

リーマン・ブラザーズ証券の破綻とフェイル慣行の整備に向けて

中島 将隆

1 「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」の中間報告

去る一月二十六日、日本証券業協会は「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」の中間報告書を発表した。ワーキング・グループは日本証券業協会公社債委員会の下部組織として本年五月に設置された。設置目的について、報告書の冒頭で次のように述べている。「昨年九月のリーマン・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・・・フェイル慣行の見直しや具体的な方策の検討」をおこなうこととした。中間報告書は、第一回会合（六月一〇日）から第八回会合（一〇月七日）までの検討事項およびその対応を取りまとめたものである。

ワーキング・グループの大きな特徴は、市場横断的な性質をもっている点にある。グループの参加者をみると大手の銀行、証券会社、短資会社、機関投資家であり、更に国債清算機関、日本相互証券が加わり、オブザーバーとして金融庁、財務省、日本銀行が参加している。参加者層は広範囲に亘っているが、これは取り上げる問題について各界が共通した問題意識をもっているからに他ならない。

中間報告書では、フェイル慣行の現状、問題を取り上げる視点、検討項目が具体的にあげられている。検討項

目としては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・コール関連の六つがあげられている。中間報告の検討内容は、このうち、①から③までの項目で、④から⑥までの項目については今後の課題となっている。これまで検討された問題については実施段階に入り、実務上の詰めについては「債券現先等研究会」も協力することになっている。検討事項が実施されることによって、フェイル慣行の理解が一段と深まり、フェイル慣行の更なる定着が期待される。

ワーキング・グループで取り上げられている問題、そして、報告書の内容を十分に理解するには、フェイル慣行の現状と問題点、リーマンショックで具体的に何が問題となったか、なぜレポ市場が混乱を極めたのか、こうした問題の理解が不可欠である。この分野の調査研究は、後掲の参考文献にみるように、主として日銀による調査研究論文が数多く公表されている。小論では、後掲の参考文献から重要な箇所を引用して論点を整理したい。その上で、次号で中間報告の検討をおこなうことにしたい。

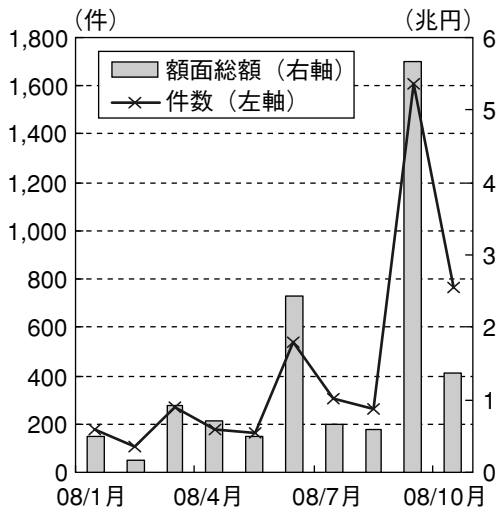
2 リーマンショックと「混乱を極めたレポ市場」

(1) 混乱を極めたレポ市場

二〇〇九年九月一五日、リーマン・ブラザーズ証券の破綻によってアメリカのレポ市場だけでなく、日本のレポ市場も機能不全に陥った。日銀調査論文は日本のレポ市場を「混乱を極めたレポ市場」と特徴づけた(参考文献② 三四頁)。この調査論文に依拠しながら、混乱したレポ市場の実態をみていくことにしよう。

混乱の第一は、前例のない規模でフェイルが多発したことである。リーマン・ブラザーズ証券の破綻によって国債のデフォルトは約七兆円に上ったが、リーマンから引渡しを受けなかったものについては、即日玉を調達

