

決済と担保 —法と経済学の視点から—

決済機構局 山岡浩巳、竹内千春、宇井理人

Bank of Japan Review

2016年5月

決済に関連する実務では、担保や担保類似のスキームが、当事者の破綻などのイベント時にも決済や清算を前に進めるために利用されており、金融危機後の国際的な議論の中で、このようなスキームへの関心は一段と高まっている。これらのスキームでは、実質的な担保資産として流動性の高い（その分特定性は低い）金融資産が使われており、国際的な議論では、これらが他の資産から分離され、イベント時に迅速に流動化できることが重視されている。こうした点は、高頻度の取引が連続して行われる現在の金融市場において、予測可能性を確保しつつ、冗長性（redundancy）のような仕組みを組み込むことで決済の不履行や巻戻しを防ぎ、システミックリスクを抑制するという観点からの理解が可能である。このようなスキームを実現する上では、典型担保とは異なる信託などの枠組みが用いられることも多い。

はじめに —経済的視点からみた担保—

さまざまな経済取引において、従来から「担保」や担保類似の機能を持つスキームが用いられており、その理由については、「債権の回収や実現をより確実にするため」と説明されることが多い。しかしながら、経済理論の面からは、「なぜ担保が用いられるのか」は、それ自体興味深い問題といえる¹。

債務者が自らの資産を質権や抵当権、譲渡担保などを通じて物的担保として供出する場合、その経済的な意味は、債権（債務者からみれば債務）に「順番」を創り出すことにあると理解できる（図表1）²。すなわち、担保付債権者は、担保の価値の範囲内で、他の債権者よりも「先に」自らの債権を回収できるため、債権回収の確率は高まる。しかし、その分、「後に」支払を受ける債権者にとっては、債権を回収できる確率は低くなってしまふ。Modigliani-Miller 理論が示すように、非常にシンプルな世界を想定すれば、債務者が自らの資産を担保として特定の借入先に差し入れることで借入金利の低下を実現できても、その効果は他の借入先からの借入金利上昇で相殺され、全体としての調達コストは変わらないことになる³。

【図表1】担保の機能

①担保がない場合

（資 産）	（負 債）
	債務 A
	債務 B
	債務 C

（全債務が同じ順番）

②債務 C が担保付き

（資 産）	（負 債）
	債務 A
	② 債務 B
	②
担保 資産	債務 C
	①

（担保資産価値の範囲内で債務 C は A, B に優先）

もちろん、そうした中でなぜ担保が用いられているのかについては、経済的な視点からもさまざまな説明がなされている。その代表的なものとしては、「モニタリングコストや債権回収コストの節約」が挙げられる。すなわち、債権者にとって、債務者のビジネスや生計の状況を逐一モニタリングするには相応のコストがかかる。しかしながら、債権者は担保をとることで、モニタリングの対象を、より観察し易い「担保物の価値」に移すことができ、モニタリングコストを節約できるかもしれない。実際、担保物には不動産など比較的市場価格を観察し易いものが用いられることが多く、この場合、担保付債権者は、市場という公

共財を利用してモニタリングコストを引き下げていることになる。また、借入れを行う側も、自らの経済状態のモニタリングコストが貸す側にとって高過ぎるため借入れ自体を受けることが難しい場合でも、担保供出によりモニタリングコストを引き下げること、借入れが可能となるかもしれない。さらに、担保付債権者は、債務者が破綻した際には担保を速やかに市場で売却することを通じて、債権回収コストの低下を実現できる可能性もあろう⁴。

さらに、「情報の経済学」の観点からの説明もあり得る。すなわち、借り入れる側が重要な資産を担保に差し出すことで、別の借入先からさらなる借入れを行う意図がないことを債権者側に示し、借入れを行い易くすることが考えられる⁵。

