金融安定化プランの発表：
不良資産問題を直視しはじめた米国資本市場

関　雄太

▌要　約▐

1. 米国財務省は 2009 年 2 月 10 日、「金融安定化プラン」を発表した。同プランの柱は、銀行バランスシートのクリーンアップへ向けて行われる①金融安定化トラスト（包括的ストレステストと転換優先株による追加資本投入）、②問題資産買取のための官民投資ファンド、③消費者・中小企業貸出活性化のための TALF（ターム物 ABS 貸出ファシリティ）の拡大の 3 点である。
2. 将来予想に基づくストレステストの実施とバッファーとしての転換優先株の投入は、銀行セクターの不良資産増大と資本不足懸念を払拭する効果を目指している。官民投資ファンドは、公的なファンディング支援と財務省のエクイティ共同出資によって、投資家のインセンティブを高め、不良資産の金融セクターからの除去を目指す構想である。
3. 各プランの具体的な執行については課題も少なくないが、米国政府が、増大する不良資産が金融セクターへの信認低下の最大の要因と認識し、不良資産処理の①入口政策（資産劣化の水準・範囲を認識し、不良資産を金融機関のバランスシートから切り離すこと）と、②出口政策（不良資産切り離しの際に資本が不足する金融機関を処理すること、あるいは切り離した不良資産を売却する、もしくはキャッシュフローが出ている資産だけをパッケージにして市場に戻すこと）に取り組もうとしていることは評価できよう。

I　銀行バランスシートのクリーンアップへ向けた 3 つのプログラム

2009 年 2 月 10 日、市場関係者が注目していた「金融安定化プラン（Financial Stability Plan）」がティモシー・ガイトナー財務長官から発表された[1]。プランの柱は、銀行セクターのバランスシートを強化し、貸出機能を再生させるために導入される、3 つの新たなプログラムである。以下に概要を整理する。

[1] ガイトナー長官による声明は http://www.ustreas.gov/press/releases/tg18.htm、規制当局による共同声明は、http://www.ustreas.gov/press/releases/tg21.htm、またファクトシートは http://www.financialstability.gov/docs/fact-sheet.pdf を参照。

１）ストレステストと金融安定化トラスト

第一のプログラムは「金融安定化トラスト（Financial Stability Trust）」である。このプログラムでは、まず金融機関に「包括的ストレステスト」を求める。包括的ストレステストとは、貸出を継続し、将来の損失を吸収するのに十分な資本を金融機関が有しているかどうか、フォワード・ルッキングに（将来予想に基づいて）審査を行うということである。他に、①銀行の財務状態に関する透明性を高め、金融市場のディシプリンを効果的に活用すべく、財務省と銀行監督機関が協力してアセスメントにあたる、②総資産 1000 億ドル以上の大手銀行すべてに対して、監督レビュープロセスとストレステストへの参加を求める、としており、事実上の「特別検査」が実施されるものと理解できよう。

包括的ストレステストの結果、追加的な資本が必要となった金融機関については、民間セクターから調達が完了するまでの間、「バッファー」あるいは「ブリッジ」としての資本を、金融安定化トラストが供与する（資本支援プログラム Capital Assistance Program: CAP）。CAP によって供与される資本の形態は、普通株への転換権が付いた優先証券で、配当については未定、転換価格については対象金融機関の 2009 年 2 月 9 日時点の株価から、若干のディスカウントをした水準で設定される見込みという。2008 年後半、TARP（Troubled Asset Relief Program：問題資産買取プログラム）で注入された資本よりも、受入れ金融機関側にとって厳しい条件を課す狙いがあるとみられる。この CAP を通じた資本投資を運営するために設置される法主体が「金融安定化トラスト」である。

２）レガシーアセット買取のための官民投資ファンド

第二のプログラムである「官民投資ファンド（Public-Private Investment Fund：PPIF）」では、上記のトラストとは別に、財務省、連邦準備制度（FRB）、連邦預金保険公社（FDIC）と民間セクターの協働により、金融機関から問題資産・ローンを買い取るファンドを設立する。具体的なストラクチャーについては検討中だが、ファンドの資本は官・民が出資し、ファンディングについては公的機関が支援することで、民間の資本とアセットマネージャーにレバレッジを与え、機能停止状態にある不動産関連資産の市場をリスタートすることを目指すという。ここで、あえて民間セクターの資本を参加させる理由としては、拠出する公的資金の最小化に加え、資産価格の決定に民間の考え方あるいは市場メカニズムを反映させる狙いがあげられている。ファンド規模は、最終的には 1 兆ドルに達する可能性があるものの、当初は 5000 億ドル規模で開始し、拡大していくとされた。

