

日本における債券貸借市場の再編成

—日本版レポ市場の成立について—

中 島 將 隆

要 旨

レポ市場や債券貸借市場の規制緩和が世界的規模で展開している。イギリスでは今年の1月からレポ（貸借）市場が自由化された。これまで英国債市場では、イングランド銀行の許可を得たギルト債マーケット・メーカー（根付け業者）だけがレポ取引を行うことができた。従ってギルト債のショート・ポジション（売持ち）をとることができるのはマーケット・メーカーだけの特権だった。レポ取引の自由化により市場参加者の誰でもがショート・ポジションをとり、債券を借り受けることでポジションをカバーすることができるようになったのである。市場参加者の増加によりレポ取引が短期金融市場の主要な資金調達手段の一つになると予想されている。またドイツでは、本年度中にレポ取引の制約条件が撤廃されると報じられている。これまでドイツ連邦銀行はレポ取引で資金を調達した場合、銀行に対して調達資金の2%を無利子でドイツ連邦銀行に預けることを義務づけていた（最低準備率制度）。このためドイツ国債のレポ取引は国内市場から逃げ出し、レポ取引の9割がロンドン市場で取り引きされてきたのである。伝えられている規制緩和はレポ取引など債券担保取引を最低準備制度の対象から除外するというもので、欧州通貨統合を目前にして、国内の金融機関の対外競争力強化とドイツ金融市場の地位向上を目指す措置とみられている。日本においても本年4月から現金担保付債券貸借取引市場が発足した。債券貸借市場の規制が撤廃され、基本契約書の改訂によって事実上の日本版レポ市場が成立したのである。このようにレポや債券貸借取引の規制緩和は世界的規模で展開しているが、これは何故であろうか。レポ市場や債券貸借市場が創設され、市場が拡大しているのは何故だろうか。レポ市場や債券貸借市場はどのような機能を果たしているのだろうか。こうした問題を明らかにするため、日本のレポ・現金担保付債券貸借市場を取り上げて検討していきたいと思う。

はじめに	目次
I. なぜ、債券貸借市場の再編成が必要になったか	2. 日本の現先と債券貸借取引
1. 債券貸借取引の規制と信用リスク	3. 日本の債券貸借取引はなぜ規制されてきたか
2. 決済リスクの軽減とローリング決済方式への移行	III. 現金担保付債券貸借取引市場の成立—日本版レポ市場の成立—
II. 日本の債券貸借市場とレポ・現先市場の特徴	1. 債券貸借取引の規制撤廃と買現先の自由化
1. アメリカのレポと債券貸借取引	2. 日本版レポ市場の特徴
	IV. 日本版レポ市場の問題点

はじめに

日本の現金担保付債券貸借市場は1996年4月から発足した。この市場の成立によって、日本におけるレポ市場が成立したといわれている。だが、この市場はアメリカで典型的に発達しているレポ市場とは異なり、厳密な意味ではレポ市場といえない。新たに成立した市場は債券貸借取引の様々な規制を撤廃して、現金担保付債券貸借取引市場として再編成した市場である。従来の債券貸借市場を再編成し、標準的な基本契約書を作成して、アメリカのレポ市場と同様の機能をこの市場に果たさせようとする点に大きな特徴がある。従って、新市場の発足を「いわゆる日本版」レポ市場とか「事実上の」レポ市場と言われているのである。

この「いわゆる日本版」レポ市場に大きな注目が寄せられているのは次の理由による。まず第一に、この市場の発足は新たな短期金融市場の成立を意味するからである。そして、この短期金融市場は今後、オープンマーケットとして発展、拡大していくことが展望できるからである。日本の債券貸借市場は1989年5月に誕生したが、この市場は様々な規制があって現実には無担保取引市場であった。これまでの債券貸借市場は、債券と資金を交換する市場ではなく、

担保を差し入れることなく債券を貸借するだけの市場であった。アメリカやヨーロッパのレポや債券貸借取引は債券と現金（担保）の交換取引であり、有担保取引が特徴である。これらの市場は資金取引と債券取引が一体となった市場であり、法的整備と判例の積み重ねによって、決済リスクのない流動性に最も優れたオープンマーケットとして発達している。日本の債券貸借市場は、1996年4月から現金担保の貸借市場として再編成された。貸借取引におけるこれまでの規制が撤廃されたばかりでなく、さらにこの貸借取引がレポ取引と同じ機能を果たすことができるように標準的な基本契約書が作成された。こうした市場の再編成によって、この市場は決済リスクの少ない流動性の高いオープンマーケットとして発展していくことが展望されているのである。第二に、国債のローリング決済方式が導入されたことである。日本の国債決済方式はこれまで特定日決済方式で5・10日決済であった。特定日決済方式の場合には受渡決済が特定日にまとめて行われ、この間、未決済残高は増加する。未決済残高が増加すると、それだけ決済リスクは増加する。この決済リスクを軽減するためグループオブサーティG-30は、1989年、毎営業日に決済を行うローリング方式を勧告した。この勧告に基づいてアジアを含む世界各国はローリング方式を採用した。日

本だけがこれまで特定日決済方式を維持してきたのである。国際的潮流と決済リスクの危機管理意識が高まり、ようやく1996年10月からローリング方式が導入された。ローリング決済方式が導入されると、国債の決済はこれまでの5・10日決済ではなく毎営業日となり、決済を円滑に行うためには決済に必要な債券や資金をを即座に調達でき債券貸借市場やレポ＝リバースレポ市場の発達が必要条件となってくる。危機管理が金融システムにとって最重要な課題となっている今日、日本版レポ市場の成立は特別の意味を持っていると言えよう。第三に、「日本版レポ市場」は日本銀行の金融調節に利用する事が検討されている点である。アメリカやイギリスではレポ市場が中央銀行の最重要な金融調節市場となっている。日本版レポ市場の今後はオープンマーケットとして発展、拡大していくことが展望されている。そうであれば、金融市場自由化進展の下で日本銀行が日本版レポ市場を新たな金融調節市場として検討するのは当然のことだろう。しかし、ここではなお解決されねばならない多くの問題が存在しているものと思われる。

レポ市場はアメリカやユーロ市場において最大の短期金融市場の地位を占めている。アメリカではレポ市場の残高はコマーシャルペーパー市場やフェデラルファンド市場よりもはるかに規模が大きい。『フィナンシャル・タイムズ』紙は特集号を組んで、インターナショナル・レポ市場は今日、世界最大の市場規模を誇る市場のひとつに成長・発展をとげたと報じている¹⁾。レポ市場はもっとも流動性の高い、リスクの少ない市場とされているのである。レポ市場の発展は、国債残高と国債売買高の増加、金融の証券化とデリバティブの発展、金融のグローバリ

ゼーションと密接に関連している。レポ市場を規制すると、ドイツや日本のようにレポ取引を海外に追いやってしまうことになる。また、この市場は決済リスクの管理や金融調節手段として重要な地位をしめるにいたった。ところが、レポ市場が金融市場の中でこうした重要な地位を占めているにもかかわらず、この市場の実状については一部の市場関係者を除いて一般にあまり知られていない。この市場は取引の実状に疎い我々にとって解りにくい専門語 jargon が多いからである。また、レポ＝リバースレポや貸借取引、現先取引は共通点が多い。一見すると同じように見えてしまうところがある。さらに同じくレポといっても各国によって市場成立の背景が異なり、全く同一の市場ではない。こうした諸問題がレポ市場研究の参入障壁となっているように思われる。

小論では日本版レポ市場について検討する。現先市場はレポ Japanese domestic repo²⁾と言われているが、現先市場が存在するにも関わらず、なぜ日本版レポ市場が必要になったのか、レポと現先はどの点が異なるのか、日本版レポ市場は債券貸借取引を再編成したものであるがどうしてアメリカでみるようなレポ市場を創設できなかったのか、日本版レポ市場にはどのような問題点を内包しているかという問題を検討していきたい。

レポ市場の研究を始めるに際して、多くの友人・同僚から文献や資料収集について御協力を賜った。青山学院大学の小林襄治教授はアメリカ・ヨーロッパの貸借市場に関する貴重な文献を借していただいた。日本証券経済研究所の二上季代司主任研究員は在外研究で集められたインターナショナルレポ市場に関する文献を惜しみなく提供していただいた。八千代国際大学の

楠本博教授は全米銀行協会の調査室で貴重な時間を割きアメリカのレポ取引に関する資料について調査協力を得た。大阪証券金融貸借券室の成田和久氏、山一投資信託の内田健三氏、金融データシステムの角川総一氏は日本の債券貸借取引に関する多くの資料を収集していただき、日興リサーチセンターの佐藤昇氏・森田長太郎氏をはじめ各証券会社調査部の皆さんから様々の御教示をいただいた。とりわけ公社債引受協会の岩井宣章氏と日本証券業協会の菊一護氏からは現金担保付債券貸借取引に関する多くの資料を提供していただき、また、初歩的な質問にも辛抱強く対応していただいた。調査研究に際してお世話になった皆さんに厚くお礼を申し上げたい。

I. なぜ、債券貸借市場の再編成が必要になったか

1. 債券貸借取引の規制と信用リスク

日本版レポ市場は債券貸借市場の再編成という形をとって発足した。レポ市場発足の背景を分析するには、なぜ、従来の債券貸借市場の枠組みを変えざるを得なかったのかをみていく必要がある。そして、債券貸借市場の再編成がどうして日本版レポ市場といわれているかを検討する必要がある。