一方、担保に上述のようなメリットが考えられるとしても、担保には経済的コストも伴う。まず、担保化のスキーム次第では、担保として差し入れられた資産について、本来最も効用が高い形で利用できるはずの経済主体の利用が妨げられ得る（例えば、バイオリニストがバイオリンを質入する場合）。また、担保化に伴う事務コスト（例えば、登記所や登記簿の維持・管理コストや、質屋が蔵を維持し質物を管理するコスト）もかかる。さらに、担保を通じて複数の債権に異なる「順番」が創り出されることによる透明性の低下や不確実性の増加というコストも指摘できる。とりわけ、債権者にとっては、気付かないうちに別の債権者が債務者の資産を担保に押さえていたり、後から現れた債権者が新たに担保を押さえたりすれば、自らの債権回収のリスクを高めるため、重大な関心事となる。担保法制が質権や抵当権のような典型担保について「公示性」を要求しているのは、このような不確実性の減少や予見可能性の確保という視点からも理解できる。

決済と担保

（システミックリスクの抑制）

このように、担保にはさまざまな経済的論点がある中、決済に関連する実務では、担保や担保類似の機能を持つ信託やレポ取引などの枠組み（以下では「担保的スキーム」と総称する）が、これまでも現実に利用されてきている。上述のような、

「債権（債務）に順番を創り出す」という担保の機能に鑑みれば、担保的スキームは、「当事者の破綻などのイベント時にも、担保的スキームが創り出す『順番』を利用し、決済を止めずに前に進めていけるようにする」という意味を持つ⁶。

金融危機後の国際的な議論の中で、決済に関連する担保的スキームへの関心は一段と高まっている。例えば、2012年4月に、BISの支払・決済システム委員会（CPSS）（現在の決済・市場インフラ委員会（CPMI））および証券監督者国際機構（IOSCO）専門委員会が公表した「金融市場インフラのための原則」（FMI原則）⁷でも、「原則5」として「担保（collateral）」という章が設けられている（図表2）。

また、FMI原則は、「原則6」として、清算機関（CCP）が、参加者に対する信用エクスポージャーをカバーするため、「リスク量に基づいて運営され、定期的に見直しされている、実効性が確保された証拠金（margin）制度」を構築・運用することを求めている。

【図表2】FMI原則

原則5： 担保	FMIは、自らまたは参加者の信用エクスポージャーを管理するために担保を要求している場合、信用リスク・市場流動性リスク・マーケットリスクの低い担保を受け入れるべきである。FMIは、保守的な掛目と担保資産の集中に関する上限を適切に設定し、実施すべきである。
原則6： 証拠金	CCPは、リスク量に基づいて運営され、定期的に見直しされている、実効性が確保された証拠金制度を通じて、すべての清算対象商品について参加者に対する信用エクスポージャーをカバーすべきである。
原則14： 分別管理・ 勘定移管	CCPは、参加者の顧客のポジションとこれらポジションに関してCCPに預託された担保の分別管理と勘定移管を可能とする規則と手続を設けるべきである。

さらに、2013年9月にバーゼル銀行監督委員会（バーゼル委）とIOSCOが公表した「清算集中されないデリバティブ取引に係る証拠金規制」では、清算集中されないデリバティブ取引についても、担保として「証拠金」の授受を国際的に義務付ける枠組みの導入が予定されている⁸。

このように、金融危機後、決済に関連する担保的スキームへの関心が国際的に高まっている背

景としては、個々の債権者の債権回収といった観点を超える、「システミックリスクの抑制」という要請を指摘することができる。例えば、「清算集中されないデリバティブ取引に係る証拠金規制」では、証拠金規制導入の目的として、「システミックリスクの抑制 (reduction of systemic risk)」が明示的に掲げられている。

すなわち、金融取引が一段と高度化・高頻度化し、取引やその決済・清算が連続して (back-to-back で) 行われるようになってきている中、万が一にも、そうした流れの重要な一部をなす決済や清算が不履行となったり巻戻し (unwinding) が起これば、その後に続く取引や市場全般に甚大な影響が及び得る。そこで、市場参加者が共通の担保的スキームを採ることにより、「ドミノ的な不履行の連鎖を引き起こし得る決済や清算を、公的サポートに頼らずに自律的に前に進められる仕組みを組み込み、システミックリスクを抑制する」という、経済や市場全体の安定という問題意識が、近年の担保的スキームを巡る国際的議論の背景にある。

