

『証券経済学会年報』第53号別冊

第89回全国大会

学会報告論文

「1984年連邦破産法の改正とレポ市場

—セーフハーバー・ルールの策定をめぐって—

「1984年連邦破産法の改正とレポ市場」

—セーフハーバー・ルールの策定をめぐって—

葛西 洋平

明治大学大学院

1. はじめに—1970年代後半以降のレポ市場の拡大と市場の動揺

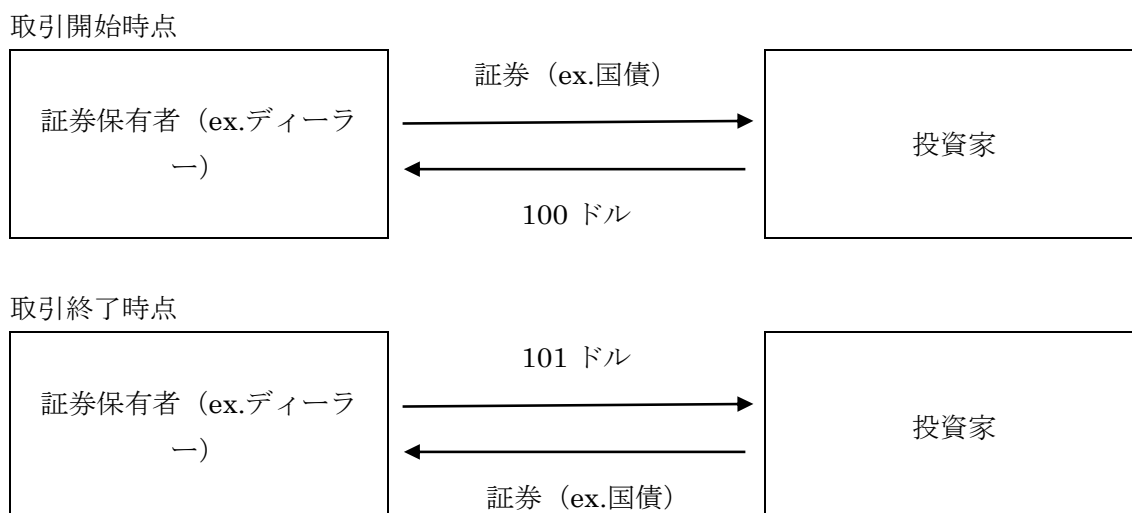
レポ取引 (repurchase agreement) は、将来のある時点において証券が買い戻されるという合意の下での証券売買のことである (図1)。買い戻し条件を付ける証券保有者にとって、レポは証券を担保にした短期の資金調達役割を果たす。逆に、レポ取引に資金を提供する投資家から見た場合は、同じ取引がリバース・レポ (reverse repo) と呼ばれる。

アメリカのレポ市場は非常に歴史のある市場であり、1918年に連邦準備銀行がレポを加盟銀行に対し信用を供与するために用いたのが始まりとされている。1920年代後半には、NY連銀は、銀行の引受手形の流動的な流通市場の発展を促進するために、ノンバンクディーラーに対してレポを用いて信用供与を行っていた。その後、レポは大恐慌後廃止されていたが、1951年のアコード (accords)

を経て復活した¹⁾。アコード以後のレポ市場は、中央銀行の金融政策の一手段として利用され、特に「市場に異常な緊張が生じた場合に、連邦準備のイニシアティブで、中央金融市場に、一時的なしかし即時の準備手段の供与」の手段として一般的に実施され、1970年代まではレポはノンバンクディーラーとのみあらかじめ決定された金利で実施されていた²⁾。

しかし、1970年代後半～1980年頃を境にレポ市場は大きな変化を遂げていく。このうち最も分かりやすい変化は市場規模の急速な拡大である。市場規模拡大の主要な要因は担保となる国債市場の拡大と、主要な市場参加者であるブローカー・ディーラーの業務構造変化である³⁾。同時に、1980年代のレポ市場は、レポ取引を通じた投機的な取引などからレポ市場における動揺が生じた時期でもあった (表1)。これらの事例の多くは、レポ市場における制度の不備や市場慣行の曖昧さを利用した中小規模のブローカー・ディーラー⁴⁾によって引き起こされたも

図1 基本的なレポ取引の概要



出所) 筆者作成

表 1 1970 年代後半～1990 年代のレポ取引を通じた破綻・損失の事例

破綻した年	会社名	原因
1975年	Financial Corporation	レポと高利回りクーポン債の間の鞘取り取引を行う。1975年6月以降の金利上昇に伴う担保要求の拡大に応えられず破綻
1982年	Drysdale Government Securities	経過利子の支払い不要という慣行に基づき自らのショートポジションをカバーするためにリバースレポを用いて証券借入れを行うという投機的なポジションを構築。最終的な利払いが立ち行かなくなり破綻
1982年	Lombard-Wall	金利の変動とDrysdale倒産後の小規模ディーラーに対する厳しい経営環境の中で自己資本が減少
1984年	ライオン・キャピタル	複数のレポ取引に同一証券を担保に入れる不正行為
1985年	ESM Government Securities	レポ取引とジニーメイ証券の間の鞘取り取引
1985年	Bevill, Bresler & Schulman	投資家からの担保証券受渡し要求に応えられずに破綻
1994年	カルフォルニア州オレンジ郡	レポ取引とエージェンシー債、モーゲージ派生商品の間の鞘取り取引

出所) Taylor, E. (1995), 訳, 第 10 章を参考に筆者作成

のであり、それゆえに市場の整備が求められたのである⁵⁾。

このように、1970～80年代というのはレポ市場にとって、市場規模・制度の両面から大きな変化が見られた時期であり、その過程における様々な出来事の検討を通じて、経済・金融での大きな変化に対して、レポ市場が果たした機能を明らかにすることが可能であると思われる。

