

米国公債市場「ベスト・プラクティス」の策定

～フェイル多発およびレポ・スクイーズへの対応～

横山 史生

はじめに

米国公債証券（国債）市場は、単一の発行体による債券の市場としては世界最大級の規模（二〇〇六年末現在、市場性財務省証券の残高は四兆三二九億ドル）を有するとともに、流動性の高さ（市場性財務省証券のプライマリー・ディーラーによる二〇〇六年中一日平均売買高は五二四七億ドル）、保有および売買への参加者の裾野の広さ等の点で、米国内のみならず世界の金融・資本取引にとって極めて重要な市場である。そのように大規模かつ効率的な市場であるにもかかわらず、近年、財務省当局者等により、フェイルの多発や特定銘柄の買集めによる価格操縦の疑い等、いくつかの問題点ないし懸念が表明されている。二〇〇七年五月には、市場関係者の検討を踏まえて、特定銘柄の市場流動性を低下させるような大口保有を行ったり、故意にフェイルを発生させたりするような行為等 evitar べきとするガイドラインとして「財務省証券市場のベスト・プラクティス」と題する文書が取りまとめられ公表されたところである。本稿では、米国公債証券市場の公正性および効率性の一段の向上・改善を目指す近年の動向を紹介する。

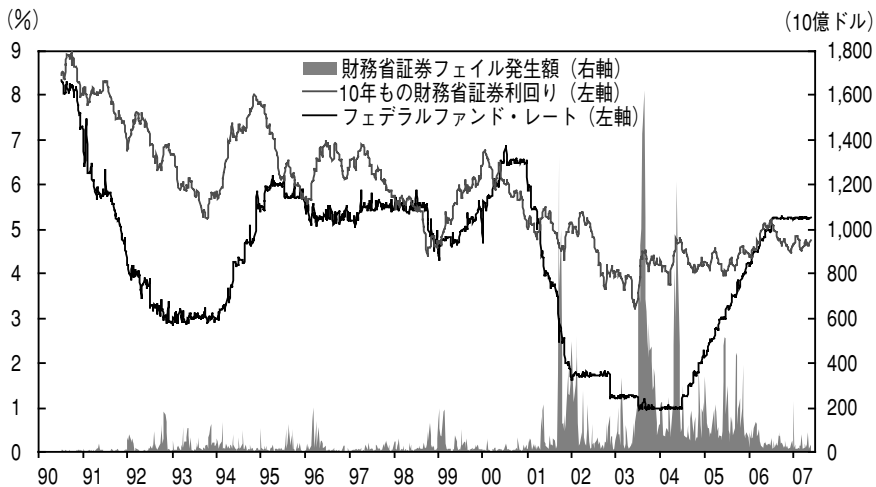
1 財務省証券市場におけるフェイルの発生

フェイル (fail) とは、取引当事者の信用力とは異なる理由、すなわち取引当事者または市場全体にかかる何らかの事故、特定銘柄の需給逼迫、取引量急増による決済事務停滞等により、当初予定していた決済日が経過したにもかかわらず決済（債券の受渡し）が行われていない状態であるが、フェイルのリスクを回避するために受渡すべき債券を予め確保しようとするのが取引拡大の制約となり、価格形成に悪影響を及ぼす可能性もあることから、こうした制約を緩和するため一定の条件（フェイル発生から解消までの間の期間にかかる経過利子をフェイルを起こした側が負担すること等）の下でフェイルを容認する市場慣行に一定の合理性が認められている。

財務省証券を含む米国債券について発生したフェイルの金額にかかる統計データとしては、ニューヨーク連邦準備銀行（FRBNY）がホームページ上で公表しているものが利用可能である。これは、プライマリー・デューラーによる報告を集計したものであり、プライマリー・デューラーが行った債券売買取引についてフェイルが生じた場合、各営業日終了時点でのフェイル金額（未決済状態の債券の額面金額）をもとに、毎週金曜日末に一週間中の営業日にかかるフェイル金額の累計が、債券種類（財務省証券、政府機関債、モーゲージ担保証券、社債）ごとに、プライマリー・デューラーが引渡すべき債券に生じたフェイルと受取るべき債券に生じたフェイルとに分けて報告されている。FRBNYは報告に基づく集計データを、毎週金曜日夕刻にウェブサイトで公表している。⁽²⁾一週間分の累計に際しては、フェイルが発生した後に解消されるまでの間の営業日については、当初に発生した金額が繰り延べられて累計に加えられるため、フェイルの解消までの期間が長期化する場合には、累計値が大きく積み上がることになる。なお、FRBNYによるフェイル・データの集計は一九九〇年七月から行われているが、統計としての公表が開始されたのは二〇〇四年三月である。

