

氏名	中澤 克浩
学位の種類	博士（経済学）
学位記番号	博経済甲第82号
学位授与年月日	平成25年3月25日
学位授与の要件	学位規則第3条第3項該当
学位論文題目	わが国の金融市場における債券レポ取引の機能と役割に関する研究 ―債券レポ取引発展の経緯を中心として―
論文審査委員	委員長 教授 相澤 幸悦
	委員 教授 箕輪 徳二
	委員 准教授 丸茂 幸平
	委員 客員教授 三井 秀俊

論文の内容の要旨

目的と構成

本論文の目的は、わが国の短期金融市場において最大の市場である債券レポ取引（現先取引〔現先売買〕、債券貸借取引、現金担保付債券貸借取引〔貸借レポ〕、新現先取引〔現先レポ〕）について、先行研究を検討しながら、その発展の経緯を整理するとともに、債券レポ取引がわが国の公社債市場、金融市場においてはたしてきた機能、役割をあきらかにすることにある。

本論文の構成は、次の通りである。

- 序 章 研究の意義と目的
- 第1章 わが国公社債市場の沿革とその特徴
- 第2章 債券の条件付売買市場（現先売買）の成立
- 第3章 債券貸借市場の創設
- 第4章 現金担保付債券貸借（貸借レポ）市場の創設
- 第5章 アメリカのレポ市場

第6章 新現先取引（現先レポ）の開始

第7章 金融市場において債券レポ取引の果たした役割

まとめと今後の課題

以下、本論文の概要をみたうえで、意義と長所、学術研究の進展に対する貢献などをあきらかにする。

概要

債券レポ取引の発展の経緯をみると、債券レポ市場は、現先取引〔現先売買〕、債券貸借取引、現金担保付債券貸借取引〔貸借レポ〕、新現先取引〔現先レポ〕と変遷してきた。

この変遷は、わが国での金融行政、証券行政、税制、金融制度改革など、戦後の金融システムのさまざまな問題点を映し出しており、債券レポ取引は、それぞれの金融情勢にあわせて、取引形態や名称を変えながらも短期金融市場における金融機関の主要な資金調達・運用手段として機能してきた。

1990年代後半の金融危機下において、三洋証券の経営破綻に伴うデフォルトの発生によって、コール市場で貸し手の選別、信用収縮が進み、流動性の危機が現実となりつつある中で、1998年10月に「金融再生法」関連法案が成立し、銀行の経営破綻処理スキームが整うまで、コール市場に代わり、債券レポ取引による資金調達、流動性の確保が、長銀および日債銀の経営破綻を回避・延命させ、さらなる金融システム危機を防ぐ役割を果たした。

1996年11月、当時の橋本内閣が提唱した金融制度改革、いわゆる「日本版ビックバン」以降、金融当局のスタンスが、「事前的チェック措置」による「護送船団方式」から「事後的チェック措置」へと代わるなど、金融分野において規制緩和が進み始め、日本銀行による日々の金融調整が国債・手形などのオペレーションが中心となる中で、貸借レポが金融機関の資金調達・運用の手段としての地位を確立した時期でもあった。

2007年8月の「BNPパリバ・ショック」により表面化したサブプライム問題は、08年3月のベア・スターンズ証券、9月のリーマン・ブラザーズ証券など相次ぐ金融機関の経営破綻によって、一気に世界的な金融危機が勃発した。

今次金融危機において、金融機関の主要な資金取引手段の一つであるレポ市場の機能が低下したことで、金融機関の資金繰りにおける不確実性、短期金融市場の不安定性が高まり、

金融システム不安をさらに深刻なものにした。

しかしながら、レポ取引は、各国中央銀行でオペレーション手段の一つとして用いられているほか、政府の財政赤字の拡大に伴って、国債の発行残高が膨らみ、売買高が増大する中で、債券ディーラーが、公社債市場の活性化のためにマーケット・メイクを行なうには、市場価格の変動に伴う債券在庫のリスクをヘッジする手段を持つこと、在庫ファイナンスやショート・セール（空売り）が可能となる資金・債券を円滑に調達できる手段を持つこと、そして、売買された債券・資金が円滑に受渡し・決済される債券レポ市場の存在が不可欠である。

