

2005年破産濫用防止・消費者保護法の制定とレポ市場  
-担保の取り扱いをめぐって-

葛 西 洋 平

島根大学法文学部紀要法経学科編

経済科学論集 第49号 (2023年 3月) 抜刷

# 2005年破産濫用防止・消費者保護法の制定とレポ市場 —担保の取り扱いをめぐる—

Enactment of the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection  
Act of 2005 and the Repo Market:  
The Treatment of Collateral

葛西 洋平

Yohei Kasai

## 1. はじめに

### 1-1. 研究の背景

レポ取引 (Repurchase Agreements) とは、買い戻し条件付きの証券売買のことである。資金と証券を一定期間交換することによって、資金や証券の調達・運用手段として重要な機能を果たしている取引であり、短期金融取引の一つに位置づけられる。

レポ市場は、2008年の世界金融危機に際して、危機の原因の一つとなったことで注目を集めた<sup>1</sup>。金融危機後の研究蓄積により、レポ市場がシャドーバンキングや「市場ベースの金融システム」あるいは「担保ベースの金融システム」における不可欠の構成要素であり、システム的な重要性を持っていることが明らかとなったのである<sup>2</sup>。

このように、金融危機を契機として、レポ市場の拡大、あるいはそこから生じるリスクをめぐる研究が進んでいる。こうした研究上の論点の一つに、アメリカにおける破産法上のレポ担保の取り扱いを巡る問題が存在する。

<sup>1</sup> レポ市場の基本的な構造については、Adrian et al (2013) やBaklanova et al (2015) が詳しい。また、金融危機時におけるレポ市場の役割を検討した早期の研究として、Gorton and Metrick (2012) がある。

<sup>2</sup> これらの研究状況に関しては葛西 (2022) で検討を行っている。

アメリカでは、連邦破産法において破産企業の資産を債権者間で適切に分配するために、オートマチック・ステイ（自動停止条項）が定められている<sup>3</sup>。このオートマチック・ステイとは、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、債務者に対する訴訟等の法的手続きや債務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。

しかし、現在レポ取引の際に資金調達者から差し出された特定の種類の担保は、この自動停止条項を免除されている（Safe Harbor Rule：セーフハーバー・ルール<sup>4</sup>）。つまり、レポ投資家は破産手続きの申し立てが行われたとしても、債務者から差し入れられた特定種類の担保の処分が可能となっている<sup>5</sup>。レポ取引は、破産法上におけるセーフハーバー・ルールが設けられたことによって、レポ投資を行う上でのリスク要因を取り除くことが可能となった。結果として、破産法におけるセーフハーバー・ルールの適用は、レポ市場の拡大を促進する機能を持ったと評価されている<sup>6</sup>。

レポ取引に関わるセーフハーバー・ルールは、1984年の破産法改正の際にはじめて明確に規定された。ただし、この時点では免除対象となる担保証券は、財務省証券、エージェンシー債、譲渡性預金に限定されていた。言い換えれば、相対的に格付けが高く、市場規模も流動性も大きい証券のみが対象とされていたのである。

しかし、2005年の破産濫用防止・消費者保護法（BAPCPA）<sup>7</sup>の制定によ

<sup>3</sup> 11 U.S.C. § 362(a).

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> 付言すれば、このセーフハーバー・ルールはデリバティブ取引にも適用されている。

<sup>6</sup> 例えば、Perotti (2013) やPeach (2016) など。

<sup>7</sup> この法律の主眼は個人の破産濫用を抑制することであり、家計の負債化が進む中で制定された法律である。ただし、これと併せてレポ取引を含む金融取引のセーフハーバーの範囲は著しく拡大した（Sissoko 2010）。

り、免除対象の範囲がモーゲージ関連証券・住宅ローンにまで拡大された。Adrian and Ashcraft (2012) は、この改正によりレポのオートマチック・ステイを免除するための許容担保が広がったことで、レポ市場は信用担保に資金を供給し、その結果、シャドールンシステムに直接資金を供給することができるようになった、と指摘している<sup>8</sup>。

彼らが指摘するように、BAPCPAでの担保証券の取扱いの変更は、金融危機後の現時点から見れば大きな意味を持っている。そこで、本稿ではどういった背景のもとでBAPCPAにおけるレポ取引のセーフハーバー・ルール拡張が行われたのかを明らかにし、それが金融システムにとってどういった意味を持ったのかを検討する。

## 1-2. 先行研究における評価

BAPCPAにおけるセーフハーバー・ルールの拡張がなぜ行われたのかについては、先行研究においていくつかの異なる見解が提示されている。

この点について言及したMaclachalan (2014) は2000年のクリイミ・メイ (CRIIMI MAE) の破産裁判での判決を重視している<sup>9</sup>。この判決で裁判所は、クリイミ・メイが資産の調達に用いていたレポは担保付ローンと同等であり、その担保にはオートマチック・ステイが適用されるべきであると判断した<sup>10</sup>。したがって、クリイミ・メイに投資を行っていたレポ投資家は差し出された担保を即時に売却し、資金の回収を行うことが困難になってしまったのである。Maclachalan (2014) は、この判決を受け金融業界がロビー活動を行った結果、2005年にセーフハーバー・ルールの拡張が実現した、と主張している。後述するように、こうした流れは1984年の破産法改正に至る経緯ときわめて類似している。彼の指摘は、2005年のセーフハーバー・ルールの拡張においても同様の状況が生じたというものだと考えられる。

<sup>8</sup> Adrian and Ashcraft (2012) pp.16-17

<sup>9</sup> Maclachalan (2014)

<sup>10</sup> 251 B.R. 796 (2000) In re CRIIMI MAE, INC.

