

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
中間報告書

2009年11月26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

債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ中間報告書（骨子）

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

(1)フェイルチャージ関連

(2)カットオフ・タイム関連

(3)バイ・イン関連

(4)誠実努力義務関連

(5)情報開示関連

(6)マージン・コール関連

5．具体的な検討内容について

(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．今後の検討事項等について

債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ名簿

2009年11月現在

主査	櫻井 祥文	(野村証券)	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	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
"	井上 和彦	(福岡銀行)	東京事務所 主任調査役
"	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
"	植田 修彰	(JP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
"	大西 晋也	(セントラル短資)	マーケット営業部 次長
"	加瀬 英喜	(シティグループ証券)	グローバル・マーケット本部 資金トレーディング部 ディレクター
"	上川 浩志	(農林中央金庫)	資金為替部 資金市場班 部長 代理
"	柄澤 利之	(日本相互証券)	レポートトレーディング部長
"	岸 元 努	(三菱東京UFJ銀行)	円貨資金証券部 上席調査役
"	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ジャー
"	黒住 匡央	(日本生命保険)	資金証券部 資金グループ 課長
"	新藤 裕司	(日本国債清算機関)	企画グループ 調査役
"	田口 研吾	(ゴールドマン・サックス証券)	金利トレーディング部 ヴァイスプレジデント
"	寺田 博幸	(大和証券エスエムピーシー)	市場資金部 課長代理
"	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
"	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
"	森 剛敏	(三菱東京UFJ銀行)	決済事業部 次長
"	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

オザ-バ- 河野高伸（金融庁 総務企画局市場課 課長補佐）
" 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）
" 鈴木啓嗣（財務省 国債業務課 課長補佐）
" 村國 聡（日本銀行 金融市場局
金融市場整備担当 総括
企 画 役

以上 23名
（敬称略・五十音順）

債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ中間報告書 (骨子)

1. ワーキング・グループ設置の趣旨

昨年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」を本年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体制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欠かせないとの意見が出された。

こうした市場関係者の意見を踏まえ、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. 具体的な検討内容について

検討事項のうち、中間報告までの会合においては、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行った。

(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を踏まえ、日証協の会員に止まらず、各業態の

日本証券業協会では、日銀ネットにおける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軽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、国債と資金を同時に決済するDVP決済を前提としたフェイル慣行を定めている。

代表等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よう検討を進めていくこととされた。

また、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。その際、意図的なフェイルと意図せざるフェイルを峻別せずに検討を進めることとされたほか、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まま検討を進めることとされた。

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）」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。

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、今後 3%を念頭に置いて検討を進めることとされた。

フェイルチャージの適用範囲について

フェイルチャージの適用範囲については、海外約定分やループ取引への適用が議論されたが、例外なく適用することとされた。

(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を確定することを可能とすることとされた。

	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 リバーサル・タイム	15:30 カットオフ・タイム
16:00		15:30～16:30 リバーサル・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

4 . 今後の検討事項等について

今後の本ワーキング・グループにおいては、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」、「情報開示関連」及び「マージン・コール関連」について検討することを予定している。

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を依頼することとなった。また、海外約定分に係るフェイルチャージの請求・授受に係る実務については、関連する少数メンバーによる分科会を設け、具体的な検討を行う予定である。

以 上

債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ中間報告書 (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」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、昨年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」を本年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。

本中間報告書は、第1回会合(6月10日)から第8回会合(10月7日)までの検討事項及びその対応を取りまとめたものである。

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

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」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「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。

「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」(～抜粋～)

・フェイルに関するガイドライン

1. フェイルの定義

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.1の脚注を参照。

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。

(SIFMA 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
- ・フェイル取引のマージン・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）
- ・フェイル取引のマージン・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相手先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の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ヵ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、フェイルを受けた清算参加者は、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1ヵ月分をまと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等、投資家への事務負担に配慮。

契約上の手続き

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 がひな形を作成)を行い、(ロ)コンファメーションにおいて、ひな形(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体制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、フェイルの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の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、以下の意見が寄せられた。

(1) 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の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。

(2) 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。
- ・このほか、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。

(3) 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。

(4) 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、（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。

本中間報告書における「空レポ」の定義については、今後のワーキング・グループ内において検討。

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。

(5)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)、個社別のフェイル件数・金額、フェイル発生銘柄等が挙げられた。

(6)マージン・コール関連

- ・リスク管理の観点から、エンドフェイル後のレポ取引について、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、中間報告までの会合において、「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. 具体的な検討内容について

(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

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。

（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多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の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当か。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し時のフェイルペナルティ（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、フェイルが意図的な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せずに検討を進めることとされた。

