

債券税制は現先市場に いかなる影響を与えているか

中 島 将 隆

要 旨

平成11年度の税制改革によって、債券市場に関連する重要な税制度の改革が行われた。改革内容を整理すると、まず、有価証券取引税が平成11年3月末をもって廃止されたことである。次に、非居住者・外国法人が受け取る登録国債の利子も源泉徴収を免除されることになった。免除の適用は平成11年9月1日から適用される。更に、政府短期証券と短期国債の償還差益に対する源泉徴収は平成11年4月1日から廃止された。第四に、平成13年1月から指定金融機関等の登録国債の源泉徴収免除は一括登録国債に限定され、個別登録国債は除外されることになった。

平成11年度の税制改革は、今後の現先市場に極めて重要な影響を与えるだろう。有価証券取引税の廃止によって課税債券と非課税債券の区別が消滅した。債券取引に関わる流通税が廃止され、課税コストの問題は解決されたのである。また、有価証券取引税の廃止によって売買形式のレポ市場を創設することが可能になったのである。

源泉徴収制度も変更され、非居住者・外国法人が受け取る登録国債の利子は源泉徴収免除となり非課税扱いになった。これまで非居住者は源泉徴収を回避するため、名義貸し利用を行ってきた。今回の改革によって名義貸し利用の必要はなくなり、名義貸し利用に伴う信用リスクは回避することが出来るようになった。

償還差益に対する源泉徴収の免除は政府短期証券や短期国債の流動性向上に寄与する。源泉徴収免除と同時に、政府短期証券は平成11年4月から市中公募で発行されるようになり、募集残の日銀引受は例外的な扱いになった。政府短期証券の公募化に対応して、平成11年3月から日本銀行は政府短期証券の売りオペと短期国債の買いオペを統合して短国現先オペとした。源泉徴収免除と政府短期証券の公募入札発行により現先売買は従来とは異なる展開になると思われるのである。

このように、税制改革によって現先市場は新たな局面を迎えることになった。

本稿では、税制改革の意義を明らかにし今後の展望を得るために、これまで債券税制は現先市場にどのような影響を与えていたか、その歴史と現状をみていくことにする。現先取引に係る税制は、有価証券取引税、現先で売買される債券の経過利子に対する源泉徴収、現先収益に対する課税、政府短期証券や短期国債の発行時源泉徴収である。これらの税制度が現先市場にどのような影響を与えてきたか、実証的に検討し、論点の整理を行いたいと思う。

目 次

- I. 変化はなぜ生じたか
- II. 有価証券取引税が現先市場に及ぼす影響
 - 1. 有価証券取引税と取引コスト
 - 2. 有価証券取引税が現先市場に与える影響
 - 3. 有価証券取引税と日本版レボ市場
- III. 源泉徴収制度が現先市場に及ぼす影響
 - 1. 現先取引と登録債の名義変更
 - 2. なぜ名義変更されないのか
 - 3. 現先収益に対する課税の問題点
- IV. 割引債の源泉徴収制度と現先売買
 - 政府短期証券と短期国債について—
 - 1. 割引債の発行時源泉徴収制度導入と政府短期証券の例外扱い
 - 2. 短期国債の源泉徴収制度と現先売買
 - 3. 日本銀行の現先方式による政府短期証券の市中売却

むすびに代えて —平成11年度の税制改革—

I. 変化はなぜ生じたか

債券の現先市場は昭和50年代末から60年を境に大きな変化をとげている。まず、現先市場の相対的地位が低下したことである。表1でみるように、債券総売買高に占める現先売買高の比率は、昭和50年代末以降、急速に低下している。昭和55年度の現先比率は56.9%であった。ところが、57年度には40.9%に低下し、58年度33.0%となり、昭和60年度は遂に11.3%となった。60年度をボトムにして、平成の初めまで現先比率は僅かに回復していくが、昭和50年代中頃までの水準にはとても達していない。この僅かな回復も60年6月のフル・ディーリング開始によって、債券ディーラーが実績作りのため現先売買

高を人為的に増加させたにすぎない。この実績作り部分を除外すると、現先比率は更に低下する。昭和50年代末から平成の初めまで、現先市場の相対的地位は著しく低下したのである。

第二の変化は、課税債券の現先市場が、事実上、消滅したことである。現先取引は債券の売買であるから、有価証券取引税が課税される。有価証券取引税が課税されても、以前においては、現先で売買される債券は長期国債や利付金融債等が圧倒的であった。現先売買高に占める課税債券の比率は、昭和56年まで100%、58年91%、59年には72.3%である。ところが、この比率は60年には49.7%、63年12.6%、平成2年には6.1%に激減した。そして、今日では現先売買に占める課税債券の比率は数パーセントになった。長期国債についてはいまだ少し事情が異な

表1 債券種類別に見た現先売買の推移 (1979～)

(単位: 兆円, %)

年度	債券総 売買高 A	うち現 先売買 高B	現先 比率 B/A	債券種類別現先売買							
				非課税債券の現先売買				課税債券の現先売買			
				短期 国債 C	政府短 期証券 D	C+D	非課税債 券比率 (C+D)/B	長期 国債	利付金 融 債	その他と も課税債 券合計E	課税債券 比率E/B
1979(昭54)	223	126	56.5%					60	25	126	100.0%
1980(昭55)	281	160	56.9%					92	25	160	100.0%
1981(昭56)	298	134	45.1%					86	16	134	100.0%
1982(昭57)	333	136	40.9%		11	11	8.2%	79	12	125	91.8%
1983(昭58)	416	137	33.0%		11	11	8.2%	80	11	126	91.8%
1984(昭59)	798	151	18.9%		42	42	27.7%	62	8	109	72.3%
1985(昭60)	2,515	284	11.3%	7	136	143	50.3%	94	9	141	49.7%
1986(昭61)	3,490	754	21.6%	230	335	565	74.9%	140	12	190	25.1%
1987(昭62)	5,094	1,330	26.1%	482	664	1,147	86.2%	128	12	184	13.8%
1988(昭63)	4,085	1,233	30.2%	455	623	1,078	87.4%	96	13	156	12.6%
1989(平1)	3,507	1,030	29.4%	520	387	906	87.9%	87	7	124	12.1%
1990(平2)	3,286	1,152	35.1%	540	542	1,082	93.9%	42	14	70	6.1%
1991(平3)	2,573	1,055	41.0%	559	427	986	93.4%	52	7	69	6.6%
1992(平4)	3,244	1,470	45.3%	867	526	1,393	94.8%	58	4	76	5.2%
1993(平5)	3,235	1,375	42.5%	709	602	1,310	95.3%	48	3	65	4.7%
1994(平6)	3,646	2,092	57.4%	1,156	869	2,025	96.8%	52	2	67	3.2%
1995(平7)	3,935	2,222	56.5%	1,338	805	2,143	96.4%	60	2	80	3.6%
1996(平8)	3,147	1,623	51.6%	964	569	1,533	94.5%	65	3	90	5.5%
1997(平9)	3,207	1,586	49.5%	968	539	1,508	95.1%	58	2	78	4.9%

注1: 『公社債月報』各号より作成

2: 売買高は東京店頭市場

り、バンク・ディーリング開始後の数年間、出来高競争によって長期国債の現先売買高は増加した。しかし、その後は減少を続け昭和50年代の水準を回復していない。国債の総売買高が膨張を続けている中で、国債の現先売買高は減少を続けているのである。国債の売買高に占める現先比率は、もはやネグリジブルである。課税債券の現先売買は、事実上、消滅したといわねばならない。

第三の変化は、政府短期証券や短期国債が現先市場で圧倒的比重を占めるようになったことである。政府短期証券や短期国債は有価証券取引税が課税されない。現先市場は有価証券取引税が課税されない非課税債券中心の市場になったのである。この変化は、昭和60年を境に僅か

数年間で生じている。売買高の推移を見ると、昭和59年度は42兆円であったが、60年度には143兆円、62年度1147兆円と飛躍的に急増している。平成6年度には2025兆円になった。非課税債券の売買比率を見ると、昭和58年は8.2%に過ぎなかったが、60年には50.3%、62年には86.2%となり、数年間で圧倒的比重を占めることになった。そして、現在では非課税債の比率は95%以上を占めるに至ったのである。

こうした劇的な変化はなぜ生じたのであろうか。まず、現先市場の相対的地位が低下したのは、金利自由化が進展し自由金利市場が拡大したからである。そもそも現先市場が拡大したのは、金利が規制され、自由金利市場の拡大が阻止されていたからである。現先市場は欠落している

自由性短期金融市場を代位補填してきた。証券会社はディーラー・ファイナンスの手段が制限されているため、現先市場に依存せざるを得なかった。機関投資家は現先市場で資金を運用したが、現先以外に自由金利市場は存在しなかった。事業法人は現先市場で資金の運用と調達を行ったが、現先市場以外に短期金融市場は存在しなかったのである。昭和50年代後半から、金融自由化が進展する。大口預金市場の自由化、CD・CP市場の創設、インパクトローンの自由化と証券会社のコール資金取り入れ容認など自由性短期金融市場の拡大によって、次第に現先市場に依存する必要がなくなってきたのである。現先市場は金融が規制されているが故に、市場が成立し拡大してきた。金融自由化と共に現先市場はその歴史的使命を終えることになる。現先市場の相対的地位が低下するのは、金融自由化が進展したからである。

では、なぜ、長期国債や利付金融債の現先売買が消滅し、代わって政府短期証券や短期国債の現先売買が急増するのだろうか。この変化をもたらした要因は、まず、有価証券取引税である。長期国債や利付金融債には有価証券取引税が課税されるが、政府短期証券や短期国債には課税されない。有価証券取引税が課税されると、現先による資金調達は課税部分だけコスト高になる。金利自由化の進展と共に課税債券の現先売買が消滅するのは、コスト競争で競合市場と対抗できないからである。非課税の政府短期証券や短期国債は、競合市場と対抗できるから、消滅することはない。

政府短期証券や短期国債は有価証券取引税が課税されなかった。だが、どうして、昭和60年以後、非課税債券の現先売買が急膨張するのか。僅か数年間でなぜ、このような劇的な変化が

生じたのだろうか。変化の要因は、まず、昭和61年1月から日銀が政府短期証券の市中売却方式をこれまでの無条件売却方式から現先方式へ変更したからである。この時点から政府短期証券の現先売買は急増する。また、昭和61年2月から短期国債の公募発行が開始されたが、短期国債の売買方式は、圧倒的部分が現先方式である。政府短期証券や短期国債が現先方式で売買されるのは、割引債の発行時源泉徴収制度と源泉徴収部分の通期控除と密接に関連している。政府短期証券と短期国債に限り、割引債の源泉徴収に対して、税制上の優遇措置が取られているからである。すなわち、償還差益を受け取った最終保有者は、保有期間に係りなく、源泉徴収部分を通期控除できるという特典である。この特典を受けるために売買は国債振替決済制度の利用が義務づけられ、税取扱いの事務軽減のため政府短期証券と短期国債は現先方式で売買されるのである。

以上にみてきたように、金融自由化は現先市場の相対的地位を低下させ、債券税制は現先市場を大きく変貌させた。現先市場は債券税制によって決定的な影響を受けることになった。現先市場は金融規制の故に成立し、規制が存在するが故に市場は拡大した。現先市場は制約条件下における経済合理性の貫徹として特徴付けることができよう。だが、この革新性も債券税制の前には無力であった。アメリカのレポ市場と日本の現先市場は多くの点で共通している。レポ市場も金融規制の故に成立した。そして、レポ市場はアメリカ最大の短期金融市場となり国債流通市場を支えている。日本では現先市場の相対的地位は低下し、現先市場の革新性は失われてしまった。アメリカと日本の違いをもたらした最大の要因は、現先取引に関わる債券税制

である。こうした観点から、債券税制が現先市場にいかなる変化をもたらしたか、この点を改めて検討する必要がある。

現先取引に関わる税制とは、まず、現先売買に課税される有価証券取引税である。次に、現先で売買される債券の経過利子に対する源泉徴収である。現先は売買であるから所有権は売り手から買手に移動する。経過利子は債券の所有者に支払われるが、現先の場合、この経過利子に対する源泉徴収がどのように行われるか、この点を検討する必要がある。現先は売買と貸借の二つの性質をもつ複合的取引だから、この問題は最も複雑かつ重要な論点である。さらに、現先の収益に対する課税の問題である。現先の収益とは債券の売買価格差で表現される収益で、現先の買手にとっては債券の購入価格と売却価格の差が現先の収益である。現先収益に対する課税も、現先取引の複合的な性質を反映して居住者と非居住者の扱いが異なっている。最後に、割引債に対する源泉徴収制度である。昭和60年以降の現先市場の変貌は、この点の解明が最重要な問題である。以下では、現先売買に関わる債券税制が現先市場にどのような影響を与えたか、この問題に関連する論点を整理していきたい。

