

# レポは売買か貸借か

## レポの法律上の扱ひについて

中島 将隆

### 1 レポの法的性質をめぐる論争

レポの経済機能は、債券と資金を一定期間、交換する取引である。一定の期間が経過すれば、予め定めた価格で買い戻すという取引であり、経済的にはきわめて単純な取引である。そして、この経済機能は、レポ取引が始まった時から今日まで、いささかも変化していない。

ところが、経済的には極めて単純な取引であるが、法律上の扱ひは複雑である。レポの経済機能は売買形式による担保付ローンであるが、法律上、売買として扱うべきか、貸借として扱うべきか、不明確である。今日までのところ、レポの統一的な法理論はない。レポの法的性質を貸借と決めつければ相手方倒産の場合、担保の処分が不可能となり信用リスクが発生する。レポが売買であれば債券は価格変動するから信用エクスポージャーが発生する。また、レポを貸借（金融）とすれば、レポ収益は利子扱いとされ課税上の問題が発生する。レポの法的性質は、売買か貸借か、この論争は古くて新しい問題である。まず、アメリカでの論争を振り返ってみよう。

## (1) ロンバート・ウォール社の倒産と破産法の改正

レポ取引が典型的な発達を遂げたアメリカで、レポの信用リスクが明確に意識されたのはファイナンシャル・コーポレーションが倒産した一九七五年であった。しかし、この時点ではレポ取引が「売買か貸借か」、法律上は曖昧なままであった。ところが、一九八二年八月、ロンバート・ウォール社の倒産によって、この問題を曖昧にすることが出来なくなった。担保の処分を巡って訴訟が起こり、裁判所はレポが「売買か貸借か」判断を求められたのである。裁判所は、「レポは担保付借入であって証券の売買ではない」と判決を下した。この判決はウォール街に大きな衝撃を与えた。何故なら、一九七八年の改正破産法では担保の処分を停止する自動停止条項が設けられたからである。レポの法的性格が貸借であれば自動停止条項が適用される。この判決が出る前までは、ウォール街は相手方が倒産した場合、担保を売却することが出来る、それも直ぐさま出来るとの前提で営業してきたからである。

ロンバート・ウォール社の担保を巡る裁判の結果、レポ取引は自動停止条項が適用されることになりレポ市場は縮小した。政府証券ディーラーは担保の処分を可能にするため破産法の改正を要求する運動を開始した。レポ市場が縮小すると、国債の市場流動性が低下する。連邦準備制度はこの危険性を十分に理解していた。連邦準備制度はディーラーの要求を応援し議会に破産法の改正を働きかけたのである。

ディーラーの要求を受けて、一九八四年、ついに破産法が改正された。破産法上、レポは売買とされたのである。すなわち、米国連邦破産法第一条に基づく破産手続きを行った場合、破産ディーラーと行ったレポ取引の担保証券については、資金の出し手は担保証券を売却して清算できるようにしたのである。破産法の改正はアメリカのレポ市場に決定的な影響を与え、レポ市場は急速に拡大していく。破産法の改正は、チャプターイレブ

ンとして人口に膾炙されている。チャプターイレブンによって、レポ取引の信用リスクは回避することができた。レポ取引の最大の特徴である複合的性質は、破産法の改正によって明確に規定されたのである。「破産法の改正が無ければレポ市場は今日のように拡大しなかった」、この点については、全ての市場関係者が共通して認めるところである。

