

GSEs を通じて考える米国金融規制の問題点

若 園 智 明

要 旨

米国の金融・資本市場制度にとって、2010年に成立した通称ドッド・フランク法は包括的変革の起点に位置づけられる。同法の内容および成立過程の分析は、米国市場の研究のみならず国際的な市場制度比較の観点からも必須であろう。同法は、2010年時点で米国金融・資本市場が抱えていた諸問題に対しての総合的な処方箋と言える。

しかしながら、ドッド・フランク法の契機となった金融危機を考えると、その震源地となった米国住宅金融市場の主要プレイヤーであるファニーメイおよびフレディーマックに関して、後述のように同法が積極的な改革を提示していないことに疑問が生じる。これら2社が政府管理下に置かれた時点での負債発行額だけを見ても、両社が「大きすぎて潰せない存在 (too big to fail)」であり、ドッド・フランク法の対象となるはずである。

ドッド・フランク法がこれら2社の政府支援企業 (Government Sponsored Enterprises, GSEs) 改革に直接的に言及しなかった理由を考えることは、同法の成立過程分析および同法を基準として整備される規制構造の体系的な分析にとっても有益であると考えられる。本稿では、ファニーメイとフレディーマックの2社を GSEs と呼称し、① GSEs の組織的特質および②金融危機以前の改革議論を踏まえて、米金融規制における GSEs の特徴を検討する。さらに、③第113回連邦議会 (2013年1月から2015年1月) で提示されている主要な GSEs 改革法案を鑑みることで、ドッド・フランク法を基盤とする規制が抱える問題点を合わせて考えたい。

目 次

- | | |
|--------------|-------------------------|
| I. はじめに | 2. GSEs の変遷 |
| II. GSEs の構造 | III. ドッド・フランク法と GSEs 分析 |
| 1. GSEs とは | 1. ドッド・フランク法における扱い |

GSEs を通じて考える米国金融規制の問題点

2. FCIC の分析
 3. GSEs を対象とする分析
- IV. GSEs 改革の現状
1. 金融危機以前の GSEs 改革法案

2. Barack Obama 政権のアプローチ
 3. 第113回連邦議会の改革法案
- V. まとめ

I. はじめに

米国の金融・資本市場制度にとって、2010年に成立した The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act（以下ドッド・フランク法）は包括的変革の起点に位置づけられる。同法の内容および成立過程の分析は、米国市場の研究のみならず国際的な市場制度比較の観点からも必須であろう¹⁾。ドッド・フランク法の全体的な目的は序文に記されているが²⁾、若園 [2013b] で分類したように、当該法を構成する16の Title は市場が抱える個別の問題への対処となっている。つまるところ同法は、2010年時点で米国金融・資本市場が抱えていた諸問題に対しての総合的な処方箋と言える。

しかしながら、ドッド・フランク法の契機となった金融危機を考えると、その震源地となった米国住宅金融市場の主要プレイヤーであるファニーメイ (Federal National Mortgage Association) およびフレディーマック (Federal Home Loan Mortgage Corporation) に関して、後述のように同法が積極的な改革を提示していないことに疑問が生じる。これら2社が政府管理下 (conservatorship) に置かれた時点で発行債務は約 \$5.4trillion に上り、その内約 \$1.7trillion が各国の中央銀行によって保有されていた³⁾。この巨額な債務だけを見ても、両社が「大きすぎて潰せない存在 (too big to fail)」

であり、ドッド・フランク法の対象となるはずである。ドッド・フランク法が Title IX (Subtitle D) で証券化に関する新たな規制を導入し、Title X IV (Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act) ではモーゲージ市場の改革を提示していることを合わせて考えれば、尚更である。

ドッド・フランク法がこれら2社の政府支援企業 (Government Sponsored Enterprises, GSEs) 改革に直接的に言及しなかった理由を考えることは、同法の成立過程分析および同法を基準として整備される規制構造の体系的な分析にとっても有益であると考えられる。本稿では、ファニーメイとフレディーマックの2社を GSEs と呼称し、① GSEs の組織的特質および②金融危機以前の改革議論を踏まえて、米金融規制における GSEs の特徴を検討する。さらに、③第113回連邦議会 (2013年1月から2015年1月) で提示されている主要な GSEs 改革法案を鑑みることで、ドッド・フランク法を基盤とする規制が抱える問題点を合わせて考えた。最初に、本稿が扱う GSEs の問題には、住宅金融市場から証券化市場までを一連の対象としながら、民間企業としての機能および公的機関としての機能の両面に関する考察が必要となることを指摘しておく。

図表1 Omnibus Budget Reconciliation Act における GSE の定義

a corporate entity created by a law of the United States that —

(A) (i) has a Federal charter authorized by law;

(ii) is privately owned, as evidenced by capital stock owned by private entities or individuals;

(iii) is under the direction of a board of directors, a majority of which is elected by private owners;

(iv) is a financial institution with power to —

(I) make loans or loan guarantees for limited purposes such as to provide credit for specific borrowers or one sector; and

(II) raise funds by borrowing (which does not carry the full faith and credit of the Federal Government) or to guarantee the debt of others in unlimited amounts; and

(B) (i) does not exercise powers that are reserved to the Government as sovereign (such as the power to tax or to regulate interstate commerce);

(ii) does not have the power to commit the Government financially (but it may be a recipient of a loan guarantee commitment made by the Government); and

(iii) has employees whose salaries and expenses are paid by the enterprise and are not Federal employees subject to title 5.2

II. GSEs の構造

1. GSEs とは

現時点でファニーメイとフレディーマックを含めた7社がGSEsに該当する。このうち住宅金融に関連するHousing GSEsは4社あり、1932年設立のFederal Home Loan Banks (12行から構成)と1987年設立のFinancial Corporationが含まれる⁴⁾。

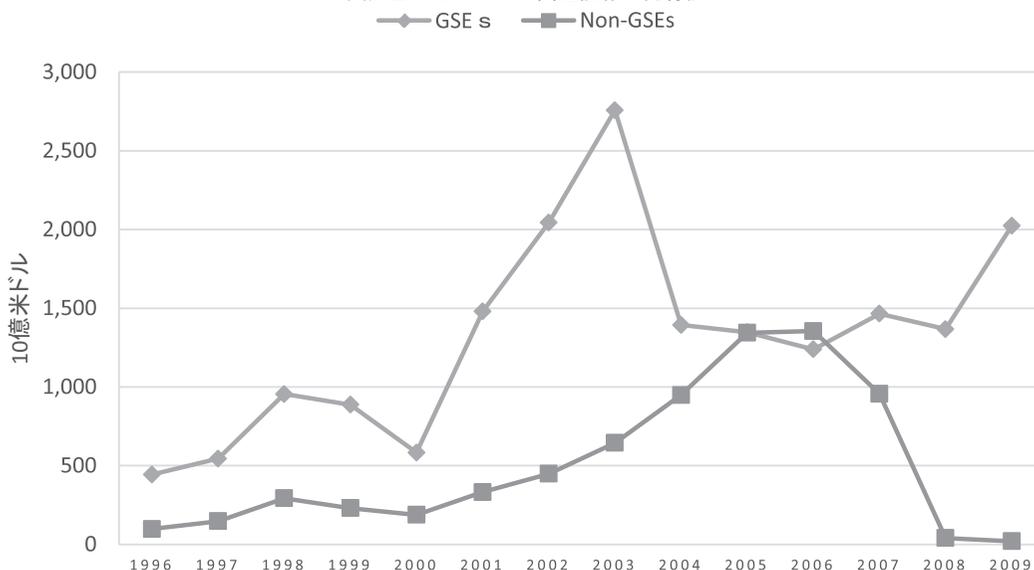
1990年のOmnibus Budget Reconciliation Actが定めたGSEsの定義を図表1であげた。同法によれば、GSEsとは①連邦法(the Charter)によって設立され、②民間が株式を保有し、③特定のセクターへの融資・保証等を行なう金融機関であり、④負債に連邦政府の保証はつかない、等の要件が与えられている⁵⁾。CRS [2007]によれば、GSEsは連邦議会が設立し、議会によって予算上の取扱いの観点から定義されたQuasi-Government Organizationと位置づけられる。従って、民間企業ではあるも