(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る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、位置付けに拘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まま検討を進めることとなった。

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。

- ・米国と同水準で良いとする意見・・・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惧れがある。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、米国よりやや高めの水準の方が良いのではないか。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となってしまう点を考慮し、今後3%を念頭に置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今後、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。また、今後の検討次第では、導入前にも水準を見直し得ること。
- ・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 (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ト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。
- ・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はじ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。

(ループ取引への適用)

フェイルチャージのループ取引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、ループ取引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。

- ・ループ取引の際に、フェイルチャージ請求の取止めや簡略化(ネッティング)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。
- ・ループ取引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、各社の体系的な制約も踏まえつつ、検討を行うこと。また、分割決済(原約定の一部のみを決済すること)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。

(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。

(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。

以上の意見を踏まえ、以下の事務局案が提示された。

【事務局案】（別紙 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。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）。
- ・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。

事務局案については、本ワーキング・グループでの議論や追加的な意見募集においても、特段の反対意見はみられなかった。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、従来の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、時限措置を恒久化したうえで更にオファー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。
- ・14:00への前倒しが必要とする先では、債券の渡し手側より、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、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。

こうした検討の結果、カットオフ・タイムについては、事務局案どおり見直しを行うこととされた。

(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、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、今後の再検討を否定するものではないが、現時点では見直しを見送ることとされた。

6. 今後の検討事項等について

上記のとおり、第8回会合までにおいては、既存のフェイル慣行の修正等に当る方策として、「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。今後、その他の方策の検討結果により再検討される余地があるとしながら、一通りの結論が得られ、本ワーキング・グループのメンバー間で共有された。

今後、本ワーキング・グループにおいては、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」、「情報開示関連」及び「マージン・コール関連」について検討することを予定している。検討事項を具体化するために、委員に対し意見募集を行ったところ、以下の意見が寄せられた。

（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・徹底において、検討すべき内容としては、「フェイル時の経緯説明」や「空レポ規制」、「ループ解消手続」が挙げられた。

➤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、現状でも行われていることから、特段な具体化を要しないとの意見が出された。

➤空レポ規制については、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。
- ・「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」中の「フェイル解消の誠実努力義務」の項目への記載。
- ・フェイル発生時の経緯説明における、債券の渡し方による空レポでないことの証左の提示。

➤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、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。
- ・JGBCC 経由取引の取扱い。

➤日銀の国債補完供給の利用義務付けについては、利用可能な市場参加者がオペ先に限られるため義務化は難しく、また、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の意見が大勢を占めた。

一方、フェイルチャージ導入に際し、誠実努力義務の特段の具体化は不要との意見が出された。

(情報開示関連)

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、個社名は避けた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。

(マージン・コール関連)

エンドフェイル後のマージン・コールについては、リスク管理の観点から行うことが望ましいとの意見が出された一方、システム対応を要するため、慎重な検討を進めるべきであるとの意見が大勢を占めた。

上記の意見募集結果を踏まえ、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、今後の検討事項の洗出しと優先順位付けが行われた。その結果、以下の点について当面検討を進めることとされた。

- ・空レポ規制については、意見募集結果をみると、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ている。現状、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ものの、多くのメンバーが問題意識を共有していることから、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。
- ・フェイル関連の情報開示の拡充については、意見募集結果において情報開示拡充の必要性や範囲について意見が分かれたものの、複数のメンバーから意見が出されていることを踏まえ、空レポ規制の次に検討することとされた。

なお、フェイルチャージについては、こうした本ワーキング・グループで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等、実務的な検討を進めることとしている。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を依頼しており、同研究会で実務的な論点の洗出しが行われているほか、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、関連する少数メンバーによる分科会を設け、具体的な検討を開始している。

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、意見が多かった14:00とする。

2. リバース・タイムの設定
 上記のカットオフ・タイムから日銀補国債系終了時刻までをリバース・タイムとする。
 ただし、当事者間で合意し、リバース・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。
 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の内容に過誤があった場合の訂正等に限り。

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、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に限定。	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	日銀補国債系終了	日銀補国債系終了

フェイル慣行の意義と役割

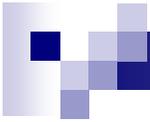
2009年6月10日

日本銀行金融市場局

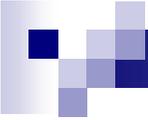


(はじめに)

- 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あり、債券の受渡(デリバリー)が未了であることのみをもって、デフォルトとはしないことが基本となっている。
- フェイル慣行の定着は、取引の円滑化や市場流動性の確保に資すると言われる。幅広い市場参加者における同慣行の定着に向けては、
 - ①フェイルそのもの(デフォルトとの違いやその発生メカニズム)
 - ② 市場流動性等との関係に対する理解促進が必要との指摘がある。