この統計データにより、一九九〇年から最近までの財務省証券にかかるフェイル発生額の推移を、フェイル発生重要な要素である長短金利水準（一〇年もの財務省証券利回りおよびフェデラルファンド・レート）とともに示したものが、図1である。これによると、フェイル発生金額は微少である期間が大半であるものの、二〇〇一〜二〇〇二年と二〇〇三〜二〇〇四年にかけて急増しており、特に二〇〇三年後半における増加が顕著である。この間のフェイル発生状況およびその背景について分析したFleming and Garbade（二〇〇五）によると、一九九〇年七月から二〇〇四年十二月までの一日当たり平均フェイル発生金額は引渡しフェイル額一〇七億ドル、受取りフェイル額一二〇億ドルであるところ、同時多発テロが発生した二〇〇一年九月一日以降の局面では一日平均一九〇〇億ドル（引渡しフェイル額）、二〇〇三年半ばの局面では同二二二〇億ドル（同）となっている（なお、図1におけるフェイル発生額は一週間累計ベース）。これらを、二〇〇一年、二〇〇三年各年中のプライマリ

図1 財務省証券フェイル発生額と長短金利水準の推移



(出所) 財務省証券フェイル発生額は、プライマリーディーラーによる日々の引渡しフェイル金額の週間累計値（ニューヨーク連銀による。http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_failsdata.xlsを参照）。長短金利は、週末値（連邦準備制度理事会による。<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>を参照）。グラフは筆者作成。

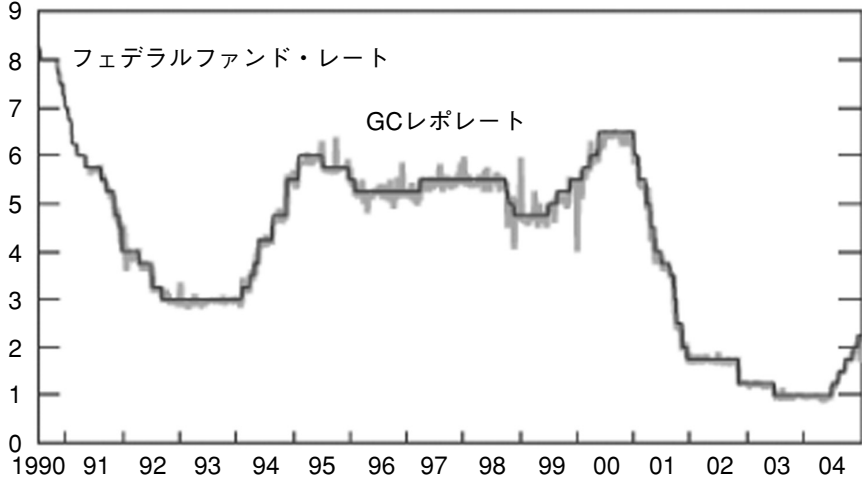
ー・ディーラーによる財務省証券の一日平均売買高（それぞれ、二九九九億ドル、四三三五億ドル）と比較すると、前者については約六四％、後者については約五四％に及んでいる。

二〇〇一年の局面でのフェイル急増が同時多発テロの影響によることは明らかであるが、二〇〇三年半ばの局面でのフェイル急増の要因について、Fleming and Garbade（二〇〇五）は次のように説明している。すなわち、フェイル発生の一般的要因の一つとして、債券の空売り（ショートポジションの形成）を行った市場参加者が相手方に引渡すべき債券をレポ取引や債券貸借取引等により調達しなければならぬところ、何らかの理由によりそのインセンティブが低下することが挙げられ、そのような事態は、フェイルを回避するためにレポ取引や債券貸借取引により債券を調達するコスト（具体的には、特定の債券のSCレポまたはボロウイング（³borrowing）にかかるレポレート）と、フェイルを発生させることにより負担するコスト（すなわち、フェイル相手方に対して支払うべき、フェイル発生期間中にかかる経過利子）とを比較したときに、短期金利およびレポレートの水準の動向により前者（借入れコスト）が後者（フェイル・コスト）を上回る局面で発生するのであるが、二〇〇三年半ばがまさにそのような局面であった、というものである。⁴

これを金利動向に即して見ると、二〇〇三年半ばには短期金利が市場最低レベル近辺にまで急低下する一方で長期金利が上昇していたことから（図1、図2）、債券ディーラーの多くは長期金利上昇に対するヘッジニーズから長期債、とくに直近発行銘柄の空売りを急増させていたが、このために長期債のレポおよび貸借の需給が逼迫し、その結果、当該長期債のSCレポレートがゼロ近辺にまで低下（図3）、すなわちSCレポによって空売り玉を手当することのインセンティブが急激に後退したのである。