日本における債券貸借市場の創設は1989年5月にさかのぼる。貸借市場が創設された最大の目的は、国債相場を安定させるためであった。国債のバンクディーリング1984年6月から開始され、翌年の6月から売買に制限のないフルディーリングに移行した。フルディーリングが認可されて以降、債券ディーラーは実績づくり

のために特定の指標銘柄債に売買を集中した。ディーリング銘柄債ともいわれたこの指標銘柄債の売買は、出来高競争の売買、売買差益を追求する回転売買であった。指標銘柄の回転売買によって国債売買高は急膨張したが、売買差益を追求する指標銘柄の国債相場は不安定で乱高下を繰り返すことになった。指標銘柄債の発行額は一定であるのに、そこに売買差益を求めて需給が殺到すると国債相場が不安定になるのは当然のことであろう。国債決済日に受渡しされる現物債が不足することになれば、相場はさらに投機的な市場になってしまう。こうした投機的売買を抑制して国債相場を安定させるためには、受渡しされる指標銘柄債の調達市場を創設する必要がある。指標銘柄債が乱高下を繰り返すのは、債券ディーラーが空売りを行っても決済日に国債を借り入れることのできる市場が欠落しているからである。日本の債券貸借市場はこの要求に応えるために創設された。1989年5月、大蔵省証券局・銀行局は「債券の空売り及び貸借の取扱いについて」という事務連絡を出し、「空売りを行った場合、受渡日以前に買い戻しを行わないときは貸し債券取引によって借り入れた債券を受渡に用いる」ことにしたのである。日本の債券貸借市場は債券の空売りと一体となって創設されたのである³⁾。

だが、日本の市場は発足当時から次のような問題点を内包していた。第一に、債券貸借取引は事実上、無担保取引となっていた点である。貸借取引は日本証券金融を介在させた仲介取引と相対取引の二つの方式のいずれかで行われるが、仲介取引と相対取引には担保の扱いに決定的な相違があった。仲介取引は無担保取引であるのに、相対取引は無担保取引であってもいいということになっていた⁴⁾。そうであれば、債

券を借り入れる側からすると無担保取引の方を選択するのは当然であろう。その結果、有担保取引の割合は取引全体の1割にすぎなかった。従来の債券貸借取引は事実上無担保取引であり、そのため取引に伴う信用リスクを潜在化させていたのである。第二の問題点は、現金担保の付利制限である。債券の借り手が債券の貸し手に現金担保を差し入れた場合、その現金担保には利子が付き、その利子は現金担保を差し入れた債券の借り手が受け取ることになる。現金担保の金利水準は、本来であれば市場金利水準の金利であって当然である。ところが、この現金担保の付利に制限が課され、債券の借り手（現金担保提供者）が受け取る金利は「有担保コール翌日物出し手レート マイナス 1%」を上限とする制限が課されたのである。担保金利に制限が課せられると、現金担保を差し出して債券を調達しようとする借手はいなくなり、貸借取引は殆どが無担保取引になってしまったのである。第三に、取引担保金は貸借の対象となっている債券時価の105%というルールである。担保を差し入れて債券を借りる場合、借り入れ債券と担保は同額というのではなく、担保金は借入債券の時価を上回るようになっていたのである。

現金担保に付利制限が課され、しかも、取引担保金は借入債券時価の105%を要求されると、貸借取引は無担保取引が圧倒的になるのは当然のことである。そして、無担保取引に伴う信用リスクを潜在化させていったのである。この信用リスクは、1995年2月、ベアリング証券の破綻によって現実のものとなった。ベアリング証券は日本の金融機関から債券貸借市場で国債を無担保で借り入れ、その国債を東京証券取引所などに証拠金として入れ、先物取引を実施

していた。ベアリング証券の経営破綻で債券の貸し手に国債が戻ってこないリスクが顕在化したのである。この時はオランダのINGグループがベアリング証券を買収するという幸運に恵まれたため損失をまぬがれた⁵⁾。しかし、信用リスクが顕在化することにより、貸借取引市場の不備が明白となり、市場規模は縮小した。また、ベアリング証券が破綻した一つの要因は貸借取引の不備によるものであり「日本の銀行からの融資・国債貸付がなければ、このような取引は無かったはずである。観点を変えれば、日本の銀行の甘い融資審査がこのような取引を可能にさせたともいえるのである⁶⁾」と指摘された。

債券貸借取引の規制は信用リスクを潜在化させてだけでなく、国債のレポ取引を海外に追いやることになった。外資系証券会社は国内で機関投資家から国債を無担保で借り入れ、その国債をユーロ円市場で買戻し条件付で売却し、低利の資金調達を行ったのである（国債担保金融＝レポ取引）。外資系証券会社はアメリカのレポ取引を参考にしてこの取引手法を開発したとされているが、その規模は10兆円を越えると推定されている⁷⁾。国債担保金融が海外にシフトするのは貸借取引が無担保取引であり、現先取引に有価証券取引税が課税されるからであった。

債券貸借取引の規制撤廃と市場の再編成は信用リスクの回避と国内市場の活性化、そして、金融取引のグローバルな展開の中で必要な課題となったのである。

2. 決済リスクの軽減とローリング決済方式への移行

日本版レポ市場が必要になった第二の理由

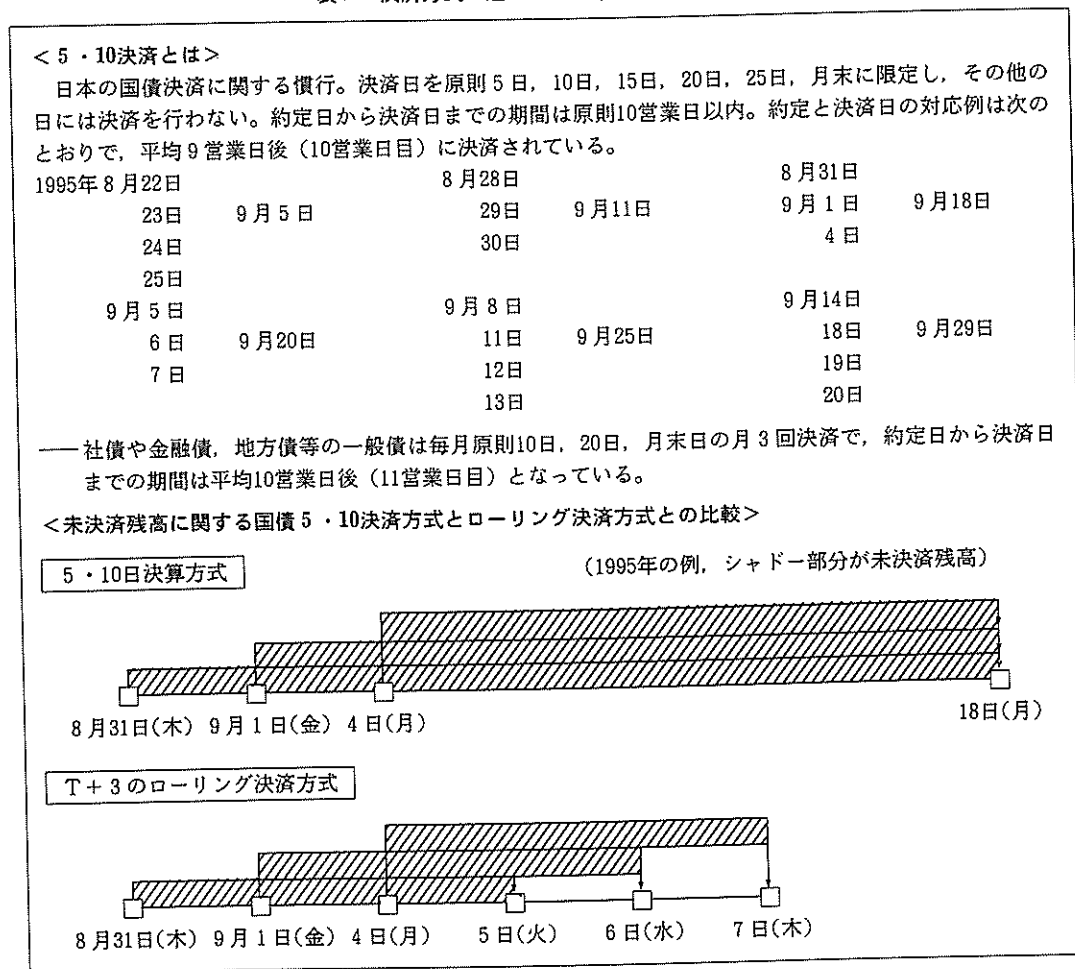
表1 5・10日決済方式とローリング決済方式の比較

	5・10日決済	「8日目」 ローリング決済
決済日	5・10対応日 (月6回)	毎営業日
集約対象	受け渡し日の10日前から6日前の間の最大5日分	受け渡し日の7日前6日前の2日分
残高管理	基本的には5・10日のみ	毎営業日
MAC(暗証番号)通知	5・10日対象	取引があれば毎営業日
貸借取引	5・10日対象(5・10日単位が大半)	必要に応じ毎営業日(オーバーナイトも発生)

〔出所〕『日経公社債情報』1996年8月26日号、2頁。

は、債券の決済期間を短縮して決済リスクを軽減すること、そのためにはローリング決済方式への移行が必要であり、ローリング決済方式への移行するためには債券貸借市場の整備が前提条件になるということである。まず、日本の国債決済方式について検討していくことにしよう。債券決済方式には2通りの方式がある。一つはある期間に約定された取引の決済を特定の日に行う特定日決済方式で、もう一つは取引を常に約定日から一定期間後に決済するローリング方式である。日本の国債決済方式は特定日決