1970年代～80年代におけるレポ市場の規模・制度両面からの変化について言えば、国債市場の拡大とブローカー・ディーラーの業務構造変化という、アメリカ金融システム全体の大きな変化を反映したものであり、長期的にはシャドバンキングの形成・発展の萌芽というべきものである。同時に制度変更が行われるにあたって金融当局、ブローカー・ディーラーなど様々な主体からレポ取引に対して意見表明がなされており、これは以上のような諸環境の変化に対して各主体の認識を端的にあらわしているものと思われる。結論から言えば、アメリカ金融システムの構造変化が大きく進む中で、各主体はレポ市場の拡大に対して共通の利益を持っていたのである。

それゆえ本稿では、このうち連邦破産法におけるレポ取引の担保の取り扱いについての変更に着目し、この変更がなぜ行われたのかについての検討を通じて、1980年代におけるレポ市場の位置づけを明らかにする。

¹⁾ 以上の経過は Garbade, K. D. (2006) p. 28 を参照。

²⁾ Meulendyke, A (1998) 訳, pp. 42-43 を参照。

³⁾ McCurdy, C (1977-78) pp. 45-46、葛西 (2018) pp. 161-163 を参照。

⁴⁾ NY 連銀と直接取引することが認められている大手のブローカー・ディーラーをプライマリーディーラーと呼ぶが、政府証券市場においてはこれらの他に「セカンダリー・ディーラー」と呼ばれるブローカー・ディーラーが存在する。セカンダリー・ディーラーの多くは銀行や伝統的なブローカー商会であるため何らかの規制対象下にあるが、一部のセカンダリー・ディーラー（おおよそ 100 程度と見積もられている）は規制の外に置かれており、破綻したブローカー・ディーラーもこうした非規制のものが含まれていた。西川・松井 (1986) pp. 344-345

⁵⁾ この点について、全体像を描いたものとして Garbade,

K. D. (2006) がある。ここでは、Drysdale 社の破綻と経過利子の発生、および Bevill, Bresler & Schulman (BBS) 社の破綻とトライパーティ・レポの創設の関連について言及している。本稿では詳しく立ち入らないが、これらも 1980 年代のレポ市場改革の重要な論点である。

2. ロンバード・ウォール (Lombard-Wall) 社の破綻とその影響

本章では、ロンバード・ウォール社の破綻の経過とその影響について簡単に整理を行う。

1982 年 8 月 12 日、中小規模の政府証券ディーラーであるロンバード・ウォール社が破産申請を行った。ロンバード・ウォール社の破綻の原因は、長期のレポ取引における担保証券の値下がり、それに伴うヘアカット率の上昇により追加資本が必要となった結果、自己資本が減少したことによるものである。破産申請時におけるロンバード・ウォール社の財務状況は、20 億 5900 万ドルの総資産に対し 20 億 5300 万ドルの負債が計上されており、自己資本はほとんど枯渇していたことが伺える。最大の無担保債権者はニューヨーク州のドミトリー・オーソリティであり、5500 万ドルの損失を被ったとされている⁶⁾。

ロンバード・ウォール社は破産に際して、自社のレポ取引が連邦破産法 (Bankruptcy Code) における「債権回収手続き等の自動停止 (オートマチック・ステイ: automatic stay)」の適用範囲内であることを主張した⁷⁾。連邦破産法におけるオートマチック・ステイとは、破産手続き時における担保権の「適切な保護」を行うための一つの手段として、362 条に定められているものである。これは、破産手続きの申立が行われ、破産手続きが開始された場合に、債権者に対する訴訟等の法的手続きや債権者からの債権取立行為のほとんどが禁止されるというものであり、破産手続きの申立があれば裁判所の命令などを得ずに発効されることからオートマチック・ステイと呼ばれている。

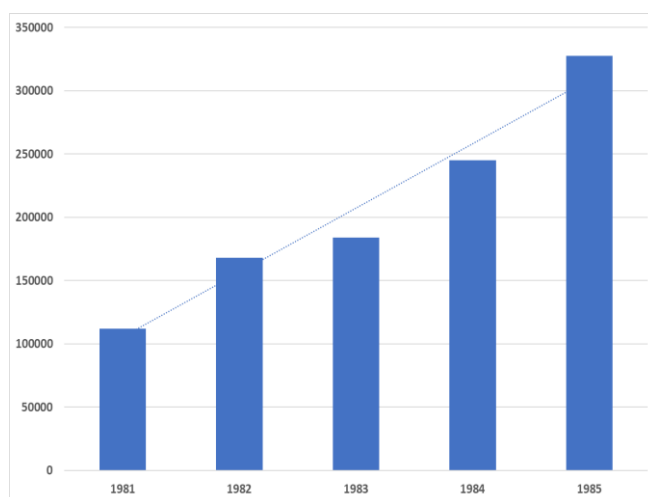
従来、一般的にはレポ取引はこのオートマチック・ステイの適用を受けないとみなされてきた。なぜならば、次章で見る先行研究の中でも大きな論点になっているように、レポ取引は書面上買戻し条件付きの売却手続きであるため売買取引であると判断されており、貸借取引でないと判断されていたためである⁸⁾。しかし、この破産裁判を扱った NY 南部地区連邦破産裁判所のエドワード・ライアン裁判官は、レポ取引は事実上「担保付き貸出」としての特徴を備えており、それゆえ破産手続き時にオートマチック・ステイの適用範囲内であるという判断を示し、ロン

バード・ウォール社の主張を支持したのである⁹⁾。

以上のような判決に対して、ウォール街は動揺を示した。なぜならば、ウォール街は、レポ取引はオートマチック・ステイの適用を受けず、それゆえ相手方が倒産した場合担保をすぐさま売却できるとみなしていたためである¹⁰⁾。この出来事は市場にレポ取引のリスクを認識させ、市場の拡大に対して抑制的な効果を持ったと考えられる。