Ⅱ. 有価証券取引税が現先市場に及ぼす影響

1. 有価証券取引税と取引コスト

有価証券取引税は流通税である

有価証券取引税は債券の現先市場に決定的な影響を与えている。そこで、まず、この税制度の基本的性質をみることにしよう。有価証券取引税法は昭和28年8月1日から施行された¹⁾。こ

の法律の第1条では、有価証券の譲渡が行われたときは、有価証券取引税を課税すると定めている²⁾。ここでいう有価証券の譲渡とは、無償の譲渡に対してではなく、売買や交換など有償の譲渡に対してである³⁾。有価証券取引税は有償の譲渡に対して課税されるとはいえ、有価証券の売買によって利益が出たから課税されるのではない。利益の有無に関わらず有価証券の譲渡に対して課税される。従って、有価証券取引税は流通税の性格を持っている⁴⁾。有価証券は転々流通する点に最大の特徴があるが、有価証券取引税はこの転々流通に課税するものである。

流通税の税率は低率が特徴である

転々流通する有価証券に課税する場合、この課税は低率でなければならない。何故なら、高率であれば転々流通の障害になるからであり、有価証券の本質を否定することになるからである。有価証券取引税の制定に際して立案者はこの点を明確に意識していた。有価証券取引税の立案者は法律の施行直後に著書『有価証券取引税法解説』(昭和29年)を公刊し、そこでは、有価証券取引税は流通税であるとした上で、流通税の税率は低率が特徴であるとして、次のように述べている。「流通税の特色としては、その他の租税に比較して、その税率が比較的低いということであろう。このことは、取得税や財産税がある程度の社会政策的意義を加味しているため、また、消費税がしばしば消費規制の意味を有するために、これらの税が高い税率を持っていても正当づけることもできようが、商品の流通を使命とする資本主義経済において、流通を阻害するような税率は、流通税においては容易に許されないからであろう。特に、不動産などと異なり、極めて、頻繁に、しかも大量に流

通する有価証券の場合においては、不動産の移転に関する登録税と有価証券取引税との税率を比較しても、ただちにわかるように、その税率は低目とならざるを得ないのである」⁵⁾。

有価証券取引税の税率推移

有価証券取引税は昭和28年8月に施行され、平成11年3月末に廃止された。表2は、この間の有価証券取引税率の推移を見たものである。税率は一般の売買と証券会社の売買では異なっている。証券会社の税率が低いのは、有価証券の売買が証券会社の基本的な業務であり、一般の売買と性質が異なるからである。昭和28年に定められた税率はその後、何度も改定された。改定の度ごとに税率は引き下げられ、例えば証券会社が売買する国債の税率は、昭和28年の0.03%から平成10年には0.005%と当初税率の16%にまで引き下げられている。株式については市場が投機化した一時期、税率が引き上げられたが、これは税率の引き上げにより投機化を抑制しようとする措置であった。流通税としての有価証券取引税をできるだけ低率にするという基本的な流れに変化はない。

現先取引に課税される有価証券取引税

有価証券取引税は流通税であり、流通税は低

率という点に特徴があった。ところが、低率であるはずの有価証券取引税は、現先取引においては高率に転化する。有価証券取引税の最大の問題はこの点にある。

図1は、現先取引で課税される有価証券取引税について図解したものである。証券会社が売却するときの有価証券取引税の税率を0.01%、一般が売却する時の税率を0.03%とする(表2参照)。有価証券取引税は債券の売り手が負担する。従って自己現先の場合、図1でみるように債券の売り手である証券会社は売却時に一万分の一、買い戻す時に一万分の三を負担し、売り手は合計で一万分の四を負担する。この場合、自己現先の税率負担は一万分の四ということになる。委託現先の場合、売り手(銀行)は表2の区分でみた一般の譲渡に該当する。図1でみるように売り手は売却時に一万分の三と一万分の一合計一万分の四を負担し、買い戻す時には一万分の三と一万分の一の合計一万分の四を負担する。この場合、委託現先の税率負担は一万分の八となる。

現先取引においては有価証券取引税の税率は高利率に転化する

この税率を現先の取引期間に応じて年率換算したものが表3である。この表を参考にして、

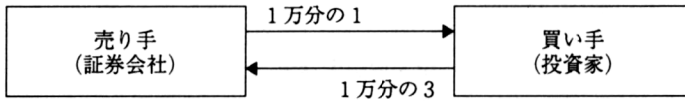
表2 有価証券取引税の税率推移

(単位: %)

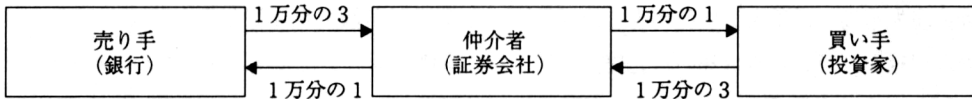
区分	有価証券の種類	税率改定時点(西暦年・月)										
		1953.8	1956.4	1973.4	1978.4	1981.4	1987.4	1988.4	1989.4	1996.4	1998.4	1999.3末
一般の譲渡	株券等	0.15	→	0.3	0.45	0.55	→	→	0.3	0.21	0.1	廃止
	転換社債等	0.07	0.03	→	→	0.045	0.26	→	0.16	→	0.08	廃止
	一般公社債等	0.07	0.03	→	→	0.045	→	0.03	→	→	→	廃止
	国債	0.07	0.03	→	→	→	→	→	→	→	0.015	廃止
証券会社等	株券等	0.06	→	0.12	0.18	→	→	→	0.12	→	0.06	廃止
	転換社債等	0.03	0.01	→	→	0.015	0.09	→	0.06	→	0.03	廃止
	一般公社債等	0.03	0.01	→	→	0.015		0.01	→	→	→	廃止
	国債	0.03	0.01	→	→	→	→	→	→	→	0.005	廃止

図1 現先取引に課税される有価証券取引税

自己現先（合計1万分の4を売り手が負担）



委託現先（合計1万分の8を売り手が負担）



出所：大蔵省・日本銀行内マネーマーケット研究会「わが国短期金融市場の現状と課題—短期金融市場研究会報告書—」金融財政事情研究会（1990）154頁，「普通社債流通市場の改善に向けて」公社債引受協会（1993年6月）36頁より作成

表3 有価証券取引税によるコストアップ（年率換算）

（単位：％）

現先期間	5日	10日	20日	30日	60日
自己現先	2.92	1.46	0.73	0.486	0.243
委託現先	5.84	2.92	1.46	0.973	0.486

（例）自己現先 現先期間10日間，現先レート6％の場合の資金調達コスト ……6％+1.46％=7.46％
委託現先 現先期間10日間，現先レート6％の場合の資金調達コスト ……6％+2.92％=8.92％

出所：大蔵省・日本銀行内マネーマーケット研究会「わが国短期金融市場の現状と課題—短期金融市場研究会報告書—」金融財政事情研究会（1990）154頁

現先取引において有価証券取引税がどれほどのコスト高になっているか，を検証してみよう。表3は現先レートが6％と前提している。まず，現先期間が10日間の場合をみると，自己現先の資金調達コストは7.46％，委託現先の資金調達コストは8.92％となる。現先レートが6％なのに，どうして資金コストが上昇するのか。年率換算した有価証券取引税が加算されるからである。自己現先の資金コストは現先レート6％に有価証券取引税の年率換算1.46％を加算しなければならない。従って，自己現先の資金コストは7.46％となる。委託現先の資金コストも同様に，現先レート6％に有価証券取引税の年率換算2.92％を加算して8.92％となるのである。現先期間が5日間の場合，資金コストは更に上昇する。自己現先の資金コストは現先レート6％

に有価証券取引税の年率換算2.92％を加算して8.92％となり，委託現先の資金コストは11.84％になる。現先レートは市場金利水準を反映しているから，期間5日間の委託現先は資金コストが市場金利の2倍に達するのである。

有価証券取引税によるコストアップは，現先の取引期間が短期になるほど大きくなっていく。低率であるべき流通税が現先取引において高率に転化するの，税の累増を排除しないからである。有価証券取引税は税の累増を排除しないから，保有期間が短期になるほど，実質的な税負担が拡大する。保有期間が長期であっても短期であっても同一の税率だから，現先による資金調達は短期ほど資金コストが大きくなるのは当然のことである。

2. 有価証券取引税が現先市場に与える影響

課税債券の現先売買消滅

有価証券取引税の税率は低率であっても現先売買では高率に転化した。その結果、昭和60年代以降、現先市場には重大な変化が生じた。有価証券取引税が課税される債券の現先売買は消滅したことである（前掲表1）。昭和50年代を通じて現先取引で売買される債券は長期国債、ついで金融債が現先売買の圧倒的部分を占めていた。ところが、昭和60年以降、長期国債や金融債の現先売買は激減し、代わって政府短期証券や短期国債が圧倒的になった。現先売買に占める課税債券の現先比率は激減し、事実上、課税債券の現先市場は消滅したのである。

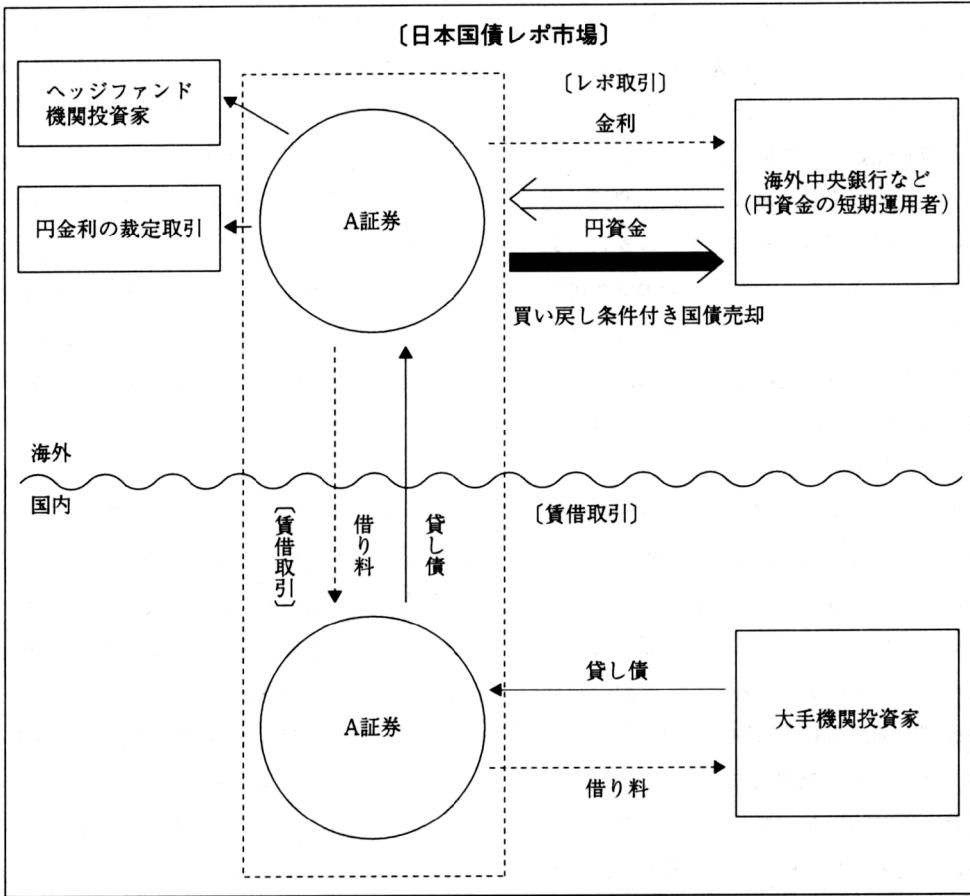
では、なぜ、この変化が60年以降に生じてくるのか。その秘密は金融自由化の進展により、現先市場と競合する自由金利市場が拡大したからである。現先市場が拡大したのは、金利が規制され、自由性短期金融市場の成立が阻止されていたからである。現先市場は欠落している自由性短期金融市場を代位補填する市場であった。現先市場は金利が規制されているが故に拡大した市場であった。ところが、大量国債発行により昭和50年代末から60年以降、金利自由化が進展し、自由性短期金融市場が拡大してきた。現先市場と競合する新しい市場が登場してきたのである。証券会社のディーラー・ファイナンスは多様化し、インパクトローンやコール市場からの資金調達が可能となり、全てを自己現先に依存する必要はなくなった。事業法人や都市銀行にとっても自由金利の大口預金市場やCD市場・CP市場が創設され、もはや現先市場に依存する必要はなくなってきた。現先市場か