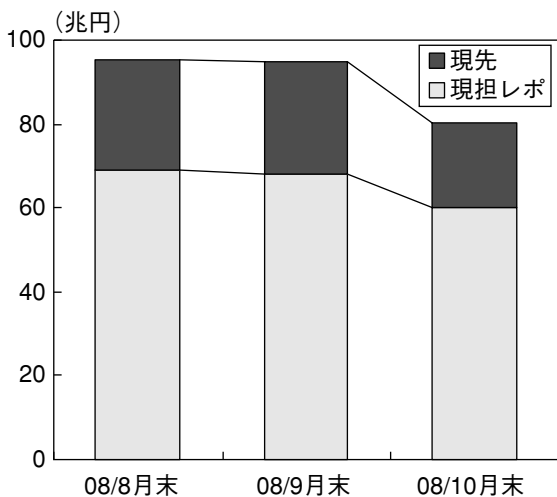
図表1 国債市場におけるフェイル規模の推移



(注) 日銀ネットの国債DVPを利用して決済される取引のうち、決済未履行(フェイル)が発生したものにしかかわる金額の月中合計。リーマン証券による決済不履行分は含まれない。

(出所) 後掲参考文献② 19頁。但し、上記の注は後掲参考文献⑦より引用。

図表2 レポ市場残高の推移



(注) 資金調達(債券運用)サイド。ただし、日銀・政府等の現先取引を除く。

(出所) 後掲参考文献② 23頁

できず、フェイルを余儀なくされた(参考文献⑦)。これに連鎖する形で九月半ば以降にフェイルが急増し、図表1でみるように、九月のフェイル件数は一六〇八件、金額は五・七兆円とこれまでの記録を大幅に更新した(参考文献② 一九頁)。ここでは、まず、デフォルト発生による一次フェイルの発生が、市場全体で相乗的に進行し、フェイルの連鎖によってフェイルが急増した点に注目する必要がある。

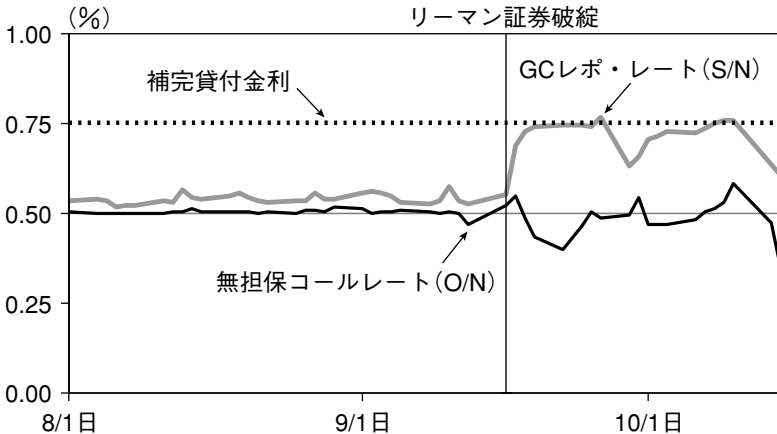
第二に、レポ取引が縮小し、金融機関等の資金繰りや債券の運用と調達に影響を与えた。図表2でみるように、レポ取引残高は減少している。これは、カウンターパーティー・リスクやフェイルへの懸念からレポ取引を縮小し

たからである（参考文献② 二二三頁）。

第三に、GC取引の縮小とGCレポレートの高騰である。GC取引では、外証との取引を敬遠する動きがみられたほか、都銀や信託で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がみられ、出し手が資金放出を絞ったことでGC取引の流動性が低下した。このため、図表3でみるように、GCレポレートは無担保コールを大幅に上回って推移することになった（参考文献② 二四四頁）。

第四に、特定銘柄の国債調達が困難となって品借料が高騰し、SCレポレートが大幅にマイナスとなった。SC取引では、投資家が国債の貸出を停止または絞り込んだことに加え、新発国債の減額発行の影響などから、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、SCレポレートが大幅なマイナスとなる銘柄が続出した。この間、市場流動性の低下とショートカバーコストの上昇もあって、意図的なフェイルが増加しているとの見方が生じ、バッドフェイルに対する疑心暗鬼が更なる流動性低下を招く

