を行わない場合は、フェイル時の経緯説明について、フェイルされた先が求めた場合に

誠実に回答することをフェイルした先に義務付けてはどうかとの意見が出されたことも踏まえて検討が行われ、以下の意見が出された。

- ・ 現行の実務では、フェイルした先からの経緯説明は抽象的な説明に止まる場合が多いので、フェイルとなったカバー先の個社名を明らかにしてほしい、とか、具体的な経緯説明の項目を RTGS ガイドラインにおいて定める必要はないが、「説明を求められた場合には誠実に対応する義務」をガイドラインに明記してほしいといった意見がみられた。
- ・ 他方、海外約定分は取引関係が複雑でフェイルの発生頻度も少なくないため、フェイル時の経緯説明を一律に義務化した場合、事務コストが重いと、JGBCC で清算される取引におけるフェイルの場合、JGBCC ではフェイル先の開示を行っていないとの意見がみられた。これに対し、フィージビリティの面で可能な範囲で説明に努めることでよいのではないかと意見が出された。

こうした検討の結果、以下の対応方針が了承された。

#### 【対応方針】

- ・ フェイル時の経緯説明については、実務的な負担を考慮し、一律に説明義務を課すことは行わず、フェイルされた先が求めた場合にはフェイルした先は誠実にフェイル発生の経緯説明を行う旨を RTGS ガイドラインの誠実努力義務の項目に盛り込む。
- ・ 具体的には、RTGS ガイドライン中の「フェイルに関するガイドライン」の「フェイル解消の誠実努力義務」の末尾に、「なお、フェイル発生時にフェイルした渡し方は、フェイルされた受け方よりフェイル発生の経緯説明を求められた場合は、経緯説明に努めなければならないものとする。」との一文を加える。

#### (4)「エンドフェイル後のマージン・コール」について

エンドフェイル後のマージン・コールについては、中間報告後に行われた意見募集の結果を踏まえ、以下の事務局案が示され、これを基に検討が行われた。

#### 【事務局案】

- ・ エンドフェイル後のマージン・コールについては、システム対応を要するため、慎重な検討を進めるべきとの意見が大勢を占めていることを踏まえ、当面の実施は見送ることでどうか。
- ・ ただし、リスク管理の観点からは導入が望ましいことから、この点について最終報告書に明記する方向で検討することでどうか。
- ・ なお、現行の契約上、条件付売買取引・債券貸借取引ともに、エンドフェイル後の

マージン・コール請求はできないものの、当事者間合意により、追加担保請求等を行うことが可能とされている。

- ・また、今後、エンドフェイルの頻発や長期化といった状況が発生し、現行のリスク管理体制が不十分とみられる場合には、対応策として改めて必要性を検討することかどうか。

当該事務局案について、本ワーキング・グループでの議論においては、エンドフェイル後のマージン・コールについては、リスク管理の観点からは導入が望ましいことから、個社で態勢が整った先から導入可能としてはどうかとの意見が出された。こうした議論を踏まえ、エンドフェイル後のマージン・コールについては、リスク管理上の要請が高まっている環境の下、当事者間の合意により、今後の対応を推奨してはどうかとの提案が事務局より行われ、以下の対応方針が了承された。

#### 【対応方針】

- ・エンドフェイル後のマージン・コールについては、システム対応を要するなど、慎重な検討を進めるべきとの意見が大勢を占めていることを踏まえ、一律の実施は見送ることとする。ただし、リスク管理の観点からは実施が望ましいことから、市場参加者においては、対応が可能となるようシステム対応等の態勢の整備を行うとともに、当事者間の合意により、追加担保請求等を行うことが推奨される。

#### (5)「ループ解消手続」について

ループ解消手続については、中間報告後に行われた意見募集の結果を踏まえ、以下の事務局案が示され、これを基に検討が行われた。

#### 【事務局案】

- ・ループ解消手続については、市場において何らかのルール化が可能かを検討してはどうかとの意見が出されている一方、標準的な解消方法を定めておくことは困難であるとの意見が出されている。
- ・この点、ループ解消手続については、様々なループのケースがある中で、解消の手続を具体的に定めることが技術的に難しい点を踏まえ、具体化に向けた検討は行わないことかどうか。
- ・分割決済については、国債の受け手が希望しない場合に、これを義務化することは難しいとみられる。この点、当事者間で合意すれば、分割決済が可能であることを改めて確認することかどうか。

当該事務局案について、本ワーキング・グループでの議論においては、「分割決済については、対応可能な先が増えた方がフェイル抑制の観点から望ましいことから、最終報告書において、分割決済への対応を推奨してはどうか」といった意見が出された。これに対し、分割決済に必要なシステム対応が整っていないとか、約定や各種帳簿の修正などの事務処理負担が重い、日中の一時的な資金もしくは国債の残高不足によって決済が滞る「すくみ」の解消の観点から、現行、日銀ネットでの決済1件当たりの上限金額を50億円とする決済金額小口化の慣行があり、この慣行との整理が必要ではないかといった意見が出された。こうした意見を踏まえ、事務局では以下の追加整理を行った上で意見募集を行った。

#### 【追加整理】

- ・分割決済の取扱いを検討するにあたっては、現行の決済金額小口化の金額（1件当たり上限額面50億円）については、小口化の対応に伴う「すくみ」の解消効果と事務処理負担のバランスを考慮して設定され、相応にフェイル抑制効果があり、市場慣行として定着しているとみられること、現行の決済金額小口化の市場慣行に加え、分割決済を慣行として推奨（又は義務付け）を行った場合、市場参加者に対し、小口化の対応に加えて、分割決済のための更なるシステム対応や事務対応の負担を求めることになること、フェイルチャージ導入後、受渡予定の国債の一部がフェイルとなるケースにおいては、SC市場等でカバーを行うことでフェイル解消を図る経済合理的なインセンティブが働くと考えられること、といった点を考慮する必要がある。
- ・上記の点を踏まえ、分割決済については、当事者間で合意すれば可能であることを改めて確認すると共に、フェイルの抑制効果が不十分な場合は、対応策の一つとして改めて必要性を検討する旨を最終報告書に記載することでどうか。