らの資金調達は自由金利市場の拡大により、高コストの資金に変化したのである。

現先取引の海外シフト

有価証券取引税によって国内の現先市場は空洞化した。しかし、海外においては債券売買に有価証券取引税は課税されない⁶⁾。その結果、有価証券取引税を回避するため、現先売買が海外にシフトするようになった。現先取引の海外シフトの実態は明らかではないが、無担保の債券貸借市場が創設された時点から急激に拡大したと言われている⁷⁾。現先売買が海外で急激に拡大したメカニズムは図2で示されている。債券の貸借市場は1989年5月に創設されが、この市場には多くの規制が加えられ、事実上、無担保の貸借市場であった。そこで、外資系証券会社は無担保で日本の市場から国債を調達し、海外においてその債券を買戻し条件付で売却し、資金を調達したのである。外資系証券会社は無担保で国債を調達し海外の現先市場（レボ市場）で資金を調達するのであるから、事実上、コストゼロの資金調達を行っていたのである。外資系証券会社に引き続き国内の証券会社も参入するようになった。その市場規模は10兆円を超えと言われている⁸⁾。この点に関して、日本経済新聞は次のように報じている。「日銀は海外で膨らんでいる日本国債を担保とした国債担保金融の実態調査を始める。国債担保金融は相対取引で取引実態が不透明な部分が多い上、『海外シフトによって国内の債券現先市場が一段と空洞化しかねない』と懸念しているためだ。債券現先取引にかかる有価証券取引税や債券貸借取引の際の規制が海外シフトの原因になっているとの指摘もあり、取引の中核となっている米国系証券会社や投資家等へのヒアリングなど

図2 海外における日本国債の現先取引



を急ぎ、国内市場の空洞化防止策を探る」⁹⁾。有価証券取引税は国内の現先市場を空洞化させ、さらに、現先売買を海外へ押しやってしまったのである¹⁰⁾。

非課税債券の現先売買

有価証券取引税は全ての有価証券取引に課税されるわけではない¹¹⁾。期限1年以内の政府短期証券や短期国債の譲渡には、有価証券取引税は課税されない。従って、金融自由化の進展により自由金利市場が拡大しても、短期国債や政府短期証券の現先売買は消滅することはない。逆に、有価証券取引税が課税されないから、現

先売買は課税債券から非課税債券にシフトする。昭和60年以降、非課税債券の現先売買が膨張する理由は、有価証券取引税が課税されないという点にある。

だが、昭和60年代に政府短期証券と短期国債の現先売買が急激に膨張するのは、有価証券取引税が課税されないことに加えて、次のような新たな税制上の措置や売買方式が変更されたからである。まず、昭和61年1月から日本銀行は政府短期証券の市中売却方式を、従来の単純売切り方式から現先売買に変更したからである。日本銀行は市中から資金を吸収する手段として、日本銀行が保有している政府短期証券の市

中売却を昭和56年5月から開始した。市中売却方式は単純売切り方式（無条件売却方式）であったが、昭和61年1月から現先方式に変更したのである。単純売切り方式から現先方式への変更により現先売買高は増加した。日本銀行のこの変更は、短期国債の公募発行開始と密接に関連している。短期国債は昭和61年2月から公募で発行されるようになったが、短期国債の市場流動性を高めるため、税制上の工夫が凝らされた。すなわち、短期国債の償還差益に課税される源泉徴収税は、最後の保有者が通期に渡り源泉徴収の相当額を法人税から控除できる、とい措置である。このようにすれば、短期国債の売買に際して複雑な源泉徴収部分の計算をしなくてよいから、源泉徴収制度が流動性の障害になる、という事態は回避できる。この新たな措置は法人間でのみ適用することにして、政府短期証券の売買は国債振替決済制度上で行うことにしたのである。その結果、短期国債の売買は、現先売買が圧倒的になった。政府短期証券の償還差益は、従来、非課税とされてきたが、短期国債発行と同時に税制上の平等を図るため課税されることになった。政府短期証券に源泉徴収が行われると、売買の度毎に複雑な計算をせねばならない。政府短期証券の流動性を向上するため、日本銀行は政府短期証券の市中売却方式を現先方式に変更したのである。このように、昭和60年以降に短期国債や政府短期証券の現先売買が急増するのは、こうした割引債の償還差益に対する課税方式が変更されたからである。割引債に対する発行時源泉徴収制度については、後に詳しく検討する。

3. 有価証券取引税と日本版レポ市場

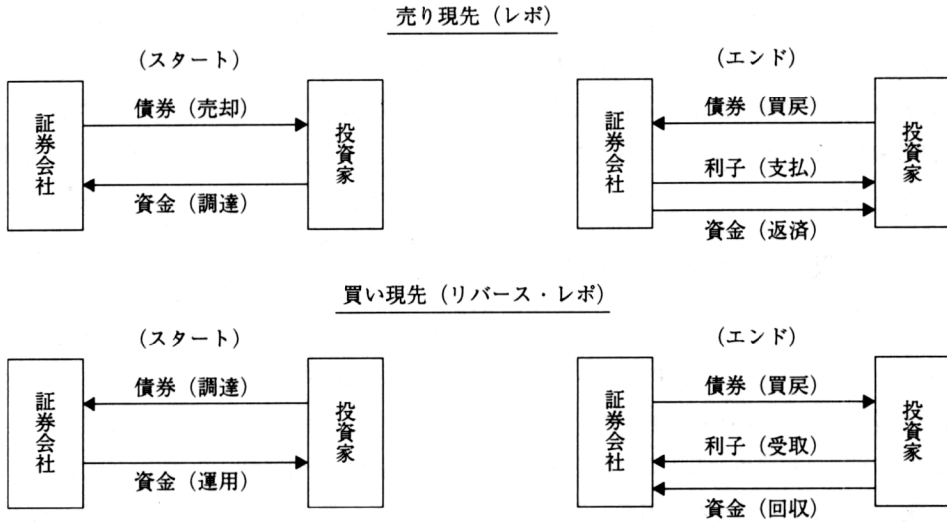
有価証券取引税は現先市場を空洞化し政府短

期証券や短期国債の市場を変貌させた。だが、それだけではない。有価証券取引税は現先市場の新たな展開を阻止し、日本のレポ市場に決定的な影響を与えているのである。

日本版レポ市場の特徴を明らかにするには、まず、売り現先と買い現先の仕組みを見ておかねばならない。現先取引においては証券会社が必ず一方当事者となるので、取引は証券会社を中心となる仕組みである。図3でみるように、売り現先という場合、証券会社が現先市場で債券を売って資金を調達することをいう。売り現先では、証券会社が債券を売却して資金を調達し、一定の期間が経過すれば債券を買い戻すが、証券会社が債券を買い戻す価格には利子相当分が上乗せされている。買い現先は証券会社が資金を出して債券を購入する取引である。現先取引は資金取引と債券取引が一体となっている。従って、証券会社は売り現先で資金を調達し、買い現先で債券を調達することが可能となっているのである。アメリカで典型的に発達しているレポと現先は多くの点で共通している。自己現先に該当する取引はレポといわれ、買い現先に該当する取引はリバース・レポといわれている。アメリカの債券ディーラーはレポで資金調達を行い、リバース・レポで債券を調達し、レポとリバース・レポは一体となって債券市場の流動性を確保しているのである。レポ市場がアメリカの巨大な国債流通市場を支えているといわれている。ところが日本では、証券会社の買い現先は行なわれていない。買い現先は、長らくの間、行政指導によって禁止されていたからである。禁止の理由は買い現先が銀行貸出業務に類似しているということであった。

ところが、日本においてもレポ市場の創設が必要になってきた。平成8年10月、国債のロー

図3 売り現先と買い現先



リング決済方式が導入されたからである。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、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、国際潮流の高まりと決済リスク軽減のために、日本においてもローリング決済方式が導入されたのである。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必要な債券や資金を即座に調達できるレボ市場の発達が前提条件となってくる。

日本でレボ市場を創設する場合、現先市場を再編成してレボ市場に整備するのが一番自然なやり方である。現先とレボは多くの点で共通しているからである。これまで長らく禁止されて

いた買い現先は、平成7年12月、大蔵省の「証券分野の規制緩和等の措置」によって自由化された。従って、証券会社は現先市場で債券を調達することが可能になり、現先市場をレボ市場に再編成することが可能になったのである。

ところが、現先市場をレボ市場に再編成することは不可能であった。なぜなら、現先売買には有価証券取引税が課税されるからである。そこで、有価証券取引税を回避し、かつ、レボ市場の機能を果たすことができる市場の創設が検討された。かくして登場してきたのが、平成8年4月に創設された現金担保付債券貸借市場である。貸借形式であれば有価証券取引税は課税されない。従って、現金担保付債券貸借市場は「日本版レボ市場」と言われている。

日本版レボ市場は日本でしか通用しない複雑な取引の仕組みである。レボは売買形式であるが、日本版レボは貸借形式である。レボ取引は資金取引であり貸借取引は債券取引だが、資金取引の用語が貸借取引の日本版レボ市場にそのまま転用されている。さらに、レボでは債券が

担保となるが、日本版レポでは現金が担保であって、レポと日本版レポでは担保が逆転している。このため、日本版レポ市場は極めて難解な市場、共通の用語で理解しにくい市場となっている。有価証券取引税が日本のレポ市場を歪めてしまったのである¹²⁾。

Ⅲ. 源泉徴収制度が現先市場に及ぼす影響

債券の所有者には利払い日に利子が支払われ、法人の受け取る債券利子は源泉徴収される。しかし、利払いが行われるまでの間、債券は転々流通しているので所有者は何度も代わっている。利払いを受けた日に、過去に遡って所有者に利子を分配すること等はとても不可能である。そこで市場では、債券は毎日毎日利子を生み出すものとして扱い、売買の度毎に所有期間に応じた利子の受渡しを行う。同時に源泉徴収部分も清算しておく。これが債券の「経過利子の扱い」といわれるもので、経過利子の扱いは債券売買の鉄則、重要な市場の慣行となっているのである。現先取引で売買される債券についても全く同じ扱いである。ここでの問題は、現先取引で売買される債券の源泉徴収が現先市場にどのような影響を与えるか、という問題である。この問題は、現先市場が直面している最大の難問である。また、日本で売買形式のレポ市場を創設する場合の最大の障壁である。以下では、可能な限り論点を整理して、問題の所在を明らかにしておきたい。

1. 現先取引と登録債の名義変更

現先取引は所有権の変更が必要である

現先の経済的機能は債券担保金融であるが、取引形式は債券の売買である。従って、債券の

所有権は現先の売り手から買い手に移り、売り手が破産した場合、買い手は債券を自由に処分することができる。所有権が移転することによって現先取引の信用リスクが回避されているのである。日本証券業協会は現先取引の取扱いについて理事会決議をおこなっている。この理事会決議のなかで、現先取引に際しては売買契約を作成し、その契約書には権利移転の時期を明記すること、受渡し価格には経過利子を含めること等を定めている¹³⁾。そして、この決議に基づいて現先取引基本契約書の参考様式を作成し、権利の移転について次のように定めている。「第3条（権利の移転時期）個別現先売買における当該債券上の権利は、スタート取引受渡日に、買手が売手にスタート取引受渡金額の全額を支払ったときに売手から買手に移転し、エンド取引受渡日に、売手が買手にエンド取引受渡し金額の全額を支払ったときに買手から売手に移転するものとする」。また、経過利子についても受渡金額に含めることが明記されている¹⁴⁾。現先売買に際して、所有権の移転と経過利子の扱いについて明記されているのである。

登録債の場合、所有権を変更するには、名義を変更することが必要である。債券の売買は登録債が圧倒的比重を占めている。売買高に占める登録債がどれ位か、これを示す統計は存在しないが、市場関係者の話を総合すると債券売買の9割以上を占めるといわれている。登録債の売買には名義変更が必要で、登録機関で名義を変更せねばならない。国債であれば、日本銀行が登録機関である。日本銀行は登録した国債の所有者に「国債登録簿登録通知書」を交付する。この通知書は単なる残高通知書であって、有価証券ではない。従って、登録国債を売買したときは、登録機関である日本銀行で名義を変

更することが必要とされるのである。

登録債の名義変更を行わない市場慣行

現先は売買であるから所有権の移転が必要なこと、証券業協会の理事会決議や標準契約書においても権利移転の時期を明記することが求められていた。登録債の場合、権利移転には名義変更が必要である。ところが、現先取引の当事者が事業法人の場合、名義変更は全く行われていない。これは一種の市場慣行となっているのである。

なぜ、事業法人が取引相手の場合、登録債の名義変更が行われないのだろうか。この市場慣行は如何なる経緯を経て定着したのだろうか。以下は、複数の主要証券会社および公的機関で行った聞き取り調査を整理したものである。

- ①登録債は利払い日の直前は移転登録することができない。国債の場合、法律の扱いでは利払い日の1ヶ月前に移転登録を停止できるとされているが、日銀の実際の取扱いは7営業日間のみの停止で処理されている。この期間中は登録債の移転登録ができないから、登録債の売買はできないことになる。
- ②移転登録停止期間中であっても、市場では登録債の売買が必要である。市場では売買を停止するわけにはいかない。
- ③この矛盾を解決するため、国税庁は暗黙のうちに「次回の利払いまで1回だけ名義変更せずとも登録債の売買を認める」と黙認するようになった。
- ④国税庁の暗黙の了解は証券会社によって拡大解釈された。すなわち、前回の利払いから次の利払いまでの間、1回に限り名義変更せずとも登録債の売買は可能である、と