ただし、この破産裁判での争点とセーフハーバー・ルールの拡張は必ずしも直接結びつくわけではない。なぜなら、クリイミ・メイの破産裁判ではレポ取引の意図一すなわち、レポ取引が売買という意図で行われていたのか、貸借という意図で行われていたのか—が問題になっており、取引される担保の種類の問題が議論されていたわけではないのである。

こうした見解に対して、Schwarcz and Sharon (2014) はセーフハーバー・ルールの拡張が経路依存的に拡大していたことを指摘している<sup>11</sup>。実際に、レポ担保に関する破産法改正が議論された20年前とは対照的に、市場参加者からは、セーフハーバー・ルールの拡張に関する議論はほとんど注目されることなく終わっている。例えば、BAPCPAに付随する下院司法委員会の報告書に示された反対意見や少数意見では、オートマチック・ステイの適用除外について全く触れられていない。

ただし、経路依存的という評価は立法過程における議論のみに着目しているために出てくるアプローチ上の限界であり、本来はその経路の中身の検討こそが重要である。特に90年代後半から2000年代にかけての証券化やシャドーバンキングの台頭といった金融システム全体の質的転換の中でどのような意味を持ったのか、という点が見落とされてしまう課題を持っている。

以上のような先行研究の持つ課題に対し、本稿ではレポ市場のリスク管理を巡るあり方それ自体の変化と、担保となるアメリカ国債市場の変化という二つの変化に着目し、セーフハーバー・ルールの拡張がどのような構造的背景の下で生じたのかを明らかにする。こうしたアプローチを採用することで、証券化やシャドーバンキングの台頭といった金融システムの変化に対し、セーフハーバー・ルールの拡張がどのような意味を持ったのかを明らかにすることができる。

本稿は以下のように構成される。

第2章では、連邦破産法におけるレポ取引の扱いについて、1984年の破産法改正の中でどのような経緯で、なぜ、オートマチック・ステイの適用除外を受

---

<sup>11</sup> Schwarcz and Sharon (2014)

けたのかについて整理を行う。

第3章では90年代後半以降、レポ取引を巡るリスク管理の動向がどのように変化したのかを検討する。90年代後半にレポ取引を巡るリスク管理の在り方に大きな影響を与えたのはLTCM危機であった。第3章では、LTCM危機を受けて、レポ取引を巡るリスク管理にとって担保の価格変動性の低さや流動性が重要視されるようになった結果、国債市場が金融システムの安定にとって重要な役割を持つようになったことを指摘する。

第4章では、以上の状況に対し、90年代後半のアメリカ金融システムが抱えていたジレンマについて検討する。このジレンマとは、金融システムにとって国債市場が重要になっているにもかかわらず、当時のアメリカは財政収支が改善基調にあったため将来的に国債市場が縮小することが見込まれていたことである。こうした状況の中で、従来国債が担っていた金融システムに対する様々な機能を民間の金融商品で代替することが議論されるようになってきた。そのうちの 하나가住宅ローン担保証券（MBS）であり、実際にMBSは金融政策手段の対象商品に採用されるようになるなど、金融システムの中での位置づけを高めていったのである。

3・4章を合わせ、市場規律を働かせ、流動性を高めることがリスク管理の中核になっていったこと、国債の新規発行減少傾向の中でその役割が部分的にMBSにも求められるようになったことを明らかにする。

第5章では、BAPCPAの制定によって、レポ取引がどのように変化したのかを検討し、セーフハーバー・ルールの拡張が金融システムにとってどういった意味を持ったのかを検討する。

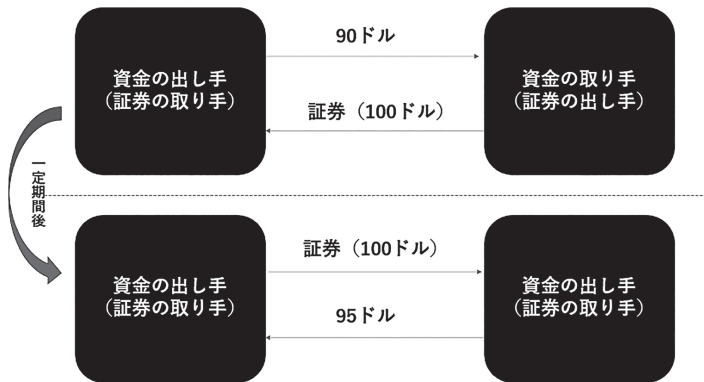
第6章で本稿のまとめを行う。

## 2. 連邦破産法におけるレポ取引の取扱い

上述したように、連邦破産法において、レポ取引はオートマチック・ステイの免除対象となっている。ただし、1984年の破産法改正までこれに関して明確な規定はなかった。この背景には、レポ取引そのものが持つ複合的な（あるいは曖昧な）性格が関係している。

レポ取引は図1に示される形で実行される。この図からも分かるように、資金調達側は保有している証券価格よりも低い価格で売却し、将来より高い価格で買い戻す。例えば、100ドルの証券を保有していた時、90ドルで売却し、将来95ドルで買い戻すのである<sup>12</sup>。ちなみに、レポ取引とは資金の取り手から見た取引のことを指し、資金の出し手から見た場合、リバース・レポ取引と称される。

