

# 米国におけるGSEs改革についての一考察

若園智明

## I. はじめに

米国で二〇一〇年七月に成立したいわゆるドッド・フランク法は、その序文において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 (大きすぎて潰せない) 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、などの目的を挙げている。

ドッド・フランク法の成立過程やその全体像は他の拙稿を参照願いたいだが、同法の膨大なる法文は、現在米国で進められている包括的な金融規制改革の基礎となっている。

しかしながら、ドッド・フランク法成立の動機となった金融危機を考えると、震源地とも言える住宅金融市場で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、同法内での記述の少なさには違和感を覚える。ファニーメイと

フレディーマックはともに政府支援企業 (Government Sponsored Enterprises, GSEs) と呼ばれるが、<sup>(1)</sup> ドッド・フランク法の全一六のタイトルの中で、二社のGSEsに言及しているのは僅かに① Sec. 1074、② Sec. 1304、③ Sec. 1491に過ぎず、その法文は下記で述べるように直接的に規制の改革を命じてもない。これら二社が単に住宅ローン債権市場に留まらず、住宅ローン (モーゲージ) 等を根拠とした証券化市場へも深く関与していることを考えると、本来であればその一連の機能にわたって同法の中で新たな規制が示されるべきであろう。

本稿では、ファニーメイとフレディーマックの二社をGSEsと呼称し、GSEsを巡る諸問題を紐解きながら、現在の連邦議会で検討されている法案を含めて米国GSEs改革を考察する。

## II. 金融危機とGSEs

GSEsはそれぞれ独自の連邦法によって設立され、政府支援企業としての公的な使命を持っている。その一方で、二〇一〇年七月に上場廃止となるまではニューヨーク証券取引所に上場する公開会社でもあった。GSEs問題について考える場合、このような特徴を踏まえる必要がある。

民間企業として利益の最大化が求められる一方、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住宅ローン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 (住宅費が所得の三〇%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。同じくGSEであるジニーメイ (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、これら二社の 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。

ジニーメイのように連邦政府による公的な保証はないが、これら GSEs が発行する証券は政府機関債として扱われ、その信用力は米国債に準ずると評価されていた。つまりは本稿が扱う 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、民間金融機関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。

## 1. ドッド・フランク法における GSEs の扱い

二〇〇八年の米国資本市場の主な出来事を図表 1 でまとめた。九月に入り GSEs に対する政府支援を皮切りに、一五日のリーマン・ブラザーズの破綻、翌一六日の AIG の実質国有化などが続き、一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。当時の財務長官であったヘンリー・ポールソンの回顧録を読むと、九月六日にこれら GSEs が政府管理下 (conservation) に置かれた時点で、両 GSE は約五・四兆ドルの証券を発行しており、その内約一・七兆ドル分が各国の中央銀行などの海外部門によって保有されていた。また政府管理となつてから投入された公的資金は、二社合わせて約一、八七四億ドル (二〇一二年五月末時点) にのぼる。<sup>(2)</sup> 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に近い金額を優

図表1 米国市場の混乱

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収
	9月6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・ミュージュアルを救済買収
	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買収制度の導入を発表
	10月12日	ウェルズ・ファーゴがワコビアを救済買収
	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。

先株への配当などで米財務省に支払っているが、二〇〇八年九月の時点でGSEsは明らかに too big to fail の存在であり、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する。

ドッド・フランク法がGSEsに言及している法文を図表2にまとめた。このうちSec.1074は財務長官に対して調査等を要求し、Sec.1491は「議会の意図表明」(sense of congress)が記されている<sup>3)</sup>。先にSec.1074の内容を読むと、財務長官が主導する調査に対して①GSEs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る。下記で紹介するように、Sec.1074が要求する調査等の結果は

図表2 ドッド・フランク法における関連法文

Sec.1074	ファニー・メイおよびフレディ・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

二〇一一年二月に米財務省と住宅都市開発省（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は「議会の発見」として一九九〇年代からの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、改革の方向性を示している。その一方で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ようにも見える。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 ルー

ル)のように、やや稚拙な分析や認識であるにも係わらず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。

## 2. 公設委員会の分析

なぜ他の規制改革とGSEs改革の扱いが異なるのか。その公表はドッド・フランク法が成立した半年後(二〇一一年一月)ではあるが、金融危機の原因を公的に調査した「金融危機調査委員会」の報告書を引用してGSEs問題の複雑さを考えてみたい。金融危機調査委員会とは二〇〇九年の連邦法によって連邦議会内に設置された機関であり、二〇〇九年法の定めに従って一〇名の民間有識者(六名が民主党系、四名が共和党系)から構成される。

