

ファニーメイの会計不正問題と GSE 改革の展望

関 雄太

要 約

1. 米国の住宅投資・MBS 市場が拡大する中で、ファニーメイ・フレディマックの規模も急拡大してきたが、両社の拡大が金融市場における潜在的なリスクを高め、同時に公正な競争を阻害しているのではないかといった指摘が広くされるようになった。実際に、2003 年にはフレディマック、2004 年にはファニーメイで会計不正処理が幅広く行われていたことが明らかになり、GSE（政府後援企業）に対する批判が強まっている。
2. 2005 年に入って、連邦議会の上下院では GSE 改革に関して、度重なる公聴会が開催されると同時に、新監督機関の設立などを骨子とする GSE 改革法案が提出されている。
3. 改革法案の内容では、破綻処理の問題（レシーバーシップ）、ファニーメイ・フレディマックの資産規模に上限を設定するかどうかなどが大きな論点となっている。ただし、ファニーメイ・フレディマックの住宅ローン買取・証券化業務自体に大きな変更を加えようという動きは見られていない。また GSE 改革に対する議会の機運は高まっているが、すぐに改革法案が成立かどうかはまだ流動的な情勢である。会計不正問題と GSE 改革法案の提出は、今までのところ、米国の公社債市場・住宅ローン市場に大きな混乱をもたらしてはいない。
4. 日本でも、2006 年度を目標に住宅金融公庫を廃止し独立行政法人化しようという制度改革が進んでいる。住宅金融においてどのように市場機能を強化し、公的機関にどのような役割を持たせるかということに関して、米国 GSE 改革の動向を参考にしながら議論していくことが期待されよう。

I. 問題の背景と経緯

1. GSE に対する批判の高まり

GSE（Government-sponsored Enterprises：政府後援企業）とは、日本の財政投融资に相当する米国の連邦信用プログラム（Federal Credit Program）の下、住宅・農業・教育等の分野において、融資・債務保証などを行っている株式会社である¹。

GSE の中でも、ファニーメイ（Fannie Mae：連邦抵当金庫）とフレディマック

（Freddie Mac：連邦住宅貸付抵当公社）は最大の規模を持ち、米国住宅金融市場において、セカンダリー市場（住宅ローンを貸し出した民間金融機関から買取り転売もしくは証券化する）の中核的な役割を担っている。その一方で、両社はニューヨーク証券取引所に上場する民間企業でもあり、規模・収益でみると世界有数の金融機関に位置付けられる。

よく知られているとおり、GSE が事業を行うために調達する債務等には、明示的な政府保証は行われていないが、その公共政策的な位置付けに鑑み、GSE に対する州・地方

の法人所得税免除、GSE が発行する証券の SEC 登録免除、GSE 債に関しては銀行保有制限がないといった特殊な扱いがなされている²。

米国の住宅投資・MBS（住宅ローン担保証券）市場が拡大する中で、ファニーメイ、フレディマックの規模も急拡大してきたが、この両社が持つ二面性（公的役割を期待される上場株式会社）および上記のような優遇措置の存在とあいまって、GSE の拡大は金融市場における潜在的なリスクを高め、同時に公正な競争を阻害しているのではないかといった指摘が広くされるようになった。

2000 年には、連邦議会下院金融サービス委員会のリチャード・ベーカー議員（共和党）が中心になって、住宅関連 GSE の規制改革法案（Housing Finance Regulatory Improvement Act）が提出され、新たな規制機関の設置や財務省による GSE へのクレジットラインの廃止などが提言されたことがある。

結局、この法案は実現をみなかったが、その後、2002 年前後にエンロン、ワールドコムなど米国企業の会計不正事件が世情の注目を集める中で、GSE が会計操作を行っているのではないかという懸念（仮にそうだとすれば金融市場に与える影響が大きい）、仮に不正がないとしても GSE が抜本的な改革・強化が進む SEC 規制を軽減もしくは一部免除されているのは問題だという批判が高まっていった。

2. フレディマック問題からファニーメイ問題へ

実際に、2003 年には、1 月 22 日にフレディマックが過去 3 年間の業績の修正を行うと公表したことを契機に、一年を通じてフレディマックの会計処理および経営の問題が注目を集めた。会計不正については、OFHEO（Office of Federal Housing Enterprise

Oversight：連邦住宅貸付機関監督局）や SEC による検査が行われ、2003 年 11 月 21 日に総額で約 64 億ドルに達する決算修正が発表された³。その後、フレディマックは同年 12 月に 1 億 2500 万ドルの和解金支払に合意したが、一年間に CEO が 2 回交代（2003 年 6 月にリラン・ブレンゼン氏からグレゴリー・パーセギアン氏に交代したあと、12 月にさらにリチャード・サイロン氏に交代）という経営の混乱にも見舞われた。

ところが、フレディマック問題が注目を集めている最中から、市場関係者とマスメディアは、フレディマックを上回る資産規模最大の GSE で、MBS 市場にも影響が大きいファニーメイにおいても、同様に会計不正処理が行われているのではないか、あるいは同社の財務内容に問題があるのではないかという懸念を強めていた。