表2 決済方式の違いによる未決済残高の比較



〔出所〕『日本銀行月報』1995年10月号、31頁。

済方式で、これまで5・10日決済であった⁹⁾。表1および表2をみながら5・10日決済方式とローリング方式を比較してみよう。表1でみるように、決済日、集約対象、残高管理は二つの方式で大きく異なっている。こうした相違があると、未決済残高は5・10日決済の場合、ローリング方式と比較して巨額になるのは当然である。表2は決済方式の違いによる未決済残高を比較したものである。表2のローリング方式は4日目決済(T+3)の場合をあげており、表1の8日目方式と同一の決済日ではないがその論理は同じである。

債券の決済期間が長期になると未決済残高が増大し、決済リスクは未決済残高の増大に比例して大きくなる。取引の一方の当事者が決済不履行になった場合に相手方が被る信用リスク、決済時点で決済が困難となった場合に高コストの調達を余儀なくされるなどの流動性リスク、信用リスクや流動性リスクが他のシステム参加者に波及して決済システム全体が機能麻痺となるシステムック・リスク、こうした決済リスクは未決済残高の増大と比例して高まっていく¹⁰⁾。金融の証券化とグローバル化、デリバティブの増大によって、金融取引件数と取引額は以前と比較にならないほど急膨張を遂げた。決済量が拡大している今日、決済リスクが発生すると金融市場は大きな混乱をきたすことになる。決済リスクを軽減するには、国債の受渡とその売買代金の決済を同時に実施するDVP(Delivery versus Payment)の導入、及び、決済期間を短縮して未決済残高を縮小する必要がある。

こうした認識に立って1989年3月、先進国の経済・通貨の専門家で構成するグループ・オブ・サーティ(G-30)は、決済リスクを軽減す

るための提言と勧告を行った。勧告は9項目あるが、ローリング決済方式にかかわる勧告は以下の通りである。

勧告7:ローリングセトルメント方式(日々、決済を行う方式)をすべての市場で採用し、最終決済日は1992年までにT+3にすること。また、1992年までのT+3決済実施を妨げない限り中間目標として遅くとも1990年までにはT+5にまでもっていくこと。

勧告8:証券の貸借は、約定の決済を容易にするための手段として促進されること。証券の貸付を禁止している規制及び税制上の障害は、1990年までに排除されること¹⁰⁾。

G-30の提言を受けて、海外各国は次々と4日目決済方式(T+3)を採用した。G-30の勧告は世界のあらゆる国が証券決済制度のあり方を考える場合に、グローバル・スタンダードとなっていったのである。しかしながら、表3でみるように世界第二の国債発行残高をかかえている日本だけが特定日決済方式を変更せず、従って国債の決済期間は最長であった。G-30の勧告順守状況からすると日本は世界の後進国で、現状のままではアジアを含めた諸外国との格差がさらに拡大していく状況となった¹¹⁾。

そこで日本相互証券は1995年11月、国債決済方式を変更して1996年10月決済分からローリング決済方式に移行することを決定した。ただし、現在の国際的な標準となっている4日目決済方式(T+3)には一気に移行せず、当面、8日目決済(T+7)の方式でスタートさせ、T+3は1997年春以降の課題としたのである。

国債決済方式を特定日決済方式からローリング方式に移行させると、決済は毎営業日に行わ

表3 証券決済期間の国際比較

国	証券の種類	
	国債	株式
ベルギー	T+5(注1)	T+3
カナダ	T+5	T+5
フランス	T+3(注2)	T+3
ドイツ(注3)	T+2	T+2
イタリア	T+3	月回(注4)ないしT+5(注5)
日本	5・10日決済(注6)	T+3
オランダ	T+7(注7)	T+7(注7)
スウェーデン	T+3	T+3
スイス	T+3	T+3
英国	T+1	T+5
米国	T+1(注8)	T+3
ユーロ市場(注9)	T+3	T+3

注に記述のない限り、T+Nは決済が約定からN営業日後に行われるとの意味。

- (注) 1. 長期国債。政府短期証券についてはT+2。
 2. 長期国債。政府短期証券および中期債についてはT+2。
 3. 取引所取引。店頭取引についてはT+0からT+40
 4. 月の最後の2週間および翌月の最初の2週間で約定された取引は、後者の月の後半に決済される。したがって、決済は約定後15日から45日後に行われる。
 5. 証券取引所に上場している330以上の銘柄のうち、取引の少ない200の銘柄。
 6. 決済日を原則5日、10日、15日、25日、月末日に限定し、その他の日には決済を行わない。約定日から決済日までの期間は原則10営業日以内。
 7. 暦日ベースで7日。すなわち通常5営業日。
 8. 政府機関発行の不動産担保証券の決済は月1回。
 9. ISMA (International Securities Market Association) のルールに基づいて決済されるユーロ債やその他国際的に発行される証券。

(資料) Bank for International Settlements, Cross-Border Securities Settlements, Basle, March 1995

(出所) 『日本銀行月報』1995年10月号, 18頁。

ねばならず、決済を円滑に進めるためには債券貸借市場・レポ＝リバースレポ市場が不可欠である。決済を短期で行うには、決済に必要な資金または債券の玉を円滑に調達できる市場の発達が前提となるからである¹²⁾。

以上にみてきたように、日本版レポ市場は決済リスクの回避とローリング決済方式の導入、貸借取引の活性化、グローバル取引に対応した制度の国際化を進めるために発足したのである。それでは、なぜ、日本版レポ市場が債券貸

借取引市場の再編成という形式で発足したのであろうか。日本の特徴を明らかにしていくためには、まず、レポと貸借取引の共通点と相違点、アメリカのレポと日本の現先・貸借取引の違いを検討する必要がある。以下では、日本版レポ市場の特徴と問題点を分析するため必要な限りにおいてこうした相違点と市場機能をみていくことにしたい。

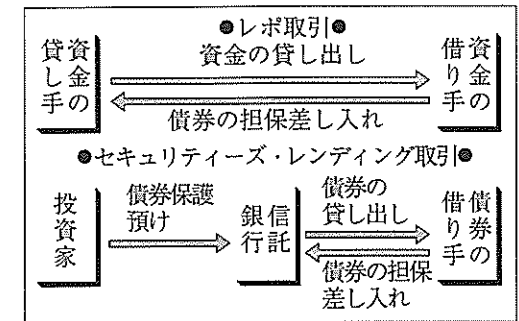
II. 日本の債券貸借市場とレポ・現先市場の特徴

1. アメリカのレポと債券貸借取引

アメリカのレポ＝リバースレポや日本の現先、ヨーロッパの sell/buy-back は共に債権譲渡担保金融という点で共通している。債券貸借取引も債券（または現金）を担保に債券を借り入れる取引で、いずれの取引も共通点が多いため、すべてを一括してレポといわれることもある¹³⁾。また、日本では貸借取引や現先取引がレポ取引と混同されることがある。ここでは議論を整理していくために、レポ・債券貸借市場が典型的に発達しているアメリカの市場を取り上げこれらの市場の特徴をみていくことにしよう。

レポ市場の発生は1920年代にさかのぼると言われている。しかし、レポ取引の法律上の整備と統一的な標準契約書が作成されるのは1980年代中頃のことである。1982年のロンバード・ウォール社倒産とドライスディール社倒産事件がレポ市場整備の契機となった。レポの経済的機能が債権譲渡担保金融ではあっても、法律上の構成が売買なのか貸借なのか、それまで議論の分かれるところであった。レポを貸借だとす

図1 アメリカのレポ取引と債券貸借取引



(出所) 『日経金融新聞』, 1996年3月6日。

ン・マーケットとして発達を遂げるようになった。

債券貸借取引はレポ取引から派生し発展した市場である。ここでは債券貸借の担保として債券を受け入れる形態、すなわち債券の交換取引が活発に行われている。特定の債券（スペシャル）に対する借入れ需要が強い場合、その特定銘柄を保有している投資家が、債券を貸し出すことで利ざやを得られることがこの取引のメリットとなっている¹⁴⁾。

レポ取引と債券貸借取引の相違は図1をみると解りやすい。レポは資金の借り手（債券ディーラー）が債券を担保として差し入れて資金を調達する市場である。一方、債券貸借取引は債券の借り手（債券ディーラー）が債券を担保として差し入れて特定銘柄の債券を借り入れる市場である。レポは債券ディーラーが資金を調達するために利用する取引であり、貸借取引は債券ディーラーが債券を調達するために利用する取引である。

レポ Repurchase agreement RP と呼ばれる取引は、資金の借り手である債券ディーラーの側からみたものである。そして、取引慣行としてここでの取引は債券ディーラーが主語であり、債券ディーラーの側から取引行為の名

ると、1978年に定められた破産法の自動的執行停止条項があるため、取引相手が倒産しても資金の貸し手は担保として保有する証券を即時精算できない。1982年のロンバード・ウォール社倒産事件で、裁判所はレポが抵当貸付であると判決を下した。レポ取引のディーラーがこの判決によって恐慌をきたしたことは言うまでもない。レポ取引における信用リスクを回避するため破産法の改正要求が高まった。1984年に破産法が改正され、「レポとは売買行為を伴う担保付きローン」であると明確に規定され抵当貸付と区別されたのである¹⁴⁾。レポの担保価値に経過利子を含めることについてはドライスディール社の倒産まで必ずしも明確ではなかった。ドライスディール社はレポ取引で利払い日の迫ったハイクーポン債を取り入れ、その代価として額面金額をキャッシュで支払い、その証券を市場で売却した。ドライスディール社は経過利子分だけ無利子で資金を調達できたことになるが、同社はレポ取引でデフォルトを犯し経過利息の支払い義務は無いと主張した¹⁵⁾。