拡大解釈した。

- ⑤この市場慣行は暗黙の了解と証券会社の拡大解釈によるもので、証券界としての統一的な扱いはない。証券会社各社はこの問題を内規で処理している。共通点は、「ひと山だけ名義変更せずとも登録債の売買可能」という点だけである。

この市場慣行は、制度上の矛盾を解決するために生まれたものである。すなわち、登録債の移転登録停止期間中であっても、市場では債券の売買を停止することは出来ない。この矛盾を解決するために生まれた一種の便法である。ここでは建前と現実が区別され、建前の上では登録債の移転登録が行われたことになっている。登録債の移転登録を行わないことはルール違反であり、経過利子に対する課税上の問題も複雑になってくる。従ってこの問題は、国税庁はもとより証券会社も明言を避ける領域、聞き取り調査が最も困難な問題である。各社とも返事を渋り、あまり触れてほしくない問題となっているのである。

ここで新たな疑問が生じてくる。この市場慣行は、事業法人が現先取引に参入する場合にのみ見られる。金融機関等の現先取引では登録債の名義変更は行われているのである。なぜ、事業法人が取引当事者となる場合にのみ、名義変更を行わないことが市場慣行になったのだろうか。

2. なぜ名義変更されないのか

源泉徴収制度と租税特別措置法第8条

事業法人の名義変更が行われない根本理由は、源泉徴収制度と租税特別措置法第8条という税制度にある。源泉徴収制度は日本の税制度

の根幹となっている。利子所得については、所得税法23条で利子を具体的に列挙し、所得税法181条は源泉徴収の義務を定めている。ここでは、利子の支払いの際には所得税を源泉徴収することが義務づけられているのである。

ところが、租税特別措置法第8条はこの規定に重大な例外規定を持ち込んだ。すなわち、政府の指定する金融機関に限り、かつ、登録国債の場合に限り、源泉徴収を免除するという規定である。指定金融機関は登録国債の利子を受け取る際、源泉徴収が免除される。他方、公共法人等を除く指定金融機関以外の法人は、源泉徴収を受ける。事業法人や非居住者は課税される¹⁵⁾。登録国債の利子課税については、租税特別措置法第8条によって、源徴免除の非課税法人と源泉徴収を受ける課税法人の二つに分裂することになった。

租税特別措置法第8条によって指定金融機関は税制上の優遇措置を受けることができた。ところがこの優遇措置を受けるには、厳格な条件がつけられている。指定金融機関が利払を受ける場合、その債券をたとえ一日であっても課税法人が所有していると、税制上の特典を失うと言うものである。前回の利払い日から今回の利払い日までの間、登録国債が指定金融機関の間で売買されているのであれば、租税特別措置法第8条によって売買に参加した指定金融機関は全て源徴免除となる。ところが、この間に課税法人がたとえ一日でも所有すると、利払いを受けた指定金融機関だけが、自らの保有した期間に対応する部分に限って源徴免除となる。そして、利払いを受ける指定金融機関の直近の所有者であった指定金融機関は、既に源徴相当額を既に支払っているのに、その部分を税額控除することが不可能な仕組みとなっている。同じ指

定金融機関でありながら、利子を受け取る最終所有者の指定金融機関だけが源徴免除となる。更に加えて、期間通算の原則により、利払を受けた指定金融機関は本来よりもネット受取が多くなるのである¹⁶⁾。

課税玉と非課税玉の分裂

指定金融機関は税制上の優遇措置を受けるため、課税法人が取引に参加することを忌避する。そして、課税法人名義の登録期間が一日でもある債券は課税玉、ダーティボンドと言われる。非課税玉とは、前利払日から次利払日までの間、非課税法人または指定金融機関等の名義で連続して登録されている債券で、クリーンボンドとも言われている。同一の債券であっても、税制上の扱いが異なるため、課税玉と非課税玉の市場に分断される。課税債と非課税債の区別を間違えると必ずトラブルが発生するため、債券取引に際して課税玉か非課税玉か、この区別を明確にしておくことが取引当事者の信義則となっているのである¹⁷⁾。

事業法人の名義変更を行わない理由は、以上に見てきたように、課税玉の問題を回避するためである。事業法人の名義に変更しなければ、課税玉とはならない。課税玉の問題を回避して、初めて、事業法人は現先市場へ参入できたのである。源泉徴収制度と租税特別措置法第8条が事業法人の名義変更は行わないという市場慣行を生み出したのである。この市場慣行は市場の要求と制度の矛盾を解決する苦肉の一策といえるだろう。

内在化する信用リスク

名義変更を行わないという市場慣行は苦肉の一策であった。しかしながら、この市場慣行は

信用リスクを内在化させる。現先の取引形式は売買であるが、市場機能は債券担保金融であった。現先は担保取引であるが故に信用リスクがなかった。登録債の現先売買で名義変更を行わないということは、現先取引が無担保で行われていること、無担保金融だということになる。事業法人は証券会社と並んで、現先市場の主たる市場参加者である。事業法人の参加する現先市場は重大な信用リスクを内在化させていたのである。そして、このリスクを内在化させたものは、租税特別措置法第8条という差別的税制にあった。

現先取引に内在するリスクに加えて、ここでは、非居住者の名義貸し利用に伴うリスクを指摘しておかねばならない。

非居住者の債券投資は、公式統計で見ると、非常に少ない。海外の主要国では非居住者の債券保有割合は全体のほぼ20%に達している。ところが、日本の場合、非居住者の債券保有は全体の4%にすぎない。その水準は諸外国の5分の1である。

ところが、統計上の数字と現実とは異なる。1996年6月に都市銀行・長期信用銀行・信託銀行など外国人投資家から国債の決済業務を委託されている常任代理人（カストディアン）が各社に委託された数字を持ちよって足し合わせたところ、国債の全取引に占める非居住者の売買高は実に3割弱に達した¹⁸⁾。公表された統計上の数字と現実が著しく異なるのは、非居住者が登録債の実質的な所有者であっても源泉徴収を回避するため移転登録手続きをしていないからである。すなわち、非居住者は指定金融機関の「名義貸し」を利用して源泉徴収税を回避しているからである¹⁹⁾。名義貸し利用に関する公表された統計はない。しかし、市場関係者にとつ

て、非居住者の売買は名義貸し利用によること、非居住者は活発に債券売買を行っていること、これは周知の事実である。非居住者は日本の国債投資を回避しているのではなく、「名義貸し」利用によって国債売買を行っていること、そして、非居住者は巨大投資家として市場に参加しているのである。

非居住者の「名義貸し」利用は信用リスクを内在化する。名義貸しを行った指定金融機関が信用リスクにさらされた場合、債券所有者に所有権が移転登録されていないから、真実の所有者も信用リスクにさらされる。もし、名義貸しを行なった指定金融機関が信用リスクのさらされると、非居住者の債券投資は大混乱し売買が停止してしまうだろう。そして、課税の二重構造が問われることになる。この問題はすでに実証済みである。1997年11月、三洋証券が破綻した時、ロンドン市場では日本の国債売買が大混乱した。11月7日付の日本経済新聞はロンドン発のニュースとして次のように報じている。「三洋証券の会社更正法適用申請の影響で、ロンドン市場での日本国債の売買がまひ状態に陥っている。流通している国債の中に資産保全の対象となっている三洋証券名義の国債が含まれているとの恐れから、市場参加者が売買を手控えているためだ。ロンドンでは税金対策のために、国債を日本の銀行や証券会社の名義にしたまま売買する慣行がある。名義人の経営破綻でこの『便法』の落とし穴が浮き彫りになり、関係者は頭を抱えている」²⁰⁾。そして、外国人投資家が保有しても国内の指定金融機関名義のままなら事実上、利子課税されていないという、国際的には特殊な取引が存続できるかどうかの問題にされた²¹⁾。

名義貸し利用は差別的税制を回避し、非居住

者の債券投資を拡大する手法であった。しかしこの手法は脱税を合法化し、信用リスクを内在化させ、新たな決済システム構築にとっても大きな障害になっているのである。

3. 現先収益に対する課税の問題点

現先の複合的な性質と経理処理

現先取引によって発生する収益には課税される。現先の収益とは、現先取引で売買される債券の価格差であり、現先の買い手が獲得する収益である。現先取引の買い手は債券を売り手から買い入れる。取引の契約期間が終了すると、買い手はその債券を元の所有者に売却する。この売却価格と買入価格の差が買い手の収益、現先収益である。

現先収益に対する経理処理や税務処理、法人税の取扱いや国税庁の扱いは必ずしも統一された扱いとはなっていない。現先を売買とみるか、貸借とみるか、で扱いが異なるのである。更に、現先収益に対する課税方式は居住者と非居住者で異なる。そして、非居住者に対する源泉徴収が、後述するように、非居住者の現先市場参入を阻止しているのである。

現先収益に対する税の処理は不透明な部分が多い。以下では、こうした問題を整理していくことにする。

まず、現先の経理処理と税務処理からみていくことにしよう。現先取引は売買と貸借の二つの顔を持った取引である。現先の取引の形式は、買戻す事を条件とした債券の売買である。市場機能からみれば債券担保金融であり、売買ではなく貸借である。現先は複合的な性質を持っているので、従って、現先を売買とみるか、貸借とみるか、ふたつの見方が混在している。現先のこうした複合的な性質を反映して、経理処理

や税務処理についてもふたつの処理方法がある。多くの実務書では、次のように解説している。

「現先取引の会計処理の方法としては、その形式から判断して売買取引と見る方法と、その実質的な性質により金融取引と見る方法がある。会計理論上は、金融取引説が正当であり、税務上でも最近は金融取引説が定着している」²²⁾

「債券現先取引の法的性格については、現先取引の法形式や関係法令の解釈との整合性を重視した『売買取引説』と、現先取引の経済的実質を重視した『金融取引説（借入説）』の二つの説があるが、現先取引の会計処理には、こうした二つの説に基づく処理方法がある。会計の継続性の原則に従えば、いずれの方法でもよいとされている。

売買取引説による場合：買い現先で『割引債方式』（経過利子を除外して単価による差額から利回りを計算する方法のこと—引用者）による場合には、売買代金の差額を売買益として計上する。また、『利付債方式』（経過利子を考慮する計算方法—引用者）による場合には、売買代金のうち単価部分の差額を売買益に計上、現先期間中の経過利子部分は有価証券利息として処理することとなる。一方、売り現先の場合には、売却対象債券の簿価と売り現先の売却単価との差額が売買損益となり、買戻しの単価が新しい簿価となる。

金融取引説による場合：買い現先の場合には、買手が売手に対して貸付を行った形で処理することになる。したがって、購入金額と売却金額の差額を、受取利息として処理する。一方、売り現先の場合には、借入を受けた形での処理となり、その差額を支払利息として処理す

る。これは『割引債方式』でも、『利付債方式』でも同じ方法での処理となる²³⁾。

現先収益の経理上の処理は、売買説と貸借説とでは異なった取扱いをしなければならない²⁴⁾。まず、売買代金の差額は売買説では売買益として、貸借説の場合は受取利息として処理される。つぎに、貸倒引当金は貸借説では設定できるが、売買説では前述の手続きをとらない限り設定できないことは言うまでもない。最大の相違点は、簿価が変動するかどうかという点である。現先取引を貸借説で処理すると簿価の変動はないが、売買説で処理すると簿価の変動を伴う。買手にとっては買現先の債券が保有債券と同じであれば、簿価が平均されてしまう。売手にとっては一定期間後の買戻価格は現先金利部分が上乗せされているため、買戻価格と売却価格は異なり、また、金利部分が上乗せされているため買戻時の市場価格と無関係な価格が取得価格となる²⁵⁾。簿価の変動は金融取引になじまないところが多い。簿価が変動すると期間損益に歪みを生じる。企業会計の健全性の見地からみればこうしたことは避けたいところである。従って、解説書が指摘するように、会計理論上は貸借説が正しいとされるのである。

国税庁の法人税の扱い

現先収益の税務上の処理についてはどうか。「現在の税務の取扱いは、原則的には金融取引として取り扱うこととしているが、継続処理していれば売買取引としての処理も認める」²⁶⁾というものである。現先は売買か貸借か、法人税法上では統一的な扱いはない。税法上では現先は売買説、貸借説いずれの説によっても経理処理が可能である。しかし、国税庁は統一的な扱

