

## 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—

三宅 裕樹

### ■ 要 約 ■

1. 2009年3月、米国財務省は、金融機関が抱える不良資産をバランスシートから切り離すための政策プログラムとして提案していた「官民投資プログラム（Public-Private Investment Program）」の具体的な枠組みを公表した。そこでは、民間の投資家の資金を活用しながら、不良資産の買い取りを進めるとともに、買取条件の決定やプログラムの実際の運営については民間の専門家に委ねるといった内容が示されている。
2. 官民投資プログラムは、銀行から不良化した貸付ローン債権を買い取るプログラムと、金融機関が保有する証券化商品を買取るプログラムから成る。両方を通じて、最大1兆ドルの不良資産を買い取ることが予定されている。
3. 3月に示された内容に対する評価は分かれている。批判的な立場からは、①金融機関の側にとっては、保有資産の評価損が確定してしまい、多額の損失が発生する可能性がある、②同プログラムに参加する民間投資家にとって有利な内容であるため、逆に政府の負担が過大となる懸念がある、③②にもかかわらず、AIG 経営陣の報酬問題を機に、政策プログラムに参加して利益を上げた場合に世論から批判を受ける恐れがあるとして、同プログラムへの民間投資家の参加が見送られるかもしれない、といった課題が指摘されている。ただし、そもそも解決が困難な不良資産問題に対して取り組みが進みつつあること自体は、一定の評価が与えられるべきであろう。
4. すでに、債券ファンドの大手運用会社であるピムコやブラックロックなどは、早くから同プログラムへの参加の意思を表明している。また、民間投資家の中には、市場がやや落ち着きを取り戻しつつあることを受けて、リスクを多少取ってでも、より高いリターンの獲得を図ろうとする投資家も存在する。彼らの資金が官民投資プログラムに流れることとなれば、結果として金融危機の克服の一助となりうるものと考えられる。

## I はじめに

深刻化する金融危機を克服する上で重要な政策課題の一つとされてきた、金融機関が抱える不良資産問題の解決に向けた取り組みが徐々に進展しつつある。2009年2月、ガイトナー財務長官は、金融危機に対する包括的な対応策として「金融安定化計画（Financial Stability Plans）」を公表し、その中で金融機関のバランスシートから不良資産（“legacy” assets）を切り離すための政策プログラムとして「官民投資プログラム（Public-Private Investment Program）」を創設することを発表した<sup>1</sup>。そして、3月23日には、同プログラムのより具体的な枠組みが示された<sup>2</sup>。ここでは、不良資産の処理に市場メカニズムを働かせること、またそれによって連邦財政が抱える潜在的なリスクや負担を軽減するべく、不良資産の買取資金の一部を民間の投資家から募るとともに、買取条件の決定やプログラムの実際の運営を民間の専門家に委ねるといった内容が明らかとされた。

こうした中、不良資産処理が進む過程において収益機会を探る動きが出てきている。米国の債券ファンド運用会社大手のピムコ（Pacific Investment Management Co., PIMCO）やブラックロック（BlackRock Inc.）は、官民投資プログラムの構想が発表された直後からこれに高い関心を示していたが、3月に詳細が発表されると、同プログラムへの参加を希望する旨を直ちに表明した。また、ピムコは市場に大量に出回ることが予想される市場価値が大幅に低下した資産（distressed asset、ディストレス資産）を運用対象としたファンドの運用を計画しており、ブラックロックにおいてはすでにこれを組成・販売している。

本稿では、この度明らかにされた官民投資プログラムの内容を、関係者・有識者の評価と併せて整理するとともに、そこに収益機会を見出す運用会社の動向をみることにする。

## II 官民投資プログラムの概要

### 1. 不良ローン債権買取プログラム

官民投資プログラムは、銀行から不良化した貸付ローン債権を買い取る「不良ローン債権買取プログラム（The Legacy Loans Program）」と、金融機関が保有する証券化商品を買取る「不良証券化商品買取プログラム（The Legacy Securities Program）」の、大きく二つのプログラムから成る。プログラムの規模は、問題資産買取プログラム（Troubled Asset Relief Program, TARP）を通じた財務省の拠出額として750～1,000億ドル程度が想定されており、これに民間投資家からの資金などを加えることで、当初の予定では5,000億