## (2) カリフォルニア州オレンジ郡の訴訟

レポ取引の法的扱いについては、一九九四年一二月、再び訴訟がおこされた。カリフォルニア州オレンジ郡がレポ取引で破産した。同郡とレポ取引を行っていた金融機関はレポ契約に基づいて担保証券を売却したが、これに対してオレンジ郡は担保証券の売却は破産法に違反する、と訴訟を提起したのである。一九八四年の問題が再び蒸し返された。オレンジ郡の破産申請は破産法第一条(チャプターイレブン)ではなく、地方公共団体の債務整理を定めた第九章に基づいて行われた。オレンジ郡の主張は、チャプターイレブンは事業会社の再建型倒産手続きを定めたものであり地方公共団体はこの規定に服さない、従って、金融機関には担保を処分する権利が無い、という主張である。この裁判の結末は、今日までのところ不明である。しかし、この問題についてSECは声明を出し、破産法第九条ではレポ取引の担保の処分について明示されてはいないが、チャプターイレブンの規定は全ての法人組織に適用される規定であること、担保の処分を認めなければ金融市場にシステミックな障害を与える、と声明書の中で述べている。

レポが破産法上は売買とされたのは、金融市場のシステミックリスクを回避するためであり、国債市場の流動性を向上させるためであった。

### (3) レポ収益に対する課税問題

日本ではこれまでレポの法的性質を巡る論争は無かった。何故なら、日本のレポである現先取引は、債券の条件付売買として扱われてきたからである。昭和十一年、大蔵省の通達によって、現先は債券の条件付売買として、証券取引法上の正規の業務として公に認められた。仮に、現先が貸借（金融）として扱われると、証券会社は現先売買を行うことが出来ない。銀証分離の原則が証券金融行政の根幹となっていたからである。銀行業務と証券業務は峻別され、証券会社は銀行類似業務を営むことが厳禁されていたからである。証券会社の買い現先が行政指導によって禁止されたのも、買い現先は資金の流れから見ると証券会社の資金貸付と同じ性質をもつ取引であり、銀行の貸付業務と類似するからであった。

レポ収益（現先取引の収益）に対する課税の扱いについても売買として扱われていた。現先は売買であるから、現先売買には有価証券取引税が課税され、レポ収益に対し源泉徴収されることは無かった。レポ収益は売買差益であり、貸付金に対する利子収益として扱われることは決して無かったのである。但し、国税庁の内部処理では、現先を貸付として扱っていたようである。しかし、これとて統一的な扱いではなく、売買として処理することも認めていたのである。従って、日本ではレポの法律上の扱いについて議論する余地は無かった。レポは売買として扱われてきたからである。

ところが、平成一四年八月、国税庁は住友信託銀行が行った平成一二年一月から平成一三年六月分のレポ取引について、レポ収益に源泉徴収を行った。国税庁の課税根拠は、レポは貸付であり、レポ収益は貸付金の利子に相当するというものである。具体的には、住友信託銀行が非居住者に支払ったレポ収益は、所得税法第一六一条六に該当するものであり、貸付金の利子に相当する、というものである。

前述したように、これまでレポ収益に対する課税が問題になることは無かった。レポは売買として扱われてきたからである。従来とは異なる扱いに対して、住友信託銀行は当然のことながら異議を申し立てることになった。日本ではじめてレポの法的性質を巡って本格的な論争が開始されたのである。この論争における問題の核心は、レポ取引の特徴をどのように理解するか、と言う点にある。何故なら、レポは売買と貸借の二つの性質を持つ複合的な取引という特徴を持つからである。そこで、以下では、レポ取引の特徴を概観し、レポ収益に対する課税問題の視点を考えてみたい。

## 2 レポ取引の特徴

### (1) 何故リスク最小の取引形式か

レポの経済機能は極めて単純で、一定の期間、債券と資金を交換する取引である。一定の期間が過ぎれば、予め定めた価格で買い戻す有担保の取引である。債券と資金は、相互に担保となっているのである。

経済的には極めて単純な取引であるが、実はこの交換には大きなリスクが内在している。まず、価格変動リスクである。債券の市場価格は絶えず変動する。金融が逼迫すれば債券価格は下落して、資金の出し手にとっては債券の価値は担保割れになる。取引開始時点では等価交換であっても、債券価格の下落によって担保割れとなり等価交換でなくなる。