実際に OFHEO が調査を開始したことなどから、2004 年の GSE 問題の焦点は、ファニーメイに移行した。その後、同年 9 月になって OFHEO は、約 200 頁に及ぶ特別調査結果（9 月 17 日付報告書だが 9 月 22 日に公表された）を発表し、保有証券の価値評価とデリバティブ取引に関して、一般的に認められた会計原則（GAAP）に合致しない取り扱いと開示が広範に行われていたと指摘し、かつ会計に関する内部統制に問題があったとの批判を展開した。

この特別調査報告は大きな反響を呼び、ファニーメイの株価が急落するなどの影響があったが、その後 SEC も、独自の調査に基づいて、過去 4 年度分の収益を修正するようファニーメイに命じた（2004 年 12 月 15 日）。また、ファニーメイ取締役会は、一連の会計不正問題の責任を問う形で、2004 年 12 月 21 日にフランクリン・レインズ CEO の解任とダニエル・マッド COO の暫定 CEO 就任を決定している。

2005 年に入り、連邦議会が開始されてか

らは、GSE 問題は金融関連の中心的な話題のひとつとなっている。度重なる公聴会が開催されている他、後述するように上院・下院の議員がそれぞれ GSE 改革法案を提案している状況であり、今年中に何らかの規制改革が行われる公算も強まっている。

以下では、ファニーメイの会計不正問題と、目下議論されている GSE 規制改革の動向について整理する。

II. ファニーメイの会計不正処理問題

1. 保有住宅ローン・MBS の償却に関する会計処理

OFHEO が 2004 年 9 月公表の特別調査で明らかにしたファニーメイの会計処理における問題点のうち、主要なものは、①住宅ローンおよび MBS の償却・評価替えに関する会計基準 (SFAS 91) の違反と②デリバティブを用いたヘッジ取引の会計基準 (SFAS 133) の違反であった。

まず、SFAS 91 (Accounting for Purchase Discount and Premium and Other Deferred Price Adjustments) は、金利が変動していく中で、保有している住宅ローンや MBS の償却を行っていく際の取り扱いについて定めており、ファニーメイにとっては非常に重要な会計基準である。

OFHEO によれば、ファニーメイは、収益平準化や役員報酬の一株当たり利益 (EPS) 目標の到達など、経営トップの利益のためにいつでも使える準備金をつくるため、不正に収益・支出の認識を行ったとされる。具体的には、金利低下によって保有している住宅ローンの加速償却をしなければならないところ、次年度以降に繰り越した例などが指摘されており、特別調査によれば、こうした不正な処理は 1998 年以降、継続的に行われていたという。さらに、経営陣に都合のよい償却になるよう、幅広い仮定に基づいて償却費を算出

するようなモデルが作成されたり、そうした償却費の算定過程をきちんと明文化した手続にしていなかった点なども問題として指摘されている。

ここで注目されるのは、OFHEO は、ファニーメイが一部の役職員に対して会社が EPS 目標を達成できるかどうかを賞与額とリンクさせた報酬体系を採用していることが、収益平準化・会計操作のモチベーションのひとつだったと断じたことである。2003 年に問題となったフレディマックに対する調査でも、OFHEO は粉飾会計が行われたことの一因として、経営幹部の報酬と収益目標との関係を挙げている。

上記にあげた償却の繰り延べについて、特別調査では、1998 年末に本来 4 億ドルを計上しなければならないところ、半分の 2 億ドルを次年度以降に繰り延べると判断したのが、一連の会計操作の始まりであったとしているが、4 億ドルすべてを計上した場合には、この年に設定されていた幹部社員向け報酬プログラムで設定していた EPS 目標に達さなかったとしている。その後、2000 年に当時のレイنز CEO が「チャレンジ・グラント・イニシアチブ」と称する特別オプションプランを提示し、5 年以内に EPS 倍増という目標が達成されれば、一定数の株式が取得できるというオプションが付与されたことが、ファニーメイの不正会計が継続的に行われ、問題が深刻化した背景と指摘されている⁴。

2. ヘッジ会計の取り扱いとデリバティブ取引の評価損

SFAS 133 (Accounting for Derivative Instruments and Hedge Accounting) は、デリバティブの評価や開示について定めた会計基準であり、ヘッジとして指定されていないデリバティブおよびディーリング目的のために保有・売却されたデリバティブの公正価値変動分は、直ちに期間損益に反映させることを

図表 1 ファニーメイの自己資本の状況

ファニーメイの自己資本(10億ドル)				
	2000	2001	2002	2003
OFHEO規制に基づく最低要求資本	20.3	24.2	27.2	31.5
コア自己資本	20.8	25.2	28.1	34.4
AOCI勘定での損失を考慮した株主資本	20.8	18.1	16.3	22.4