図表3 GCレポレートの推移
リーマン証券破綻



(出所) 後掲参考文献② 24頁

悪循環に陥ったとの指摘が多く聞かれた。このように、GC取引による資金調達に加えて、債券調達についても不確実性が高まる中、ポジションの圧縮を急ぐ先が少なからずみられるなど、大きな影響が生じた（参考文献② 二四頁）。

以上にみたように、リーマンショックによってレポ市場は混乱を極め、市場機能は著しく低下したのである。

（2）なぜレポ市場の機能が低下したのか

最大の要因は、フェイル慣行が定着していないからである。日本では従来からフェイル慣行が定着していないためレポ市場における取引の効率性や市場流動性を歪める局面があると指摘されていたが、リーマンショックでフェイルが多発した状況においてもフェイルを容認しない先、また、実務上、フェイルに対応できない先が多かった。その結果、レポ市場が更に混乱したのであった。このため、市場関係者の間でフェイル慣行に関する問題意識が一段と高まった（参考文献② 二五、二七頁）。フェイルを容認しない先には、フェイル慣行の意義と役割について理解を求めめる必要がある。また、フェイルに対応できない先には、フェイル・コストの見直しや日中タイムスケジュールの見直しなど、フェイル慣行の改善が必要である。こうした問題意識が強く共有されることになった。二〇〇九年五月、「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」が設置されたのは、こうした問題意識が市場横断的に共有されているからであった。

また、レポ市場の混乱は未決済残高の積み上がりによるデフォルトやフェイル増加が一つの原因であった。未決済残高を縮小し、フェイル解消の迅速化を図るには、国債決済期日を短縮する必要がある。こうした問題意識から、二〇〇九年九月、「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」が証券決済制度改革推

進センターに設置されたのである。

3 レポ取引とフェイル慣行

(1) フェイル慣行の意義と役割

日証協の中間報告を検討する前に、フェイル慣行の意義と役割、日米のフェイル慣行の現状と問題点について、参考文献に依拠しながらみておきたい。

債券のフェイルとフェイル慣行とは異なる意味合いをもつ。フェイルとは債券の受け方が、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、対象債券を受け渡しされていないことをいう。フェイル慣行とは、フェイル発生時の当事者間における一般的な事務処理方法を定めたもので、債券の渡し方が債券の受け方に対し決済日に債券の受け渡しが無了であっても債務不履行（デフォルト）とはしないことである。

フェイル・コストについては、日本証券業協会のフェイルに関するガイドラインによって、次のように定められている。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取ることができない。②一方、フェイルの受け方は、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おこなわれないこととする（参考文献① 七頁）。

フェイルはリーマンショックのような緊急時に多発するが、平時においてもフェイルは発生する点に留意する

必要がある。まず、需給が逼迫した場合である。レポ取引は銘柄による個別性があるため、時として特定銘柄の調達が困難となつてフェイルが発生する。また、ループの発生によつても生じる。ループとは、市場で取引が輪（ループ）のように連鎖し、決済が滞つてしまふ状態のことである。ディーラーは買い入れた債券を受け渡しされる前に、当該債券を他の取引参加者に売却する取引を頻繁におこなつてゐる。こうした取引が広範におこなわれ、かつ受け渡しが同一日である場合、各取引の当事者が予期しないところで取引が連鎖し、フェイルとして処理せざるをえない。さらに、決済指図に誤りがあつた場合である。非居住者との取引では、時差の問題で決済指図の修正が間に合わないケースもあつて、フェイルとなつてしまふことがある。加えて、フェイルの連鎖による発生である。レポ取引は広範な参加者間で取引され、ある取引を前提にその後の取引をおこなうことが多い。ある取引にフェイルが発生すると、後続の取引もフェイルとなり、フェイルの連鎖が発生するのである（参考文献⑥ 五～九頁。参考文献⑧ 二～三頁）。

フェイル慣行とは、市場流動性の確保や決済の円滑化のためフェイルを認める、というものである。欧米主要国では「多発は避けるべきであるが、発生自体は忌避するべきではない」という認識が定着している（参考文献② 二六頁）。

