

住宅ローン関連不良資産買い取りスキームの困難性

横山 史生

はじめに

米国において一九八〇年代S & L危機への対応は、整理信託公社RTC（一九八九年設立）による不良資産買い取りとその証券化による処理という形で行われた。また、一九九〇年代のバブル崩壊期におけるわが国による対応は、資本注入と不良資産買い取り・回収・再生（整理回収機構）の両建てによって行われた。これらにおいて、不良資産買い取りは、公的資金を投入した専門機関を設立することにより行われている。

これらに照らして今次二〇〇八年以降における米国金融危機への対応についてみると、二〇〇八年一〇月に成立した緊急経済安定化法（EESA）による問題資産買い取りスキーム（TARP）という制度上の枠組みの中で、資本注入と不良資産買い取りの双方が、RTCや整理回収機構のような独立した「バッド・バンク」を設立することなく財務省による直接の予算管理のもとに行われている。その特徴は、①政府により「金融システム不安の封じ込め」と「金融機関自己責任追及世論への配慮」の両建ての配慮が行われていること、②買い取るべき不良資産が住宅ローンおよび同証券化商品（重層的証券化を含む）であることからその価格形成に関して不透明性が高く、個々の資産の買い取り価格、ひいては投入すべき公的資金の規模の算定が困難であること、という点にある。本稿では、そのような特殊性の中で進められてきている諸措置の経過について整理することとする。

1 二〇〇八年一〇月「緊急経済安定化法 (EESA)」による「問題資産買い取りスキーム (TARP)」サブプライム・ローン問題は、二〇〇八年九月には、リーマン・ブラザーズの破綻により金融システム不安のレベルにまで深刻化した。それへの対応として、米国政府 (財務省) は同二〇日、サブプライム・ローンを含む住宅ローンおよびそれに由来する証券化商品等が価格暴落により不良資産化しているとの判断を明確に示し、公的資金を活用してそれら不良資産を買い取るにより金融システム全体の安定性を回復するとの対応を行う方針を公表した。このスキームは、翌一〇月三日に成立した緊急経済安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008 : EESA) に盛り込まれた。

同法一〇一条 (a) 項に基づき、財務省は、金融機関が保有する問題資産 (troubled assets) を買い取るためのプログラム (Troubled Assets Relief Program : TARP) を設定する権限を有することとなった。買い取り対象である不良資産は同法上、次の二つとして定義されている。

- (1) 居住用または商業用モーゲージおよび当該モーゲージを原資産とする証券等 (any securities, obligations, or other instruments) であって、二〇〇八年三月一四日以前に組成または発行されたもの (同法三条 (九) 項 (A))

- (2) 財務長官がFRB議長と協議の上、金融市場の安定性を促進するために購入することが必要と判断した金融商品 (同法三条 (九) 項 (B))

前者の住宅ローン等およびその証券化商品の買い取り価格を価格競争入札により決定する場合、その前提として、売却を望む金融機関側がどのような水準の価格を入札するかを判断しなければならない。MBSの市場価格の水準の下落が続いていることに加えて、膨大な数にのぼるMBS等の個々の市場価格がどのような水準に決定

するかについて、たとえば株式市場におけるような市場メカニズムが機能しにくい状況が存在する。であるがゆえに、金融機関は従来、継続保有が処分実行かの判断に迫られ、その都度の判断により当事者間における個別相対交渉によって対応してきている。それを財務省への入札というオープンな形で行うことになった場合、具体的などのようなメカニズムが働くかは、実務的には不透明といわざるを得ない。

また、証券化商品の価格形成を効率化するために必要な情報開示体制の整備という、債券市場に即した技術的・実務的な対応（証券業・金融市場協会SIFMAおよび米国証券化フォーラムASFが共同プロジェクトとして進めている、証券化商品の原資産情報の開示にかかる共通フォーマットの作成等）の進捗もまたれるところである。

買い取り価格の水準が確定しがたいことも関連するが、買い取り計画の規模が最大七〇〇億ドルとされている根拠も、不明確である。買い取り価格を入札で決定するということは、買い取り資産の簿価（額面価額）ではなく実勢価格、つまり額面から大幅に下落した現時点での価格ということであるから、買い取り対象資産である住宅ローンおよび同証券化商品の残高ではなく、それよりも小さい数値ということになるが、ただ、買い取り対象は住宅ローン関連にとどまらず商業用不動産関連も含まれるとされるため、市場規模に関する更なる検証が必要になるう。