OFHEO規制による自己資本
=総資産の2.5%+MBS残高及
びオフバランス債務の0.45%

(出所) 会社資料等より野村資本市場研究所作成

原則としている。

ところが、ファニーメイのヘッジ会計実務では、大半の取引とリスクとの関係を「完全に有効な (Perfectly Effective) 」ものと想定している。すなわち、リスクとヘッジが完全にマッチした状態であり、損失の危険性がないということだが、こうした状態は本来例外的なものであり、ファニーメイは多くのヘッジ取引の有効性に関して前提条件を不適切に設定していると指摘された。また、ヘッジ取引の報告書式にも多くの不備があったという。

さらに、SFAS 133が採用された2001年から2002年の第3四半期にかけて、ファニーメイは購入した金利スワップの一部を会計上不適切、かつ一貫しない方法で取り扱っていた。結果として「累積その他の包括損益 (Accumulated Other Comprehensive Income: AOCI) 」に計上されたデリバティブによる累積損失の正当性は疑われると結論づけている。

具体的に述べると、ファニーメイのようにモーゲージに投資する金融機関が、債務の金利負担変化に対して常態的にかかるヘッジ取引 (キャッシュフロー・ヘッジ) は、デリバティブの時価評価の例外であり、評価損益は損益計算書に即時に影響を与えず、その代わりに貸借対照表のAOCI勘定に計上される。ファニーメイの場合、キャッシュフロー・ヘッジのほとんどは固定金利払い・変動金利受取りの金利スワップであったとされるが、この取引を積極的に行っていた結果、2002年前後に直面した金利低下局面で、大量の評価損が発生してしまった。しかも、ファニーメ

イは、こうした状態を解消するための方策、例えばコーラブルボンドの発行、長期債務の買戻しといった措置をほとんどしなかったため (期間損益に直接の影響がでてしまうためと考えられる)、この時期の損失がAOCI勘定にロックインされた形となっている。

2003年末時点でのAOCI勘定の累積損失は122億ドルとなっており、この全額が資本から控除されたと仮定すると、ファニーメイの自己資本は、OFHEOが規制上要求している最低資本額 (総資産の2.5%+MBS残高及びオフバランス債務の0.45%) を下回っていたと考えられる (図表1)。公的金融機関としての一面から、もともと同規模の民間商業銀行に比べると低い自己資本比率で済むファニーメイの財務状態は、みかけよりも劣悪である可能性が指摘されたことになる。

3. 会計システムの監督体制

特別調査では、上記のような会計不正問題が起きた背景として、ファニーメイの内部体制に問題があったとも指摘した。

具体的には、まず、ファニーメイには、財務基準グループ (Financial Standard Office) と称される組織があり、会計に関して基本方針の草案を作成する役割を担っているが、正規の書面化されたポリシーが策定されていなかったという。また、仮に会計のポリシーが財務基準グループから提案されても、審査・承認する立場の経理部長 (Controller) は公認会計士の資格を有さない人物で、最高財務責任者 (CFO) にも会計士の資格、会計のバックグラウンドがないため、GAAPに順じた

処理になっているかどうかの判断は監査法人 KPMG にほとんど委ねられていたと考えられる⁵。さらに、経理部門における幹部の責任分担が不明確で、有効なチェック体制が築けていなかったこと、経理部門において、会計に関する専門知識と資格を有する人材が大幅に不足していたため、重要な意思決定を少数のキーパーソンに依存せざるを得なかったことも指摘されている。

4. 会計不正問題をめぐる現状

ファニーメイの会計不正問題に関しては、2005 年に入ってから OFHEO、SEC による調査が続行中であり、正式な決算修正値もまだ発表されていない。

2005 年 2 月 9 日には、下院金融サービス委員会資本市場・保険・GSE 小委員会の公聴会で、SEC のニコライセン主任会計官がファニーメイ問題の状況に関する証言を行った。この証言によれば、SEC が継続中の調査は、OFHEO の特別調査でも最大の問題と指摘された SFAS 91 と SFAS 133 の運用に焦点をあてており、この時点では、会計処理の背後にある経営陣の故意性やその他、問題を引き起こした背景までを調査の視野にいれているわけではない。

一方、OFHEO が継続中の調査については、いくつか新たな会計不正処理の存在が指摘されつつある。2005 年 4 月 6 日に、同じく下院の資本市場小委員会で証言したアルマンド・ファルコン OFHEO 局長は、下記の 5 つの会計基準について、ファニーメイに問題があると指摘した⁶。

① SFAS 65 (一定の住宅ローンバンキング活動に係る会計) : 住宅ローンを売却目的で保有するか (Held-for-sale)、投資目的で保有するか (Held-for-investment) によって会計上の取り扱いが変わってくるが、ファニーメイは売却