同社は最終的には責任をとったが、この倒産を契機にレポの担保評価には経過利子を含めることに統一された。そして、破産法改正の直後に公社債協会契約書（PSAアグリーメント）が作成され、この標準契約書によりレポに可能な限り証券売買としての徴表があたえられたのである。法律によって「レポとは売買行為を伴う担保付ローン」と規定し、統一的な標準契約書の作成によりレポ取引の決済リスクを回避するスキームができたのである。こうした市場整備によってレポ市場は信用リスクや流動性リスクのない市場となり、今日ではコマースーパー市場やフェデラルファンド市場の規模をはるかに上回る流動性に優れたオープ

前がつけられている点に注意を払う必要がある。レポで債券ディーラーは資金を調達するが(買戻し条件付売却)、資金の貸し手にとってこの取引は売戻し条件付購入であり、レポの逆、すなわちリバースレポ Reverse repurchase agreementである。レポもリバースレポも同一の取引であって、資金の借り手からみるとレポであり、資金の貸し手からみるとリバースレポとなるのである。従って、レポとリバースレポはメダルの表と裏の関係である。しかし、繰り返すことになる取引慣行として、主語は常に債券ディーラーであり、債券ディーラーが資金を調達するために利用する取引はレポであり、この取引を決して債券ディーラーに資金を貸す側からみられることはない(すなわち、リバースレポとは言われない)。

レポ取引は債券ディーラーが資金を調達するために利用し、貸借取引は債券ディーラーが債券を調達するために利用するという点に基本的な特徴があった。ところが、債券ディーラーが空売りをした債券を借り入れるためにレポ市場を利用することがある。この取引はリバースレポといわれる。債券ディーラーがリバースレポによって債券を調達する場合、調達する債券は特定銘柄の債券(スペシャル)が圧倒的だと言われている。そうであれば、スペシャルのリバースレポと債券貸借取引は共に特定銘柄の債券調達を目的とする取引で、その市場機能は全く同一のものである。レポと債券貸借取引が同一視される根拠はこの点にある。相違点はなにを担保とするか、という点だけである。『レポ-リバース市場』の著者は二つの市場について次のように述べている。「リバースと債券の品借りの間の差異は簡単にいうと次のようなものであるということに心を留めておくと、この議

論は分かりやすくなるだろう。すなわち、債券の品貸しにあっては投資家は担保と担保を交換する。リバースでは投資家は担保と資金を交換する」¹⁷⁾。リバースレポと債券貸借取引の市場機能は同一であるから、相違点を検討する意味は無いと思われるかもしれない。しかし、日本の市場と対比するとき、この相違点の検討は重要な意味を持って来る。次に、日本の市場と対比してみることにしよう。

2. 日本の現先と債券貸借取引

日本の現先取引とアメリカのレポ取引は同じ取引だといわれることがある。レポも現先も、法律上は譲渡担保金融という点で共通しているからである。また、日本の債券貸借取引とアメリカのレポと同一視されることもある。再編成された日本の現金担保債券貸借取引は、アメリカのレポ取引の機能を念頭に置いて債券貸借取引に関する基本契約書が作成されたからである。しかし、これを同一視すると、日本版レポ市場の特徴と市場成立の意味、そして、この市場が内包している問題点を見逃してしまうことになる。ここでは取引の形態的特徴を分析して日本の特徴を明らかにする必要がある。

日本の現先とアメリカのレポは共に債券担保金融であり、取引形態も売買形式で行われる点も共通している。ふたつの取引の相違点をあげるとすれば、市場成立の目的の相違や日本とアメリカの税制を問題とする必要があるかもしれない。現先は金利規制の下で流動性の無い債券に流動性を与える自由性短期金融市場として発達したのに対して、レポは債券ディーラーのファイナンス市場として発達してきた。また、よく知られているように、日本には他国に例をみない有価証券取引税があり、現先は債券の売

買であるから課税対象となる。有価証券取引税のないアメリカでは当然ながらレポには課税されない。こうした相違点があるが、ここで取り上げたいより重要な問題は譲渡担保の法的構成の違い、および、現先市場に対する政府の規制についてである。まず、譲渡担保の法的構成を検討してみよう。現先が大蔵省により債券の条件付売買として扱われているのに対し、これまでみてきたようにレポは「売買行為を伴う担保付きローン」と法律によって定められ、その上で、公社債引受協会の作成した統一的な「基本契約書」により可能な限り証券売買としての徴表が与えられていることである。譲渡担保の法的構成が異なる結果、レポには現先とは異なる多くの特徴がみられる。まず、レポおよびリバースレポの担保評価には経過利息を含めて計算することとなっている。また、担保価値は日々値洗いされる。そして、担保価値が下がった場合はすぐにマージンの調整が行われる。さらに、担保の差し替えも行われる。現先は売買とされているから、そもそも担保という概念はない。従って、担保の値洗いやマージンの調整等は行われようはずはない。レポの場合は、資金と債券(担保)価値が常に等しくなるように調整されているのである。資金貸出の担保である債券の時価は常に貸出資金と等価であるから、レポには簿価に変動がない。現先取引の場合、対象債券から発生する金利等の権利関係は全て買い手(資金の出し手)に帰属する。従って、現先には簿価変動が伴うことになる¹⁸⁾。こうした相違が生じてくるのは同じ譲渡担保ではあっても、譲渡担保の法律構成が異なっているからである。現先はレポではなく、ヨーロッパでみられる sell/buy-back に類似した取引である。

次に、現先市場の規制について検討してみよう。現先市場もレポ市場も市場参加に制限のない自由性短期金融市場である。ところが現先市場は市場参入に制限の無い自由市場であるにもかかわらず、奇妙なことに、行政指導によって現先市場への参入に制限が加えられていた。銀行の売現先枠が撤廃されて、銀行が現先市場で自由に資金を調達できるようになったのは昭和55年4月(1970年)からである¹⁹⁾。証券会社の買現先は現先市場が認知された1976年3月から1995年12月まで禁止されていた²⁰⁾。証券会社の買現先は、前節で検討したようにアメリカのリバースレポと同じ取引である。従って日本では、これまでリバースレポは禁止されていたことになる。この点について次節でさらに詳しく検討してみたい。

債券貸借取引についてはどうであろうか。アメリカの債券貸借取引はレポ取引から派生し発展してきた。また、債券貸借取引とリバースレポ取引の市場機能が同一であることも前述してきた。相違点はレポが売買行為を伴う担保付きローンとされているのに対して、債券貸借取引は消費貸借である。この点、日本とアメリカの債券貸借取引は共に消費貸借だという点では共通している。しかし、1989年5月に成立した日本の債券貸借市場は最初に指摘してきたように様々な規制が加えられた。従来の債券貸借取引は事実上無担保取引であり、担保取引の場合には105%の担保が要求され、現金担保には付利制限が加えられ、現金担保を提供する債券の借り手が受け取るようになる現金担保金利は「有担保コール無条件物出し手レート マイナス1%」という制約が加えられたのである。こうした制約によって日本の市場はアメリカの市場と全く異なる市場となってしまった。従来の日

本の債券貸借市場は短期金融市場ではなかったのである。では、どうして、このような制約が加えられたのであろうか。

3. 日本の貸借取引はなぜ規制されてきたか

規制された第一の理由は、現先市場から債券貸借市場へのシフトを防止するためであった。日本において債券貸借市場が創設されたのは、短期金融市場を育成するためではなく、単に特定銘柄債の需給を緩和し国債市場価格を安定させるためであった。日本では諸外国と異なり債券売買には有価証券取引税が課税される。現先は条件付売買であり、従って、アメリカでみるような債券貸借市場が成立すると有価証券取引税を逃れるため現先市場から貸借市場へ取引がシフトする。このシフトを防止するために、付利制限を設け、債券を貸し出す際に受け入れる担保は時価の105%以上という規制を設けて、担保付債券貸借取引の実行を困難にしたのである。この間の経緯について大和総研経済調査部主任の児玉卓氏は次のように指摘している。「現金担保の付利には『有担保コール翌日物出し手レートから1%を減じた水準』という上限が設けられている。これは現先取引と貸借取引を峻別し、有価証券取引税負担を逃れるための現先市場から貸し債市場へのシフトを防ぐために設けられた規制であるが、貸し債市場が『資金取引、金融取引の代替に使われることは本来の趣旨に沿わない』という創設当時の基本認識の反映である」²¹⁾。

では、なぜ、現先から貸借市場へのシフトを防止する必要があったのだろうか。この規制は業態間における利害対立の産物といわねばならない。銀行の主張は「担保金の付利は、預り金

に金利をつける銀行固有の業務」という点につきる。一方、証券は「担保金と預金とは性質が異なる。現金担保に金利を付けるのは海外の例をみても常識ではないか」と主張する。この対立は平行線をたどり、当時においては解決できなかった。他方で、債券貸借市場の創設が国債管理にとって必要な課題となっている。そこで政府は銀行の反対を緩和するため、担保金の付利制限を設けて既存の金融商品と競合しないように金利格差を設定したのである。業態間の利害対立によって債券貸借市場は規制されることになったのである。

