

# 旧現先と新現先の基本契約書について

～現先売買から現先取引へ～

中島 将隆

## 1 レポ取引における基本契約書の重要性

レポ取引では統一的な基本契約書が特別に重要な意味を持っている。統一的な基本契約書が無ければ、取引に伴うトラブルが必ず発生し、証券不祥事が続発するからである。というのは、レポ取引の最大の特徴は売買と貸借の二つの側面を持っているからである。売買と貸借の二つの側面を持つ複合的な取引であれば、あらかじめ担保の処分や受渡価格の算定、価格変動リスクへの対応や用語の使い方など厳密に定めておく必要がある。さもないと、問題が発生した場合、取引が売買か貸借かという論争に発展し問題解決が非常に難しくなるからである。アメリカでは、基本契約書が作成されるまでは、レポ取引に係わる証券不祥事が続発した。そこで、一九八六年二月、P S A（全米公社債協会）が統一的な基本契約書 Master Agreement を作成した。基本契約書の作成によって取引に伴うトラブルが解消し、基本契約書の作成と破産法の改正によって、レポは「売買形式の資金取引」と明確に規定されたのである。

日本でレポ取引（現先取引）の基本契約書が作成されるのは昭和五十一年三月からである。大蔵省はこの時点で初めて現先を公認し、同時に業務方法や取引基準を定めた。平成四年からは大蔵省に代わって日本証券業協会が

理事会決議によって基本契約書を定めた。平成一三年四月に新現先市場が創設されると、従来の基本契約書も改正され、新たに基本契約書が作成される。改正された新現先の基本契約書を旧現先と比較すると、旧現先の場合には売買取引の側面が強く、新現先の場合は金融（貸借）取引の側面が強い。

ここでの問題は、旧現先と新現先の基本契約書の相違は何を意味するか、こうした相違は取引の性質が異なることを意味するのか、この点を検討することにある。よく知られているように、現先市場は金利規制を回避するため発生し、金利規制下において唯一の自由性短期金融市場としての役割を果たしてきた。金利自由化の進展と共に現先市場はその歴史的役割を終える。ところが、現先市場は業態規制の撤廃や有価証券取引税の廃止によって再び復活する。日本のレポ市場（現先市場）は欧米とは全く異なる展開をとげているのである。旧現先と新現先の基本契約書を検討することによって、こうした日本のレポ市場の特徴を明らかにしたい。また、日本においても、はじめて「レポとは何か」を巡る訴訟がおこされ、各方面から大きな注目を集めている。裁判における論点の一つは、旧現先取引と新現先取引の性質を巡る論争である。基本契約書を比較することによって、論争解決の手がかりを探ってみたい。

## 2 基本契約書が作成される以前の取引契約書

現先の基本契約書が作成される以前にも、念書や業界の自主ルールによる個別の契約書が交わされていた。そこで、まず、念書や自主ルールによる契約書を検討し、ついで、基本契約書が作成された経緯をみていくことにしよう。

周知の事ながら、現先取引の歴史は昭和二四―二五年頃に遡ることができ、公社債投信の破綻した三七年頃に

は「現先」という用語が市民権をえ、昭和四〇年代には現先市場は急成長を遂げた。昭和四〇年代中頃以降になると債券総売買高に占める現先売買の割合は七〇％近くになり、現先市場は唯一の自由性短期金融市場、オープン・マーケットの機能を果たしていたのである。

ところが、現先市場が拡大しているにもかかわらず、昭和四九年二月までは、統一的な契約書は無く、証券会社は念書形式で現先取引の契約を行っていた。昭和四九年二月、大蔵省の指導によって現先取引に関する証券会社の自主ルールが作成された。自主ルールは次のように要約できよう。