の、その組織や基本的な活動は以下のthe Charterが定めており、公的な使命を負いつつ営利を求めるという2面性がGSEsの特徴となる。つまりは、GSEsの組織改編や第4節で扱うようなGSEs廃止には、連邦議会によるthe Charterの修正が不可欠となる。GSEs問題を考えるにあたり、この特徴を踏まえる必要がある。

それぞれのthe Charterは、ファニーメイがFederal National Mortgage Association Charter Act、フレディーマックがFederal Home Loan Mortgage Corporation Actであるが、その内容は類似しており、①モーゲージ市場の流動性と安定性の促進および低中所得層の住宅保有への貢献と、②住宅ローン提供機関への(モーゲージの購入による)資金供給およびモーゲージ関連証券の発行、同証券への信用供与を業務として規定している。これはGSEsの行動目的でもあり、両GSEsがウェブ等で掲げる組織の使命も、この内容に沿ったものとなっている⁶⁾。

ファニーメイのthe Charterを例にすれば、

図表2 モーゲージ関連証券の発行額



(注) GSEsには、ジニーメイを含む。

GSEs発行の証券はMBSおよびCMO。Non-GSEs発行の証券はCMBS、RMBS Home EquityおよびManufactured Housing。

〔出所〕SIFMA

① Federal Housing Finance Agency (FHFA, 下記2008年法以前はOFHEO)が購入・証券化の対象となるローンの基準を設定し⁷⁾, ②米財務長官が債務 (debt obligation) および証券化証券の発行を承認するなど, 業務上の公的な制約が規定されている。その一方で, ③発行する証券はSecurities and Exchange Commission (SEC)の登録から除外され⁸⁾, ④地方 (states, counties, municipalities) 税 (local taxing authority) が免除となり, ⑤米財務長官の判断において米財務省はファニーメイのobligationの一定額 (現在, \$2.25billion) を購入可能であることも明記されている。これらは, 他の民間金融機関と比較して優位性をもたらす。この他, ⑥住宅ローンの直接的な貸付の禁止なども含まれている。

このようにGSEsは, the Charterにより主たる業務に対して監督機関による一定の制約を

課される一方で, 発行する証券や税制面では同種の業務を行なう民間業者とは異なる扱いを受けていた。このような政府関与はGSEsに求められる公的な役割を考えると必要であるとは言え, 市場における公平性を考えると, いわゆる「暗黙の政府保証 (Implicit Government Guarantees)」の問題をもたらす。その恩恵は, Acharya et al. [2011]ではHalo Effectと指摘しているが, 他の民間金融機関と比較して明らかな経済的利得をGSEsに与えていた。前述のGSEs定義では負債への政府保証が認められていないものの, GSEsが発行する証券は政府機関債として扱われ, 流動性や安全性の点で財務省証券と同格とみなされていた。この暗黙の保証は, 連邦議会に提出されたCongressional Budget Office (CBO)の分析によると, 1995年時点で資金調達コストを年利0.7%引き下げ, Mortgage-backed Security (MBS)の

発行コストを0.4%引き下げていたと推計されている (CBO [1996])。また CBO [2001] では、この経済的利得は1995年で \$6.9 billion であったが、2000年では \$13.6 billion へ拡大したことを報告している。その他複数の先行研究においても GSEs の企業信用における優位性は確認されている⁹⁾。

図表 2 は、ジニーメイ (Government National Mortgage Association) を含む GSEs とその他民間金融機関 (Non-GSEs) のモーゲージ関連証券の発行額であるが、2003年までは同発行市場における GSEs の存在は圧倒的であった。つまりは、米国のモーゲージ市場およびそのセカンダリー市場において GSEs は深く市場の発展と安定性維持に係わっていたのである。これは政治的な意味を含めて、GSEs 改革の複雑性を生じさせると言えよう。しかしながら2004年より GSEs のシェアは急落する一方、金融危機以降は市場での同証券の発行はほぼ GSEs に限られていたこともわかる。

2. GSEs の変遷

図表 3 で2008年に政府管理下となるまでの GSEs の履歴を簡単にまとめた。

GSEs のうちファニーメイは、1938年に National Mortgage Association of Washington として設立されたが、当時はまさしく政府機関である。その行動目的は、モーゲージに関するセカンダリー市場の創設と Government Bond の発行により調達した資金を用いて、政府機関の保証がついたモーゲージを民間金融機関から購入することであった。1968年にファニーメイが民営化されると同時に、民間金融機関からのモーゲージを購入する業務はジニーメイへと移管されている (1970年に基準を満たしたモー

ゲージを直接購入することが可能に)。このジニーメイは現在でも政府機関であるが、1968年の改革によりそれまでのファニーメイの機能は政府機関 (ジニーメイ) と民間機関 (新ファニーメイ) とに分割されている。McDonald [2012] によれば、この改革は連邦政府の負債削減が主な目的であり、民営化されたファニーメイが調達した資金を、ジニーメイを経由してモーゲージ市場へ供給する構図となっている。2008年に GSEs は政府管理下とされたが、その巨額な負債発行額と昨今の連邦政府の債務問題を考えると、GSEs が担う機能を直接的に政府機関が代替することは困難であろう¹⁰⁾。

1970年にファニーメイの競合会社としてフレディーマックが設立された後、80年代以降は GSEs の業務多様化や市場の自由化が推進されている。例えば、1984年の Secondary Mortgage Market Enhancement Act は、同法の成立によって州の antifraud 法を回避し、民間金融機関等による private-label の発行や流通を容易としたが、投資信託などを対象とする1996年の National Securities Market Improvement Act やオプション等に対する州法のギャンブル規定を回避した2000年の Commodity Futures Modernization Act と比較しても、モーゲージ関連の市場への自由化の対応は早期であったと言える¹¹⁾。この自由化の推進は、GSEs を軸とした市場の発展をもたらした。しかしながら、McDonald [2012] などが指摘するように、課された公的使命を基盤とするものの、営利企業として利益を追求する姿勢が強まっていたのも事実であろう。

次節でも検討するが、GSEs の問題を分析する先行研究には、例えば Wallison [2001] など、1992年の連邦法である FHEFSS Act (第3節

図表3 GSEsに関連する履歴

1938年	New Deal の一環で National Mortgage Association of Washington (現ファニーメイ) 設立 (National Housing Act of 1934)。
1944年	購入の対象を Veteran's Administration 債 (VA-guaranteed) にまで拡大
1950年	Housing and Home Finance Agency (現 Department of Housing and Urban Development, HUD) の傘下に
1968年	Federal National Mortgage Association Charter Act (National Housing Act of 1954の Title III) により, 再組織化・民営化され現在のファニーメイに
1968年	Housing and Urban Development Act によりジニーメイが設立され, ファニーメイの一部機能を移管
1970年	FHA-insured, VA-guaranteed, FmHA (Farmers Home Administration) 発行以外の MBS を購入可能に
1970年	フレディマック設立 ファニーメイが Conventional Mortgage (引受け基準を満たしたモーゲージ) を購入可能に (Emergency Home Finance Act)
1981年	ファニーメイが MBS (パス・スルー) を発行
1983年	フレディマックが CMO (collateralized mortgage obligation) を発行
1984年	州の antifraud 法を回避し, private-label の発行・流通が容易に (Secondary Mortgage Market Enhancement Act)
1986年	Real Estate Mortgage Investment Conduit が可能に (Tax Reform Act of 1986)
1992年	GSEs の監督機関として, HUD 内に Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) を設立 (Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act (HCD Act の Title 13)) (Housing and Community Development Act) 同法はファニーメイ & フレディマックに低所得層向けモーゲージの買取りを要求。 (HUD が定め議会が承認した affordable housing goal の遵守)
1994年	Riegle Neal Insurance Banking and Branching Efficiency Act (Community Reinvestment Act の修正)
1997年	FRB 等の銀行監督当局の最終規則 (2002年1月より適用) AAA-, AA-格の private-label MBS のリスクウェイトを GSE 債と同じ20%に
1999年	ファニーメイ, サブプライムローンに進出。(NY Times 報道)
2008年	Housing and Economic Recovery Act により政府管理下となる 同法により, OFHEO は Federal Housing Finance Board と統合され, Federal Housing Finance Agency (FHFA) へ組織変更

