

## 問題資産買取プログラム（TARP）の実効性を巡る議論

関 雄太

### ■ 要 約 ■

1. 2008年9月に米国の金融危機が新たな段階へと進展する中で、財務省はモーゲージ関連資産を金融機関から切り離すため「問題資産買取プログラム Troubled Asset Relief Program（TARP）」を打ち出した。
2. TARPの仕組みでは、総額7000億ドルに達する予算規模、専門機関を設立せず財務省がアセットマネージャーを活用しながら買取形態、リバースオークション形式による買取価格決定方法、商業不動産モーゲージを含む多様な資産が買取対象とされたことなどが注目され、大きな議論を巻き起こした。
3. TARPを含む2008年緊急経済安定化法案の議会審議は、下院がいったん否決するなど難航したが、10月3日にようやく成立した。それまでの期間にTARPには、段階的な予算投入、経営者報酬の制限などの修正が加えられた。
4. 法案成立後には、財務省がオークションによらず金融機関のエクイティ・デットのポジションを直接購入できることを認めた規定を活用して、金融機関への公的資金注入を行うことが決定した。
5. 第一回の資産買取へ向けて準備が進められるTARPの実効性や影響をめぐっては、2009年にかけて議論が継続するものと思われる。

### I MBSの買取から問題資産全体の買取へとプランが拡大

2008年9月19日、ヘンリー・ポールソン財務長官は、金融機関が保有するモーゲージ関連債権を公的資金で買い取るための制度の創設と、マネーマーケットファンド（MMF）市場の救済を柱とする金融安定化対策の大枠を発表した<sup>1</sup>。

このうち、モーゲージ関連資産（Mortgage-Related Assets）の買取は、もともとは9月7日のGSE（政府後援企業）に関する施策の4本柱のひとつとして打ち出された、GSEが保証するMBS（モーゲージ担保証券）を買い取るというプログラムを拡大したものである<sup>2</sup>。この時の構想では、財務省が7月に成立した住宅・経済再生法（Housing and

<sup>1</sup> <http://www.treas.gov/press/releases/hp1149.htm> 参照。MMS元本保証プログラムについては財務省リリース <http://www.treas.gov/press/releases/hp1147.htm> 及び三宅裕樹「米国MMFの元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」『資本市場クォーターリー』2008年秋号など参照。

<sup>2</sup> 2008年9月7日に発表されたGSEに関する施策は、①ファニーメイとフレディマックにコンサーバーターシッ

Economic Recovery Act of 2008) によって与えられた権限 (2009 年末までの時限付き) に基づいて、公開市場から GSE の MBS を購入するとされたが、買い取りの規模や方法、財務省に売却できる MBS 保有者の範囲などが明確化されていなかった<sup>3</sup>。

ポールソン長官は、19 日の声明において、規制当局は金融市場の混乱に対して、今までケース・バイ・ケースの対応をしてきたが、さらに断固たる手段によって、根元にある原因を解決しなければならないと述べた。さらに、根本的な原因とは、住宅価格の調整によってモーゲージ関連資産の流動性が低下し、与信マネーのフローが目詰まりを起していることであり、問題資産を金融システムから除去する必要があるとした。この声明で使われた「問題資産救済プログラム Troubled Asset Relief Program (TARP)」が、今回の構想の通称となっている。

9 月 20 日には、プログラムの概要を示す「ファクトシート」が財務省から発表され、さらに 9 月 21 日には、連邦議会に提出される法案の内容が明らかにされた。下記がそのポイントである。

① 資産購入の規模とタイミング

- 財務省は、問題資産の買い取りのため、7000 億ドルの財務省証券を発行する権限を与えられる。
- 買取資産の種類は、住宅モーゲージ及び商業不動産モーゲージのホールローン及び MBS である。
- 買取価格は、リバースオークションなど市場メカニズムを通じて決定される (上限は当該資産の当初購入価格とする)。
- 財務省に与えられる諸権限は、施行日から 2 年間有効とする。

② 買取資産・参加金融機関の範囲

- 2008 年 9 月 17 日以前に組成・発行された資産を買取対象とする。
- 参加金融機関は、米国に本社を有するなど、米国内で相当のオペレーションを展開していなければならない。