このような要因によりフェイルが急増したため、市場全体にかかるカウンターパーティー・リスクの増大や流

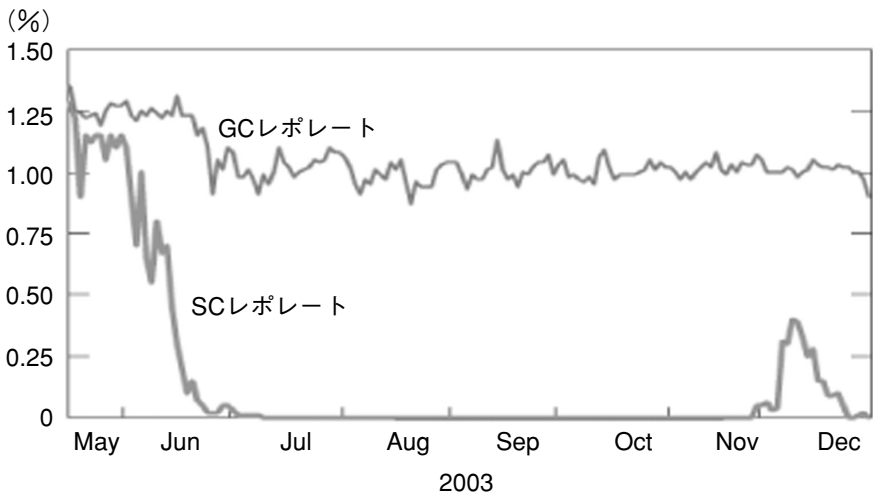
図2 GCレポレート（オーバーナイト）およびフェデラルファンド・レートの推移
(%)



(原資料) Bloomberg

(出所) Fleming, Michael J., and Kenneth D.Garbade, "Explaining Settlement Fails," in Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol.11, No.9, September 2005, p.3, Chart 2.

図3 2003年におけるGCレポレートおよびSCレポレートの推移



(注) SCレポレートは、2013年5月満期10年もの財務省証券（表面利子率3.625%）を対象とするレポレート（オーバーナイト）。

(出所) Fleming, M.J. and K.D.Garbade, "Repurchase Agreements with Negative Interest Rates," in Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol.10, No.5, April 2004, p.4, Chart 1.

動性低下が懸念されたことから、レポ取引契約において債券の引渡しを保障する条項を追加する等の対応策が取られ、二〇〇三年末にはフェイル発生額は小康状態となった。⁽⁵⁾

2 フェイル多発の再燃およびレポ・スクイーズに対する懸念

(1) 財務省による懸念の表明

このように二〇〇三年半ばに多発したフェイルが沈静化して以後も、財務省は、フェイル多発が再燃する危険性を警戒する必要性を指摘しているほか、二〇〇四年以降には財務省証券市場の一部において、レポ取引に絡む価格操縦的な動きの疑いがあるとの懸念を繰り返し表明している。

二〇〇六年五月、債券市場協会 (The Bond Market Association: TBMA)⁽⁶⁾の年次総会において、財務省のクワールズ国内金融担当次官 (Randal K.Quarles, Under Secretary for Domestic Finance) がスピーチを行い、⁽⁷⁾財務省証券市場にかかる以下のような懸念を表明した。まず、金融再編により金融機関の大型化が進んでいることから、一社当りの財務省証券の保有ポジションが大型化し、そのいずれかにおいて問題取引が発生した場合の市場全体への影響が大きくなる懸念があるという。フェイルの多発については、二〇〇三年における一時的な事態ではなく、今後も金利水準が低下すれば起こり得るとし、足元のインフレ懸念が後退していることもあり、近い将来に低金利局面が再現する可能性を示唆している。さらに、二〇〇四年末以降、財務省証券取引について一部のディーラーが買占めないし借占めによって保有ないし支配ポジションを増大させることにより価格操縦を行っている可能性を指摘した。

また同年九月二六日、債券市場協会会員ディーラーの会合において、財務省のクローズ副次官補 (James

Clause, Deputy Assistant Secretary for Federal Finance) が次のような見解を示した⁽⁸⁾。まず、財務省証券の現物市場、レポ市場および先物市場において価格操縦的な取引がみられることを指摘し、SECおよびCFTCが調査を遂行中であることを示唆した。具体的には、スキーズによってレポ取引におけるGCレポレートとSCレポレートの差（スプレッド）を拡大させて利益を得ているとの疑いがある、とし、そのような取引が行われていることについて、「ディーラーにとってはゲームの一部であっても、当局にとっては市場操縦」と表現している。このことも含めて財務省証券市場全般に関しては、市場における一部のプレーヤーによる価格操縦的取引を放置すれば、一般の投資家の市場への信認が損なわれ、ひいては借入れコストの上昇につながりかねないという、国債管理政策の立場からの見解を示している。