いをしていないが、事実上、貸借説の立場にあると考えられる。

まず、国税庁が現先取引について法人税を課税する際の基本的立場は、法律形式にとらわれないで経済実態に即した課税を行うということである。こうした観点から、現先取引の中心地であった大阪で昭和52～53年頃から現先取引を融資金（貸借）として内部処理をするようになったと言われている。現先を経済実態に即して売買とみるか貸借とみるか、その場合の判定基準となるべき税法上の理論的な枠組みがある。その枠組みとは「固定資産を譲渡担保に供した場合」²⁷⁾という法人税基本通達である。税務上、譲渡担保は実質を重視して、当該期間に利子の支払いの定めがある時など一定の条件を満たしていると譲渡がなかったものとして取り扱われる。この通達は固定資産を対象としているが、買戻条件付譲渡または再売買の予約についても譲渡担保に該当するものとされている。現先は買戻条件付売買という形式をとっている。従って、買戻条件付売買は譲渡担保として扱うことができるから現先の課税についてもこの通達の類推適用が可能となる。すなわち、現先取引は売買ではなく融資金として取り扱うことが基本ということになる。

第二に、税務当局は現先残高に貸倒引当金の設定を認めている点である。貸借説に基づいて貸付金処理とすれば、当然のことながら、貸金である現先残高に対しては貸倒引当金を設定できる。貸倒引当金の設定を認めていることから、国税庁は貸借説を採っているといえよう。興味深いことは売買説に基づく経理処理をしても、貸倒引当金の設定を認めている点である。この場合には法人税申告書別表において現先取引にかかる有価証券を貸付金へ振り替えればよく、

別表の『貸金の明細』欄に『現先取引(債券)』といった表示が必要である²⁸⁾。こうした取扱いができるのは、税務当局は現先の取引形式ではなく取引実体を重視しているからである²⁹⁾。

以上にみてきたように、現先収益に対する税務上の処理は統一されていなかった。経理処理や法人税の扱いが異なるのは、前述したように、現先取引が複合的性質を持っているからである。現在の税制度や会計制度は、複合的性質をもった取引形式に適合していない。従って、統一的な扱いが出来ず、グレーな領域が残らざるを得ないのである。

非居住者の現先収益に対する源泉徴収

現先売買には有価証券取引税が課税される。有価証券取引税は居住者に対しても非居住者に対しても、また、源泉徴収を免除される非課税法人の指定金融機関も等しく課税される。ところが、現先収益に対する課税方式は、居住者と非居住者とは異なる。居住者に対しては、課税法人であっても非課税法人であっても、現先収益に対して年度末に法人税が課税される。現先の税務処理を貸借説で処理しても売買説で処理しても、現先収益に対して等しく課税される。現先収益を貸借説で処理して受取利息としても、現先収益は源泉徴収されない。源泉徴収の対象は所得税法の第23条で限定列举されており、ここに列举されていない収益は例えば事実上の利子であっても源泉徴収の対象外である³⁰⁾。

ところが、非居住者については居住者の扱いと異なる。所得税法第161条では非居住者の国内源泉所得を掲げ、その第6項で次のように定めている。「国内において業務を行う者に対する貸付金(これに準ずるものを含む)で当該業務に係るものの利子(政令で定める利子を除

く)」³¹⁾。現先収益を貸付金の利子とみなせば、非居住者の現先収益は源泉徴収の対象になってくる。そして、所得税法170条では源泉徴収の税率を15%と定めているのである³²⁾。このため、非居住者は日本では現先取引を全く行っていない。税制度が市場の国際化を阻止する巨大な障壁となっているのである。

海外における現先取引(レボ)の現状を理解するため、市場関係者のご好意をえて1999年10月、ニューヨーク市場で聞き取り調査を行った。訪問先はニューヨーク市場でレボ取引のシェアを誇るアメリカの証券会社、日本の証券会社・銀行の現地法人である。聞き取り調査では広範囲の質問を試みたが、質問項目の一つは居住者と非居住者の間で行われるレボ取引についてである。以下はこの問題に関する聞き取り調査の要点である。

Questionnaires 9. 米国居住者と非居住者とのレボ取引：米国居住者と非居住者とのレボ取引について質問したい。非居住者との取引は活発に行われているか。それはどの程度の規模か。日本とのレボ取引は行われているか。

A社

- ・非居住者のレボは活発に行っている。
- ・取引が活発である理由は非居住者とのレボに課税されないからである。
- ・東京とのレボはしていない。税制上の問題が不透明であるから。

B社

- ・非居住者とのレボは扱っている。取引先はアジアの中央銀行である。しかし、それほど活発な取引ではない。
- ・日本とのレボは法律上、会計上の問題があり困難である。

C社

- ・非居住者のレポは非課税である。
- ・日本とは税制上の問題がネックとなっている。

D社

- ・全取引の約半分が非居住者とのレポ取引である。
- ・非居住者とのレポ取引のうち約半分がロンドンとの取引である。
- ・非居住者とのレポ取引で税制上の問題はない。非居住者とのレポ取引で源泉徴収は行われない。最終的に総合課税される。居住者については総合課税であり、税制度がレポ取引の障害になることはない。

面談先では非居住者とのレポ取引の規模は不明であった。そうした統計は作成されていないようである。しかし、ニューヨーク市場では、居住者と非居住者間のレポ取引は想像以上に活発に行われていること、日本のような税制上の問題は全くないことを再確認できたのであった。

IV. 割引債の源泉徴収制度と 現先売買

—政府短期証券と短期国債について—

昭和60年以降、現先取引で売買される債券の種類に大きな変化が生じた。長期国債や金融債などの現先売買が消滅し、政府短期証券や短期国債が急増したことである。そして、現先市場は政府短期証券や短期国債の売買市場に変化したのである。なぜ、こうした変化が生じたのだろうか。まず、政府短期証券や短期国債の売買には有価証券取引税が課税されないからである。長期国債や金融債には有価証券取引税が課税される。前章で検討したように、金融自由化の進

債券税制は現先市場にいかなる影響を与えているか

展によって現先市場と競合する市場が拡大し、課税債券の現先は高コストとなり、課税債券の現先売買は消滅したのであった。政府短期証券や短期国債は有価証券取引税が課税されないから、自由金利市場が拡大しても消滅することにはなかったのである。

第二の理由は、政府短期証券や短期国債の償還差益に源泉徴収が行われるようになったからである。政府短期証券の源泉徴収は昭和61年1月から開始された。昭和61年2月から発行される短期国債も政府短期証券と同じく、源泉徴収が行われることになった。政府短期証券と短期国債の税制上の扱いを同一にしたのである。源泉徴収が開始されたことにより、政府短期証券と短期国債の現先売買が急増することになる。

ここでの問題は、なぜ政府短期証券や短期国債の源泉徴収制度が現先売買を増加させたか、という点である。この問題を検討するには、割引債に対する源泉徴収制度の歴史を振り返る必要がある。というのは、割引債源泉徴収制度の歴史は紆余曲折をへて複雑である。歴史的研究がなければ、現状の理解が困難である。そこでまず、割引債の発生時源泉徴収制度の歴史から見ていくことにしよう。

1. 割引債の発行時源泉徴収制度導入 と政府短期証券の例外扱い

割引債に対する源泉徴収制度が導入されたのは昭和42年6月からである。租税特別措置法の一部を改正する法律が昭和42年6月から施行され、この時点から割引債の償還差益について源泉徴収を行うようになったのである。割引債の償還差益は利子ではないから、これまで課税上の扱いは雑所得であった。割引債の償還差益に対し源泉徴収を行うことになった理由について、

『改正税法詳解』では次のように解説している。

「ワリコー等のいわゆる割引の方法により発行される割引債券は、額面金額よりも低い価額で発行され償還時に券面金額で償還されるため、その取得者はその発行価額との差額に相当する所得が発生することになる。この償還差益は、法律적으로는券面金額と発行価額との計算上の差額であって、元本債権に付随した利息債権に基づく所得ではない。また償還差益は、経済的には確定元本に対し一定率で期間の経過に応じ発生する利子とは異なり、債券売買に伴い発生する譲渡所得的性格を有するものと考えられる。

このように償還差益は、本来利子とは性質を異にする所得であるので、従来より雑所得とされている。したがって、源泉徴収の対象とはされず、申告納税の方法により納税することとなっていた。

しかし、その法的性格はともかく、実質的には利付債等に対する利子と同じものであり、それぞれについて利回りの権衡を考慮する必要があるものである。今回の改正によって利子所得に対する所得税の源泉分離課税の税率が従来の10%から15%に引き上げられたことに伴い、利付債券等の税引利回りが大きく相違することになったため、これらとの権衡を図る等の見地から、割引債の償還差益についても新たな源泉徴収制度を採用に、その税率を5%にするとともに、個人が支払いを受けるものについては利子所得と同様に分離課税とすることとされた」³⁰⁾。

源泉徴収の対象となる割引債の範囲は次のように決められた。「この制度によって源泉徴収の対象とされるものは、割引の方法により発行される債券である。この割引の方法により発行

されるものとは、額面金額から一定の金額を控除したものを発行価格として発行されるものをいうのである」³⁰⁾。具体的には金融債、電信電話債券、政府短期証券（大蔵省証券、食糧証券及び外国為替資金証券）、宅地債券、特別住宅債券が源泉徴収の対象となった。

昭和42年の発行時源泉徴収制度の導入時点で政府短期証券も源泉徴収の対象になるはずであった。しかしながら、政府短期証券は源泉徴収の対象外とされた。『改正税法詳解』では、次のように解説している。「これらの債券のうち、政府短期証券については個人消化が殆どないこと等を考慮し、宅地債券及び特別住宅債券については住宅対策等の見地から、それぞれ源泉徴収の対象としない（令26の14）」³⁵⁾。

政府短期証券が源泉徴収の対象外となったのは、政府短期証券の流通市場が形成されていないからであった。政府短期証券は終戦直後から日銀引受で発行されていたが、昭和31年5月から定率公募残額日銀引受方式に変更された。公募方式になったとはいえ、政府短期証券は低利で発行されるため市中消化は進まず、事実上、日銀引受発行であった。源泉徴収は市中消化を予定した税制度である。市中消化を予定しない政府短期証券にとって、市中消化を前提とする税制度は不必要である。政府短期証券はこうして源泉徴収の対象外となった。

政府短期証券に対する源泉徴収は昭和61年1月から始まる。源泉徴収が開始されたのは、短期国債と税の扱いを同一にするためであった。短期国債は昭和61年2月から市中公募で発行されることになった。他方、昭和56年5月から開始された日銀の政府短期証券の市中売却によって、政府短期証券の流通市場が成立した。短期国債も政府短期証券も共に市場で売買されるよ

うになったのである。そこで、短期国債と政府短期証券を同じ商品構成にするため、政府短期証券の税制上の扱いを短期国債と同一にして源泉徴収を行うことにしたのである。以下では、まず、短期国債の発行時源泉徴収についてみていくことにする。

2. 短期国債の源泉徴収制度と 現先売買

短期国債の発行と源泉徴収制度

短期国債は昭和61年2月から公募方式によって発行が開始された。短期国債は国債整理基金特別会計から国債の償還と借換を円滑に行うために発行されるもので、割引短期国庫債券(Treasury Bill)とも言われる(新たに発行が開始された短期国債の商品概要については、後掲表7を参照されたい)。

短期国債の発行に際して、償還差益にたいする課税方式について改めて議論された。課税方式を源泉徴収とするか、総合課税とするか、という議論である³⁶⁾。源泉徴収方式であれば、転々売買する度に所有期間に応じて税金を分担しなければならない、流通価格の計算が複雑になる。他方、総合課税であれば、複雑な計算は不必要となり転売が容易である。しかし、この扱いは公平性を欠いて短期国債だけ例外扱いとなる。論点は税の公正を守るか、流動性を高めるか、ということであった。そして、短期国債の課税方式は、短期国債だけ例外扱いにすることは出来ないとして発行時に償還差益に源泉徴収を行うこととし、短期国債の流動性を高めるため、源泉徴収部分を通期控除できるようにしたのである。日経公社債情報は、この間の経緯を次のように伝えている。「課税方法は、発行時に通常の割引債と同様、源泉課税(償還差益の16%)

とするが、償還時に全額を控除することになった。この方法だと、一定の税額相当額が常に上乘せられる形で流通価格が形成され、流通性を確保することができると判断したもの。短期国債の課税方法については、大蔵省内でも主税局が源泉課税を強く主張、これだと流通価格が複雑になるという証券界などと対立していたが、償還時に全額控除することで、両者の主張を折衷する効果を狙った。大蔵省は短期国債の取引から個人を排除するとしており、今回の決定も法人間取引に限定するという前提に立ったもの。法人に参加者を限定するため、取引は国債振替決済制度を利用することにした³⁷⁾。

かくして、短期国債の課税方式は発行時に源泉徴収が行われ、償還差益を受け取る最終保有者は保有期間に関係なく源泉徴収相当額を法人税から控除できることとされた。従来は最終保有者たる法人が所有していた期間に相当する部分のみ税額控除ができたにすぎない。源泉徴収部分の通期控除ができるようになると、源泉徴収が行われても、売買の際に源泉徴収税額の全額を売買価格に転嫁できるようになる。従って、源泉徴収が流動化の障害にはならない。いわゆる還付金込み利回りを前提に取引価格が形成されることになったのである³⁸⁾。