３）1 兆ドル規模のコンシューマー＆ビジネス・レンディング・イニシアチブ

第三のプログラムは、消費者向け貸出・商工業向け貸出の活性化である。具体的にはまず、財務省と FRB が共同で運営する TALF（Term Asset-Backed Securities Loan

Facility：ターム物 ABS 貸出ファシリティ）の資産買取規模を 1 兆ドルに拡大する。TALF は、クレジット市場活性化のため、2008 年 11 月 25 日に公表された流動性供給プログラムで、財務省が TARP から 200 億ドルを出資して特別目的会社を設立、FRB が資金を貸し出す形で、最大 2000 億ドルまで資産担保証券（教育ローン、オートローン、SBA ローンなどを原債権とするもの）を買い取るという構想である[2]。TALF の買取規模を一気に 5 倍に引き上げることで、凍結状態にあるクレジット市場を活性化し各種消費者クレジットの金利を下げることを目指すという。

なお、このイニシアチブでは、FRB によるエージェンシー債・MBS の買取の継続や、TALF の適格担保に CMBS を含める可能性、さらには FRB による非エージェンシーRMBS（GSE の保証がない住宅ローン担保証券）やコーポレート CDO（債務担保証券）の買取も検討していくという。

Ⅱ　官民投資ファンドの運営に係る課題

3 つのプログラムのうち、金融安定化トラストや CAP は、健全行への資本注入策であり、本質的には TARP の資本注入プログラム（Capital Purchase Program: CPP）と類似している。また、コンシューマー＆ビジネス・レンディング・イニシアチブは TALF を拡張するということであるから、仕組みとして新しさがあるのは、官民パートナーシップによる問題資産買取ファンド構想ということになる。

ところが、2 月 10 日の資料では、ファンド構想の具体的な内容や運営方法が明らかにはされず、ガイトナー長官も声明の中で「今後も官民からさまざまなオプションの提案を受け付ける」と述べるなど、政府内部の議論でも依然としてアイデアが固まっていないことを示唆した。その後、3 月 22 日になって、証券化商品を買取るファンド（レガシー証券プログラム）とローン債権を買取るファンド（レガシーローンプログラム）を分けるなど、やや詳細化したプランが発表された[3]。

１）資本拠出側の課題

まず、民間資本の出し手としてどのような主体（投資家）を想定し、投資家に対しどのようにインセンティブ付けしていくかである。投資家層については、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、保険会社などを想定する報道もあるが、外国人投資家も許容されるのかどうか、など具体的な方向は定かではない[4]。

次に、投資家に対するインセンティブとしては、まず公的資金による「レバレッ

---

[2] SBA ローンとは、スモールビジネスローンなどとも呼ばれ、SBA（Small Business Administration：中小企業庁）がローンの一部を保証することにより、通常の銀行ローンを受けることが困難な中小企業の金融を支援するもの。

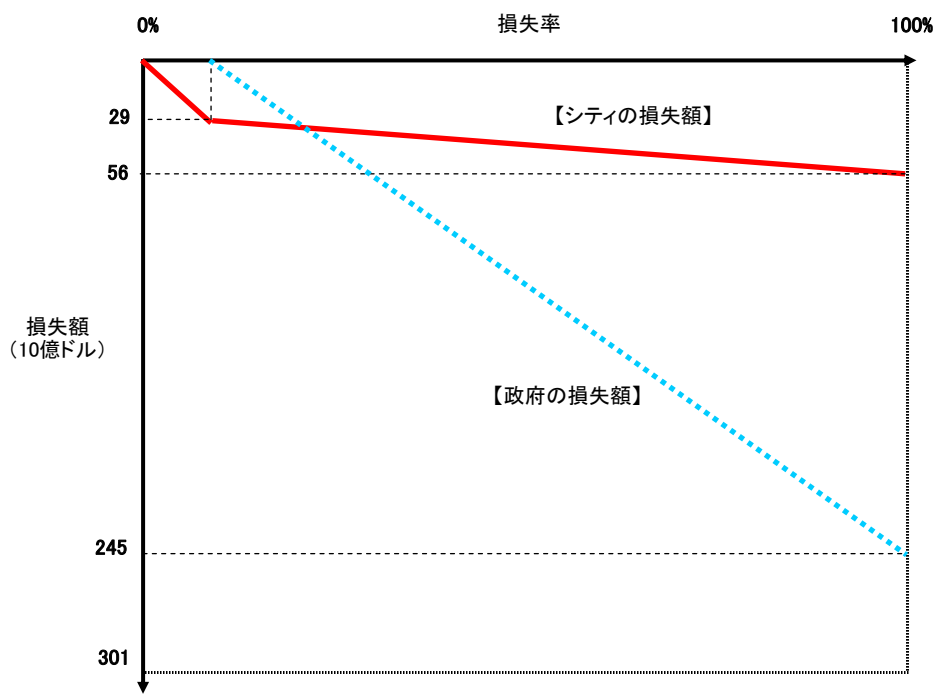
[3] 三宅裕樹「進展しつつある米国不良資産問題の解決に向けた取り組み －収益機会を見出す運用会社の存在－」『資本市場クォータリー』2009 年春号参照。