このクローズ副次官補の見解表明を受けて、市場ではレポ取引からむ一部業者による価格操作の疑いについて規制当局（SECおよびCFTC）が調査を進めているとの観測が流れた。二〇〇六年一〇月下旬から一月上旬にかけてウォールストリート・ジャーナル紙において、SECがUBS社およびクレディスイス・グループ社に対して財務省証券の価格操縦に関する調査を行っている模様であり、それと前後する時期に二社に所属する債券トレーダー（UBS社二名、クレディスイス・グループ社一名）が退社した旨の報道が行われた。なお、同紙は、この件に関してSECは公式見解を表していないと伝えている。

（２）財務省証券市場取引にかかる業界ガイドライン取りまとめへの動き

このような動きがある中で二〇〇六年一月六日、ニューヨーク連邦準備銀行（FRBNY）は、プライマリー・ディーラー（二二社）との会合を持ち、財務省担当官も同席のもと、財務省証券市場の公正性維持にかかる

検討を進めることを申し合わせたと発表した。次いで二〇〇七年二月九日には、「財務省証券市場慣行に関する懇談会（Treasury Market Practices Group: T P M G）」⁽⁹⁾名で取りまとめた「財務省証券市場のベスト・プラクティス（Treasury Market Best Practices）」の案文が、FRBNYのウェブサイトに置かれた懇談会名のページ上で公表された。⁽¹⁰⁾これを受けて三月一五日、証券業者金融市場協会（Securities Industry and Financial Markets Association: SIFMA）⁽¹¹⁾が「財務省証券市場のベスト・プラクティス案」へのコメントを公表した。その後、五月一日に、懇談会は「財務省証券市場のベスト・プラクティス」の最終版を公表した。⁽¹²⁾その内容について概観する前に、財務省のクローズ副次官補の発言で指摘された、レポ取引に絡んだ財務省証券のスキーズとは、どのような仕組みであり、どのような問題をはらんでいるのかについて、次節で検討しておこう。

（３）債券取引におけるスキーズ

スキーズ（squeeze）とは、「ある時点で高い需要が見込まれる特定の銘柄（例えば、国債先物取引における最割安受渡資格銘柄など）を買占めまたは借占めることにより、市場における当該銘柄の流通料を極端に低下させ、当該銘柄の価格を釣り上げる行為」⁽¹³⁾であり、一九九〇年に発生した財務省証券新規発行時入札に絡む不正行為事件であるソロモン・スキャンダルにおいて問題となった「コーナリング」（価格を釣り上げた上で売り抜けることを目的に、顧客名義の無断使用により落札額上限を上回る債券を不正に取得）も、スキーズの一形態であるが、近年問題となっているスキーズは、レポ取引に絡むものである。

債券デイトラーは、ある顧客との間でSCレポによって債券を売却してエンド時点でレポレートRを払う一方で、別の顧客との間でGCリバースレポによって債券を購入してエンド時点でレポレートを受けることにより、

収益（ $r - R$ ）を得ることができ（図4）¹⁴。その際、SCレポで売却する銘柄のレポレート R を十分に低くする目的で当該銘柄に対する保有ないし支配ポジションを増大させるようなスクイーズを行っている疑いをなしとしない、というのが、クローズ副次官補による指摘の内容であり、FRBNY主導により「ベスト・プラクティス」取りまとめが進められた背景でもある。

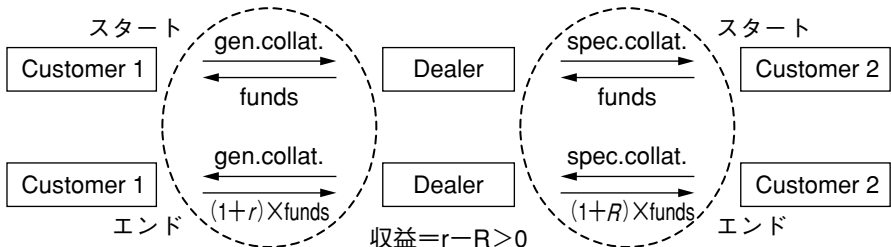
3 「財務省証券市場のベスト・プラクティス」

（1）策定経緯の特色

二〇〇七年五月に公表された「財務省証券市場のベスト・プラクティス」（以下、「ベスト・プラクティス」と略記する）は、財務省証券にかかる店頭市場の公正性及び効率性を維持することの重要性に鑑み、市場参加者が業務運営に反映すべきベンチマークを取りまとめたものであるとされるが、強制力ある規制上のガイドラインではなく、ディーラーを中心とする市場参加者の業務運営上のガイドラインないし提言として策定されたものであるところに、特徴がある。