- ① 残高規制と集中規制…証券会社は自社の資産状況に照らして委託現先売買残高が過大にならないように留意する。残高は純資産の二倍以下に圧縮する。また、一つの取引に残高が集中しないようにする。
- ② 期間対応の原則…売りつなぐ期間は最長一年とし、売り戻しと買戻しの期間のズレをできるだけ短期にする。
- ③ 契約書…従来の念書形式を改め、売買契約書を交換し、その文言も統一する。
- ④ 売買取引先…売買取引先の財務内容、資金繰り状況等に十分注意する。
- ⑤ 約定単価…従来は、売り手の簿価似合わせるなど、時価以上の額に決めるケースが多かったが、これは買い手にとって、債権保全上の問題があるため、原則として、買戻し時点の予想時価を勘案して、約定単価を決める。
- ⑥ 有価証券…貸付有価証券の利用を自粛し、他人名義の登録債は原則として取り扱わない。

この時点では、大蔵省は現先市場の存在を公認していなかった。しかし、昭和四〇年代末には現先市場が急成

長したので、証券会社に自主ルールの作成を要求したのである。

更に翌年の五〇年二月には、自主ルールの改定を求めた。まず、証券会社の委託現先売買残高を『純資産十過去五年間の公社債売買高平均の三%』とすること、次に、約定単価は、スタート時点での市場実勢価格の上下二%以内に設定する、というものである。五〇年二月の自主ルール改定の背景には、委託現先が急膨張をとげたからである。商社などは融資規制によって資金調達が困難となったが、現先市場を通じて追加的資金を調達したからである。すなわち、商社などは信託銀行から債券を借り、借りた債券を委託現先によって資金調達したからである。同時に、取引のトラブルを未然に防止するため、約定単価は市場実勢価格の上下二%以内、と厳格に定めたのである。

大蔵省の指導によって証券会社の自主ルールが作成された。しかし、この時点までの現先市場はグレーマーケットの扱いであり、統一的な基本契約書は存在しなかったのである。

### 3 現先取引の基本契約書の作成

#### (1) 大蔵省通達と基本契約書の作成

現先市場は長らくの間、「鬼っ子」扱いであったが、昭和五一年三月の大蔵省通達「債券の条件付売買の取り扱いについて」によって、現先取引は始めて証券会社の業務であることが公認された。そして、この通達によって統一的な基本契約書が作成されることになる。通達の特徴と内容を整理すると次のようになる。

①現先取引は『売買取引』として明確に位置づけられていることである。通達の前文で「証券会社の行う債券

売買業務のうち条件付売買（以下『現先売買』という）と述べられている。レポは売買と貸借（金融）の二つの側面を持つが、通達では現先の金融取引としての側面については一切言及されていない。この点が最大の特徴である。

②通達では「現先売買の業務方法基準」が詳細に示されている。売買契約書の作成と保管、売買取引先や売買対象債券の限定、他人名義登録国債の取り扱いは原則禁止、売買約定単価は実勢価格を基準とする、期間は一年以内、残高規制等である。

③業務方法書の作成が義務付けられ、業務方法基準に基づく現先売買に係わる業務方法書の作成を命じられている。

④現先売買の状況に関する報告書を大蔵省に提出することが義務付けられている。

この通達に基づいて、はじめて統一的基本契約書が作成されることになった。現先取引が公認され基本契約書が作成された事は、二つの意味を持っている。

まず、現先取引が整備されたことである。統一的基本契約書が作成されると、現先取引が活発に行われるようになって、取引に伴うトラブルを回避することができる。アメリカのレポ取引は統一的基本契約書が作成されるまでの間、レポ取引に伴う証券不祥事とレポ訴訟が多発した。日本の場合、現先取引に伴う不祥事は殆どなく、僅かに平成一〇年の「丸莊証券・大塚家具の現先訴訟」だけであった。基本作成書の作成に加えて現先取引の統計も整備され、日本証券業協会は昭和五二年二月から現先取引の統計を公表するようになったのである。

