

銘柄後決め方式 GC レポ取引の仕組みに関する法的論点の整理

1 本報告の目的

日本国債の取引に係る決済は長らく T + 3（約定日から 3 営業日後の引渡し）で行われてきたが、日本証券業協会（以下「JSDA」という。）の「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」¹（以下「JSDA WG」という。）における議論を踏まえ、2014 年 4 月 23 日約定分の決済から T + 2 化（引渡しまでの 1 営業日短縮）が実現した。JSDA WG は、T + 2 化の際の報告書²において「2017 年以降速やかにアウトライイト T + 1 化を実現させることを目標とし、検討を進めていくこととする」としたことに基づき検討を行っており、同時に本報告で対象とする GC レポ取引についても T + 0 化³する方向で検討を続けている。現時点までにおける検討結果は、JSDA WG の 2014 年 11 月 26 日付「国債取引の決済期間の短縮（T + 1）化に向けたグランドデザイン」⁴（以下「JSDA GD」という。）において公表されている。ここでいうアウトライイト（取引）とは「買戻しや売戻しの条件を伴わない売買取引」を、GC レポ取引とは「実質的に債券を担保として資金貸借を主目的とする取引」⁵（下線は筆者による）をいう。GC レポ取引の「GC」とは「General Collateral」の略称であり、資金貸借の担保対象となる証券については、取引当事者間において適格と認められるものであれば足り、具体的な銘柄が何かについては着目しない取引をいう。また、JSDA 最終報告書及び JSDA GD では、SC（Special Collateral の略称）レポ取引という「実質的に現金を担保として特定債券の貸借を主目的とする取引」⁶（下線は筆者による）についても触れられており、この決済期間はアウトライイト取引と同様に扱われている。

¹ http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/kessai/jgb_kentou/

² JSDA WG による 2011 年 11 月 30 日付「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ最終報告書」（http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/kessai/jgb_kentou/files/syousai.pdf）45 頁。以下「JSDA 最終報告書」という。

³ 同様に約定日から 0 営業日での引渡し、つまり約定日当日の決済を意味する。後述するが、この「T + 0」という表現は JSDA WG における検討段階から用いられてきたものであり、決済日当日に引き渡すべき国債の銘柄及び数量が確定する GC レポ取引の決済を可能とする仕組みを実現することをいうと理解される。なお、T + 0 化の実現によって導入される銘柄後決め方式 GC レポ取引の約定は決済日の前営業日から決済日にかけて行われることが想定されており、必ずしも約定と決済が当日でなければならないわけではない。本稿では JSDA の用語の用法に倣うものとした。

⁴ http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/kessai/jgb_kentou/files/20141126_grand-design.pdf

⁵ JSDA 最終報告書 1 頁。

⁶ JSDA 最終報告書 22 頁。

GC レポ取引は上記のとおり債券を担保とする資金の貸借に主眼が置かれた取引であり、これらの目的を満たすだけであれば他にも様々な取引の仕組みが現に存在し、また他の仕組みを構築することも可能であろう。しかし、レポ取引は、債券の値洗いやこれに伴う追加担保の授受（マージンコール）などのリスク管理手法を備え、本邦のみならず世界各国で行われている効率性及び安全性の高い取引形態であり⁷、既に債券市場における重要な位置を占めている。本邦における現在の GC レポ取引は、レポ取引（repurchase transactions の略称）という名称に反して、現金担保付債券貸借取引（いわゆる現担レポ取引）の形式で行われているものが主流である⁸。これに対し、海外ではその名のとおり、条件付債券売買取引の形式で行われているのが一般である⁹。本邦でもこの形式のレポ取引（いわゆる新現先取引¹⁰）は導入されているが、現担レポ取引に比べて利用は限定的であり¹¹、日本のレポ市場は世界的には特殊な状況にあるともいえる。そこで、JSDA WG では、GC レポ取引の T+0 化実現のタイミングに合わせ、本邦における GC レポ取引を含む本邦におけるレポ取引全般をグローバル・スタンダードといえる売買取引形式へと移行させることを企図している¹²。後述するとおり、GC レポ取引は、

⁷ 短期金融市場では、機能的に GC レポに類似するものとして、有担保コール取引（質権による担保付金銭消費貸借）も用いられている。担保の値洗いが無い一方で大きめの掛け目（ヘアカット）を掛けるため、日々のオペレーションの手間がかからない一方で資金調達効率性が低いため、利用される場面は異なる。

⁸ JSDA の自主規制規則である「債券の空売り及び貸借取引扱いに関する規則」（http://www.jsda.or.jp/katsudou/kisoku/files/201412_teikankisoku3taisayakurepo.pdf）に基づき、JSDA が公表している「債券貸借取引に関する基本契約書」及びその関連契約（http://www.jsda.or.jp/shiryu/web-handbook/106_saiken/index.html#08 において JSDA が雛形を公表している）を用いて行われるのが一般的である。JSDA GD13 頁脚注 31 によると、現担レポ取引は「我が国レポ市場全体の 80% 超を占めている」。

⁹ 「米国のレポ取引においては、SIFMA（Securities Industry and Financial Markets Association）の定める MRA（Master Repurchase Agreement）、クロスボーダー取引は、ICMA（International Capital Market Association）と SIFMA が共同で定めた GMRA（Global Master Repurchase Agreement）が標準的な契約になっている。」（JSDA GD13 頁脚注 31）

¹⁰ JSDA の自主規制規則である「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」（http://www.jsda.or.jp/katsudou/kisoku/files/201504_teikankisoku1joukentakuzenbun.pdf）に基づく「債券等の現先取引に関する基本契約書」及びその関連契約（http://www.jsda.or.jp/shiryu/web-handbook/106_saiken/index.html#06 において JSDA が雛形を公表している）を用いて行われるのが一般的である。なお、「新」とあるのは、日本証券業協会理事会決議（平成 4 年 7 月 30 日「債券等の条件付売買取引の取扱いについて」）で導入された現先取引の仕組みを、改正したものであることによる。

¹¹ そもそも現担レポ取引は、売買形式を採用すると当時存在した有価証券取引税の対象となることから、1996 年 4 月から諾成的消費貸借の形式で稼動した仕組みである（レポ・トレーディング・リサーチ著『最新レポ取引のすべて』（2001 年、最新版、日本実業出版社）25 頁）。その後、2001 年 4 月から新現先取引が導入されたものの、取引参加各社が先に導入された現担レポ取引に係るシステム整備投資を行っていたなどの理由により新現先取引への移行が進まなかったという経緯があるとされる。

¹² JSDA GD13 頁。

約定から決済までの間に取引の照合、実際に引き渡すべき債券の確定及び決済に係る事務と様々なプロセスを経る必要がある。約定から決済完了までの期間を短縮するために事務プロセスの効率化・簡略化は不可欠であるが、それにも限界がある。そこで JSDA WG では、新しい取引方法である「銘柄後決め方式 GC レポ取引」を導入して約定成立のタイミングを早めることで、決済までの期間短縮を実現しようとしている。この取引は、その名にもあるとおり、実際に引き渡すべき国債の銘柄を約定時に合意するのではなく、予め定められたルールに則り事後に割り当てるところに主眼がある。

本報告では、まず、既存の現担レポ取引及び新現先取引の仕組み及び用いられている理由等を概説した上で（下記 2）、さらに、国債の決済期間短縮化がなぜ要請されているのか、かかる要請が銘柄後決め方式 GC レポ取引の導入にどのように関係しているのか、その背景について説明する（下記 3）。その上で、銘柄後決め方式 GC レポ取引の仕組みを概説し（下記 4）、銘柄後決め方式 GC レポ取引に関する私法上の論点及び金融商品取引法等上の論点に関する整理を行うこととしたい（下記 5）。

なお、本稿で単に「国債」という場合、別段の記載のない限り、国債ニ関スル法律（明治 39 年法律第 34 号）その他関係法令に基づき発行される日本の国債を意味するものとし、また、社債、株式等の振替に関する法律（平成 13 年法律第 75 号）（以下「振替法」という。）第 88 条に定める「振替国債」であることを前提とする。

2 現担レポ取引及び新現先取引の仕組み

銘柄後決め方式 GC レポ取引についての検討を行う前に、まず既存の GC レポ取引の主流である現担レポ取引及び新しく標準の取引形式となる新現先取引の仕組みをそれぞれ概説する。本項では、便宜上資金の取り手（＝国債の出し手）を X と、資金の出し手（＝国債の受け手）を Y と記載する。

(1) 現担レポ取引¹³

現担レポ取引は現金担保付債券貸借取引であるから、X が債券たる国債の「貸出者」、Y が国債の「借入者」である。X 及び Y は、「債券貸借取引に関する基本契約書」及びその関連契約（総称して「現担関連契約」という。）を締結し、個別の GC レポ取引たる「債券貸借取引」はすべて当該現担関連契約に基づいて行われることになる¹⁴。

¹³ 用語は、前掲脚注 8 債券の空売り及び貸借取引扱いに関する規則第 3 条に定めるところによる。

¹⁴ 債券の空売り及び貸借取引扱いに関する規則第 5 条第 1 項。

個々の債券貸借取引の約定が成立した場合には、取引当事者間の合意により、個別取引明細書を作成するなどする¹⁵。

個々の債券貸借取引においては、①貸借に係る債券の個別銘柄、②貸借に係る債券の数量（額面）、③貸借期間、④貸借料率及び⑤担保金利率を約定する必要がある¹⁶。

例えば、以下のような約定となる。

- ① 10年利付国債（第337回）¹⁷
- ② 額面100億円
- ③ 貸借期間1週間
- ④ 貸借料率0.05%
- ⑤ 担保金利率0.10%

この場合、具体的に担保金をいくら交付することになるかは、担保金の計算方法の規定次第であり、実際には有価証券の時価にヘアカットを行うか否かに左右されるが¹⁸、取引対象債券が国債であることに照らしヘアカットは0.00%と合意されていたと仮定すると、計算される債券の時価総額に相当する金額となる。なお、ここでいう、債券の時価総額は、債券単価に基づき計算される数値¹⁹そのものではなく経過利子相当分を加算した時価に基づき計算する²⁰。

¹⁵ 債券の空売り及び貸借取引扱いに関する規則第5条第2項では、「債券貸借取引に関する基本契約書に係る個別取引契約書」の取り交わしが基本とされているが、「債券貸借取引に関する基本契約書に係る合意書」を取り交わした場合には、個別取引明細書の交付で個別取引契約書の取り交わしに代えることができるとされている。また、取引当事者間で用いる照合システムの機能で確認可能であるとして個別取引明細書の作成を行わないケースもある。

¹⁶ ①から④までは「債券の空売り及び貸借取引扱いに関する規則」第5条第5項。なお、②の額面及び⑤は実務上個別取引ごとに定めている（JSDA GD48頁）。また、実務的に必要となる事項として、貸借料や担保金の計算方法、現金担保に関する事項、貸借対象債券の時価の計算方法などの事項は、予め一括して付属覚書で規定されることが多い。

¹⁷ <http://www.mof.go.jp/jgbs/auction/calendar/nyusatsu/2014/resul070.htm>

¹⁸ 脚注16参照。担保のヘアカットを規定する場合は、付属覚書において基準担保金率に合意した率を規定することになる。

¹⁹ 貸借対象債券の種類によるが、JSDAの公社債店頭売買参考統計値発表制度（<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/baibai/>）の対象になっているものについては、公開データに基づき計算されるのが一般的である。

²⁰ 具体的には、「時価総額＝額面×時価÷100（円未満切捨て）」、「時価＝債券単価（小数点以下第3位未満切捨て）＋100円あたりの経過利子（小数点以下第7位未満切捨て）」となる（前掲最新レポ取引のすべて46頁）。

貸借料及び担保金金利は、それぞれ上記の時価総額及び担保金額に対して計算され、取引当事者の別段の合意がなければ通常決済日に差引計算して決済される（すなわち、担保金金利から貸借料を差し引いた額が実質的な資金貸借の金利と同視される）。

したがって、約定後の決済は、(i) 取引実行日（スタート日）における DVP (Delivery Versus Payment²¹) 決済（X による債券の引渡しと Y による担保金の支払いとの交換決済）、(ii) 期中の貸借対象債券の時価の変動に対応した担保金の調整、及び (iii) 取引期日（エンド日）における DVP 決済（X による貸借料及び金利のすべてを差引計算した額の担保金の返還及び Y による債券の引渡しとの交換決済）という流れで行われることになる²²。

なお、取引の決済日を予め特定せずに一方取引当事者が通知により取引決済日を指定することができるオープンエンド取引なども存在するが本稿では割愛する。

(2) 新現先取引²³

新現先取引は、「売買の目的たる債券等と同種、同量の債券等を将来の所定期日…に所定の価額…で買い戻すこと又は売り戻すことを内容とする特約付の債券等の売買」²⁴と定義される債券の条件付売買取引である。そのため、X が債券の「売手」、Y が債券の「買手」となる。X 及び Y は、「債券等の現先取引に関する基本契約書」及びその関連契約（総称して「現先関連契約」という。）を締結し、個別の GC レポ取引たる「個別現先取引」はすべて当該現先関連契約に基づいて行われることになる²⁵。個々の債券貸借取引の約定が成立した場合には、取引当事者間の合意により、個別取引明細書を作成するなどする²⁶。

個別現先取引の約定においては、上記債券貸借とほぼ同様であるが、①売買の対象である「取引対象債券等」（個別銘柄）、②取引数量（額面）、③「エンド売買金額算

²¹ 「証券決済において、証券の引渡しと資金の支払いとを相互に条件付け、一方が行われない限り、他方も行われないようにすることにより、証券決済に伴う「元本の取りはぐれリスク」を削減する仕組み。」（JSDA 最終報告書 4 頁脚注 8）