【図1 レポ取引の仕組み】



出所) 筆者作成

<sup>12</sup> 証券価値と売却価格の差（図1でいえば100-90=10）を証券価値で割った値がヘアカット率（ここでは10%）と呼ばれ、買い戻し価格と売却価格の差（95-90=5）を売却価格で割った値をレポレートと呼ぶ。レポレートは、資金提供側から見れば、貸出金利の役割を果たす。また、ヘアカット率は担保にどれくらいの掛け目が掛けられるかを示している。加えて、取引される証券は値洗いが行われ、価格変動が発生した際にはマージン・コールが行われる。

ここで重要な点は、レポ取引は、経済的な機能としては短期の資金貸借取引であるものの、取引の形式としては証券売買取引であるという点にある。レポ取引をどういった取引として「定義」するのかは、レポ取引の機能的な側面（資金貸借であること）を重視するか、取引の形式（売買であること）を重視するかによって異なってくる。実際に、レポ取引は法律や場面によって異なる取り扱いがなされている<sup>13</sup>。

1984年の破産法改正以前には、市場ではレポ取引において差し出された担保証券はオートマチック・ステイの対象外であるという見方が一般的であった。なぜなら、形式的には売買であるため、差し出された証券は債権債務関係には相当せず、その処分権は購入者（資金の出し手）にあると考えられたためである。ただし、この見方はあくまで市場慣行であり、明確な規定は存在しなかったために不確実性が存在していた。

こうした不確実性が顕在化したのが1982年のロンバート・ウォール社の破綻と、それに伴って行われた破産裁判における判決である。この判決は、レポ取引は実質的に短期の資金貸借取引であることから売買取引とみなすのは不適當であり、したがってオートマチック・ステイの対象とすべき、というものであった<sup>14</sup>。

この判決に対しては、当時、金融当局や金融機関などから多くの批判が挙がった。批判の内容は大きく次の3点にまとめることができる<sup>15</sup>。

一つ目は、レポ取引が重要な金融政策手段であり、レポ市場の効率性の阻害が金融政策にとって悪影響を持つ、というものである。金融政策手段として採用されていたのは国債を担保としたレポ取引であったため、特に国債レポ市場

<sup>13</sup> 例えば、レポ取引はヘアカットの設定や、証券の値洗い、マージン・コールといった資金貸借に付随するリスク・コントロール条項が取引の際の標準契約に組み込まれている。こうした条項は通常の有価証券売買取引であれば設けられない。また、税法上の取扱いも担保付きローンである。他方で、連邦証券法では有価証券の売買として詐欺防止条項が適用されており、連邦準備制度も売買取引とみなすことでレポ取引を金融政策手段として利用している。この点について、詳しくは中島（2005）を参照されたい。

<sup>14</sup> 以上の経緯について、詳しくはGarbade（2006）や葛西（2019）を参照されたい。

<sup>15</sup> この点については、葛西（2019）、Duffie and Skeel（2012）を参照。



の安定が重要視された。

二つ目は、国債レポ取引が政府証券ディーラーの主要な資金調達源になっており、彼らの資金調達能力の低下によってマーケットメイクを行うことが困難となり、結果として国債市場の流動性低下が発生する恐れがある、というものである。国債の新規発行が増大傾向にある中で、その市中消化の中核を担う政府証券ディーラーに問題が生じることは、金融システムだけでなく経済全体に深刻な影響を与える可能性があった。

三つ目は、担保証券の回収・処分ができなくなることで、債権者の支払い能力に問題を生じる可能性があることである。その結果、連鎖的破綻（システムック・リスク）の可能性を高めることが懸念された。

当時のレポ市場は、国債市場の拡大などに伴い市場規模が拡大しつつ、政府証券ディーラーの資金調達手段になるなどその重要性が高まっていく状況にあった<sup>16</sup>。一方で、それと同時に中小政府証券ディーラーの投機的な取引に伴う損失や破綻が多発し、レポ市場の安定化を行う必要があったのである。1984年の破産法改正はそうした取り組みの一つであった。

以上の経緯でレポ取引は連邦破産法におけるオートマチック・ステイの適用除外を受けるようになった。しかし、当時は主に議論の対象となったのが国債レポ取引であったこともあり、その対象となる証券も財務省証券やエージェンシー債に限定されていたのである。では、なぜセーフハーバー・ルールは拡張されたのであろうか。次章以降でその背景について検討してゆく。

### 3. レポ取引のリスクを巡る評価—LTCM危機を受けて

#### 3-1. LTCM危機と新たなシステムックリスク

1990年代後半になると、レポ取引は短期金融市場の一つとしてその規模を拡大していくと同時に、そこから発生するシステムックリスクの可能性に国際的に注目が集まるようになった。その大きな契機となったのが、1998年に発生し

<sup>16</sup> 1980年代におけるレポ市場拡大の要因については、葛西（2020）を参照されたい。

たアメリカの大手ヘッジファンド、ロングターム・キャピタル・マネジメント (LTCM) の破綻危機である。

LTCMは1994年にアメリカ大手投資銀行ソロモン・ブラザーズ出身のジョン・メリウェザーによって設立されたヘッジファンドである。このヘッジファンドには元FRB副議長デビッド・マリンスやノーベル経済学賞を受賞したマイロン・ショールズなどが参加しており、「ドリームチーム」として注目を集め、設立から数年は高い業績をあげていた。

しかし、1997年のアジア通貨危機、そしてそれに続くロシアの財政危機に伴い、新興国の通貨や債券の価値が暴落する中で巨額の損失を抱え、1998年9月には事実上破綻している状況になったのである。