もう一つの意味は、大蔵省が現先の基本契約書を作成することによって、現先取引が証券金融行政に包摂され

たことである。現先市場がグレーマーケットであれば、この市場に対する大蔵省の直接の規制はなく、せいぜいのところ、自主規制の要求ぐらいである。ところが、この市場が大蔵省によって公認されると市場が整備される反面、銀証分離の金融行政に現先市場は包摂されることになる。銀証分離の金融行政の下では、証券会社は資金貸付類似業務を営むことができない。現先は売買と貸借の二つの側面を持っているが、監督官庁の大蔵省としては現先の金融側面を無視せざるをえない。従って、現先取引を債券売買として扱っているのである。債券売買であるから現先レートという表現もない。レート（金利）は金融取引から発生するからである。更に、現先取引の公認と同時に証券会社の買現先も行政指導によって禁止された。買現先は資金の流れから見ると、資金貸し付けと類似している。証券会社の資金貸付類似業務は銀証分離の金融行政に反する。従って、証券会社の買現先は行政指導によって禁止されたのであった。証券会社の買現先の自由化は平成七年二月まで待たねばならない。

## （２）証券業協会の理事会決議による基本契約書

通達行政の廃止と公正取引の確保の観点から、昭和五十一年の大蔵省通達は廃止された。そして、日本証券業協会に通達内容が引き継がれることになった。平成四年七月、日本証券業協会は「債券の条件付売買の取扱いについて」理事会決議を行った。決議内容は大蔵省通達と同一で、現先について「協会員が行う債券等の条件付売買取引（以下「現先売買」という）として、『現先売買』と明確に規定している。理事会決議の二では、売買契約の締結に関して基本的な内容を定め、理事会決議二による基本契約書の参考様式として「債券の現先取引に関する基本契約書」、「債券の現先取引に関する基本契約書に係わる合意書」が作成されている。

現先取引の契約書は二本立てとなっている。まず、「債券等の現先取引に関する基本契約書」を予め取り交わ

して合意書を交換する。次に、合意書を交換した相手方とは、「債券等の現先取引に関する基本契約に係わる個別取引明細書」をもって個別取引明細書の契約に代えるものと定めている（もつとも、約定の都度「債券等の条件付売買取引に関する契約書（個別取引契約書）」でも取引を行うことができる。個別取引明細書をもって個別取引契約書に代えるという意味は、この点を指している）。従って、現先の契約書は基本契約書と個別取引明細書の二本立てとなっていた。

理事会決議では、現先取引ではなく『現先売買』と明記していた。そして、現先の金融的性格については全く触れていない。僅かに「期間利回り」という用語だけが使用されているが、「期間利回り」は取引の事後的に算出されるものであり、利回りが売買価格の算出基準として扱われているものではない。ところが、興味深いことには、証券会社が個別に作成する個別取引明細書では、現先売買を金融取引として扱っている明細書もあった。四大証券会社の個別取引明細書はほぼ同一であるとはいえ、明細書の欄外に年利を注記した契約書も存在した。ここでは、事実上、現先レートが売買価格算出基準として扱われていたのである。証券会社は公的機関ではないから、個別取引明細書の作成に際しては、取引実態に即した契約書を作成することが可能であったと思われる。

#### 4 新現先市場の創設と基本契約書の特徴

##### (1) 新現先の創設と理事会決議

現先市場は、平成一三年四月、新現先市場として復活した。現先市場は昭和六〇年以降、有価証券取引税が課税される現先取引は消滅し、現先市場はFBやTBなど有価証券取引税の課税されない市場に変貌していた。有価証券取引税は平成一一年三月末に廃止され、税コストの問題が解決され、現先市場復活の条件が整った。そし

て、国際標準のレポ市場として新現先市場が復活したのである。平成一四年四月、旧現先は新現先に強制移行することになった。

表は新現先と旧現先を比較したものである。法的位置づけや取引の性格は全く変わっていない。だが、現先に関する理事会決議や基本契約書は改正され、それに伴ってリスク・コントロール条項などが新たに新設された。日本証券業協会の「債券等の条件付売買の取扱いについて」理事会決議が改正されたが、改正の趣旨を次のように説明している。