だが、この規制は単に業態間の利害対立の産物だけではなかった。政府はこれまで証券会社の買現先を規制してきた。買現先の規制を続ける限り、債券貸借取引を規制しなければならない。というのは、買現先と債券貸借取引は同じ市場機能を果たすからである。証券会社の買現先とは、市場機能という点からみると、現金を担保として特定銘柄の債券を借り入れることである（取引形態は売戻し条件付買入れ）。この現金担保に対しては、自由性金利の現先レートが付利される。証券会社にとって買現先とは、債券ディーラー（証券会社）が必要とする特定銘柄の債券調達市場であり、同時に、証券会社の資金運用市場（自由性短期金融市場）でもある。他方、債券貸借取引は債券ディーラーが特定銘柄の債券を調達する市場であり、債券ディーラーは担保として現金または債券を差し入れる。現金担保には当然付利されるから、債券ディーラーにとって債券貸借市場は買現先と同じく資金運用市場でもある。証券会社の買現先を行政指導によって規制する限り、すなわち、オープンマーケットの成立を規制する限り、アメリカでみるような債券貸借市場は成立

するはずがない。政府は債券ディーラーの買現先を規制することによって、債券貸借市場が短期金融市場として発達することを規制してきたのである。

Ⅲ. 現金担保付債券貸借取引市場の成立

——日本版レポ市場の成立——

1. 債券貸借市場の規制撤廃と買現先の自由化

ベアリング証券の破綻により、債券貸借取引の信用リスクが顕在化した。債券貸借取引が規制されているため信用リスクが顕在化し、このため市場規模は縮小してしまったのである。また、債券貸借取引の規制や現先取引の規制は国内取引の拡大にとって障害となっただけでなく、国債レポ取引を海外に追いやることになった。他方、決済期間を短縮してローリング決済方式を導入していくことが国際的潮流となった。表3でみたように、G-30の勧告を受け入れていないのは日本だけになってしまった。ローリング決済方式を導入するには、流動性に優れ決済リスクのない、債券と資金を自由に交換できる短期市場の発達が必要となる。すなわち、アメリカで発達しているようなレポ市場、債券貸借市場が必要となる。決済リスクのない貸借市場、債券と資金を自由に交換できる短期市場を育成するために、さらには制度の国際化を進めていくために債券貸借取引の規制緩和と証券会社の買現先の自由化に取り組まざるを得なくなった。

債券貸借取引の規制撤廃は、まず、1995年9月20日に政府が発表した「新経済対策」におい

てである。「新経済対策」では次の項目が盛り込まれ、債券貸借取引の現金担保にたいする付利制限が廃止されることになった。

「証券市場の活性化……平成7年中をめぐりに、債券の貸借取引において、金融機関、証券会社が貸出者となる場合に借入者から担保金として受けた現金に対して課している付利制限を撤廃する」²²⁾

現金担保にたいする付利制限の廃止に続き、大蔵省は1995年12月15日に『証券分野の規制緩和等について』を発表した。そこで公社債流通市場を整備するため債券貸借取引に関わる規制を次のように撤廃することにした。

「債券貸借取引に係わる担保金の下限撤廃（平成8年1月実施予定）

債券の貸借取引において、金融機関、証券会社が貸出者となる場合に借入者から受け入れる担保金について、貸出対象債券の時価の105%以上とするとの制限を撤廃する（日本証券業協会規則改正）」²³⁾

政府の規制撤廃は1996年1月1日から実施されることになった。従来制度と今回の改正点は表4で対比できる。撤廃された規制は現金担保の付利制限の廃止、取引担保金の額に係わる下限規制（105%）の廃止および貸出者が取引担保金を受け入れなくともよいとされている借入者の範囲を定める規定の削除である。これにより日本の債券貸借市場の規制はすべて撤廃されたといえよう。規制が撤廃されたことにより、債券貸借取引の基本契約書が改正され、新たな枠組みが作成され、1996年4月から新市場は発足

表4 債券貸借取引制度の概要
(□内が今回の改正点:1996年1月1日実施)

対象債券	国債、地方債、特別債、社債(転換社債、ワラント債を除く。)、以上4つの性質を有する外債(いずれも既発行債券に限る。)
貸方	証券会社、金融機関、事業法人、公共法人、非居住者(特に制限はなし。)
借方	証券会社、金融機関、事業法人、公共法人、非居住者(特に制限はなし。)
貸借レート	店頭での交渉による一本値
担保	原則として105%の担保が必要だが、借方が証券会社、金融機関の場合は不要。
貸借機関	1年以内
貸借単位	限定せず
担保への付利	現金担保には、「有担保コール無条件物出し手レート1%」相当の金利を支払う。

[出所] 小野 尚「債券貸借取引制度の整備について」『証券業報』(日本証券業協会)、1996年4月号、27頁。

する。新市場の特徴は次節で検討する。

信用リスクを回避して流動性の高い市場、債券と資金を効率的に交換できる市場を育成するには、債券貸借市場の自由化と並び買現先の自由化、アメリカで見られるリバースレポ市場の育成が必要である。ところが、証券会社の買現先は、前述したように、政府の行政指導によって禁止されていた。規制された理由は、債券貸借取引の付利制限と同じ理由である。現金担保に付利制限が課されたから買現先が規制されたのではなく、買現先が規制されていたから整合的に貸借取引に付利制限がなされたのである。買現先は現金担保で債券を調達することになるが、差し入れた現金担保には付利される。そして、この付利金利、現先レートは自由金利である。現金担保の付利は銀行と証券の業態間問題

である。また、規制金利体系を維持していた当時にあっては、買現先の自由化が預金金利の自由化に波及しないともかぎらない。金利規制と業態規制を維持するために買現先の規制がなされたと思われる。

現代の化石となったこの規制は大蔵省の『証券分野の規制緩和等について』(1995年12月15日)で撤廃された。この規制撤廃の手続きは日本における規制の実体と特徴を如実に示すものとしてきわめて興味深い。大蔵省の『証券分野の規制緩和等について』は3部からなり、1部は新規実施事項、2部がヒアリング等を受けてこれまで規制緩和措置を既に公表ないし実施したものの、3部はその他(規制不存在等の確認)から構成されている²⁴⁾。買現先の自由化は、新たに規制を緩和するという扱いではない。また、規制緩和の再確認という扱いでもない。「規制がそもそも存在しない」ことを確認する、という形式をとって自由化されてという点である。買現先の自由化が規制不存在の確認という形式をとらざるを得ないのは、これまでの規制が行政指導により行われていたからである。すなわち、大蔵省が直接に規制するというものではなく、証券局業務課長通達(行政指導)によって証券会社に買現先の自己規制を求めるという形式をとって規制されていたからである。建前の上では、規制は存在しないことになっている。日本の金融・証券規制は建前と現実が区別され、建前の上では規制は存在しないことになっているが、現実にはこうした行政指導により規制されていたのである。

買現先の自由化によって債券ディーラーはこの市場からスペシャルの債券を調達することが理論的には可能になった。債券決済期間の短縮とローリング決済方式導入の条件は整ったので

ある。しかしながら、証券会社の買現先は自由化されたとはいえ、有価証券取引税は撤廃されなかった。現先取引に有価証券取引税が課税されると、後に検討するように取引コストはきわめて高額になる。短期の売買に長期の売買と同一の税が課されると、保有期間の短い債券売買ほどコストは高くなり超短期の売買に伴うコストが異常に高くなるのは当然である。買現先に有価証券取引税が課税される限り、債券ディーラーがこの市場で債券を調達する余地はほとんど無い。買現先の自由化によってリバースレポ市場が成長する条件は整えられた。だが、有価証券取引税の存在により、リバースレポ市場が成長する芽を摘んでしまったのである。では、現時点で買現先が自由化されたことの意味はどこにあるのか。この自由化は単に債券貸借取引の現金担保付利制限撤廃と整合性を保つためだけの意味を持つに過ぎないといえるだろう。

2. 日本版レポ市場の特徴

有価証券取引税が現先取引に課税される限り、買現先の規制が撤廃されても日本においてレポ=リバースレポ市場が成立する余地はない。そこで、政府の規制撤廃後、日本証券業協会・全国銀行協会連合会はレポ=リバースレポ市場は断念して、債券貸借取引の見直しを行うことにした。1996年3月末に標準的な契約書となる「債券貸借取引に関する基本契約書(参考例)」を取りまとめた。そして、1996年4月1日から新市場は発足した。基本契約書の基本的な枠組みは表5で示されている。新たに改訂された基本契約書の特徴として次の点が指摘されている。「従来の債券貸借取引は、現金担保の付利制限等が存在していることもあり、有担保取引に関する取り決めについて、やや不十分な

点があった。また、担保金の取扱は、あくまで担保としての色彩が濃く、債券の貸出者優位で契約書全体が構成され、債務不履行時の権利保全についても貸出者に対して手厚くされており、借入者(担保差し入れ人)の権利保全が相対的に手薄であったと言える。以上の点を踏まえて、今回の見直しが行われたが、その主なポイントとしては、①借入者および貸出者の両当事者の債務不履行時の権利保全関係を対等の立場にすること、②それに伴って、同時履行の考え方を導入したこと、③債務不履行時の清算方法として一括清算条項を盛り込んだこと、④取引スキームからくる『根洗い』の規定を新設したこと、等があげられる²⁵⁾。その他、ローリング決済方式導入に備えてオープンエンド取引となっている点も指摘しておかねばならない²⁶⁾。新基本契約書の最大の特徴は、当事者間の当該取引は他の債権債務関係から切り離された取引としている点である。これはレポ取引と同じ考え方に立脚しているのである²⁷⁾。

再編成された債券貸借取引は、従って、多くの点でアメリカのレポ=リバースレポ取引と共通している。まず第一に、貸借取引の担保に現金を差し入れるスキームとなっている点である。リバースレポ取引の担保は現金であるが、貸借取引の担保は債券である。レポは債券と現金の交換に特徴があり、債券貸借取引は債券と債券の交換に特徴があった。再編成された日本の貸借取引は現金担保取引が主流となるように考えられている。もちろん、現金の代わりに債券でもかまわないことにはなっている(債券貸出者の定める代用有価証券)。また、従来と同じく当事者が合意した場合は無担保でも良いことにはなっている。しかし、基本的なスキームは現金担保取引が想定されているのである。再