③ 資産の運用と処分

- 財務省の指示の下、民間のアセットマネージャーが資産を運用する。
- 買い取った資産の保有・売却については財務省が全面的な裁量権を持つ。

④ 買取資金の調達

- プログラムの資金は財務省の一般勘定から供出される。
- 当該プログラムのために必要な債務は、上限 7000 億ドルとする。

---

プ (保全人制度) を適用する、②財務省が両社の優先株を購入する、③GSE に対する新たな与信ファシリティを設定する、④財務省が GSE の保証する MBS を買い取るという「4 ステッププラン」であった。<http://www.treas.gov/press/releases/hp1129.htm> 及び関雄太・三宅裕樹「ファニーメイ・フレディマックを巡る金融不安と GSE 規制改革の動き」『資本市場クォーターリー』2008 年秋号など参照。

<sup>3</sup> MBS 買取プログラムについては [http://www.treas.gov/press/releases/reports/mbs\\_factsheet\\_090708hp1128.pdf](http://www.treas.gov/press/releases/reports/mbs_factsheet_090708hp1128.pdf) 参照。

## II プログラムの評価

TARP 構想の意義を考える視点としては、下記のようなポイントがある。

第一に、7000 億ドルという買取資金の規模である。実際に 7000 億ドルを使いきることを想定しているのかどうかは定かではないが、仮に平均 30% のディスカウント率で買取が行われるとするならば、額面 1 兆ドルの債権・債券購入が可能となる。これまでに IMF などが推計してきたサブプライム関連損失をほぼ全額吸収できるようにしたいと考えた可能性もあるし、証券化分・非証券化分を合わせた現在の米国住宅ローン・商業不動産ローン残高（約 14.8 兆ドル）の 5% 前後が今後毀損するとの想定に基づいて設定した可能性もあろう。いずれにせよ巨額であり、プログラムが開始されれば、クレジット市場に相当のインパクトを与えることは間違いない<sup>4</sup>。その一方で、財務省証券を買取資金の財源とし、連邦債務の上限も現在の約 10.6 兆ドルから約 11.3 兆ドルに引き上げられることになるため、財政負担増への懸念は大きいということになる。

第二に、専門機関を立ちあげず、財務省自らが買取プログラムを運営することである。すなわち、破綻した S&L（貯蓄貸付組合）の整理のために RTC（整理信託公社）を創設した 1980 年代の経験とは、まったく異なる手法をとろうとしている。RTC は、FDIC（連邦預金保険公社）の権限下で運営されたが、役職員の雇用を含むオペレーションの立ち上げや議会から政府拋出の承認を得るのに時間を要したこと、資産売却について「損失の最小化」と「可及的早期の売却」という二律背反的な使命を負わされたことなどで、設立当初の数年間はあまり良い成果が出なかったとされている<sup>5</sup>。財務省は、こうした過去の経験などを踏まえ、即効性の高い手法を狙ったものと考えられる。

第三に、買取価格の主な決定法としてリバースオークション（逆オークション）があげられたことである。リバースオークションでは、例えば、①財務省が「ある一定の時期にオリジネートされた 10 億ドルのサブプライムローンを購入する」といった競売の実施公告を行う、②資産売却をしたい金融機関が入札する、③財務省は、最低金額をオファーした順に購入する（すなわち、額面の 50% で入札した金融機関 A と 60% でビッドした金融機関 B がいた場合、まず A 社から買い取りを行い、残った予算で B 社からの買い取りを行う）といった手法が想定される<sup>6</sup>。こうした方法を使った場合、流通市場では買い手がつかなかったような資産に価格がつき、問題資産の処分が進む可能性がある一方で、入札に参加する金融機関は一定の実現損を覚悟しなければならないと考えられる。また、リバースオークションで成立した売買価格が、モーゲージ関連資産の「参照価格」を形成し、金融機関の四半期決算におけるトレーディング資産の評価損計上に、何らかの影響を与える

<sup>4</sup> IMF は今年 4 月にサブプライム危機によって発生する関連損失の合計を約 9450 億ドルと推計した。IMF “Global Financial Stability Report” April 2008 参照。米国住宅ローンの残高は FRB “Flow of Funds Accounts” による（2008 年 6 月時点）。

<sup>5</sup> FDIC “History of the 80s” (<http://www.fdic.gov/bank/historical/history/index.html>) 及び松沢中「米国における金融システムの救済—整理信託公社 (RTC) の経済的効果—」『財界観測』1992 年 12 月号など参照。

<sup>6</sup> M. Crutsinger and J. Aversa “Bailout a mystery with lots of questions”, AP, 9/22/2008