さて、このLTCM危機が国際的に注目を集めたのは、単にLTCMに著名な投資家が参加していたからというわけではない。LTCM危機が注目された理由は大きく三つの点に整理できる。

一つ目は、LTCMという一ヘッジファンドの破綻がシステミックリスクの可能性を持ったことである。なぜなら、LTCMに対して大手金融機関が巨額の融資やデリバティブ取引を行っており、LTCMが破綻するとこれらの金融機関に巨額の損失が発生する可能性があったためである<sup>17</sup>。仮にLTCMが破綻していた場合には、LTCMのカウンターパーティー上位17社で合計30億～50億ドルの損失が発生する見通しであると指摘されていた<sup>18</sup>。

だからこそ、LTCMが破綻の危機に陥った際に、ニューヨーク連銀が主導してLTCM救済のためのコンソーシアムを組織し、ゴールドマンサックス、JPモルガン、メリルリンチなどLTCMのカウンターパーティーであった大手金融機関14社が参加するという異例の対応が行われたのである。この救済コン

<sup>17</sup> LTCM問題について検討した米国大統領領金融市場作業部会の報告書によれば、LTCMは1998年時点で1250億ドルの資産を保有しており、25倍以上のレバレッジをかけていたと見積もられている。また、この他に簿外で1兆2500億ドル以上のデリバティブ取引を実施していた (The President's Working Group on Financial Markets 1999)。なお、別の報告によれば、これらの取引相手は75社の金融機関であり、取引の大半は17社の大手金融機関によって占められていた (US GAO 1999)。

<sup>18</sup> The President's Working Group on Financial Markets (1999) p.17

ソーシウムでは合計36億ドルの資本注入をLTCMに行ったほか、コンソーシアムのうち6社<sup>19</sup>が経営管理委員会を組織し、ファンドの経営決定権を握り、株式の90%を支配した。

それだけではなく、FRBも1998年9月29日におよそ2年8か月ぶりに政策金利引き下げに踏み切り、半月後の10月15日には再度政策金利の引き下げを実施している。特に10月15日の政策金利の引き下げは定例の米国連邦公開市場委員会（FOMC）を経ずに決定されたこともあり、LTCM破綻に伴う影響が金融当局において極めて深刻に受け止められていたことを示唆している<sup>20</sup>。

二つ目は、上記の問題とも重なる部分があるが、LTCM危機が伝統的に想定されてきた銀行の預金取り付けに伴う危機ではなかったという点である。むしろLTCMの流動性問題に圧力をかけたのは、レポ取引やデリバティブ取引のカウンターパーティーからのマージン・コールであった。このメカニズムは次のようなものである。

LTCMは、国債市場、モーゲージ証券市場、社債市場、新興国債券市場、株式市場などに投資を行っていた。LTCMはこれらの市場でロングとショートのパポジションを持ち、多くの場合、他の多数の市場参加者とのレポやリバース・レポ、証券貸付を通じてこれらのポジションを構築していた。しかし、アジア通貨危機やロシア財政危機の中で、担保となっている運用資産に評価損が出るようになるとカウンターパーティーはマージン・コールを求めるようになる。これに対応するには自身のポジションを解消する必要があるが、優良資産を除けば市場全体の流動性が枯渇しているため、大きな損失を出さなければポジションの解消ができない。また、LTCM自体が巨大なファンドであったこともあり、ポジションを解消する動きそのものが市場に大きなショックを与えることになり、さらなる評価損へとつながってしまうのである。

このように、LTCMは運用している資産の価格の下落や流動性の枯渇を起点

<sup>19</sup> この6社はゴールドマンサックス、JPモルガン、メリルリンチ、モルガンスタンレー・ディーン・ウィッター、ソロモン・スミス・バーニー、UBSである。

<sup>20</sup> LTCMに対する政策対応の経緯について、例えば淵田（1998）などを参照。

として、レポ取引を媒介として自身からの資金流出に直面することとなった。

三つ目は、LTCM危機が特殊な事例としてだけでなく、金融システムが大きく変化する中で発生してきた問題としてとらえられたことである。90年代後半には金融業における兼業規制は事実上形骸化しており、銀行が伝統的な預貸業務だけでなく、証券業など新たな業務への進出を行っていた。そうした中で、大手のマネーセンター銀行がレポ・リバースレポ取引、デリバティブ取引やプライム・ブローカレッジ業務を通じてヘッジファンドと取引を行い、収益をあげるようになっていた<sup>21</sup>。このように、金融システムが変化する中で金融機関の相互関連性が高まり、従来は中心的プレイヤーではなかったヘッジファンドもシステム全体に大きな影響を与えうる存在となっていた。だからこそ、LTCM危機を契機として、ヘッジファンドの持つリスクが、金融市場全体にどのような影響を与えるのかに注目が集まったのである<sup>22</sup>。

### 3-2. レポ取引に伴うリスクと対応策

LTCM危機を受け、BISのグローバル金融安定委員会（CGFS）は、ロシア通貨危機後の不確実性の世界の中で、レポがシステミックなコンデユイト（システミックリスクを伝播させる触媒）になる可能性を検討した。その結果、レポが「特に費用対効果の高いレバレッジの源泉」として機能したために、担保価格のボラティリティによって、システミックリスクが発生しうることを指摘した<sup>23</sup>。