源泉徴収部分の通期控除を行うため、短期国債の売買は法人のみに限定し、かつ、国債振替決済制度を利用することが義務付けられた。具体的には次のように取り扱われることになった。

- ①入札参加者(ディーラー)が取得する短期国債は全て日本銀行に寄託され、「国債の一括登録に関する省令」に基づき日本銀行名義で一括登録される(振込債として保有される)。

- ②入札参加者がこれを販売する場合、他の入札参加者に販売する場合を除き、相手先は上場会社またはこれに準ずる会社等で、金融・資本市場の動向に精通した機関投資家に限るものとし、個人及び個人類似法人への販売は行わない。
- ③顧客としての法人は、引き続き国債振替決済制度を利用して保有し、譲渡する場合には、必ず入札参加者たるディーラーに対して行う³⁹⁾。

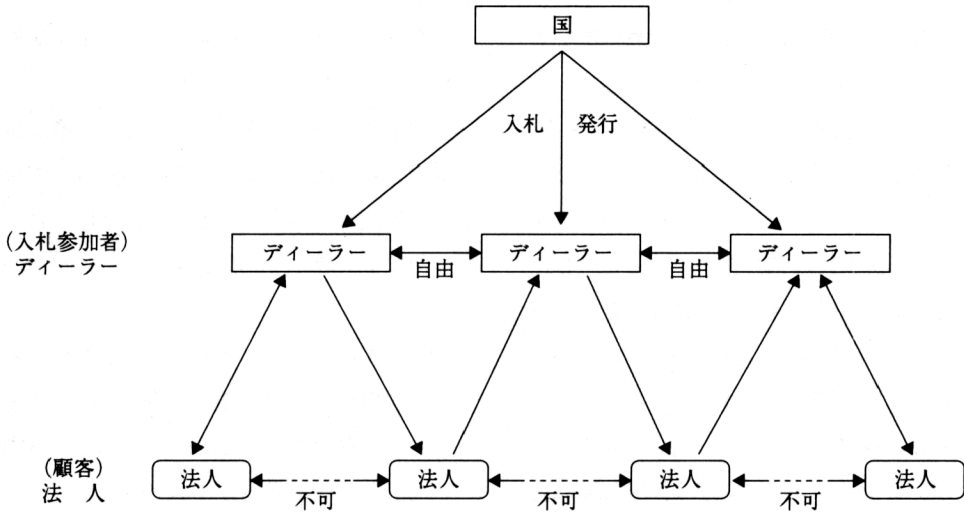
以上にみてきたように、短期国債の売買は国債振替決済制度を通じて行われ、市場参加者は法人に限定された（図4参照）。この制度によって源泉徴収部分の通期控除が可能となって源泉徴収の複雑な計算が不要となり、短期国債の流動性が向上することになったのである。

なぜ短期国債の取引形態は現先が中心となるか

流通市場における短期国債の取引形態は、新発債の売買、既発債の一般売買、新発債・既発債の現先取引、の3つに分類できる。いずれの取引も、当初の売り手と最終的な買い手の間にディーラーが介在するディーリング形態で行われている（図4参照）。表4は短期国債の売買高を無条件売買と現先売買に分類してその推移をみたものである。現先売買の比率は発行当初と比較すると低下傾向にあるとはいえ、取引形態は現先売買が圧倒的である。

現先売買が圧倒的になる理由について、日本興業銀行編『証券』（金融財政事情研究会）では次のように解説している。「これは、固定利回りでの運用が確保できること、一般の債券現先と異なり有価証券取引税が課されないため、ごく短期間の運用の際に実質利回りの低下を回避できること、課税法人が買切りで運用した場合の源泉徴収税控除の手間を省くことができること、

図4 短期国債の発行・流通の仕組み



出所：河上信彦編『国債』大蔵財務協会（1995）84頁

表4 短期国債の現先売買高

(単位: 億円, %)

年度	合計		売切り・買切り	比率	現先	比率
1985 (昭60)	108,046	100.0	37,344	34.6	70,702	65.4
1986 (昭61)	2,640,794	100.0	345,242	13.1	2,295,552	86.9
1987 (昭62)	5,089,748	100.0	265,808	5.2	4,823,940	94.8
1988 (昭63)	4,841,271	100.0	292,682	6.0	4,548,589	94.0
1989 (平元)	5,661,012	100.0	465,117	8.2	5,195,895	91.8
1990 (平2)	6,531,479	100.0	1,131,712	17.3	5,399,767	82.7
1991 (平3)	8,390,967	100.0	2,800,738	33.4	5,590,229	66.6
1992 (平4)	14,782,098	100.0	6,110,459	41.3	8,671,639	58.7
1993 (平5)	13,469,282	100.0	6,382,456	47.4	7,086,826	52.6

出所: 河上信彦編『国債』大蔵財務協会 (1995) 90頁

といったことに起因するものと思われる」⁴⁰⁾。また、日銀『(新版) わが国の金融制度』においても同様に、「償還差益に対する源泉徴収との関係もあって、ほとんどが現先取引形態により行われている」⁴¹⁾と述べている。

現先売買が他を圧倒する第二の理由は、平成2年1月から日本銀行が短期国債の買いオペレーションを開始したからである。日本銀行による短期国債の買いオペは現先方式である。表5は、日本銀行の売りオペや買いオペが、どのような取引形態で行われているか、現先方式はどの程度おこなわれているか、をみたものである。この表を見ると、日本銀行の債券オペレーショ

ンは主として現先方式によって行われていることが解る。売りオペは政府短期証券の現先方式による売却で行われ、オペの規模は最大である。買いオペは短期国債の現先方式による買入で行われている。短期国債と政府短期証券の現先売買は、日本銀行の主要な金融調節手段となっているのである。日本銀行の現先方式による金融調節によって、短期国債と政府短期証券の現先売買高が急増したのである。また、資金運用部による債券売買も現先方式が圧倒的で、公的機関の債券売買方式は現先方式が中心となっていることが解る。

第三に、債券ディーラーの実績作りが短期国

表5 現先方式による日銀オペレーション

(単位: 億円)

年度	日銀売りオペ	日銀買いオペ			資金運用部売却	資金運用部買入	
	政府短期証券 (現先方式)	短期国債 (現先方式)	現先	輪番オペ	売切り	現先	買切り
1988(昭63)	293,000	—	13,306	5,361			
1989(平元)	293,000	8,224	12,355	21,307			
1990(平2)	459,000	62,796	4,942	23,486	—	—	
1991(平3)	374,000	49,031	106,335	26,030	—	44,142	—
1992(平4)	519,000	70,009	103,954	26,371	—	113,299	3,208
1993(平5)	557,000	41,047	21,595	15,987	3,049	116,578	5,732
1994(平6)	460,000	194,003	13,505	11,914	1,915	129,142	—

出所: 1988～1989年度は「平成2年度の公社債市場の動きについて」公社債引受協会 1990年7月16頁
 1990～1992年度は「平成4年度の公社債市場の動きについて」公社債引受協会 1993年8月13頁
 1993～1994年度は「平成6年度の公社債市場の動きについて」公社債引受協会 1995年7月13頁

債の現先売買高を増加させた点も指摘しておかねばならない。多くの市場関係者の経験談を総合すると次のようになる。昭和59年6月から銀行の窓販が始まった。そして、60年6月からフル・ディーリングになった。ディーリングの開始と共に売買高競争が始まる。この売買高競争の対象になったのが公募で発行される短期国債であった。公募発行とはいえ加熱競争の結果、入札価格のレートは市場利回り以下であった。この債券を市場価格で売却するとキャピタルロスが発生する。キャピタルロスが発生させないで売買高を増加させるにはどうすればよいか、そのための手段として短期国債が現先で売買されたのである。

3. 日本銀行の現先方式による 政府短期証券の市中売却

政府短期証券の源泉徴収

政府短期証券に対する源泉徴収は昭和61年1月から開始された。一方、割引債の償還差益に対する源泉徴収制度は昭和42年6月に導入された。しかしこの間、政府短期証券の償還差益に対して源泉徴収は行われなかった。前述したように、当時においては、政府短期証券の流通市場が存在せず、従って税制上の扱いも市中消化を予定しない制度となっていたのである。

源泉徴収が開始された背景には、政府短期証券の流通市場が形成されたこと、流通市場の規模は年々拡大し、特に昭和50年代末には政府短期証券の売買高が急増したことにある。日本銀行は、昭和56年5月以降、金融調節手段として日本銀行の保有している政府短期証券の市中売却を開始した。売却額の推移は表6で示されている。日本銀行は昭和56年5月、はじめて総額1兆5000億円の政府短期証券の市中売却を行っ

表6 日銀保有の政府短期証券市中売却額の推移

昭和年月	売却額 (億円)	売却 回数	滞留 日数	売却平残 (億円)
56・5	15,000			
56・11	15,000			
56年度計	30,000	7	119	3,403
57・4	24,000			
57・5	23,000			
57・6	9,000			
57・5	4,000			
57・8	9,000			
57・11	5,000			
57年度計	74,000	19	178	7,701
58・4	5,000			
58・5	25,000			
58・10	5,000			
58・11	7,000			
58年度計	42,000	10	154	3,844
59・4	15,000			
59・5	21,000			
59・7	15,000			
59・8	15,000			
59・10	20,000			
59・11	12,000			
60・1	7,000			
60・2	5,000			
60・3	5,000			
59年度計	115,000	23	301	11,411
60・4	26,000			
60・5	26,000			
60・7	23,000			
60・8	12,000			
60・9	5,000			
60・10	17,000			
60・11	4,000			
61・1	11,000			
61・2	9,000			
61・3	10,000			
60年度計	143,000	29	319	14,896
61・4	33,000			
61・5	31,000			
61・6	25,000			
計	89,000	19	85	29,231

注：大蔵省・日本銀行内マネーマーケット研究会『わが国短期金融市場の現状と課題 短期金融市場研究会報告書』きんざい（1990）84頁より作成

た。その後市中売却額は年々拡大し、56年度3兆円、57年度7兆4000億円、59年度11兆5000億円となり、60年度には売却総額14兆3000億円に

達した。日本銀行の政府短期証券市中売却によって、政府短期証券の流通市場が成立したのである。日本銀行が売却した政府短期証券は市中で活発に取引された。有価証券取引税は政府短期証券には課税されない。また、昭和61年まで政府短期証券は源泉徴収が免除されていた。このため償還日にあわせた売り切り方式による市中売却が活況を呈し、個人投資家への転売も認められていた⁴²⁾。通市場が形成されると、政府短期証券を源泉免除の根拠が消滅する。市中消化を前提としない税制度から、市中消化を前提とする制度へ、税制度の変更が必要になったのである。

政府短期証券に対する源泉徴収は短期国債の発行と同時に開始される。同時となったのは、短期国債と政府短期証券を同じ扱いにするためである。昭和61年1月、政府短期証券の課税方式が次のように改正された。

「短期国債が以上のとおり取り扱われることになったのに伴い、政府短期証券の取扱いも次の通り変更された。

①市中での流通を前提にした税制に改めるため短期国債と同様、発行時に16%の源泉徴収が行われる。一方、流通確保のため、国債振替決済制度を利用した法人間の流通措置をとること等を前提に、源泉徴収税額の全額を最終所有者たる法人税額から税額控除できるものとする。また、万一個人がこれを取得し、譲渡した場合の譲渡益を所得税の課税対象とする措置も短期国債と同様に講じる予定。

②このため、政府短期証券についても、その取得を法人に限定し、すべて国債振替決済制度を利用して流通させる。

③最低券面は、従来100万円とされていたのを改め、短期国債と同様の1億円に引き上げられた。

④なお、定率公募残額日銀引受方式による発行は従来どおり維持され、また、期間も従来通り原則60日とされた。

今回の一連の措置を通じて、新しい短期国債と政府短期証券の基本的な商品性が同一のものにそろえられた。これにより、今後、両者を包含した「短期の国債市場」が整備されていくものと期待される」⁴³⁾。

表7は短期国債と政府短期証券の市場を比較したものである。政府短期証券が源泉徴収されることになり、商品構成も変更された。平成2年1月から、日本銀行は短期国債の買いオペレーションを開始した。買いオペは短期国債により、売りオペは政府短期証券で行われることになった。売買形式はいずれも現先方式である。かくして、短期国債と政府短期証券は同一の商品となり、両者は一体となってオープンマーケットを構成することになったのである。市場における相違点は、短期国債が公募発行であり政府短期証券は定率公募発行残額日銀引受方式であること、政府短期証券の市中売却方式が現先方式となっている点である。なぜ、日銀の市中売却が現先方式なのか、次に見ていくことにする。