図 2 はプライマリーディーラーにおけるレポ・リバースレポ取引規模の推移を示したものである。これを見ると、レポ取引の規模は右肩上がりに上昇しているが、ロンバード・ウォール社の破産裁判が行われた 1982 年から 1983 年の上昇幅は明らかに他の年を下回っていることが伺える。このような判決及び市場の動揺を受け、ウォール街は破産法改正への運動を開始し、金融当局はそれを支援したのである¹¹⁾。

図 2 プライマリーディーラーのレポ・リバースレポ取引規模 (1 日当たり平均, 100 万ドル)



出所) Federal Reserve Bulletin 各号より作成

以上のような混乱は、1984 年の破産法改正により沈静化していく。1984 年の破産法改正によって、レポ取引にかかわる担保は、オートマチック・ステイの適用除外を受けられるようになった (Safe Harbor Rule: セーフハーバー・ルール¹²⁾)。そのため、レポ取引を通じて差入れられた担保は、たとえ取引相手が破産したとしても、その処分を即座に行うことが可能となったのである¹³⁾。これにより、レポ投資へのリスクが低減し、投資家は安全にレポ投資を行えるようになったのである。中島 (2005) や Perotti (2013) は、この破産法改正がなければ今日のレポ市場の拡大はあり得なかったと評価している¹⁴⁾

⁶⁾ U.S. GAO (1986) p. 145, Taylor, E. (1995) 訳 p. 62

⁷⁾ Lombard-Wall, Inc. v. Bankers Trust Co. (In re Lombard-Wall, Inc.), 23 B.R. 165 (Bankr. S.D.N.Y., 1982)

⁸⁾ Taylor, E. (1995) 訳 p. 63. ただし、付言すればレポ取引が売買取引であるのか、貸借取引であるのかについては破産法上に明確に規定されていたわけでもなく、また、レポ市場の参加者自身も場面に応じてその二つを使い分けていたことが指摘されている (Garbade, K.D. (2006) p. 35)。

⁹⁾ Lombard-Wall, Inc. v. Bankers Trust Co. (In re Lombard-Wall, Inc.), 23 B.R. 165 (Bankr. S.D.N.Y., 1982)

¹⁰⁾ 中島 (2005) p. 2 を参照。

¹¹⁾ Stidum, M. (1990) 訳, pp. 146-148

¹²⁾ セーフハーバー・ルールとは、広く使われている法律上の用語であり、予め定められた一定のルールのもとで行動する限り、違法ないし違反にならないとされる範囲のことを指している。したがって、連邦破産法におけるレポ取引の担保証券の取り扱いのみを指し示しているわけではない。ただし、本稿ではそれ以外の事柄について取り扱わないため、セーフハーバー・ルールという用語を使用する際には、連邦破産法におけるレポ取引の担保証券の自動停止処分の適用除外について述べているものとする。

¹³⁾ ただし、1984年改正の際は、このセーフハーバー・ルールが適用されるレポ取引の担保の種類は、財務省証券、エージェンシー債、CDに限定されていた。

¹⁴⁾ 中島 (2005) p. 3. および Perotti, E. (2013) pp. 2-4

3. 連邦破産法におけるレポ取引の取り扱いに関する先行研究の整理

連邦破産法におけるセーフハーバー・ルールの策定について、これまでのところ先行研究で検討されている論点は時期によって大きく異なっている。一つは、前項で整理したように、この問題の出発点がロンバート・ウォール社の破綻に伴う連邦破産裁判所の判断に求められることから、ここでの判断 (およびその後の法改正) の法的妥当性を問う議論である。これは主に1980~90年代にかけて行われていた議論である。

もう一つは、07-09年金融危機以降の議論であり、セーフハーバー・ルールに伴うシステム・リスクに関する議論である。

以下では、これら二つの議論について簡単に紹介をし、

その上でこの論点に対する補足的な分析視角を提供する。

(1) セーフハーバー・ルールの法的妥当性に関する議論

第一の先行研究における論点は、セーフハーバー・ルールに対する法的な妥当性をめぐる議論である。これは、上述したように1982年8月17日、連邦破産裁判所が、ロンバート・ウォール社のレポは完全な売買取引というよりもむしろ担保付き貸出として扱われているという見解公表し、レポ証券の売買を一時的に禁止する命令を公布したことに端を発している。

ここでレポ取引が売買取引か貸借取引かが問題となるのは、レポ取引が売買取引であれば連邦破産法によって規定されているオートマチック・ステイの適用除外となるためである。レポ取引は法的には売買取引であるが、多くの論者が指摘するように経済的な機能としては貸借取引と言えるため¹⁵⁾、この問題はこの時点まで曖昧なままであった。

これについて、Osenton (1987)は、レポ取引が事実上担保付き貸出としての特徴をほとんど備えていることを認めつつ、一方でレポ市場の経済的な重要性を踏まえると、そこに対する投資家保護の規定が重要であることを強調している。そのうえで、現在の担保付き貸出の投資家保護の水準を踏まえると、レポ取引を担保付き貸出として特徴づけることは必ずしも不相当ではないという結論を示している¹⁶⁾。

そのほかの先行研究は、レポ取引を貸借取引と特徴づけ破産時におけるオートマチック・ステイの適用範囲内とすることへの金融市場への負の影響に懸念を示し、またレポ取引が担保付き貸出とかなりの点で類似する特徴を持っていることを認めている。一方で、これらの研究は上述した点までは同様であるが、最終的にレポ取引は売買取引としての固有の特徴を持っているという結論を示している¹⁷⁾。これらの研究によれば、これは以下のような論理となっている。すなわち、レポ取引における担保証券は、買い戻し条件を付す際に「同等の価値を持つ」証券という条件を付けるのであって、「同じ」証券を買い戻すという条件ではない。そして受け渡された証券は (買い戻されるまでの期間の間は) 利用権を制限されていない。こうしたことは、レポ取引が売買である可能性を示しているという。