CGFS（1999a）はレポ市場参加者が直面するリスクについて、下記の四点を指摘している。

第一が、担保価格の変動に伴う信用リスクである。レポは有担保取引であるが、信用リスクが完全に排除されているわけではない。例えば、担保として保

<sup>21</sup> 当時のヘッジファンドと大手マネーセンター銀行の関係については高田（2001）を参照。

<sup>22</sup> 例えば、大統領金融市場作業部会の報告書も、LTCMについてだけでなく、ヘッジファンドが持つリスクについて検討を行っている。日本でもこの時期に同様の問題意識でヘッジファンドが国際金融市場に与える影響について検討が行われている。こうした論考の例として、中尾（1999）などがある。

<sup>23</sup> CGFS（1999a）pp.26-27

有している証券の市場価値の下落によって、貸付資金が部分的にしか担保されなくなる。その結果、取引相手の倒産時には、その時点の市場価格で担保を現金化せざるを得ない。反対に価格上昇すれば、資金の貸手が過剰に担保をとっていることになり、証券の貸手が担保の市場価値と資金との差額分の信用リスク・エクスポージャーを抱えることになる。

二点目がオペレーショナルリスクである。レポ取引に付随する資金および証券決済システムや法的手続は非常に複雑であり、これらがオペレーショナルリスクとなりうる<sup>24</sup>。

三点目は流動性リスクである。この流動性リスクはさらに二つに区分できる。そのうちの一つ目は、資金調達面でごく短期のレポに依存した結果、予想外の混乱が生じた場合に、レポのロールオーバー（借り換え）ができなくなり、資金調達に困難が生じるリスクである。もう一つの流動性リスクは、取引相手のデフォルト時における担保の現金化に伴うものである。証券市場の流動性が低く（もしくはストレス時に流動性が低下し）、担保が値引きされて現金化されるのであれば、十分に債権回収ができない可能性がある。

四点目は、レバレッジに伴うリスクである。過度なレバレッジは、信用リスクと流動性リスクを高める。レポ取引は低コストでレバレッジを拡大することができるので、過大なポジションが形成されやすい。

こうしたレポ取引に伴うリスクのうち、特に、証券市場での価格変動（担保証券のボラティリティ）に伴う信用リスクや流動性リスクの増大、レバレッジに伴うポジションの肥大化はシステミックリスクの要因になりうる。

こうしたリスクを抑制するために有効な手段として、同報告書では決済システムの健全性に加え、法律上はクローズアウトおよびネットティングに関する権利関係の確実性—とりわけ破産手続きに伴ってこれらの権利が阻害されないこと—が重要であり、加えて契約上もこれを明確化する必要があることが指摘さ

<sup>24</sup> 例えば、1985年に破綻したESM政府証券やBevill, Bresler & Schulman (BBS) の事例では、取引された資金や証券の管理が適切になされていなかったことにより投資家が巨額の損失を被った。詳しくはテイラー（1997）を参照されたい。

れている。さらに健全なレポ市場を發展させるために必要不可欠な市場慣行として、担保の値洗いやヘアカットもしくはマージンの設定、活発に取引される担保の市場への供給を指摘している<sup>25</sup>。

この中でとりわけ重要なのが、担保価格のボラティリティがレポ取引を媒介してシステミックリスクにつながることを指摘した点である。この指摘が持っている含意は、大規模かつ機動的なレポ取引を実施するためには、価格変動性が低く流動性の高い市場が重要である、ということにある。さらに、リスク抑止策として重視されたクローズアウトおよびネットティングの実行や、担保の値洗い、ヘアカットやマージンの設定なども、担保として取引されている証券の流動性が高いほどより適切に機能する<sup>26</sup>。つまり、この時期には金融システムの安定のためにこそ、流動性が高い市場が必要とされたのである。

こうした経緯のもと、BISは別の報告書で市場流動性について検討している(CGFS 1999b)。この報告書の中で、BISは中核となる市場の流動性を高めるアプローチを提案している。なぜなら、流動性には選好が存在することから、流動性の高い市場はますます流動性が高まり、流動性の低い市場ではますます低くなるという、自己実現的な流動性の集中現象が発生すると考えられるためである。これを前提とすると、全ての市場の流動性を同時に高めようとすることは非現実的であるとしている。そのため、そこでの流動性の高さが金融資産の取引全般に好影響を及ぼすような核となる市場を特定したうえで、その市場に沿った流動性向上策を講じるのが効果的であるとされた。

そして、この中核的な市場として指摘されたのが国債市場である。国債市場は長期金利の基準であり、レポ・先物市場などの周辺市場を持っている。国債市場の流動性を向上させるために主要発行年限でのベンチマーク銘柄の充実や発行スケジュールの事前公表、レポ市場・先物市場の機能向上が必要だとされ

<sup>25</sup> CGFS (1999a) pp.28-32

<sup>26</sup> 例えば、流動性の高さはマージン・コールの頻度の低さを意味しており、限られた価格変動制を有する市場流動性の高い資産は、レポ担保として使用された場合、市場ストレス時にレポ資金へのアクセスを維持する可能性が高いことを意味している。この点については Gabor (2016) も併せて参照されたい。

た<sup>27</sup>。

以上みてきたように、LTCM危機の時点で、レポ担保の価格変動に伴うシステムミックリスクの可能性など、後の危機の際にも注目される重要な論点が提起されていた。ただし、それを緩和するための方策は、より流動的な市場を作り出し、価格メカニズムに依拠したリスク管理方法を精緻化することであった。そして、その中心は国債市場であった。