[4] “U.S. Banks Bailout to Rely in Part on Private Money”, The New York Times, 2/9/2009

ジ」が考えられる。例えば、FRB がファンド資産を担保に融資、あるいは短期のファンディングを提供するというアイデアである。また、プラン発表前後の報道の多くが、米国政府はファンドで買い取った資産には、なんらかの保険・保証を付与するのではないかと見ていた[5]。具体的には、シティグループとバンク･オブ･アメリカの救済策において、問題資産に適用したのと同じ「ロス･シェアリング」方式が使われるのではないかということである。その場合、損失率が高くなっていっても、民間の投資家が負担するのは一定の範囲までということになり、ダウンサイドリスクは限定されることになる（図表 1 は、シティグループの問題資産に対する政府の保証と両者の間での損失分担を示す）。逆に、買い取った後、資産価格が上昇した場合に、納税者・民間投資家の双方が利益を得ることができるスキームが設計・実施される可能性が高い（実際、3 月 23 日のプランでは官民によるエクイティ出資が盛り込まれた）。

いずれにせよ、民間資本が集まらなければ、5000 億ドル～1 兆ドルもの大規模な買取を行うことは難しくなり、結局、多額の公的資金を投入せざるを得なくなる可能性も否定できないわけで、ファンド構想の具体化についてはさまざまなアイデアが求められよう。

図表 1　シティグループの救済策（2008 年 11 月 23 日発表）における「ロス・シェアリング」の仕組み



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

[5] 脚注 4 記事、 “Geithner Plans to Bring in Private Investment for Toxic Assets”, Bloomberg, 2/9/2009, “Bailout Talks Turn to More Equity Stakes”, The Wall Street Journal, 2/6/2009 など参照。

２）資産拠出側の課題

また、買取資産の範囲をどのように設定するか、売り手側のインセンティブをどのように設計するかも課題となる。買取の対象となる問題資産について、ガイトナー声明では「不動産関連資産（Real Estate Related Assets）」という言葉が使われたが、ローン・証券だけでなく、差押住宅など実物不動産も買取対象となるのか、といった不明点がある。また、シティグループ救済策で保証が付与された「問題資産」を見ると、その内訳には住宅モーゲージ、商業不動産モーゲージだけではなく、消費者ローンなども入っている（図表 2）。急激に延滞率が高まっているクレジット商品を、問題資産の範囲として検討するのかどうかも注目される。

売り手となる金融機関の側から見ると、今回の構想は、政府・政府機関との間で直接取引が発生するわけではなく、昨年夏にメリル・リンチがローン・スター・ファンドに対して 310 億ドルの CDO など証券化商品を一括売却した時のように、民＝民の交渉で問題資産の売却が可能であることを予感させる仕組みとなっている。ただし、金融安定化プラン全体では、公的支援を受ける金融機関に対して、情報開示の強化、報酬の上限設定などの行動制約、ガバナンスの強化が多く盛り込まれており、現実の買取ファンドの体裁や運営法によっては、売り手側が資産売却のインセンティブを失う可能性もあろう。また、多くの金融機関にとって、ファンドが提示する買取価格

図表 2　シティグループの保証資産（ Covered Assets）の内容

		資産（08/11/21時点）（10億ドル）
住宅ローン	第一モーゲージ	98.9
	第二モーゲージ	55.2
自動車ローン		16.2
その他消費者ローン		21.3
（消費者ローン計）		191.6
商業不動産ローン		12.4
レバレッジドローン		2.3
その他のコーポレートローン		11.1
（コーポレートローン計）		25.8
オルトA証券化商品		11.4
SIV		6.4
CMBS		2.1
その他証券		12
（証券計）		31.9
未使用貸出コミットメント（ULC）	第二モーゲージ	22.4
	その他消費者ローン	5.2
	レバレッジドファイナンス	0.2
	商業不動産	5.4
	その他コミットメント	18.3
（未使用貸出コミットメント計）		51.5
保証資産合計		300.8