目的・投資目的を分けるためのポリシーを明確に定めておらず、多くのローンを低価法によらず処理できる「投資目的保有」に不正に多く分類していた。

- ② SFAS 115 (特定の持分および負債証券への投資の会計) : 有価証券を、満期保有目的 (Held-to-Maturity) と分類するか売却目的 (Available-for-sale) とするかで、会計の取り扱いが変わってくるが、ファニーメイでは内部トレーダーがどちらに分類するかを、毎月再指定できるシステム (Intra-Month Re-Designation) となっていた。ファニーメイは、このシステムを用いて指定替えを行ったり、担保価値の低い証券を売却するなど、フレキシブルな運用を行っていたと考えられるが、GAAP 違反の疑いがある。
- ③ SFAS 140 (金融資産の移転と回収、負債の消滅に係る会計基準) : 買戻し特約付きの満期保有目的有価証券の売却 (Dollar-roll Repurchase Agreement) について、ファニーメイが行っていた処理が会計基準に沿っていなかった可能性がある。
- ④ SFAS 149 : SFAS 149 は、前述のデリバティブ・ヘッジ会計基準である SFAS 133 を修正したもので、SFAS 133 がカバーしていなかったような一定の住宅ローン資産の購入・売却取引についても、デリバティブ会計を導入している (2003 年 7 月に施行)。ファニーメイは、この会計基準においても、有効性や公正価値の計算について不正に適用していた可能性がある。
- ⑤ FASB 解釈指針 No.46 (FIN 46、変動持分事業体の連結) : ファニーメイの MBS プール活動には、FIN 46 で定められた連結を避けるためとみられる会計実務が見られる。

OFHEO は他にも、内部統制や経理・会計システムに関する調査を展開している。まだ予断を許さないところがあるが、今後も引き続き、ファニーメイの会計の是非に対する判断と、最終的な決算値の修正が注目されることになる。

Ⅲ. 現在議論されている GSE 改革法案の内容と論点

1. 上院議員による提案：連邦住宅金融機関規制改革法案

以下では、連邦議会における GSE 改革法案の審議に関する動向を概観する。

まず、2005 年 1 月 26 日に、チャック・ヘーゲル上院議員（共和、ネブラスカ州）、ジョン・スヌヌ上院議員（共和、ニューハンプシャー州）、エリザベス・ドール上院議員（共和、ノースカロライナ州）が、住宅 GSE の監督機関新設を主たる内容とする法案（Federal Housing Enterprise Regulatory Reform Act of 2005, S. 190）を上院銀行委員会に提出している。

同法案は、2003 年に採択されなかった案を、その後のフレディマック、ファニーメイの会計不祥事等をふまえ、さらに強化し再提出したもので、図表 2 が概要である。

今回提案されている新監督機関構想では、新たなプログラムの認可権限だけを与えられていた 2003 年案から、破綻した GSE の資産を継承する権限も与えるなど、大幅に権限が広がっていることが注目される。

本法案は、2005 年 4 月 15 日現在、上院銀行委員会では審議待ちの状態である。同委員会のリチャード・シェルビー委員長（共和、アラバマ州）は、GSE 改革は目下の最重要課題と繰り返し発言しているものの、公聴会を多く開催して慎重に検討したい考えとも言われ、審議・可決へ向けたタイムテーブルは明確になっていない。

2. 下院議員による提案：連邦住宅金融改革法案

2005 年 4 月 5 日には、リチャード・ベーカー下院議員（共和、ルイジアナ州）とマイケル・オックスリー下院金融サービス委員長（共和、オハイオ州）は、上院案と同様の新監督機関の設置および GSE の資産・負債制限条項を中核とした GSE 改革法案（Federal Housing Finance Reform Act of 2005, HR. 1461）を提出した。

本法案の内容は、上院のヘーゲル法案とかなり似通ったものであるが、新監督機関が GSE に対し資産・負債の処分あるいは追加

図表 2 上院に提出された GSE 改革法案の主な内容

- | |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ■ OFHEO に代わって連邦住宅金融機関（ファニーメイ、フレディマック、連邦住宅貸付銀行 Federal Home Loan Bank System）の独立監督機関（仮称 Federal Housing Enterprise Regulatory Agency）を新設する。 ■ 新監督機関は、破綻した GSE を閉鎖し、管財人となる権利を持つ（receivership）。 ■ 新監督機関は、破綻防止のため GSE の資本基準を強化する裁量を持つ。 ■ 新監督機関は、GSE の新たな融資プログラム並びに活動について承認権限を持つ。 ■ ファニーメイとフレディマックにおける低所得者向け住宅プログラムについて、毎年の監査を義務付ける。両社が本来の使命を果たしているかを確認する。 ■ ファニーメイとフレディマックの取締役の大統領指名制度を廃止する。 ■ 不正ローンの購入・売却が発覚した GSE に当局への報告を義務付ける。 ■ 新監督機関は、正当な理由で退任を強いられた幹部の報酬を制限する権限を与えられる。 |
|--|