2 TARPの変質Ⅱ「資本買い取りプログラム(CPP)へ

EESAのもとでのTARPの実施については、前記定義のうち前者、すなわち住宅ローン・商業用不動産およびその証券化商品の買い取りに先行して、金融機関への資本注入（国法銀行等が発行する優先株等の買い取り）

のスキームが実施に移された。これは、財務省が二〇〇八年一月一日に「資本買い取りプログラム（Capital Purchase Program：C4P）」として公表したもので、TARPによる買い入れ上限額である七〇〇億ドルの一部として二五〇〇億ドルをこれに充てるものとされた。優先株等がEESA三条（九）項（B）に定める買い取り対象に該当するとの法律的位置づけがなされることによって、事実上の資本注入が行われることとなったのである。

一月一二日には、これと同様の資本注入の対象を、ノンバンク等に広げる方針であることが公表されるとともに、住宅ローン・商業用不動産およびその証券化商品を買収するスキームは、当面実施しない方針が示された。その背景として考えられるのは、①「金融危機」が「実体経済危機」に波及してきている足元の状態への対応に迫られたこと、②前項で指摘したような、買い取り価格算定の実務的な困難さ、金融機関側の消極性、住宅価格の下落、住宅ローンの延滞、MBS等の価格下落が継続していたこと、③二〇〇八年一月一日に発表されたG7行動計画において金融機関への資本注入に関する国際的合意が形成されたこと⁽¹⁾、等である。

これにより、TARPの実施方針が法律制定過程において想定されていたところから変質したことは否めない。まず、金融機関等の優先株等の買い取りが法律上の「不良資産買い取り」に該当することの合理性が問われる。次に、住宅ローンおよび同証券化商品の買い取りを先送りしたこと⁽²⁾の理由の合理性（資本注入による効果と住宅ローン・証券化商品買い取りの効果の比較考量）も問題となる。さらに、七〇〇億ドル上限の使用配分の合理性も、後に問題となってくる。

なお、二〇〇八年一月一日には、AIGに対する巨額の支援策が発表されているが、そこでは、資本注入と不良資産買い取りの両方のスキームが盛り込まれている。資本注入は、AIGの新規発行優先株四〇〇億ドル

を財務省がＣＰＰ予算により買い取るという形で行われた一方、不良資産買い取りは、財務省ではなくニューヨーク連邦準備銀行が五二五億ドルを拠出して別勘定（Maiden Lane LLC II/III）を設立し、ＡＩＧ保有のＲＭＢＳおよびＣＤＳの一部を買い取るという形で行われた。（ＲＭＢＳ向け二二五億ドル、ＣＤＳ向け三〇〇億ドル）。

3 二〇〇九年三月「不良資産買い取り官民投資プログラム（ＰＰＩＰ）」

財務省は二〇〇九年三月二三日、不良資産買い取りのための「官民投資プログラム（Public Private Investment Program：ＰＰＩＰ）」を発表した。そのスキームの概要は、以下の通りである。⁽²⁾

①レガシー・ローン（Legacy Loans）プログラム

- ・ 買い取り対象：銀行が保有する住宅ローン債権
- ・ 買取主体と資金：財務省と民間投資家が同額ずつ出資してファンドを設立。ファンドはＦＤＩＣ保証付き債券発行により資金調達可能（ただし資本金の六倍まで）

・ 買い取り方法：銀行が持ち込むローン・プールについて、複数のファンドが価格競争入札

②レガシー証券（Legacy Securities）プログラム

- ・ 買い取り対象：銀行、保険会社、年金基金、投資信託等が保有する民間ＭＢＳで、二〇〇八年までに発行され、発行時の格付けＡＡＡであったもの

・ 買取主体と資金：財務省と民間投資家が同額ずつ出資してファンドを設立。ファンドがＦＲＢによるＡＢＳ担保貸し出し制度（Term Asset-Backed Securities Loan Facility：ＴＡＬＦ）を利用することを可能とする⁽³⁾）
とにより、ファンドの買い取り資金調達手段とする

・買い取り方法…ファンドの管理者（民間）による価格設定

③買い取り規模

・①②への財務省による出資は、TARP予算枠から七五〇～一〇〇〇億ドルの予定

これは、EESAの本義である不良資産買い取りに立ち戻ったスキームであるといえる。とはいえ、一節でEESA制定時におけるTARP構想について指摘したような実務的な困難性は、現時点においても解消されていない。その状況について、次節で考察することとする。