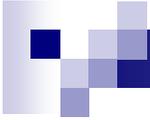


1. フェイルとは



1. フェイルとデフォルトの違い

- フェイルとは、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。
- 債券の取引・決済が円滑に実行されるかどうかは、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（後述）等に大きく影響される。
- このため、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うる。
 - ➔ 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。



2. 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といった緊急時で、決済業務の継続が困難な場合や市場流動性が著しく低下する場合に発生し易い。
- 平時においても以下のような発生事例がみられる。
 - ① 需給が逼迫した場合
 - ② ループが発生した場合
 - ③ 決済指図に誤りがあった場合
 - ④ フェイルの連鎖

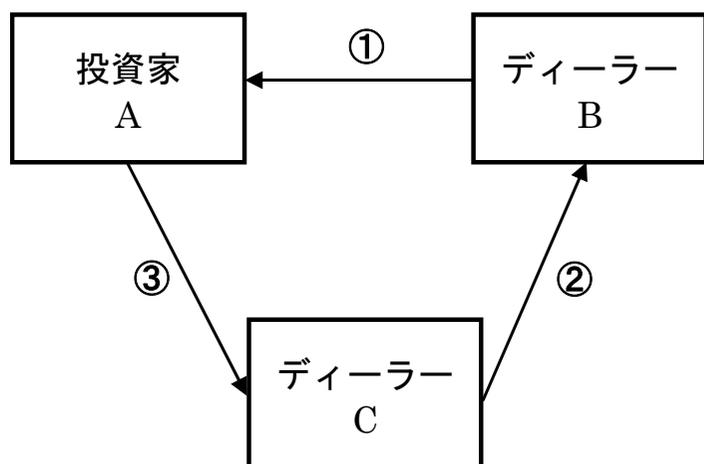


2.(1) 需給が逼迫した場合

- 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等で発生することが多い。また、供給が細りがちな期末近辺にも、需給が逼迫するケースがみられる。

2.(2) ループが発生した場合

- ループとは、下図のように、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。

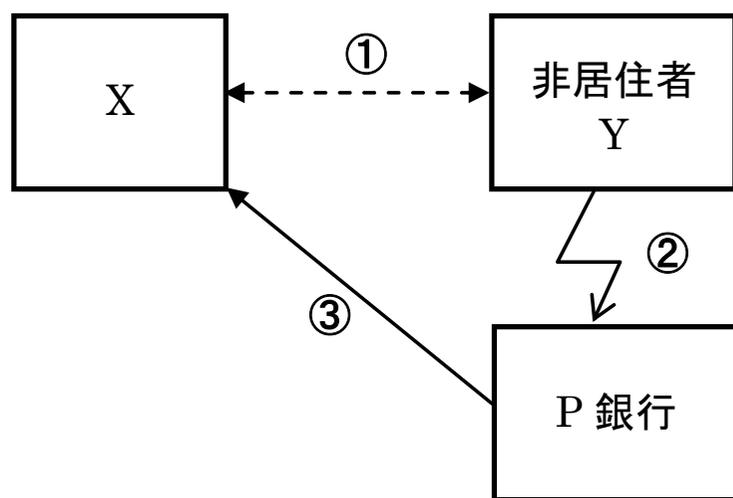


- ① Aは、Bより債券を買入れる取引を約定
- ② Bは、①に基づくAへの受渡に充てるため、Cより同銘柄をSCLレポで借入れる取引を約定
- ③ Aは、①により買入れた同銘柄をCに対してSCLレポで貸付ける取引を約定

- 例えば、ディーラーは、買入れた（又は借入れた）国債を実際に受け渡される前に、当該銘柄を他の参加者に売付ける（又は貸付ける）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、結果として、取引がループのように連鎖することがある。

2.(3) 決済指図に誤りがあった場合

- 非居住者との取引では、時差の問題もあって、決済指図の修正が間に合わないケースがみられる。



- ① Yは、Xに債券を売却する取引を約定
- ② Yは、決済を委託しているP銀行に対し、Xに対する債券受渡のために同銘柄の決済指図を発出
- ③ しかし、②の決済指図に誤りが存在し、受渡できず