次に、この交換には信用リスクが内包している。相手方が倒産の場合、担保を処分することが出来なければ資金を回収することが出来ない。

レポ取引の特徴は、この二つのリスクを回避する手段が整えられている点にある。まず、価格変動リスクはマ

ージン・コールによって回避される。取引当事者は日々、担保の値洗いをを行い、担保の市場価格が変動していればマージン・コールによって債券と資金が等価交換となるように調整する。また、価格変動を事前に織り込んでマージンやヘアカットなどリスクコントロール条項を設けている。次に、信用リスクに対しては、相手方が倒産の場合、他の債権債務と切り離し、担保を処分することが出来る仕組みになっている。また、クローズ・アウト・ネットティングによって信用リスクを軽減している。

このように、レポ取引では価格変動リスクと信用リスクを回避する仕組みが整備されている点に大きな特徴がある。価格変動リスクと信用リスクの二つが回避されているからこそ、レポ取引はリスク最小の取引といわれているのである。

## (2) レポ取引の特徴は複合的な取引である

レポ取引では、価格変動リスクを回避するためマージンやヘアカット・担保の値洗いやマージン・コールなどリスクコントロール条項が設けられていた。ところで、レポ取引が売買取引であれば、このようなリスクコントロール条項は設けることが出来ない。売買であれば、相手方に所有権が移行するから、売却した債券がどのような市場価格となっても売り手にとっては無関係である。有担保の貸借取引であれば、担保割れは最大の問題になる。担保割れが生じないようにするため、リスクコントロール条項が設けられているのであった。従って、レポ取引は貸借取引という性質を持っているのである。担保の差し替え（サブステイチューション）やクローズ・アウト・ネットティングについても、貸借取引であるからこそ可能であり、売買であれば不可能である。

他方、レポ取引では相手方が倒産の場合、担保の処分が可能であった。担保の処分は所有権の移転が無ければ

不可能である。つまり、売買でなければ担保を処分することが出来ない。従って、レポ取引は売買という性質を持つていたのである。

以上にみてきたように、レポ取引は売買と貸借の二つの性質を持つ複合的な取引という点に最大の特徴がある。レポは売買でもなければ貸借でもない、二つの性質を併せ持つ固有の取引である。

レポの経済機能は今も昔も変わらない。経済機能は債券と資金の交換である。レポ取引で何が変わったかといえば、レポ取引に内在するリスクを人々が次第に明確に理解するようになったことであり、内在するリスクを軽減するためにレポ取引の制度を整備してきた、と言うことである。表1は、レポ取引に内在するリスクがどの時点で明確に意識されるようになったか、そして、リスク回避のために如何なる市場慣行と制度整備が行われたのか、を整理したものである。表1が示すことは、レポ制度の歴史とは取引に伴うリスクを軽減する歴史である、という点である。

### 3 レポの法律上の扱いについて

#### (1) 統一的な法の扱いは無い

レポは売買でもなければ貸借でもない、売買と貸借の二つの性質を持つ複合的な性質の取引であった。レポ取引が典型的に発達したアメリカでは、レポの標準契約書が作成され、この標準契約書が国際標準の契約書の基本となっている。レポが二つの性質を持つ取引であること、二つの性質を持つが故に生じてくる問題があること、取引当事者の間にトラブルが発生することを防止するためには標準契約書が必要であること、こうした問題を明確にし資金提供者の権利を守るためにレポの統一的な標準契約書が作成されたのであった。レポは複合的な性質を