当該意見募集の結果は以下のとおり。

- ・ループ解消手続については、事務局案でよいとする意見が大勢を占めた。
  - 誠実努力義務の観点から、各社がループ解消に努めるべきとする意見が複数みられ、これを確認するためフェイル時の経緯説明が徹底されるべきとする意見や、ループ解消のために取引関係者間のループ情報の共有や開示を推進してはどうかとの意見がみられた。
  - ループなどで、受渡日中に分割して決済を行うことでフェイルを解消できるケースもあり、フェイル抑制や決済の円滑化の観点から推奨すべきとの意見が複数みられた。
- ・分割決済については、事務局案でよいとする意見が多くみられた。
  - システム対応や事務処理負担、非居住者との取引での実務的な制約から、分割決

済が困難なケースが存在することを考慮すると、分割決済を推奨するのは時期尚早（反対）であるとの意見が多くみられた。

- 分割決済の定義<sup>10</sup>について、確認を求める意見が複数みられた。
- ・この他、現行の小口化慣行の周知徹底が必要との意見がみられた。

上記の意見募集では、事務局案及び追加整理を支持する意見が多く出されたことを踏まえ、本ワーキング・グループにおける検討の結果、以下の対応方針が了承された。

#### 【対応方針】

- ・ループ解消手続については、様々なループのケースがある中で、解消の手続を具体的に定めることが技術的に難しい点を踏まえ、具体化に向けた検討は行わないこととする。
- ・分割決済については、システム対応や事務処理負担が重いとの声がある中で、市場慣行とはしない。ただし、フェイル抑制の観点から有用であることから、当事者間で合意すれば、分割決済を行うことは可能である。また、フェイルチャージの導入や空レボ規制などによるフェイル抑制効果を見極めた上で、抑制効果が不十分とみられる場合には、対応策の一つとして改めて必要性を検討する。

## 7. フェイルチャージの請求・授受に係る実務に関する債券現先取引等研究会における検討内容について

フェイルチャージについては、本ワーキング・グループにおける新たな慣行等の策定を要するその他の方策の検討と平行する形で、具体的なスキームや実施時期の見極めなど、実務的な検討を進めることとされ、フェイルチャージの請求・授受に係る実務については、債券現先取引等研究会へ検討が依頼された。

具体的な検討に先立ち、まず、非居住者取引を行っている先から、既にフェイルチャージを導入している米国における実務の取扱いについて報告が行われた。

#### 【米国におけるフェイルチャージの取扱い】

- ・フェイルチャージについては、1ヵ月分のチャージを当該月末より10営業日以内に相手方に請求を行うこととされており、チャージの下限額は500ドル（月次のネットベース）と設定されている。なお、相対取引に関するチャージの支払は、請求書が届いた月の最終営業日までに承認する扱いであるが、清算機関（FICC）を介する

<sup>10</sup> 事務局では、分割決済について、ループのケースで、受渡日中に分割して決済を行う（ループ当事者間で玉を何回転かさせる）ことにより、決済の進捗を図るケースではなく、国債の渡し方が受渡予定の玉の一部しか保有していない場合、当初の受渡金額以下で決済を行う（受渡金額の一部のみを決済し、残りはフェイルとなる）ケースを想定している。

取引のチャージは、毎月の清算機関の手数料より自動的に加減される。

- ・フェイルチャージの導入は事前に通知を一方的に送付することによって行われており、既存の契約書の更新は行っていない。また、この通知とは別に取引毎のコンファメーション上にフェイルチャージが適用される旨の記載を行うこととされている。具体的に、2009年1月にTMPGより、フェイルチャージの取引慣行及びチャージ導入時に相手方へ発出する通知の雛型が示され、同5月よりフェイルチャージが導入された。
- ・フェイルチャージの適用範囲については、海外約定分に対する例外措置はなく、全てのDVP決済による取引にフェイルチャージが適用される。また、フェイル時の確認やフェイルチャージの請求は約定当事者間で行うこととされており、カスタディアンや投資顧問に対して請求は行っていない。なお、導入後も、フェイルチャージの請求・受払について特段の混乱は起こっていない。
- ・フェイルチャージの会計処理については、米国では利子として計上しているが、日本では利子として計上すると課税の問題が生じ得る。

こうした米国における実務の取扱いについての報告を踏まえ、事務局において検討すべき事項の洗出しを行った上で、債券現先取引等研究会のメンバーに対し、意見募集が行われた。その後、意見募集の結果やフェイルチャージ導入に係る法的な論点に対する弁護士諮問の結果を踏まえて、事務局において、RTGSガイドラインにおいて市場慣行として導入されるフェイルチャージの導入前の準備、計算・請求、受払いなどの実務について、「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」(案)が作成された。

なお、弁護士諮問の結果を踏まえた法的な論点に関する事務局整理は、以下のとおり。

#### 【フェイルチャージの導入に係る法的な論点に関する事務局整理】

追加的な契約の締結等の必要性

- ・債券貸借取引、条件付売買取引の基本契約書(日証協参考様式)では「本基本契約に定めのない事項は、...日本証券業協会の諸規則、諸慣行の定めるところにより処理し、...」と規定されており、市場慣行に基づくフェイルチャージの導入にあたって、追加的な契約の締結や現行の契約の見直しは不要。ただし、当事者間での拘束力を確保するため、以下の や により請求の法的根拠を明らかにすることが推奨される。