参照) が GSEs の公的な活動に与えた影響を重視するものも多い。FHEFSS Act の全体象は McDonald [2012] が詳しいが、当該法は GSEs の新たな監督機関として Department of Housing and Urban Development (HUD) の中に Office of Federal Housing Enterprises Oversight (OFHEO, 現 FHFA) を設置するとともに、GSEs に対して HUD が別途定める affordable housing goal の遵守を求めている¹²⁾。また FHEFSS Act は、GSEs の資本基準 (cap-

ital standard) を明記するとともに、OFHEO に対してストレス・テストを行なう権限も与えた。FHEFSS Act により、GSEs の業務および財務は連邦機関による監督が強められ、その主たる業務および財務面で公的な制約が課せられたと言えよう¹³⁾。

その後、2007年からの金融的混乱が深刻化し、Housing and Economic Recovery Act (2008年7月成立) が適用され、2008年9月に GSEs は政府管理下に置かれている。政府管理

図表4 政府管理下以降の政府支援

2008年 7月30日	Housing and Economic Recovery Act of 2008
9月6日	FHFA の公的管理下に財務省による資本注入 (上限1,000億ドル)
9月19日	FRB が GSEs が発行した短期債券の買取を開始
2009年 1月27日	FRB の債券買取が250億ドルを超える総額1,000億ドルを予定
2009年 2月18日	資本注入の上限を2,000億ドルに GSEs の住宅ローン資産保有限度額を引上げ (8,500億ドル→9,000億ドル)
2月26日	ファニーメイ支援に152億ドルの追加を FHFA が財務省に要請
3月11日	フレディーマック支援に308億ドルの追加を FHFA が財務省に要請
3月18日	FOMC が債券買取予定額を7,500億ドル追加
12月24日	財務省が GSEs への信用供与枠をそれぞれ2,000億ドルまで拡大 2012年末までの損失の全額カバーを発表 GSEs の債券買取を終了

図表5 米国資本市場の混乱

2008年 3月14日	FRB がベア・スターンズに緊急融資 (注)
3月16日	J.P.モルガン・チェースがベア・スターンズを救済買取
9月7日	ファニー・メイとフレディ・マックが政府管理下に
9月15日	リーマン・ブラザーズが連邦破産法の適用を申請 バンク・オブ・アメリカがメリルリンチを買収
9月16日	FRB が AIG に緊急融資, 政府管理下に (注)
9月21日	FRB がゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーの銀行持株会社への 業態転換を承認
9月25日	J.P.モルガン・チェースがワシントン・ミューチュアルを救済買取
9月29日	米緊急経済安定化法が下院で否決 ダウ平均株価が過去最大の777ドル下落
10月3日	米緊急経済安定化法が成立
10月7日	FRB が CP 買取制度の導入を発表
10月12日	ウェルズ・ファーゴがワコピアを救済買取
11月14・15日	G20ワシントン緊急金融サミット開催
11月23日	米政府がシティ・グループに対する支援策を発表
11月25日	FRB が最大8,000億ドルの市場対策を発表

(注) 連邦準備法 (Federal Reserve Act) の Sec.13(3)の定めにより, FRB は NY 連銀に対して有限責任会社 (Limited Liability Company) を設立し, 資金供給を行うことを認可した。

下に置かれて以降の政府支援については図表4を参照願いたい。この HER Act および政府管理の内容については, Reiss [2014]が詳しい。また Badawi and Casey [2014]は, 2008年から2012年までの米財務省による GSEs 管理について分析している。

Ⅲ. ドッド・フランク法と GSEs 分析

1. ドッド・フランク法における扱い

図表5では, 2008年に米国資本市場でおきた混乱をまとめている。特に9月は GSEs に対する政府支援を皮切りに, 15日のリーマン・ブラ

図表6 ドッド・フランク法における GSEs 関連箇所

Sec.1074	ファニーメイおよびフレディーマックの政府支援の終了および住宅金融制度の改革に関する財務省調査
	(a) 要求される調査
	(b) 報告および推奨
Sec.1304	2008年住宅・経済回復法の修正
	(a) 財務省によるファニーメイの債務および証券の売却
	(b) 財務省によるフレディーマックの債務および証券の売却
	(c) および(d)は省略
Sec.1491	住宅抵当信用条項の保護・制限・規制を促進するための GSEs 改革の重要性に関する議会の意図表明
	(a) 議会の所見
	(b) 議会の意図表明

ザーズ社の破綻、翌16日の American International Group 社 (AIG) の実質国有化などが続き、11月にかけて米国資本市場が極度の混乱状態に陥っていたことが良く解る。当時の米財務長官であった Henry Paulson の回顧録 (Paulson [2010]) では、GSEs の破綻懸念が経済的・政治的に如何に大きな問題であったかを表している。政府管理となってから投入された公的資金は、2社合わせて約 \$187.4billion (2012年5月末時点) にのぼる¹⁴⁾。その後の米住宅市場の改善にともない、すでに GSEs は投入された公的資金を上回る金額を優先株への配当などで米財務省に支払っているが、2008年9月の時点で GSEs が too big to fail の存在であったことは明らかであり、また納税者負担の大きさと合わせて見れば、ドッド・フランク法が改革を企画する中核的な対象に該当しよう。

図表6は、ドッド・フランク法が GSEs に言及している箇所の一覧である。このうち Sec.1074は米財務長官に対して調査等を要求し、Sec.1491では「議会の意図表明 (Sense of Congress)」が記されている¹⁵⁾。先に Sec.1074の内容を読むと、米財務長官が主導する調査に対して① GSEs の段階的な縮小・解体、②民営化、

③他の政府機関への機能移転、④分割して小規模会社化などを考慮すべきオプションとして挙げていることは興味深い。これらのオプションは連邦議会が抱く GSEs 改革の方向性であると言えよう。下記で紹介するように、Sec.1074が要求する調査等の結果は2011年2月に米財務省と HUD が共同報告書としてまとめ、連邦議会へ提出されている。また、Sec.1491の「議会の意図表明」とは、いわば議会の多数意見 (majority opinion) の表記であり、格付会社に対する SEC の規制策定権限の行使に言及した Sec.939H でも用いられている。Sec.1491では「議会の発見」として1990年代からの GSEs に関する問題を列挙し、GSEs 改革の重要性を記している。

このようにドッド・フランク法は、Sec.1074 および Sec.1491において金融危機で露呈した GSEs の問題と改革の重要性を認識し、一応の改革の方向性を示している。しかしながら、ドッド・フランク法を扱った Acharya et al. [2010]や Skeel [2011]も述べているが、その法文は選択肢を提示するに留まり、GSEs の具体的な改革の明記を避けている。この理由を公的な資料によって明確にするのは困難であるが、

図表7 FCIC 調査に関する3つの報告書

民主党系報告書	共和党系報告書	P. Wallison 報告書
① GSEs は危機に貢献したが主要な要因ではなかった。 ② GSEs が発行した MBS は危機の間でも価値を維持していた。 ③ GSEs の問題 <ul style="list-style-type: none"> ・ビジネス・モデルの欠陥 ・過剰なロビイング活動 ・過大なポートフォリオの保有 ・ガバナンスやリスク管理の失敗 	① GSEs は様々な点で危機の要因である。 ② 最も too big to fail な存在である。 ③ 納税者の負担が最も重い。	① 政府の住宅政策の問題。 ② 不適切な引受け基準の緩和。 <ul style="list-style-type: none"> ・サブプライム・ローン等の拡大の要因に。 ③ 質の悪いローンが証券化されたことが最大の問題。 <ul style="list-style-type: none"> ・証券化自体は問題ではない。