財務省証券の市場取引を行う市場参加者の業務の適切さを確保するための措置として、連邦証券諸法および自主規制規則のレベルでは、従来、一九三三年証券法一七条（a）項および一九三四年証券取引所法規則一〇―b―五

図4 GCレポレートとSCレポレートの差を利用した収益を狙うディーラー取引
リバースレポ取引（GC：レポレート r ） レポ取引（SC：レポレート R ）



（出所）Fisher, Mark, "Special Repo Rates; An Introduction," in *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Second Quarter 2002, p. 33, Chart 7. に筆者加筆。

のそれぞれの詐欺防止条項、一九九三年政府証券法改正（G S A）で新設された一九三四年証券取引所法一五C条（b）項（三）号（政府証券にかかる販売行為規則制定権限条項）およびそれに基づくN A S D行為規則のブローカー・ディーラーによる財務省証券関連業務への適用等があり、これらの規定への違反が構成されれば当然、行政処分の対象となるが、価格操縦の意図があったことの立証は困難な場合が多く、また、レポ・スクイーズやフェイル多発の背景となる特定銘柄の保有増大のような取引は、それ自体では不正行為とは言えない場合が多い。従って、法令諸規則の新設で対応することは必ずしも適切ではないと言える。今回の「ベスト・プラクティス」が業界ガイドラインとして取りまとめられたのは、このような事情が背景にあったものとみることができ

る。

また、「ベスト・プラクティス」の取りまとめに当たった「財務省証券市場慣行に関する懇談会（Treasury Market Practices Group; T P M G）」がF R B N Yのイニシアティブにより組織されたことについては、F R B N Yが財務省証券プライマリー・ディーラーと定期的な協議の場を持っていること、また財務省証券取引について、入札発行時の窓口となるとともに公開市場操作によって流通市場と連携を保っていることなどが、背景として考えられる。財務省も「国債発行諮問委員会（Treasury Borrowing Advisory Committee）」という形で市場参加者との定期的な接触の場を持っているが、そこでは入札発行にかかる議論が中心であることから、今回の「ベスト・プラクティス」策定の場にはなりにくかったとも考えられる。

なお、財務省証券を含む米国の債券市場にかかる事項については、従来、債券市場協会（T B M A）が事実上（デファクト）の自主規制機能を担ってきており、その機能は現在証券業者金融市場協会（S I F M A）に引き継がれている。今回の「ベスト・プラクティス」策定に関しても、その発端となった二〇〇六年九月における

クローズ財務省副次官補とディーラーとの会合が、TBMAの内部組織の場で行われたこと、二〇〇七年二月に公表された「ベスト・プラクティス」の案文へのコメント募集にSIFMAが応じ、その内容について、財務省証券にかかるフェイル多発や大口ポジション形成等をディーラーの社内的な内部管理のもとに置くこと等に関し、ディーラーの内部管理体制の実態に即した内容とするようコメントを寄せたこと等に、TBMA/SIFMAに拠る債券ディーラーの積極的な関与姿勢が見て取れる。

(2) 内容の特徴

「ベスト・プラクティス」の本文（概要については表1を参照）の内容の特徴としては、まず、ディーラー等の市場参加者が市場の流動性を低下させるような取引戦略を取ることを避けるべきとしており、その具体的な例として、①フェイルの極端な多発および長期化につながるような取引、②特定の銘柄の価格を操作する目的で当該銘柄の浮動残高を減少させるような取引、の二つに重点が置かれていることである。この二つは本文中の「1. マーケットメイクと流動性の向上」の（1）で言及されているが、「2. 問題のある取引に対する実効的な内部管理（監視）体制の維持」の（4）で列挙されている事項もこの二つのいずれかに分類することが可能である。さらに、「3. 大口ポジション管理の徹底」では上述の②、「4. 効率的な決済の推進」では上述の①をそれぞれ中心とする諸事項が、列挙されている。

もう一つの特徴は、以上のようなネガティブリストについて実効性を確保する観点から、ディーラー等の市場参加者の社内的な内部管理（internal control）ないし監視（supervise）の体制を整備することに重点を置いて、具体的な措置を列挙していることである。それらは大きく二つに整理することができる。すなわち、①トレーデ