（出所）シティグループ IR 資料（2009 年 1 月 27 日）より野村資本市場研究所作成

（資産評価額）は依然として大きな問題であろう。問題資産について、十分なマークダウン（評価替え）を行ってきた金融機関にとっては、さほどの負担にならないかも知れないが、問題資産をなるべく早めに、大量に処分しようと思うほど、顕在化する損失が大きくなってしまい、金融機関の間で先送りのインセンティブが生まれる事態も考えられる。

その他にも、ファンドのマネジメントは誰が行うのか、潜在的な利益相反を回避し、公正・透明な運営が出来るのかなど、当面検討しなければならない課題は多いと考えられる。

Ⅲ バッドバンク構想から官民投資ファンド構想へ

上記のような課題を考えるだけでも、金融安定化プランの実効性について不安な、あるいはネガティブな見方が出てくるのは当然ともいえるのだが、その一方で、米国政府が、金融危機への対応として、不良資産問題に正面から立ち向かう姿勢を初めて見せたことは注目に値しよう。

銀行セクターが抱える不良資産問題の対応には、大きく分けて①入口政策（資産劣化の水準・範囲を認識し、不良資産を金融機関のバランスシートから切り離すこと）と、②出口政策（不良資産切り離しの際に資本が不足する金融機関を処理すること、あるいは切り離した不良資産を売却する、もしくはキャッシュフローが出ている資産だけをパッケージにして市場に戻すこと）の両方が必要であると思われる。しかし、昨年末までの政策対応では、オークションを中止するなど、不良資産問題への取組みが見られず、米銀全体の不良債権額や資産劣化の状況が、米国政府から発表されたこともない[6]。また、シティグループとバンク・オブ・アメリカに適用された救済策では、問題資産に保証をかけたが、会計上、問題資産が切り離されるわけでもなく、個別金融機関の支援であることから、今後、資産価格が全体としてさらに低迷していくような時に何が起きるのかという不安が残っていた。さらに、公的資金で保証するシティ、バンカメの問題資産を誰がどのように評価・査定したのかもわからず、問題資産の出口も明らかではない。したがって、金融セクターが抱える資産の質への不信感、投売り懸念が消えなかったと考えられる。

そこで、2009 年 1 月から論議されたのが「バッドバンク構想」であった。バッドバンク構想が米国政府内で議論されているという観測が出てきたきっかけは、2009 年 1 月 13 日にロンドン・スクール・オブ・エコノミクスで行われたベン・バーナンキ FRB 議長の講演である[7]。ここで、バーナンキ議長は、金融システムの安定化の観点から、大量の問題資産（Troubled Assets）、評価の困難な資産（Hard-to-Value Assets）が金融機関のバランスシートに残っていることが、金融セクター全体に対する不確実性、ひいては投資・貸

[6] 関雄太「CMBS 市場の崩壊とシティグループ救済策の効果」『資本市場クォータリー』2009 年冬号参照
[7] http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm

出行動における不確実性の増大につながっているとし、問題資産を除去するために、財務省が公的資金を活用するとすれば、①買取り、②問題資産への政府保証付与、③バッドバンクの設立（及び問題資産を現金または株式と交換する）という 3 つのアプローチがあると指摘した。

その後の議論百出は、まさに 2008 年 9 月下旬の緊急経済安定化法案（EESA）の審議の頃を思い起こさせるものであったが、要はバッドバンク構想には資産価格の決定方法という TARP が直面したとの同じ問題があり、ひいては政府、議会と金融機関経営者の間で生じる摩擦を避けて通ることができない[8]。また、仮にバッドバンクが無事設立され、その運営を破綻金融機関処理の専門家である FDIC に任せるにしても、いずれは買い取った資産の出口戦略を考えなければならず、資産取引の復活へ向けた方策が必要となる。結局、バッドバンク構想は官民投資ファンド構想に姿を変えたが、今回のファンド構想は、ある意味では、問題資産の分離という入口の問題と、投資家の呼び込みという出口の問題に同時に対応するためのアイデアとして考案されたといえるのかも知れない。

また、大手行に対する包括的ストレステストの実施などには、金融機関に対する信認の低下を止めようという意図が感じられるし、さらに 2009 年 2 月 10 日に上院で可決された景気刺激策も、不良債権の増大を食い止めることを意識していると見ることができる。このように考えると、現政権は、不良資産問題の認識という点で、前政権と大きく異なるスタンスを打ち出し、問題解決へ向けてようやく第一歩を踏み出したといえる。日本の経験を思い起こしても、不良債権処理というのは本質的に時間とコストがかかるものであり、ガイトナー財務長官も声明ではそのことを強調していたようだが、今後、米国政府がどのように不良資産問題に立ち向かっていくのかが注目されよう。

[8] 関雄太「問題資産買取プログラムの実効性を巡る議論」『資本市場クォータリー』2008 年秋号参照