Wilson [2011]が指摘するように、これまでのGSEsに関連する政策の失敗を連邦政府や連邦議会が無視した結果であるとすれば問題である

例えば、Sec.619の通称ボルカー・ルールや、Sec.716のリンカーン修正条項(通称Swap Push-Out Rule)のように、後に議論の対象となる大胆な改革が明記された箇所があることも考えれば、ドッド・フランク法におけるGSEs改革の扱いは特異であると言わざるを得ない。第3節では、金融危機の調査・分析を引用し、第4節では過去および現在の改革論議を参照しながら、この理由について考察したい。

2. FCIC の分析

当該委員会による調査結果の公表はドッド・フランク法が成立した半年後(2011年1月)ではあるが、金融危機の原因を公的に調査したFinancial Crisis Inquiry Commission (FCIC)の報告書を引用してGSEs問題の複雑さを考えてみたい。FCICとは2009年の連邦法であるFraud Enforcement and Recovery Actによって連邦議会内に設置された機関であり、同法の定めに従って10名の民間有識者(6名が民主党系、4名が共和党系)から構成される。

FCICの活動では、いわゆるサブプライム・

ローン問題および証券化技法を通じた危機の伝播に関する調査が主要な目的の1つとされ、特にGSEsについては、①伝統的なモーゲージ・ローンの証券化と②Mortgage-Backed Security (MBS)等への自己資金を用いた投資の2つの機能を中心に関係者へのヒアリングが実施された。

結論から先に述べると、同委員会は民主党系の委員と共和党系の委員の間で意見対立を解消することが出来ず、最終報告書であるFCIC [2011]では、異なった2つの報告書が併記されて終結している。さらに、共和党系委員であるPeter Wallisonは共和党系報告書とは別に、民主党系の報告書に対する反論書としてWallison [2011]を独自に公表している。図表7で、GSEs問題に関するこれら3つの報告書の要点を比較した。

これらの報告書は、モーゲージ市場やその証券化市場に問題が生じていたことを共通して認識しているものの、民主党系の報告書がGSEsの組織構造(暗黙の政府保証、ガバナンス、リスク管理、情報開示等)の欠陥を指摘するに留まるのに対して、特にWallison [2011]では、Clinton政権以降の歴代政権で進められてきた政府の中低所得層向け住宅政策の失敗を重視

し、GSEsを経由して政策の失敗が拡散したことを論じている。これはGSEsの公的な部分に関する問題であると言えよう。またWallison [2011]は、民主党系委員による分析には、①過去の規制緩和（規制の欠如）が問題である、②ウォール街の金融機関は強欲である、などが先入観として持込まれていたことも指摘している。つまりは、連邦議会が設置した委員会からは、同じ問題に対して①GSEsの組織改革と②政策的失敗の反省という次元の異なる2つの処方箋が提示されるに留まった。

第4節で述べるように、第113回連邦議会に提出された複数のGSEs改革関連法案は、モーゲージ市場および関連する証券化市場への政府関与に関して異なった対応となっている。これは、FCICの結論と類似しているが、90年代以降に進められてきた米住宅政策の分析と評価をともなって解釈されるべきであろう。

3. GSEsを対象とする分析

FCICの調査は、GSEs問題に対して、主に関係者へのヒアリングを用いて行なわれた。ここでは学術的な先行研究を中心に、GSEs問題を整理してみたい。

金融危機とGSEsとの関連を扱った学術的研究は多く、例えばCEOの高額報酬問題など、その分析対象も多彩である。このうち金融危機を包括的に扱ったAcharya and Richardson [2009]は、GSEs自体が危機の中核ではないことを指摘しながら、①信用度の低いモーゲージ（サブプライムおよびAlt-A）への投資と、②自己勘定による流動性の低い投資ポートフォリオ保有の増大などが、金融システムに悪影響を与えたと分析している。同様にAcharya et al. [2010]やJaffee [2010]でも、GSEsが過大な投

資ポートフォリオを保有していたことを問題視している。またJaffee [2010]は2009年9月末時点でのGSEsによる信用度の低いモーゲージへの保証額をまとめており（Jaffe [2010] Table1を参照）、Acharya et al. [2010]ではJaffee [2010]を引用しながら、GSEsのリスク総量に対する自己資本の過小さも問題であると述べている。これらは代表例であるが、GSEsの失敗を分析した先行研究を大きく整理すれば、その要因を①GSEsの保有ポートフォリオの問題と②GSEsに対する規制監督の問題、に分けることができる。

第1にGSEsの保有ポートフォリオの問題については、FRB議長であったAlan Greenspan（1987年8月から2006年1月まで）の議会証言が象徴的であるが、2000年代に入ってより政策担当者や特に共和党系議員を中心に連邦議会でも指摘されてきた¹⁶。その背景は、1990年代半ばより拡大が続いたGSEsのバランスシートが、米国市場にとってシステミック・リスクの要因となるとの危惧であった。GSEsのシステミック・リスクに関する分析は、Atlanta Fed [2006]を合わせて参照願いたい。

次節で金融危機以前に連邦議会へ提示されたGSEs改革法案を紹介するが、特に共和党議員から提出された改革法案の背景は、GSEsの肥大化（市場独占）への対応と連邦機関による監督機能の強化である。第2のGSEsの規制・監督の問題は、①暗黙の政府保証がもたらす弊害と②前節で述べたFHEFSS Actを代表とするaffordable housing goalによるGSEsの業務拡大（引受け基準の緩和等）や過小な自己資本比率等に分けることができる。GSEsの規制・監督問題のうち暗黙の政府保証に関する先行研究は第2節も参照願いたい。暗黙の政府保証は

GSEs 債の発行コスト（資金調達）を引き下げた効果があったことが確認されており、自己勘定による投資事業の拡大の要因にも繋がる。

興味深いのは1992年の FHEFSS Act に関連する研究である。Acharya et al. [2011] は、FHEFSS Act が低中所得層の住宅取得促進のミッションを設定した結果、GSEs は90年代半ばから2003年までリスクの高いモーゲージを資産に積み増したと指摘している。このミッションとは、①低所得層の住宅取得促進、②行政サービスが十分ではない地域の住宅取得促進、③ special affordable housing goal（世帯所得が地域平均の60%以下、もしくは、地域平均の80%以下であり specified low-income area にある）の設定から構成される。Pinto [2011] にあるように90年代半ばまで GSEs が扱ったのは優良なモーゲージのみであったことから、FHEFSS Act の成立が GSEs の業務に少なからず影響を与えたのは事実であろう。

また Pinto [2011] が問題視するのは、1995年7月から2006年5月までの住宅価格の上昇（この間ケース・シラー・インデックスは196%上昇）を背景に連邦議会がモーゲージに関連するクレジット・リスクへの意識を低めていたことである。これは Spahr and Sunderman [2014] でも同様な指摘が見られる。この時期は、第42代合衆国大統領である Bill Clinton による National Homeownership Strategy が実施されており¹⁷⁾、連邦政府および連邦議会による住宅政策と GSEs 業務の変化との関連性は無視できないであろう。GSEs によるサブプライム・ローン関連商品の取扱いは、1995年に HUD による許可が出てからであり、報道によるとファニーメイが実際に取扱いを始めたのは1999年である¹⁸⁾。FICO660以下のモーゲージを含むいわ

ゆるサブプライム・ローンを含んだ private-label MBS は、1997年の時点で約 \$200billion から2000年時点では約 \$300billion へと増加している。このように見ると、GSEs の保有ポートフォリオの問題は、特にポートフォリオの質の点で、米国の住宅金融政策と密接な関係があるように思われる。これらはつまるところ、GSEs が取扱うモーゲージの基準が緩和され、市場から買入れる比較的信頼度の低い MBS などの増加が結果として private-label の成長に貢献したとの指摘である。これが真であるならば、GSEs の市場と他の民間業者の市場には高い関連性があり、GSEs の改革は単にその組織面に対してのみでは不十分となり、住宅政策の波及効果および証券化市場の規制と合わせて、一連の活動として捉えられなければならない。FCIC [2011] で民主党系委員が指摘する GSEs の組織的問題には、GSEs が担っていた公的な性格を加味して論じるべきであり、Wallison [2011] の主張の妥当性が支持される。