仮に、フェイル慣行が認められず、約定した全ての取引について確実な受け渡し認められる場合、ディーラーはフェイルするリスクを回避するため、受渡予定の銘柄を予め在庫として確保したり、受け渡しの不確実な銘柄について投資家への売呼値の提示を控えるといった対応が必要となる。こうした環境下では、ショートポジションの造成に支障が生じるなどマーケットメイク能力が制約され、取引の円滑化を妨げたり、価格形成を歪めるといった影響を及ぼす可能性がある。また、ディーラーがフェイルの回避を余儀なくされた結果、需給が逼迫し

た銘柄を著しく高コストでカバーすることは、レポや債券市場の価格形成に影響を及ぼすだけでなく、需給を一段とタイト化させ更なるフェイルを誘発する原因ともなり得る。フェイル慣行の定着には、このような影響を抑制し、市場流動性を維持・向上に資する効用がある（参考文献⑧ 三頁）。

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、市場流動性の低下に繋がる。このため、一定の慣行の下でフェイルを認めるとしても、その多発は避けねばならない（参考文献⑥ 二〇頁）。

フェイル慣行は、こうしたプラスとマイナスの側面をもっているため、日本証券業協会では「国債の即時クロス決済に関するガイドライン」で「フェイル解消の誠実努力義務」として次のように定めている。「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」（参考文献① 七頁）。

（2）日本の現状と課題

日本では国債決済のRTGS化が図られた二〇〇一年一月にフェイル慣行が導入された。日銀が二〇〇九年一月に発表した調査結果によると、レポ取引においてフェイルを容認する市場参加者は、全体の半分を満たない状況である。図表4はフェイルの容認状況とフェイル慣行定着へのスタンスをみたものだが、フェイルに対する理解が社内で浸透し、役員レベルで認識している場合、フェイルを容認する市場参加者が多い。また、定着につい

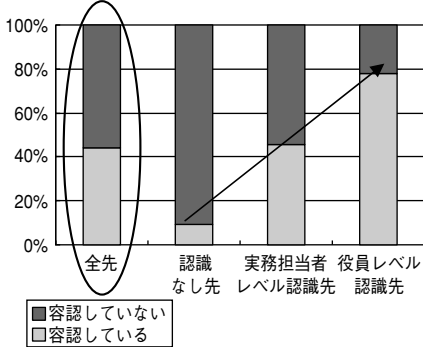
でも望ましいと考える割合が高まる関係がみられる。なお、フェイルを容認する市場参加者は都銀や証券が中心である（参考文献② 二八頁）。日銀のサーベイ結果をみると、全体として、日本ではフェイル慣行は定着していない、ということになる。

では、なぜ、フェイル慣行が定着していないのだろうか。定着していない理由は、一つは実務上全く対応できない、もう一つはフェイル慣行の必要性を認識しない、という二つの理由に区分できる。図表5はフェイルを如何なる理由で容認していないか、その理由を日銀が調査したものである。一番多い理由は、自社システム上の取り扱いや会計処理法が確立していないという実務上の理由によるものである。必要性を認識しない投資家の理由は様々で、SC取引で別途調達が困難であること、余剰資金の運用先がない、フェイルが他の取引先から容認されていない等があげられている。

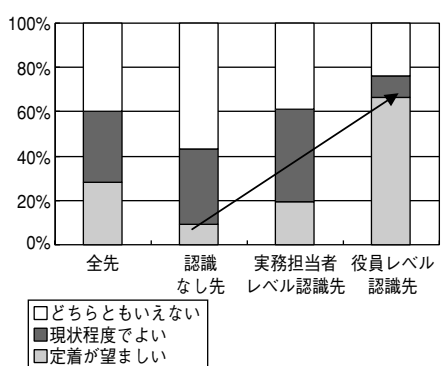
それでは、フェイル慣行を定着させるためにはどうすればよいか。事務体制の整備であり、フェイル慣行に対する更なる理解を深めることである。この点については、フェイルを容認する市場参加者がフェイル慣行の定着のポイントとして考えている調査結果と符合している。図表6をみると、広範な市場参加者によるフェイルルールの理解を深