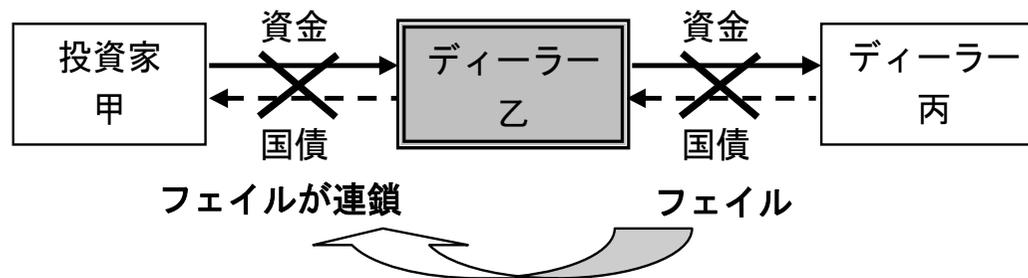
2.(4) フェイルの連鎖

- 国債は広範な市場参加者間で取引されることから、上記のようなケースでフェイルが発生すると、連鎖しやすい。

▼ 当初約定：乙は丙から買入れた国債を甲へ売却することを約定

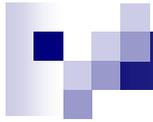


▼ 乙が丙にフェイルされた場合



- このため、フェイルの受け方は、フェイルの起点や発生原因を追求しにくい。

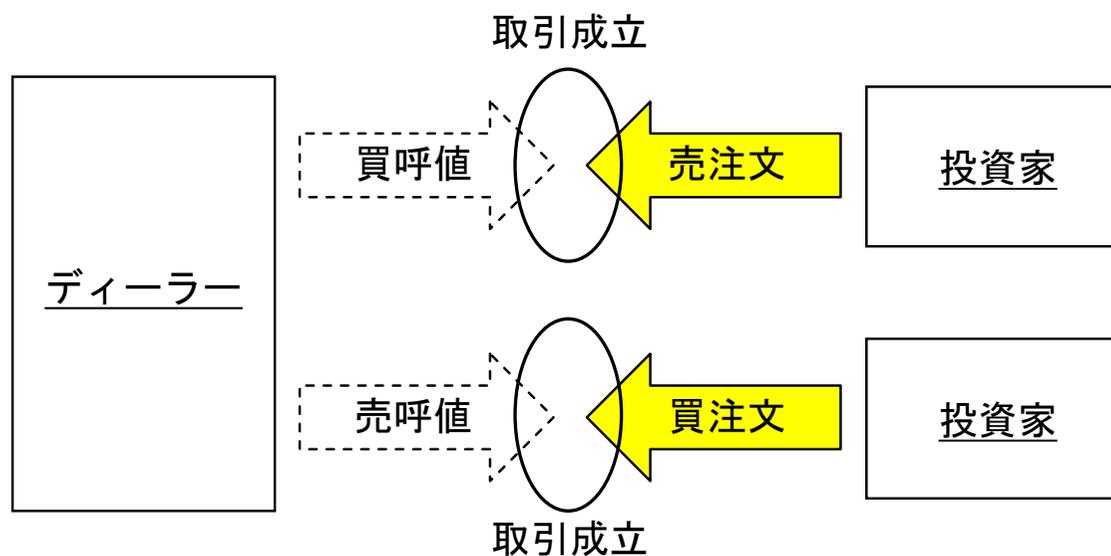




II.市場流動性等との関係

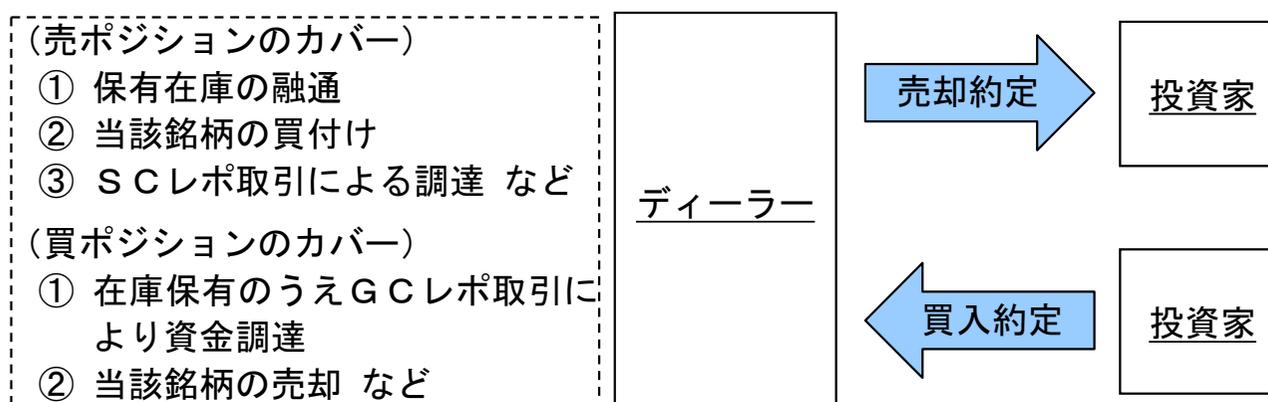
1. 市場流動性を高める機能(1)