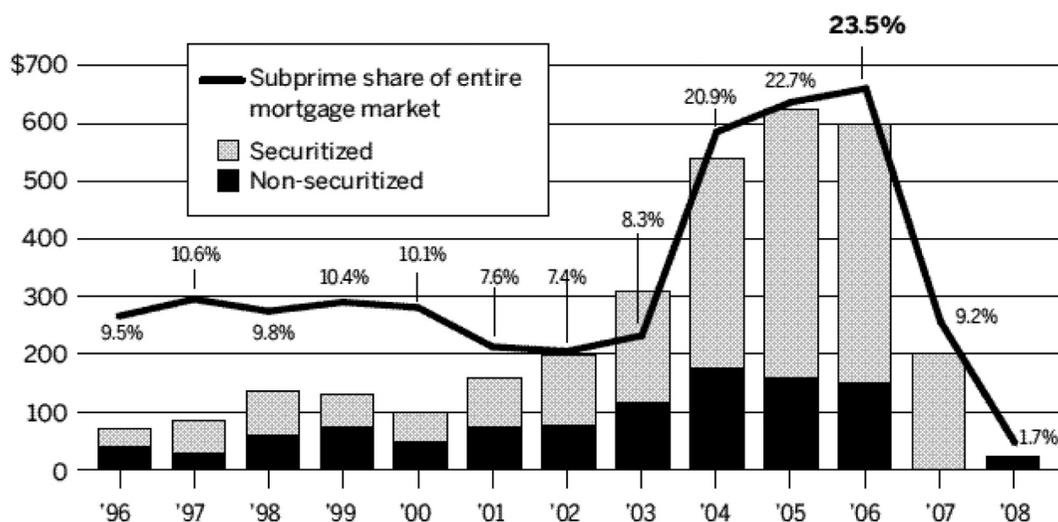
しかしながら、米国住宅金融に関連する連邦法を整理した Levitin and Ratcliffe [2013] によれば、2004年から2006年の過剰な住宅ローン貸付の原資となった private-label の証券化は、FHEFSS Act が GSEs に課した affordable housing goal に従うものではない。2000年から2007年までの間にカリフォルニア州で組成 (originate) された住宅ローンを調査した San Francisco Fed [2011] によれば、private-label の証券化商品は GSEs よりも引受け基準が低い。これは Demyayk and Hemert [2011] でも確認されている。またサブプライム・ローンを含んだ MBS に関して、Levin et al. [2012] では、90年代半ばより実質的な規制対象外であった private conduit を経由した private-label

図表8 サブプライムローンの証券化

Subprime Mortgage Originations

In 2006, \$600 billion of subprime loans were originated, most of which were securitized. That year, subprime lending accounted for 23.5% of all mortgage originations.

IN BILLIONS OF DOLLARS



NOTE: Percent securitized is defined as subprime securities issued divided by originations in a given year. In 2007, securities issued exceeded originations.

SOURCE: Inside Mortgage Finance

[出所] FCIC [2011]

MBSの増加が主であり、1984年のSMME Actと1986年のTax Reform Actにより、民間金融機関等によるprivate-label MBS業務を活性化させた結果であると指摘している。

図表2でモーゲージ関連証券の発行額を見たが、private-labelは2000年以降に増加傾向となり、2005年と2006年ではGSEsによる発行額を逆転するまでに拡大している。FCIC [2011]から引用した図表8をみれば、この時期はサブプライム・ローンの実行およびその証券化が多い。金融危機の期間においてprivate-labelよりもGSEs発行証券の価値が安定していたのは事実であるが、これはGSEsが扱うモーゲージ

の質が比較的高いためであり、この意味で危機の発生前の市場は高品質の市場（GSEs）と低品質の市場（private-label）とに分断化していたのであろうか。このような市場の分断化が真であり、互いの市場が独立であったのであれば、GSEsによる自己資金を用いたMBS等への投資の失敗が改革の誘因となり、FCIC [2011]の民主党系報告書が妥当となろう。

これらを再度整理してGSEs改革を論じるのであれば、第1に過去の政策や規制・監督の再評価を行なう必要があり、第2にGSEsの業務（信用保証業務および投資事業）が他の民間業者の行動に及ぼした影響の検証が不可欠である

図表9 金融危機以前に連邦議会に提出された主な GSEs 改革法案

	Bill No.	Sponsor
1. 2000年 (第106回連邦議会) ① Housing Finance Regulatory Improvement Act	H.R.3703	Richard Baker (共和党)
2. 2003年 (第108回連邦議会) ② Secondary Mortgage Market Enterprises Regulatory Improvement Act ③ Federal Enterprise Regulatory Reform Act (第109回連邦議会で再提出されている。)	H.R.2575 S.1656	Richard Baker (共和党) Charles Hagel (共和党)
3. 2005年 (第109回連邦議会) ④ Federal Housing Enterprise Regulatory Reform Act ⑤ Federal Housing Finance Reform Act	S.190 H.R.1461	Charles Hagel (共和党) Richard Baker (共和党)
4. 2007年 (第110回連邦議会) ⑥ Federal Housing Finance Reform Act	H.R.1427	Barnett Frank (民主党)

ことがわかる。ドッド・フランク法に GSEs 改革が明記できない理由として、同法の成立過程において、これらが欠けていたことを指摘する。

IV. GSEs 改革の現状

最後に、金融危機の前後にわけて、近年の GSEs 改革に関する法案を整理する。金融危機以前に主に共和党系議員から提出された法案は、80年代以降の自由化によって膨張した営利企業としての側面と、本来の公的な機能とのリバランスをはかったものであり、GSEs 機能の縮小（規制・監督の強化と民間資本への代替）が主たる目的とされた。前節で幾つかの GSEs 分析に触れたが、当時の連邦政府や連邦議会では、上記の Greenspan の指摘を例として、GSEs の自己勘定による資本市場業務の拡大（保有投資ポートフォリオの増大）がシステミック・リスク要因となる可能性が強く意識されていたように見える。

対して金融危機後の法案は、GSEs の縮小と

廃止を前提として、GSEs 後のモーゲージおよびその証券化に関連する市場の再構築へと論点が移っている。

1. 金融危機以前の GSEs 改革法案

図表9で、金融危機以前に連邦議会に提出された主な GSEs 改革法案をまとめた。先に結論から述べると、これら6本の GSEs 改革法案はすべて廃案となっている。

2000年および2003年の連邦議会に提出された3本の法案は、共通して FHEFSS Act を修正して GSEs に対する監督の強化を主な目的としていた。下院共和党の重鎮である Richard Baker が sponsor となった最初の法案では、新たな規制機関による GSEs 規制の強化やエンフォースメント権限の明記の他、GSEs の the Charter に含まれている米財務省のクレジットライン（第2節を参照）を破棄することなどが含まれていた。同じく Baker による2本目の法案や上院共和党の Charles Hagel の法案でも、GSEs の最小自己資本要求やリスクベースの資本テストなどを基本とした規制・監督権限

図表10 2005年に提示された2つの法案概要

<p>Federal Housing Enterprise Regulatory Reform Act</p> <ul style="list-style-type: none"> ◎独立した監督機関の設置 ◎新たな監督機関の権限 <ul style="list-style-type: none"> ・ GSEs の閉鎖および、管財人となる権限 ・ GSEs の資本基準を強化する権限 ・ 低所得者向けプログラムに対する年次監査
<p>Federal Housing Finance Reform Act</p> <ul style="list-style-type: none"> ◎独立した監督機関の設置 ◎新たな監督機関の権限 <ul style="list-style-type: none"> ・ GSEs の最低資本等について調整する権限 ・ GSEs の新たなプログラムに対する承認 ◎ GSEs の住宅ローン買取りに上限を設ける

の強化が中心となっている。これらの法案の背景には、①市場の自由化の推進の下で、GSEsの優位性に足枷をはめ民間業者の競争力を強化することで、新たな金融サービスを促進する目的と、②FRB議長であったAlan Greenspanが連邦議会に提言していたGSEsの保有投資ポートフォリオの抑制があった。この当時は、米財務省やFRBなどによってAAA格やAA格のprivate-label securitiesが推進されていた(図表2参照)¹⁹⁾。