表1 財務省証券市場慣行に関する懇談会（TPMG）「財務省証券市場のベスト・プラクティス（Treasury Market Best Practices）」（2007年5月11日公表）の概要

序文

- (1) TPMGは、財務省証券にかかる店頭市場の公正性及び効率性を維持することの重要性に鑑み、市場参加者が業務運営に反映すべきベスト・プラクティスを取り纏め提言。
- (2) 本ベスト・プラクティスの適用対象として、ディーラー、ブローカー、機関投資家、カスタディアン等、広範な市場参加者を想定。本ベスト・プラクティスの採用は、個別市場参加者における内部管理の向上、ひいてはフェイル多発等の市場混乱事態の抑制を含む市場秩序の維持に資する。
- (3) 本ベスト・プラクティスは、強制力ある規制上のガイドラインではなく、従来からの市場慣行の再確認を含む業務運営上のガイドラインないし提言として策定。市場参加者が業務運営および内部管理にかかる体制の再検討を行う際に参照するベンチマークとして利用可能。その際には、市場参加者個々の属性・業容に応じて修正の余地あり。
- (4) 本ベスト・プラクティスはまた、財務省証券市場にかかる包括的なガイドではなく、市場参加者において価格操作等の不法行為の回避を含め法令諸規則の遵守が不可欠。

1. マーケットメイクと流動性の向上

- (1) 市場参加者は、市場の流動性を低下させるような取引戦略、例えば、フェイルの極端な多発および長期化につながるような取引、特定の銘柄の価格を操作する目的で当該銘柄の浮動残高を減少させるような取引を行うことを避けるべき。
- (2) 市場参加者、特にディーラーは、価格提示（quoting prices）に責任を持ち、またインターディーラー取引における価格透明性を向上させるべき。例えば、実際の売買の執行を意図しないような価格提示を避けるべきであり、また、スクリーン端末を持つインターディーラー・ブローカーとの間で売買取引を行う際に、取引情報の伝達を端末への入力によって行わずに電話でのみ行うようなことを避けるべき（実際の売買にかかる取引情報・価格情報の透明性が損なわれる）。
- (3) 市場参加者は、財務省証券取引（新規発行時の入札、流通市場での売買、レポ等による資金取引および派生商品取引を含む）にかかる全体像および個々の取引を経営陣上層部が把握・監視することができるような体制を整備すべき。

2. 問題のある取引に対する実効的な内部管理（監視）体制の維持

- (1) 市場参加者は、業務運営における法令諸規則および市場慣行の遵守を確保するための内部管理体制を維持すべき。トレーディング・デスクおよびトレーディング監視担当者は、トレーダーが行う取引のすべてを把握していなければならない。コンプライアンス担当者は、問題のある取引が行われた場合、迅速に対応すべき。市場参加者はまた、コンプライアンス担当者が大口ポジションの状況を把握できるよう、トレーディングによって生じるポジションの変動をリアルタイムでコンプライアンス部門に伝達する体制を備えているべき。
- (2) 内部管理統括責任者は、トレーディング・デスクが行う取引に問題があった場合（市場に混乱をもたらしたり、市場の流動性を損なったり、市場参加者自身のリーガル・リスクないしレピュテーション・リスクを高めるような取引が行われた場合）にそれを認識できるよう、取引上の戦略を十分に把握すべき。
- (3) 内部管理統括責任者およびコンプライアンス担当責任者は、取引に問題がある場合、そのことを経営陣上層部に報告する権限を有しているべき。
- (4) 市場参加者による取引業務において財務省証券のアウトライト取引市場またはレポ取引市場における浮動性残高を減少させるような特定の取引パターンおよびポジションの変化が生じた場合、必ず、内部管理上の業務監査およびコンプライアンス監査が行われるべき。監査が発動される基準（trigger）は、市場全体の規模や市場構造に応じて変化するが、市場参加者は当面、以下のようなケースを監査発動の基準として内部管理計画に反映させるべき。
 - ① 特定の銘柄の浮動性残高に影響を及ぼすような大口ポジションの形成
 - ② 特定の銘柄の引渡しまたは受取りにかかるフェイル金額の顕著な増大、特定の銘柄にかかるフェイル

の長期化

- ③ 特定の銘柄にかかるスペシャルネス（＝当該銘柄にかかるSCレポレートのGCレポレートからの顕著な乖離）の拡大およびその長期化
- ④ 特定の銘柄にかかる売買取引金額の顕著な増大
- ⑤ 通常とは異なる規模の収益または損失の発生
- ⑥ 自らが大口ポジションを形成している銘柄にかかるレポ取引・貸借取引のパターンの顕著な変化