表5 現金担保付債券貸借取引の基本スキーム

項目	基本スキームの検討内容
金利表示	取引の際の約定レートは一本レート 但し、経理処理上は「付金金利」と「貸借料率」に分ける。
貸借債券時価	約定時点の市場価格（相対で決定）に、取引スタート日までの経過利息を加えたもの。 （或いは約定日前日の東証引け値に取引スタート日までの経過利息を加えたもの） 非上場債については、日証協発表の約定日前日の公社債店頭（基準）気配表の利回りをベースに算出。 新発債は、当事者間で合意した約定時の時価。 〔T+7の債券決済ではT+1の時点でレポ取引を行うことを想定すると、約定からスタートまで間があくので、この間の価格変動リスク回避の為、スタートの2営業日前の終値等により取引金額をリプライス（調整）するという考えや、スタートの前から値洗いを行ってスタートと同時に担保金の増減を行うというような考えもある。〕
担保掛目	原則、相対契約。 業者間では原則、貸借債券の時価総額の100%。 個別の取決めで担保掛目98%等、設定することも可とする。
値洗い	原則、相対契約。 前日の終値で時価評価を行う。 X%以上の価格変動に対して担保金を増減させる。 （債券金額ではなく担保金額で調整） 値洗いにより担保金額が増減すれば、その増減後の担保金額を基準に値洗いを行う。 〔例〕 時価が担保金額の2%以上下回る場合 →時価と担保金の差額を返還請求できる。 時価が担保金額の2%以上超過する場合 →時価と担保金の差額を追加徴収できる。 〔時価＝債券時価＋経過利息＋経過貸借料 －経過付利金利〕 値洗いはスタートからエンドの前々日まで行う。前日の終値によって値洗いをし、過不足金を通知し、その翌日に資金受渡を行う。 〔値洗いは個別取引毎か、それとも取引先毎に行うか。〕 〔取引先毎であれば、名寄せのシステムが必要。〕
貸借料率	債券の額面 or 時価相当額 or 担保金額に対して年率表示。 無担保取引については従来通り額面ベースとするか、上記担保取引に合わせて取引慣行（含むシステム）を変更するか。
付利金利	担保金額に対し取引期間を固定金利で年率表示。 （先日付スタートの無担コール金利が基本となるか） 変動金利も可とするか。 〔変動金利の場合、当日の無担コール加重平均レート等で自動的に決まる仕組みとする〕 〔具体例〕 T+7日のケースで、T+1日に資金取引として6営業日後スタートのO/Nレポを行うと仮定すると、約定日に6営業日後のO/N金利を予想する必要あり（T+3日の場合は、SPO T/NEXTの金利）。
オープン・エンド	導入すべき。発展途上国（予めエンドを定めず、当事者のどちらかが通知しない限り、自動的に継続される取引）

〔出所〕 中村和徳「債券貸借取引の見直しについて」『金融』、1996年5月号、30頁。

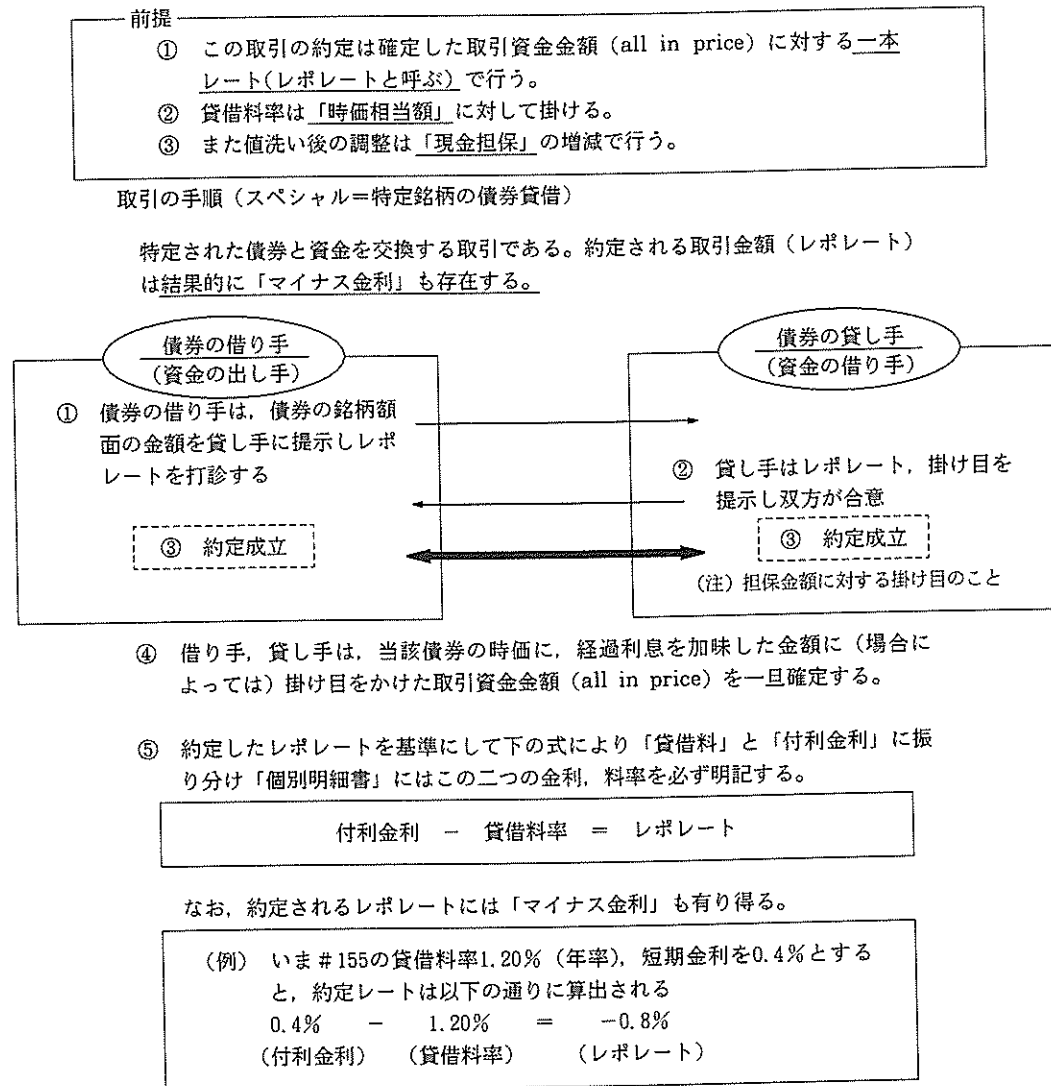
編成された貸借取引はアメリカでみる貸借取引ではなく、可能な限りレポ取引と同じ経済効果を期待して再編されたことが理解できる。従って、日本の有力証券会社はこの取引レートを「レポレートと呼ぶ」としているのである。現先の場合、現先は条件付売買であるから、担保の概念はそもそもありえない。第二に、経過利子についてである。貸借取引においては、債券の借り手（資金の出し手）がそのまま債券の貸し手に引き渡すことになっている。レポの場合、経過利子は担保評価額に加えられる。1982年のドライブスディール・セキュリティーズ社の倒産を契機に、ニューヨーク連銀はすべてのディーラーに対してレポおよびリバースレポの担保評価には経過利子を含めて計算するように命じたのである。経過利子に関する貸借取引とレポ取引の扱いは、従って、同一の扱いである。現先の場合、経過利子などすべての権利関係は債券の取り手（資金の出し手）に帰属する。第三に、担保の値洗いについてである。レポとは債券売買を伴う資金取引であった。資金取引の担保として提供される債券の価格は需給関係や金融動向によって毎日変動する。資金貸出額は一定であるのに担保価値が変動すると、元本に対して担保不足ないし余剰が生じる。この変動を回避するため担保の値洗いが行われる。債券貸借取引の場合は、貸借対象債券の価格の変動や担保物件の価値の変動に応じて値洗いをし、取引担保金の追加差し入れを行う、あるいは担保金の一部が返却される。担保の値洗いについてもレポと貸借取引は同じ扱いとなっているのである。現先取引の場合は、契約期間中に価格変動があっても当初に定められた受渡金額が変更されるということはない。現先は売買であって貸借ではないから、値洗いは行

われようはずはないのである。第四に、簿価に対する影響である。レポは売買行為を伴う資金取引で、担保となる債券の値洗いが毎日行われる。従って、担保物件である債券の簿価には影響しない。債券貸借取引も値洗いが行われ、簿価には影響を与えなかった。現先の場合、利子は売却価格と買戻し価格の差として表現され、買戻し条件付の売却価格は契約期間中に当初の売却価格に変動が生じていても、売却価格が変更されるということはない。現先の場合には、レポや貸借取引と異なり、取引期間終了時点で簿価が変動することになる。

以上にみてきたように、再編成された債券貸借取引はレポ＝リバースレポと同じ機能を果たすものであった。従って、この市場が日本版レポ市場といわれるのである。

とはいえ、次のような相違点がある。まず、譲渡担保における法律構成の相違である。債券貸借取引は債券の消費貸借取引である（債券貸借取引に関する基本契約書 第1条）。レポは売買行為を伴う担保付ローンであった。担保付ローンであっても売買行為を伴うから法的には売買である。レポ＝リバースレポ取引参加者にとって、決済リスクのない流動性に優れた取引となるように法律構成が行われているのである。次に、こうした取引形態の相違によって利子の表現が異なる。レポレートは一本レートで表現され、この点では現先レートと同じである。現金担保の貸借取引では、会計処理上、付利金利と貸借料率の二本立てとなる（図2参照）。債券の借り手（資金の出し手）は、債券の貸し手（資金の借り手）から現金担保に対する付利金利を受け取り、同時に、債券の品借料を債券の貸し手に支払う。個別明細書では必ず、この二つの金利、量率を表示することが義