フェイルチャージ請求の法的根拠

- ・フェイルチャージの導入にあたっては、取引当事者間の合意が成立する必要がある、そのための手続として、事前通知の送付が推奨される。
  - 具体的には、取引相手方へ事前通知を送付すること(事前通知では、「事前に異論がない限り、一定時点より後に新たな取引を約定した場合には、その時点で

フェイルチャージ導入に合意したものとみなす」旨を伝達し、事前通知の後、通知で定めた期限が経過すること、先方から、当該期限が経過するまでの間にフェイルチャージの導入について異論の申し出がないこと、取引相手方とフェイルチャージ適用を前提とした新たな取引が行われること、の4要件を満たせば、取引当事者間で合意が成立したと見なすことができる。

- ・取引相手方（事前通知の送付先）における事前通知の内容について承知した旨の署名・捺印は、取引当事者間の合意の存在を裏付ける証拠に過ぎない。このため、取引当事者間の合意の成立において、取引相手方の署名・捺印は必須ではない。
  - ただし、後日係争になった際に備え、上記の署名・捺印を求める手堅い対応をとることも可能。

- ・事前通知の送付方法は、手交や郵送のほか、ファックスや電子メールといった電子的方法により送付することも可能。ただし、特に電子的方法による送付の場合、通知が取引相手方に到達したことを何らかの方法により確認することが推奨される。

#### フェイルチャージ請求の法的根拠の補強

- ・事前通知に加えて、個別取引毎に当該取引がフェイルチャージの対象である旨の文言をコンファメーション（個別取引明細書等）に入れておけば、後日、係争になった際にも、事前通知により合意した取引であったと主張可能。

#### 「フェイルに関する覚書」の位置付け

- ・フェイルチャージは、事前通知の手続により取引当事者間の合意が成立すれば請求可能であり、法的には、現金担保付債券貸借取引におけるフェイル慣行やフェイルチャージの導入にあたって、「フェイルに関する覚書」の締結は必須ではない。ただし、実務的には、フェイルを容認するにあたって覚書を締結していることが多いことや、覚書の締結によりフェイル時のマージン・コール等の事務の取扱いが明確になることから、覚書を締結することが推奨される。

#### 非居住者取引の取扱い

- ・非居住者取引については、国内の取引（日証協参考様式）とは異なる、GMRA（Global Master Repurchase Agreement）やMRA（Master Repurchase Agreement）などを雛型とした契約書が締結されていることが一般的とみられるが、こうした場合でも、事前通知を行った上で取引相手方との合意が成立すれば、フェイルチャージの請求が可能と考えられる。
  - 実際、米国がフェイルチャージを導入した際にも、同様の方法（事前通知の送付）により、フェイルチャージが導入されている。

債券現先取引等研究会においては、上記の法的な論点に対する事務局整理を踏まえつつ、

「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」(案)について、以下のような検討が行われた。

(導入前の準備)

- ・フェイルチャージ導入前の通知文書については、フェイルチャージを請求する者が取引相手方に送付するのではなく、少なくとも取引当事者の一方が送付すれば、双方からのフェイルチャージ請求が可能とされた。

(計算・請求)

- ・フェイル発生時にフェイルチャージの請求を行わなかった場合や、請求は行ったものの相手方からの支払がなかった際にこれを看過した場合、損失補填にあたるかどうか確認が行われた。この点は、個別の事例については、当局に照会が必要となる可能性もあり、事前に全てのケースについて整理することは難しいとされた。
- ・個別取引明細書等の送付を行っていない場合には、個別取引明細書等における通知を省略できることとされた。

(受払い)

- ・フェイルチャージの受払いにおける下限は5万円とし、5万円未満の金額については、受払いを省略することができるものとされた。また、当該下限の適用にあたっては、市場での取扱いを統一し、事務効率化を図る観点から、原則としてネットベースに統一してはどうかとの意見がみられた一方、信託銀行の他人勘定では、基本的にグロスベースでの受払いとなる可能性があるとの意見がみられた。これを踏まえ、グロス・ネットベースのいずれの受払いを行うことも可能であるとの幅を持たせた取扱いを維持しつつ、同時に市場全体での事務効率化や円滑な導入を図る観点から、「グロスで受払いを行う場合はグロスで下限を適用し、ネットの受払いを当事者間で合意した場合はネットで下限を適用する」ことを原則として明示することにより、市場での取扱いを統一(受払いを行う段階で、当該金額に対して下限を適用する方法に一本化)するよう促すこととされた。
  - グロス(ネット)で受払いを行っているが下限の適用をネット(グロス)で行う取扱いについては、当事者間で十分に確認の上で、例外的処理として対応することは可能と理解されるが、あくまで原則は、「受払い」と「下限の適用」のベースを合わせることがシンプルであり、望ましいと整理された。

その後、債券現先取引等研究会より「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」(案)及び同研究会における上記の検討結果について、本ワーキング・グループに対し報告が行われ、委員に対する意見募集が行われた。この意見募集結果を踏まえ、以下の確認及び取扱指針の見直しが行われた上で、「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」が本ワーキング・グループにおいて了承された。

#### (本取扱指針の目的)

- ・本取扱指針の位置付け（RTGS ガイドラインとの関係）や対象としている取引を明確にする観点から、取扱指針の目的を明示することとされた。
  - 「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」については、RTGS ガイドラインにおいて市場慣行として導入されるフェイルチャージの導入前の準備や計算・請求、受払い等の実務を定める取扱指針と位置付けられ、売買取引及びレポ取引（条件付売買取引及び貸借取引）が対象となる。なお、当該取扱指針については、RTGS ガイドラインと別に定めることにより、市場における実務的な要請に応じた機動的な見直しが可能となる。