(決済に関連する担保的スキームの特徴)

上述のような決済に関連する担保的スキームには、以下のような特徴がみられ、これらは近年の国際的議論の中で一段と強調されるようになっている。

- ① 担保資産として、現預金や国債をはじめとする流動性の高い金融資産が用いられている。
- ② 担保資産を、分別管理等を通じて他の資産からいかに効果的に「分離」するかが重視されている。
- ③ 担保資産を、イベント時には倒産手続などに制約されずに迅速に流動化することができ、決済や清算を前に進めるために使えることが重視されている。
- ④ 法的構成として、「信託」や「レポ取引」など、質権や抵当権のような典型担保とは異なる枠組みが用いられるケースが多い。
- ⑤ 市場参加者が揃って同じスキームを採用することや、担保の量が適正水準となるよう連続的に調整されることが重視されている。

以下では、これらの特徴を「法と経済学」の視点も踏まえながらみていく。

担保対象資産

—高流動性金融資産と「特定性」—

上述のように、担保の一つのメリットが「モニタリングコストの削減」にあるとすれば、流動性の高い金融資産ほど、その市場価格を観察し易いため、価格変動のモニタリングコストは低くなると考えられる。他方、流動性が高く標準化されている資産ほど、その「特定性」を捉え難くなっていく面がある。

この問題は、「現預金」についてとりわけ顕著となる。すなわち、現預金はそもそも市場価格の変動自体が考え難いため、「価値変動のモニタリングコスト」は非常に低い。しかし、当座貸越などの場合を除けば、現預金は必ずしも「担保物」として一般的であったとは言いがたい。この背景としては、そのまま支払に充当できる現預金を担保に、敢えて借入れを行うニーズが生じ難かったことも挙げられるが、現預金は、典型担保が担保物に求める「特定性」の要件を満たし難いことも指摘できる。

しかしながら、決済に関連する担保的スキームでは、担保として流動性の高い金融資産が用いられている。FMI 原則では、「原則5」において、CCP を含む金融市場インフラが担保を受け入れる場合には「信用リスク・市場流動性リスク・マーケットリスクの低い担保を受け入れるべき」と定めている (前出図表2)。また、「清算集中されないデリバティブ取引に係る証拠金規制」でも、取引当事者に要求される「証拠金」として、現預金や流動性の高い有価証券を差し入れることが求められている。さらに、国債などの取引では、買い入れる証券自体を担保とする資金の借入れが「レポ取引」として行われている。

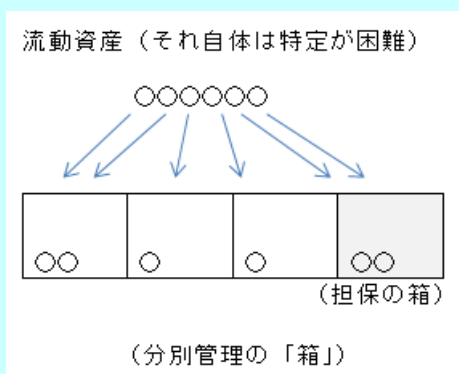
システミックリスクの抑制という観点からは、流動性の高い金融資産を担保として用いることには、担保資産を市場売却を通じて迅速に流動化し易いというメリットがある。他方、質権や抵当権などの典型担保が担保資産の「特定性」を求めていることとの関係では、それ自体には「特定性」を見出し難い標準化された金融資産を、どのようなスキームで担保化するかが課題となる。さらに、流動性の高い金融資産は、それ自体が高頻度の金融取引の対象でもある。すなわち、これらの資産

は「じっとしている」わけではなく、頻繁に入れ替わり得る。

担保対象資産の「分離」 —「分別管理」など—

この点、近年の国際的な議論では、担保資産として流動性の高い金融資産を用いることを前提に、これらを分別管理などを通じて他資産から「分離」することが重視されている。例えば、FMI原則では、「原則 14」において、参加者の破綻等の際に当該参加者の顧客のポジション・担保を有効に保護するため、CCP に対し「預託された（顧客分の）担保の分別管理と勘定移管を可能とする規則と手続を設ける」ことを求めている。このように、それ自体には「特定性」を見出し難い資産を、言わば名札付きの「箱」に区分けすることで、関係者に識別できるようにするという発想がみられる（図表 3）。