「…債券等の資金の相互に融通する機能を併せ持つ広義レポ取引が果たす役割は、ますます重要なものと認識されている。そのような中では、日本国内の現先

表 新現先と旧現先の比較

	新現先取引		旧現先取引
	現先取引	利含み現先取引	
現先取引契約書	基本契約書の1本立て		基本契約書と個別契約書の2本立て
法的位置付け	売買（買戻し条件付契約）		売買（買戻し条件付契約）
取引の性格	資金取引（債券担保金融） 金銭の消費貸借		資金取引（債券担保金融） <sup>(1)</sup> 金銭の消費貸借
担保	国債が中心		短期国債・政府短期証券が中心 <sup>(2)</sup>
担保の処分	可能		不透明 <sup>(3)</sup>
一括清算条項	あり（基本契約書の1本立て）		なし
リスク・コントロール条項 (1) ヘア・カット (2) マージン・コール (3) リプライシング (4) サブステイテュション	可 可（取引相手毎） 可 あり		なし なし なし なし
証券会社の買現先	可能		不可能
会計処理	金融取引		売買取引（金融取引も可）
約定レート	現先レート（資金の運用＝調達レート）		現先レート（資金の運用＝調達レート）
簿価の変動	なし		あり（売買処理の場合）
オープンエンド取引	なし	可	なし
期中クーポンの帰属	債券の買い手	債券の売り手	債券の買い手
取引期間	無制限		1年以内（3ヶ月が中心）

(出所) 証券業協会資料等により作成

(注) (1) 証券会社の買現先は平成7年まで行政指導により禁止

(2) 昭和60年以降、有価証券取引税が課税される債券の現先売買は消滅。

(3) 事業会社の現先取引では、登録国債の名義変更は行われなかった。



市場参加者においても、より健全でリスクの少ないグローバル・スタンダードに合致した取引手法の導入が期待される場所である。今般、本協会においては、従来の現先取引制度に『リスク・コントロール条項』、『一括清算条項』等を加えることによって、取引の安全性、健全性の向上を図るため、別紙の通り『債券等の条件付売買の取り扱いについて』（理事会決議）の一部を改正することとする。』。

この趣旨に基づいて理事会決議が改正され、理事会決議に基づく基本契約書が改正された。理事会決議や基本契約書の新たな点、また、基本契約書には記載されていない特徴等を挙げると、次のように整理できるだろう。

## (2) 新現先取引の基本契約書の特徴

① 現先売買から現先取引へ…従来の理事会決議では、条件付債券売買は『現先売買』とされていたが、今回の改訂で初めて『現先取引』に表現を変更した。改正された理事会決議の前文で、「条件付債券売買は『現先取引』という」と明記されている。理事会決議だけでなく基本契約書においても「現先取引」という用語に統一されている。条件付債券売買は「現先売買」ではなく「現先取引」とされ、売買と貸借の二つの側面を持つことを基本契約書の上で明記することになった。

② 現先レート…従来は現先レートという表現は注意深く避けられてきた。今回の理事会決議では現先レートを「エンド売買金額算定の基準となる料率として、個別取引で定めるものをいう」とされ、現先レートが売買金額の基準となることを認めている。

③ リスク・コントロール条項の新設…前掲表でみたように旧現先にはリスク・コントロール条項はなかった。

新現先ではヘア・カット、マージン・コール、リプライシング、サブステイチューションの条項が新設された。現先レートの扱いやリスク・コントロール条項の新設は、基本契約書の上で現先取引が金融取引の側面をもつことを明確に規定していることになる。

④ 債券取引と資金取引の一体化：旧現先では証券会社の買現先が行政指導によって禁止されていた。従来は資金取引と債券取引が分断され、証券会社は現先市場で債券を調達することが不可能であった。空売りのための債券調達は債券貸借市場で調達せねばならず、債券調達市場も現先市場とは分断されていたのである。従って、マッチド・ブック等の取引が不可能であった。新現先では規制の廃止により資金取引と債券取引が一体化しているのです。こうした取引も可能になった。