筆者は、こうしたレポ取引の担保証券の取り扱いについて、どちらが法的に妥当であるかについては立ち入って検討する能力を持たない。また、レポ取引の法的取扱い

について論じた中島 (2005) は、レポは売買と貸借の複合的な取引という点にこそ最大の特徴があり、実際にも統一的な法律上の取り決めはなく、法によって売買と扱われることもあれば貸借として扱われることもあると述べている¹⁸⁾。しかし、本稿の観点からこれらの研究において注目している点は、これらの研究が法的な取扱いの問題とは別として、オートマチック・ステイの適用によるレポ市場への影響を懸念している点である。これらの研究が示しているのは「経済政策と破産政策の間の緊張関係」¹⁹⁾が存在し、それらを踏まえてもレポ市場の安定を重要視されているということを示しているのである。

(2) セーフハーバー・ルールとシステムミック・リスク

もう一つの重要な論点は、セーフハーバー・ルールの策定が結果としてシステムミック・リスクを上昇させることとなったのか否かについてである。これらの議論は、大手投資銀行—とりわけ 2007-09 年金融危機の直接的なきっかけとなったベアー・スターンズとリーマン・ブラザーズ—がその財務構造を過度にレポ市場に依存していたことを念頭に置いている。

セーフハーバー・ルールがシステムミック・リスクを高めるという議論について、例えば Roe (2011) は、ベアー・スターンズの事例を例に引きながら、セーフハーバー・ルールの存在が、ベアー・スターンズの取引相手に対しベアー・スターンズの財務状態を精査することなしにレポ取引を通じた資金提供を行うインセンティブを持ったことを指摘している²⁰⁾。類似した主張として、セーフハーバー・ルールが策定されたことにより、レポ取引の安全性が高まり、結果としてそれがシャドバンキングの拡大をもたらしたという主張もある²¹⁾。

また、Skeel and Jackson (2012) はベアー・スターンズの救済方法 (FRB 支援の下での JP モルガンによる救済合併) が、規制当局がベアー・スターンズの破綻に伴う担保証券の投げ売りと、それによるモーゲージ関連証券の価格低下を懸念したためであることを示唆していると主張している²²⁾。こうした、レポ取引の担保証券の投げ売り、そしてそれに伴う担保証券の価格低下、その結果として当該担保証券のヘアカットが上昇しさらなる資金調達難に陥る、というプロセスは Gorton (2010) も具体的な数字例を用いながら指摘している²³⁾。

これらの主張は、前者はセーフハーバー・ルールがリスク精査を伴わないレポ取引の拡大をもたらし、結果としてシャドバンキングの過度な膨張につながった可能性

を示唆している。一方後者は、セーフハーバー・ルールの存在によって、大手金融機関の破綻に伴う担保証券の投げ売りとそれに伴う市場の連鎖的崩壊が現実化する可能性があり、規制当局がこれを懸念した行動を行ったことを示唆している。

一方で、Goralnik, (2012) はこれらの指摘の部分的な正しさは認めつつ、必ずしもセーフハーバー・ルールを改正することがシステムミック・リスクの低下につながらないと指摘している。それによれば、セーフハーバー・ルールが適用されず担保証券がオートマチック・ステイの処分を受けた場合、担保証券の凍結期間中にいずれにせよその価値は低下し、(担保証券の価値低下→ヘアカットの上昇というプロセスを経るのではなく) 投資家の資産は減少し、信用不安が発生することで金融パニックに陥っていた可能性が高いという。Goralnik はセーフハーバー・ルールの存在によるシステムミック・リスクの存在は否定しないが、これを改正したとしてもシステムミック・リスクの発現形態が別の形に置き換わるだけであるとしている²⁴⁾。

以上のように、セーフハーバー・ルールによるシステムミック・リスクの増大については、それがシステムミック・リスクとなりうることは共通の見解になっているが、それをどのように解決するかについては意見が分かれている状況となっている。

さて、これまでセーフハーバー・ルールとレポ市場の関係についての先行研究を整理してきた。これらの研究の中で重要であると言われつつあまり言及されていないのが、なぜそもそもセーフハーバー・ルールが策定されることになったのか—言い換えれば、一度連邦破産裁判所で出された判例を、なぜ立法措置によって覆す必要があったのか—という点である。この点について、直接言及している Schwarcz, S.L. and Sharon, O. (2014) はこの法律の適用が経路依存的に拡大していたことを指摘しているが、その発端について主にデリバティブ取引に焦点が当たっており、レポ取引については立ち入って触れていないわけではない。そこで、以下ではレポ取引に対するセーフハーバー・ルールがなぜ策定されたのかについて、当時の議論を紹介しつつその理由を明らかにしていく。

¹⁵⁾ 例えば、GCFs (1999)、日本銀行金融市場局 (2007)、Adrian, T. et al (2013) などの公的機関のスタッフもこのような見解をとっている。

¹⁶⁾ Osenton, E. (1987) pp. 689-691

¹⁷⁾ Hagerty, W. (1984), Walters, G. (1985), Mullen, D. (1990), Schroeder, J. (1996) など。

¹⁸⁾ 中島 (2005) pp. 7-9

¹⁹⁾ Walters, G. (1985) p. 841

²⁰⁾ Roe, M. (2011) pp. 552-553.