【図表 3】流動資産の分離



このようなスキームは、担保物である流動性の高い金融資産が、担保権者や担保の保管者などによって費消されたり、流用されてしまうリスクを低減する意味も持つ。もっとも、そうしたリスクが完全に消えてなくなるわけではない中、上述のような担保資産の「分離」の主眼は、関係者の間で、「どの程度の量の担保が差し入れられているのか」という「予見可能性」を確保し、その下で合理的判断に基づく取引を可能とする点にあるとみることができよう。ちなみに、FMI原則でも「有効な分別管理の取極めは、参加者の顧客のポジションと関連する担保を明確かつ信頼できる形で特定することによって、参加者破綻がその顧客に及ぼす影響を削減することができる」と述べている。

担保対象資産の迅速な流動化と法的構成

システミックリスクへの対処という観点からは、担保資産が、イベント時には倒産手続などの影響を受けることなく迅速に流動化でき、決済や清算を前に進めるために使えることが重要となる。FMI原則も、金融市場インフラに対し「必要性に応じて速やかに担保を処分できる体制を整えておく」ことを求めている。

また、高頻度の取引を行いながら収益の獲得を図っている市場参加者の関心は、究極的には、特定の銘柄の証券を取り戻すことにあるわけではなく、金銭に換価された抽象的な価値の最大化にある。したがって、担保資産についても、典型担保の形態を採っているかどうか、また、それを「モノ」として取り戻せるかどうかよりも、「担保的スキームが、取引が高頻度かつ連続して行われる市場のプラクティスに合致したものとなっているかどうか」が、主要な関心事となろう。

実際に、決済に関連して現実に使われている担保的スキームの法的構成をみると、典型担保である質権や抵当権ではなく、「信託」などの枠組みが用いられる事例も多い。この背景としては、上述の通り、①流動性が高く標準化された金融資産は、それ自体について、典型担保が要請するような「特定性」を見出すことが容易ではないこと、②国際規制等も、担保物自体の「特定性」ではなく、担保資産の「分離」を重視していること、③この中で、倒産手続などの影響を受けずに担保資産を流動化することが可能なスキームが選ばれ易いこと、が挙げられる。とりわけ、③の点については、倒産手続などの開始に伴い担保権の実行が制約されたり、民事執行等の競売手続に沿うことが求められれば、システミックリスクの抑制という目的を果たすことも難しくなる。

スキームの共有と予見可能性の確保

各市場参加者による担保の差入れによって決済や清算が確実に履行されることのメリットを享受するのは、広く市場参加者全体であり、システミックリスクは典型的な「負の外部性」ないし「外部不経済」といえる。このため、決済に関連する担保的スキームでは、取引慣行の共有や、金融市場インフラ等を通じたルール共有、さらに

は国際的な規制などを通じて、同じスキームが関係者に広く共有されていることも特徴である。

さらに、決済に関連する担保的スキームでは、決済や清算を円滑に進めるために必要とされる水準と比べ、証拠金など、担保として差し入れられる資産の量が極端に過少にも過剰にもならないような配慮が行われている。この結果、市場参加者は、差し入れられている証拠金などの量について、ある程度の予見可能性を持つことができる。すなわち、「担保」という名札の付いた箱の中に、その時々具体的に何が（例えば、どの銘柄の国債が）どれだけ入っているかは逐一わからないとしても、どの程度の量の担保が入っているかは、スキームを通じて概ね推測できることになる。