3. 大口ポジション管理の徹底

- (1) 市場参加者は、財務省証券にかかるロング（買い持ち）ポジションまたはショート（売り持ち）ポジションを形成している場合、市場全体の流動性に配慮して慎重にポジション管理を行うべき。
- (2) 市場参加者は、スペシャルネスな状態にある銘柄の浮動性残高の大半を保有している場合、誠実性の発揮により当該銘柄を市場に貸出すべき。
- (3) 市場参加者は、ある銘柄につき大口のショートポジションを形成している場合、当該銘柄を借入れる等の手当てによって相手方への引渡しを誠実に履行すべきであり、ストラテジック・フェイル（引渡し玉の手当ての見込みがないにもかかわらずレポ取引を行うこと）を行わないようにすべき。
- (4) 市場参加者は、投資戦略を転換して大口ポジションの解消を行う場合、市場の流動性および決済の円滑性を損なわないよう配慮すべきであり、経営陣上層部およびコンプライアンス部門は、投資戦略の転換を把握しているべき。
- (5) トレーディング・デスクが大口ポジションを形成した場合、経営陣およびコンプライアンス部門によって速やかに把握されるべき。

4. 効率的な決済の推進

- (1) 財務省証券市場の流動性と効率性を維持するには、円滑な受渡し決済が不可欠であり、受渡しにかかるフェイルは円滑な決済を妨げ、市場の流動性を阻害する。フェイルが不可避な場合はあるにせよ、市場参加者は、可能な限り市場を停滞させるべきでなく、そのようなおそれのある投資行動を避けるべき。
- (2) 市場参加者は、執行された取引にかかる情報が速やかに伝達されて円滑な受渡しが行われることを確保するような体制を整備すべき。
- (3) 市場参加者は、受渡し決済を担当する部門がトレーディング部門とは独立して運営されるような体制を整備すべき。内部管理体制上、トレーディング部門担当者が受渡しを遅延させることを禁じる措置が講じられるべき。受渡し部門担当者は、トレーディング部門から平常とは異なる受渡し指示を受けた場合、経営陣に報告する権限を有しているべきであり、また、平常とは異なる受渡し指示が速やかにコンプライアンス部門に伝達されるような体制が整備されているべき。
- (4) ホールディング（holding：取引が執行された債券の受渡しを一時的に停止すること）は、きわめて例外的にしか認められるべきではなく、ホールディングの指示が行われた場合には、トレーディング監視部門、受渡し部門およびコンプライアンス担当者によるチェックが行われるべき。また、特定の債券についてホールディングを反復的に行うことは、内部管理方針上、禁じられるべき。
- (5) 市場参加者は、受渡し決済のプロセスにおいて債券の引渡しが行われるタイミングおよび方法について明確な方針（フェドワイアの終了時刻に十分に間に合うような社内的な取扱い終了時刻の定め等を含む）を定めておくべき。
- (6) 市場参加者は、一の取引における相手方から受取った債券を他の取引における相手方に引渡す場合、フェイル回避および受渡し決済の円滑性確保の観点から、当該引渡しを速やかに行うべき。
- (7) 市場参加者は、フェイルの長期化を回避するよう努力すべき。

* フェドワイア（Fedwire）は、連邦準備制度理事会によって運営されるオンライン決済システムであり、財務省証券については、ブックエントリー債にかかるディーラー・ブローカー相互間の取引の口座振替および資金決済が処理される。

（出所）Treasury Market Practices Group, "Treasury Market Best Practices," May 11, 2007. (<http://www.newyorkfed.org/tpmg/TPMG051107.pdf>) により筆者作成。

イング部門を中心とするフロントオフィスが行う取引の内容が上記のネガティブリストに抵触しないかどうかを、ミドルオフィスであるコンプライアンス部門が随時チェックできるような体制を整備すること、②フロントオフィスであるトレーディング部門とバックオフィスである受渡し決済部門の相互の独立性を確保することによって、約定執行された取引にかかる受渡し決済を円滑に処理すること、である。

(3) 実効性への課題

以上で見たような「ベスト・プラクティス」の内容が各市場参加者によって実行されれば、フェイルの多発およびレポ・スクイーズという、近年において財務省証券市場について懸念されてきている事態を回避することが期待される。ただ、「ベスト・プラクティス」は上述のように市場参加者の行動に対して拘束力・強制力を持たないだけに、実効性を持ちえるかどうかについては、疑問も残る。また、「ベスト・プラクティス」が提言している内部管理体制のあり方が、ディーラー等が従来の法令諸規則の体系のもとでそれぞれのビジネスモデルに応じて展開している内部管理体制の実際の仕組みと背馳しないかどうか、また、「ベスト・プラクティス」の実効性にとっての試金石となる。言い換えれば、「ベスト・プラクティス」の内容が今後、各市場参加者、特に債券ディーラーにどれほど理解され、どの程度実行へのインセンティブを持ち得るかが、重要である。その観点からは、「ベスト・プラクティス」の取りまとめに当たった「財務省証券市場慣行に関する懇談会（TPMG）」がFRBNYおよび財務省との共催により関係者向けに「ベスト・プラクティス」の内容に関する説明・討論等を行うコンファレンスを二〇〇七年六月中に開催する予定であることが、注目される。