4 MBS価格形成の特殊性

住宅ローンの証券化商品（MBS等）の流通市場および価格形成の実態については、次のような有益な示唆がある。「証券化商品は発行後に市場で転々流通するものではなく、あまり売買されていなかったというのが実情である。…発行段階で購入した投資家が償還を待たずに売却処分したいときは、当該商品を組成した金融機関が自己勘定で買い受けることで流動性を支えていた。売買は相対で行われ、当事者はその価格を公表あるいは第三者に報告する必要もないため、売買が成立しても価格を市場参加者は観察できない。大手金融機関は顧客が保有する資産を処分したいとして金融機関（業者）に売ろうとしても、業者は社内的に管理しているリスク量が増大してしまい、積極的にリスクを取ることができなくなる。買い取りたくないもので低めのビッド価格を提示すると、資産処分を急ぐ顧客は安くても構わず換金したがるため、それでも売買が成立してしまうことがある」⁽⁴⁾。

このような状況では、MBS等の価格は、売買が成立した価格だからといって必ずしも内在的価値を反映した水準とはいえなくなってくるが、金融機関のバランスシート評価を行うための企業会計基準の上では、市場で成

立した価格があればそれを優先的に採用することとなっている。このこともあって、金融機関は、MBS等の償却による含み損の実現（貸し倒れ引当金の計上）に及び腰となる。

そのような事態をおそれてMBS等の売買そのものが生じなくなってきたということであろうが、そのような状況のもとでの金融機関のバランスシート評価は、市場価格ではなく理論価格、つまりMBS等の内在的価値を合理的な方法によって算出した価格で行うことが認められている。ところが、理論価格の算出方法や根拠データは、個々の金融機関の判断によってまちまちであるため、結果として、個々のMBS等の刻々の時点における客観的・一意的な価格水準を発見しにくくなっている。

しかし、それでもなお、個々の商品の理論価格なり市場価格を算定・形成する行動なり業務なりがまったく停止しているわけではない。その証左として、RMBの価格インデックスの存在がある。米国市場においてある程度の指標性を有すると評価されているものとして、マーケット（Market）社によって算出・発表されるABX、HEがある。これは、マーケット社が毎営業日、複数の投資銀行からMBSの気配値を取得し、その平均値を算出して同社のウェブサイトで公表しているものである（表1）。インデックスは、半年間に発行されたMBSのうち発行時点での格付けごとに選定された二〇本ずつのセットについて設定されている。その推移をみると、二〇〇九年三月以降、住宅市場が落ち着きを取り戻しつつあること等を背景に、底を打ったともみられる動きが出ている（図1）。価格動向についてはともかく、市場ではこのような形でMBSの価格形成にかかるプレイヤーおよびインフラは存在しているのであり、PPPにおける買い取り価格の算定も、そのような市場機能を基盤として進められていくことになる。

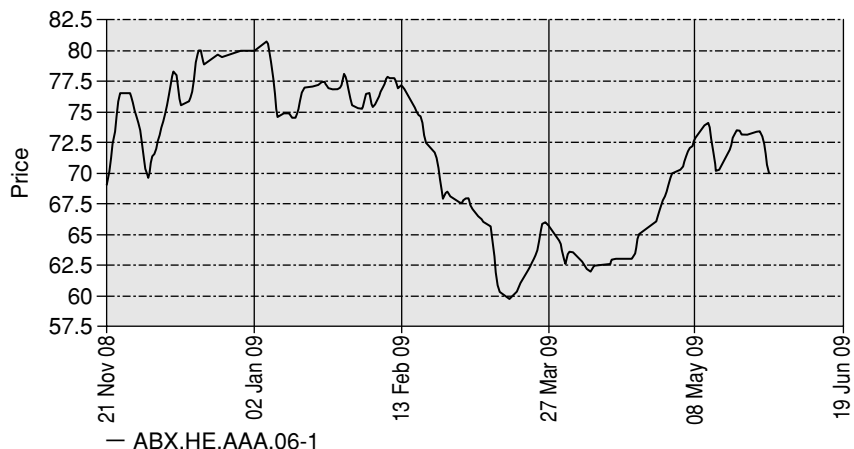
表1 ABX.HE算出データを提供しているディーラー

Bank of America, Barclays Captial, BNP Paribas, Calyon, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Nomura, Royal Bank of Scotland, UBS, Wachovia