²¹⁾ Adrian, T. and Ashcraft, A. B. (2012) p. 16 および Perotti, E. (2013) pp. 2-4. また、これに関わる重要な論点として、レポ取引に関わる会計上の取り扱いと法律上の取り扱いの差異を利用して、リーマン・ブラザーズが四半期の決算報告において資産規模（レバレッジの規模）を実際よりも少なく見せていたことが明らかになっている。こうした点も、レポ取引の拡大を促した一因であろう。この点について詳しくは Acharya, V. and Oncu, T. (2010) を参照されたい。

²²⁾ Skeel and Jackson (2012) p. 163

²³⁾ Gorton, G. (2010) p. 46-49

²⁴⁾ Goralnik, N. (2012) pp. 489-495

4. なぜセーフハーバー・ルールは策定されたのか—金融当局・民間金融機関の主張を中心に

ロンバート・ウォール社の破綻と、それに伴う連邦破産裁判所の決定が出されて以降、金融当局や市場参加者など多くの主体からこの決定に懸念ないしは反対の意見が表明された。ここでは、まず金融当局はこの問題についてどのような懸念を抱いていたのかを確認する。次に、民間の市場参加者がどのような懸念を抱いていたのかを確認する。そのあと、これらの懸念についてその意義を確認する。

(1) 金融当局の主張

上述したように、戦後長期間にわたりレポ取引は金融政策を行う上での重要な一手段として機能してきた。それゆえ、これらの政策当局からレポ取引が裁判所の決定により悪影響を受ける可能性があることについて懸念が表明された。

例えば、NY 連銀はロンバート・ウォール社の破産裁判に対して意見書 (amicus curiae brief) を提出し、レポ取引は売買取引として取り扱われるべきとの意見を表明した。そこでは、レポ取引は金融政策上非常に重要な位置づけを占めており、これらの金融政策の遂行を通じて金融システムは円滑に作用していること、また、レポ市場が存在することで (公的機関を含めた) 様々な市場参加者が短

期取引を円滑に行うことができているため、この市場の流動性に対して懸念が生じることは金融システムの流動性に対する懸念に直結しかねないことを示した²⁵⁾。

さらに、もう一つの要素として国債発行に関する懸念を表明している。すなわち、「レポ市場に対する公的機関・民間金融機関の広範な参画は、投資としての政府証券市場の魅力を高めている。このような幅広い参画により、財務省およびその他連邦政府機関は、そうでない場合よりも低い利子率で国債を調達することができる。さらに、スムーズに機能するレポ市場は、海外中央銀行やその他の国外ドル保有者が米国債へ投資するインセンティブを提供する」²⁶⁾、「…レポを担保付き貸出とする本裁判所の決定 (ロンバート・ウォール社の破産裁判所の決定: 筆者注) は、海外投資家によるレポ市場への参加を大幅に減少させる可能性がある。このような減少は、国債の直接的な資金調達に不確定な悪影響を及ぼす可能性がある」²⁷⁾のである²⁸⁾。

同様に、連邦準備理事会議長のポール・ボルカーは上院司法委員会小委員会のドール議長に書簡を送付し、オートマチック・ステイの適用から財務省証券やその他特定の証券に基づくレポ取引を除外するように破産法の改正を要求した。ボルカーは、レポは連邦準備理事会の公開市場操作に用いられる非常に重要なツールであり、不必要な混乱からレポ市場を守ることが重要であると主張した。彼はもしレポがオートマチック・ステイの制約を受けることになれば、市場参加者における流動性および資本の潜在的損失による波及効果がレポ市場一般を混乱させ、他の金融機関において経営上およびそれ以外の問題が発生する原因となりうることを指摘した²⁹⁾。

こうしたボルカーの主張に対して、連邦議会で開かれた「国債管理の貨幣・信用政策への影響」公聴会に招かれたNY 連銀のソロモン (A. Solomon) 総裁も賛同の意を示し、破産法の改正が進むことを期待していると証言している³⁰⁾。

以上のように、金融当局は裁判所への意見書や議会への圧力の中で、レポ取引は売買取引であり、ロンバート・ウォール社の破産裁判におけるレポ取引の取り扱いを修正するよう要求している。また、その際、レポ取引の金融政策及び国債政策における重要性を強調し、ロンバート・ウォール社の破産裁判での決定が、これらの機能を阻害することに対して懸念を表明している。

(2) 民間の市場参加者からの懸念

以上の懸念は、主として公的機関がレポ市場にたいして持つ利益を反映している。一方で、民間の市場参加者からはレポ市場に対して次のような懸念が示された。

その第一は、ブローカー・ディーラーの資金調達に対する影響である。ブローカー・ディーラーは、1970年代に入ると、規制環境や競争環境の変化に伴いその行動様式を変化させていった。その結果、より柔軟で大規模に利用可能なレポ取引を活用し資金調達を行うようになっていった³¹⁾ (図3)。それゆえ、レポ市場に対する投資家のリスクが増加し、レポ市場の流動性が減少しはじめるとブローカー・ディーラーに対して現れる直接的な影響が大きくなっていったのである。