表1 政府証券ディーラーの倒産とレポ取引制度の整備（米国）

年	レポの市場慣行と取引制度の整備
1918	連邦準備制度は金融調節のため1918年にBAディーラーとレポを開始
1950年代	民間部門におけるレポ取引開始
1957	<ul style="list-style-type: none"> <li>通貨検察官はレポが担保貸付として取り扱われるべきと定める（7月）</li> <li>1956年以前のコール・レポートでは銀行はレポを所有債券の売買と報告し「販売契約」あるいは「後渡契約」と称していた</li> <li>通貨監督官がレポを担保付貸付と定めてから銀行はレポを貸付として報告するようになったが、ディーラーは売買或いは貸付として扱い統一されていなかった</li> </ul>
1970年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>1970年代中頃以降、国債大量発行の開始とレポ取引の増加</li> </ul>
1975	<ul style="list-style-type: none"> <li>フィナンシャル・コーポレーションの倒産</li> <li>レポ取引のリスクが始めて認識されたが制度上の整備は講じられなかった</li> </ul>
1982	<ul style="list-style-type: none"> <li>ドラスディール・ガバメント証券の倒産（5月）</li> <li>レポ取引における経過利子の扱いが不透明であった。不透明性を利用して投機的売買が行われた。この倒産を契機にレポ取引の制度改革が開始される</li> <li>コマーク社の倒産（6月）</li> <li>ロンバート・ウォール社の倒産（8月）</li> <li>担保の処分を巡ってレポの法的性格が裁判で問われレポ取引の信用リスクが明確に意識される。</li> <li>裁判所はレポ取引が貸借であると判決を下し破産法の自動停止条項によりレポ取引は激減する。</li> <li>Fedはレポ取引の担保に用いる債券の価格には経過利息を含めることを命じる（10月）</li> </ul>
1983	<ul style="list-style-type: none"> <li>公社債協会PSA（Public Securities Association）の設立</li> </ul>
1984	<ul style="list-style-type: none"> <li>ライオン・キャピタル社の倒産（2月）</li> <li>同一の証券が複数の担保として用いられ、ディーラーの倒産によってレポ取引の担保となった証券が誰に帰属するかが争われた。</li> <li>連邦破産法の改正</li> <li>破産法11条に基づく破産手続きを行った場合、レポ取引を自動停止条項の対象としない</li> </ul>
1985	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESMガバメント証券の倒産（3月）</li> <li>同一の債券を複数の担保に利用したことが判明する</li> <li>ベビル・プレスラー・アンド・シュールマン証券の倒産（4月）</li> <li>レポ取引で「取引コスト」を節約するため証券の名義変更を行わなかった。取引相手の貯蓄貸付組合は証券の名義変更が行われていなかったため経営破綻し国債市場が不安定となる。</li> <li>連邦金融機関検査委員会は債券貸借取引に関する監督方針を設定（5月）</li> </ul>
1986	<ul style="list-style-type: none"> <li>公社債協会のレポの標準契約書作成（PSAのMaster Agreement）（2月）</li> <li>統一されたレポ取引の法的基準の制定</li> <li>PSAのMaster Agreementは国際標準の契約書となる</li> <li>国債法の制定（Government Securities Act of 1986）（10月）</li> <li>政府証券ディーラーの不正取引を防止するための法的整備（経過利息を含めた価格付け、ヘアカットの標準化、担保の値洗い、マージン、ネットティグ）</li> </ul>

(注) Marcia Stigum "The Repo and Reverse Markets" 1989 Richard D. Irwin, Inc. 榊原英資監訳笠原宏訳「レポ・リバース市場—貸し債券市場の実務」(東洋経済新報社 1990年) 14・42・48~49・145~148・160・164頁、Ellen Taylor "Trader's Guide to the Repo Market" 1995 Asset International Inc. 日本興業銀行総合資金部訳「レポ市場ガイド—米国取引の実際」(金融財政事情研究会 1997年) 28・58~64頁、レイ・ロス著日本証券経済研究所証券取引法研究会訳「現代米国証券取引法」(商事法務研究会 1989年) 1363頁より作成



持った取引であるから、法律上の扱いは統一されて  
いない。ある法律では売買として扱われ、別の法律  
では貸借として扱われている。法律の趣旨に従って  
扱いが異なっているのである。