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 3 下院に提出された GSE 改革法案の主な内容

- OFHEO に代わって連邦住宅金融機関（ファニーメイ、フレディマック、連邦住宅貸付銀行）の独立監督機関（仮称 Federal Housing Finance Agency）を新設する。
- 新監督機関は、GSE のバランスシート資産、オフバランスシートの債務などについて検査し、GSE が一貫して安全で健全な運営を行えるよう、資産・負債の処分・追加について求めることができる。
- 新監督機関は、GSE の最低資本、リスクベースト資本の基準を調整する裁量を持つ。
- 新監督機関は、GSE の新たな融資プログラムについて承認権限を持つ。またファニーメイ、フレディマックが支援する住宅政策に関する目標（戸数など）を設定する。
- 本法でコンフォーミングローン（一定金額以下で GSE が買い取っている一般的な住宅ローン）の上限を設定し、GSE に毎年調整するよう求める。
- 新監督機関は、GSE が深刻な資本不足に陥った場合、再建・再編の代理人（conservator もしくは receiver）に任命されることがある。
- ファニーメイとフレディマックの取締役の大統領指名制度を廃止する。
- OFHEO は法案成立から一年以内に廃止される。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

について要求できるとし、GSE の資産規模もしくは内容に制限を科すことを示唆しているのがひとつの相違点といえる（図表 3）。

3. 注目される論点

1) グリーンスパン議長の主張と資産規模の制限

現在進展中の GSE 改革をめぐる議論で、最も注目されているのが、GSE の資産規模に上限を設定すべきかどうかという論点である。GSE の保有するローン・証券ポートフォリオが巨額なため、大量の売却が短期間に起こるような場合、債券市場への影響が大きいとみられることなどがその背景である。

ファニーメイとフレディマックの資産規模の制限を強く主張しているのは、連邦準備制度理事会（FRB）のアラン・グリーンスパン議長である。グリーンスパン議長は、2005 年 4 月 6 日に上院銀行委員会で証言し、GSE に対する監督体制が現在のままで、GSE が投資できる資産にまったく制限がない状態が続き、今後も GSE の資産が増加し続けた場合には、システミックリスクが増大する恐れがあると指摘し、GSE の保有資産に上限を設定すべきとした。

グリーンスパン議長は、一年前の 2004 年 2 月 24 日にも同じ上院銀行委員会ではほぼ同様の主張をしているが、一貫して目立つのは、まずファニーメイ、フレディマックの住宅政策における役割や証券化市場における重要性を認めていることである。しかし、90 年代半ば以降、GSE がバランスシート上にポートフォリオを急激に積み上げたことは、両社が利益を高める上では大きな効果はあったものの、2 社のレバレッジが高まり、また大きな金利変動リスク・期限前償還リスクが 2 社に集まることになったと主張する⁷。一方で、両社のカウンターパートは、GSE と政府との特別な関係に依存してリスクを評価し、取引を行っていることから、潜在的なシステミックリスクが高まっており、しかも市場原理の中でそれを調整するのが難しいというのが懸念となっている。また、大きな資産規模が、住宅ローン市場の変動に対応するバッファをつくるという主張に対しては、市場はそうは見えておらず、むしろリスクの高まりと見ており、財務省証券に対する住宅ローン金利のスプレッド拡大傾向にそれが表れているとしている。

一方で、グリーンスパン議長は、GSE の会計の透明性については、これまでほとんど

具体的な批判を展開したことはない。これは、住宅ローン事業において、期限前償還リスクやヘッジ取引に関する損益を明確に外部に開示することは容易ではないという FRB の立場を示しており、バランスシートのサイズを制限する以外にシステミックリスクを抑える方法がないという主張につながる。さらに議長は、GSE のポートフォリオ規模と住宅ローン金利には関係がないという最近の FRB スタッフによるディスカッションペーパーの結果を、サポートとして用いている⁸。

ただし、グリーンSPAN議長と FRB は、法律上、GSE 保有資産の上限を明文化すべきかどうか、また具体的にどの程度の上限を設定すべきかということについては、あまり明確な主張をしていない。4 月の証言と質疑応答では、①法律よりは規制機関を通じた資産規模の制限が望ましいと考えていること、②資産規模の縮小は数年の時間をかけて段階的に実施すべきこと、③上限は住宅ローン市場の成長速度に合わせて調整すべきこと、④具体的な上限は今後の政策立案者の意思に任されるが、おそらく両社それぞれ 1000 億ドル～2000 億ドル（現状の約 3 分の 1 から 6 分の 1 程度）といった水準を考えるべきこと、⑤ローン・証券を売却せずとも 4 年程度の償却によって資産縮小が可能、という 5 点が示唆されている。

なお、2005 年 4 月 7 日に上院銀行委員会の公聴会で証言したジョン・スノー財務長官も、ファニーメイ・フレディマックの資産の急拡大に対する懸念を表明し、資産規模の制限を主張したが、具体的な資産縮小の方法としては、両社の主要な目的に合致していない資産を売却してしまうべきと指摘しており、グリーンSPAN議長の考えよりもややドラスタックな調整を求めている。

2) 「暗黙の政府保証」の取り扱い

現在のところ、GSE に対する暗黙の政府

保証を断ち切るべき、あるいはファニーメイ・フレディマックを民営化すべきといった主張はあまりみられていない。

下院法案を起草したベーカー議員も、財務省によるクレジットラインを廃止しようとは考えていないと主張している。ただし、新監督機関ができた場合に、クレジットラインの有無による影響、信用供与額を減らすことの可能性、GSE が行う事業の一部についてクレジットラインへのアクセスを止めることの可能性などを検討させるべきとする。