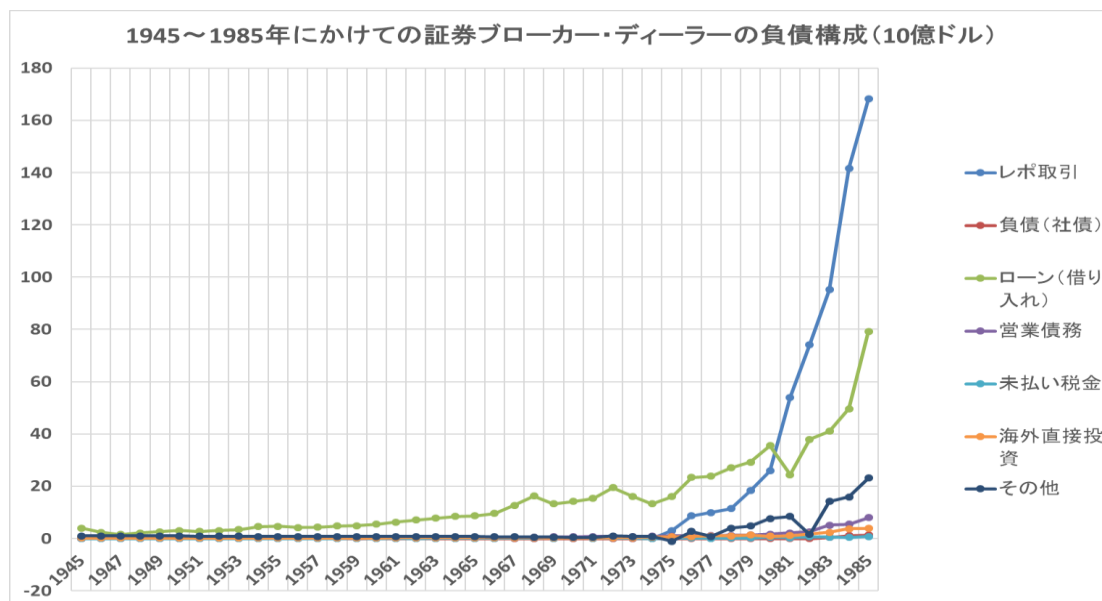
また、レポ市場がブローカー・ディーラーのファイナンスに与える影響は、ブローカー・ディーラー以外にも波及し得ることが指摘されている。それは、ブローカー・ディーラーがレポ市場を通じて2つのディーラーとしての役割を担っていたことと関係している。

一つは、政府証券ディーラーとしての役割であり、上述した国債の流動性と関連している。Lucas, C. M., Jones, M. T. and Thurston, T. B. (1977)は、1973-5年の経済危機とそれに伴う国債の大量発行を契機として、金融システムにおける政府証券ディーラーの役割が増加していることを指摘している³²⁾。図表5は市場性国債残高およびプライマリーディーラーの国債取引規模の推移である

が、市場性国債残高はわずか10年のうちに4倍の規模に、さらにその仲介を行う国債取引規模は12倍以上に拡大していることがわかる。このように、政府証券ディーラーは国債発行残高の拡大に伴い急速に役割を増加させてきたのである。また、政府証券ディーラーは国債の仲介を行うと同時に、その在庫金融としてレポ市場を通じて資金調達を行うことで、国債発行の増加に対応する役割を担っていた³³⁾。レポ市場の流動性が低下すると、政府証券ディーラーとしての機能も低下し、それが国債市場にも波及することが懸念されたのである。

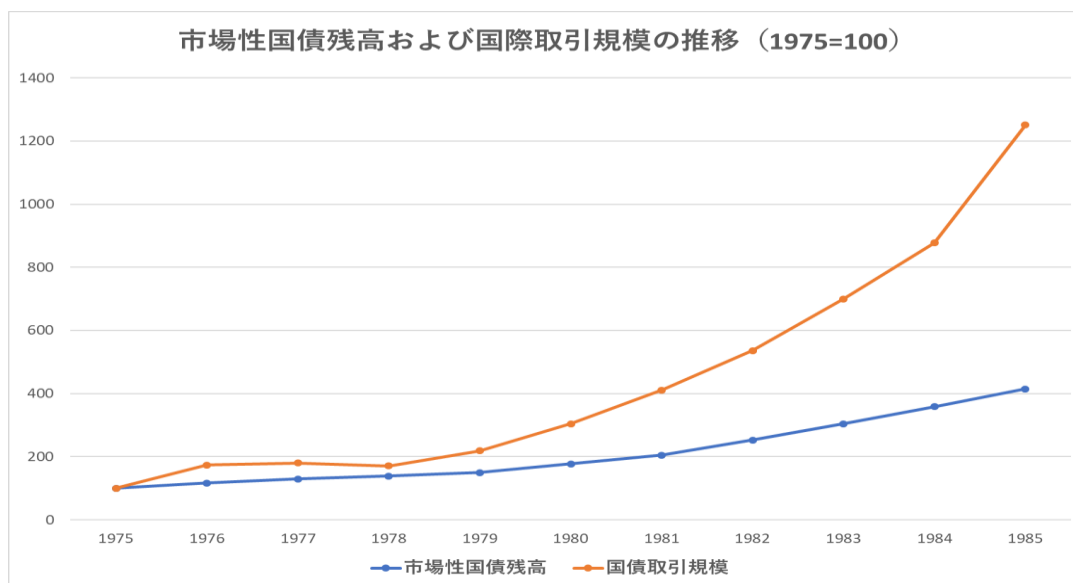
もう一つは、レポトレーダーとしての役割である。ソロモン・ブラザーズとゴールドマン・サックスによれば、彼らのようなブローカー・ディーラーはレポ取引の仲介者として機能することで機関投資家や公的機関に対して低コストで安全な短期投資の機会を提供していたという。ソロモン・ブラザーズとゴールドマン・サックスは、レポ取引を「企業、国および地方自治体、貯蓄銀行およびマネー・マーケット・ファンドのための「不可欠な現金管理ツール」と呼んでいる」と述べた³⁴⁾。特に、州・地方政府などの地方自治体は貸付を禁止されていたため、売買の形態をとるレポ投資は、これらの一時余剰資金の格好の運用先として機能した³⁵⁾。しかし、ロンバード・ウォール社の破産裁判における決定は、こうしたブローカー・ディーラーの機能を阻害する可能性がある、という懸念を表明している³⁶⁾。