表2は、アメリカにおけるレポの法律上の扱いを  
比較したものである。破産法では、前述したように、  
レポは売買の扱いとなった。レポが貸借であれば自  
動停止条項が適用され、資金の提供者は担保の処分  
が不可能になる。担保の処分が不可能になれば、レ  
ポ市場は縮小する。レポ市場が縮小すると国債の流  
動性が低下して流通市場が麻痺する。レポ市場を育  
成して国債の流動性を高めるため、議会は破産法を  
改正し、レポを自動停止条項の適用除外としたので  
あった。

会計処理法をみると、証券会社や商業銀行はレポ  
を金融取引として処理している。レポの経済機能は  
資金取引であるから、経済実態に即した扱いとなっ  
ている。しかし、連邦準備制度の場合は売買取引と

表2 レポ取引の法律上の扱い（米国）

PSAの標準契約書 <sup>(1)</sup>	買戻し条件付売却（金銭消費貸借的売買契約）
会計処理法 <sup>(2)</sup>	証券会社、商業銀行は金融取引として処理
連邦準備制度の扱い <sup>(3)</sup>	連邦準備制度は売買取引として処理
税法 <sup>(4)</sup>	担保付ローンと認定
レポ収益の非居住者に 対する課税 <sup>(5)</sup>	取引期間が183日未満およびポートフォリオ利子に該当する 場合は源泉徴収免除
連邦証券法 <sup>(6)</sup>	有価証券の売買として詐欺防止条項を適用
連邦破産法 <sup>(7)</sup>	破産法第11条の再建型倒産手続きに従う場合、レポは自動 停止条項の適用除外とする（Bankruptcy Code CH11）

- (注) 1. PSA (Public Securities Association) の標準契約書は、1985年のPSA年次報告書に全文が掲載されている。PSAはその後、TBMA (The Bond Market Association) に改称され、標準契約書はTBMAのホームページに全文が掲載されている。TBMAの標準契約書はISMA (International Securities Market Association) 標準契約書と統一され、TBMA/ISMAのGMRA (Global Master Repurchase Agreement) である。この標準契約書の全文はTBMA、ISMAのいずれのホームページにも掲載されている。
2. 監査法人トーマツ監訳『アメリカ金融機関・会計実務ハンドブック』中央経済社 (1993) 617頁
3. 連邦準備法は民間金融機関からの有担保貸付や借入を認めていない。Marcia Stigum "The Repo and Reverse Markets" 1989 Richard D. Irwin, Inc. マーシャ・スティガム著榎原英資監訳笠原宏訳『レポ-リバース市場-貸し債券市場の実務』東洋経済新報社 1990年 23頁参照。
- 4・5. 日本証券業協会調べ
6. ルイ・ロス著日本証券経済研究所証券取引法研究会訳『現代米国証券取引法』商事法務研究会編 1989頁
7. 連邦破産法 §101 (47)、§362 (b) (7)

して処理している。アメリカのレポ論争において、連邦準備制度は一貫して売買説の立場を取ってきた。ニューヨーク連邦準備銀行はレポ市場を通じて公開市場操作を行っているが、連邦準備銀行には加盟銀行に対する公定歩合での貸付以外には民間企業と金銭の貸借をする法的権限がない。このため、連邦準備制度はレポオペの法的性格について一貫して売買説を取っているのである。

連邦証券法では詐欺防止条項を適用するためレポを売買として扱っている。『現代米国証券取引法』では次のように述べている。「伝統的な買戻条件約定書の経済的実質をみると、それらはそれ自体別個の証券ではないことを示している。しかしながら、連邦証券諸法の目的にとつては、それらが関連する合衆国政府証券の購入と売却を含むものとみなされる。その結果、連邦証券諸法の詐欺禁止規定は、伝統的な買戻し条件約定に関連して生ずる合衆国政府証券の売付申込、売付および購入に対して適用されることになる」(八九頁)。