金融危機調査委員会の活動では、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一つとされ、特にGSEsについては、①伝統的な住宅ローンの証券化と②MBS等への自己資金を用いた投資の二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、結論が異なった二つの報告書が提示されて終結している。さらに、共和党系委員であり保守系シンクタンクのエコノミストとして著名なピーター・ワリソンは、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も公表している。図表3で、GSEs問題に関するこれら三つの報告書の要点を比較した。

これら三つの報告書は、住宅金融市場や証券化市場に問題が生じていたことを共通して認識しな

図表 3 金融危機調査に関する 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
①GSEsは危機に貢献したが主要な要因ではなかった。 ②GSEsが発行したMBSは危機の間でも価値を維持していた。 ③GSEsの問題 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ビジネス・モデルの欠陥</li> <li>・過剰なロビイング活動</li> <li>・過大なポートフォリオの保有</li> <li>・ガバナンスやリスク管理の失敗</li> </ul>	①GSEs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"> <li>・サブプライム・ローン等の拡大の要因に。</li> </ul> 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"> <li>・証券化自体は問題ではない。</li> </ul>

がら、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、特にワリソン報告書では、クリントン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を經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。またワリソン報告書は、民主党系委員による分析には、規制緩和（規制の欠如）が問題であることやウォール街の強欲さ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二つの処方箋が提示されたのである。

次節で述べるように、現在の第一一三回連邦議

会で検討されるGSEs改革法案は、住宅金融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、特に九〇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つて解釈されるべきであろう。

### 3・証券化市場の分断化とGSEs

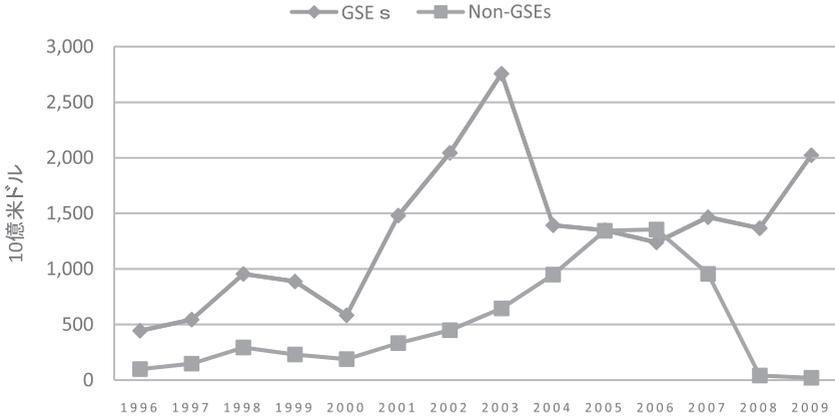
さらに学術的な分析を用いて、GSEsと証券化市場との関連に踏み込んでみよう。

GSEsを扱った学術的研究は多くあり、例えばCEOの高額報酬問題など、その分析対象は多彩である。その中でも、九〇年代以降のモーゲージ関連の証券化市場を分析し、当該市場の変遷とGSEsの機能との関連性に関する研究には興味深いものが多い。紙幅の都合で詳細なサーベイは別稿とするが、本稿では九〇年代以降の米国証券化市場の分断化に関する研究に言及したい。(二)

での論点は、暗黙の政府保証を背景とするGSEsが形成する伝統的な市場と、大手金融機関等がprivate conduitを通じて行なう新興の証券化市場との間の関連性についてである。

図表4は簡易なグラフであるが、ジニメイトを含めたGSEsが発行した証券の額とNon-GSEsで表示する大手金融機関等によるprivate-labelの発行額とを比較している。明らかのように、private-labelは二〇〇〇年以降に増加傾向となり、二〇〇五年と二〇〇六年ではGSEsによる発行額を逆転するまでに拡大している。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証券化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ように見え

図表 4 モーゲージ関連証券の発行額



出所)SIFMA

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。

る。GSEsの経営危機は住宅バブルの崩壊による住宅ローンの貸し倒れが主因ではあるが、このような市場の分断化が真であり、互いの市場が独立的であったのであれば、GSEsの①伝統的な住宅ローンの証券化機能には問題がなく、②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、金融危機調査委員会でもた民主党系報告書の提言が妥当となろう。