2005年に連邦議会に提出された2本の法案は、フレディーマック(2003年)およびファニーメイ(2004年)に発覚した不正会計問題を受けての改革案である。当該問題の内容はOFHEOの報告書などを参照願いたい²⁰⁾。図表10でこれら2本の法案の要点をまとめたが、その内容は上記の3本の法案との共通点も多い。2007年に下院民主党のBarnett Frankが提出した\$3billionのaffordable housing fundの創設を含む法案を含めて、金融危機の発生以前に連邦議会へ提出された主要な6本のGSEs改革法案はすべて廃案となっている。この理由は複数考えられるが、第1にGSEsの抵抗が挙げら

れる。McDonald [2012]によれば、不正会計問題を受けた2005年の議会では、GSEsのロビイングが活発となっている²¹⁾。このGSEsの政治的な活動は、2008年のHousing and Economic Recovery Actによって禁止されている。第2に、国民の住宅取得コストの増加に対する政治的な懸念が挙げられる。当時の新聞報道等をみると、特に2005年のFederal Housing Enterprise Regulatory Reform Actに対しては、同理由を掲げた民主党議員の強硬な反対があったようである。これらは共にGSEs改革には政治的な困難さが伴っていたことを示しているが、前節で指摘した点と合わせて、ドッド・フランク法にGSEs改革が明記されなかった理由の1つであろう。

2. Barack Obama 政権のアプローチ

すでに述べたように、GSEsに関してドッド・フランク法が要求した調査等は、2011年2月に報告書Reforming America's Housing Finance Marketとしてまとめられ、連邦議会へ提出された。米財務省とHUDの連名で公開された報告書では、GSEs問題の主要な要因とし

て、その組織構造の欠陥とマネジメントの失敗を挙げるに留まっている。

また当該報告書では、消費者保護体制の不備や時代遅れの規制体系などが、米国の住宅金融市場の根源的な問題であると述べている。その上で① GSEs を監督責任が伴った予定 (responsible timeline) により段階的に縮小し、②住宅金融における役割を民間資本に代替させる考えが示された。当該報告書の結論はドッド・フランク法の Sec.1074に従うとはいえ、報告書内では(本来要求されているはずの)調査や分析が十分に提示されているとは言えず、その内容は単に Barack Obama 政権の構想を並べたに過ぎない。

このような政権の構想は、GSEs の廃止を明言している点では注目される。その意味で、金融危機以前に連邦議会で議論された6本のGSEs改革法案よりは大胆な提言とも言える。しかしながら、GSEsの成立過程(第2節)から、直接その機能を政府機関が担うことには財政上の問題があり、また、連邦政府や連邦議会による住宅政策との親和性(第3節)を考慮する必要がある。さらには、金融危機以前の改革議論をみると、同分野には政治的な困難さも伴う(第4節)。2008年9月に政府管理下となって以降、GSEsは米住宅市場の回復のための政策ツールとして活用されてきたことも、GSEs改革にとっては問題であろう。これは、当該報告書が2011年2月に連邦議会へ提出された後も、議会での本格的な審議が2014年まで行なわれなかったことの原因ともなる(22)。

3. 第113回連邦議会の改革法案

最後に、第113回連邦議会で提出されているGSEs改革を含むモーゲージ関連市場改革の法

案を検討してみよう。本稿で紹介する法案はすべて、上記のObama政権の構想に沿って、the Charterを修正しGSEsの段階的な縮小や廃止を明記している。また、affordable housing goalを規定するFHEFSS ActのSec.1331からSec.1336までを削除している点も共通である。その一方で、GSEs廃止後のモーゲージ市場やMBSなどの証券化市場のインフラに関する構想は異なっている²³⁾。

(1) 上院提出法案

2013年6月に共和党議員のBob Corkerがsponsorとなり上院委員会に提出されたHousing Finance Reform and Taxpayer Protection Act (S.1217)は、民主党議員のMark Warner等をcosponsorとする超党派によって提案されたGSEs改革を含むモーゲージ関連市場改革法案である。2014年3月には、このCorker-Warner法案をベースに若干の修正を加え、共和党議員のTim Johnsonと民主党議員のMike Crapo等により同名称(同じBill Number)の改革法案が提出されている。

このJohnson-Crapo法案は、5年以内にGSEsを廃止するとともに、連邦政府からは独立した公的会社(Independent Agency of the Federal Government)としてFederal Mortgage Insurance Corporation (FMIC)を新設することを提案している。このFMICはFederal Deposit Insurance Corporation (FDIC)をモデルとしており、FHFAの規制・監督機能が移管される他、連邦預金保険と似た仕組みとしてMortgage Insurance Fund (MIF)を内部に創設する。

FMICはこのような規制・監督機能とならんで、GSEsの信用保証業務と同様にFMICが承

認した業者が発行した private-label MBS に対する信用保証業務を担当する他²⁴、共通の証券化プラットフォーム（非営利）を提供する。当該プラットフォームへ参加する originator や aggregator, guarantor 等は、FMIC による承認が求められ、これら承認を受けた市場参加者は FMIC の監督対象となる。また、当該プラットフォームを通じて、証券化に関する契約等の標準化も推進される。さらに、FMIC は別途 FMIC Mutual Securitization Company を設立し、この相互会社は GSEs と同様に、小規模の民間業者からモーゲージの買取り業務を行なう。

このように、第113回連邦議会へ提出された Johnson-Crapo 法案（Corker-Warner 法案）は、新設する独立した公的会社によって、モーゲージおよびその証券化に関する市場の規制・監督を行なうと同時に、市場シェア等で制約を設けるものの、廃止する GSEs の機能を公的に代替させることを提案している。同法案の利点は、自己勘定による投資業務を除いた GSEs の機能を、連邦政府の債務から切り離れた形で公的機関が担う点である。GSEs に指摘されていた暗黙の政府保証に関する問題や、GSEs の過大な投資ポートフォリオがシステミック・リスクの要因となる懸念は解消され、さらに住宅政策の執行や市場の安定性確保の点でも利点がある。しかしながら信用保証業務やモーゲージの証券化に関して、例えば監督コストが加味されるなど、GSEs 機能と比較して住宅取得コストが増加する可能性がある。この点は、過去の改革法案の推移を見ると問題であろう。また Wallison [2011] などの主張が正しいのであれば、政府の失敗が直接的に市場の失敗へと通じる懸念はより強まる。

（２） 下院案

第113回連邦議会では、下院でも住宅金融市場の改革法案が複数提案されている。Protecting American Taxpayers and Homeowners Act (H.R.2767) は、共和党議員である Scott Garrett (sponsor) や Jeb Hensarling (cosponsor) が中心となり2013年7月に下院委員会へ提出された²⁵。

GSEs の段階的縮小・廃止については上院案と同様であるが、Johnson-Crapo 法案が連邦政府からは独立しているものの、公的に FHFA の規制監督機能と GSEs 機能を代替するのに対して、Garrett-Hensarling 法案では FHFA はそのまま維持され、GSEs 機能の代替として連邦政府が関与しない共通の証券化プラットフォームを新設し、モーゲージの証券化市場をほぼ民間資本で運営させる点が特徴となる。

当該プラットフォームは National Mortgage Market Utility (NMMU) と呼称され、非政府かつ非営利の組織として設立される²⁶。GSEs と同様に FHFA の監督対象となるが、UMMU 自体は private-label MBS への信用保証等を行わず、GSEs から証券化プラットフォームのみが移管される。また UMMU を経由する証券化の契約等は標準化されたものとなる。Garrett-Hensarling 法案の構想では、モーゲージの証券化への連邦政府の関与はなくなり、FHA などによる一部の信用保証業務を除いて、住宅ローンの貸付から証券化までが基本的には民間資本によって運営される。民間資本を重視する Garrett-Hensarling 法案は、本節でみたように、金融危機以前に共和党議員によって提出された GSEs 改革法案とも整合的である。