一方、グリーンSPAN議長は、財務省が主張しているような、財務省も関与する形での「世界クラスの GSE 規制機関」という構想について、この構想が実現してしまうと、市場参加者が、GSE の債務がより強い政府サポートを得たと誤解する可能性があることを繰り返し主張している。

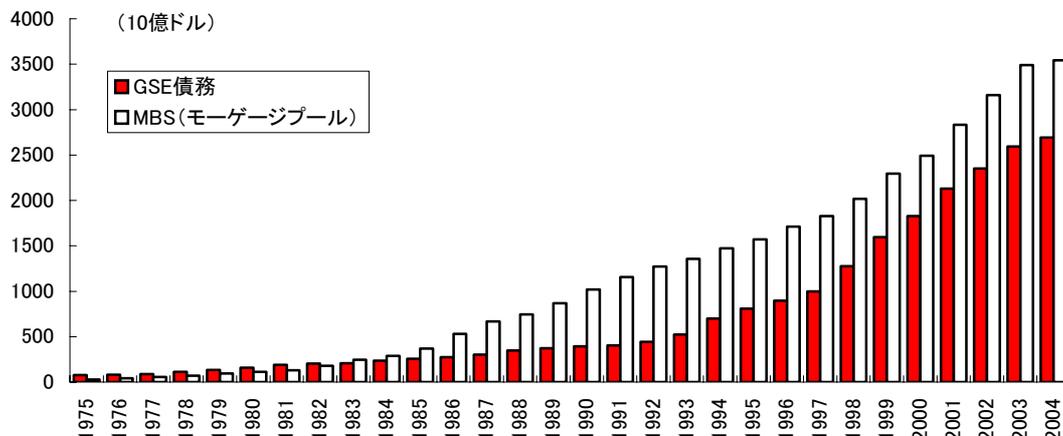
3) 公社債市場への影響

結局のところ、GSE に対する懸念の多くの部分は、MBS 市場が拡大し住宅ローン証券化の意義が確立していく中で、この 10 年ほどの間に GSE の債務が急増し、MBS 市場と匹敵する規模になったことに起因している（図表 4）。証券発行ベースで見ると、GSE 債務の残高の 60%強はファニーメイ、フレディマックの 2 機関で占め、FHLBs を加えると 90%強に達すると考えられる（図表 5）。

一方で、GSE 側からすれば、これだけの規模で資金調達をしているから GSE の財務安定性が高まる、30 年・固定金利の住宅ローンを買取れるリスクをとれるのは GSE だけ、GSE の買取能力が大きくなれば住宅ローンのオリジネーション市場の安定性が増し、金利も低減する、といったメリットが強調されることになる。

また、ファニーメイ、フレディマックの発行する債券が財務省証券並みの信用力を持つ

図表 4 米国 GSE の債務残高の推移



(出所) FRB “Flow of Funds Account” より野村資本市場研究所作成

図表 5 米国における GSE 債・MBS の発行残高

	2004年末時点残高	
	(10億ドル)	(構成比)
財務省証券	3,943.6	16.7%
地方債	2,018.6	8.6%
連邦機関債	2,745.1	11.6%
ファニーメイ	941.6	4.0%
フレディマック	733.4	3.1%
FHLB	869.2	3.7%
その他	200.9	0.9%
MBS	5,472.5	23.2%
社債	4,704.5	19.9%
マネーマーケット	2,872.1	12.2%
ABS	1,827.8	7.8%
合計	23,584.2	100.0%

(出所) FRB “Flow of Funds Account” より野村資本市場研究所作成

ていることから、米国外の投資家の債券運用上も重要視されており、両社の債券保有者のうち約5分の1を日本やアジアの投資家が占めるともいわれている⁹。このポジションに何らかのショックがあれば、米国市場から資金が逃避するなど、公社債市場に大きな影響がでないとも限らないというのが GSE の現状維持を主張する政治家等の論理展開となっている。

ただし、上記の議論に関しては、①民間銀

行でも住宅ローンのリパッケージを行って証券化できるので GSE の買取能力は関係がない、②GSE の買取能力低下による金利上昇効果は 0.05~0.15%程度、とも言われている¹⁰。また、アジア地域の投資家もドルと他の公社債が安定している限り資金逃避することはないという指摘もある¹¹。

また、公社債市場への影響に関する別の論点として、債券市場の参加者にとっては、GSE の破綻処理に関する規定がどのように

決定されるが重要な関心事と考えられている。すなわち、破綻処理が曖昧になっている現在の規制環境下で、住宅金融における重要性および資産規模から、事実上、政府は GSE を破綻させられないというのが、債券投資家からみた GSE の信用力の裏づけになっているという考え方である。実際に、スタンダード & プアーズ、ムーディーズ、フィッチなど格付け機関は、破綻処理およびレシーバシップに関する規定で GSE に厳しいものが決定された場合には、潜在的な格下げ要因になると表明している。上下院で提出されている法案の新監督機関が持つ権限と破綻処理関連規定の先行きが注目されることになろう。