²² 前掲最新レポ取引のすべて 61 頁。

²³ 用語は、前掲脚注 10「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」第 3 条に定めるところによる。

²⁴ 「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」第 1 条。

²⁵ 「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」第 4 条第 1 項。

²⁶ 「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」第 4 条第 2 項では、「債券等の現先取引に関する基本契約書に係る個別取引明細書」の交付が基本とされているが、同条第 3 項により一定の場合にはその交付が不要とされている。取引当事者間で用いる照合システムの機能で確認可能であるとして個別取引明細書の作成を行わないケースもある。

定の基準となる料率」²⁷である「現先レート」及び④「エンド取引受渡日」などを約定する必要がある²⁸。

例えば、以下のような約定となる（上記債券貸借取引の例と同じ）。

- ① 10年利付国債（第337回）
- ② 額面100億円
- ③ 現先レート0.05%
- ④ エンド取引受渡日はスタート取引受渡日の1週間後

この場合、スタート時に支払われる売買代金は、取引が「利含み現先取引」であるか否かによって異なる。「利含み現先取引」とは、「個別現先取引のうち、売買単価が利含みで表示されるほか、取引期間中に取引対象債券等から利子等が発生する場合には、当該利子等に相当する金額が買手から売手に引き渡されるもの」²⁹（利含みでない場合、利子等の支払いがあった場合はエンド決済時に売買代金から控除される）であり、海外におけるレポ取引では一般的な取引形態である。利含み現先取引を行う場合には、『「債券等の現先取引に関する基本契約書」に係る合意書』を別途締結することとされており³⁰、現状では利含み現先取引で行われているケースが一般的である。そのため、利含み現先取引で考えると、債券の「経過利子を含む額面100%当たりの市場価格に基づく価額割合」³¹に基づきスタート時点の売買金額が計算され、これにエンド時までの期間に対応する現先レートに基づく金額を加算したものがエンド時点での売戻金額となる。

したがって、約定後の決済は、(i) 取引実行日（スタート日）におけるDVP決済（Xによる債券の引渡しとYによる売買金額の支払いとの交換決済）、(ii) 期中の売買対

²⁷ 現担レポ取引において貸借料率と担保金利率に分けられていたものが、売り戻しの際に加算すべき金額を算定する利率（すなわち実質的な資金貸借の金利に相当）として定められている。約定は個別銘柄の数量によって定まるため、スタート受渡金額は取引数量及びスタート売買単価により、エンド受渡金額は取引数量、スタート売買単価及び現先レートによって算出される。

²⁸ 「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」第4条第5項。なお、②の額面は実務上個別取引ごとに定めている（JSDA GD48頁）。また、①から④以外の事項についても必要となる事項があるが、スタート売買単価など実際には予め一括して付属書で規定されるもの、取引の種類によっては不要なものなどもある。

²⁹ 「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」第3条第21号。利含みでない場合、利子等の支払いがあった場合はエンド決済時に売買代金から控除されることになる（「債券等の現先取引に関する基本契約書」第8条、第3条第10項第2号）。

³⁰ 「債券等の現先取引に関する基本契約書」第1条。

³¹ 「債券等の条件付売買取引の取扱いに関する規則」第3条第14号。

象債券の時価の変動に対応した調整³²、及び(iii)取引期日(エンド日)におけるDVP決済(Xによる売戻金額の支払い及びYによる債券の引渡しとの交換決済)という流れで行われることになる。

現先取引においてもオープンエンド取引は可能とされており、また取引対象債券等の差し替えを行うサブスティテューション(substitution)なども契約上可能とされているところではあるが、本稿では割愛する。

(3) 現担レポ取引及び新現先取引の法的位置づけ

上記のとおり、現担レポ取引は現金担保付債券貸借取引、新現先取引は条件付債券売買契約取引と構成されている。現在のGCレポ取引は、いずれの形式を取るとしても、すべて個別銘柄の国債を指定して約定される。売買及び消費貸借はいずれもその対象物の所有権移転を生じさせる法律行為であるが、GCレポ取引の対象となる国債はすべて振替法に基づく振替国債であることから、同法に基づく振替の完了をもって権利の移転が生じる。この国債の振替と資金の支払いはDVP決済により行われるが、私法上の債権的・物権的取扱いとしては既存のアウトライト取引の国債の売買や上場株式の売買等と比較し変わるところはない。

また、取引当事者の破綻時における処理に際しては、いずれも金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律(平成10年法律第108号)(以下「一括清算法」という。)に定める特定金融取引³³に該当する取引として、基本契約書に定める一括清算規定にしたがって処理されるのが原則であろう。すなわち、現担レポ取引は一括清算法施行規則第1条第4号に定める「有価証券の貸借及びその担保取引」に、新現先取引は同条第3号に定める「有価証券の買戻又は売戻条件付売買及びその担保取引」にそれぞれ該当し、少なくとも取引当事者の一方は一括清算法第2条第2項に定める「金融機関等」であるのが通常であることから、それぞれの基本契約書に定められた一括清算規定に従い、取引当事者の一方につき「破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て」³⁴が生じた場合には、自動的に当該基本契約書に基づく取

³² 実務上様々な方法がある。基本契約書で想定されている方法は、取引対象債券の価値と資金の価値との差額を相手方に対する与信として捉えて、受信方が担保を提供する義務を負うというものである(債券等の現先取引に関する基本契約書第7条)。

³³ 一括清算法第2条第1項、金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律施行規則(平成10年総理府・大蔵省令第48号)(以下「一括清算法施行規則」という。)第1条。

³⁴ 一括清算法第2条第4項の「一括清算事由」。

引のすべてにつき所定の方法でポジション及び担保の清算を行い、当該取引当事者間の1つの債権債務関係として処理することになる³⁵。

3 決済期間短縮化の要請及び銘柄後決め方式 GC レポ取引導入の背景

銘柄後決め方式 GC レポ取引の仕組み及びその必要性を理解するためには、国債決済期間の短縮化がなぜ必要なのか、そして GC レポ取引とは何のために行われるのかという点が深く関与しているので、以下概説する。

(1) 国債決済短縮化の要請

JSDA WG では、「国債の決済期間短縮化の意義」として、①決済リスクの削減、②国債市場・短期金融市場の流動性・安定性・効率性の向上、及び③国際的な市場間競争力の維持・強化を挙げている³⁶。

① 決済リスクの削減

銘柄後決め方式 GC レポ取引の導入は国債の決済期間短縮化と深く関連している。国債の決済期間短縮化は、「直接的には決済リスクの削減をもたらす効果がある」とされ、「取引から決済までの期間（決済期間）が長いほど未決済の取引量が増加し、決済期日において証券、資金が用意されず、決済が履行されない場合には、取引当事者が損失を被るリスク（決済リスク）が高まる。このため、決済期間を短縮することは、決済リスクを削減することにつながる」と説明される³⁷。JSDA 最終報告書は、この決済リスクを、元本リスク、再構築コストリスク及び流動性リスクの3つに分類している。

³⁵ JSDA 作成の雛形における所定の清算方法はそれぞれ異なるが、基本的な帰結は同様である（債券貸借取引に関する基本契約書第 10 条及び 11 条並びに債券等の現先取引に関する基本契約書第 11 条）。なお、脚注 51 記載のとおり、金融商品取引清算機関たる株式会社日本証券クリアリング機構（以下「JSCC」という。）において清算（債務引受）された取引は、JSCC の業務方法書の規定に従うことになる。

³⁶ JSDA 最終報告書 3 頁以下及び JSDA GD3 頁以下。

³⁷ JSDA 最終報告書 3 頁。

図表 3(1)①：決済リスクの定義とリスク削減策

	元本リスク	再構築コストリスク	流動性リスク
定義	取引相手の破綻等により、元本の支払いを受けることができなくなるリスク	取引相手が決済不能に陥った場合に当該取引が持つ「等価若しくは正の現在価値」を実現できないリスク	取引相手から予定通り資金や証券を受取れないリスク
リスク削減策	・DVPの導入	・未決済残高の縮減 ・適切なマージン・コール、ヘアカットの実施 ・CCP ³⁸ の履行保証機能の活用	・未決済残高の縮減 ・ポジション再構築・フェイル解消の迅速化 ・CCPの履行保証機能の活用

(出所) JSDA 最終報告書 5 頁の図に基づき作成

これらのリスクのうち、決済期間の短縮は、「未決済残高の縮減とポジション再構築期間の短縮の両面を通じて、決済リスク（「再構築コストリスク」及び「流動性リスク」）の削減に寄与する」とされ、それぞれ以下のように説明される³⁹。

- 「約定から決済までの期間（決済期間）が短縮されると、未決済状態にある取引が積み上がる期間が短くなる（未決済残高の縮減）。取引相手が決済不能に陥った場合には、資金の支払い又は債券の引渡しを受けられなくなる。こうしたとき、市場参加者はこれに見合う資金又は債券を市場等から調達する必要がある。この場合、決済期間が短ければ、必要となる資金調達額・債券調達額を抑制することができる」
- 「決済期間の短縮は、市場全体におけるフェイル⁴⁰の連鎖やフェイル残高の積み上がりを抑制する効果もある。すなわち、ポジション再構築のため、債券を市場から再調達する際には、決済期間が短いほど短期間で再調達を行うことができる（ポジション再構築期間の短縮）。その結果、フェイルの解消が迅速化されるため、市場全体におけるフェイル連鎖の拡がり、フェイル残高の積み上がりを抑制することができる。」

すなわち、決済完了までの期間が短ければ、その分決済不履行となるリスクにさらされる取引の量が少なくなり、決済不履行が生じた場合の原取引で調達されるべき資

³⁸ Central Counter Party の略称であり、中央清算機関などとも称される。

³⁹ JSDA 最終報告書 5 頁。

⁴⁰ フェイルとは、「fail to deliver」（受渡不履行）の略称であり、本邦では欧米に遅れて、2010年11月よりフェイルチャージ（フェイルされた国債の受け方がフェイルした国債の渡し方に対して所定の計算方法で算出される金額の支払いを請求することができるという制度）が導入された（<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/kessai/rtgs/files/dounyuu.pdf>）。

金・債券を再調達するための負担を減らすことが可能となり、また、他の取引を行って再調達する場合に要する期間も短縮できることとなる。

② 国債市場・短期金融市場の流動性・安定性・効率性の向上

「国債市場は、政府にとって巨額の資金を調達する場として、投資家にとっては主に資金の運用の場として重要な市場であり、「決済期間の短縮を通じて、金融資産としての国債の換金性が高まれば、金融機関の安全で迅速な資金調達手段が充実するとともに、投資家の短期の余資運用手段が多様化するほか、当日物・翌日物といった短期金融市場（レポ市場）の発展にもつながる」⁴¹とされる。

③ 国際的な市場間競争力の維持・強化

JSDA WG は、諸外国の決済の状況につき欧米主要国やシンガポールなどにおいて T + 2 より短い期間で国債決済が行われていること、GC レポに関するインフラ整備が進められていることを挙げる⁴²。また、「バーゼルⅢの流動性規制や店頭デリバティブ取引の清算集中、中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制といった国際的な金融規制強化を背景に、金融取引におけるグローバルな担保需要の高まりが指摘されている」ことを踏まえ、「クロスボーダーでより円滑に受渡すことができれば、海外市場での日本国債の活用も大きく進み、ひいては国内・海外における日本国債市場の発展につながることを期待される」とする^{43 44}。

(2) 市場における GC レポ取引の意義

上記(1)記載のとおり、国債決済期間の短縮化への要請は高く、かつそれを実現させるためには、アウトライト取引、SC レポ取引及び GC レポ取引のそれぞれにつき 1 営業日ずつ決済期間を短縮化することが強く望まれている。アウトライト取引のほか、SC レポ取引及び GC レポ取引は、いずれも国債の取引であるが、市場における意義はその取引参加者によっても異なる。主な取引参加者は、証券会社等の国債のディーリング業務を行う金融機関、資金運用を行いたい投資家、保有する国債を運用したい投資家、そしてこれら 2 つの投資家のいずれの側面をも有するレポ信託であるが、それぞれの取引動機及び約定のタイミングに対するイメージには差があり、以下でそれらの概略を示した⁴⁵。

⁴¹ JSDA 最終報告書 6 頁。

⁴² JSDA 最終報告書 6 頁から 8 頁。

⁴³ JSDA GD8 頁。

⁴⁴ 加えて、市場整備の結果、「安全資産としてのグローバルベースの日本国債の利用ニーズの高まり」及び「非居住者の日本国債保有比率上昇の可能性」という点を背景に「日本国債のグローバル化」が進展すると考えられている（JSDA GD12 頁）。

⁴⁵ 以下①から③につき、個別に述べる箇所を除き、JSDA 最終報告書 22 頁から 24 頁参照。

① 証券会社等

証券会社等は、その顧客のニーズに応じて日中アウトライト取引を行う。この対象となる国債は自社で現に保有している銘柄もあれば、手元に保有しておらず市場で調達してくる必要のある銘柄もある。そのため、証券会社等は、SCレポ取引を用いて、個別具体的な国債の銘柄ごとに過不足を調整するための取引を行うことになる⁴⁶。アウトライト取引及びSCレポ取引が終了すると、当該約定日に対応する決済日（T+1化後は翌営業日）において必要となる決済資金をファンディングするためにGCレポ取引を行うことになる。