## 4. 流動的な金融市場—国債市場の構造変化とのかかわりで

### 4-1. 国債と金融システム

これまで見てきたように、LTCM危機の中で、流動的な金融市場を形成する必要性が指摘されるようになっており、その中心は国債市場であった。しかし、アメリカでは同時期に財政収支が改善し、1998年から2001年にかけて連邦財政黒字を達成した。つまり、将来的な新規国債発行の減少が見込まれる状況となったのである。これは、金融市場関係者にとっていくつかの懸念を生じさせた。

そもそも、国債は第一義的には国家財政の資金調達手段としての機能を持っているが、それ以外にも金融商品として独自の機能を持つ特殊な債券である。金融市場にとって国債は、長期金利の基準であり、あらゆる長期金融資産のベンチマークとなるだけでなく、金融政策の主要な手段であり、長期投資家の重要な投資対象資産であり、レポやデリバティブの中心となる担保である。現代金融市場にとってこれらの機能は必要不可欠のものである。

そして、新規国債発行の減少はこれらの機能を十全に果たせなくなる可能性を高めるものと受け止められ、実際にいくつかの影響が出ていた。例えば、国債の供給減少と希少価値の増大を一つの要因として、国債と他の金融商品の金利スプレッドの拡大が生じていた<sup>28</sup>。このほかに、国債市場の取引高の低下や

<sup>27</sup> 以上の点については、CGFS (1999b) を参照。

<sup>28</sup> Schinansi et al. (2001)

一部のオン・ザ・ラン（新発債）銘柄におけるビッド・アスク・スプレッドの拡大といった国債市場の流動性低下、レポ市場での国債借入コストの上昇が生じたことが指摘されている<sup>29</sup>。したがって、この時期に将来的な国債市場の縮小に対し、どのように対応するのかが検討されるようになった。

#### 4-2. 国債の機能代替を巡る議論

こうした、国債市場の機能低下に対し、一部の論者からは民間の金融資産によりその機能の補完・代替が可能である、という指摘が行われるようになった。

例えば、NY連銀エコノミストのフレミングは、国債が果たしているベンチマークやヘッジ手段という機能はエージェンシー債や金利スワップの役割が次第に大きくなり、国債に代位することが可能である、と指摘した。これに加え、金融政策の公開市場操作の際に国債を対象としているが、その対象にモーゲージ証券やエージェンシー債を加えることもできると主張した<sup>30</sup>。

さらに、当時のFRB議長グリーンSPANは債券市場協会（Bond Market Association）でのスピーチにおいて連邦債務の返済とそれが金融市場に及ぼす影響について論じている。その中でフレミングと同様、国債の機能は民間金融資産に補完・代替が可能であると主張した。国債のヘッジ機能については、金利スワップ、エージェンシー債、大企業の社債は国債市場のヘッジ機能を代替し得るし、新たに高格付け社債による担保された証券化商品の高トランシェ証券のような、ほとんど信用リスクのない金融商品を創出することができる。また、FRBの公開市場操作を国債だけでなくエージェンシー債やモーゲージ証券でのレポオペで行ったり、エージェンシー債の買いオペの実施も可能である。したがって、国債が縮小しても金融政策の実行は可能である、と主張した<sup>31</sup>。グリーンSPANは国債の縮小に伴う民間資産の代替には一定のコストが

<sup>29</sup> Schinansi et al. (2001) およびFleming (2000)

<sup>30</sup> Fleming (2000)

<sup>31</sup> Greenspan (2001)



かかることを指摘しつつ、こうした代位は可能であるとしたのである<sup>32</sup>。

実際に、国債市場の縮小に対応し、民間金融資産の位置づけを変える動きも出てきた。FOMCは、連邦準備制度の市場性国債の保有シェアが過大とならないよう、公開市場操作において国債のアウトライト取引よりもレポ取引の短期操作への依存度を強めた。

また、1999年8月以降では、連邦政府機関債や、連邦政府機関や連邦政府関連企業により保証されたモーゲージ証券を、レポ取引での対象と認めるなど、公開市場操作の対象を国債以外の証券に拡大した<sup>33</sup>。このように、国債市場の縮小に対し民間金融資産による機能を果たすことが求められるようになるなかで、モーゲージ証券の金融システムにおける重要性は高まっていったのである。

#### 4-3. 安全資産の事実上の拡張

前章で見たように、金融システムが変化する中で、市場規律を働かせ、流動性を高めることがリスク管理を行う上での重要課題となっていた。その中心となる市場は国債市場であったが、アメリカでは財政収支が改善基調になる中で核となるべき国債市場の縮小が見込まれる状況となった。その中で国債の果たしていた機能が他の民間金融資産に外延的に拡大し、部分的にMBSにも求められるようになったのである。

ここで注目すべきは、国債の規模に合わせ金融市場を縮小させる方向に向かわず、新たな金融革新によって代替しようとしたことである。証券化、デリバティブなど様々なリスク管理手法が普及し、一般化する中で「安全な証券」の範囲が拡張し、制度的に埋め込まれていった。

こうした動きはさらに進展し、市場を拡大させるために安定性を高めようとする傾向も出てくるようになる。例えば、Plank (2007) はモーゲージ市場発展のためにも、セーフハーバー・ルールの拡張が必要であることを指摘して

<sup>32</sup> 以上のような指摘に対し、MFのスタッフは国債のユニークな機能を重視し、民間金融資産では代替不可能なため財政赤字下でも新規国債を発行する必要があると指摘していた (Schinansi, G. J., Kramer, C. F. and Smith, R. 2001)

<sup>33</sup> FRB (2001) p.223

いる。むしろ住宅ローンをセーフハーバーの範囲に含めることにより、オリジネーターの更なる発展が見込めることを指摘している<sup>34</sup>。BAPCPAにおけるセーフハーバーの拡張はこうした動きの中に位置づけて考える必要がある。