国債が「リスクフリー」の金融商品として位置付けられる中で、レポ市場は、債券ディーラーによるショート・セール（空売り）と在庫ファイナンスに必要な国債と資金を調達する市場として、今後とも短期金融市場の重要な役割を果たすことは間違いないであろう。

そして、金融機関のリスク・コントロールの厳格化や国債の決済期間の短縮化により、短期的に資金を融通しあうコール市場のうち、無担保コール取引は引続き「金融機関の資金繰りを行なう最終調整の場」として、また、市場参加者が他の取引のレートを決定的に決定する際に無担保コールオーバーナイト物レートは、重要な判断材料を提供する役割を果たすと考えられるものの、有担保コール取引との関係では、国債担保が主流を占める有担保コール取引に代わって貸借レポおよび現先レポがその役割を果たしていくとみられる。

さらに、貸借レポから、欧米市場で広く行なわれている国際標準の「売買形式」による現先レポへの移行がなかなか進まない理由として、これまで、すでに貸借レポが短期金融市場において、ある程度の地位を確立していたことにくわえて、債券の最大の貸し手である信託銀行が、信託勘定との契約上の問題のほか、システム対応など事務体制の整備に一定のコストがかかることなどが挙げられてきた。

「国債取引の決済リスク削減に関する工程表」（日本証券業協会は、2012年12月20日に「工程表」の進捗状況を更新）によれば、日本国債清算機関（JGBCC）と信託協会は、14年前半をめぐりに、運用有価証券信託でのJGBCCへの参加実現に向けて、投資家等の理解、承諾を得るよう努めるとともに、①クリアリング・ファンド（清算基金）の複数ネットティング口座合算計算を可能とする制度整備等、②小口（50億円未満）未決済取引の公平性について問題がないことの確認、③破綻時一括清算・差引計算の適用条件等の制度改定など、JGBCCへの参加に伴う事務・システム等の変更等、具体的な取り組みを進めている。

信託銀行のJGBC C参加を契機として、システム対応にくわえて、破綻時一括清算・差引計算の適用条件等の制度改定、マージン・コールの実務上の取扱いについても整備がはかられることから、今後、マーケット参加者で、国債取引の決済期間の短縮化の議論（アウトライト取引、SCレポ取引のT+1、GCレポ取引のT+0；T+1化）が進展する中で、信託勘定の契約上の問題についても法的に手当てされることが期待される。

これらによって、ようやく欧米市場で行なわれている国際標準の「売買形式」によるレポ取引が行なわれる可能性が現実のものになると思われる。

論文の意義

論文であきらかにされた点

レポとは「Repurchase Agreement」を略したものであるといわれ、将来のある時点で証券を買戻すという合意の下で証券と資金が交換される取引である。つまり、レポ取引とは、証券を譲渡する際に「再購入（Repurchase）という契約（Agreement）を付した」取引のことであって、証券は資金貸付の担保として、逆に資金は証券貸付の担保として機能しており、「General Collateral Transaction（GC、資金取引）」市場と「Special Collateral Transaction（SC、債券取引）」市場とに分かれている。

わが国では、レポという用語の使われ方は一様でなく、貸借形式による債券貸借取引および売買形式による現先取引の二つの方法によりいわゆる広義のレポ取引が行なわれている。

そのため、一概にレポといっても、現金担保付債券貸借取引（貸借レポ）の場合には、レポとは現金を担保にして債券を調達することをいう一方、欧米で広く行なわれている国際標準の「売買形式」による新現先取引（現先レポ）は債券を担保にして資金を調達することをいい、経済的機能は同一であるものの、いわば取引形態によって担保が逆転していることから、マーケット参加者以外の者にとって、わが国における債券レポ市場の仕組みは非常に複雑でわかりにくいという問題がある。