したがって、証券会社等にとっては、資金調達の効率性の観点からは、GCレポ取引の約定を可能な限り遅めに行うというインセンティブがあるのが前提といえるが、資金調達の確実性の観点からは、在庫国債の最終確定前にGCレポ取引の約定を行うインセンティブもあるとされる。

② 投資家

資金運用を行いたい投資家は、資金運用手段の1つとしてGCレポ取引を行うことになる。すなわち、他の短期の資金運用手段（CD⁴⁷、CP、コール取引、国庫短期証券）と収益性・利便性を比較衡量し、GCレポ取引を行うことになる。したがって、この種の投資家はアウトライト取引やSCレポ取引とは独立してGCレポ取引を行うことになる。

これに対し、保有する国債を運用したい投資家は、証券会社等との間でSCレポ取引を行うことになる。

③ 有価証券運用信託（いわゆるレポ信託）

レポ信託とは、保有する国債をSCレポ取引で証券会社等に貸出し、その受領した担保金の運用をGCレポ取引によって行うことで収益を上げる仕組みの信託であり、上記②で述べた保有する国債を運用したい投資家と資金運用を行いたい投資家の2つの側面を有している。この運用方法に照らし、GCレポ取引を行うためにはSCレポ取引を行い担保金を受け取ることが前提になっており、レポ信託はSCレポ取引、GCレポ取引の順番で約定することになる。

したがって、GCレポ取引を行う主要な市場参加者の取引目的は異なるが、資金調達手段として利用する証券会社等及びレポ信託においては、いずれもSCレポ取引の後にGCレポ取引を約定するニーズがある。具体的には、GCレポ取引において必要と

⁴⁶ 加えて、国債を用いた取引に係るポジション・ヘッジのための取引、長期債ディーラーのポジション・メンテナンスのための取引、特定の銘柄の需給バランスに着目したレポ・ディーリング的な取引も行われている（前掲最新レポ取引のすべて40頁）。

⁴⁷ Certificate of deposit（譲渡性預金）を指す。

なる資金調達ニーズ（金額）が明確になるのは、アウトライト取引及びSCレポ取引の約定後であるから、GCレポ取引の約定は各営業日の夕方以降とならざるを得ない。また、アウトライト取引及びSCレポ取引の約定処理等（自社の在庫ポジションへの反映を含む）に係る事務作業が完了した後で、GCレポ取引において引き渡すことが可能な国債の銘柄が確定する（すなわち、アウトライト取引及びSCレポ取引の結果、引渡債務の対象とならない個別具体的な国債の銘柄及び数量のリストが確定することになる。）。

(3) T+2化とT+1化との対応へ向けた差異及び銘柄後決め方式GCレポ取引の意義

JSDA WGでは、「T+2化に当たって、既存の事務フローの大幅な変更は必要とならなかった」が、「T+1化に当たっては、幅広い市場参加者が、既存の事務フローを大きく見直すことが必要になる」と整理している⁴⁸。すなわち、T+2化が実施されたとしても約定後決済までにはなお1営業日あるため、既存の事務フローを標準化・効率化することで対応が可能であったが、アウトライト取引及びSCレポ取引をT+1化するに当たっては、「幅広い市場参加者が、既存の事務フローを大きく見直すことが必要になり」、「T+0化を実現する必要があるGCレポ取引については、既存のポスト・トレード事務で対応することに限界がある」⁴⁹とされている。そのため、GCレポ取引は、後述するとおり、アウトライト取引及びSCレポ取引の約定後に行われるという性質を踏まえ、なお必要な事務作業に対応するための時間を確保すべく、銘柄後決め方式GCレポ取引という新しい仕組みを導入することにしたのである。

JSDA WGに記載されている事務手続に関する整理は、取引及び取引当事者の類型ごとに、かつ実際に導入されているシステム等を勘案して行われたものであり、極めて専門的かつ詳細にわたるため本稿ではその内容には立ち入らない。しかし、ここで理解しておくべきは、実際に取引が約定されたらすぐに決済が可能になるわけではなく、その前に様々な事務作業が必要になるということである。具体的には、アウトライト取引及びSCレポ取引に係る約定から決済までの流れは、時系列順に以下のよう

- ① トレーダーによる電話等を通じた取引の約定
- ② トレーダーが所属するフロント部門における約定管理及び取引の照合
- ③ フロント部門からバック部門への約定内容の連絡
- ④ バック部門における取引相手方のバック部門との約定内容の照合

⁴⁸ JSDA GD10 頁。

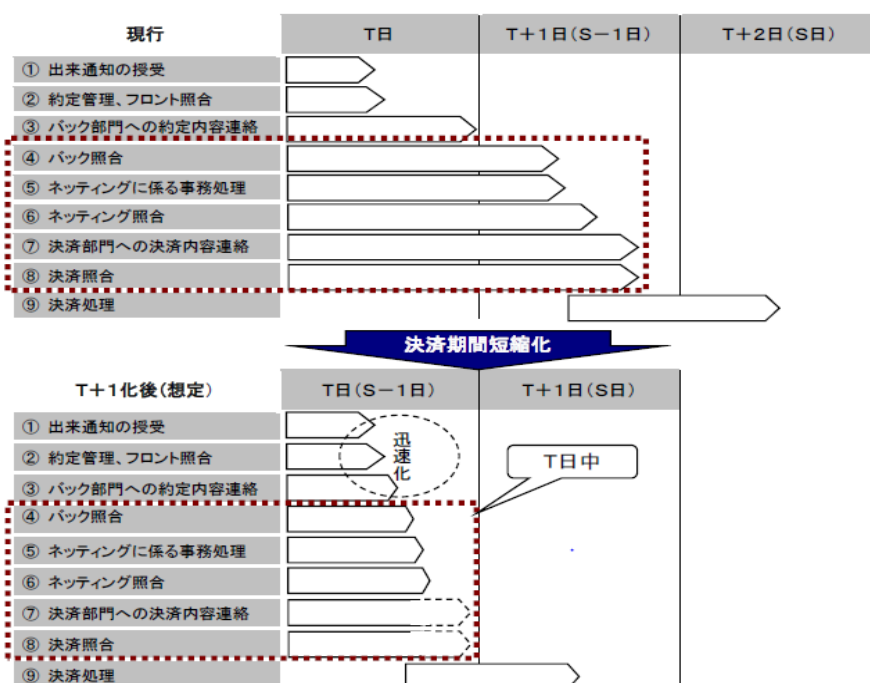
⁴⁹ JSDA GD10 頁。

⁵⁰ JSDA GD20 頁から 21 頁。これらの手続は自社内で行うもの、外部システムを利用するものなど様々な方法がある。

- ⑤ バック部門におけるネットティング処理⁵¹
- ⑥ バック部門における取引相手方のバック部門とのネットティング結果の照合
- ⑦ バック部門から決済部門への決済内容の連絡
- ⑧ 決済部門における取引相手方の決済部門との決済内容の照合
- ⑨ 決済実行

これらの手続をどのように短縮化するかを以下の図表 3(3)-1 に示した。

図表 3(3)-1：T+1化による国債取引業務時間の変化のイメージ

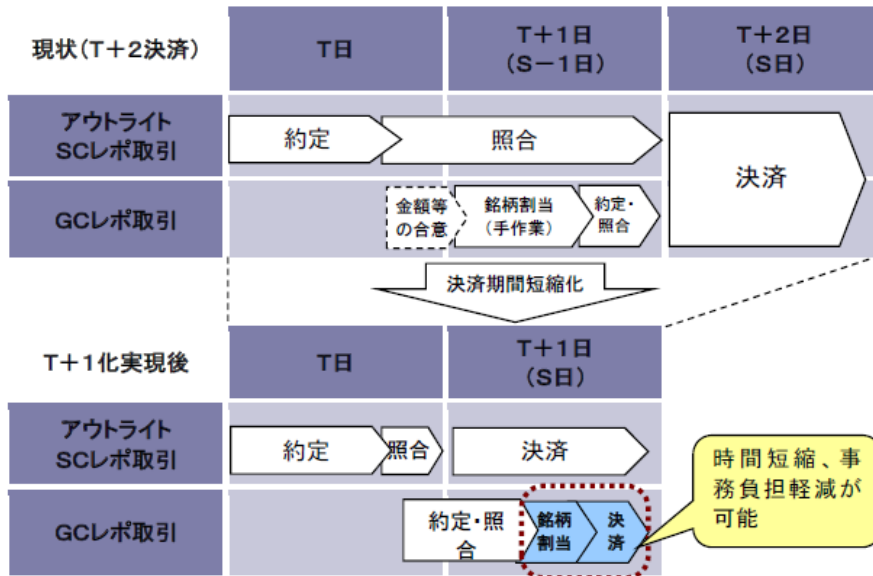


(出所) JSDA GD20 頁図 1(2)-2 より

GC レポ取引の場合も、同様の作業が必要となる。GC レポ取引が行われるタイミング、約定から決済までの流れ及びそれをさらに短縮化する場合のイメージを示したものが図表 3(3)-2 である。

⁵¹ 取引当事者間でネット可能な国債の引渡債務及び資金の支払債務を相互にネットティングし、ネット後の尻のみを決済することで決済に係る負担を減殺することが可能である。なお、ここでは二当事者間の相対ネットティングを想定して記載しているが、国債店頭取引の清算業務を行っている JSCC で清算後マルチラテラル・ネットティングを行う処理方法もある (JSDA 最終報告書 11 頁)。JSCC は、金融商品取引法 (昭和 23 年法律第 25 号) (以下「金商法」という。) 第 2 条第 29 項に定める金融商品取引清算機関であり、清算業務とは同条第 28 項に定める金融商品債務引受業に該当する業務である。

図表 3(3)-2：銘柄後決め方式によるGCレポT+0化の取引イメージ



(出所) JSDA GD39 頁図 2(1)-1 より

この図 3(3)-2 で着目すべき点は、「現状 (T + 2 決済)」とある表上段の「GC レポ取引」の欄中の「金額等の合意」とある破線部分と、その右にある「約定・照合」という実線部分である。これが意味しているところは、現状の GC レポ取引では取引の約定に至るまでは二つの段階が存在しているということである。アウトライト取引及び SC レポ取引の約定処理等 (自社の在庫ポジションへの反映を含む) に係る事務作業が完了しなければ、引き渡し可能な国債の銘柄及び数量が確定しないため、取引対象の国債の銘柄及び数量が特定できないことから GC レポ取引の約定をすることができない。しかし、当日中に資金調達の見込みをある程度つけておかなければ、決済資金の手当てに不備が生じる恐れがある。そこで、実務上は、資金調達ニーズが明らかになった時点で予め、資金の取り手 (=国債の出し手) と資金の出し手 (=国債の受け手) のトレーダー間で GC レポ取引に係るおよその金額や適用利率等まで合意しておき、具体的な銘柄や売買代金の確定は翌営業日に繰り越すということが行われている。すなわち、資金の取り手は、翌営業日に余剰在庫が確定した時点で、個別取引ごとに GC レポ取引の対象とする国債の銘柄及び数量を割り当て、資金の出し手に対してこれを通知し、資金の出し手が通知された内容に承諾した時点で約定が完了するという取扱いを行っている。そして、約定完了後に取引の照合等を行う必要があるため、現行のプロセスでは約定が完了した日のうちに GC レポに係る多数の決済を実行することはできないという実情がある。

したがって、銘柄後決め方式 GC レポ取引とは、現状行われている約定のプロセスとの関係でみれば、約定が完了するタイミングを早める形で再構成する仕組みであるということもできそうである。

(4) GC レポ取引の新現先取引への移行

JSDA WG では、銘柄後決め方式 GC レポ取引の導入を決めるとともに、「日本国債の T + 1 化に際しては各市場参加者において相応の対応負担が想定され、これまで新現先取引に対応していなかった市場参加者においても既存システムの改修が相応に必要なと考えられ」、「T + 1 化の機会に、上述の日本国債の国際化を踏まえ、銘柄後決め方式 GC レポ取引のみならずレポ市場全体として新現先取引への移行を踏まえた検討を行うことが望ましいと考えられる」という整理を行った⁵²。そのため、銘柄後決め方式 GC レポ取引は、従前の現金担保付債券貸借取引ではなく、条件付債券売買取引である新現先取引の形で整備されることになった⁵³。

4 銘柄後決め方式 GC レポ取引の仕組み

(1) 銘柄後決め方式 GC レポ取引の特徴

GC レポ取引は、金融機関等の資金の取り手が保有する国債の在庫のうち、営業終了時点において顧客による売買ニーズが生じなかった、いわば余剰を担保として利用するという点に特徴がある。すなわち、GC レポ取引においては、提供される資金の返還債務を担保するために必要な額及び資金提供に係る利息の額を合計した額に相当する時価を有する国債が提供されていれば足り、その銘柄は取引当事者間で定めた適格性の条件⁵⁴を満たす限り何でもよいという点が特徴といえる。JSDA WG は、この特徴を踏まえ、GC レポ取引につき既に T + 0 化を達成している米国の GCF Repo Transactions⁵⁵等の仕組みも参考にしながら、銘柄後決め方式 GC レポ取引の仕組みを取りまとめた⁵⁶。

端的には、銘柄後決め方式とは「約定時点では資金の受渡金額のみを決めておき、その後、決済直前に、他の国債取引に関する決済等の結果を踏まえて、約定済の取引に

⁵² JSDA GD13 頁。

⁵³ 本発表日現在において、JSDA WG の担保後決め方式 GC レポ取引手法検討会リーガル検討タスクフォースを中心に、契約書の雛形の整備のための検討が行われているが、まだ雛形案は確定していない。