- デイラーは、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)。こうした投資家への売買機会の提供が市場流動性の向上に寄与。



1. 市場流動性を高める機能(2)

- マーケットメイクの結果生じたポジションは、レポ市場や売買市場を利用してカバーされており、厚みのあるレポ市場等が効率的なマーケットメイクを可能とし、そうしたマーケットメイクが更にこれら市場の流動性を高める可能性がある。
- また、流動性向上を図るうえでは、投資家を含む幅広い市場参加者の取引(とくに債券供給)スタンスも重要な要素となっている。





2. フェイルと市場流動性(1)

- 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易い面がある。
- 仮に、フェイル慣行が認められず、こうしたフェイルのリスクを完全に回避することが求められる場合には、ディーラーが確実に受け渡すことのできる債券(決済玉)を予め在庫として確保することが必要となる。こうした環境下では、ショート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、取引拡大や価格形成に悪影響を及ぼす可能性がある。



2. フェイルと市場流動性(2)

- 同じくフェイルを回避するために、需給が逼迫した特定銘柄を著しく高いコストでカバーすることは、価格形成に悪影響を及ぼすだけでなく、需給の一段のタイト化により更なるフェイルを誘発するなど、悪循環の原因ともなり得る。
 - ➔ フェイル慣行の定着には、フェイルを容認することで、マーケットメイク能力の制約から生じる悪影響・悪循環を抑制し、市場流動性向上に資するという効用がある。

2. フェイルと市場流動性(3)

- 以上のような平時の流動性向上の観点に加え、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、これを回避する必要。

→ リーマン・ブラザーズ証券破綻時に顕在化。

(参考1) 日本銀行調査論文(2009/1/26) “わが国短期金融市場の動向と課題”

「フェイルの煩雑な事務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。こうした決済進捗の遅延は、フェイル確定の遅れを招くなど、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(P22)」

「GC取引では、・・・フェイル回避や資金繰りの慎重化から、取引自体を忌避する動きもみられた。このように限られた出し手が資金放出を絞ったことでGC取引の流動性は低下した(P23)」

「SC取引では、・・・一部の銘柄の需給が極度にタイト化した。また、このような市場混乱の中でもフェイルを容認しない投資家への国債の引渡し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、SCLレポ・レートが大幅なマイナスとなる銘柄がみられた(P24)」

2. フェイルと市場流動性(4)

- 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、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もある。このため、一定の慣行の下でフェイルを認めるとしても、その多発は望ましくない。

(参考2)TMPG(2009/3/31)“U.S. Treasury Securities Fails Charge Trading Practice”

「フェイルの多発は効率的な決済を阻害するほか、市場参加者の取引縮小を招き、国債市場の流動性を低下させ得る。これは、現物市場のヘッジ機能、マーケット・メイク機能を低下させ、国債市場の機能低下に繋がる。」

(参考3)TMPG(2009/1/5)“Claiming a Fails Charge for a Settlement Fail in U.S. Treasury Securities”

「過去数カ月間、米国債市場ではフェイルが多発した。フェイル発生額は過去に類を見ない水準まで上昇し、国債の流通市場の流動性に悪影響を与えた。こうした状況は、流動性が高いことから米国債を購入している投資家の利益を損なうほか、流動性が高い分だけ発行コストを低く抑えられるといった納税者の利益も損なう。」



2. フェイルと市場流動性(5)

- フェイル慣行は、こうしたフェイル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、可能な限りこれを回避すること、発生時には早期解消に努めることを求めている。

(参考4) “国債の即時グロス決済に関するガイドライン”における「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。」



2. フェイルと市場流動性(6)

- 実務的には、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長期間継続した場合の解消方法を定めている。

(参考5) “国債の即時グロス決済に関するガイドライン”における「フェイル・コストに関する考え方」

(1) フェイルした国債の渡し方に生じる経済的デメリット

「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) フェイルされた国債の受け方に生じる経済的メリット

「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. 公的部門による市場流動性のサポート

- 公的部門においても、国債の市場流動性を維持する重要性に鑑み、以下の制度を設けている。
 - ① 国債の発行体である国は、国債を追加的に供給する仕組み(流動性供給入札・特別流動性供給入札)を設けている。
 - ② 日本銀行は、その保有する国債を一時的に貸出す仕組み(国債補完供給制度)を設けている。