おわりに

近年において財務省等が懸念を抱き、今回の「ベスト・プラクティス」でのネガティブ・リストの主要な対象として設定されたフェイルの多発およびレポ・スクイーズは、現時点における財務省証券市場にとって一刻も早い解決の必要な緊急の課題というわけでは、実はない。フェイル発生金額は二〇〇六年半ば以降に沈静化しているし、レポ・スクイーズにしても財務省関係者の指摘にあるような市場全体の価格構造の歪みにつながっているかどうかの実証は、今後の課題であろう。にもかかわらず今回の「ベスト・プラクティス」の策定が行われたことについては、財務省証券市場の規模と役割が極めて大きいことを背景に、財務省当局が予防的に懸念するような市場秩序の維持、市場の公正性および効率性の一段の向上に向けた取り組みを行うことについて、市場関係者の多くが基本的には賛同していることが、底流にあるものと考えられよう。そのような予防的ともいえる制度整備が積み重ねられてきたことが、米国財務省証券市場の歴史の一つの特徴とも言えるのである。

注

- (1) 川西 慎・菅野浩之・加藤 毅「RTGS後の国債取引に関する市場慣行について―フェイル慣行の意義と課題を中心に―」、日本銀行金融市場局マーケットレビュー（二〇〇一年七月）、一頁による。
- (2) http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_faitsdata.xls.
- (3) レポ取引には担保設定の方法により、GC（General Collateral: 非特定（一般）銘柄担保）レポ取引とSC（Special Collateral: 特定銘柄担保）レポ取引の二形態がある。
- (4) Fleming, Michael J., and Kenneth D. Garbade, "Explaining Settlement Fails," in Federal Reserve Bank of New York,

Current Issues in Economics and Finance, Vol. 11, No. 9, September 2005, p. 3, 6.

- (5) クリスティーン・カミング（ニューヨーク連邦準備銀行）「国際コンファレンスへ低金利下における金融市場と実体経済へのパネリスト報告」日本銀行金融研究所『金融研究』第二五巻第四号、二〇〇六年二月、一〇九―一一八頁。
- (6) 債券市場協会（The Bond Market Association: TBMA）は、法令上の自主規制機関ではなく業界団体であるが、米国債券市場で取引業務を行う業者のほぼ全てが加入して業者ガイドラインやモデル契約書の策定等を行い、事実上の自主規制機能を担っていた。二〇〇六年七月に証券業者協会（Securities Industries Association: SIA）と合併して証券業者金融市場協会（Securities Industry and Financial Markets Association: SIFMA）となった。
- (7) Statement of Under Secretary for Domestic Finance Randal K. Quarles to Bond Market Association Annual Meeting, May 19, 2006 (U. S. Department of the Treasury Press Release JS-4274).
- (8) Remarks of Deputy Assistant Secretary for Federal Finance James Clouse, U. S. Department of the Treasury, before the Bond Market Association, Government Securities and Funding Division, September 27, 2006 (U. S. Department of the Treasury Press Release HP-118).
- (9) メンバーは、デイラー七社（モルガンスタンレー、リーマンブラザーズ、ゴールドマンサックス、ドイツ銀証券、バークレイズ、シティグループ、カントリリーワイド証券）、機関投資家二社（カクストン・アソシエイツ、ブラックロック）、カストディアン一社（バンク・オブ・ニューヨーク）のトレーディング担当者またはコンプライアンス担当者から成る一〇名。
- (10) FRBNY Press Release, "Statement on Formation of Private-Sector Treasury Market Best Practices Group", February 9, 2007. (<http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2007/an070209.html>)

- (11) 注(6)を参照。
- (12) Treasury Market Practices Group, "Treasury Market Best Practices," May 11, 2007. (<http://www.newyorkfed.org/tpmg/TMPG051107.pdf>)
- (13) 川西・菅野・加藤「二〇〇一」六頁以下を参照。
- (14) Fisher, Mark, "Special Repo Rates; An Introduction," in *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Second Quarter 2002, pp. 32-33, 39.

(たけなかと しげふみ・客員研究員)