⁵⁴ 例えば、物価変動国債を除く国債で、残存期間 1 年以上 10 年未満のものといった条件が考えられる。これは取引当事者間で任意に定められるべきものであり、担保としての流動性の高さ（実行時に処分が容易である）や価値の安定性（市場の条件に左右され難い）など種々の要素が勘案されるものと思われる。

⁵⁵ The Depository Trust and Clearing Corporation（子会社等を通じて証券保管振替業務を行う米国法人）の子会社である Fixed Income Clearing Corporation（以下「FICC」という。）が提供する Government Securities Division Rulebook（http://www.dtcc.com/~media/Files/Downloads/legal/rules/ficc_gov_rules.pdf）（以下「FICC ルール」という。）に基づき行われるバスケットにより約定する取引。

⁵⁶ JSDA GD38 頁から 67 頁。

在庫国債銘柄の割当てを行い決済する取引手法⁵⁷であり、具体的には「約定時点では資金調達額と GC レポ対象国債の種類（バスケット）のみを決めておき、バスケット毎に金額ベースで約定後、担保管理インフラが約定済みの取引に銘柄（在庫玉）を割り当てた上で決済を行う方式」とされる⁵⁸。

ここでいう担保管理インフラとは、「銘柄後決め方式 GC レポ取引に係る清算及び当該 GC レポ取引対象銘柄の割当システム」のことであり、JSDA GD では「銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システム」と表記されている⁵⁹。現状、銘柄後決め方式 GC レポ取引は、二取引当事者間で約定された後、CCPにおいて清算され、バスケットベースでネットtingがなされた後に個別の銘柄が割り当てられることが想定されている。銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムはこれらの清算、ネットting及び銘柄割当を行うシステム⁶⁰をいい、JSCC は銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムの提供者となる方針を決定した^{61 62}。

以下、銘柄後決め方式 GC レポ取引の仕組みと米国における GCF Repo Transactions の仕組みをそれぞれ概説する。

(2) 銘柄後決め方式 GC レポ取引の仕組み：約定

取引は、スタート受渡金額、現先レート、スタート日及びエンド日の諸条件に加えて、バスケットを売買対象として合意することで約定される⁶³。すなわち、売主は、特定されたバスケットの条件を満たす国債のうち売主がスタート日に実際に保有する在庫から売買代金に相当する時価のものを買主に売り渡し、エンド日に利息相当の金額を加えた額で買い戻す（又は買主が売り戻す）という条件付売買契約になる。

イメージとしては、「A は B に対して、銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムの提供者が定める『バスケット〇〇〇に含まれる国債』のうち、同提供者が関連する規則等に従って決定する『時価総額●億円分』を、●億円で売却し、A は B から、

⁵⁷ JSDA GD38 頁脚注 59。

⁵⁸ JSDA GD38 頁。

⁵⁹ JSDA GD10 頁及び 38 頁。

⁶⁰ これに関連して様々なサービスの提供が検討されている（JSDA 最終報告書 43 頁）。

⁶¹ JSDA GD38 頁、また JSCC 及びその法的位置付けについては脚注 51 参照。JSCC は、2015 年 5 月 27 日付で「国債取引の決済期間の短縮化に伴う国債店頭取引清算業務に係る制度要綱」（以下「JSCC 制度要綱」という。）（http://www.jssc.co.jp/data/jp/2015/05/Outlines-of-JGB-OTC-Transactions-Clearing-Business-associated-with-Shortening-of-JGB-Settlement-Cycle_J.pdf）を取りまとめ、パブリック・コメントに付した。

⁶² JSDA GD66 頁では、CCP の参加者ではない市場参加者についても銘柄後決め方式 GC レポ取引が利用可能とすることが望ましいとして今後の検討課題としているが、本稿作成時点においては、CCP 利用を前提とする取引の仕組みに係る具体的な整備が進められている。

⁶³ JSDA GD47 頁。

YYYY年M月D日に、●億円に年率▲パーセントの現先レートで計算した額を加算した額で買い戻す」といった契約になる⁶⁴。

約定において検討された点は以下のとおりである。

① 対象取引

JSDA GD では、(i) 物価連動国債及び個人向け国債を除く日本国債⁶⁵を対象とし、(ii) 銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムの提供者が定めるバスケットの指定があり、(iii) エンド決済日が約定日の1年後の応当日までに到来するものを対象としている。

② バスケット

既存の GC レポ取引と銘柄後決め方式 GC レポ取引との大きな違いは、約定の際に対象国債を個別銘柄ではなくバスケットで特定する点である。バスケットとは、「取引対象とする国債の種類を清算・銘柄割当システムの提供者が定める組合せ」⁶⁶とされる。バスケットは有価証券ではなく取引対象そのものでもない。バスケットは、個別銘柄の特定に代わる取引対象たる国債の特定方法であり、また、取引当事者ではない第三者である JSCC が実際に引き渡されるべき個別銘柄及びその数量を決定するために用いるものである。具体的なバスケット区分は JSCC とその清算参加者との間で決定されると整理されており⁶⁷、JSCC 制度要綱では当面以下の4つのバスケットが想定されている⁶⁸。

⁶⁴ 正確には、国債の最小振替単位との関係上若干の調整が必要となる。後述の脚注 89 参照。

⁶⁵ JSDA GD47 頁。なお、物価連動国債は通常のバスケットから除外されるが、発行量も増えていることから、物価連動国債のみのバスケットの導入が検討されている。

⁶⁶ JSDA GD47 頁。

⁶⁷ JSDA GD47 頁。

⁶⁸ JSCC 制度要綱別紙 1 の 1 頁。「バスケットの銘柄名称及び銘柄コードは、今後、市場関係者及び証券コード協議会と協議のうえ決定する」、「銘柄コードの上段は ISIN[コード]、下段は公社債銘柄コードの例。銘柄略称の下段は英文略称の例」とされている（同 2 頁）。ISIN コード及び公社債銘柄コードについては脚注 70 参照。

図 4(2)②：バスケット区分のイメージ

	銘柄名称	銘柄略称	銘柄コード
	対象となる国債名称／残存年限条件		
①	国債バスケット(利付国債・ 変動利付国債・国庫短期証券)	国債バスケット(利国/変国 /TDB) JGBB(Large)	JPXXX101XXXX 0101XXXX
	利付国庫債券(2年)、利付国庫債券(5年)、利付国庫債券(10年)、利付国庫債券(20年)、利付国庫債券(30年)、利付国庫債券(40年)、利付国庫債券(変動・15年)、国庫短期証券		
②	国債バスケット(利付国債・ 国庫短期証券)	国債バスケット(利国/TDB) JGBB(FixedRate)	JPXXX103XXXX 0103XXXX
	利付国庫債券(2年)、利付国庫債券(5年)、利付国庫債券(10年)、利付国庫債券(20年)、利付国庫債券(30年)、利付国庫債券(40年)、国庫短期証券		
③	国債バスケット(利付国債残 存10年以下・国庫短期証券)	国債バスケット(利国 U10/TDB) JGBB(U10/TDB)	JPXXX105XXXX 0105XXXX
	利付国庫債券(2年)、利付国庫債券(5年)、利付国庫債券(10年)、利付国庫債券(20年/残存10年以下)、利付国庫債券(30年/残存10年以下)、利付国庫債券(40年/残存10年以下)、国庫短期証券		
④	国債バスケット(分離元本振 替国債・分離利息振替国債)	国債バスケット(分離国債) JGBB(STRIPS)	JPXXX201XXXX 0201XXXX
	分離元本振替国債、分離利息振替国債		

(出所) JSCC 制度要綱別紙 1 に基づき作成

これらのバスケット区分は、銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムの提供者となる JSCC がその関連規則類において定める見込みである⁶⁹。また、個々のバスケット区分の特定には、バスケットの種類を示す ISIN コード⁷⁰及び公社債銘

⁶⁹ JSDA GD46 頁。

⁷⁰ 国際証券識別番号 (ISIN: About International Securities Identification Number) であり、個別の有価証券を特定するための国際的な統一コードである。2桁の国名コード (日本の発行体は JP)、9桁の基本コード (各国のルールによる、日本では発行体及び証券の種類により付番される) 及び1桁のシングルチェックディジット (偽造防止のためのアルゴリズム計算のための数字) の計12桁の英数字によって構成される (<http://www.isin.org/ja/isin/>)。

柄コード⁷¹といった証券コードを利用するとされているため⁷²、約定の場合は個別のバスケットを示すこれらの証券コードを用いて特定することになる。既存の現先関連契約の雛形は、銘柄後決め方式 GC レポ取引に対応できるよう、JSCC の関連規則類との関係性も明確にし、改定される見込みである。

なお、バスケットは、国債の種類範囲を特定するための方法に過ぎず、取引に基づく決済対象はあくまで銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムの提供者である JSCC が決定した個別銘柄の国債である。したがって、バスケットは、その範囲に含まれる国債のリターンなどに基づいて算出される金融指標⁷³ではなく、また、その範囲に含まれる国債全体に対する価値の把握⁷⁴を企図するものでもないことに注意する必要がある。

③ 約定項目

既存の新現先取引の約定項目は上記 2(2)記載のとおり、取引対象たる個別銘柄の国債及びその数量、現先レート並びにスタート日からエンド日までの期間を約定する必要がある。これらの条件に基づきスタート日及びエンド日に受け渡される金銭の金額が計算される⁷⁵。しかし、上記のとおり、銘柄後決め方式 GC レポ取引では、バスケット、スタート受渡金額、現先レート、スタート日及びエンド日を約定することになるため、実際に引き渡されるべき国債の数量は約定されたスタート受渡金額及び個別の国債の時価によって計算されることになる。すなわち、約定が個別銘柄の国債及び数量ベースであったところから、スタート受渡金額ベースに変更される。

⁷¹ 証券コード協議会により付番される証券コードであり、公社債銘柄コードは固有名コード 4 桁、回記号コード 4 桁及び予備コード 1 桁の合計 9 桁の数字によって構成される（「株式及び公社債銘柄コードの設定、変更及び削除に関する取扱い要領」（http://www.jpx.co.jp/sicc/code/codestock_120326.pdf）II 5 参照）。

⁷² JSDA GD47 頁。

⁷³ 金商法第 2 条 25 項。

⁷⁴ 例えば、集合物動産譲渡担保のような特定された物の担保価値の把握や動産の共有持分などではない。

⁷⁵ 脚注 27 参照。

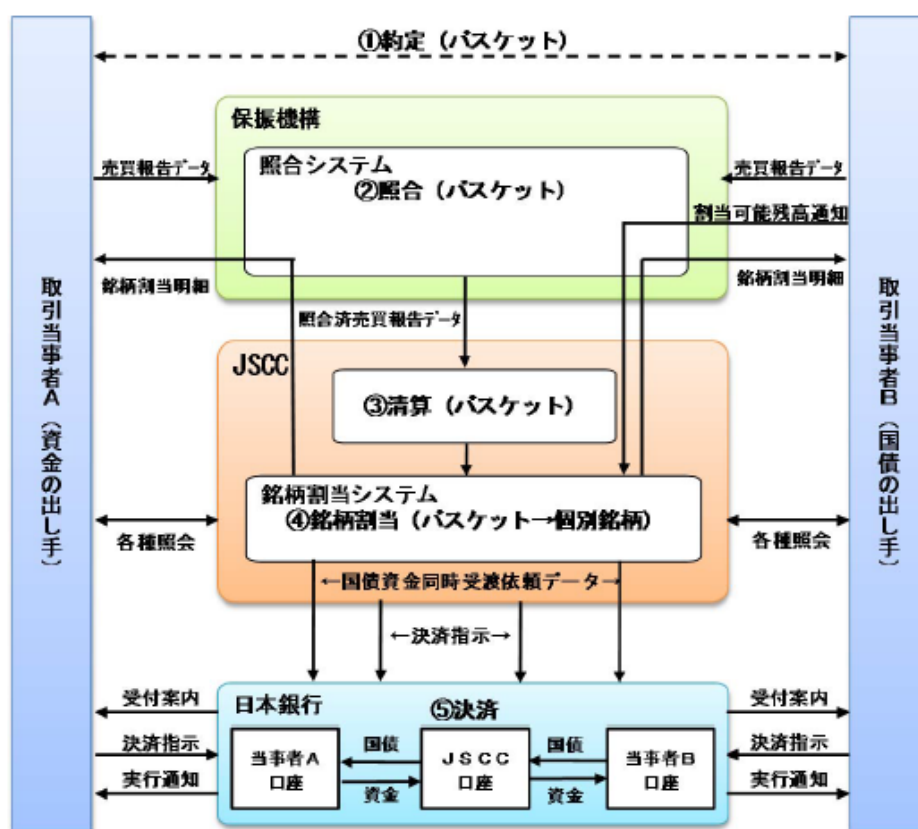
(3) 銘柄後決め方式 GC レポ取引の仕組み：ポスト・トレード処理

① 照合

銘柄後決め方式 GC レポ取引の照合は、株式会社証券保管振替機構が提供する約定照合システム（以下「保振照合システム」という。）を利用して行う⁷⁶。これにより、取引当事者は STP⁷⁷で JSCC における清算が可能となる。

なお、この保振照合システムは後述の銘柄割当の場面でも重要となるため、ここでシステムの関係性を示しておく。

図表 4(3)①：システム間関係性



(出所) JSDA GD46 頁図 2(2)-1 より

⁷⁶ JSDA GD10 及び 49 頁。「機関投資家取引に係る運用会社、証券会社、信託銀行、カストディ銀行、生損保などの間の約定及び決済の電子的照合を行うことにより、注文から決済に至るすべてのプロセスの処理が、人手を介さずにシームレスに処理される仕組みを実現するために構築したもので、「(証券保管振替) 機構における DVP による振替決済、及び日本証券クリアリング機構における国債の清算のための事前照合機能を提供」(<https://www.jasdec.com/system/finance/>) するシステムである。