一方で private-label の市場シェア拡大は、例えば一九九五年のクリントン政権などが掲げた中低所得層向けの住宅保有促進政策に従い、GSEs がより質の低いモーゲージへと業務対象を広げたことが要因であるとの指摘も多い。つまりは、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、分

断化されているように見える証券化市場には連関性があり、GSEsの改革は単に組織面に留まらず、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るべきである。後述するように、ドッド・フランク法には民間金融機関等に対する証券化規制は含まれている。

### Ⅲ. GSEs改革案と証券化規制の強化

#### 1. GSEs改革の動き

##### ①オバマ政権の提案

第二節で述べたが、GSEsに関してドッド・フランク法が要求した調査等は、二〇一一年二月に報告書「アメリカ住宅金融市場の改革」としてまとめられ、連邦議会へ提出された。米財務省と

住宅都市開発省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、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GSEsを監督責任が伴った予定 (responsible timeline) により段階的に縮小し、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 に従うとはいえず、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、その内容は単にオバマ政権の構想を並べたに過ぎない。

##### ②連邦議会におけるGSEs改革法案

このオバマ政権の提案から時間を空けて、二〇

一二年ごろから GSEs 改革を目的とする法案が連邦議会に提出され始めた。現在の第一・二三回連邦議会では、上院の「住宅金融改革および納税者保護法」(S. 1217)と下院の「アメリカ納税者および住宅保有者保護法」(H. R. 2767)が代表的な法案となっている。これら二つの法案は共通して GSEs を段階的な縮小を経て廃止することを明記している。異なるのは、廃止される GSEs の代替メカニズムとして、上院案は独立した政府機関を新設するのに対して、下院案では連邦政府が関与しない共通プラットフォームを新設し、証券化市場をほぼ民間資本によって運営させる点である。

上院案が新設を提唱する「連邦モーゲージ保険公社」(FMIC)は、private-label の MBS に対する信用保証業務や証券化商品分野の標準化、および関連するデータベースの構築と管理に責任

を持つ他、別途設立する専門会社 (FMIC Mutual Securitization Company) を通じて GSEs と同様な証券化業務も担う。また FMIC は、銀行預金に対する預金保険と似た効果が期待される「モーゲージ保険基金」(mortgage insurance fund) を管理する。

一方で下院案では、新たに非政府かつ非営利の組織として National Mortgage Market Utility を設立し、共通の証券化プラットフォームとして使用する構想を示した。当該ユーティリティは現在の GSEs と同様に連邦住宅金融庁 (FHFA) の監督対象となるが、ユーティリティ自体は MBS への信用保証を行わず、GSEs から証券化プラットフォームのみが移管される。従って、モーゲージの証券化への連邦政府の関与はなくなり、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

て運営されることになる。

本稿執筆時点では、下院案の審議には進展がみられず、オバマ政権の構想に近い上院案が最も実現性が高いようである。上院案はつまるところ、GSEsの民間金融機関としての機能を公的機関（市場シェア等に制限がある）へ差し替える対応となる。下記のドッド・フランク法の規制もあり、どの程度まで大手金融機関等による補完が進むかは不明であるが、ワリソン報告書の指摘や証券化市場分断化に関する学術的議論を踏まえると、上院案はGSEsが係わった一連の機能についての本質的な対応とはならない可能性もある。

## 2. ドッド・フランク法の証券化規制

最後に、ドッド・フランク法に含まれた証券化規制を簡単にまとめたい。

サブプライム・モーゲージを含んだ仕組み金融

商品が証券化される過程において、いわゆる「売却を前提とした組成モデル (originate to distribute model)」には、重大な問題があることが指摘されていた。つまりは、ローンの貸し手が借り手の信用リスクに鈍感となることや、再証券化などによる複雑な商品構成によって投資家のリスク認識が困難になり、信用格付に過度に依存せざるを得ないことなどである。しかしながら、金融危機を経ても証券化手法を用いての資金調達は有用であり、証券化自体を規制するのではなく、そのプロセスに規制を導入することが適当であると考えられた。ドッド・フランク法は証券化業者であるセキュリタイザー (securitizer) に対して一定の信用リスク保持を義務とし、資産担保証券 (asset backed security、ABS) の発行体に対する情報開示の要求などを定めている。