図2 現金担保貸借取引の金利構造



【出所】証券業協会「債券貸借取引の概要」説明資料 (野村証券作成)。

務づけられている。しかし、貸借取引の金利が二本立てになっていると混乱を招きやすいので、付利金利と貸借料率の差が貸借レートとして表現されているのである。特定銘柄の債券借入需要が大きい場合、貸借料率が現金担保付利金利を上回る場合が想定される。この場合、貸借取引の金利はマイナス金利となる。相違点はさらに、レポではフェールが認められている

が、日本では認められていない点である。決済日になっても、売却した銘柄を手当できず、レポ市場で借り入れることもできない場合がある。この場合、ディーラーはフェールするということになる。レポでフェールするとディーラーにとってコストは高くつく。なぜなら、ディーラーは債券の経過利息に対する権利を失い、購入した側は受渡が実行されるまで、代金

を支払う必要がないからである。アメリカではフェールは売り手にとってはコスト高ではあるが、市場では不可欠なものとなっている。売買を柔軟に行うことができ、受渡のための債券を調達できると期待して、割高な債券を空売りできるからである²⁸⁾。日本では貸借取引においても現先取引においてもフェールは認められていない²⁹⁾。日本ではフェールは契約違反、信義にもとる行為とされているが、この点は今後の研究課題であろう。

IV. 日本版レポ市場の問題点

債券貸借市場の再編成によって市場参加者は拡大し、取引高・取引残高も増大している。現金担保の債券貸借取引によって信用リスクは軽減し、債券と資金の取引が一体ものとなり、貸借市場は債券の調達と運用市場、資金の調達と運用市場に再編成されたからである。1996年10月から始まったローリング決済への移行 (8日目決済方式 = T + 7)、1997年春から予定されている4日目決済方式 (T + 3) への移行により、この市場はさらに拡大していくと予想される。とはいえ、この市場には次の問題を抱えている。

まず、なぜアメリカでみるようなレポ=リバース市場を創設することができなかったか、買現先の規制を撤廃したにもかかわらず、どうして現先市場をレポ市場に再編成することができなかったのか、という点についてである。これを阻止している最大の要因は先に見てきたように有価証券取引税であった。だとすると、問題は現先に有価証券取引税を課税することの現実的な意味が問われねばならない。有価証券取引税は債券ディーラーにたいしては1万分の1

にすぎないが、超短期の売買ではきわめてコストの高いものとなり、たとえば期間30日の委託現先では年率0.97%だが、5日では実に5.84%にもなる³⁰⁾。このため、現先取引で売買される債券は有価証券取引税が非課税の政府短期証券および短期国債が圧倒的比重を占めている。従って、現先取引で有価証券取引税を課税する意味は全くないものと言わねばならない。アメリカやヨーロッパの市場を見ても、かつてはこの種の課税がなされていた。しかし、債券の流動性を高めるためこの種の税制は廃止され、今日では公社債取引に課税をする国は日本だけとなった。有価証券取引税は過去の遺物となった。債券貸借取引と並びレポ=リバースレポ市場を育成するには、この税制を撤廃する必要がある。この後に残される問題は、譲渡担保の法律構成だけである。現先の法律構成は金融取引の当事者が取引の目的にあわせた構成をとればよい性質のものである³¹⁾。

第二に日本版レポ市場と日銀の金融調節についてである。日本銀行は金融調節手段として日本版レポ市場の活用を検討していると伝えられている³²⁾。海外では金融調節手段にレポ市場が活用され、アメリカではニューヨーク連銀がレポ取引を公開市場操作の重要な手段として位置づけている。金融調節手段として検討されているのは、こうした海外の経験を参考にしていること、日本版レポ市場は近い将来において最大の短期金融市場になることが予想されるからだと思われる。金融市場の自由化が進展するにつれてインターバンク・マーケットの地位は相対的に縮小し、オープン・マーケットが拡大し、公開市場操作の手段として日本版レポ市場の活用が検討されるようになったのは当然のことであろう。しかし、ここでも日本版レポ市場

の法的取扱が大きな障害になると指摘されている。というのは、日本銀行は債券の条件付売買である現先オペレーションはできても、債券を借り入れてオペレーション操作をする事が法的に困難だというのである。日本版レポ取引は法的には売買ではなく貸借である。アメリカのレポは貸借ではなく売買である。この相違が金融調節手段として日本版レポ市場の利用を妨げることになっているのである。日本銀行の金融調節手段を確保するためにも、有価証券取引税を撤廃してレポ＝リバースレポ市場を育成する必要がある。

第三に、債券に課税される所得税の取扱が、市場参加者を制限し、4日目決済方式の導入を困難にする点である。まず、事業法人が日本版レポ市場から債券を調達した場合（すなわちこの市場で資金を運用した場合）、調達した債券の利子に対しては20%が源泉徴収されるという点である。借入れ債券の利子に対して源泉徴収税が課税されると事業法人がこの市場に参加することは困難になるだろう³³⁾。すべての市場参加者に対して同じ扱いをしないことには市場参加者を制限することになる。つぎに、非居住者に対する源泉課税の問題である。非居住者に対する源泉徴収制度は海外の主要国では撤廃されている。日本だけがこの制度を温存している。この制度が温存されていると、非居住者は日本の国債投資を敬遠する³⁴⁾。また、4日目決済方式を定着させることが困難である。というのは、非居住者に対する源泉課税が残っていると、海外の投資家は債券の名義変更を行わずに登録変更請求書のまま保有しているが、この名義貸しでは事務手続き上、4日目決済の対象から外れてしまうと指摘されている³⁵⁾。

以上にみてきたように、日本版レポ市場は証

券税制や譲渡担保の法律構成など今後の検討に委ねられている問題が多い。こうした問題を解決していくには証券・金融・法律・会計の分野にまたがる学際的な研究が必要と思われる。

注

- 1) "International Repo Markets-Finacial Times Survey", *Financial Times*, March 1 1996.
- 2) Daniel Corrigan, Christopher Georgiou, Jonathan Gollow, *NatWest Markets Handbook of International Repo*, IFR London (1995), p. 155
- 3) 債券の空売りは1987年5月、大蔵省の事務連絡「債券の空売りについて」によってそれまで行われていた現物の空売りが「約定日ショート」といわれるもので、売り方は決済日までに現物を調達する必要があった。従って約定日ショートは買い方有利の空売りであった。買い方は資金さえあればいくらでも国債を買い入れて価格を吊り上げることができるからである。約定日ショートが認可されても下方硬直的な価格形成は是正されず、当時から債券貸借市場の創設が必要であると議論されていた。『日本経済新聞』1987年6月24日参照。
- 4) 日本証券業協会理事会決議「債券の空売り及び貸借取引の取扱について」(1992年7月)では取引担保金の受入れについて次の扱いとなっている。「協会員は、債券貸借取引において貸借者となる場合には、借入者から取引実行日までに取引担保金を受け入れるものとする。ただし、借入者が国、地方公共団体及び証券会社に関する省令第2条第1項各号に掲げる者である場合には、取引担保金を受け入れなくてもよいものとする」。
- 5) ベアリング証券の破綻が債券貸借取引に与えた影響については、『日本経済新聞』1995年3月5日、『日経公社債情報』1995年3月13日号、『日経金融新聞』1995年5月11日、吉川「ベアリングズ・ショックの教訓」『証券レポート』No. 1522, 1995年5月号を参照されたい。
- 6) 小林製冶「ベアリングズの崩壊」『青山経済論集』第47巻第3号(1995年12月)129頁。
- 7) 『日経金融新聞』1994年7月5日、『日経公社債情報』1995年2月13日号。CSファースト・ポストンは、貸借取引の規制はレポ取引を海外へ追いやってしまうと次のように指摘している。「レポ関連商品が日本の国債市場で最も立ち遅れている部分である。国債の貸借取引が始められた89年に課された規制では、実効手数料は裁定100bpと定められた。この規制が果たした役割は国債のレポ取引を海外に追いやることだけだった」『公社債市場の新展開』、公社債引受協会編、東洋経済新報社、1996、230頁。
- 8) 国債の決済期間については長らくの間定められていなかった。1986年3月にはじめて自主申し合わせにより約定日から受渡までの期間は原則20日間を超えないものとする、とされたのである。同年7月に決済日が追加され