可能性もある。

第四に、買取対象となっている資産の範囲がかなり広いことである。9月7日時点で、まず GSE 保証 MBS が買取対象とされたことから、商業銀行・貯蓄金融機関セクターが保有している GSE 保証 MBS が劣化することによる悪影響を払拭したいという意図がうかがえた。つまり、サブプライムローンだけでなくプライムローンに延滞債権が増加してきたことと、それが引き金となった6月以降の金融不安に対応したいという政策的意図が強かったように思われる<sup>7</sup>。ところが、9月19日の時点では、GSE 保証、MBS という枠を外したばかりか、商業不動産モーゲージ関連資産も買取対象とした。ポールソン長官が9月23日の上院銀行住宅都市委員会の公聴会で述べたように、金融市場の混乱が9月中旬に新たな段階へと進み、悪影響が経済全般に拡大しているとの認識の下、市場価値が著しく低下していると考えられるサブプライムローン関連資産に改めて焦点をあてると同時に、今後、劣化の懸念があるオルト A ローンや商業不動産ローンなどの関連資産についても、積極的に介入する意思を示したといえよう。

このように見てくると、TARP は、総じて言えば RTC のような不良債権処理スキームなどではなく、今回の混乱が新型の金融危機であるとの認識に基づいて、その危機の広がりを止めることを狙った施策ということができよう。つまり、個別金融機関の破綻への対応というよりは、金融取引・クレジット全体の急激な萎縮による不測の危機を封じ込めたいという意図が強い。逆に言えば、広がっていく金融不安に対して大きな網をかけにいったことで、プログラム全体のコストあるいは受益者がわかりにくくなってしまい、その不明瞭さが、後述のような納税者負担の是非に関する議論を招いてしまった可能性があるといえよう。

### III 議会や専門家の反応

TARP 構想の発表を金融市場は好感したが、9月22日から連邦議会で始まった金融安定化策に関する討議では、TARP をめぐって議論が沸騰し、学界・マスメディアの間でも反対意見が噴出した。

学界から TARP の実効性に対して批判を展開したポール・クルーグマン教授（プリンストン大学）は、金融危機を、①住宅バブルの崩壊によるデフォルト・差押の増大、MBS の価値下落、②金融機関の資本不足（バブル期に過剰に債務を積み上げた金融機関には特に深刻な状況）、③金融機関の信用創造能力の低下、④金融機関が過剰債務状態を解消すべく資産売却に走ると MBS などの資産価格が下落し、金融機関の財務ポジションはより悪化へ向かう（ディレバレッジングのパラドックス）という4つのステップに分け、

<sup>7</sup> 関雄太「米国銀行セクターの収益を圧迫するノンパフォーマンス資産問題」『資本市場クォーターリー』2008年夏号、関雄太・三宅裕樹「ファニーメイ・フレディマックを巡る金融不安と GSE 規制改革の動き」『金融・資本市場動向レポート』No.08-34（2008年8月8日）参照。

公的介入はステップ4ではなくステップ2で行うべきだとして、議会は決議を急ぐと提唱した<sup>8</sup>。また、グレン・ハバード教授（コロンビア大学ビジネススクール）、ハル・スコット教授（ハーバード大学ロースクール）、ルイジ・ジンガルス教授（シカゴ大学ビジネススクール）も、ポールソン提案は①買取価格の決定方法、②既存株主・債権者の責任、③膨大なコストという点で、公的資金投入の際に守られるべき原則に合致していないと批判した<sup>9</sup>。

議会において両党派から出された反対・修正意見の内容は、主として金融規制・監督の強化や、金融機関の経営陣の責任追及、住宅所有者の支援（差押の抑制）といったものであった<sup>10</sup>。また、財務省に与えられる強大な裁量権や政府が抱えるリスク、また納税者負担が7000億ドルでとどまらない可能性などに対する懸念も多かった<sup>11</sup>。

政治家からの意見で注目を集めたもののひとつは、クリストファー・ドッド上院銀行委員長（民主党、コネチカット州選出）による修正提案で、問題資産を持ち込む金融機関から、資産買取額と同額のエクイティ持分を取得することを財務省に求めるものである（株式が公開されていない金融機関の場合には債権を取得することを求める）<sup>12</sup>。ドッド提案の狙いは、金融機関の資本不足に対応するとともに、買取プログラムによって生まれるリターンを財務省（納税者）が得られるようにしたいということと考えられる。また、買い取りを希望する金融機関の幹部報酬を制限せよという提案（あるいは報酬体系の改革をTARP参加の条件とすること）については、民主党議員だけでなく、共和党の大統領候補となっているジョン・マケイン上院議員も同意を示した。