くわえて、「レポ・レート」についても、貸借レポは、「担保金利息－貸借料」をレポ・レートと呼ぶのに対して、現先レポの場合は、スタート時に債券の売り手は手持ちの債券を買い手に売却する一方、買い手からその代金を受け取る。そして、エンド時には逆の動きとなることから、貸借レポとは異なり、利息は、売り手が受け入れた代金にかかる金利（現先レート）のみの仕組みになっている。

また、債券レポ取引に関する市場統計が分かりにくい点も挙げられる。

「レポ・レート」については、日本証券業協会がマーケット参加者からの報告をベースに、「東京レポ・レート」を作成・公表（2012年10月29日より作成・公表、それ以前は日本銀行）し、市場の実勢を反映したレートを公表している。

債券レポ取引の市場規模については、現先レポは「公社債種類別店頭売買高（現先）」、「公社債投資家別条件付売買（現先）月末残高」の項目が取引実態を示す統計にあたるものの、貸借レポは「債券貸借取引残高等状況」のうち「現金担保」の項目がこれにあたり、債券レポという市場統計自体は今のところ存在していない。

貸借レポおよび現先レポにおけるSC取引、GC取引の成約高、残高に関する統計もなく、日本銀行が市場参加者に対してアンケート（「東京短期金融市場サーベイ」）を2年に一度実施しており、その報告書でわずかに取引実態の一部をうかがい知ることができるという状況でしかない（2013年以降、日本銀行は毎年アンケートを実施する予定）。

債券レポ市場の仕組みは非常に複雑で分かりにくいという問題があることから、わが国の学術研究においても、日本銀行の『調査月報』（1973年1月号）、2月の証券取引審議会の答申書において、はじめて「条件付売買」（現先売買）が言及されるに至り、公社債店頭売買高の中心を占め、現先売買がわが国に欠落していた多様な市場参加者を有する自由に参入が可能な唯一のオープンマーケット、すなわち自由性短期金融市場を代位補填する機能を果たしていた頃には、現先売買に関する学術研究がみられた。

しかしながら、昭和50年代半ば以降、金融自由化の進展に伴って、さまざまな金融商品の登場や金融制度改革によって、現先売買市場が短期金融市場においてその相対的な地位を著しく低下させるにつれて、学術研究も限られたものになってしまった。

サブプライムローン問題を発端とする今次金融危機において、金融機関の主要な資金取引手段の一つであるレポ市場の機能が低下したことで、金融機関の資金繰りにおける不確実性、短期金融市場の不安定性が高まり、金融システム不安をさらに深刻なものにしてしまった。

シャドーバンキング・システムにおける「金融仲介の構造」とレポ取引を通じた短期資金の調達・運用が、証券化商品の担保価値の下落によるヘア・カット率の上昇によってもたらされた「レポ市場での取り付け」の危険性についての考察、いわゆるシャドーバンキング・システムによってもたらされた証券貸借・レポ取引の問題点に関する学術研究もみられるようになってきた。

マーケット参加者以外の者にとって、債券レポ市場の仕組みは非常に複雑で分かりにくいとされる中で、わが国の短期金融市場における金融機関の主要な資金調達手段としての位置付けを有するとともに、各国中央銀行のオペレーション手段として機能している債券レポ取引に焦点をあてて、先行研究を検討しながら、その発展経緯を整理している。

さらに、金融機関による流動性の確保、資金調達・運用の観点から、短期金融市場と公社債市場をつなぐ債券レポ取引の機能、役割を考察した本研究は、社会人としての経験と問題意識が強く結びついており、わが国における短期金融市場分野の研究において意義あるものといえよう。

研究を発展させた点

短期金融市場における金融機関による資金調達・運用手段という場合、一般的にはコール市場、取引が最初に挙げられる。

しかしながら、金融庁の報告書『金融・資本市場に係る制度整備について』（2010年1月）でも「国債取引は売買取引及びレポ取引（貸借取引）からなる。そのうち、レポ取引の市場規模（残高）は88兆円であり、コール市場の残高が18兆円であることと比しても、レポ取引は、我が国の短期金融市場における金融機関の主要な資金調達手段としての位置付けを有している」と述べられているように、債券レポ取引は、金融機関による流動性の確保、資金調達・運用の観点から、短期金融市場と公社債市場をつなぐ重要な機能、役割を有するとともに、各国中央銀行においてオペレーション手段の一つとして機能している。