⁷⁷ 「Straight Through Processing. 証券取引の約定から決済に至る一連の作業を電子的に、一度入力されたデータについて人手による再入力などを経ずに行うこと。」(JSDA GD4 頁脚注 7)

② JSCCによる清算

約定された取引は、約定照合を経た後、JSCCにおいて清算され、取引当事者の相対取引の関係から、個々の取引当事者とJSCCとの関係に置き換えられる。JSCCは既に国債店頭取引清算業務を行っており^{78 79}、銘柄後決め方式GCレポ取引もこの清算業務において清算される。ただし、既存の国債店頭取引清算業務はすべて個別銘柄に係る取引であるが、銘柄後決め方式GCレポ取引の清算は約定において特定されたバスケットのまま清算される。

本稿では清算の意義、法律構成等について詳説することはしないが⁸⁰、国債店頭取引清算業務では、JSCCは、約定された銘柄後決め方式GCレポ取引につき、個別の各取引当事者たる清算参加者が相手方取引当事者たる清算参加者に対して負担する金銭の支払債務及びバスケットで特定された国債の引渡債務を免責的に引き受け、免責的債務引受によって当該債務から免責された取引当事者たる清算参加者はJSCCが引き受けた当該債務と同一内容の債務を新たにJSCCに対し負担する（いわば免責的債務引受の対価として同内容の債務をJSCCに対して負担する）^{81 82}。

すなわち、原取引に基づく(i)買手の売手に対するスタート受渡金額支払債務及び(ii)売手の買手に対するバスケットで指定された国債の引渡債務は、清算の結果、(i-1)取引当事者がJSCCに対して負うスタート受渡金額支払債務、(i-2)JSCCが取引当事者に対して負うスタート受渡金額支払債務、(ii-1)取引当事者がJSCCに対して負うバスケットで指定された国債の引渡債務及び(ii-2)JSCCが取引当事者に

⁷⁸ <http://www.jsc.co.jp/seisan/tentou/seisan.html>

⁷⁹ 従来、国債店頭取引清算業務は株式会社日本国債清算機関（以下「JGBCC」という。）が行ってきたものであるが、2013年10月1日をもってJSCCとJGBCCが合併したことに伴い（<http://www.jsc.co.jp/information/pickup/20131001.html>）、現在はJSCCが業務を提供している。そのため、JSDA最終報告書では担保管理サービスの担い手としてJGBCCについての言及がなされているが、同合併に基づきJSCCが銘柄後決めGCレポ清算・銘柄割当システムを提供する方向で検討が進められている。

⁸⁰ 金融法委員会平成25年2月1日公表「CCPと倒産法制—関係当事者の破綻時における処理方法を中心に—」参照。

⁸¹ 国債店頭取引清算業務に関する業務方法書第44条。

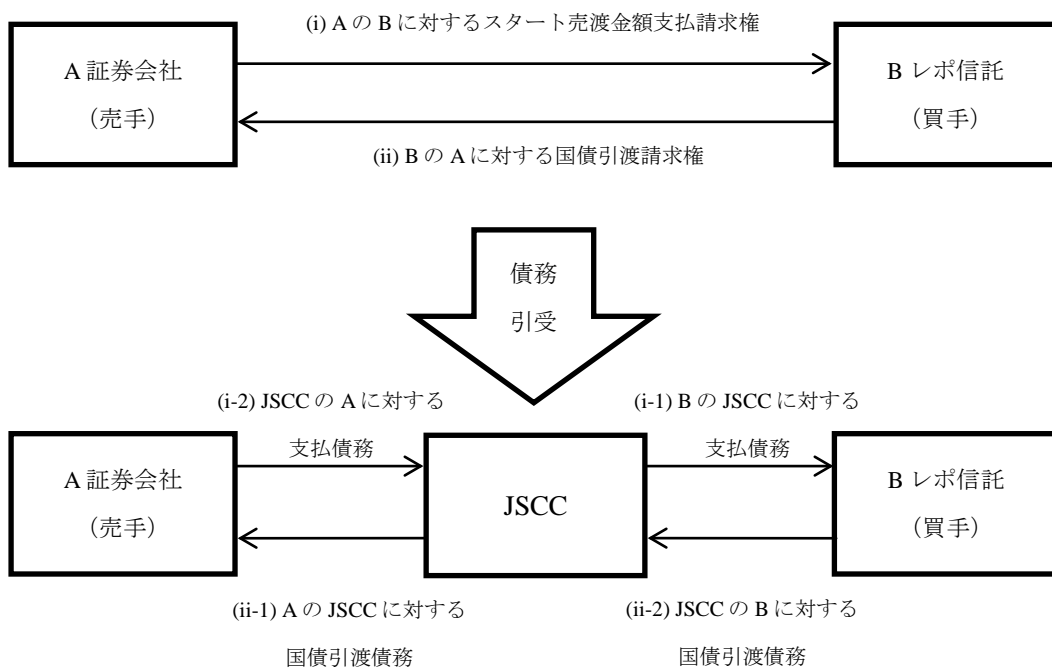
（http://www.jsc.co.jp/data/jp/2014/10/01/Japanese-Government-Bond-Over-the-Counter-Transaction-Clearing-Business-Rules_20141014_J.pdf）

⁸² なお、銘柄後決め方式GCレポ取引ではターム物取引（オーバーナイトではない取引）につき、証券会社等の在庫ポジションに応じた国債の入れ替えニーズに対応するため、スタート決済日の翌営業日以降、エンド決済日の前営業日の前営業日までの間の毎営業日、前営業日に割当・引渡を受けた国債を返戻（unwind）すると共に再割当（rewind）を行うことによる銘柄入替機能を導入することとしており、新規に清算された取引と共にネットイングを行った上で個別銘柄の割当を行うことになる（JSDA GD41 頁から45頁、50頁から55頁参照）。この点はCCPにおける債務引受等に伴う問題点の有無に主として関連すると考えられることから、本稿においては概略の紹介のみにとどめることとした。

対して負うバスケットで指定された国債の引渡債務として認識される（いずれも内容は原取引に基づく債務と同じである。なお、ここでは簡略化のためにエンド時の債務を省略しているが、銘柄後決め方式 GC レポ取引に基づくすべての債務が同様に債務引受される。）。所定の債務引受の申込時限までに行われたすべての取引につき、同時に、かかる債務引受が行われることになる。(ii-1) 及び (ii-2) の債務は、バスケットの種類ごとに認識されるため、仮に用いられるバスケットの種類が 5 つあるとすると、その 5 つのバスケットごとに(ii-1) 及び (ii-2) の債務が存在することになる。

この清算の仕組みを図示すると、図表 4(3)②のようになる（取引が複数ある場合は、取引の数と同数の下記法律関係の変動が生じる）。

図表 4(3)②：JSCC の国債店頭取引清算業務における清算



③ バスケット・ネットティング

清算された各清算参加者と JSCC との間の各債務は、国債の個別銘柄の割当がなされる前にネットティングが行われ、実際に決済を要する債務の圧縮が行われる。このネットティングは、当該営業日がスタート日である債務（以下「スタート債務」という。）のネットティングと、当該営業日がエンド日である債務（以下「エンド債務」という。）のネットティングに分けて行う（実際には毎営業日ごとに脚注 82 で述べた返戻 (unwind) 及び再割当 (rewind) が行われるため、これらに基づく

債務もそれぞれエンド債務及びスタート債務と一緒にネッティングされることになる。) ⁸³。

このようにネッティングを分けて行う理由は、個別銘柄の国債の割当を最適化するという観点から、ターム物取引もオーバーナイト取引をロールしているのと同じ状況にすることで、毎営業日に国債の出し手の在庫に応じた個別銘柄の割当をすることを可能にするところにある。取引がターム物である場合にスタート日の翌営業日以降にこれを再割当した債務（以下「Rewind 債務」という。）はその性質上、スタート時の履行債務に相当するものであり、当該営業日における売手の国債の個別銘柄に応じて割当を受けるべき債務（及びその反対債務である受渡金額支払債務）であるから、スタート債務と一緒にネッティングすることが相当であると整理された。同様に、スタート債務又は Rewind 債務を unwind した結果生じる債務（以下「Unwind 債務」という。）は、その性質上、国債の売戻の際の履行債務に相当するものであるから、これもエンド債務と一緒にネッティングするものとされた。なお、エンド債務及び Unwind 債務はその前営業日のスタート債務及び Rewind 債務に必ず対応することから、前営業日のスタート債務及び Rewind 債務のネッティングの結果を反対方向にしたものが翌営業日のエンド債務及び Unwind 債務のネッティング結果になる ⁸⁴。

これらを整理すると以下のようになる。

- (i) GC レポ取引におけるエンド債務及び Unwind 債務、すなわち、これらは買手の売手に対するバスケットの国債引渡債務及び売手の買手に対する受渡金額支払債務に相当するものである。具体的には以下のものを一緒にネッティングすることになる。
- 買手たる清算参加者の JSCC に対する国債引渡債務（Unwind 債務）
 - JSCC の売手たる清算参加者に対する国債引渡債務（Unwind 債務）
 - 買手たる清算参加者の JSCC に対する国債引渡債務（エンド債務）
 - JSCC の売手たる清算参加者に対する国債引渡債務（エンド債務）
 - 売手たる清算参加者の JSCC に対する受渡金額支払債務（Unwind 債務）

⁸³ JSDA GD51 頁以下。なお、JSDA GD では、債務引受及びバスケット・ネッティングはそれぞれ各営業日に 3 回ずつ行われる。原則として、債務引受の都度バスケット・ネッティングが行われ、次のステップである銘柄割当へと進む。なお、2 回目及び 3 回目のバスケット・ネッティングの際には、それぞれ前回の銘柄割当の結果、割当可能残高が不足して割当が行われず繰り越された債務を含んで行われる。

⁸⁴ 後述するとおり、各営業日を決済日とするスタート債務及び Rewind 債務のネッティング結果に対して個別銘柄が割り当てられた後、翌営業日のエンド債務及び Unwind 債務のネッティング結果はその反対方向となることから可能な限りで同じ銘柄が割り当てられることになっている（JSDA GD58 から 59 頁）。

- JSCCの買手たる清算参加者に対する受渡金額支払債務（Unwind 債務）
 - 売手たる清算参加者の JSCC に対する受渡金額支払債務（エンド債務）
 - JSCCの買手たる清算参加者に対する受渡金額支払債務（エンド債務）
- (ii) GC レポ取引におけるスタート債務及び Rewind 債務、すなわち、これらは売手の買手に対するバスケットの国債引渡債務及び買手の売手に対する受渡金額支払債務に相当するものである。具体的には、以下のものをネットティングすることになる。
- 売手たる清算参加者の JSCC に対する国債引渡債務（スタート債務）
 - JSCCの買手たる清算参加者に対する国債引渡債務（スタート債務）
 - 売手たる清算参加者の JSCC に対する国債引渡債務（Rewind 債務）
 - JSCCの買手たる清算参加者に対する国債引渡債務（Rewind 債務）
 - 買手たる清算参加者の JSCC に対する受渡金額支払債務（スタート債務）
 - JSCCの売手たる清算参加者に対する受渡金額支払債務（スタート債務）
 - 買手たる清算参加者の JSCC に対する受渡金額支払債務（Rewind 債務）
 - JSCCの売手たる清算参加者に対する受渡金額支払債務（Rewind 債務）
- これらの清算及びバスケット・ネットティングを図示すると以下のようになる。

図表 4(3)③-1：債務引受のイメージ

取引①	9/1 約定、銘柄後決めGCLレポ資金調達 100 億円、9/1 スタート、9/2 エンド (O/N)
取引②	9/1 約定、銘柄後決めGCLレポ資金運用 30 億円、9/1 スタート、9/2 エンド (O/N)
取引③	9/1 約定、銘柄後決めGCLレポ資金運用 20 億円、9/1 スタート、9/3 エンド (2日物)
取引④	9/1 約定、銘柄後決めGCLレポ資金調達 50 億円、9/1 スタート、9/4 エンド (3日物)

	9/1		9/2		9/3		9/4	
	エンド /unwind	スタート /rewind	エンド /unwind	スタート /rewind	エンド /unwind	スタート /rewind	エンド /unwind	スタート /rewind
取引①		▲100	+100					
取引②		+30	▲30					
取引③		+20	(▲20)	(+20)	▲20			
取引④		▲50	(+50)	(▲50)	(+50)	(▲50)	+50	

(注1) 数字は国債引渡債務(▲は引渡を示す)

(注2) カッコ内はターム物取引についてJSCCとの間で新たに発生した unwind/rewind 債務

(出所) JSDA GD51 頁図 2(2)-3 より

図表 4(3)③-2：バスケット・ネットティングのイメージ

	9/1		9/2		9/3		9/4	
	エンド /unwind	スタート /rewind	エンド /unwind	スタート /rewind	エンド /unwind	スタート /rewind	エンド /unwind	スタート /rewind
1回目ネットティング結果	0	0	0	0	0	0	0	
取引①		▲100	+100					
取引②		+30	▲30					
取引③		+20	(▲20)	(+20)	▲20			
取引④		▲50	(+50)	(▲50)	(+50)	▲50	+50	
2回目ネットティング結果	▲100	+100	▲30	+30	▲50	+50		