IV. 今後の展望

1. ファニーメイの資本政策の動向

ファニーメイは、OFHEO の特別調査報告によって、AOCI 勘定に累積していたデリバティブ取引の累積損失を認識しなければならないことが確実になり、そうなった場合、純資産が減少して、OFHEO 規制上求められている自己資本比率を下回ることとなる（ファニーメイ自身の試算によれば金額ベースで 30 億ドル程度不足）。この事態を受けて、OFHEO とファニーメイは、資本充実へ向けた各種の施策（Capital Restoration Plan）を開始している。

まず 2004 年 12 月 30 日に、ファニーメイは優先株 50 億ドルを私募（プライベート・プレースメント）で発行した。具体的には、25 億ドルずつ、2 種類の優先株が発行され、1 つはクーポン 5.375% の転換優先株で、94.31 ドルで普通株に転換可能（12 月 29 日終値 70.38 ドルに対して 34% プレミアム）と設定されたシリーズ 2004-1 優先株である。もう 1 つは、非転換型で変動金利（7% もしくは 10 年米国債 + 2.375% の高い方）のシリーズ O 優先株である¹²。また、ファニーメイ

は、2005 年第 1 四半期の株式配当を 50% 減配することを決めている。

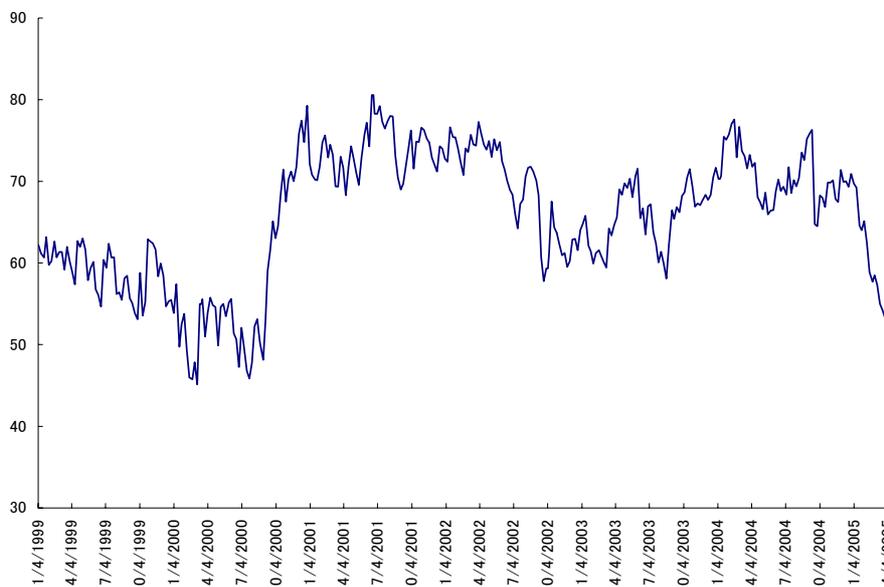
OFHEO が承認した資本調達計画によれば、ファニーメイは 2005 年 9 月までに規制上の要求自己資本水準を満たすと同時に、クッションとなる資本剰余金（Capital surplus）を 30% 積まなければならない（2004 年 9 月時点では 2005 年 6 月までにとしていたのを 04 年 12 月の検討で延期した）。ファニーメイは、この目標を達成するため、上記の優先株発行・減配に加えて、①保有住宅ローンの通常の流動化などによるバランスシートの圧縮と②利益留保などによるコア資本の充実を行うとしているが、計画がクリアできるかはまだ不透明であり、今後、追加の資本調達、保有有価証券の売却などの可能性も指摘されている。決算修正の動向と並んで、ファニーメイの資本政策が同社の株価および債券市場に与える影響も注目されよう。

2. GSE 改革法案の行方

前述のとおり、新監督機関の創設を軸とする GSE 規制改革については、上下院の関連委員会で法案が提出されている。上院はタイムテーブルがはっきりしないが、下院のペーকার法案は、オックスリー金融サービス委員長 の支援もあり、全面的でないにしても今会期中の成立が目指される公算が強い。会計不祥事によって増大している GSE への不信・不安が払拭できるかが注目されよう。

一方で、法案の成立はそれほど簡単ではないという見方も根強い。その背景には、上下院の委員会における民主党系議員の一部が規制改革に強く反対しているほか、ロビーイングを通じた GSE および関連業界（不動産、住宅建設など）の政治的影響力が強いことがあげられる。実際、GSE の規制・監督がこの数年間に何度も論争となり、具体的な規制改革も提案されながら、ほとんど実現はされていないのである。近年の住宅政策に対して

図表 6 ファニーメイの株価（配当調整済、1999 年初以降の週次終値）の推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

世論の評価が比較的高いこと、あるいは活発な住宅投資が米国経済を下支えしていることから、GSE に何らかの規制を行ったことでネガティブな影響が顕在化するのを恐れる政治家が多いのも事実といえよう。