図表4 フェイルの容認状況とフェイル慣行定着へのスタンス

<フェイルの容認状況>



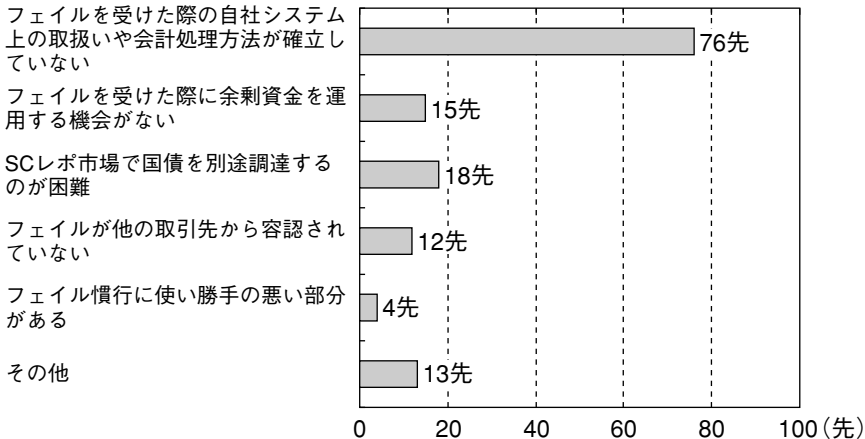
<フェイル慣行定着へのスタンス>



(出所) 後掲参考文献② 28頁

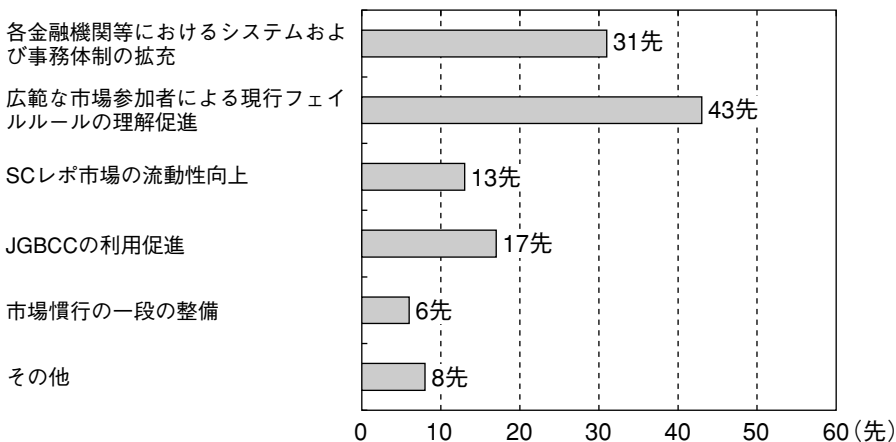
めることがトップ
 上がっている。
 次いで、システム
 および事務体制の
 拡充がづづいてい
 る。そして、SC
 レポ市場の流動性
 向上や国債清算機
 構の利用促進があ
 げられている。
 こうした調査結
 果を踏まえて、日
 銀の調査研究報告
 では、混乱を極め
 たレポ市場では検
 討課題として、フ
 ェイル慣行の定
 着・見直しなどの

図表5 フェイル非容認先がフェイルを容認しない理由



(出所) 後掲参考文献② 29頁

図表6 フェイルを容認する先が考えるフェイル慣行定着のポイント



(出所) 後掲参考文献② 29頁

整備、清算機関の機能改善と利用促進、さらに国債決済期間の短縮等によるリスク管理の強化が強く意識されるようになった、と述べている（参考文献② 三四頁）。

(3) アメリカにおけるフェイル慣行の見直し

アメリカではフェイル慣行が定着している。フェイルの容認が市場流動性の維持・向上に資するとの理解が浸透していることや、フェイルを受けた場合に滞留する手元資金の運用を収益機会と捉える見方もあって、市場全体でフェイル慣行が定着しているのである（参考文献⑧ 五頁）。