(出所) JSDA GD51 頁図 2(2)-4 より

このネットティングは、各清算参加者と JSCC との間の債務につき行われる。図表 4(3)③-2 はすべての取引の債務をネットティングしているため、同じバスケットを特定した取引であると理解される。これとは異なり、清算参加者 X が JSCC との間で以下の 3 つの取引のポジションを有していると仮定する（スタート債務及び Rewind 債務のみを記載している。）。

- 取引 A (X は売手) : 「国債バスケット(利国/変国/TDB)」の国債 100 億円の引渡債務 / 100 億円の支払請求権
- 取引 B (X は買手) : 30 億円の支払債務 / 「国債バスケット(利国/TDB)」の国債 30 億円の引渡請求権
- 取引 C (X は買手) : 50 億円の支払債務 / 「国債バスケット(利国/変国/TDB)」の国債 50 億円の引渡請求権

この結果、X はそれぞれ以下の債務を負い、債権を有することになる（異なるバスケットに係る金銭支払請求権はそれぞれネットティングの対象とはならないため、ネットの 20 億円の支払請求権のみが残るという結果にはならない。）。

- 「国債バスケット(利国/変国/TDB)」の国債 50 億円の引渡債務 / 50 億円の支払請求権
- 「国債バスケット(利国/TDB)」の国債 30 億円の引渡請求権 / 30 億円の支払債務

すなわち、ネットティングの結果、「国債バスケット(利国/変国/TDB)」について、当初の資金・国債の決済額は圧縮されたことになる。この後、「国債バスケット(利国/変国/TDB)」及び「国債バスケット(利国/TDB)」につき、銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムが国債の個別銘柄及び数量を割り当てる。

④ 銘柄割当

バスケット・ネットティングの結果に応じて、銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムは国債の個別銘柄及び数量を割り当てる。具体的な割当方法は、銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムの提供者である JSCC の関連規則類において定められることになると思われるが、JSDA GD において整理された割当方法の概要は以下のとおりである⁸⁵。

- (i) バスケット・ネットティング結果が資金の受取超過（＝国債の引渡超過）となった者を「渡方利用者」と、資金の引渡超過（＝国債の受取超過）となった者を「受方利用者」という。渡方利用者は、保有する国債のうち銘柄後決め方式 GC レポ取引の決済のための割当対象とすることを希望する銘柄及び銘柄ごとの残高（以下「割当可能残高」という。）を記載した通知（以下「割当可能残高通知」という。）を保振照合システムを利用して銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムの提供者である JSCC に対して提出する^{86 87}。
- (ii) 割当可能残高通知は、毎営業日の 3 度ある銘柄割当のいずれに対応するものかによってその作成プロセスが異なるが、各銘柄割当において引渡しが可能

⁸⁵ JSDA GD53 頁以下。債務引受及びそれに引き続いて行われるバスケット・ネットティングに対応して割当が行われるため、毎営業日に 3 度の割当が行われることになる。そのため、実際には、後述する割当可能残高に不足等がある場合には、改めてその後に行われるバスケット・ネットティングの対象となり、割当が行われるが（JSDA GD57 頁）、本稿では簡略化している。

⁸⁶ なお、清算参加者は複数のネットティング口座（清算参加者が JSCC で取引を清算するに際して、JSCC に開設する口座のことで、清算参加者と JSCC との間のポジション管理や決済を行う単位となる。JSCC の国債店頭取引清算業務に関する業務方法書第 86 条）を開設することが可能であり、決済口座はネットティング口座毎に 1 口座となるとされ、割当可能残高はネットティング口座毎に通知することになる。信託銀行でファンドごとに、リスクの分別の観点から、ネットティング口座を分ける等の運用が考えられているようである。

⁸⁷ JSDA 最終報告書など当初の検討では、銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムは日本銀行に渡方利用者の口座残高の照会（実残照会）を行う方向で検討することとしていたが、銘柄後決め方式 GC レポ取引以外の残高確保が必要となる場合や、信託口であるネットティング口座及び決済代行を利用するネットティング口座については、銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムによる口座残高の照会は未受領の国債の割当回避のための仕組みとして有効に機能しないことやシステム開発の負担などを勘案し、渡方利用者が都度通知を行う仕組みに改められた。したがって、各渡方利用者の実際の在庫状況を銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムが確認するというプロセスは設けられないため、あくまで通知の内容に従って割当が行われることになる。そのため、通知に係る銘柄及び銘柄ごとの残高に誤りがあった場合又は受渡不可能な銘柄の通知がなされた場合には、実質的に引渡ができない銘柄の割当が起こる可能性はあると考えられる。この場合、割当自体が無効になるということはなく、単に当該渡方利用者につきフェイルが生じることになると理解される。

能なものを通知することになる。例えば、最初の銘柄割当はエンド債務及び Unwind 債務の履行のネットティングも含めて行われることから、返戻される銘柄及び数量から他の目的で利用を想定するものを差し引いて割当可能残高通知が作成される。また、その後の銘柄割当においては、実際に割当がなされた銘柄及び数量を除外し、利用可能な銘柄及び数量に基づいて割当可能残高通知が作成される。

(iii) 各銘柄割当にあたっては、以下のルールが適応される⁸⁸。

- 割当対象ポジションに割当てべき国債の数量（額面金額）は、JSDA が発表する売買参考統計値による国債の評価額がスタート/Rewind 債務に係る受渡金額以上かつ最も近くなるように決定する⁸⁹。
- 銘柄割当順位は、渡方利用者の割当対象銘柄の割当可能数量のうち、額面 50 億円単位で残高の降順・受渡金額の降順とする。
- 具体的には、割当対象ポジションのうち割当てべき数量が 50 億円以上の部分に対しては、割当対象銘柄の割当可能数量のうち残高の多い銘柄から、額面 50 億円ずつ割り当てる。ただし、全銘柄について残数量が 50 億円未満である場合は、割当対象銘柄の割当可能数量の残高の多い銘柄から、各銘柄の残数量を割り当てる。
- 割当対象ポジションのうち割当てべき数量が 50 億円未満の部分に対しては、割当対象銘柄の割当可能数量の残高の多い銘柄から、各銘柄の額面 50 億円未満の部分を割り当てる。ただし、全銘柄について残数量に 50 億円未満の部分がない場合は、割当対象銘柄の割当可能数量の残高の多い銘柄から、額面 50 億円以上の部分を利用して割り当てる⁹⁰。

⑤ 決済

銘柄後決め方式 GC レポ取引では、各決済日毎に銘柄割当は 3 回行われるが、決済もそれに応じて日に 3 回行われる⁹¹。各決済においては、銘柄割当の結果に従

⁸⁸ JSDA GD56 頁。

⁸⁹ これは国債の振替単位が最低 5 万円であることに起因する。つまり、受渡金額が 10 億円である場合において、割り当てられた額面 10 億円の国債の時価が 9 億 9998 万円であったとすると、取引の性質上 10 億円を超過させる必要があり、10 億 2 万 9999 円分の時価の国債を引き渡すことになる。したがって、銘柄後決め方式 GC レポの契約上は、受渡金額と同額の国債又は受渡金額を超えかつ振替単位に照らし最も近い時価の国債を引き渡すという合意にする必要がある。

⁹⁰ つまり、割当対象ポジションが 30 億円だった場合において、割当可能数量 20 億円の A 債、割当可能数量 10 億円の B 債及び割当可能数量 50 億円の C 債があるときは A 債 20 億円と B 債 10 億円が割り当てられるが、割当可能数量 70 億円の C 債と割当可能数量 60 億円の D 債のみがあるときは C 債 20 億円と D 債 10 億円が割り当てられる。

⁹¹ 本⑤については JSDA GD59 頁から 62 頁参照。

い、決済時限を同一とするものについて、銘柄毎に差し引き計算した数量（ペイメント・ネット）につき、日銀ネットを利用した国債資金同時受渡（国債DVP決済）により行う。銘柄後決めGCレポ清算・銘柄割当システムは決済電文（DVP受渡依頼）を作成し日銀ネットに送信するとともに、参加者は所定の決済時限までに速やかに当該受渡依頼に係る決済指示を日銀ネットに入力し、決済を完了させる必要がある。

(4) 米国における GCF Repo Transactions の仕組み

なお、参考までに米国における GCF Repo Transactions の法的構成を概説するが、銘柄後決め方式GCレポ取引と類似している。GCF Repo Transactions は端的には Generic CUSIP Numbers に係る Repo Transaction であると定義される⁹²。CUSIP Number とは、米国において用いられている個別の有価証券を特定するための証券コードである⁹³。Generic CUSIP Number とは、「identifying number established for a category of securities, as opposed to a specific security」、すなわち特定の有価証券ではなく有価証券のカテゴリーを特定するために設けられた CUSIP Number である⁹⁴。したがって、銘柄後決め方式GCレポ取引と同様に、有価証券の種類を示す Generic CUSIP Number をもって約定される。

また、FICC ルールの Rule 20 は GCF Repo Transactions に係る特別規定を定めているが、その Section 2 において、特定の Generic CUSIP Number に係る GCF Repo Transactions は、すべての参加者との関係でネットされ、有価証券及び現金の受け方及び渡し方につきポジションを比較することとしている（通算して現金の渡し方ポジションが多い場合にはその差額が「GCF Cash Lender Position」と、現金の受け方ポジションが多い

⁹² FICC ルールの Rule 1 Definitions (page 30) では「a Repo Transaction involving Generic CUSIP Numbers the data on which are submitted to the Corporation on a Locked-In-Trade basis pursuant to the provisions of Rule 6C, for netting and settlement by the Corporation pursuant to the provisions of Rule 20.」と定義されている。Repo transaction は、同じく Rule 1 Definitions (page 47) において、「(1) an agreement of a party to transfer Eligible Securities to another party in exchange for the receipt of cash, and the simultaneous agreement of the former party to later take back the same Eligible Securities (or any subsequently substituted Eligible Securities) from the latter party in exchange for the payment of cash, or (2) an agreement of a party to take in Eligible Securities from another party in exchange for the payment of cash, and the simultaneous agreement of the former party to later transfer back the same Eligible Securities (or any subsequently substituted Eligible Securities) to the latter party in exchange for the receipt of cash, as the context may indicate, the data on which have been submitted to the Corporation pursuant to these Rules. A "Repo Transaction" includes a GCF Repo Transaction, unless the context indicates otherwise.」と定義されている。

⁹³ <http://www.sec.gov/answers/cusip.htm> 参照。米国の有価証券取引実務では ISIN コードと CUSIP Number が併記されることが多い。

⁹⁴ FICC ルールの Rule 1 Definitions (page 31) では、「a Committee on Uniform Securities Identification Procedures identifying number established for a category of securities, as opposed to a specific security. The Corporation shall use separate Generic CUSIP Numbers for General Collateral Repo Transactions and GCF Repo Transactions」と定義されている。

場合にはその差額が「GCF Cash Borrower Position」と認識される)。次いで、Section 3において、GCF Cash Borrower Positionはそのポジションと同額につき CCP である FICC のために担保を提供すべき義務を負い、GCF Cash Lender Position はそのポジションと同額につき自身のポジションを secure するために FICC に対して担保を割当させる権利を得ることになっている（なお、CCP たる FICC が各参加者の直接の相手方になっているため、上記権利義務は FICC が相手方となっている。）。

したがって、以降のプロセスについては割愛するが、取引の法的な仕組みにおいては、対象となる有価証券の種類を指定するという点で、GCF Repo Transactions と銘柄後決め方式 GC レポ取引は同じといえる。なお、Generic CUSIP Number の一例を挙げると以下のとおりであり⁹⁵、上記(2)②記載の JSCC において想定しているバスケット区分に類似しているといえる。

Generic Security Type	GFC CUSIP Number	Description
TU10	371487AD1	U.S. TREAS < 10 YR MATURITY
TU30	371487AE9	U.S. TREAS < 30 YR MATURITY
AGCY	371487AH2	NON-MORTGAGE BACKED U.S. AGENCY SECURITIES

5 銘柄後決め方式 GC レポ取引に係る法的論点の検討

銘柄後決め方式 GC レポ取引の仕組みは上記 4 で概説したとおりであるが、既存の取引と異なり、実際に受け渡される国債の銘柄及び数量が約定後に決定される（所定のルールに従って割当される）という特徴がある。この点に関連し、法的論点と考えられる点を以下検討する。

(1) 取引の有効性：目的の確定性

法律行為の一つである契約がその効果を完全に生ずるためには様々な要件を備える必要があるが⁹⁶、銘柄後決め方式 GC レポ取引において既存の取引と異なるのは、約定時にはバスケットのみを特定するという点であり、これが法律行為の有効性との関係で問題を生じないか。法律行為の有効要件として、一般的には、目的の確定性、目的の可能性、目的の適法性及び目的の社会的妥当性がそれぞれ検討されなければなら

⁹⁵ 他に、発行体の属性及び有価証券の性質に応じて6つのカテゴリーが設けられている(全部で9つのカテゴリーがある)。
<http://12.133.122.230/~media/Files/Downloads/Clearing-Services/FICC/GOV/GCF%20Collateral%20Eligibility%20Jan%202014.pdf>

⁹⁶ 四宮和夫・能見善久『民法総則 [第8版]』(平成22年、弘文堂)257頁。

ないとされる⁹⁷。このうち、目的の確定性以外については特段既存のGCレポ取引と異なることはなく問題はないと考えられる。目的の確定性とは、「内容の不確定な法律行為は、法律行為の効果を帰属させるのが不相当であるため、無効とされる」という原則である⁹⁸。銘柄後決め方式GCレポ取引は、伝統的な有価証券の売買と異なり、国債の種類をもって約定するという構成をとっているが、これが「内容が不確定」であるとして問題とならないか。