⑤ 個別取引契約書の廃止と基本契約書の一本化：旧現先では契約書は二本立てで、かつ、基本契約書よりも個別取引契約書（個別取引明細書）が優越していた。基本契約書がなければ一括清算法の適用対象にならない。新現先では基本契約書の本化により、一括清算法の対象となったのである。

### (3) 旧現先と新現先は異なる性質の取引か

新現先の基本契約書を検討すると、前述したように、旧現先の基本契約書と異なる点が多い。旧現先の基本契約書では条件付債券売買を「現先売買」としているが、新現先の基本契約書では「現先取引」に変更し貸借（金融）の側面が強く打ち出されている。こうした基本契約書の相違から、旧現先と新現先は異なる性質の取引といえるのだろうか。すなわち、旧現先は売買取引であり、新現先は金融取引と言えるのだろうか。レポ訴訟における争点の一つがこの問題と係わっている。

この問題を説明するには、そもそも、なぜ旧現先と新現先の基本契約書が異なるのか、また、なぜ新現先では基本契約書を修正することが可能であったか、そして、なぜ新たな条項を新設することが可能であったのか、この点を検討する必要がある。

## 5 基本契約書が異なる理由は何か

### (1) 旧現先の経済機能と建前上の扱い

旧現先市場が自由金利のオープンマーケットとして機能していた事は誰しも異論のない事実である。現先市場は金利規制下にあつて唯一の自由性短期金融市場であつたこと、金利が規制されているが故にこの市場が生成発展したこと、こうした特長を有しているから現先市場は大きな注目を浴びたのである。現先レートは自由性短期金利の指標であり、現先市場で資金の調達と運用が行われた。従つて、必ずしも統一的な扱いではなかったが、国税庁も現先収益を貸し金扱いとして処理し、会計処理法も金融取引として扱うことができた。

ところが、現先の基本契約書の扱いは異なる。前述したように、現先は「現先売買」として扱われ、金融取引の側面は無視された。金融取引の側面が無視されたのは、銀証分離の必然的な帰結である。銀証分離が証券金融の根幹であれば、現先は売買として扱わざるを得ない。現先の公認に先立つて大蔵省は「現先取引の規制について」（昭和五〇年二月）において「現先は債券担保金融の変形だが債券売買として承認すべきである」と内部資料で述べている。現先を売買取引として承認すれば、現先の金融機能を建前の上で認める事はできない。レボレートは無視され、基本契約書にリスク・コントロール条項を挿入することは不可能である。銀証分離の金融行政の故に、証券会社の買現先が禁止されたのであつた。

(2) 建前と現実を区別する必要が消滅した新現先取引

証券会社の買現先は、平成七年一二月、「規制不存在の確認」という形式で自由化された。金利自由化の進展と共に、業態規制の撤廃も次第に緩和され撤廃された。金融の垣根が低くなり、銀証分離の金融行政も撤廃され、今日では証券業と銀行業の区別も消滅しつつある。証券会社の買現先の自由化は、この流れに沿うものであり、銀証分離原則撤廃の一環である。銀証分離の金融行政が撤廃されることによって、資金取引と債券取引が一体化したレポ市場を創設することが可能になった。また、有価証券取引税が平成一一年三月に撤廃され、現先市場復活の条件が整った。

新現先市場の創設は、業態規制の撤廃や税制改革によって可能になった。従って、新現先の基本契約書はこうした変化を反映して、現先が売買形式による資金取引として明確に規定することが可能になった。前述したように、まず、債券の条件付売買が「現先売買」から「現先取引」に変更された。レポは売買と貸借の二つの側面を持つことを基本契約書で明記することが可能になったのである。次に、基本契約書で「現先取引」と明記することにより、レポレートが売買金額の基準となる料率と定めることが可能になった。レポが売買形式による資金取引であれば、金利が資金配分の指標となるからである。更に、リスクコントロール条項や一括清算条項を新設することが可能になった。従来では、基本契約書の上では、こうした条項を設定することが不可能であった。債券の条件付売買を「現先取引」とすることによって、この条項を新設することができたのである。