ところが、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多発した。そして、フェイルの多発によって市場流動性が大きく低下した。NY連銀が事務局機能を担うTMPG (Treasury Market Practices Group) は次のように述べている（以下は何れも参考文献⑥からの引用）。

「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」
(2009/3/31 "U.S. Treasury Securities Falls Charge Trading Securities")

「過去数ヶ月間、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前例をみない水準にまで上昇し、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

なか」(2009/1/5"Claiming a Falls Charge for a Settlement Fail in U.S Treasury Securities"

フェイル慣行の見直しは、前述のTMFGと業界団体であるSIFMA (Securities Industry Financial Markets) が中心的役割を担っている。図表7は、リーマンブラザーズ破綻以降のフェイル慣行の見直しの動きをたどったものである(以下の論点整理は、参考文献⑧ 五頁以下)。

まず、国債の渡し方を規律する仕組みの導入である。低金利政策が続くと国債の渡し方にとってフェイルを回避・解消する経済的インセンティブが低下するという問題を改善するため、低金利環境下ではフェイルした先が一定の課金(三%—FFレート)の誘導目標)を支払うフェイルチャージ慣行の導入である。同時に、フェイル回避・早期解消に向け、国債の渡し方が採るべき行動をベストプラクティスとして取り纏め、改めてその遵守を促している。

第二に、フェイルとなった取引のリスク管理の強化である。フェイル取引におけるマーンコールの導入やバイ・イン期間の大幅短縮である。前者はこれまでマーンコールの対象ではなかったフェイル取引についてマーンコールを実施し、デフォルトを蒙った取引相手がポジションを再構築する際に蒙る価格変動リスクの削減を図るものである。後者のバイ・イン期間の短縮は、フェイルが長期化するリスクを削減しようとするものである。

第三は、フェイル取引に関する透明性の向上である。TMFGでは、特定銘柄のフェイルデータの公表可能性を検討している。

加えて、国債引渡時限の見直しがおこなわれた。これまでデューラーは顧客に一五時一五分まで国債を引き渡

図表7 リーマン・ブラザーズ破綻後のフェイル慣行見直しの動き

08/9/15日	<ul style="list-style-type: none"> ●リーマン・ブラザーズ・ホールディングス・インクが連邦倒産法第11章の適用を申請。
9/23日	<ul style="list-style-type: none"> ●SIFMAは、経営陣等によるフェイル抑制への関与を始めとするフェイル抑制策を推奨。
10/3日	<ul style="list-style-type: none"> ●SIFMAは、低金利環境でのフェイルに対処するためのベストプラクティスを公表。 <ul style="list-style-type: none"> ・フェイルが急増・長期化した場合などにおける内部管理体制の強化 ・ショートポジションのカバーに関するTMPGのベストプラクティス（多額のショートポジションを保有する先は、適時に受渡が行えるよう、対象債券の借入を誠実に実施すべき。意図的なフェイルは起こすべきでない）に留意 ・フェイル取引のマージンコールやマイナス金利でのレポ取引への対応促進 ・バイ・イン手続きへの理解促進
10/8日 11/5日	<ul style="list-style-type: none"> ●財務省は、四半期定例入札に関する声明などで民間にフェイル対策を講じるよう要請。 <ul style="list-style-type: none"> ・フェイル多発を防止するため、市場参加者がフェイル解消のインセンティブを備えた取引慣行策定に引続き努力するよう強く推奨。市場参加者が主体的に対応策を導入しない場合、規制導入を検討する可能性を示唆。
11/12日	<ul style="list-style-type: none"> ●TMPGは、低金利環境でのフェイル抑制策（フェイルチャージ慣行等）を公表^(注)。 (注) その後、NY連銀、財務省が支持を表明。 <ul style="list-style-type: none"> ・フェイルした国債の渡し方がフェイルされた国債の受け方にチャージを支払う慣行の導入 ・フェイル取引のマージンコールに関する慣行の導入 ・フェイルが5営業日超継続した場合の現金決済慣行の導入 ・特定銘柄のフェイルデータの公表可能性の検討 ・ループによるフェイルを効率的に解消するマルチラテラル・ネットイングの検討 ・安全弁としての財務省の国債一時供給制度に関する議論の支援
09/1/5日	<ul style="list-style-type: none"> ●TMPGは、フェイルチャージ慣行の開始日を5/1日とすること等を公表。
1/15日	<ul style="list-style-type: none"> ●SIFMAとTMPGは、「フェイルチャージの取引慣行」を公表^(注)。 (注) 3/31日に最低請求金額を設定すること等を公表。
4/28日	<ul style="list-style-type: none"> ●SIFMAとTMPGは、国債の引渡時限に関する慣行を見直し、6/1日より実施する旨を公表^(注)。 (注) 5/28日に実施日を7月に延期する旨を公表。
5/1日	<ul style="list-style-type: none"> ●フェイルチャージ慣行の開始。
7/1日	<ul style="list-style-type: none"> ●国債の引渡期限に関する慣行の見直しを実施。
7/15日	<ul style="list-style-type: none"> ●TMPGは、フェイル取引へのマージンコールに関する慣行について、フェイルチャージ慣行等の効果の見極めが終わるまで同慣行の検討を延期する旨を公表。