Garrett-Hensarling 法案の最大の特徴は、いわば GSEs の公的な側面を排除する形で、モーゲージの証券化等の住宅金融市場への政府関与を減少させる点である。また NMMU の証券化機能は、Johnson-Crapo 法案の FMIC と比べて証券化にかかるコストが低くなることが予想される。その一方で、NMMU に移管されない GSEs 機能が、十分に民間によって代替できるのかには疑問が生じる²⁷⁾。Levitin et al. [2012] は、金融危機後のモーゲージの90%以上は GSEs やフレディーマックなどの公的性格をもった機関の保証がついており、federal intervention の状態であることを指摘している。図表2でみたように、金融危機後に Non-GSEs によって発行されたモーゲージ関連証券の額は極端に減少した。

(3) 上・下院法案の批判的検討

第113回連邦議会で検討された法案は危機以前の法案とは異なり、その主たる目的が GSEs を除去して新たな市場インフラを構築することへと転じている。それぞれの法案の構想は、ドッド・フランク法の Sec.1074が提示する4つのオプション（第3節）にも含まれており、また、Obama 政権の要請にも沿った内容となっている（Obama 政権は Johnson-Crapo 法案の支持を表明している）。

しかしながら、各法案が共通して前提する GSEs の廃止をベストな選択であると考えられる理論的な根拠は提供されていない。前掲の米財務省と HUD の報告書においても、ドッド・フランク法の要求を十分に満たしているとは言えない。第3節の GSEs に関する諸分析からも、GSEs 問題の根源を GSEs の組織に求めることは出来ない。さらに、例えば小林 [2013b] な

ど、GSEs の経営破綻の主たる要因を公的な任務でもあった信用保証業務（Single-Family Business）の失敗（住宅ローンの焦げ付き）に求め、保有する投資ポートフォリオのリスク管理の失敗を重視しない指摘もある。これは、金融危機以前の改革法案の問題意識を再考させるばかりでなく、現在の法案を再検討する根拠ともなろう。

やや極端な条件設定ではあるが、2014年4月に FHFA が公表したストレス・テストの結果では、現状の GSEs が再び巨額の損失を生む可能性も指摘されている。また、現在の政府管理下での運営は市場機能を歪める危険性もある。GSEs を含めた市場改革は喫緊に取組むべき課題ではあるが、Ellen et al. [2010] や New York Fed [2010] が提言するように、GSEs を活用しながら市場を改革する選択肢も検討されるべきであろう。

V. まとめ

ドッド・フランク法が GSEs 改革を明記出来なかった理由を改めてまとめると、①住宅政策のツールとして極めて政治色が強い組織であり、その対処に政治的な整合性を求めることが容易ではなかったこと、②分析の不足により、GSEs に関連する問題の適切な処方箋が描けなかったこと、③金融危機後には、住宅市場を下支えする政策ツールとしての機能が増していたこと、などが挙げられる。さらに付け加えるならば、④連邦政府および連邦議会が、モーゲージに関連する市場に対する理想的な将来像を持っていないことも理由であろう。これらは、ドッド・フランク法の幾つかのパートに対しても指摘できる。ドッド・フランク法に含まれな

かった GSEs 改革についての考察は、むしろ同法の問題点を検討する材料を与えてくれた。

若園 [2013a] や若園 [2013b] でも指摘しているが、ドッド・フランク法は包括的な金融規制の見直しを行なっているものの、金融危機時に露呈した（それまで指摘されてきた）問題への対処に過ぎない。その対処についても、例えば Levin et al. [2012] など、見直しを必要とする分析も多い。証券化市場を対象とした Levin et al. [2012] は、証券化の過程における投資家と業者との間のエージェンシー問題を本質として挙げ、ドッド・フランク法の Title IX（証券化規制）が導入したリスク・リテンション・ルールは単に信用度の低いモーゲージの組成コストを引上げるだけであると指摘している。ドッド・フランク法の成立過程を含めた同法の分析を基準とする、米国金融・資本市場の規制構造の体系的な再検討を進める必要がある。

注

- 1) ドッド・フランク法の成立過程については若園 [2013a] を参照願いたい。
- 2) ①金融システムの説明責任と透明性を改善することにより米国の金融安定を促進する、② too big to fail の終焉、③ bailout（公的資金を用いた救済）を終了することにより米国の納税者を保護する、④不公正な金融サービスの慣行から消費者を保護する、などを目的として挙げている。
- 3) 2009年1月まで米財務長官であった Henry Paulson, Jr.へのインタビューより。CNN Money「Hank Paulson: Why Fannie and Freddie remain a big threat」(2013年8月28日配信)。
- 4) Housing GSEs 以外は、退役軍人に関する1社および農業関係の2社である。GSEs の定義に関しては、小林・大類 [2009] を参照。また、ファニーメイおよびフレディーマックの財務分析は住宅金融支援機構から複数のレポートが開示されている。
- 5) Congressional Report Service (CRS [2007]) 参照。
- 6) 例えばファニーメイの年次報告書にはその使命として、①モーゲージ関連のセカンダリー市場に流動性と安定性を供給すること、② affordable housing（住宅費が所得の30%以下で入手できる価格の住宅）の供給を増加

させることが挙げられている。ジニーメイ (Government National Mortgage Association) の事業が MBS 等の元利保証のみであるのに対して、これら GSEs は公的な使命を負いながら、①民間金融機関から購入した住宅ローン債券を裏付けとして MBS 等を発行し、その信用保証を行なう（証券化・信用保証業務）、②購入した住宅ローンや市場から購入した MBS をポートフォリオとして保有する（ポートフォリオ投資業務）、を営利事業の柱とする。

- 7) この基準には、① principal balance limitation（1件当たりの上限額）、② quality standards（A-Paperとしての条件）、③ loan to value（物件の評価額に対するローンの比率）などが含まれる。
- 8) ファニーメイとフレディーマックは2010年7月までニューヨーク証券取引所に株式を上場していた。当該株式も SEC への登録除外対象であったが、GSEs は2002年7月にボランタリーで SEC に登録している。このため、2008年に政府管理下となった時点で、GSEs に対する監督や規制を行なう政府機関は HUD、OFHEO（現 FHFA）、米財務省および SEC であった。
- 9) 例えば Lucas and McDonald [2006] など。また Acharya et al. [2011] によれば、CBO と同様な手法で25年先までの将来予測を行なった結果、暗黙の政府保証によって GSEs が受ける利得は \$119billion から \$164billion にのぼり、このうち株主の受け取りは \$50billion から \$97billion と推計されている。
- 10) Reiss [2011] は、複数の報告書等から連邦議会が GSEs を設立した理由を挙げている。この理由は、GSEs の形態が恒常的かつすべての地域に対して適切な資金供給を可能とすることなどの他に、連邦負債からの切り離しが容易であったことも挙げられている。
- 11) 同市場の自由化は、80年代は第40代合衆国大統領である Ronald Reagan（1981年1月から1989年1月）により、90年代は第42代合衆国大統領である Bill Clinton（1993年1月から2001年1月）によって推進された。
- 12) affordable housing goal は、HUD が定めて議会が承認する。GSEs は年次報告書等で当該目標の達成具合を公表している。FHEFSS Act によって、GSEs の監督に関連する連邦機関は HUD、OFHEO、米財務省、SEC となった。
- 13) ただし、Wallison [2001] の7章や GAO [1997] のように FHEFSS Act が法的に導入した監督権限に対して疑問を示す先行研究がある一方、ファニーメイの経営陣による Haward [2014] のように、実務上には相当の制約があったとの指摘もある。
- 14) 米財務省からの公的資金の注入は2011年まで。ただし政府管理下となってから、住宅金融市場を下支える政策目的で GSEs を通じた住宅ローンの買い取りと証券化が実行されており、公的資金のすべてが GSEs の救済に使われたわけではない。
- 15) Sec.1304 は、Federal Home Loan Banks を含めた GSEs の証券等を米財務省が売却した場合の資金の扱いに関する規定。
- 16) Alan Greenspan の上院 the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs における2度の議会証言