- 10) Group of Thirty, *Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets*, 1989, 邦訳(資本市場研究会)グループオブサーティ編『世界の証券市場における決済システム(仮訳)』, 1989年5月。
- 11) G-30の勧告の後、世界の各国は勧告に基づいて決済制度を改革していった。この間の経緯および勧告の順守状況、諸外国の決済制度を巡る動向については「証券決済制度の在り方について」『財界観測』, 1996年2月号で詳細に分析されている。また、「決済システムの課題と展望」『日本銀行月報』1992年5月号、「決済システムを巡る海外の動き」『日本銀行月報』1995年10月号も参考になる。日本の決済制度の問題点については決済制度等専門委員会「債券決済制度の改善について(中間報告)」1994年6月が参考になる。
- 12) 小野尚「債券貸借市場の整備について」『証券業報』, 1996年4月号。
- 13) Daniel Corrigan, Christopher Georgiou, Jonathan Gollow, *NatWest Markets Handbook of International Repo*, IFR London (1995), pl.
- 14) ヘンリー・リー「米国証券会社における在庫金融レポ市場の発展と現状」『公社債月報』, 1993年5月号, 7頁, Marcia Stigum, *THE REPO AND REVERSE MARKETS*, Richard Irwin, 1989, 邦訳 榎原英資監訳, 笠原宏訳『レポリバース市場』, 東洋経済新報社(1990)158頁参照。
- 15) ヘンリー・リー「米国証券会社における在庫金融レポ市場の発展と現状」『公社債月報』, 1993年5月号, 6頁参照。
- 16) 河上継一「米債券市場を支えるレポ取引」『日経金融新聞』, 1996年3月6日。
- 17) マーシャ・スティガム著, 榎原英資監訳, 笠原宏訳『レポリバース市場』, 東洋経済新報社(1990), 190頁。
- 18) レポと現先取引の相違点については、次の文献が参考になる。高見茂雄「示唆に富む米国レポ市場の成り立ち」『金融財政事情』, 1996年6月3日号, 小野尚「債券貸借市場の整備について」『証券業報』, 1996年4月号, ヘンリー・リー「米国証券会社における在庫金融レポ市場の発展と現状」『公社債月報』, 1993年5月号, 7ページ, マーシャ・スティガム著, 榎原英資監訳, 笠原宏訳『レポリバース市場』, 東洋経済新報社(1990)。
- 19) 中島将隆「大量国債発行下の現先市場—金融統制と現先市場の機能変化—」『証券経済』第134号, 1980年12月, 151頁参照。
- 20) 証券会社の買現先が自由化されたのは、大蔵省「証券

- 分野の規制緩和等の措置」が発表された1995年12月15日からである。
- 21) 児玉卓「債券貸借市場の現状と展望」『公社債月報』, 1992年9月号, 9頁。
- 22) 政府発表の『新経済対策』全文は『日刊工業』, 1995年9月21日を参照。
- 23) 大蔵省「証券分野の規制緩和等について」の要旨全文については『日経金融新聞』, 1995年12月18日を参照。
- 24) 証券分野の規制緩和等の措置(公社債関連)の内容については『公社債月報』1996年2月号, 54-56頁を参照。
- 25) 中村和徳「債券貸借取引の見直しについて」『金融』, 1996年5月号, 28頁。また、基本契約書の解説でも同様の指摘がなされている。「法律的な角度からこの新しい基本契約書を検討する。新規基本契約書の特徴を述べると、旧契約書に比べ主な点として、①基本契約書, 付属覚書, 個別契約書の三位一体となった枠組み, ②同時履行の考え方, ③オープンエンド取引, ④貸借期間中の根洗いと担保金等の不足分の追加差入れまたは余剰分の取扱い, ⑤当事者間の権利を対等とした型での契約不履行が生じた場合の措置等に今回の基本契約書の新しい考え方がしめされている」(千村祐介「担保付債券貸借市場の創設—新規基本契約書の解説」『商事法務』, No. 1412, 18-19頁)。
- 26) 再編成された債券貸借取引の概要とその評価については、次の資料が参考になろう。松尾正徳「債券貸借取引と新スキーム」(野村証券債券部)金融証券リサーチ, 1996年3月, 日本証券業協会「債券貸借取引の基本契約書(参考様式)」, 1996年3月, 小野尚「債券貸借取引制度の整備について」『証券業報』, 1996年4月号, 千村祐介「担保付債券貸借市場の創設」『商事法務』, No. 1421, 1996年4月25日号, 中村和徳「債券貸借取引の見直しで新たな一歩を踏み出す」『金融財政事情』, 1996年5月27日号, 中村和徳「債券貸借取引の見直しについて」『金融』, 1996年5月号, 高見茂雄「示唆に富む米国レポ市場の成立」『金融財政事情』, 1996年6月3日号。
- 27) 千村祐介「担保付債券貸借市場の創設」『商事法務』, No. 1421, 1996年4月25日号, 24頁。
- 28) 公社債引受協会編『公社債市場の新展開』, 東洋経済新報社(1996), 150頁。
- 29) 日本でフェールが困難な理由は次の点にあるとされている。「日銀がフェールを認めないには理由がある。日銀DVPはすべての証券の受渡と資金の決済を同時に執行する時点決済であるため、一つの取引でも決済できないと、資金や証券が次々に不足し、連鎖的にすべての決済が成立しなくなってしまう恐れがあるからだ。これに対し、欧米の決済方式は取引ごとに資金と証券を決済する「即時グロス決済」(リアルタイム・クロス・セツルメント)であり、フェールが発生しても全体に影響しない。日本が時点決済を採用してきたところに原因がある。欧米ではフェールが原因で個々の金融機関や証券会社の資金が不足すれば、中央銀行が直ちに資金を融通する体制にもなっている。日本ではようやく資金取引について即時グロス決済導入の機運が出てきた段階に過ぎな

い。証券決済で即時グロス決済が実現するとしても、かなり先になるとみられ、やはりフェールなしで4日目決済を実現するという欧米にも例がない仕組みに挑戦しなければならぬ(『日経公社債情報』、1996年8月26日号、4頁)。

30) 有価証券取引税と現先市場の関係について『公社債市場の新展開』では次のように分析している。「有価証券取引税の税率は、債券の売り手が証券会社(およびディーリングの認可を受けた金融機関)のときは譲渡価格の1万分の1(転換社債、新株引受権付社債は1万分の6)、それ以外の一般投資家のときは1万分の3(同1万分の16)である。一見すると極めて低い税率のように見えるが、債券取引自体がきわめて僅かの利幅を求めて短期の売買を活発に行うことによって収益をあげる性格のものであるので負担は大変重く、採算的に取引自体を困難にすることもある。

この現象は債券現先取引で特に顕著である。債券現先取引では、取引金額に対して自己現先(証券会社が自ら行うもの)では売り買いの往復で1万分の4、委託現先(証券会社が顧客の注文に基づき行うもの)ではその倍の1万分の8の有価証券取引税がかかり、これはすべて売り手(資金調達者)が負担することになっている。負担は期間の短いものほど重く、たとえば委託現先では30日で年率0.97%であるのに、5日では5.84%もかかる。これでは他の短期金融商品と競争すべくもなく、債券現先取引はディーラーとしての証券会社の在庫金融としての役割を殆ど果たしていない状況となっている(期限1年未満の短期国債には有価証券取引税は課されず、したがって現先取引の対象商品はほとんど短期国債に限られている)『公社債引受協会『公社債市場の新展開』、東洋経済新報社(1996)、53-54頁。

31) レボも現先も経済的な機能は債権譲渡担保金融である。問題はこの取引の法律構成をどの様にするのかと言う点である。譲渡担保契約か売買契約なのか、貸借契約なのか、この法律構成は金融取引の当事者が取引の目的にあわせた構成をとればよい性質のものである。この点について我妻栄『新訂 担保物権法(民法講義Ⅲ)』(岩波書店 1995)では、次のように指摘されている。「譲渡担保契約は、消費貸借をして金銭の融通を受け、同時にその債務を担保するために目的物を譲渡するか、または、すでに債務を負担する者がその債務を担保するために目的物を譲渡するのが典型的な形である。ところが、単に『担保のために譲渡する』と言う取引がともするとその有効性に疑問をもたれたためであるとか、実際には、『売買として移転する』という形式がとられることが多くなる。しかし、これを文字通りに売買と解するときは、融資者は融資した金額の返還を請求する債権を取得せず、融資を受けた者が、約定期限までに元利に相当する金額を提供して目的物の返還を請求する(買戻す)ことができるだけである。これは、前記のように、多くの場合の当事者の意図に反する。

金融取引界に対しては、次のように要望したい。譲渡担保を設定する際には、融資についての債権的な関係——元本額・利息・弁済期・目的物による弁済充当の方法など——に関して十分な約定をして、担保については、『その債務の担保として譲渡する』と言う表現を用い、それ以上に、売渡すとか買戻すとかいう表現を用いることは避けるべきである。しかし、解釈に当たっては、右の事情を考慮して、当事者の真に意図するところに適した法律構成を与えることに努めなければならない(同書 612頁)。

32) 『日本経済新聞』、1996年1月8日・2月15日、『日経金融新聞』、1996年2月27日。

33) 中村泰敏「債券貸借取引の見直しで新たな一步を踏み出す」『金融財政事情』、1996年5月27日号、29頁、高見茂雄「示唆に富む米国レボ市場の成立」『金融財政事情』1996年6月3日号、35頁参照

34) メリルリンチ証券のマーシャル・ギットラは非居住者に対する源泉徴収制度について次のようにコメントしている。「日本の政府は利子収入に対して源泉課税を行っている。G-7諸国の中でこのような課税を実施しているのは日本だけであり、また外国人投資家が国債投資を行っている国々の中でもごく少数である……この源泉利子課税の存在は国際的な投資の流れに歪みを生じさせ、投資家が理想的な銘柄選択でポートフォリオを組むことを阻害している。この税は、様々な国や企業が安いレートで資金調達を可能にしている一方、取引コストや他の信用リスクの増大、日本における金融市場の流動性及び拡大の妨げ、金融制度の発達阻害などというコストも伴っているのである」(マーシャル・ギットラ「外国人投資家からみた日本国債投資に関わる源泉課税制度」『公社債月報』、1996年5月号、2頁)。

35) 『日経金融新聞』1996年9月12日。

(甲南大学教授)