#### (導入前の準備)

- ・統一的な事務取扱の観点から、フェイルチャージ請求の対象となる取引が取引当事者間で明確な場合においても、個別取引明細書等の送付を行っている場合には、通知を省略せず、一律に通知を行うこととされた。
- ・非居住者取引にフェイルチャージを導入するにあたっては、本取扱指針に沿って対応することとし、非居住者取引において追加的に取扱指針に盛り込むべき事項は特になく確認された。

#### (計算・請求)

- ・フェイル期間中にフェイルチャージの計算上の参照レートが変更された場合は、変更実施日の翌日以降のフェイル期間において、変更後の参照レートを適用することとされた。また、日本銀行の金融政策運営における政策金利そのものが、無担保コールレート（オーバーナイト物）から別のもので変更された場合には、暫定的に変更前の参照レートにより計算を行うとともに、速やかに参照レートの見直しを検討することとされた。
- ・フェイルチャージの計算方法等の見直しについては、フェイルチャージ導入後のフェイルの抑制効果等を踏まえつつ、本ワーキング・グループにおいて検討を行うこととされた。

#### (受払い)

- ・会計や税務の取扱いについては、個社の事情により様々なケースが考えられることから、取扱指針においては、統一的な取扱いを定めないこととされた。ただし、日証協において会員向けの経理処理参考例の作成を予定していることから、その検討結果については市場参加者にも広く回付することとされた。
- ・請求書については、最低記載事項を RTGS ガイドラインや取扱指針の Q&A に記載するか否かを検討することとされた。

なお、同取扱指針については、今後、フェイルチャージの導入に係る事前通知や個別

取引明細書等（コンファメーション）における記載の雛型、フェイルチャージの導入に当たり実務的に必要な Q&A 等の検討を行った後、追加で見直しが必要か確認を行った上で、最終的に確定し、公表することとされた。

#### 【「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」のポイント】

##### 1. 目的

- ・取扱指針は、RTGS ガイドラインに定めるフェイルチャージの取扱いのうち、フェイルチャージの導入前の準備や計算・請求、受払い等の実務の取扱いを定める。対象取引は、売買取引及びレポ取引（条件付売買取引及び貸借取引）とする。

##### 2. 導入前の準備

###### （契約関連）

- ・レポ取引におけるフェイルチャージの導入にあたっては、RTGS ガイドラインにおいてフェイルチャージの取扱いが定められていることにより、追加的な契約の締結や締結済みの現行契約の改訂は要しない。また、レポ取引と同様、売買取引に係るフェイルチャージの取扱いについても、RTGS ガイドライン及び本取扱指針に沿って対応する。
- ・現金担保付債券貸借取引については、フェイル時の取扱いを明確にするため、取引当事者間で「フェイルに関する覚書」を締結することが推奨される。

###### （事前通知）

- ・フェイルチャージの導入に際し、事前通知を送付することが推奨される。通知文書について、取引相手方から異論がなく、通知文書が定めるフェイルチャージ導入の期日以降に、新たな取引を行った場合は、合意が成立したものとみなされる。
- ・通知文書は、少なくとも取引当事者の一方が取引相手方に対し、手交、郵送、ファックス、電子メール等の方法により送付する。今後、通知文書の雛型を作成し、フェイルチャージの請求、対象取引、計算方法を明記する。

###### （個別取引明細書等における通知）

- ・フェイルチャージ請求の対象であることを明示し、請求の根拠とするため、個別取引明細書等（コンファメーション）においてその旨を示す文言を追加記載することを推奨する。当該記載により、取引当事者間で事前通知に基づき、フェイルチャージの請求について合意が成立した取引であることの確認を行う。今後、当該記載の雛型を作成する。

##### 3. 計算・請求

###### （計算）

- ・フェイルチャージは、以下の計算式によって算出する。参照レートとは、日本銀行の金融政策運営における政策金利（無担保コールレート（オーバーナイト物））の誘導目標（レンジの場合はその下限）とする。

$$\sum_{\text{フェイル期間}} \frac{1}{365} \times \max(3\% - \text{参照レート}, 0) \times \text{受渡金額}$$

(請求)

- ・フェイルチャージの請求は、フェイルされた受け方がフェイルした渡し方に対して行う。
- ・請求は、1ヵ月毎にまとめて行うものとし、月初から月末までのフェイル期間(暦日ベース)にかかるフェイルチャージを合計した金額を請求する。
- ・請求者は、フェイルチャージの計算対象月の翌月の第10営業日までに、フェイルの相手方にフェイルチャージを請求する。

#### 4. 受払い

- ・フェイルチャージの受払いにおけるネッティングについては、取引当事者間で十分に確認を行うものとする。
- ・フェイルチャージの受払いは、フェイルチャージの計算対象月の翌月内に完了させる。
- ・取引当事者間で合意すれば、フェイルチャージの受払いをネッティングすることができる。
- ・事務処理の効率化を図り、過小な金額の受払いを回避するため、取引当事者間で合意すれば、受払い金額の下限を5万円とし、5万円未満のフェイルチャージ金額の受払いを省略することができる。

## 8. 海外約定分に係るフェイルチャージ請求・授受の実務に関する分科会<sup>11</sup>における検討内容について

海外約定分に係るフェイルチャージの請求・授受に係る実務については、非居住者取引に関連するメンバーにより、「海外約定分に係るフェイルチャージ請求・授受の実務に関する分科会」が設置され、検討が行われた。