- (2004年2月24日および2005年4月6日)を参照された
い。
- 17) 1995年の住宅政策で、1991年に64.1%であった持ち家率を2000年までに67.5%まで引上げる目標を掲げている。
 - 18) New York Times 紙の記事“Fannie Mae Eases Credit to Aid Mortgage Lending” 1999年9月30日。
 - 19) 当時は、Lawrence Summers (1999年7月から2001年1月) や Paul O'Neill (2001年1月から2002年12月) の下で、米財務省主導の市場自由化が行なわれていた。
 - 20) OFHEO (当時) は2004年9月に中間報告書を、2006年5月に最終報告書である Report of the Special Examination of Fannie Mae を公表している。この不正会計問題は、2002年の金利低下時に発生したデリバティブ取引の累積損失処理に対する Financial Accounting Standard (FAS) 133 (2001年導入) の適用に関するものである。Howard [2014]によれば、この適用に対する解釈は当局と GSEs との間で裁判となっており、その判決を見ると必ずしも GSEs の不正会計とは言えないようである。
 - 21) McDonald [2012]によれば、2003年までのファニーメイのロビイングには年間で約 US\$6mio が報告されていたが、不正会計が指摘されて後は一時的に増加し、2004年から2006年までの活動費は各年で約 US\$10mio であったと報告されている。
 - 22) Obama 大統領は2014年1月28日の一般教書演説で GSEs を段階的に廃止することを明言している。また、米財務長官 Jack Lew は、下院の Financial Service Committee における議会証言 (2014年6月24日) で、Common Securitization Platform および住宅金融における民間資本の活用と納税者リスクの低減を議会に要請している。小林 [2013a] を合わせて参照願いたい。
 - 23) 第112回連邦議会では、住宅金融市場の改革を目的とした The Secondary Market Facility for Residential Mortgage Act of 2011 (H.R.2413) や Residential Mortgage Market Privatization and Standardization Act of 2011 (S.1834) などが提出されている。後者の法案は Bob Corker が sponsor となり、GSEs 機能の段階的縮小や Qualified Residential Mortgage の引受け基準の標準化、モーゲージ市場に関する統一メカニズムの導入などを含んでおり、これらの概念は第113回連邦議会に提出された S.1217へと引き継がれている。
 - 24) FMIC が承認する発行者は FMIC の監督対象となる。FMIC 保証の対象となるローンには上限が設けられ、その引受け基準が設定される。さらに、FMIC が保証する MBS に生じた最初の10%分の損失は保証の対象外である。この他、モーゲージの証券化に関するデータベースの構築と管理も担う。
 - 25) この他、共和党議員の Maxine Water は Housing Opportunities Move the Economy Forward Act の構想を表明している。その内容には、新たな規制当局として National Mortgage Finance Administration を設立する他、Mortgage Insurance Fund による保証 (最初の5%の損失は保証の対象外) の提供や Mortgage Securities Cooperative による MBS の発行が含まれて

いる。

- 26) NMMU は GSEs と同様に the Charter を持つ。また GSEs と同様な免税措置などの優遇を受ける。
- 27) 金融危機後の GSEs の役割の増大については、2012年1月4日に FRB が公開した“The U.S. Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations”を参照願いたい。

参 考 文 献

- 小林正宏, 大類雄司 [2009] 「GSE 危機とそのインプリケーションーガバナンスの観点を踏まえて」『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所, 第95号, 7月, 64-92頁
- 小林正宏 [2013a] 「オバマ大統領の米住宅金融市場改革案と上下院法案の行方」『海外レポート』住宅金融支援機構, 9月25日
- 小林正宏 [2013b] 「ファニーメイとフレディマックの2013年第3四半期決算と公的資金の現況」『海外レポート』住宅金融支援機構, 11月15日
- 若園智明 [2013a] 「米国における規制改革議論と包括的金融改革法の成立」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第84号, 1-18頁
- 若園智明 [2013b] 「米国における包括的金融規制改革法の全体像」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第84号, 19-41頁
- Acharya, Viral and Matthew Richardson [2009] “Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System,” John Wiley & Sons, Inc.
- Acharya, Viral et al. [2010] “Regulating Wall Street: the Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance,” John Wiley & Sons, Inc.
- Acharya, Viral et al. [2011] “Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance,” Princeton University Press.
- Atlanta Fed [2006] “An Analysis of the Systemic Risks Posed by Fannie Mae and Freddie Mac and an Evaluation of the Policy Options for

- Reducing Those Risks,” *Working Paper*, 2006–2, April.
- Badawi, Adam and Anthony Casey [2014] “The Fannie and Freddie Bailouts through the Corporate Lens,” *University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper*, No.684.
- CRS [2007] “Government-Sponsored Enterprises (GSEs): An Institutional Overview,” Order Code RS21663.
- CBO [1996] “Assessing the Public Costs and Benefits of Fannie Mae and Freddie Mac, a CBO Study,” May.
- CBO [2001] “Federal Subsidies and the Housing GSEs,” May.
- Demyanyk, Yuliya and Otto Hemert [2011] “Understanding the Subprime Mortgage Crisis,” *Review of Financial Studies*, 24(6), pp.1848–1880.
- Ellen et al. [2010] “Improving U.S. Housing Finance through Reform of Fannie Mae and Freddie Mac: Assessing the Options,” *NYU Furman Center for Real Estate and Urban Policy*, May.
- FCIC [2011] “The Financial Crisis Inquiry Report,” Public Affairs New York.
- GAO [1997] “Federal Housing Enterprises: OFHEO Faces Challenges in Implementing a Comprehensive Oversight Program,” GGD-98-6.
- Howard, Timothy [2014] “The Mortgage Wars,” McGraw Hill Education.
- Jaffee, Dwight [2010] “The Role of the GSEs and Housing Policy in the Financial Crisis,” Financial Crisis Inquiry Commission, Feb 27.
- Levitin, Adam, Andrey Pavlov and Susan Wachter [2012] “The Dodd-Frank Act and Housing Finance: Can It Restore Private Risk Capital to the Securitization Market?,” *Yale Journal on Regulation*, Vol.29, pp.155–180.
- Levitin, Adam and Janneke Ratcliffe [2013] “Rethinking Duties to Serve in Housing Finance,” *Joint Center for Housing Studies*, HBTL-12, Harvard University.
- Lucas, Deborah and Robert McDonald [2006] “An Options-Based Approach to Evaluating the Risk of Fannie Mae and Freddie Mac,” *Journal of Monetary Economics*, 53, pp.155–176.
- McDonald, Oonagh [2012] “Fannie Mae & Freddie Mac: Turning the American Dream into a Nightmare,” Bloomsbury Academic.
- New York Fed [2010] “A Private Lender Cooperative Model for Residential Mortgage Finance,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, No.466, August.
- Paulson, Henry [2010] “On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System,” Business Plus.
- Pinto, Edward [2011] “Three Studies of Subprime and Alt-A Loans in the U.S. Mortgage Market,” *AEI Policy Studies*, Feb 05.
- Reiss, David [2011] “Fannie Mae and Freddie Mac and the Future of Federal Housing Finance Policy: A Study of Regulatory Privilege,” *Alabama Law Review*, Vol. 61, No.5, pp. 907–955.
- Reiss David [2014] “An Overview if the Fannie and Freddie Conservatorship Litigation,” *Brooklyn Law School Legal Studies*, Research Paper No.300.
- San Francisco Fed [2011] “Mortgage Loan Securitization and Relative Loan Performance,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 2009-22, August.
- Skeel, David [2011] “The New Financial Deal,” John Wiley & Sons.
- Spahr, Ronald and Mark Sunderman [2014] “The U.S. Housing Finance Debacle, Measures to

Assure its Non-recurrence, and Reform of the Housing GSEs," *Journal of Real Estate Research*, Vol.36, No.1, pp.59-86.

Wallison, Peter [2001] "Serving Two Masters," the AEI Press.

Wallison, Peter [2011] "Dissent from the Majority

Report of the Financial Crisis Inquiry Commission," Aei Pr.

Wilson, Gregory [2011] "Managing to the New Regulatory Reality," John Wiley & Sons.

(当研究所主任研究員)