すなわち、まず「担保が過少とならないようにする」という観点では、デリバティブ取引に関連して差し入れられる証拠金の規模は、各取引当事者のポジションなどに応じて最低額が決められ、この額は連続的に調整される。一方、「担保が過剰とならないようにする」という観点では、そもそも通常の金融環境下では、市場参加者は必要量を大幅に超える担保を取って差し入れるインセンティブは持ち難い。さらに、上述の国際的な証拠金規制の導入に当たっては、流動性の高い金融資産が担保として過剰に差し入れられることが市場流動性などに及ぼすマイナス面も意識されてきている。

具体的な担保的スキーム

次に、決済に関連して現実に用いられている担保的スキームの具体例をみていく。

（国際的な証拠金規制と国内対応）

2011年のG20カンヌサミットでの合意を受け、上述のとおり、バーゼル委およびIOSCOは、2013年9月、CCPを通じて清算されない店頭デリバティブ取引について、担保として「証拠金」(変動証拠金<variation margin>および当初証拠金<initial margin>)を授受することを国際的に義務付ける「清算集中されないデリバティブ取引に係る証拠金規制」を公表した。この枠組みは各国で法制化され、本年(2016年)9月から段階的に実施される予定となっている。

この国際規制は、担保を巡る各国法制のあり方という観点からも、興味深い論点を含んでいる。すなわち、主要国の法制を比較すると、「売買」や「所有権」については共通する部分が多いのに対し、「担保」を巡る法制には各国間でかなりの差がみられる(例えば、日本法上の「質権」や「担保権」と、英米法の“pledge”や“mortgage”、“lien”とは重ならない部分も多い)。FMI原則も、資産の分別管理に関し、「あらゆる法域のすべてのCCPにとって適切な単一のモデルを設計することは不可能」と述べている。この中で、上述のような国際規制を、各国がどのようにそれぞれの国の法制に引き直すかは、担保法制のあり方を考える上でも示唆に富む。

「清算集中されないデリバティブ取引に係る証拠金規制」では、規制導入の目的として、「担保の利用によるコンテージョンやスピルオーバーの抑制 (to reduce contagion and spillover effects by ensuring that collateral is available to offset losses) を通じたシステムリスクの抑制」を明示的に掲げている。そのうえで、必要以上の担保を証拠金として取り過ぎることのないよう、定量影響度調査(QIS)も行われている。

さらに、以下の点が重視されている。

- ① 担保は「流動性の高い資産」であることを求めており (these assets should be highly liquid)、その例として、「現預金、信用力の高い国債・中銀債・社債・カバードボンド、主要インデックスに含まれる株式、および金」を挙げている。
- ② 当初証拠金は、各国法の下で、担保の受け手の破綻の影響を受けないようにすることが求められている (the collected margin must be subject to arrangements that fully protect the posting party to the extent possible under applicable law in the event that the collecting party enters bankruptcy.)。
- ③ 取引相手方の破綻の際には、担保が速やかに流動化できることが求められている (to ensure that assets collected as collateral for initial and variation margin purposes can be liquidated in a reasonable amount of time)。とりわけ、当初証拠金については、取引相手方の破綻の際に直ちに利用可能 (immediately available) であることが

求められる。

そのうえで、この国際規制が、わが国の国内法の下でどのように実現が図られているのかをみると、本年3月に公布された「金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」等では、当初証拠金について、相手方がデリバティブ取引に関する債務を履行しないときに「遅滞なく利用することができ」、かつ、担保の受け手に一括清算などの事由が生じた場合には、相手方に「証拠金が返還されるよう、信託の設定又はこれに類する方法により管理すること」が求められている。すなわち、「信託の設定又はこれに類する方法」という、典型担保ではないスキームの利用が想定されている。

（銘柄後決めレポ取引）

流動性の高い金融資産は、それ自体が高頻度の金融取引の対象にもなり得る。したがって、これらの金融資産を担保の「箱」に入れて分別管理した後も、箱の「中身」を入れ替えるニーズが生じ得る。逆に、いったん担保の「箱」に入れた資産が入れ替えられないことになれば、市場の流動性に悪影響が生じるおそれがある。