<sup>1</sup> <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg18.htm>、および <http://www.financialstability.gov/doc.fact-sheet.pdf> 参照。なお、金融安定化計画の概要については、関雄太「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」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

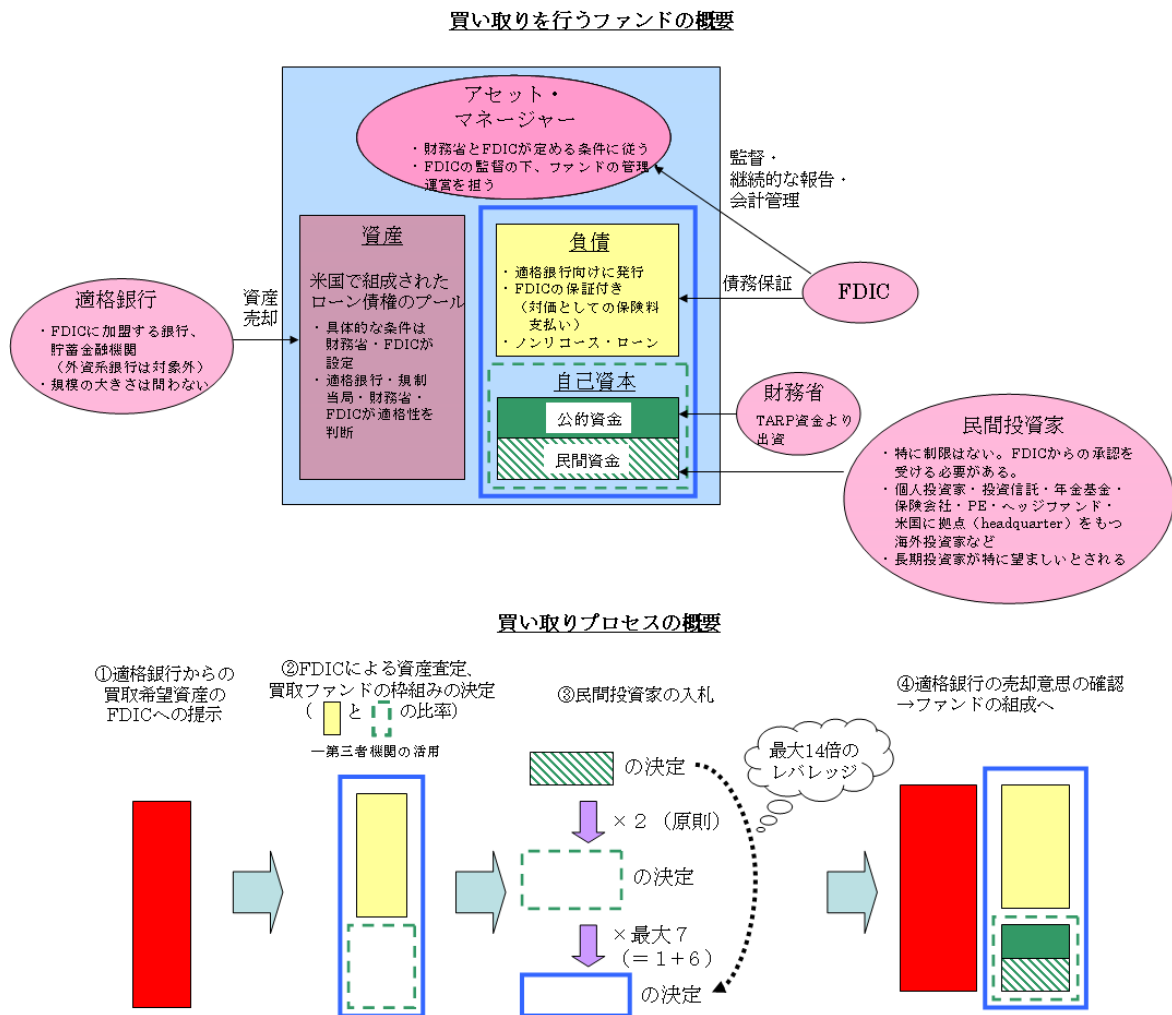
<sup>2</sup> <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg65.htm>、および [http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/ppip\\_fact\\_sheet.pdf](http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/ppip_fact_sheet.pdf) 参照。