単純売却方式から現先方式へ変更

日本銀行による政府短期証券の市中売却は、前述したように昭和56年5月から開始された。市中売却方式は無条件売却であった。政府短期証券は源泉徴収の対象外であったから、単純売却方式であっても税の複雑な計算から開放され

表7 短期国債と政府短期証券の市場概要

	TB(Treasury Bills 割引短期国庫債券)	FB(Financing Bills 政府短期証券)	日本銀行によるFBオペレーション
概要	「国債整理基金特別会計法」第5条に基づき発行される借換債。 - 昭和61年2月より発行開始。 - 償還期間は1年未満。 - 最低取引単位は、当初1億円、62年8月以降、5,000万円、平成2年4月より1,000万円。	- 大蔵省証券、食料証券、外国為替資金証券の3種類。 - 財政法または各特別会計法に基づいて国庫等の一時的な資金不足を補うために発行。	- 昭和56年5月、日本銀行はFB売オペ開始。 - オペ方式としては、60年までは売切り方式。61年1月以降は買戻条件付売却方式に変更。
発行形式	- 割引債方式 - 発行レートはコンベンショナル方式による価格競争入札で決定。 - 入札参加者は金融機関、証券会社等。	- 割引債方式 - 大蔵大臣が定める割引歩合(通常公定歩合比やや低い)による低率公募残額日本銀行引受方式で発行。	- オペは短資会社を対象として実施。 - 金融機関あるいは証券会社は投資会社より現先方式でFB取得。
期間	6か月、3か月の2種類。	期間は原則60日。	期間は2～3週間が中心。
税制	- 発行時に18%の源泉徴収課税が行われる。有価証券取引税は非課税。 - ただし法人に関しては、この源泉徴収額は決算時に全額法人税額から控除。また、外国中央銀行等主権免税先に関しては取得時に全額還付。	- 源泉徴収課税はない。 - 有価証券取引税は非課税。	
流通	- 入札参加者が取得するTBはすべて日本銀行に寄託され、日本銀行名義で振込債として一括登録。 - 現先売買が主流。	- FBはすべて日本銀行に寄託され、日本銀行名義で振込債として一括登録。 - 公募による消化はきわめて少額。 - 日本銀行のFBオペにより市中売却されたものについては現先方式で流通取引が行われている。	
売買単位	最低1,000万円で1,000万円の整数倍。		

出所：大蔵省。日本銀行内マネーマーケット研究会編『わが国短期金融市場の現状と課題』金融財政事情研究会（1990）147頁

ていたのである。

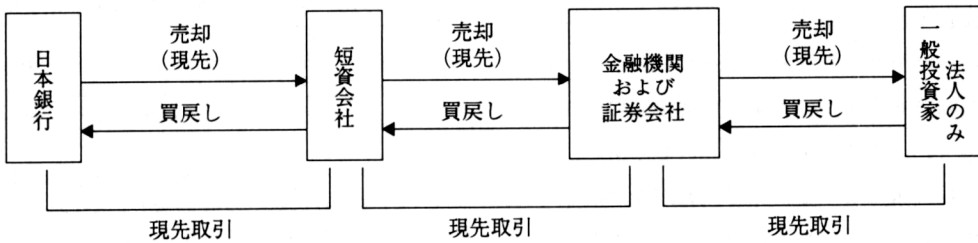
昭和61年1月から政府短期証券も源泉徴収の対象になった。源泉徴収が開始されると、所有期間に応じた源泉徴収税の計算が必要になる。この場合、日銀が買戻しておけば、機関投資家にとっても通期控除の手間が不要となるため、機関投資家などが利用しやすい⁴⁴⁾。こうした判断により、政府短期証券の売却方式が現先方式に変更されたのである。

政府短期証券売りオペレーションは図5で示されているように、次のような仕組みになっている。「FB売りオペレーションの仕組みとしては、まず、日本銀行から短資会社に対し、FB売りオペ実施の通告が行われ、短資会社は金融機関や証券会社に対し、オペ実施内容を通告し、買入れ希望を募る。通常、買入れ希望額が売却

額を上回るので、按分により売却額が決定される（売却総額に対して買入れ希望額が満たない場合には、証券会社が保有することとなる）。金融機関や証券会社は、短資会社から買入れたFBを、自ら保有して資金運用するか、顧客の余資運用ニーズに応える目的で売却（現先方式）することとなる」⁴⁵⁾。

以上にみてきたように、日本銀行による政府短期証券の市中売却方式が現先方式へ変更されたのは、政府短期証券の源泉徴収が開始されたこと、次に源泉徴収部分の控除に伴う複雑な計算を回避して市場流動性を確保するためである。政府短期証券の課税は短期国債と税の扱いを同じくして、同一の商品構成にするためであった。かくして、短期国債と政府短期証券は一体の市

図5 日本銀行の現先方式による政府短期証券の市中売却



注：短資会社は、金融機関や証券会社の窓口にはなるが、一般投資家に対する直接の窓口とはならない。
出所：日本興業銀行編『証券』金融財政事情研究会（1996）523頁

場となったのである。

むすびに代えて

—平成11年度の税制改革—

平成11年度の税制改革によって、債券市場に関連する重要な税制度の改革が行われた。改革内容を整理すると、まず、有価証券取引税が平成11年3月末をもって廃止されたことである。次に、非居住者・外国法人が受け取る登録国債の利子は源泉徴収を免除されることになった。免除の適用は平成11年9月1日から適用される。更に、政府短期証券と短期国債の償還差益に対する源泉徴収は平成11年4月1日から廃止された。第四に、平成13年1月から指定金融機関等の登録国債の源泉徴収免除は一括登録国債に限定され、個別登録国債は除外されることになった。

平成11年度の税制改革は、今後の現先市場に重要な影響を与える。有価証券取引税の廃止によって課税債券と非課税債券の区別が消滅した。債券取引に関わる流通税が廃止され、課税コストの問題はなくなった。また、有価証券取引税の廃止によって売買形式のレポ市場を創設することが可能になった。現先市場は新たな局面を迎えることになったのである。

源泉徴収制度も変更され、非居住者・外国法

人が受け取る登録国債の利子は源泉徴収免除となり、非課税扱いになった。これまで非居住者は源泉徴収を回避するため、名義貸し利用を行ってきた。名義貸し利用は信用リスクを内在化させる。今回の改革によって名義貸し利用の必要はなくなったのである。

政府短期証券や短期国債の償還差益に対する源泉徴収の免除は流動性の向上に寄与する。従来の償還差益の取扱いをみると、発行時に18%の源泉徴収が行われ、外国中央銀行は取得時に全額還付、外国法人は償還時に全額還付、内国法人は申告時に通期控除されていた。源泉徴収の免除によって償還差益に伴う手続きが不要になった。次に、償還差益の源泉徴収免除は、現先売買にも影響する。短期国債や政府短期証券が現先方式で売買されるのは、発行時源泉徴収制度と通期控除のためであり、政府短期証券が定率公募残額日銀引受方式となっていたからであった。源泉徴収免除と同時に、政府短期証券は平成11年4月から市中公募で発行されるようになり、募集残の日銀引受は例外的な扱いになった。政府短期証券の公募化に対応して、平成11年3月から日本銀行は、政府短期証券の売りオペと短期国債の買いオペを統合して短国現先オペとした。源泉徴収免除と政府短期証券の公募入札発行により現先売買は今後、従来とは異

なる展開になると思われる。

平成11年度の税制改革によって、現先市場は新たな局面を迎えることになった。しかし、残された問題も大きい。まず、事業法人の登録国債の利子に対する源泉徴収についてである。今回の税制改革によって、非居住者が受け取る登録国債の利子は源泉徴収免除となり、事業法人を除いて全ての法人は源泉徴収免除となった。事業法人だけが差別的扱いを受けているが、この差別的扱いが事業法人の名義変更行わない市場慣行を生み出した。この差別的扱いをどのように解決するか、今後の問題である。次に、非居住者も源泉徴収免除となったが、現実にはこの改革によって非居住者の国債投資は増加せず、従来と何らの変化も起こっていない。その理由は、本人確認が困難という点にある。これも、差別的税制が行われているから確認が必要ということになる。さらに、現先収益に対する非居住者の課税の問題である。非居住者の現先収益は源泉徴収が行なわれる。このため非居住者は現先市場へ参入することが出来ない。売買形式によるレポ市場を創設しようとするなら、国際世界で通用する共通のルール作成、共通の税の扱いが必要であると思われる。

注

- 1) 有価証券取引税の沿革について「金融課税小委員会中間報告」(平成9年12月3日)では、次のように述べている。「有価証券取引税の沿革をたどると、昭和12年以来、有価証券の取得者に対して「有価証券移転税」という形で課税が行われてきたが、昭和25年に、シャープ勧告に基づき同税は廃止された。一方、有価証券の譲渡による所得については、昭和22年以降、一般の譲渡所得と同様の課税が行われてきたが、昭和28年に、株式市場の民主化等の観点から、個人の譲渡所得は原則非課税とされた。その際、有価証券取引の背後に想定される担保力に対して一定の負担を求めるのが適当であるとの観点から、有価証券の譲渡者に対して課する「有価証券取引税」が創設された」
<http://www.mof.go.jp/singikai/zeicho/tosin/zeichob1.htm>
- 2) 有価証券取引税法第1条
- 3) 譲渡の細目については、塩崎 潤・結城義人『有価証券取引税法解説』(1954) 27頁参照。
- 4) 有価証券取引税の性質についてこれまで多くの議論が重ねられてきた。「金融課税小委員会中間報告」(平成9年12月3日)では、これまでの議論を次のように整理している。「有価証券取引税については、これまで、「一種の流通税的なものとして、有価証券の取引の背後に相当の担税力を認めて課税する税である」と説明されてきている(国会答弁、税制調査会答申)。また、有価証券取引税と株式等譲渡益との関係については、昭和63年の(有価証券取引税の軽減と株式等譲渡益の課税原則を行った)抜本改革時の国会答弁においては、両税とも「有価証券の取引に伴う負担であることは間違いなく、仮に税体系を異にしている、両者には密接な関係がある」と位置付けられている。また、平成8年度の答申においては、有価証券取引税の在り方については「株式等譲渡益課税を含め有価証券の取得・保有・譲渡の各段階を通じて全体として適正な負担を求める観点から、引き続き証券税制全体の中で議論していくことが適当」とされている。さらに、過去の答申においても、資産課税という観点からも、有価証券取引税を検討する必要があるとされている」
<http://www.mof.go.jp/singikai/zeicho/tosin/zeichob1.htm>
- 5) 塩崎潤・結城義人『有価証券取引税法解説』(1954) 8頁
- 6) 諸外国にも有価証券取引税があったが、現在では殆どの国において廃止されている、あるいは、廃止の方向にある。いずれの国においても、公社債売買には有価証券取引税は課税されない。「米国にもかつて有価証券取引税があったが、66年に連邦税、81年に州税も全て廃止され、今日ではこの種の流通税は存在しない。有価証券取引税に類する流通税は、オランダでは90年に、ドイツでは91年に廃止され、英国、フランスでも部分的に廃止ないし軽減の方向にあるが、いずれも公社債は課税対象となっていない。わが国では53年に株式等の譲渡益が原則非課税となったのと引換に創設されたが、89年有価証券譲渡益課税が全面課税に移行された際も廃止されず、部分の手直しで今日に至っている。この結果、公社債の取引に流通税を課しているのは、主要国では日本だけである」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頁
- 7) 日本国債の海外での現先取引は「国債担保金融」として新聞報道されている。1994年7月5日付けの日経金融新聞は、国債担保金融の開始時点を次のように伝えている。「『国債担保金融』は、国内の機関投資家から一時的に借りた日本国債を担保に海外で資金を調達するもの。国内で債券を一時的に貸し借りする『貸し債』が認められるようになった89年後半以降、米国系の証券会社等が米国の「レポ」(買戻し条件付債券売却)取引を参考に手法を編み出したといわれる。・・・昨年から一部日本の大手証券会社も業務を開始した」。
- 8) 市場規模は次のように推定されている。「海外の投資家