この点、流動性の高い金融資産を担保として利用しつつ、「決済の安全」と「市場流動性」のバランスを取る工夫も行われている。その一つが、「銘柄後決めレポ取引」である。

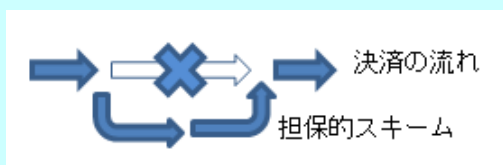
現在、決済リスク削減のため、国債の決済期間のさらなる短縮化に向けた議論が関係者の間で進められている。この中で、実質的に「証券を担保とする資金の借入れ」としての機能を果たすGC (general collateral) レポ取引について、即日 (T+0) 決済を実現するため、約定時点では個別銘柄を特定せずにバスケット（割当て対象銘柄の範囲を特定する条件）方式で約定し、決済の直前に個別銘柄の割当てを行う「銘柄後決めレポ取引」の導入が予定されている。この「銘柄後決め」という考え方は、条件付き売買という法律構成の下で、「その時点で特定のバスケットに該当するもののうち任意の銘柄を担保として扱う」という形で、担保資産に関する柔軟性をさらに高めようとしている点が特徴的といえる⁹。

結びにかえて

以上みてきたように、近年の国際的な議論においては、決済に関連する担保的スキームについて、個別の債権者の債権回収といった要請に止まらず、「仮に不履行となれば影響が甚大となり得る決済や支払を、イベント時にも極力前に進め、システミックリスクを抑制する」という経済・市場全体の要請が強く意識されているように思われる。このような問題意識を背景に、担保資産として流動性の高い金融資産が用いられるとともに、スキーム上は、担保資産が倒産手続などの影響を受けずに迅速に流動化できることが求められている。さらに、流動性が高いことの「コインの裏表」として、それ自体には「特定性」を見出し難い資産を担保資産として利用する観点から、資産を分別管理などを通じて効果的に分離し、関係者の予見可能性を確保することが重視されている。

これらの特色は、送電や情報伝達などさまざまなシステムを「フェイルセーフ (fail-safe)」にするための「冗長性 (redundancy)」の組み込みと類似している面が多い (図表4)。すなわち、「万が一止まれば影響が甚大となり得る決済や清算」について、イベント時には担保的スキームを速やかに発動することで、極力止めずに前に進めるという発想である。このような担保の機能は、高頻度の取引が連続して行われるようになっている現在の経済社会における担保の役割を考える上でも示唆に富む。

【図表4】 決済と担保
—システムの「冗長化」—



もっとも、このような、「システミックリスクの抑制に寄与し得る担保的スキーム」を構築していく上では、以下のように、なお取り組むべき課題も残されている。

（個別の市場参加者の破綻処理との関係）

倒産手続などの影響を受けずに担保資産が流動化できることは、システミックリスクの抑制と

いう観点から重要であるが、一方で、経営危機に瀕した個別の市場参加者の継続価値（on-going concern value）の維持や、他のステークホルダーとの関係をどう考えるかという論点もある。

これらのバランスを確保する上でも、①担保資産が流動性の高い金融資産であり、企業の継続価値に深く関わる個別性の強い財（例えば、設備やノウハウ）でないこと、②担保の量が極端に過少でも過剰でもなく、円滑な決済を確保する上で適切な規模であること、③そうした担保の規模について、関係者の間である程度の予見可能性が確保されていること、が一定の意味を持つように思われる。

（担保の再利用を巡る論点）

決済に関する担保資産として流動性の高い金融資産が用いられていることは、担保権者や担保の保管者による、預かった担保資産を再利用したいというニーズにも繋がり得る。このような担保の再利用は、担保の効率性を高める面がある一方、担保物のもともとの所有者がこれを取り戻せなくなるリスクを高める要因ともなる。

これも、「担保の有効活用」と「担保物の所有者の保護」という2つの要請のバランスをいかに図っていくかという問題といえる。これについても、取引関係者が担保の再利用に関する理解をどの程度共有し、再利用がどの程度予見可能性が確保される形で行われるかが一つの鍵と考えられる。この点、FMI原則も、「原則5」において、「金融市場インフラは、担保の再利用に関する明確で透明な規則を設けるべき」と記述している。