目的の確定性は、契約の解釈をどのように行うべきか、解釈に何をを用いることができるかという点と関連して論じられてきたが⁹⁹、ここでは単に契約の記載が契約内容を確定するに足りるかという見地から検討すれば足りると考えられる。この確定性については、「全部が確定している必要はなく、当事者の定めた標準で確定しうるものであればよい」¹⁰⁰、「給付内容が細部にいたるまで当初から固定的に定まっていることを要するものではない」¹⁰¹などとされる。また、「売買契約では諸般の事情で売買代金が定められていない場合がある…この場合も価格を決定する方法についての合意ないし基準があればよい」とされる¹⁰²。銘柄後決め方式GCレポ取引については、上記4(3)④(iii)で述べたとおり、銘柄後決めGCレポ清算・銘柄割当システムの提供者であるJSCCの関連規則類に定められた所定の割当ルールに基づき、最終的に引き渡されるべき国債の銘柄及び数量が一義的に決することになっているのであるから、上記の売買価格を決定する方法を合意し売買代金は追って決定する場合が有効と解されていることと対比しても確定性を欠くことはなく、特段問題はないと考えられる。

なお、銘柄後決め方式GCレポ取引においては、銘柄割当に先立ちバスケット・ネットティングが行われるため、実際には銘柄割当が行われない場面もあり得る。例えば、ある営業日において、レポ信託Xが、銀行Yとの間でバスケット001につき100億円分の取引(Xが売手)を、銀行Zとの間でバスケット001につき50億円分の取引(Xが買手)を行った場合、この二つの取引はJSCCにおいて清算された上でネットティングされると、Xは最終的にJSCCに対してバスケット001につき50億円分の売手のポジションのみを有することになるため、Zとの間の取引はネットティングの結果消滅したのと同様になり銘柄割当は行われないことになる。しかし、これも取引の有

⁹⁷ 前掲四宮・能見 259 頁以下、我妻栄『新訂民法総則』（1965 年、岩波書店）248 頁以下、奥田昌道『債権総論 [増補版]』（1992 年、悠々社）29 頁以下。

⁹⁸ 前掲四宮・能見 259 頁。

⁹⁹ 前掲我妻 249 頁以下、川島武宜・平井宜雄編『新版注釈民法(3)総則(3) [復刊版]』（平成 22 年、有斐閣）53 頁以下 [平井宜雄] など。

¹⁰⁰ 前掲四宮・能見 259 頁、大判大正 5 年 3 月 14 日民録 22 輯 360 頁。

¹⁰¹ 前掲奥田 31 頁。

¹⁰² 前掲四宮・能見 259 頁。

効性に影響を与えるものではないと考えられる。上記のとおり、契約内容が確定し得るものであるか否かと、実際に確定を行ったか否かは別の次元の話であり、ネットティングによって消滅しなかったのであれば割当が可能であった以上、確定性を否定すべき理由にはならないと考えられる。

また、脚注 87 で触れたとおり、通知に係る銘柄及び銘柄ごとの残高に誤りがあった場合又は受渡不可能な銘柄の通知がなされた場合に、実質的に引渡ができない銘柄の割当が起こる可能性がある。この場合であっても、所定の割当ルールに基づき引き渡されるべき国債の銘柄及び数量が決することに変わりはなく、単に当該渡方利用者につきフェイルが生じる（履行不能となる）に過ぎないと考えられる。

(2) 取引の有効性：債務内容の特定性

そもそも有価証券は権利行使の安定性及び流通性を確保するために権利が証券に化体されたものであり、有体物としての特定の証券（紙）にその価値があるわけではなく、券面が存在する場合であっても、個別の証券番号等を特定しないでした請求は種類債権であるとされており¹⁰³、その決済は「証券というある特定物の物権の譲渡」とされている¹⁰⁴。種類債権とは、「引き渡すべき目的物を種類と数量のみによって定め」る債権であり、「給付が確定しないが確定の基準が明らかになっている」と「履行時までには、給付の目的物が特定のものに確定する」ことが特徴である¹⁰⁵。今日、すべての国債は振替法に基づき無券面化されており¹⁰⁶、その権利の移動は振替法に基づく振替口座簿上の記載又は記録の完了がなければ効力を生じず¹⁰⁷、振替

¹⁰³ 例えば、大阪地判昭和 33 年 10 月 13 日下民集 9 卷 10 号 2084 頁参照。本裁判例は、原告が被告たる証券会社に対して寄託した株券につき銘柄数量のみを表示して返還を請求した事案であり、「株券の引渡請求権は所有権に基く返還請求権でも、特定物引渡の債権でもなく、契約上の義務の履行を求める種類債権である」とした。

¹⁰⁴ 岩原紳作『電子決済と法』（2003 年、有斐閣）79 頁。

¹⁰⁵ 前掲奥田 39 から 40 頁、民法（明治 29 年法律第 89 号）第 401 条。

¹⁰⁶ 振替法第 89 条第 1 項。

¹⁰⁷ 振替法第 98 条。この点につき、「有価証券の権利の移転それ自体は、当事者の合意という法律行為に基づいて生ずるものであり、譲渡の効力発生が、譲渡人の意志に基づく占有移転＝振替口座簿の増額記録を要件としていると解すべきことになろう。」（森田宏樹「有価証券のペーパーレス化の基礎理論」（金融研究 2006 年 11 月）41 頁）という指摘がある。この見解に拠れば、銘柄後決め方式 GC レボ取引においても当該効力発生の要件は異ならないと考えられる。ただし、実際に増額記録を実行するためには銘柄が確定している必要があり、①渡方利用者による割当可能残高通知の実施及び②GC レボ清算・銘柄割当システムの提供者である JSCC による割当の実施が必要不可欠である。①は渡方利用者たる当事者が追うべき取引に付随する義務と、②は JSCC がシステムの提供者として関連規則類に基づき負う義務と、それぞれ構成することになろうか。

のための対象物たる国債の特定はその銘柄及び金額をもってのみされる¹⁰⁸。かかる振替国債の性質は種類債権であることと何ら矛盾せず、個別銘柄の国債に係る債権も種類債権であると解される¹⁰⁹。この種類債権であるとする理解は、既存の債券等の現先取引に関する基本契約書においても意識されているといえる。すなわち、取引期間終了時に資金の出し手である買手が資金の取り手である売手に対して国債を売り戻す取引である「エンド取引」は、「個別現先取引において買手が売手に同種、同量の債券等を売り戻す取引」と定義されており¹¹⁰、取引対象である債券等が種類物であることを前提にしているものと考えられる。種類債権については、「債務の内容を具体的に特定された物に限る必要がある」とされる¹¹¹。

大審院の判例であるが、無記名公債証書の返還請求事件において、額面六百円の無記名公債証書を返還すべしと命じた原審に対し、無記名公債証書には幾多の種類があることから債務の内容を確定せざる不法があると判示したものがある¹¹²。これに対して、我妻教授は、「当事者の意思は、（幾多の種類がある）そのうちのどれでもよいという趣旨なのではなかろうか」として「すこぶる疑問である」と評している。銘柄後決め方式 GC レポ取引の対象たる国債についても、例えば 10 年利付国債には複数の銘柄があり、その発行時の市況や満期までの期間など様々な要素によってその時価は異なるため、上記大審院判例における無記名公債証書と同様に「幾多の種類」がある点では共通であるといえる。しかし、我妻教授が指摘するように、当事者がその種

¹⁰⁸ 振替法第 95 条第 3 項第 1 号。厳密には、同項は、振替手続の申請をするにあたっては「振替国債の銘柄及び金額」を「示さなければならない」と規定しているのみであり、種類債権の特定がこの申請によって行われるのか、振替に基づく減額の記載又は記録（同条第 4 項第 1 号）によって行われるのかは定かではない。前掲森田 43 頁によれば、民法第 401 条第 2 項との関係で、「譲渡人の口座の減額記録がなされたうえで、譲受人の口座の増額記録がなされた時点で、有価証券上の権利が譲渡の客体として特定されたと解することができる。したがって、特定性との関係からも、譲受人の振替口座簿の増額記録の時点が権利移転時と必然的に結びつく関係にあるということができよう。」とされる。

¹⁰⁹ なお、種類債権は、「その種類に属する物が市場に存在する限り、給付予定の目的物がたまたま不可抗力で滅失しても」種類債権の特定（又は集中）がなされていない限り、「他の同一種類の物をもって給付しなければなら」ないことから、特定がいつ生じるかが危険負担との関係で重要な問題とされてきた（前掲奥田 40 頁）。しかし、有価証券の取引において、危険負担の規定の作用によって、有価証券の引渡義務が消滅するということはおよそ想定されていないだろう。また、銘柄後決め方式 GC レポ取引においては、実際に引き渡すべき個別銘柄及び数量が割り当てられた後に、既存の振替国債の取引と同様に振り替えるべき国債の銘柄及び数量の特定がなされることから、かかる問題との関係では既存取引と特段異なる点はないといえよう。

¹¹⁰ 債券等の現先取引に関する基本契約書第 2 条第 4 号。なお、民法第 401 条第 1 項は債権の目的物の品質について定めるが、有価証券には品質の差はないのが一般的であることから「同質」という語句は含まれていないものと思われる。

¹¹¹ 我妻栄『新訂債権総論』（昭和 39 年、岩波書店）28 頁。

¹¹² 大判明治 39 年 3 月 10 日民録 12 輯 347 頁。

類のうちどれでもよいという意思で合致しているのであれば、その有効性を否定する必要性はないように思われる。

銘柄後決め方式 GC レポ取引におけるバスケットは国債の種類を定めるものであり、バスケットを用いて特定する取引は、個別銘柄を特定して約定する取引よりも広い種類を定めているに過ぎないというべきである。例えば、食用米の取引をする場合、産地及び収穫年度を指定して特定する（例：「2014 年産新潟県南魚沼産コシヒカリ 1 トン」）ことが一般的であると思われるが（もちろん個別の生産者や栽培方法などでより詳しく特定することも可能であろう）、これを何らかの理由で「2012 年又は 2013 年産の新潟県産コシヒカリ 1 トン」という特定をしたところで、取引当事者間で意思の合致がなされているのであれば、かかる契約につき債務内容が具体的に特定されていないと評価すべき理由は特段思い当たらない。一般に種類の範囲を広げるほど、その種類の中に含まれる具体的な物の間の価値に差が生じる蓋然性が高まることから、取引自体の妥当性に疑義が生じるといった理由で、はたしてその取引は本当に有効なのだろうかという得体の知れない気持ち悪さを感じ得ることは否めないが、銘柄後決め方式 GC レポ取引は所定の方法で定められる時価に基づき受渡金額として定めたものと同額の価値を有する国債を受け渡すという合意であり、その取引背景にも担保価値のみを把握すれば足りるという取引当事者の意思があることを踏まえれば、むしろ上記のコシヒカリの例よりも合理性のある取引であるともいえよう。

また、上記 4(3)④(iii)及び脚注 89 で述べたとおり、割り当てられる個別銘柄によっては、合意された受渡金額の額よりも引き渡される国債の時価の合計額の方が大きいということがあり得るが、この点も予め契約で規定されている以上特段問題を生じるものではないと考えられる。有体物の取引においては、多くのものにつき、その特性上細分化することのできる限界というものがあり（例えば、米を 1 粒以下に砕いてまで重さを量ることは合理的ではないであろう）、取引の特性に合わせて一定の基準で切り上げる又は切り下げるといったことは社会取引上一般的に行われているものであり、契約の有効性に影響するものではないと考えられる。

(3) 取引の有効性：国債の渡方利用者による裁量

上記 4(3)④のとおり、渡方利用者が作成し提出した割当可能残高通知の内容に基づき、所定の銘柄割当のルールに従って、実際に引き渡すべき国債の銘柄及び数量が割り当てられることになる。この割当を行うのは銘柄後決め GC レポ清算・銘柄割当システムの提供者である JSCC であるが、渡方利用者は銘柄割当のルールを理解しているはずでありかつ自ら行った取引ポジションを勘案すればどのバスケットにつきいくらの引渡債務が生じるかを認識することは可能であろう。この結果、渡方利用者は、引き渡すべき国債の個別銘柄及び数量を決することができる裁量を有しているのと実質的にみて等しいと評価することができるようにも思われるが、種類債権は「給付

の目的物をその種類物の中から選ぶ点では債務者に自由な地位を認める¹¹³ものであるところ、かかる裁量が存することは特段問題を生じるものではないと考えられる。

(4) 金商法及び銀行法上の位置づけ

既存の条件付債券売買取引は、有価証券である国債¹¹⁴の売買であり、金商法においては「有価証券の売買」に該当する取引として位置づけられている¹¹⁵。この金商法上の位置づけは、私法上の取引の効力とは別の側面で極めて重要である。GCレポ取引の主要な取引当事者である証券会社すなわち第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者¹¹⁶や銀行¹¹⁷は、被規制業種であり、行うことのできる業務の種類に制約がある¹¹⁸。また、金融商品取引清算機関¹¹⁹であるJSCCは銘柄後決め方式GCレポの清算を行うが(上記4(3)②参照)、この清算は金商法上は金融商品債務引受業¹²⁰に該当する行為であり、「対象取引」についてしか金融商品債務引受業を行うことができない¹²¹。そのため、銘柄後決め方式GCレポ取引は、金商法第2条第8項第1号に定める「有価証券の売買」に該当するものでなければ、既存の枠組みで整理することができなくなり法改正などのアプローチが必要になってしまうため、「有価証券の売買」に該当するか否かが問題となる。