- の円資金の短期運用ニーズの強まりを背景に、海外での国債担保金融は10兆円を超す規模に膨らんでいると推定されており・・・」（『日経金融新聞』1994年7月5日）。また、1995年2月13日号の日経公社債情報でも「日本国債のレポ取引は、10兆円を上回る市場規模といわれているが、9割方が外国勢による取引」（ロンドンの日系証券）と伝えている。
- 9) 『日経金融新聞』1994年7月5日付
- 10) 外資系証券会社は現先市場について次のようにコメントしている。「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、実効手数料は最低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」。
- 11) 有価証券取引税が課税されない譲渡については、後藤猛『新やさしい公社債教室』経済法令研究会（1997）218頁、塩崎潤・結城義人『有価証券取引税法解説』（1954）158頁以下を参照されたい。
- 12) 以上の論点について詳しくは、中島将隆「日本における債券貸借市場の再編成」『証券経済研究』第4号1996年11月を参照されたい。
- 13) 日本証券業協会理事会決議「債券の条件付売買取引の取扱いについて」（平成4年7月30日）。
- 14) 「債券の現先取引に関する基本契約書」（理事会決議2による基本契約書の参考様式）
- 15) 平成11年度の税制改革により、非居住者・外国法人の利付国債（一括登録国債）の源徴免除（非課税）が平成11年9月1日より適用されることになった。
- 16) この点に関する詳細な分析は拙稿「源泉徴収制度は債券市場にいかなる影響をあたえているか」『証券経済研究』第18号 1999年3月号85～87頁を参照されたい。
- 17) 同上88～89頁
- 18) 日経公社債情報 1997年8月4日号5頁。
- 19) 富士総合研究所研究リポート「非居住者に対する公社債利子源泉課税の問題点と対応」富士総合研究所（1996年10月）34頁、日経公社債情報 1997年8月4日号5頁。
- 20) 日本経済新聞 1997年11月7日
- 21) 1997年11月11日の日経金融新聞はこの問題を次のように報じている。「三洋証券の事実上の倒産をきっかけに、ロンドン市場で日本国債の現物売買が大幅に落ち込んでいる問題の核心は、『三洋名義の国債がロンドンで流通しているか、いないか』ではない。外国人投資家が税金対策を目的に、日本の金融機関名義のままで国債を売買する独自の手法そのものにある。国債取引の裏面に課税の二重構造が存在していることが議論の対象に浮上しており、日本版ビッグバンを掲げる日本の関係当局の対応が問われている。ポイントは二つある。第一は、外国人投資家が保有しても国内の指定金融機関名義のままなら事実上、利子課税されていないという、国際的には特殊な取引が存続できるかどうかだ。英国の金融市場を監督、規制している金融業務監督局や英中央銀などが「今後、問題視する可能性がある」（英の大手投資銀行）。その場合、外国人による日本国債への投資が一段と落ち込むのは避けられない」。

- 22) 渡辺淑夫・山本清次編『（改訂版）有価証券税務百科』ぎょうせい（1990）31頁
- 23) 日本興業銀行編『金融取引選書 証券』金融財政事情（1996）527頁
- 24) 現先の経理処理や計算方法、税務上の処理は売買説と貸借説の何れを採用するかにより異なる。こうした問題については次の文献が参考になる。『会社経理実務辞典』日本実業出版社 1989年、渡辺淑夫・山本清次編『有価証券税務百科』ぎょうせい 1990年、『金融取引選書 証券』金融財政事情 1996年、松本見『有価証券取引の税実務』中央経済社 1996年。なお、ドイツにおいても買戻条件付債券売買が会計上の取引概念としてどう認識できるかという問題が提起された。ドイツの事例を検討することは日本の問題を考える場合に有益であるが、この点については、さしあたり木下勝一「買戻条件付債券取引の会計基準—ドイツ新銀行会計法—」『会計』第143巻第6号 1993年6月号が参考になろう。
- 25) 松本見『有価証券取引の税実務』中央経済社（1996）207頁
- 26) 菅野浅雄『金融・証券取引の税務』財形詳報社（1997）149頁
- 27) 「固定資産を譲渡担保に供した場合」（法人税基本通達2—1—18）の通達はつぎのとおりである。
「法人が債務の弁済の担保としてその有する固定資産を譲渡した場合において、その契約書に次のすべての事項を明らかにし、自己の固定資産として経理しているときは、その譲渡がなかったものとして取り扱う。この場合において、その後その要件のいずれかを欠くに至ったとき又は債務不履行のためその弁済に充てられたときは、これらの事実の生じたときにおいて譲渡があったものとして取り扱う」。
（1）当該担保に係わる固定資産を当該法人が従来通り使用収益すること。
（2）通常支払うと認められる当該債務に係わる利子又はこれに相当する使用料の支払いに関する定めがあること。
（注）形式上買戻し条件付譲渡または再売買の予約とされているものであっても、上記のような条件を具備しているものは、譲渡担保に該当する。
- 28) 松本見『有価証券取引の税実務』中央経済社（1996）209頁
- 29) 現先の税務上の扱いについて『金融・証券取引の税務』では次のように解説している。「現先取引は契約上では売買とされているが、その経済的実質に着目して考えると、資金の融通とそれに伴う担保としての債券の受渡しであると認められる。確かに、契約上の文言は、売買としての体裁を整えているが、現先レートは毎日公表されており、経済取引上、これが金融取引として機能していることは明らかである。
しかし、昭和51年の大蔵省の通達によると、『現先売買の執行に当たっては、証券取引法の債券売買に関する規定を厳正に遵守する』とされており、売買であることを示している。・・・また、有価証券取引税は、現先取引の場合にも課税されている。これらの点から、税務上売

- 買として継続的に処理されている以上は、その処理を認めざるを得ないという面もある」管野浅雄『金融・証券取引の税務』財形詳報社 (1997) 148頁
- 30) 居住者の利子所得は、所得税法第181条①項で源泉徴収の義務が定められ、182条①項では税率が具体的に明記されている。そして、利子所得については、所得税法で具体的に次のように列挙されている。「(利子所得) 第23条利子所得とは、公社債及び預貯金の利子並びに合同運用信託及び公社債投資信託の収益の分配 (以下のこの条において「利子等」という。) に係る所得をいう。源泉徴収の義務を負う利子所得は、このように限定列挙されている。限定列挙されている所得については源泉徴収を受けるが、ここで列挙されていない所得は、源泉徴収を受けることがない。現先収益は、所得税法第23条の源泉徴収を受ける利子所得ではない。従って、課税法人も非課税法人も源泉徴収されず、年度末の法人税で調整するのである。
- 31) (非居住者の国内源泉所得) 所得税法第161条この編において「国内源泉所得」とは、次に掲げるものをいう。六国内において業務を行う者に対する貸付金 (これに準ずるものを含む) で当該業務に係るものの利子 (政令で定める利子を除く)。
(非居住者に対する所得税の分離課税 税率) 第170条前条に規定する所得税の税額は、同条の規定する国内源泉所得の金額に百分の二十 (当該国内源泉所得の金額のうち第百六十一条第四号及び第十一号 (国内源泉所得) に掲げる国内源泉所得に係るものについては、百分の十五) の税率を乗じて計算した金額とする。
- 32) (非居住者に対する所得税の分離課税 税率) 第170条前条に規定する所得税の税額は、同条の規定する国内源泉所得の金額に百分の二十 (当該国内源泉所得の金額のうち第百六十一条第四号及び第十一号 (国内源泉所得) に掲げる国内源泉所得に係るものについては、百分の十五) の税率を乗じて計算した金額とする。
- 33) 伊藤弘邦「租税特別措置法 (所得税関係) の一部改正について」『税経通信』1967年7月号臨時増刊号第22巻第8号 通巻285号 74頁
- 34) 伊藤弘邦「租税特別措置法 (所得税関係) の一部改正について」『税経通信』1967年7月臨時増刊号 第22巻第8号75頁
- 35) 伊藤弘邦「租税特別措置法 (所得税関係) の一部改正について」『税経通信』1967年7月臨時増刊号 第22巻第8号75頁。
- 36) 日経公社債情報85年8月26日3頁。
- 37) 日経公社債情報85年19月26日号13頁
- 38) 石井道遠「短期国債の発行及びその取り扱いについて」『公社債月報』1986年3月号6頁
- 39) 石井道遠「短期国債の発行及びその取り扱いについて」『公社債月報』1986年3月号7頁、石井道遠「短期国債について」『財経詳報』1594号 1986年4月7日5頁、石井道遠「導入される『短期国債』発行・流通のポイント」『金融財政事情』1986年2月10日42頁。
- 40) 日本興業銀行編『金融取引選書 証券』金融財政事情研究会 (1996) 521頁
- 41) 日銀『(新版) わが国の金融制度』(1995年版) 180頁
- 42) 和田耕志「短期国債発行の経緯と実務面の留意事項」『金融経済セミナー』1986年4月28頁参照
- 43) 石井道遠「短期国債の発行及びその取り扱いについて」『公社債月報』1986年3月号8～9頁
- 44) 後藤新一「日本短期金融市場発達史」日本経済評論社 (1986) 341頁、和田耕志「短期国債発行の経緯と実務面の留意事項」『金融経済セミナー』1986年4月号28頁
- 45) 日本興業銀行編『証券』金融財政事情研究会 (1996) 523頁

参考文献

- 塩崎 潤・結城義人『有価証券取引税法解説』(1954)
- 伊藤弘邦「租税特別措置法 (所得税関係) の一部改正について」『税経通信』1967年7月号臨時増刊号第22巻第8号 通巻285号
- 石井道遠「導入される『短期国債』発行・流通のポイント」『金融財政事情』1986年2月10日
- 石井道遠「短期国債の発行及びその取り扱いについて」『公社債月報』1986年3月号
- 和田耕志「短期国債発行の経緯と実務面の留意事項」『金融経済セミナー』1986年4月号
- 石井道遠「短期国債について」『財経詳報』1594号 1986年4月7日
- 中尾武彦「わが国の外国税額控除制度の概要と現行制度の問題点—特に諸外国の制度との比較において—」『国際税務』8巻4・5号 1988
- 中尾武彦「外国税額控除制度の改正について (上) (下)」『国際税務』9巻2・3号 (1989)
- 貝塚啓明・石弘光・野口悠紀夫・宮崎洋・本間正明『グローバル化と財政』有斐閣 (1990)
- 大蔵省・日本銀行内マネーマーケット研究会『わが国短期金融市場の現状と課題 短期金融市場研究会報告書』金融財政事情研究会 (1990)
- 渡辺淑夫・山本清次編『改訂版 有価証券税務百科』ぎょうせい (1990)
- 金子 宏「わが国の所得税と源泉徴収制度—その意義と沿革—」『日税研論集15』(1991)
- 和田八東「租税特別措置法」有斐閣 (1992)
- 『わが国証券税制の現状と課題』証券団体協議会

債券税制は現先市場にいかなる影響を与えているか

1992年8月4日

監査法人トーマツ監訳『アメリカの金融機関・会計・実務ハンドブック』中央経済社(1993)

公社債引受協会『普通社債流通市場の改善に向けて』(1993年6月)

「海外で拡大する円資金市場—有取税で国内現先は衰退—」『日経公社債情報』1995年2月13日
日本興業銀行編『金融取引選書 証券』金融財政事情(1996)

松本 晃『有価証券取引と税実務』中央経済社(1996)

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)

富士総合研究所『非居住者に対する公社債利子課税の問題点と対応』(1996年10月)

新美一正「わが国有価証券税制の改革に向けて」『証券投資信託月報』1996年11月435号

富永秀和『世界各国の証券税制』税務研究会出版局(1996)

古瀬康彦「証券税制の現状と課題」『公社債月報』1996年3月号

マーシャル・ギットラ「外国人投資家から見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

神野直彦「有価証券取引税の現状と課題」『公社債月報』1996年7月号

柏木茂次「債券決済リスク軽減には非居住者に対する源泉課税見直しが不可欠」『金融財政事情』1996年9月16日

菅野浅雄『金融・証券取引の税務』財経詳報社(1997)

「金融システム改革と金融関係税制—金融課税小委員会中間報告—」税制調査会金融課税小委員会(1997年12月)

説明資料「金融システム改革と金融関係税制—金融課税小委員会中間報告—」税制調査会金

融課税小委員会 1997年3月

「資本市場の規制緩和に関する要望書」企業の資金調達の円滑化に関する協議会 1997年5月28日

中島将隆「現先は売買か貸借か」『インベストメント』1997年6月 第50巻第3号

「産業金融小委員会中間報告」『審議会産業資金部会』1997年6月4日

「非居住者への公社債利子源泉課税」『日経公社債情報』1095号 1997年8月4日

宮崎浩一「非居住者への源泉徴収税が国内公社債市場に与える影響について」『公社債月報』1998年10月号

森信茂樹「円の国際化のなかで源泉徴収制度を考える」『金融財政事情』1998年11月30日

岩井宣章「英国の証券市場改革と証券税制」『公社債月報』1998年5月号

公社債引受協会『債券税制に関する研究報告—欧米諸国の債券利子税制調査を中心として—』(1998年6月)

レボ・トレーディング・リサーチ『レボ取引のすべて』日本実業出版社(1998)

中島将隆「源泉徴収制度は債券市場にいかなる影響を与えているか」『証券経済研究』1999年3月号 第18号

森信茂樹「国債利子非課税制度創設は円の国際化を前進させる」『金融財政事情』1999年3月1日

「有取税撤廃で売買活発化へ—外国人投資家やレボ取引に注目」『日経公社債情報』1999年3月29日号

武田晶輔監修『コンメンタール所得税法 措置法 第5巻』第一法規

『公社債年鑑』公社債引受協会

(甲南大学 教授)