分科会では、非居住者取引にフェイルチャージを円滑に導入する観点から、想定される取引の類型化を行った上で検討が行われ、本ワーキング・グループの委員に対する意見募集のほか、非居住者との取引やカストディアン業務を行っている先の意見も踏まえて検討を行った。その結果、非居住者取引にフェイルチャージを導入するにあたっては、「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」に沿って対応することとし、非居住者取引において追加的に指針等に盛り込むべき事項は特にないと整理でよいとの報告が本ワーキング・グループに対して行われた。その際、併せて2001年のRTGSガイドライン策定後の国債決済に係るオフショア円決済などの国際的な動向や米国における先行事例を踏まえ、フェイル慣行(フェイルチャージ)の適用範囲やカストディ銀行の位置付けについて、以下の整理が行われた。

特にフェイル慣行(フェイルチャージ)の適用範囲について、非居住者取引へのフェ

<sup>11</sup> p.9の脚注3を参照。

イルチャージの円滑な導入の観点から検討が行われ、日銀ネットにおける DVP 決済に加えて、ユーロクリアやクリアストリームなどのオフショア円決済もフェイルチャージの対象とすること、全ての DVP 決済が対象となり、「取引当事者間で双方の債権債務を明確に保全した形で合意した場合において、同一日に国債と資金の決済を行うことを前提とした取引」(アゲンスト決済)も対象に加えること、アゲンスト決済以外の FOP 決済や資金不足等による国債の受け方の決済未了については、フェイル慣行の適用対象に含めず、当事者間で対応すること、が適当とされた。その後、この点についての報告が本ワーキング・グループに対して行われ、分科会からの報告のとおりフェイルチャージの適用範囲等を取り扱うことが本ワーキング・グループにおいて了承された。

#### 【非居住者取引に関する分科会整理】

##### 1. RTGS ガイドラインの適用範囲 (オフショア円決済等の取扱い)

- ・非居住者間の取引においては、ユーロクリアなどにおいて、オフショア円決済が行われる場合がある。
- ・現行の RTGS ガイドラインは、日銀ネットにおける DVP 決済を前提としており、非居住者取引についても、日銀ネットにより決済が行われる場合、RTGS ガイドラインの適用対象となる。一方、ユーロクリアやクリアストリームなどにおけるオフショア円決済については、現行の RTGS ガイドラインでは、取扱いを定めていない。
- ・この点について、公平性の観点から、非居住者取引を含む全ての DVP 決済について、フェイルチャージが賦課されることが望ましいとの意見がみられることから、ユーロクリアやクリアストリームなどのオフショア円決済 (DVP 決済<sup>(注)</sup>) についても、RTGS ガイドライン等において、フェイルチャージ慣行の適用対象となることを明記することが適当。
- ・なお、ループや複数の取引が連鎖している状況において、非居住者が関連するフェイルに遭遇した場合、チャージを受け取れない一方で、支払のみ負担する立場に置かれる可能性があるが、この場合にもフェイルチャージの授受について合意をしている先に対しては、フェイルチャージの支払を行う必要がある。フェイルチャージの授受について合意しない先との取引の継続等の対応は、個社の判断に委ねることで問題ない。

(注) DVP 決済には、取引当事者間で双方の債権債務を明確に保全した形で合意した場合において、同一日に国債と資金の決済を行うことを前提とした取引 (the delivery of government securities against the payment of funds on the same date、アゲンスト決済) を含む。

##### 2. フェイル慣行の適用範囲 (FOP 決済の取扱い)

- ・証券会社の国内法人と海外現法の間や海外の投資家との取引など、いわゆるクロスボーダーの取引においては、日銀ネットでは FOP で決済される場合がある。

- ・上記 1. の RTGS ガイドラインの適用範囲において、フェイルチャージの対象となる取引を「全ての DVP 決済（決済指図において資金と証券が紐付きになっているアゲンスト決済を含む。）」と定義することにより、ユーロクリア、クリアストリームにおける決済のみならず、国内証券会社と関連海外証券会社（国内証券会社の海外子会社、親会社等）との間の決済や、海外投資家間の決済においても行われている「証券は日銀ネットで決済を行うが資金決済は市中銀行で行うケース」についても、フェイルチャージの対象に含まれると解釈される。つまり、いわゆる日銀ネットにおける FOP 決済もフェイルチャージの対象に一部含まれることになる。
  - ・上記の実質的な DVP 決済以外の FOP 決済による取引は、フェイル慣行の対象とならない。従って、こうした FOP 決済に係るフェイルチャージの取扱いは、フェイル慣行に拠らず、取引当事者間で対応することになる。
3. フェイル慣行の適用範囲（資金不足による決済未了の取扱い）
- ・海外においては、決済指図の未達や誤りなどの事務ミスにより、国債の渡し方のフェイルのほか、資金不足等による国債の受け方の決済未了が発生することが少なくない。
  - ・この点については、現行の RTGS ガイドラインに則り、渡し方に起因するフェイルについては、フェイルチャージの対象となる一方、受け方の事務ミス等に起因する資金不足等による決済未了については、フェイル慣行の適用対象に含めず、当事者間で対応すること<sup>(注)</sup>が適当で、フェイルの定義の見直しは特に行わないことで問題ない。
- （注）RTGS ガイドラインでは、「国債の受け方が資金を用意できないことにより決済未了に陥る状態は、認めないこととする」（フェイルに関するガイドライン 3.（3））、「本ガイドラインに定めるフェイル以外の決済未了については、当事者間において対応することとする。」（同（4））とされている。
4. カストディ銀行の位置付け
- ・フェイルチャージの請求や授受に関する合意は約定当事者間において形成されるものであり、カストディ銀行は約定当事者間の合意形成に関与しないことになる。カストディ銀行は、約定当事者等との契約に基づき、フェイルの認定に係る情報の約定当事者への提供などを行う。なお、約定当事者以外の原因によるフェイルの責任の明確化については、関係する当事者間で対応することによい。
5. 非居住者取引におけるフェイルチャージの実務の取扱い
- ・フェイルチャージの実務に関する取扱指針（債券現先取引等研究会作成）については、特段、非居住者については考慮されていないとのことであったが、非居住者取引にフェイルチャージを導入するにあたっては、同取扱指針に沿って対応することとし、非居住者取引において追加的に指針等に盛り込むべき事項は特にな