## 5. 2005年破産濫用防止・消費者保護法（BAPCPA）とレポ市場

### 5-1. BAPCPAとレポ市場の変化

2005年にBAPCPAが制定され、免除対象の範囲がモーゲージ関連証券・住宅ローンにまで拡大された。この変化がどのような影響を持ったのかについて、データの制約はある者の利用可能な資料を用いて概観していく。

図2はプライマリー・ディーラーによる非流動的な担保を用いたレポ取引の推移である。2005年にセーフハーバーの拡張が実現して以降、明確に非流動的な担保を用いたレポ取引が増加している。また、Srinivasan (2021) は、各金融機関から直接データを集めBAPCPA後の金融機関のバランスシートの変化を検討している。彼の研究によれば、複雑な仕組み債の発行がセーフハーバーの拡張後増加していること、レポ取引での流動性供給者はプライベートMBSを多く保有していること、そして国債やエージェンシー債、社債などを担保にしたレポ取引はBAPCPA後も大きな変化はない一方で、プライベートMBSを担保にしたレポ取引が増加していることを指摘している<sup>35</sup>。

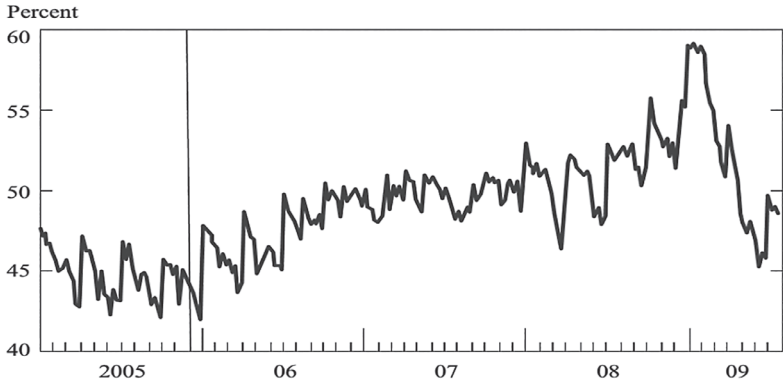
---

<sup>34</sup> Plank (2007) 参照。

<sup>35</sup> Srinivasan (2021) 参照。

図2 非流動的な担保を用いたレポ取引の推移

Prevalence of Less Liquid Collateral in Primary Dealers' Repo Transactions January 5, 2005 – July 22, 2009



注) 縦線はBAPCPAが成立した時期である。

出所) Justin et al (2018) P.41

以上のように、2005年BAPCPAの制定でレポのセーフハーバーの範囲が大幅に拡大されたことが、2008年の危機の直前にレポによる資金調達が急増した一因になった可能性がある。2005年のBAPCPA以降、非伝統的証券を活用したレポによってレバレッジをより自在に拡大できるようになったことが、危機前のレポ市場の最後の拡大を後押しした可能性がある<sup>36</sup>。

## 5-2. セーフハーバー・ルールとシステミックリスク

こうしたセーフハーバーの拡張は、本来の役割であるシステミックリスクの抑止ではなく、2007-09年金融危機の中では、むしろシステミックリスクを拡大する形で機能したことが指摘されている。

例えばRoe (2011) は、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

<sup>36</sup> Sissoko (2010) も同様の主張を行っている。

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と主張している。つまり、資金提供者が情報生産を行うインセンティブを低下させたのである<sup>37</sup>。

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た<sup>38</sup>。

このように、セーフハーバーの拡張によってもたらされた貸し手に対する「安全性の高まり」は、システムにとっての不安定性の源泉にもなり得る<sup>39</sup>。

ただし、セーフハーバー・ルールをなくせばシステムリスクが発生しないかというところではない。なぜなら、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ためである<sup>40</sup>。

## 6. おわりに

本稿では、こういった背景のもとでBAPCPAにおけるセーフハーバー・ルールの拡張が行われたのかを明らかにしてきた。

金融システムが変化し、金融機関同士の相互連関性が高まる中で、LTCM危機のような新たな形の金融危機が発生するようになってきた。こうした中でリスク管理の在り方としては担保の値洗いやヘアカット、マージン・コール、ク

<sup>37</sup> Roe (2011) 参照。

<sup>38</sup> Skeel and Jackson (2012) 参照。

<sup>39</sup> Sissoko (2019) 参照。また、Duffie and Skeel (2012) はセーフハーバーが、(1) 取引先が融資先企業を監視しないインセンティブを高める、(2) 救済に依存するモラルハザードを高め、対象企業が大きすぎて潰せない企業になる可能性もしくはインセンティブを高める、(3) 伝統的な資金調達形態からの非効率な代替、(4) 担保の投げ売りに伴うマーケットインパクトを高める、(5) 窮境にある企業が破産申請を適時に行うインセンティブを低下させるといった5つの社会的コストを高めることを指摘している。

<sup>40</sup> Goralnik (2012) 参照。

ローズアウトおよびネッティングの確実性が重要視されるようになり、これらが適切に機能するためには流動的な金融市場を創出することが重要であった。

現代金融市場の中でもっともこの条件に近い市場は国債市場である。しかし、アメリカでは財政収支の改善基調の中、国債市場の縮小が見込まれる状況となった。そこで、国債が果たしていた機能を民間金融資産に代替させる動きが出てきたのである。こうした動きは、証券化、デリバティブなど様々なリスク管理手法が普及し、一般化する中で「安全な証券」の範囲が拡張し、制度的に埋め込まれていく、という経緯をたどった。BAPCPAにおけるセーフハーバー・ルールはこうした流れの中で考える必要がある。