レポは売買か貸借か、統一的な法律上の定めはない。また、統一的に定める事が不可能である。レポは売買でもなければ貸借でもない、複合的な取引という点に最大の特徴があった。今日までのところ、複合的な取引に関する法理論が体系的に構成されていない。従つて、レポに関する法の扱いを統一する必要も無い。法律上の扱いについては売買とか貸借という用語にとらわれないで、「当事者の真に意図するところに適応した法律構成」(我妻栄『新訂 担保物件法(民法講義Ⅲ)』岩波書店 一九六八年 六一四頁)が望ましいのである。

## (2) クロスボーダー・レポのレポ収益に対する課税問題について

日本での論争はクロスボーダーのレポ収益に対する課税問題であった。こうした問題について我妻先生が示唆される「当事者の真に意図するところに適応した法律構成」とは、どのような構成となるだろうか。

ここに国際決済銀行の報告書がある（「中央銀行にとってレポが有するインプリケーション」一九九九年）。この報告書はレポ市場の重要性を繰り返し強調し、「健全で効率的なレポ市場を支える市場慣行」として多くのインフラ整備や市場慣行の整備をあげ、特にクロスボーダー・レポについては次のように述べている。「クロスボーダー・レポにおける税のハーモナイゼーションの欠如は、市場分断と新規参入減少を招くかもしれない」（日銀訳 二六頁）。

クロスボーダー・レポのレポ収益については、諸外国は全て源泉徴収免除の扱いとなっている。長らくの間、非居住者が日本のレポ市場に参入しなかったのは、日本版レポ（現金担保付債券貸借取引）が非常に解りにくい取引構造であったこと、加えて、レポ収益に対する税の扱いが不透明だという点にあった。筆者は一九九九年一〇月、日本版レポ市場（現金担保付債券貸借市場）についてウォール街はどのように考えているか、聞き取り調査を行った。ウォール街のレポディーラーの回答は共通していた。日本版レポは解りにくいこと、そして、レポ収益に対する税の扱いの不透明性を指摘した。従って、日本とのレポ取引は消極的にならざるをえない、ということであった。

平成一三年に新現先が創設されたのは、クロスボーダーのレポ市場を創設するためであった。クロスボーダーのレポ市場を創設しても、税のハーモナイゼーションが欠如していれば新規参入の障害になる。円の国際化を進めるのであれば、また、国債市場の流動性向上を目標とするのであれば、そもそも、クロスボーダーのレポ収益に対する課税は議論の対象外である。新現先を創設した当事者の真の意図するところは、クロスボーダーのレポ市場を育成する点にあったことを今一度、想起する必要があるろう。

参考文献

- ・ Marcia Stigum "The Repo and Reverse Markets" 1989 Richard D. Irwin, Inc. マーシャ・ステイガム著榎原英資監訳笠原宏訳『レポ・リバース市場―貸し債券市場の実務』東洋経済新報社 一九九〇年
- ・ Frank J. Fabozzi, Editor "Securities Lending & Repurchase Agreements" Pennsylvania 1997
- ・ Bank for International Settlement "Implications of repo markets for central banks" 1999 日本銀行訳『中央銀行にとってレポ市場が有するインプリケーション』(国債決済銀行 グローバル金融システム委員会 ワーキンググループ報告書 バーゼル一九九九年三月九日)
- ・ ルイ・ロス著日本証券経済研究所証券取引法研究会訳『現代米国証券取引法』商事法務研究会 一九八九年
- ・ 高木新二郎『アメリカ連邦破産法』商事法務研究会 一九九六年
- ・ 中島将隆「現先は売買か貸借か」『インベストメント』第五〇巻第三号 一九九七年六月
- ・ 大寺廣幸「カリフォルニア州オレンジ郡の破産」『郵政研究所月報』一五〇号 二〇〇一年三月
- ・ 中島将隆「レポとは何か(下)」『甲南経済学論集』第四五号第三号 二〇〇四年十二月

(なかじま まさたか・客員研究員)