セキュリタイザーによる信用リスク保持は

Sec. 941(b) が定めらる。Sec. 941(b) は証券取引所法を修正して、連邦銀行監督当局等に対して、資産担保証券の発行を通じて第三者に移転、売却、譲渡される資産の信用リスクに関する一定割合の経済的利害をセキュリタイザーに保持させる共同規則の制定を命じている。<sup>(4)</sup> 当該共同規則では、資産担保証券の対象資産または資産担保証券の担保資産に適格住宅ローン (qualified residential mortgage) が含まれない場合、セキュリタイザーは信用リスクの 5% 以上を保持することが含まれる。<sup>(5)</sup> この信用リスク保持は、セキュリタイザーが預金保険加入機関であっても適用され、セキュリタイザーが当該信用リスクを直接的も間接的にもリスクヘッジすることは禁止される。

また Sec. 942(D) は米証券取引委員会 (SEC) に対して、投資家が相当の注意を払うことを目的に、資産担保証券の裏付けとなる資産に関する情

報開示を当該証券の発行体に要求する規則を作成するよう促している。この情報開示は、証券取引所法の Sec. 6 に追加された条項に従い、SEC が定める比較が容易となるような形式で提供され、トランシェもしくはクラスごとに行われる。

#### IV. まとめ に代えて

いわゆるアメリカン・ドリームとは、米国で勤勉に働けば、財産を持たない移民でも家を所有できることであるとも言われている。わが国でも住宅政策は重要であるが、米国での同政策には特殊性が伴う。ドッド・フランク法が GSEs 改革の明記を避けたのは、政策に関連する住宅金融への配慮があったのかもしれない。

積極的な金融緩和や FRB や GSEs を通じた市場支援策もあり、米国の住宅市場は改善した。

それにもないファニーメイやフレディーマックの業績も急回復となり、配当金や納税額の大きさが報道されている。これらGSEsの監督機関であるFHFAからは、ファニーメイとフレディーマックの統合案も示されているが、皮肉なことに米国内からは業績が好調なGSEsの廃止に対する懐疑論も始めている。

米国の包括的な金融規制改革法であるドッド・フランク法は、例えば現在のEUにおける議論などと比較してみれば、驚くべき迅速さで成立したと言える。その反面、ドッド・フランク法は金融危機の詳細な専門分析の結果が十分に反映されていない。結果として、例えば二〇一三年一二月に最終規則が提示されたボルカー・ルールなど、市場機能を損なう恐れがある法文も散見される(当該ルールが最終規則化されるまでにかかった時間を見よ)。本稿で扱ったGSEs改革の行方

は確定しておらず今後も議論が深められるであろうが、危機後に実行された改革はすべからず一定期間を経た後にその適切性について評価し、必要であれば適宜修正を加えるべきであろう。

(注)

- (1) 小林・大類「二〇〇九」によれば、一九九〇年の包括的財政調整法がGSEを定義しており、①連邦法による設立、②民間による株式保有、③特定のセクターへの融資・保証等を行なう金融機関、④負債には連邦政府の保証はつかない、などの条件が挙げられている。ファニーメイとフレディーマックに関する詳しい分析は、住宅金融支援機構の小林正宏主任研究員等による一連の報告書を参照されたい。
- (2) 米財務省からの公的資金の注入は二〇一一年まで。ただし政府管理下となつてから、住宅金融市場を下支えする政策目的で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。
- (3) Sec.1304は、連邦住宅ローン銀行を含めた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。信用リスクの保持規則は、証券取引所法に新たに加える

れた Sec. 15G により明示。この規制は、連邦銀行監督当局 (FRB・OCC・FDIC) および SEC が共同で作成するが、住宅ローン (residential mortgage) の資産担保証券の発行に関しては、共同規則の作成に HUD 長官と FHFA が加わる。

(5) この信用リスクの保持はスキーン・イン・ザ・ゲームと呼ばれている。また、資産担保証券の対象となる資産が適格住宅ローンではなく、オリジネーターが所定の資産引受け基準に該当する場合には、セキュリティザーの信用リスクの保持は5%未満となる。この他 Sec. 911(d) には、信用リスク保持の適用除外要件も記されている。

(参考文献)

小林正宏、大類雄司「二〇〇九」 「GSE危機とそのインプリケーション」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、第九五号、七月、六四―九二頁

小林正宏 「二〇一三」 「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、九月二十五日

小山剛幸 「二〇一三」 「米国における GSE 改革の動向と公的金融のあり方について」 『みずほレポート』みずほ総合研究所、九月一三日

関雄太 「二〇一三」 「ファニーメイ・フレディーマックの段階的縮小を表明したオバマ政権の住宅金融改革報告書」 『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、spring、四八―五四頁

(わかその ちあき・当研究所主任研究員)