3. おわりに

ファニーメイをめぐる一連の問題は、特に 2004 年秋以降、同社の株価に相当マイナスの影響を与えてきたと考えられるが（図表 6）、住宅ローン市場あるいは MBS 市場にはあまり大きな影響はもたらしていない。このことは、グリーンSPAN議長も 4 月の証言で指摘したように、住宅ローンのクレジットリスクとリターンを運用手段としたい投資家は MBS 市場で投資・運用をしており、ファニーメイが利益追求のために住宅ローン買取・証券化以外に事業内容や運用ポートフォリオを拡大して負債を大量に発行することと、住宅ローン・MBS 市場の安定性や健全性とは、やや次元の異なる問題であることを示唆しているように思われる。

また、GSE 規制改革をめぐる議論でも、米国 MBS 市場の発行・流通の要ともいえる、ファニーメイ・フレディマックの住宅ローン買取・証券化業務について、大きな変更を加えようという動きはまったく見られていないことに注意する必要がある。グリーンSPAN議長と FRB の提言などは、両社の役割を買取・証券化業務に集中させることで、公共の便益は高まるという論旨である。日本でも、2006 年度を目標に住宅金融公庫を廃止し独立行政法人化しようという住宅金融改革が進んでいる¹³。住宅金融において、どのように市場機能を強化し、公的機関にどのような役割を持たせるかということに関して、米国 GSE 改革の動向を参考にしながら、議論・設計をしていくことが期待されよう。

¹³ GSE に関しては富田俊基『財投解体論批判』東洋経済新報社（1997 年）を参照。またファニーメイ、フレディマックの役割をめぐる過去の議論については、淵田康之「ファニーメイ、フレディマックなど GSE の在り方を巡る議論」『資本市場クォーターリ

一』2000年夏号、飯村慎一「変貌する米国の公的住宅金融機関」『資本市場クォーターリー』2002年冬号を参照。

² こうした特別な扱いを背景に、GSEが発行する債券は事実上連邦政府の保証を受けているものと理解されている（暗黙の政府保証）。

³ 3年間の決算修正は、2000年の純利益が11.2億ドル増、同じく2001年が9.9億ドル減、2002年が43.3億ドル増であった。

⁴ 株式報酬プランがファニーメイにおけるEPS平準化への固執と、恣意的な会計処理につながっていたのではないかという問題提起は、もともと2004年5月に金融専門紙パロンズの記事でなされていた

（“Swept Away; How Fannie Mae Keeps Its Losses From Sullyng the Bottom Line”, Barron’s, 05/17/2005 参照）。

⁵ 2004年12月にファニーメイの監査人はデロイト・トウシュに交代している。

⁶ ファルコン局長はこの証言を行う直前の4月5日、ブッシュ大統領に辞表を提出し、特別な事態とならない限り5月20日付で辞任すると発表している。5年の任期は2004年10月に終了していたが、ファニーメイ問題の見通しが立たない中で延長していたものである。

⁷ グリーンスパン議長は、GSEが巨大なポートフォリオを築いたのはつい近年の話だとしている。具体的には、1990年末時点でファニーメイとフレディマックの合計ポートフォリオは1320億ドル、シングルファミリー住宅ローン市場の5.6%の水準であったのに対し、2003年末には2社の合計ポートフォリオは1.38兆ドルと10倍以上に成長、シングルファミリー住宅ローン市場の23%に達していることを示した。

⁸ Andreas Lehnert, Wayne Passmore and Sane Sherlund, “GSEs, Mortgage Rates, and Secondly Market Activities”, Board of Governors of the Federal Reserve, Finance and Economic Discussion Series 2005-7 (2005年1月)

⁹ “What Next for Fannie, Freddie?”, Wall Street Journal, 04/18/2005

¹⁰ 脚注9記事における米国野村証券のアナリスト、アート・フランク氏のコメントによる。

¹¹ 脚注9記事におけるカリフォルニア大学バークレー校のドワイト・ヤッフェ教授のコメントによる。

¹² ウォール・ストリート・ジャーナル紙記事によれば、米国で過去最大の優先株発行例は2004年2月にゴールドマン・サックスが発行した27.5億ドルであり、今回のファニーメイのように25億ドルの優先株が2本同時というのは、米国の資本市場でみても非常に大きな規模ということになる（“Fannie Mae to Make Private Placements Totaling \$5 Billion”, Wall Street Journal, 12/30/2004 参照）。ちなみに、トムソン・フィナンシャルのデータベースによれば、米国での優先株全体の発行は2003年に約424億ドル（213件）、2004年に約366億ドル（189件）、転換優先株に絞ると2003年に約89億ドル（29件）、2004年は約99億ドル（23件）の発行である（インベストメント・ディーラーズ・ダイジェスト誌参照）。

¹³ 日本の住宅金融公庫改革とMBS市場について井

上武「証券化時代の住宅ローン・ビジネス」『資本市場クォーターリー』2005年冬号参照。