こうした声に対し、ポールソン財務長官は、金融機関の経営者を救済するのが本プログラムの主旨ではない、金融機関がTARPプログラムに参加するインセンティブを失わないようにして、幅広く問題資産を除去することが重要との立場を崩していなかったが、9月24日になって下院金融サービス委員会での証言で「金融機関の経営者に対する巨額の報酬が支払われてきたことは深刻な問題だ」と述べるなど、譲歩と見られる姿勢も見せた。

また、9月24日にはマケイン上院議員が、遊説やテレビ広告などの選挙運動をいったん停止して金融安定化策の取りまとめに尽力する意向を示すと同時に、26日に行われる予定のバラク・オバマ上院議員との初の討論会を延期するよう提案、また同日夜にはブッシュ大統領が「米国経済は危機的状況にある」とのテレビ演説を行い、議会の協力を求めるなど、金融安定化策の早期成立をめぐる緊張した状況が続いた。

そもそもTARPは、ファニーメイ・フレディマック、リーマン・ブラザーズ、AIGなど

<sup>8</sup> Paul Krugman “Cash for Trash”, *New York Times*, 9/22/2008

<sup>9</sup> Glenn Hubbard, Hal Scott and Luigi Zingales, “Let’s Get the Bank Rescue Right”, *Wall Street Journal*, 9/24/2008

<sup>10</sup> “U.S. Bailout Plan Calms Markets, But Struggle Looms Over Details”, *Wall Street Journal*, 9/21/2008 “Experts See a Need for Punitive Action in Bailout”, *New York Times*, 9/23/2008, “Rescue Plan Stirs Calls for Deeper Regulation”, *Wall Street Journal*, 9/24/08などを参照。

<sup>11</sup> “A Bailout Above the Law”, *New York Times*, 9/23/2008など参照。

<sup>12</sup> “Dodd Proposes Giving U.S. Equity Stake for Bad Debt”, *Bloomberg*, 9/22/2008など参照。また、ドッド委員長は、FRB、FDIC、SECのトップと議会が任命する民間代表者2名からなる監督機構を設置し、財務省の資産購入・売却を監督することを提唱した。

個別金融機関の問題への対応で批判された財務省が、新型金融危機を封じ込めるために編み出した政策のはずであり、S&L 危機（破綻金融機関経営者の責任を厳しく追及した）や RTC の経験（どちらかというとも RTC は成功だったと考えている関係者が多い）を持ち出した批判とは、議論がかみ合っているとは言えなかったが、TARP が世論を巻き込んだ注目を集めたことは間違いない。

## IV 緊急経済安定化法案の成立と TARP の準備

その後、9月28日には、TARP を主要項目のひとつとする「緊急経済安定化法案 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008)」がとりまとめられた。当初は3ページの概要にすぎなかった TARP は、前週の議会での議論を経て、110 ページに及ぶ大部の法案に書き換えられた。この段階で、TARP にはいくつかの修正が加えられた。例えば、総額 7000 億ドルとされた TARP の予算規模は、ひとまず 2500 億ドルを計上し、その後は必要に応じて（大統領が議会に書簡を提出することで）1000 億ドルを追加、残りの 3500 億ドルについては議会に拒否権を与えるという、段階的な措置へと変更された。また、TARP への資産売却額が累計 1 億ドルを上回る金融機関は、株式購入権（ワラント）を財務省に付与すること、同じく資産売却額が累計 3 億ドルを上回る金融機関については経営幹部との間で通称ゴールデン・パラシュートと呼ばれる退任時の特別ボーナスを含む報酬契約を新たに結ぶことを禁止するといった内容の規定も導入された。

ところが、9月29日の下院の採決で、緊急経済安定化法案は、賛成 205、反対 228 の反対多数で否決された。金融機関の救済に巨額の公的資金を投入する TARP に世論の強い反発があることが鮮明になったが、同日のダウ工業株 30 種平均は、26 日終値からマイナス 777.68 ドル（マイナス 6.979%）となる 10365.45 ドルで取引を終え史上最大の下落幅を記録するなど、株式市場には大きな動揺が生じた。

結局、緊急経済安定化法案は、下院の否決から 2 日後の 10 月 1 日に上院が修正・可決し、10 月 3 日に下院が可決したことでようやく成立に至ったが、この間にも、同法案には次々と追加・修正が加えられ、最終的には 451 ページに達する長大な法律となった<sup>13</sup>。このうち、約 150 ページ分はいわゆる減税策であり、2011 年に期限切れとなる代替ミニマム税減税の延長や風力など代替エネルギーの研究開発に対する税制優遇措置などを定めている<sup>14</sup>。この他にも、税以外の各種の優遇措置が約 180 ページ分も書き込まれ、法案の通過に反対していた共和党下院議員などとの妥協案を盛り込まざるを得なかった経緯が表れている。