図 3



出所) Financial Accounts of the United States より作成

図4



注) 国際取引規模はプライマリーディーラーの1日当たり平均

出所) Financial Accounts of the United States および Federal Reserve Bulletin より作成

以上のように、ブローカー・ディーラーは自身の業務構造の変化や国債市場の拡大に対応するためにより大規模な資金調達を必要としていたが、それはもっぱらレポ市場に依存していた。ロンバード・ウォール社の破産裁判における決定は、レポ市場に対するリスクを増加させるため、ブローカー・ディーラー自身の変化に際して極端となりうるものであったのであり、ひいては国債市場の拡大に対しても負の影響を持ちうるものであると懸念されたのである。

また、機関投資家や地方自治体等のレポ投資家は、ブローカー・ディーラーがレポ取引を大規模に仲介していることによって安定的な投資手段を確保していたが、レポ市場の縮小やブローカー・ディーラーレポ仲介機能の低下はその手段に対するリスクが高まることを意味していたのである。

(3)まとめ

以上、ロンバード・ウォール社の破産裁判における決定に対して、レポ市場の参加者がどのように反応してきたのかを簡単に整理してきた。ここから伺えるのは、金融当局は金融政策と国債管理政策に対して、民間の市場参加者はブローカー・ディーラーの機能及びキャッシュ投資の手段に対して、それぞれ利害を持っていたということ

である。

さらに重要なのは、これらの主体のレポ市場に対する利益は、それぞれ独立したものではなく、国債市場の拡大とその安定的な消化を起点として、有機的な連関を持っていたということである。例えば、ブローカー・ディーラーが大規模に資金調達するには高格付けの担保証券が必要であり、それは国債の大量発行が前提であったが、同時に国債の大量発行を行うには政府証券ディーラーの活発な活動を必要としていた。また、民間の機関投資家などによるキャッシュ投資はブローカー・ディーラーのレポトレーダーとしての役割に支えられていた一方で、ブローカー・ディーラーが大規模にレポ市場から資金調達する際の資金源の一部となった。そして、こうしたブローカー・ディーラーを中核とした大規模なレポ市場が存在することは、レポ取引を通じた金融政策を行う上でも重要であったのである。このように、それぞれの利益が有機的に絡み合うことで、レポ市場の拡大が各主体の共通の利益になっていったと言える。

以上のようなレポ市場の金融システム上の重要性の高まりは、1970年代後半以降の国債の大量発行とブローカー・ディーラーの行動様式の変化に伴うレポ市場の大規模化と密接な関係がある。以上に挙げたそれぞれの利益は、このうち、ブローカー・ディーラーの資金調達及び機関投資家等のキャッシュ投資について言えば、のちのシ

ャドバンキングの萌芽を見て取ることができ一方で、国債取引に関わる諸問題は、レポ市場に関わる問題が、広く見た際に国債管理政策の一部として検討されていることを示している。

1970年代後半以降のレポ市場は以前にもましてアメリカ金融システムの中核的市場となっていたのであるが、ロンバード・ウォール社の破産裁判の決定はこうした状況に対して阻害要因として働いたのである。したがって、1984年の連邦破産法改正に伴うセーフハーバー・ルール²⁵⁾の策定は、こうした状況を解決する、各主体の要求によって実現したものであるといえるだろう。

²⁵⁾ Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs (1983) pp. 63-90

²⁶⁾ Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs (1983) pp. 72-73

²⁷⁾ Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs (1983) pp. 76-77

²⁸⁾ Gabor, D. (2016)は、1980年代ごろから先進各国が自らの国債市場を円滑に機能させ、金融的な競争力を高めるためにレポ市場を活用してきたことを指摘している。本事例は、こうした点とも整合的である。

²⁹⁾ Committee on the Judiciary (1983) p. 347

³⁰⁾ Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs (1983) p. 8

³¹⁾ 葛西 (2018) p. 156

³²⁾ Lucas, C. M., Jones, M. T. and Thurston, T. B. (1977) pp. 42-44

³³⁾ McCurdy, C (1977-78) pp. 45-46

³⁴⁾ “Dealers, N.Y. Fed Seek to Unfreeze Lombard Repos”, American Banker, August 24

³⁵⁾ 池島 (2014) p. 159.

³⁶⁾ “Dealers, N.Y. Fed Seek to Unfreeze Lombard Repos”, American Banker, August 24

5. おわりに

本稿では、連邦破産法におけるレポ取引の担保の取り扱いについての変更（セーフハーバー・ルール²⁵⁾の策定）に着目し、この変更がなぜ行われたのかの検討を通じて、1980年代におけるレポ市場の位置づけを明らかにしてきた。その中では、金融当局は金融政策と国債管理政策に対して、民間の市場参加者はブローカー・ディーラーの機能及びキャッシュ投資の手段に対して、それぞれ利害を持

っていたということが見えてきた。さらに、これらの関係は相互に独立したものでなく、国債市場の拡大とその安定的な消化を起点として、有機的に絡み合っていることを明らかにした。

このように、1980年代のレポ市場の拡大は、ブローカー・ディーラーの業務構造の変化に伴う需給の変化に加えて、国債市場の拡大を背景とした、国債管理政策の一環として行われた規制改革がその土台となっていたのである。レポ市場は、こうした土台の上に、1990年代以降資産証券化の動きと本格的に結びつくことによって、シャドバンキングとして展開を始めるのである。

最後に、今後の課題を指摘する。

第一に、1980年代以降のレポ市場の発展に関する分析である。とりわけ今回の破産法改正に関連していえば、2005年にはセーフハーバー・ルールに適用される担保証券の範囲が拡大される。これにより、MBSなどもセーフハーバー・ルール²⁵⁾の範囲内となるのであるが、この評価を行う必要がある。