(出所) 後掲参考文献⑧ 9頁

すことが出来たのに対し、顧客はディーラーに一五時までにはしか引き渡すことができなかった。こうした扱いのもとでは、一五時から一五時一五分の間に顧客がディーラーから国債の引渡しを受けると、他のディーラーへの引渡しができない。更にフェイルチャージ慣行が導入された場合、これに伴うコストも追加的に負担する惧れがあったため、今般の見直しがおこなわれることになった。

こうした見直しは、フェイルチャージ慣行の導入が本年五月、国債の引渡し期限見直しが七月に実施された。その他の見直しは検討中とされている（詳細な動きについては図表7を参照）。フェイル慣行の見直しによってフェイルの発生は抑制され、従来には無かったマイナス金利による国債調達もおこなわれるようになり、アメリカでのフェイル慣行の見直しは一先ず成功した評価とされている（参考文献⑧ 八頁）。アメリカでの成功は、次号で検討する日本のワーキング・グループの検討においても生かされることになった。

（謝辞 本稿を作成するに際しては、日本証券業協会自主規制本部自主規制二部長の松永秀昭氏から、多くのご教示をえた。記してお礼を申し上げます。ありうる文中の誤りは筆者の責任であることは言うまでもない。）

参考文献

- ① 「国債の即時クロス決済に関するガイドライン」 日本証券業協会 二〇〇四年一月
- ② 「わが国短期金融市場の動向と課題―東京短期金融市場サーベイ（〇八／八月）の結果とリーマン・ブラザーズ証券破綻の影響」 日本銀行金融市場局 二〇〇九年一月
- ③ 「リーマン・ブラザーズ証券の破綻がわが国決済システムにもたらした教訓」 日本銀行決済機構局 二〇〇九年三月

- ④ 「T十〇レボ、及びフェイルの際の業務フローについて」債券現先等研究会 二〇〇九年三月
- ⑤ 「債券のフェイルの際における経理処理参考事例について」債券現先等研究会 二〇〇九年三月
- ⑥ 「フェイル慣行の意義と役割」（債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループの中間報告書 別添資料）日本銀行金融市場局 二〇〇九年六月
- ⑦ 「リーマン・ブラザーズ証券の破綻が国債市場―決済システムにもたらした教訓」（国債の決済期間の短縮化に関する検討WG 資料三）日本銀行決済機構局 二〇〇九年一〇月
- ⑧ 日銀レビュー「わが国におけるフェイル慣行の一層の定着に向けて―フェイル慣行の意義・役割と米国の取組み事例を中心に―」日本銀行金融市場局 二〇〇九年一〇月
- ⑨ 「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』」日本証券業協会 二〇〇九年一月

（なかじま まさたか・特別嘱託研究員）