最終案までに修正された点の中で注目されるのは、第一に、預金保険の強化である。具

<sup>13</sup> “House leaders pray for unity in historic vote”, *Financial Times*, 10/3/2008 など参照。

<sup>14</sup> 代替ミニマム税 (Alternative minimum tax) とは、通常の所得税の計算とは別に、租税優遇措置などについて再計算した別の計算を行い、高い方の税額を所得税とする制度。各種の税控除を使うと著しく納税額が小さくなる納税者に対して、課税の下限を定めるためのもので、下限の引き下げが減税策として採用されていた。

体的には、預金保護限度額の上限を 10 万ドルから 25 万ドルに引き上げること、FDIC に対する財務省の融資枠を現行の 300 億ドルから無制限にすることで、預金者の保護を拡大すると同時に、金融機関の破綻が増加する事態に備える意図を持っているものと考えられる。

第二に、金融商品の公正価値会計（時価会計、Fair Value Accounting）に関して、①公益にかない投資家保護に資すると判断される場合、SEC は公正価値会計の適用を一時停止できる、②SEC に公正価値会計の影響に関する調査を命じる、という規定も挿入された<sup>15</sup>。これは、証券化商品の公正価値会計が金融市場の混乱を加速させているという一部の批判に対応した規定とみられているが、前述のように TARP が今後、本格的に始動し、リバースオークションが行われた場合、落札価格が参照価格と認められると TARP に参加しなかった金融機関の評価損が増大し、一種の悪循環が生じることも想定される。TARP によって新たな混乱が生じてしまう場合には、SEC がすぐに対応策を打ち出せるということを示しておく狙いがあったとも考えられよう。

第三に注目されたのは、オークションによらず、財務省が資産を直接購入できる制度（Direct Purchases）を導入したことである。具体的には、緊急経済安定化法 111 条が、買取対象となる金融機関の経営者責任を問い、ガバナンスを見直すことを条件に、財務省に個別金融機関のエクイティもしくはデットのポジションを取る権限を与えるとした。また、同 113 条は、直接購入方式における買取価格決定方法（なるべく合理的な価格で納税者負担を大きくしないように努める）や、財務省がワラントを取得した場合の取扱などを定めている。

ポールソン財務長官は、まず 10 月 8 日の声明で、この規定を用いれば、財務省が金融機関に公的資金を資本注入できるとの見解を明らかにした<sup>16</sup>。次に、10 月 14 日に財務省、FRB、FDIC が共同で発表した金融システム安定化策では、TARP の当初予算 2500 億ドルを使用し、資本注入を実施することを決定した<sup>17</sup>。具体的には、まず、健全とされる大手銀行 9 行に対し 1250 億ドルを投入し、残りをその他の銀行の自発的な申請に応じて注入するとした<sup>18</sup>。すなわち、TARP には、問題資産の切り離しという当初の狙いに、金融機関への資本注入という意義が加わることになった。

一方、TARP の本来の内容である問題資産の買取りについては、オークションの実施に向けた準備が進められている。具体的には 10 月 6 日に、買取り業務の責任者にニール・カシュカリ財務次官補を任命し、アセットマネージャーの選定プロセスも公表された。10 月 14 日にはカストディアンとしてバンク・オブ・ニューヨーク・メロンが選定されるな

<sup>15</sup> 岩谷賢伸「市場が活発でない場合の金融資産の公正価値測定を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2008 年秋号参照。

<sup>16</sup> <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1189.htm> および “U.S. May Take Ownership Stake in Banks”, New York Times, 10/9/2008 など参照。

<sup>17</sup> <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1205.htm> および <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1206.htm> 参照。

<sup>18</sup> 財務省は、このプログラムを「TARP 資本買取プログラム (TARP Capital Purchase Program)」と呼んでいる。<http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1207.htm> 参照。先行的に公的資金注入を受けた金融機関は、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、JP モルガン・チェース、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、ウェルズ・ファーゴ、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン、ステート・ストリート、メリル・リンチの 9 社。

ど、急ピッチで準備が進められているものの、第一回の買取の実施までには数週間から2ヶ月の時間がかかるとも言われている。実験的な要素も含んでいる TARP の実効性や影響は、今後、2009年にかけて継続的に議論されていくと考えられよう。