いと整理でよい。

6. 導入後の見直しについて

- ・フェイル慣行の見直しから 1 年後を目処に、非居住者取引において見直し後の慣行の機能や効果を検証し、慣行の更なる見直しが必要か検討する機会を設けることが適当。

## 9. 「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」及び日証協規則の改正について

新たな慣行等の策定を要するその他の方策については、事前に挙げられた検討事項に関し、一通りの結論が得られ、本ワーキング・グループの委員間で認識が共有された。その後、これまでの検討を踏まえて、今後の検討で改めて確認を必要とする事項について委員に対し意見募集を行ったところ、特段の意見は寄せられなかった。このため、フェイルチャージの導入を始めとするこれまでの検討内容については、本ワーキング・グループにおける結論として確定することとされた。

また、これまでの既存のフェイル慣行の修正等に当たる方策及び新たな慣行等の策定を要するその他の方策についての検討の結果を踏まえて、事務局より、RTGS ガイドライン及び日証協規則について、以下の改正案が示され、了承された。

### 【RTGS ガイドライン改正のポイント】

・ 総論

(1. 目的)

- ・ 今般のフェイル慣行見直しの趣旨を明らかにする観点から、本ワーキング・グループの設置等、フェイル慣行の定着に向けた見直しの経緯を追記する。

(2. 実施時期)

- ・ 今般のフェイル慣行見直しに伴い、見直し後の RTGS ガイドラインの実施時期を明記する。

・ 決済の円滑化に関するガイドライン

(2. カットオフ・タイム等の設定)

- ・ カットオフ・タイム等の見直しに係る【対応方針】(5.(2)参照)に基づき、以下の改正を行う。

- カットオフ・タイムは、14:00 とする(この場合、日銀ネット国債系の原則的な運行スケジュールに基づくリバーサル・タイムは、14:00~16:30 の間である)。これに伴い、「日銀ネット国債系稼働終了時刻が延長された場合のカットオフ・タイムの運用について」は削除する。

- 日銀ネット国債系の稼働終了時刻の 30 分前から稼働終了時刻までの間については、主として、決済の内容に過誤があった場合の訂正等を行うものとする。

#### ・フェイルに関するガイドライン

##### ( 2 . フェイル解消の誠実努力義務 )

- ・フェイル時の経緯説明に係る【対応方針】( 6 . ( 3 ) 参照 ) に基づき、以下の記載をフェイル解消の誠実努力義務として追加する。

「フェイル発生時にフェイルした渡し方は、フェイルされた受け方よりフェイル発生の経緯説明を求められた場合は、経緯説明に努めなければならないものとする。」

##### ( 3 . フェイルに関するガイドラインの前提 )

- ・【非居住者取引に関する分科会整理】( 8 . 参照 ) を踏まえ、フェイルチャージの適用対象について、以下の改正を行う。

- フェイルとして取り扱うためには、「DVP 決済 ( 取引当事者間で双方の債権債務を明確に保全した形で合意し、国債と資金を同一日に決済を行う場合を含む。 ) 」が前提となる。
- 上記の DVP 決済は、ユーロクリアやクリアストリームなど海外における DVP 決済を含む。

- ・空レポ規制に係る【対応方針】( 6 . ( 1 ) 参照 ) に基づき、以下の改正を行う。

- フェイルに関するガイドラインの対象となる取引は、売買取引及びレポ取引 ( 条件付売買取引のスタート取引及びエンド取引並びに貸借取引の貸出及び返済 ) とする。
- 売買取引及びレポ取引の受渡しについては、売買取引の空売りにあたっては、「債券の空売り及び貸借取引の取扱いに関する規則」、レポ取引にあたっては同規則又は「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」に定める方法により行う。

##### ( 4 . フェイル・コストに関する考え方 )

- ・フェイル・コストに関する考え方 ( フェイルチャージの導入 ) に係る【対応方針】( 5 . ( 1 ) 参照 ) を踏まえ、以下の記載を追加する。

- フェイルされた受け方は、フェイルした渡し方に対して、フェイルチャージを請求できる。

##### ( 5 . フェイルチャージの取扱い < 新設 > )

- ・フェイル・コストに関する考え方 ( フェイルチャージの導入 ) に係る【対応方針】( 5 . ( 1 ) 参照 ) 及び【「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」のポイント】( 7 . 参照 ) 【非居住者取引に関する分科会整理】( 8 . 参照 ) を踏まえ、「 5 . フェイルチャージの取扱い」を新設。以下の記載を行う。

- フェイルチャージの導入前の準備や計算・請求、受払い等の実務については、「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」に基づき行う。
- フェイルチャージは、全ての DVP 決済について請求できる。

- フェイルチャージを導入するにあたっては、「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」に定める事前通知などの方法により、取引当事者間で事前の合意が成立している必要がある。
- フェイルチャージの算出は、以下の方法により行う。なお、計算式の定義等は「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」による。

$$\sum_{\text{フェイル期間}} \frac{1}{365} \times \max(3\% - \text{参照レート}, 0) \times \text{受渡金額}$$