最後に、BAPCPA後のレポ市場の動向について検討を行った。結果として、BAPCPAはレポ市場の危機前の最後の拡大を後押しした可能性があり、システムリスクを増大させた。

## 参考文献

- Adrian, T., and Ashcraft, A. B. (2012) "Shadow Banking Regulation", *FRBNY Staff Reports*, No.559.
- Adrian, T., Begalle, B., Copeland, A. and Martin A. (2013) "Repo and Securities Lending," *FRBNY Staff Reports*, No.529.
- Baklanova, V., Copeland, A. and McCaughrin, R. (2015) "Reference Guide to U.S. Repo and Securities Lending Market" *OFR Working Report*, 15-17.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2001) *88th Annual Report*.
- Committee on the Global Financial System (1999a) *Implications of Repo Markets for Central Banks*, Paper No 10.
- Committee on the Global Financial System (1999b) *Market Liquidity: Research Funding and Selected Implications*, Paper No.11.
- Duffie, D., and Skeel, D. A. (2012) "A dialogue on the costs and benefits of automatic stays for derivatives and repurchase agreements", *Faculty Scholarship at Penn Carey Law*, 386.
- Fleming, M. J. (2000) "Financial Market Implication of the Federal Debt Paydown", *Brooking Papers on Economic Activity*, No.2, pp.221-251.
- Gabor, D. (2016) "The (impossible) repo trinity: the political economy of repo markets", *Review of International Political Economy*, 23(6).
- Garbade, K. (2006) "The Evolution of Repo Contracting Conventions in the 1980s", *FRBNY*

- Economic Policy Review*, May, pp.27-42.
- Goralnik, N. (2012) “Bankruptcy-Proof Finance and the Supply of Liquidity”, *The Yale Law Journal*, Vol.122, pp.460-506.
- Gorton, G. and Metrick, A. (2012) “Securitized banking and the run on repo”, *Journal of Financial Economics*, No.104, pp.425-451.
- Greenspan, A. (2001) “The paydown of federal debt”, Speech before the Bond Association Market Association, April 27.  
(<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2001/20010427/default.htm>)
- Justin, C., Michele, F. and Antonio, P. (2018) “The impact of the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act Of 2005 Repo Safe harbor provisions on investor”, *The European Journal of Finance*, Vol.24.
- Maclachlan, F. (2014) “Repurchase agreements and the law: how legislative changes fueled the housing bubble”, *Journal of Economic Issues*, 48(2): 515-522.
- Roe, M. (2011) “The Derivative Market’s Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator”, *Stanford Law Review*, Vol.63, pp.539-590.
- Paech, P. (2016) “The Value of Financial Market Insolvency Safe Harbours”, *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol.36, No.4, pp.855-854.
- Perotti, E. (2013) “The roots of shadow banking”, *CEPR Policy Insight*, No.69, pp.1-7.
- Plank, T. (2007) “Toward a More Efficient Bankruptcy Law: Mortgage Financing under the 2005 Bankruptcy Amendments”, *Southern Illinois University Law Journal*, Vol.31, pp.641-668.
- Schinansi, G, J., Kramer, C, F. and Smith, R. (2001) “Financial Implications of the Shrinking Supply of U.S. Treasury Securities”, *IMF Working Paper, March*.
- 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.
- Sissoko, C. (2010) “The legal foundations of financial collapse”, *Journal of Financial Economic Policy*, 2(1), pp.5 – 34.
- Sissoko, C. (2019) “Repurchase agreements and the (de)construction of financial markets”, *Economic and Society*.
- Skeel, D. and Jackson T. (2012) “Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy”, *Columbia Law Review*, Vol.112, pp.152-202.
- Srinivasan, K. (2021) “The Securitization Flash Flood”, Available at: <https://ssrn.com/abstract=2814717>.
- The President’s Working Group on Financial Markets (1999) *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of LTCM*, April.
- U.S. General Accounting Office (1999) *Long-Term Capital Management: Regulators Need to Focus Greater Attention on Systemic Risk*, GAO/GGD-00-3, October.

- エレン・テイラー著、日本興業銀行総合資金部訳（1997）『レポ市場ガイドー米国レポ取引の実際』金融財政事情研究会
- 葛西洋平（2019）「1984年連邦政府破産法の改正とレポ市場ーセーフバーバー・ルールの策定をめくってー」『商学研究論集』第50号, pp.69-85
- 葛西洋平（2020）「戦後アメリカレポ市場の発展に関する一考察ー1980年代までを主要な対象としてー」『明大商学論叢』102巻, 第2号, pp.29-44
- 葛西洋平（2022）「アメリカにおける国債市場の拡大と担保ベース金融市場の形成ーレポ市場における議論を中心にー」『経済科学論集』第48号, pp.103-130
- 高田太久吉（2001）「アメリカの大手銀行とヘッジファンドの関係」『信用理論研究』第19号, pp.16-29
- 中尾武彦（1999）「ヘッジファンドと国際金融市場」『ファイナンス』7月号
- 中島将隆（2005）「レポは売買か貸借かー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
- 淵田康之（1998）「ヘッジファンド問題の行方」『野村資本市場クォーターリー』秋号

本稿の執筆にあたり、公益財団法人石井記念証券研究振興財団令和4年度研究助成による助成を受けている。