第二に、上記の点と関わるが、1980年代のレポ市場を通じて見られたブローカー・ディーラー、国債発行、機関投資家のキャッシュ投資という有機的な関連が、1990年代後半以降のシャドバンキング・システムの拡大に伴いどのような変貌を遂げ得たのかを分析しなければならない。とりわけ、レポ市場についてはシャドバンキング・システムを支える市場としての分析は豊富になされているが、もう一つの重要な機能として国債流動性を支えるという役割がある。この関連の分析を行う必要があるだろう。

※第89回大会における報告および本報告論文は明治大学大学院『商学研究論集』第49号に掲載された筆者の論文をもとにしている。より詳細はそちらを参照されたい。

参考文献

池島正興 (2014) 『現代アメリカ国債管理政策史』 関西大学出版部

葛西洋平 (2018) 「1980年代におけるアメリカ投資銀行の行動変化とレポ市場」『商学研究論集』第48号, pp. 147-168

中島将隆 (2005) 「レポは売買か貸借か—レポの法律上の取り扱いについて」『証券レポート』1633号, pp. 1-12

西川純子・松井和夫 (1986) 『アメリカ金融史』 有斐閣選書

- 日本銀行金融市場局 (2007) 「米国短期金融市場の最近の動向について—レポ市場・FF 市場・FF 金利先物・OIS 市場を中心に—」
https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2007/data/ron0702a.pdf#search=%27%E7%B1%B3%E5%9B%BD%E3%83%AC%E3%83%9D%E5%B8%82%E5%A0%B4%27
 (2016 年 1 月 19 日取得)
- Acharya, V. and Oncu, T. (2010) “The Repurchase Agreement (Repo) Market” In Acharya, V. et al. ed. *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, Wiley Finance.
- Adrian, T. and Ashcraft, A. B. (2012) “Shadow Banking Regulation”, *FRBNY Staff Report*, No. 559, April.
- Adrian, T., Begalle, B., Copeland, A. and Martin A. (2013) “Repo and Securities Lending,” *FRBNY Staff Reports*, No. 529
- Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs (1983) “Impact on Money and Credit Policy of Federal Debt Management.” Hearing before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs. U.S. House of Representatives, 98th Cong., 1st Sess., April 25
- Committee on the Global Financial System (1999) *Implications of repo markets for central bank*.
<https://www.bis.org/publ/cgfs10.pdf> (2018 年 2 月 8 日取得)
- Committee on the Judiciary. (1983) “Bankruptcy Reform” Hearing before the Subcommittee on Courts of the Committee on the Judiciary. U.S. Senate, 98th Cong., 1st Sess., January 24.
- Garbade, K.D. (2006) “The Evolution of Repo Contracting Conventions in the 1980s”, *FRBNY Economic Policy Review*, May, pp. 27-42
- Gabor, D. (2016) “The (impossible) repo trinity: the political economy of repo markets”, *Review of International Political Economy*
- Goralnik, N. (2012) “Bankruptcy-Proof Finance and the Supply of Liquidity”, *The Yale Law Journal*, Vol. 122, pp. 460-506
- Gorton, G. (2010) *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*, Oxford
- Hagerty, W. (1984) “Lifting the Cloud of Uncertainty over the Repo Market: Characterization of Repos as Separate Purchases and Sales of Securities”, *Vanderbilt Law Review*, Vol. 37., pp. 401-431
- Lucas, C. M., Jones, M. T. and Thurston, T. B. (1977) “Federal Funds and Repurchase Agreements”, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer, pp. 33-48
- McCurdy, C. J. (1977-78) “The Dealer Market for United States Governments Securities”, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Winter, Vol. 2 pp. 35-47
- Meulendyke, A. (1998) *U.S. Monetary Policy and Financial Markets*, Federal Reserve Bank of New York. (立脇和夫, 小野谷俊夫訳『アメリカの金融政策と金融市場』東洋経済新報社, 2000 年)
- Mullen, D. (1990) “Bankruptcy: Protection of Repurchase Agreements in Bankruptcy”, *Temple Law Review*, Vol. 63, pp. 621-635
- Perotti, E. (2013) “The roots of shadow banking”, *CEPR Policy Insight*, No. 69, pp. 1-7
- Roe, M. (2011) “The Derivative Market’s Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator”, *Stanford Law Review*, Vol. 63, pp. 539-590
- Schwarcz, S.L. and Sharon, O. (2014) “The Bankruptcy-Law Safe Harbor for Derivatives: A Path-Dependence Analysis”, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 71, 1715-1755
- Schroeder, J. L. (1996) “Repo Madness: The Characterization of Repurchase Agreements under the Bankruptcy Code and the U.C.C.”, *Syracuse Law Review*, Vol. 46, pp. 999-1050.
- Stidum, M. (1989) *The Repo and Reverse Markets*, Richard D. Irwin, Inc. (榊原英資監訳『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)
- Taylor, E. (1995) *Trader’s Guide to the Repo Market*, Asset International Inc. (日本興業銀行総合資金部訳『レポ市場ガイド—米国レポ取引の実際』金融財政事情研究会, 1998 年)
- U.S. General Accounting Office (1986) *U.S. Treasury Securities - The Market’s Structure, Risks, and Regulation*, Briefing Report to the Chairman,

Subcommittee on Domestic Monetary Policy,
Committee on Banking and Urban Affairs, House of
Representatives, August

Walters, G. (1985) “Repurchase Agreements and the
Bankruptcy Code: The Need for Legislative Action.”
Fordham Law Review Vol. 52, April 828-849

新聞記事

“Dealers, N. Y. Fed Seek to Unfreeze Lombard Repos” ,
American Banker, August 24, 1982

“Lombard Securities With Buy-Back Plan Are Frozen
by Court,” *Wall Street Journal*, August 18, 1982,
p. 7

判決

Lombard-Wall, Inc. v. Bankers Trust Co. (In re
Lombard-Wall, Inc.), 23 B.R. 165 (Bankr. S.D.N.Y.,
1982)