（「順番付け」と経済的合理性）

物的担保のスキームの多くは、債務者などが保有する「資産」のサイドに注目し、これに紐付けする形で債権（債務者からみれば債務）に「順番」を創り出すものといえる。

もっとも、高頻度の取引が行われる現在の経済社会では、流動性の高い金融資産など、それ自体に「特定性」を見出し難く、かつ入れ替わり易い資産を担保資産とするニーズが増えている。このことは、「特定の資産の価値に紐付ける形での順番付け」を難しくしていく面もある。

この点、債権に「順番」を創り出す方法として、

「担保資産への紐付け」が必ずしも唯一の方法であるわけではない。例えば、一般先取特権や劣後債務は、担保資産に依存せず、債権（債務者からみれば債務）に直接順番を付けているとみることができる（もちろん、特定の債権に「先」の順番を付けることは、他のステークホルダーに大きな影響を与えるため、法的には相当高いハードルがある）。

いずれにしても、経済的な視点からは、市場参加者にとっては、債権が何に紐付ける形で順番付けされているかよりも、このような債権の順番や担保の量について関係者の間で予見可能性が確保され、その下で合理的判断に基づく取引が可能となっているかの方が、より重要と考えられる。この観点からも、担保的スキームの透明性や、市場参加者の予見可能性が意味を持つ。さらに、このような担保的スキームを用いながら決済や清算を前に進めることが、システミックリスクの抑制や経済・市場の安定という観点から重要であるという認識が、関係者の間で共有されていることも鍵となろう。

以上みてきたように、かつての「有担原則」といった慣行は後退する中であって、金融取引の高度化やデリバティブ取引の発達の下、個別の債権者の債権回収といった視点に止まらない、決済の円滑な遂行を通じたシステミックリスクの抑制といった視点から、担保的スキームが国際的にも再び注目を集めている。このような担保的スキームを実現していくために、信託など幅広い枠組みが動員され、さらに特別法による対応も行われてきているが、今後とも、経済や市場の安定にとって最適な担保的スキームや、そのための制度的な枠組みはどうあるべきかといった論点について、実務家や法律学・経済学の専門家、中央銀行など幅広い主体が、議論を重ねていくことが有益と考えられる。

¹ 本稿における「担保」は、法律の定める典型担保以外のものを含む、いわゆる「物的担保」を指し、保証のような「人的担保」は含まないものとする。

² 譲渡担保の場合でも、判例により、担保物の売却額が債権額を上回った場合には清算義務が課されており、債権者が債権額を上回る額を得ることはできない。このことも、担保の経済的意味は過剰な回収を可能とするものではなく、あくまで「順番」の創出にあることを裏付けている。

³ このような興味深い論点を提起した代表的論考として、神田秀樹「担保法制の理論的構造と現代的課題」（『金融研究』第12巻

第2号<1993年6月>)が挙げられる。

⁴ 例えば、質権や抵当権は、債務者について破産手続が開始した場合、別除権とされ、破産手続によらずにその権利を行使することができる(破産法第2条第9項、第65条)。

⁵ このほか、担保が債務の履行を心理的に強制する効果に注目する論考もあるが、本稿では、このような心理的效果がドミナントとは考え難い金融取引に焦点を当てていることもあり、このような効果については捨象する。

⁶ 決済を「前に進める」ことの意義については、山岡浩巳、渡邊明彦、竹内千春「決済の法と経済学」(日銀レビュー2016-J-3<2016年3月>)を参照されたい。

⁷ Committee on Payment and Settlement Systems, and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, “Principles for financial market infrastructures” (2012年4月)。

⁸ Basel Committee on Banking Supervision, and Board of the International Organization of Securities Commissions, “Margin requirements for non-centrally cleared derivatives” (2013年9月、2015年3月改訂)。

⁹ 銘柄後決めレポ取引に関する法的論点を整理した論考として、金融法委員会「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」(2016年3月)が挙げられる。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行決済機構局決済システム課(代表03-3279-1111 内線2748)までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。