( 6 . カットオフ・タイムの設定に係るフェイルの取扱い )

- ・カットオフ・タイム等の見直しに係る【対応方針】( 5 . ( 2 ) 参照 ) に基づき、以下の改正を行う。
  - 当事者間合意がある場合は、カットオフ・タイム以前にフェイルとして取り扱うことができるものとする。

( 別 紙 )

- ・フェイルチャージの導入に伴い、RTGS ガイドラインの別紙「『フェイル・コストに関する考え方』における暫定的な取扱いについて」は廃止する。

#### 【日証協規則改正のポイント】

- ・空レポ規制に係る【対応方針】( 6 . ( 1 ) 参照 ) に基づき、日証協の空売り規則 ( 「 債券の空売り及び貸借取引の取扱いに関する規則 」 ) 及び「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」について、以下のとおり改正を行う。
  - 「債券の空売り及び貸借取引の取扱いに関する規則」において、現行の債券の空売りを行った場合の受渡しに加え、債券貸借取引において貸出又は返済を行う場合の受渡しの方法を新たに定める。また、「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、現先取引において売手としてスタート取引を行う場合又は買手としてエンド取引を行う場合の受渡しの方法を新たに定める。

## 10 . 今後のスケジュール等について

今般のフェイル慣行見直しに向けたスケジュールについて検討が行われ、以下の事務局案が示された。

#### 【事務局案】

- ・フェイル慣行の見直しに向けたスケジュールについては、その他の方策に関する論点の検討や、債券現先取引等研究会や海外約定分の取扱いに係る実務に関する分科会からの実務的な論点の検討結果について本ワーキング・グループにおける確認の

後、2010年度初を目処に最終報告書やRTGSガイドライン・日証協規則の改正案の公表を行うことを予定している。その後、フェイルチャージの導入に係る事前通知や個別取引明細書等における記載の雛型やフェイルチャージの導入に当たり実務的に必要なQ&A等の検討、RTGSガイドライン・日証協規則の改正案のパブリック・コメントを経て、一定の周知期間の後、今般のフェイル慣行の見直しに係るRTGSガイドラインや日証協規則等の改正の施行を行うこととなる。

- ・米国の導入事例を参考にすると、フェイルチャージの導入に当たり実務的に必要な事前通知等の雛型を2010年6月に公表することを前提とした場合、2010年10月を目処にフェイル慣行見直しの導入時期とすることが考えられる。なお、最終報告書にも、上記の事前通知等の雛型の公表時期とそれを前提とした導入時期の目処を記載する。

これに対し、委員に対する意見募集やその後の本ワーキング・グループにおける議論では、フェイルチャージの導入に係る事前通知や個別取引明細書等における記載の雛型やフェイルチャージの導入に当たり実務的に必要なQ&A等の検討を、2010年6月までに行うのであれば、2010年10月から導入することで問題ないとの意見が大勢を占めた。ただし、一部先からは、システム面での対応等から、年末年始頃の導入を望む声も聞かれた。こうした検討の結果、以下の対応方針が了承された。

#### 【対応方針】(別紙2参照)

- ・今般のフェイル慣行見直し(フェイルチャージ等)の導入時期については、フェイルチャージの導入に係る事前通知等の雛型やQ&A等の検討が終わる予定の2010年6月の段階で改めて市場参加者に確認を行い、状況によっては年末頃まで後ずれさせることも視野に入れつつ、当面は、2010年10月からの導入を目処に今後の検討を進める。

なお、フェイルチャージの導入日の取扱いについて、事務局より、以下の検討上の論点が示された。

#### 【検討事項】

- ・フェイルチャージ導入時においては、取引の約定日を基準としてフェイルチャージの対象とするか否かを区分することが考えられる。これに対して、JGBCCで清算される取引については、JGBCCが債務引受を行った後、約定日に拘らず同一の決済日の取引について、ネットィングを行った後に決済を行っている。このため、フェイルが発生した場合に、フェイルした原取引や当該取引の約定日を特定することはできない。従って、フェイルチャージの導入時においては、約定日ではな

く決済日（受渡日）を基準として、フェイルチャージの対象とするか否かを区分することが想定される。

- ・この点、円滑なフェイルチャージの導入を図る観点から、フェイルチャージの導入日前後において、フェイルチャージの対象となる取引と対象外の取引を区分管理する上で、以下のどちらの取扱いが適当か。
  - 仮に導入時において、相対で決済される取引は「約定日」、JGBCC で清算される取引は（市場慣行の例外的な取扱いとして）「決済日（受渡日）」を基準として、フェイルチャージの対象とするか否かを区分する場合、同一の約定日や決済日の取引であっても、フェイルチャージの対象となるか否かの取扱いが異なることとなる。
  - 他方、相対で決済される取引についても JGBCC で清算される取引と同様に「決済日（受渡日）」を基準とする取扱いとする場合、フェイルチャージの対象となるか否かの基準が同一となる。ただし、この場合、導入日以前に約定される取引についても、フェイルチャージ導入に係る当事者間の合意が成立している必要があるケースが想定され、事前通知の送付等を前もって行う必要がある。

上記の検討上の論点について、委員に対する意見募集結果を踏まえ、以下の対応方針が示された。これに対し、本ワーキング・グループにおける議論では、特段の反対意見はみられず、以下の対応方針が了承された。

#### 【対応方針】

- ・導入時における事務の統一の観点から、JGBCC で清算される取引と同様に、相対で決済される取引についても「決済日（受渡日）」を基準にフェイルチャージの対象とするか否かを区分することとする。
- ・上記の対応方針については、導入日以前にスタートし導入日以降にエンドフェイルとなった取引や、導入日以前からフェイルが継続している取引等の取扱いの詳細を、RTGS ガイドライン又は取扱指針の Q&A に記載することを検討する。