平成一五年四月、租税特別措置法第八条が改正され、事業法人も登録国債の利子課税に対する源泉徴収が免除されることになった。課税玉と非課税玉の区別は消滅し、旧現先では不透明であった担保の処分が可能になった。租税特別措置法第八条の改正によって新現先は更に「売買形式の資金取引」と明確に規定できるようになった。

### (3) レポの経済機能と基本契約書

旧現先と新現先の基本契約書には大きな相違があった。しかしながら、旧現先も新現先も経済機能は同じであつて「売買形式の資金取引」という点では何の変化も無い。にもかかわらず、なぜ基本契約書に大きな相違が生じたのであろうか。

基本契約書がどのように作成されたか、アメリカと日本とを比較すると、この点が明瞭になってくる。アメリカのレポ基本契約書は、冒頭で触れたように、一九八六年に全米公社債協会によつて作成された。レポの基本契約書が作成されたのは、レポ取引に伴う証券不祥事を回避するためであり、統一的な契約書があれば円滑に取引を拡大することが出来るからであつた。すなわち、取引当事者の要求によつて、市場の要求によつて基本契約書が作成されたのである。一九八四年に破産法が改正されたのも、破産法の自動停止条項がレポ取引の大きな障害となつたからである。市場の要求に従つて破産法が改正されたのであつた。

日本の場合、基本契約書の作成過程と目的がアメリカと全く異なる。前述してきたように、基本契約書は取引当事者の要求によつて作成されたのではなく、大蔵省によつて作成された。現先が公認されたのは大量国債発行に伴うディラー・ファイナンスを確保するためであつた。大蔵省によつて現先が公認されれば、現先市場は証券金融行政に包摂されるのは当然の帰結である。銀証分離の金融行政が廃止されれば、現先の基本契約書もこの変化を反映する。旧現先の基本契約書は銀証分離を前提にした契約書であり、新現先の基本契約書はこの制約から解放されて作成されているのである。繰り返すことになるが、旧現先も新現先も「売買形式の資金取引」であり、経済機能は同一である。相違点は、基本契約書が作成される背景が異なっているだけである。

現先の基本契約書を検討する場合、契約書で記載と現実の機能を比較し照らし合わせる必要がある。また、基

本契約書が如何なる目的で作成されたか、この点を詳細に辿ることが必要である。このように考えると旧現先取引や新現先取引、アメリカのレポ取引は、そこに大きな相違を見出す事は困難だといえよう。

参考資料

- ・ 現先取引に関する証券会社の自主ルール（経済企画庁『経済月報』昭和五二年三月）
- ・ 大蔵省通達「債券の条件付売買の取り扱いについて」昭和五一年三月
- ・ 日本証券業協会「債券の条件付売買の取扱いについて」理事会決議 平成四年七月
- ・ 債券の現先取引に関する基本契約書（理事会決議二による基本契約書の参考様式）
- ・ 債券の現先取引に関する基本契約書に係わる合意書（理事会決議二による合意書の参考様式）
- ・ 債券売買契約書（証券各社の現先売買契約書）
- ・ 現先個別取引明細書
- ・ 日本証券業協会「債券等の条件付売買取引の取扱について」（理事会決議）の一部改正について 平成二二年一〇月
- ・ 日本証券業協会「債券等の条件付売買取引の取扱について」（理事会決議）の一部改正について（新旧対照） 平成二二年一〇月
- ・ 債券等の現先取引に関する基本契約書（理事会決議三による基本契約書の参考様式）
- ・ 「債券等の現先取引に関する基本契約書」に係わる合意書（基本契約書第二条に係わる合意書の参考様式）
- ・ 「債券等の現先取引に関する基本契約書」付属覚書（基本契約書第二条に係わる付属覚書の参考様式）

（なかじま まさたか・客員研究員）