昭和50年代半ば以降、わが国において、債券レポ取引に関する学術的な研究に限られる中で、本論文は、債券レポ取引に焦点をあてて、金融機関による流動性の確保、資金調達の観点から、とくにわが国における1990年代後半の金融危機下において、コール市場で貸し手の選別、信用収縮が進み、流動性の危機が現実となりつつある中、債券レポ取引は有担保取引であり信用リスクが低いほか、リスク・コントロール機能（ヘア・カット、マージン・コール、一括清算条項など）を有していることから、さらなる金融システム危機を防ぐ役割を果たしたことを詳細に分析している。

さらに、金融機関のリスク・コントロールの厳格化や国債の決済期間の短縮化によって、コール市場における有担保コール取引に代わり、貸借レポおよび現先レポがその機能を果たすこと、さらに、貸借レポから欧米市場で広く行なわれている国際標準の「売買形式」による現先レポへの移行可能性に言及した点は、社会人としての経験と問題意識と強く結

び付いている本論文の大きな意義である。

論文審査の結果の要旨

わが国における債券レポ市場に関する考察が本論文の中心をなしていることもあって、海外のレポ市場については、レポ市場が著しく発展したアメリカの市場動向の研究を概観するにとどまっている。

また、2007年から09年にかけて引き起こされた世界経済・金融危機の発端は、07年6月に、格付会社が証券化商品を大量に格下げしたことを契機として、アメリカの投資銀行が抱える巨額の証券化商品が下落したことであったが、経済・金融危機が発生するまでは、証券化商品もレポ取引の担保として利用され、投資銀行はそれによって大量の資金をマーケットから調達していた。

今次の金融危機において、金融機関の主要な資金取引手段の一つであるレポ市場の機能が低下したことで、金融機関の資金繰りにおける不確実性、短期金融市場の不安定性が高まり、金融システム不安をさらに深刻なものにしてしまった。

こうした点をふまえた金融機関における資金調達・運用手段としてのレポ取引の機能と役割、いわゆるシャドーバンキング・システムによってもたらされた証券貸借・レポ取引の問題点、すなわち、レバレッジがかけられ、満期変換を行なうシステムにおける借り換え不能、取り付け騒ぎに対する脆弱性かつリスクの伝播と、さらに、その結果としてのシステムミック・リスクを増幅させるシャドーバンキング・システムの仕組みに関する考察が十分にされているとはいえない。

わが国公社債市場の沿革とその特色（第1章）に関して、『日本公社債市場史』、『証券百年史』、『現代公社債市場論』などの先行研究による公社債市場の概観にとどまっており、第2章以降における債券レポ取引の考察との関連性—慣習的、人為的に統制・管理された公社債市場（応募者利回りと流通利回りの乖離）、短期金融市場の中で、証券会社の資金調達手段として自然発生的に生まれた「運用預り」、「現先売買」との関係が分かりにくくなっている。

有価証券取引税以外の税制が公社債市場に与えた影響のほか、貸借レポ及び現先レポに係る法的構成に関して、わが国においては、トラブルとなる事例が少なく、簡潔に説明する

だけにとどまっている。

海外のレポ市場については、レポ市場が著しく発展したアメリカの概要と市場動向の研究を概観するにとどまり、金融機関における資金調達・運用手段としてのレポ取引の機能と役割について考察することができていない。

最終試験において、JGBをリスクフリーとして分析しているが、もしもリスク資産とみなされた場合、レポ取引がどのようになるかの言及がない、現物の投資と違ってJGBの値下がりが急だと、追証が求められ、大変なことになると考えられるが、その点に関する分析がない、サブプライム危機などで資金調達が難しくなった場合のレポの意義が明確にされていない、などの問題点が指摘された。

本審査委員会は、これらの問題点が見られるが、本論文の論理・主張及び実証の成果を大きく損なうものではないと判断した。

以上により、本審査委員会は、本論文を博士（経済学）の学位授与相当と判定した。