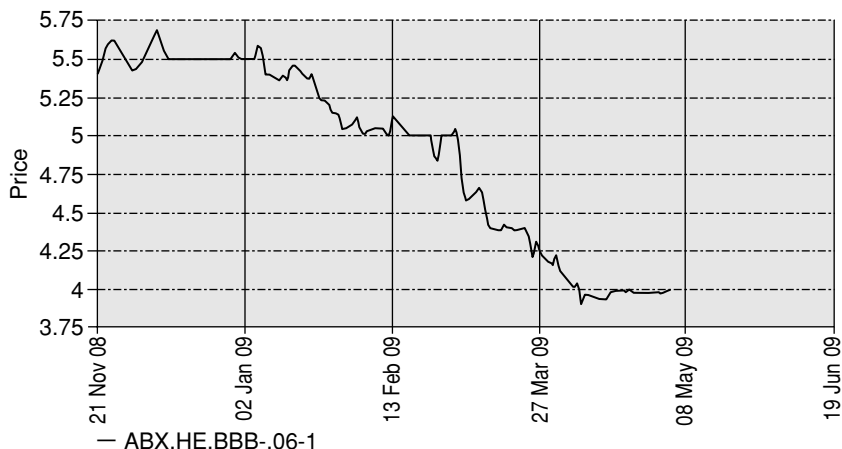
(出所) Markit社ウェブサイト (<http://www.markit.com/en/products/data/indices/structured-finance-indices/abx/dealers.page?>)

図1 Markit ABX.HEの推移(2009年5月末現在)

(1) 2006年上半期発行AAA格MBSのインデックス



(2) 2006年上半期発行BBB一格MBSのインデックス



(出所) Markit社ウェブサイト (<http://www.markit.com/en/products/data/indices/structured-finance-indices/abx/abx-prices.page?>)

おわりに

MBS等の発行市場において過剰なオリジネート・アンド・ディストリビュートを行った大手投資銀行には、その流通市場においても固有の機能を果たす責任があるといえる。平時における活発な売買取引というわけではないにせよ、発行後の継続的時点においてその都度、売買可能な価格に関する判断を市場にむけて提供する、つまりマーケットメイクを行うという機能である。今後、PPIPを実行に移す上で、個々の住宅ローンおよびMBS等の買い取り価格の算定が行われることになるが、会計原則上それを簿価とするという大胆な合意がなされない限り、市場価格ないし理論価格に即したレベルで決めるということとなる。それらは、本来的にはマーケットメイクによって形成されるものであることはいうまでもない。住宅ローンおよびMBS等の形態での不良資産を買い取るというスキームの成否は、官（公的資金）民（資産の売却サイドおよび買い取りサイド）それぞれのリスク負担の問題であるだけでなく、MBS等の価格形成を担うプレーヤーおよびインフラが本来的な機能を果たすことができるかどうか、そのためにはどのような条件が必要かという問題でもあるのである。

注

- (1) 小野亮「米国を中心とする金融危機と政策対応―ブルーデンス政策の系譜―」、『みずほ総研論集』二〇〇九年一号、三六頁による。二〇〇八年一月一日発表G7行動計画には、「3. 銀行やその他の主要な金融仲介機関が、信託を再構築し、家計や企業への貸し出しを継続することを可能にするに十分な量で、必要に応じ、公的資金、そして民間資金の双方により資本を増強することができるよう確保する」との文言が明記されている。

- (2) U.S. Department of Treasury Press Release, "Treasury Department Release Details on Public Private Partnership

Investment Program" March 23, 2009 (<http://www.treas.gov/press/release/tg65.htm>)等による。熊野英生「金融安定化
ガイドナー・プランをみる目」、第一生命経済研究所『経済関連レポートFinancial Trends』二〇〇九年三月二五日を
参照。

(3) T A L Fは二〇〇八年一月二五日に開始されており、対象資産はA A A格A B S、対象先は適格A B Sを保有する
すべての法人とされていた。今回、レガシー証券プログラムにより設立されるファンドについて、T A L Fの対象資
産がA A A格R M B Sに拡充される。

(4) 江川由紀雄「サブプライム問題と米国の証券化市場」『証券アナリストジャーナル』二〇〇八年三月号、二六―二七
頁。

(よこやま しせい・客員研究員)