この他では、以下のような意見がみられた。

- ・フェイル慣行見直しの導入時期については、各参加者への周知徹底や準備期間を十分確保すべきとする意見や、今後、詳細な定義等を補足するための Q&A や通知文書の雛型等を作成すべきであるとの意見が複数みられた。
- ・フェイル慣行の見直し後、フェイルの発生状況をみながら、一定期間後に制度の見直しについて再度検討の場が必要であるとの意見がみられた。

上記の意見を踏まえ、今般のフェイル慣行見直しの後、フェイル慣行の定着状況やフェイルチャージ等によるフェイル頻発の抑制効果をフォローし、追加的に見直しが必要かの検討を行うため、本ワーキング・グループにおいて、今後、導入後の見直しの仕組みを検討することが確認された。

## 11. おわりに

本最終報告書では、フェイル慣行の更なる定着に向けた見直しの具体的内容やその趣旨について、取りまとめている。

わが国では、フェイル慣行が広く定着している米国とは異なり、平時のフェイル発生率はきわめて低い水準に止まっている。こうした背景には、市場関係者によるフェイル回避に向けた努力がある一方で、フェイル慣行そのものが容認されていないこともある。平時においてもフェイルは起こり得るが、特に2008年のリーマン・ブラザーズ破綻後のような緊急時においては、フェイルが頻発しやすく、フェイルに対応できない状況は市場の混乱に拍車をかけるおそれがあり、フェイル慣行の定着を図り、幅広い市場参加者がフェイルに対応できることの重要性が改めて認識されてきたところである。

他方、今後フェイル慣行の定着を図っていくとしても、低金利環境下でフェイルが頻発する状況は、円滑な決済や未決済残高の抑制の観点から望ましいことではない。このため、フェイルチャージの導入を始めとするフェイルの頻発を予め抑制する仕組みを整備しておくことも必要である。

わが国においては今後、フェイルの頻発を抑制しつつ、フェイル慣行の更なる定着を図ることの重要性と今般の見直しの趣旨について、幅広い関係者の理解浸透に向けた対応とともに、「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」に則り、フェイルチャージ導入に際しての事前通知の送付や、現金担保付債券貸借取引における「フェイルに関する覚書」の締結、システム面での対応など、実務上フェイルに対応可能な事務処理体制の構築に向けた取組みを、各市場参加者において進めることが期待される。

以 上

カットオフ・タイム等の見直し

1. カットオフ・タイムの前倒し  
 カットオフ・タイムについては、フェイル確定後の事務処理や余剰資金の運用に配慮し、14:00 とする。

2. リバース・タイムの設定  
 上記のカットオフ・タイムから日銀ネット国債系終了時刻までをリバース・タイムとする。  
 ただし、16:00～16:30 は、主として、それまでに送信された国債受渡依頼電文に係る決済や決済の内容に過誤があった場合の訂正等を行う。

3. カットオフ・タイム以前でのフェイル確定  
 当事者間での合意があれば、カットオフ・タイム以前にフェイルを確定することを可能とする。

	ガイドライン 見直し後（通常）	現行ガイドライン （通常）
12:00		
13:00		
14:00	14:00 カットオフ・タイム	
15:00	14:00～16:30 リバース・タイム  *ただし、16:00～16:30 は、主として、それまでに送信された国債受渡依頼電文に係る決済や決済の内容に過誤があった場合の訂正等を行う。	15:30 カットオフ・タイム
16:00		15:30～16:30 リバース・タイム
16:30	日銀ネット国債系終了	日銀ネット国債系終了

フェイル慣行の見直しに向けた今後のスケジュール

	フェイル WG (レポ研、海外分科会)	(参考) 米 国
2010年 4月	<ul style="list-style-type: none"> <li>最終報告書の公表</li> <li>RTGS ガイドライン、日証協規則等の改正案を公表 (パブリック・コメント後、改正内容を確定、公表)</li> </ul>	(2008年11月) <ul style="list-style-type: none"> <li>TMPG、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</li> </ul>
4 ~ 5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>フェイルチャージ導入時の事前通知や個別取引明細書等 (コンファメーション)における記載の雛型、Q&amp;A (フェイルチャージ導入に当たり実務的に必要なもの)等の作成</li> </ul>	
6月	<ul style="list-style-type: none"> <li>「フェイルチャージの実務に関する取扱指針」を確定、公表</li> <li>フェイルチャージ導入時の事前通知や個別取引明細書等における記載の雛型を公表</li> <li>RTGS ガイドライン、日証協規則等の改正の施行時期を正式公表</li> </ul> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin: 10px auto;">             RTGS ガイドライン、日証協規則等の改正内容 (フェイルチャージ導入等)の周知期間           </div>	(2009年1月) <ul style="list-style-type: none"> <li>TMPG、フェイルチャージ慣行の開始日を5/1日とすることを公表</li> <li>TMPG 及び SIFMA、“U.S. Treasury Securities Fails Charge Trading Practice”を公表 (フェイルチャージ導入時の通知書やコンファメーションの雛型を公表)</li> </ul>
7 ~ 9月	<ul style="list-style-type: none"> <li>Q&amp;A 等の公表</li> </ul>	
10月 (目処)	<ul style="list-style-type: none"> <li>RTGS ガイドライン等の改正の施行 (フェイルチャージ導入等)</li> </ul>	(2009年5月) <ul style="list-style-type: none"> <li>フェイルチャージ慣行の開始</li> </ul>