¹¹³ 前掲奥田 40 頁。

¹¹⁴ 金商法第2条第1項第1号、同条第2項柱書前段。

¹¹⁵ 金商法第2条第8項第1号。金融商品取引業等に関する内閣府令(平成19年内閣府令第52号)(以下「金商業等府令」という。)第110条第1項第2号イ及びロはそれぞれ債券等の買戻条件付売買及び売戻条件付売買を店頭デリバティブ取引とは別に規定し、第139条第1項第4号ではこれらを「現先取引」と定義している。同府令第158条は注文伝票の作成にかかる規定であるが、かかる「現先取引」が金商法第2条第8項第1号から第4号までに掲げる行為に含まれることが前提の規定構造になっている。

¹¹⁶ 金商法第28条第1項、第2条第9項。

¹¹⁷ 銀行法(昭和56年法律第59号)第2条第1項。

¹¹⁸ 第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者につき金商法第35条、銀行につき第10条から第12条。

¹¹⁹ 金商法第2条第29項。

¹²⁰ 金商法第2条第28項。

¹²¹ 金商法第2条第28項。「対象取引」は、「有価証券の売買若しくはデリバティブ取引(中略)又はこれらに付随し、若しくは関連する取引として政令で定める取引」をいうと定義されている。これを受け、金融商品取引法施行令(昭和40年政令第321号)第1条の19第2号、第3号及び第4号は、それぞれ、「有価証券の貸借(後略)」、「前二号に掲げる取引に係る担保の授受」及び「有価証券の売買若しくはデリバティブ取引(前条に定める取引を除く。)」又は前三号に掲げる取引に基づく債務を履行するために行う金融商品又は金銭の授受」を指定し、これらの規定によって既存の現担レポ取引及び新現先取引の清算が可能となっている。

脚注 115 で触れたとおり、既存の新現先取引は金商法第 2 条第 8 項第 1 号に定める「有価証券の売買」に含まれていると解される。とすれば、新現先取引と銘柄後決め方式 GC レポ取引の違いは、売買対象物を個別銘柄で特定するか、バスケットで特定するかの違いであるから、この違いは「有価証券の売買」との位置づけに関して何らかの違いを生じさせるものであるかを検討すれば足りよう。

この点、銘柄後決め方式 GC レポ取引では、あくまでバスケットという種類を用いて売買対象を特定し約定しているだけであり、売買の対象は有価証券である国債である。上記 4(2)②でも述べたとおり、バスケットは、「取引対象とする国債の種類を清算・銘柄割当システムの提供者が定める組合せ」であり、取引の対象である国債を特定するための方法に過ぎない。すなわち、バスケットは、その範囲に含まれる国債のリターンなどに基づいて算出される金融指標ではなく、また、その範囲に含まれる国債全体に対する価値の把握を企図する特別な金融商品でもなく、それ自体は取引対象ではない。したがって、バスケットを用いるか否かにかかわらず、取引対象が国債である以上、新現先取引と同様に「有価証券の売買」に該当すると考えられ、第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者及び銀行が銘柄後決め方式 GC レポ取引を行うこと、並びに JSCC が銘柄後決め方式 GC レポ取引の清算を行うこと¹²²につき金商法又は銀行法上の問題は生じないものと考えられる。

(5) 金商法上の取扱い：法定帳簿

第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者は金商法第 46 条の 2 及び金商業等府令第 157 条以下に基づき、登録金融機関である銀行は金商法第 48 条及び金商業等府令第 184 条以下に基づき、それぞれ帳簿書類を作成しなければならないとされている。例えば、同府令第 158 条に定める注文伝票には銘柄、受注数量及び約定数量（同条第 1 項第 4 号、第 6 号及び第 7 号）など、バスケットで指定する限り記載のしようがない事項がある。個別銘柄及び数量が割り当てられてから記載すればよいという指摘もあろうが、JSCC における清算及びネットティングがなされてからでなければ、これらの事項は確定しない。また、取引によってはネットティングの結果、個別銘柄及び数量の割当がなされないこともあり得る。さらに、Unwind と Rewind がなされるため、スタート日において割り当てられた銘柄及び数量が後日変わる可能性もある。

そもそも法定帳簿の作成及び保存義務の趣旨は、業者の「業務又は財産の状況を正確に反映させ、業務の適切性や財務の健全性を検証することができるようにし、もって

¹²² なお、有価証券の売買たる銘柄後決め方式 GC レポ取引に係るスタート債務及びエンド債務は、上記 4(3)③記載のとおり、ターム物の場合、債務引受の翌営業日以降はそれぞれ Rewind 債務及び Unwind 債務と整理されることになるが、その債務の性質が変わるわけではない。また、金融商品取引法施行令第 1 条の 19 第 4 号（脚注 121 参照）にあるとおり、「有価証券の売買（中略）に基づく債務を履行するために行う金融商品又は金銭の授受」とある程度幅を持たせた規定になっていることに照らせば、JSCC が Rewind 債務及び Unwind 債務の債務引受をしていることについても「対象取引」について金融商品債務引受業を行っていると考えて問題ないと考えられる。

投資者保護に資するため」¹²³に要求されているものであり、いわば投資者保護等を目的とする当局の検査のための資料を保存させるための規制である。したがって、記載事項及び記載の要領は、当局による監督上の要請によって定められるべきものである。したがって、具体的な記載方法については、今後 JSDA において検討が行われ、当局と調整が進められていくものと思われる。なお、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅲ-3-3(1)④は、「帳簿書類の記載事項のうち、該当する事項に直接合致しないものについては、当該事項に準ずるものを記載し、該当する事項がないものについては記載を要しない」と規定していることから、銘柄については銘柄後決め方式 GC レポである旨及び約定されたバスケットの区分を、受注数量及び約定数量についても銘柄後決め方式 GC レポである旨及び受渡金額を、それぞれ記載しておくといった方法も一案となるのではないか。

(6) 一括清算の有効性

現担レポ取引及び新現先取引はいずれも、店頭デリバティブ取引などと同様に、取引当事者の一方が破綻した場合において、取引当事者間で締結された基本契約書に基づくすべての取引を終了させ、それらの取引に係るポジションを一括してネットティングし、一本の債権債務関係とする一括清算（クローズアウト・ネットティング）の仕組みを導入していることが一般的である¹²⁴。銘柄後決め方式 GC レポ取引についても同様に一括清算の仕組みが基本契約書に盛り込まれることが予定されているが、一括清算の有効性が日本法上認められるかは、取引を行う上できわめて重要な関心事となる。法律的には、一括清算法の適用を受けて一括清算の有効性が認められるかが問題となるが、銘柄後決め方式 GC レポ取引は新現先取引とほぼ同じ仕組みを有することから、本稿では異なる仕組みに関連する論点のみを検討する。具体的には、①一括清算法第 2 条第 1 項に定める「特定金融取引」に該当するかという点と、②個別銘柄及び数量が割り当てられる前に取引当事者につき一括清算事由¹²⁵が生じた場合に、具体的な国債との紐付けがなされていないことから、一括清算法施行規則第 2 条に定める評価額の算出の方法に係る要件を満たすのかという点が、問題となる。

まず、①の「特定金融取引」への該当性であるが、これに該当する取引は一括清算法施行規則第 1 条に列挙されている。新現先取引は、同条第 3 号の「有価証券の買戻又は売戻条件付売買及びその担保取引」に該当する。同号につき特段の定義規定は設けられていないが、上記(4)で検討した銘柄後決め方式 GC レポ取引の金商法における位置づけと同様に、同号の範囲から銘柄決定時点が異なるだけの銘柄後決め方式 GC レ

¹²³ 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅲ-3-3。

¹²⁴ 現担レポ取引につき債券貸借取引に関する基本契約書第 10 条及び第 11 条、新現先取引につき債券等の現先取引に関する基本契約書第 11 条。なお、かかる一括清算の要請については、金融法委員会平成 25 年 2 月 1 日付「CCP と倒産法制一関係当事者の破綻時における処理方法を中心に」（<http://www.flb.gr.jp/jdoc/publication42-j.pdf>）13 頁以下参照。

¹²⁵ 一括清算法第 2 条第 4 項。「破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て」をいう。

ポ取引を排除する理由はなく、「有価証券の買戻又は売戻条件付売買及びその担保取引」に含めて問題ないと考えられる。

次に、②である。極めて限定的な場面であるが、約定後個別銘柄及び数量の割当がなされる前までの間に、取引当事者の一方（清算前であれば両取引当事者、清算後であれば清算参加者たる取引当事者及びJSCC）につき一括清算事由が発生する可能性は論理的には否定できない¹²⁶。一括清算法は、同法において有効性が認められる一括清算の方法につき、算出される評価額が「金利、通貨の価格、金融商品市場（金融商品取引法第2条第14項に規定する金融商品市場をいう。）における相場その他の指標の実勢条件に基づき、公正な方法により算出した額」であることを要求している¹²⁷。上記の場面においては、具体的な国債の銘柄が割り当てられていないことから、相場及び実勢条件を観念することができず、同項の要件を満たさないようにも思われる。しかし、ここで、この要件が設けられた趣旨を検討すると、「破綻者、相手方双方にとってポジション上の有利不利が生じず、客観的、中立的にその時点での現在価値に基づくポジションを共通に受け入れるということが倒産法制との関係からも適当であることから」、「時価評価額の算定方法については、客観的かつ公正な評価額を得られる算定方法」を要求したものであるとされる¹²⁸。銘柄後決め方式GCレポ取引においては、銘柄割当前には具体的な国債の銘柄及び数量は観念されていないが、約定後スタート日における決済までの間に、取引当事者間で合意された受渡金額と同じ時価の国債の国債を交換するという期待が存在することからすれば、そもそも引き渡されるべき国債の時価の合計額は受渡金額の額と一致するはずであり、一括清算においても差し引きゼロという結果とすることが、取引当事者の期待に公正かつ客観的に添うものと考えられる。この点につき、現在の現担レポ取引では、債券貸借取引に関する基本契約書第10条により個別契約が解除された場合における取引当事者間の清算の対象となる金額（同基本契約書第11条第1項第(1)号及び第(2)号）の算出にあたって、「個別契約に係る貸借対象債券の解除された日の時価」と「個別契約に係る担保金等の解除された日の時価」の金額を同額とみなすことで、上記の差し引きゼロとする結果を達成することとしている¹²⁹。かかる契約上の手当ては、一括清算法施行規則第2条に係る当事者間の特約に該当するものと考えられるが、約定後ス

¹²⁶ 1回目の債務引受の申込期限は前営業日の21時（JSDA GD50頁参照）であることから、S-1日に約定が行われた場合、約定から清算、ネットティング及び銘柄割当までは1営業日あることになり、朝一番で倒産手続開始の申立てが行われたときにはこのような事態に陥る。

¹²⁷ 一括清算法施行規則第2条。

¹²⁸ 山名規雄「一括清算ネットティング法の概要」（金融法務事情1520号）22から23頁。

¹²⁹ 債券現先取引等研究会作成の「フェイルに関する覚書」（http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/chousa/kenkyukai/files/fail_mem.doc）第10条及び「貸借取引 Best Practice Guide（第2版）」（http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/chousa/kenkyukai/files/tst_bpg.pdf）5頁参照。

タート日における決済までの間において、合意された受渡金額と同じ時価の国債の国債を交換するという取引当事者間の期待につき倒産法上の法的安定性を認めたととしても、上記の「客観的かつ公正な評価」を要求した趣旨には反しないと考えられる。同様に、銘柄後決め方式 GC レポ取引においても、約定後銘柄割当前の間に一括清算事由が発生した場合には、国債を引き渡すべき債務と受渡金額を支払うべき債務がいずれも同額と評価される旨の規定を設けておくことにより、一括清算法施行規則第 2 条に定める評価額の算出の方法に係る要件を満たさないのではないかという懸念を解消できるものと考えられる。

なお、一括清算の有効性は一括清算法のみならず、破産法（平成 16 年法律第 75 号）第 58 条¹³⁰においても手当てされている。銘柄後決め方式 GC レポ取引においては、大部分の取引につき、取引当事者の少なくともいずれか一方は一括清算法第 2 条第 2 項に定める「金融機関等」であると考えられるから、一括清算の有効性は、ほとんどの場面において一括清算法によって担保され、あえて破産法 58 条を適用する必要は乏しいように思われる。仮に銘柄後決め方式 GC レポ取引に係る一括清算の有効性を破産法第 58 条を根拠として認める場合には、新現先取引に同条を適用する場合の議論及び上記の一括清算法に係る②の議論と同様の議論が妥当するものと考えられる。

6 結語

銘柄後決め方式 GC レポ取引は、国債の決済期間短縮化に係る検討の中で、約定から決済までの期間を短縮する方法として考えられた取引方法であり、その実際のオペレーションにおいては照合、清算及び決済と様々なシステムが介在することから、一見分かり難い仕組みであることは否めない。しかし、以上検討してきたとおり、その取引の実態は買戻し又は売戻し条件つき国債の売買であり、既存の新現先取引とは、個別の国債の銘柄ではなく所定のバスケットで売買対象たる国債を特定するという点及びそれに付随する取引条件の定め方に違いがあるに過ぎず、私法上の取引の有効性についても特段問題はないものと考えられる。また、銀行法及び金商法においても、既存の新現先取引と同様に「有価証券の売買」と整理することが可能であり、実務的な整理・対応を除けば銘柄後決め方式 GC レポ取引を導入する上での障害となるべき問題点はないと考えられる。

以上

¹³⁰ 加えて、同条を準用する民事再生法（平成 11 年法律第 225 号）第 51 条及び会社更生法（平成 14 年法律第 154 号）第 63 条。