ドル、最大で1兆ドルの不良資産を買い取ることができるとされている。

不良ローン債権買取プログラムは、「適格銀行 (Eligible Bank)」からローン債権などを、公的資金と民間資金の双方を原資として買い取るプログラムである (図表 1)。ここで、「適格銀行」とは、連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) に加盟する銀行、および貯蓄金融機関を指し、規模の大きさは問わないとされている。買取対象は米国で組成されたローン債権などとされており、より具体的な条件については、財務省や FDIC によって今後、設定される予定である。また、不良ローン債権買取プログラムの運営に対する監督は FDIC が行う。

不良ローン債権買取プログラムにおける具体的な買い取りの過程は次の通りである。まず、適格銀行より FDIC が示す条件を満たすローン債権 (通常は、複数の債権がまとめられていることが想定されている) の買い取りが申請されると、FDIC は、当該債権の買い取りを行うファンドを個別に創設するべく、第三者機関を活用して価値の算定を行い、その結果に基づいて資金調達の手組みを作る。ローン債権の買い取りの原資は、民間資金と、

図表 1 不良ローン債権買取プログラムの概要



財務省が TARP を通じて、原則として民間資金と同額を拠出する公的資金から成る自己資本、およびファンドが保有する資産を担保に発行する、FDIC の保証が付された負債から成る<sup>3</sup>。自己資本に対する負債の大きさは 6 倍が上限とされているため、FDIC は、この範囲内で負債と自己資本の比率を設定することとなる。

これを踏まえて、当該ファンドへの出資を希望する民間投資家による入札が実施される。投資家の範囲は、「FDIC に認められること」という他には特に限定されておらず、金融機関や個人投資家、投資信託、年金基金、保険会社、ヘッジファンド、プライベート・エクイティなどが例示されている。なお、米国に拠点（headquarter）をもつ海外投資家もファンドに投資することができるかとされているが、具体的な参加条件は定められていない。民間投資家は、あらかじめ設定されたファンドのレバレッジの大きさと、買取対象となるローン債権の評価額とを踏まえつつ、拠出可能な投資額を決定し、応札する。財務省が示す例に沿って、ローン債権の額面価格 100 に対して投資家の評価額を 84 とすると、次のようになる。資産買取ファンドの負債と自己資本の比率を上限いっぱいの 6:1 とすると、同ファンドの自己資本は 12（ $=84 \div (1+6)$ ）となる。この場合、民間投資家の出資分は、その半分の 6 となる。この例からも明らかなように、民間投資家は、公的資金を活用することで、投資金額の最大 14 倍の債権を買い取ることができる。

入札で最も高い評価額を提示した投資家が落札者となり、その価格をローン債権の買い取りを受けることを希望した適格銀行が承諾すれば、買い取りの手続きが実際に進められることとなり、民間投資家と財務省の双方からの出資、同ファンドの資産を担保とした借り入れが行われる。借り入れは、まずはローン債権の買い取りを受けた適格銀行より行われるが、適格銀行は、その債権を市場で売却することができる。なお、ファンドの管理・運営、買い取ったローン債権の売却は、FDIC の監督の下に置かれたアセット・マネージャーによって行われるとされているが、具体的な役割については現時点では明らかにされていない。

## 2. 不良証券化商品買取プログラム

一方、不良証券化商品買取プログラムは、①ターム物 ABS 担保貸付ファシリティ（the Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF）の規模の拡大と、②不良証券化商品投資ファンド（Legacy Securities Investment Funds）の創設という二つから構成されている。

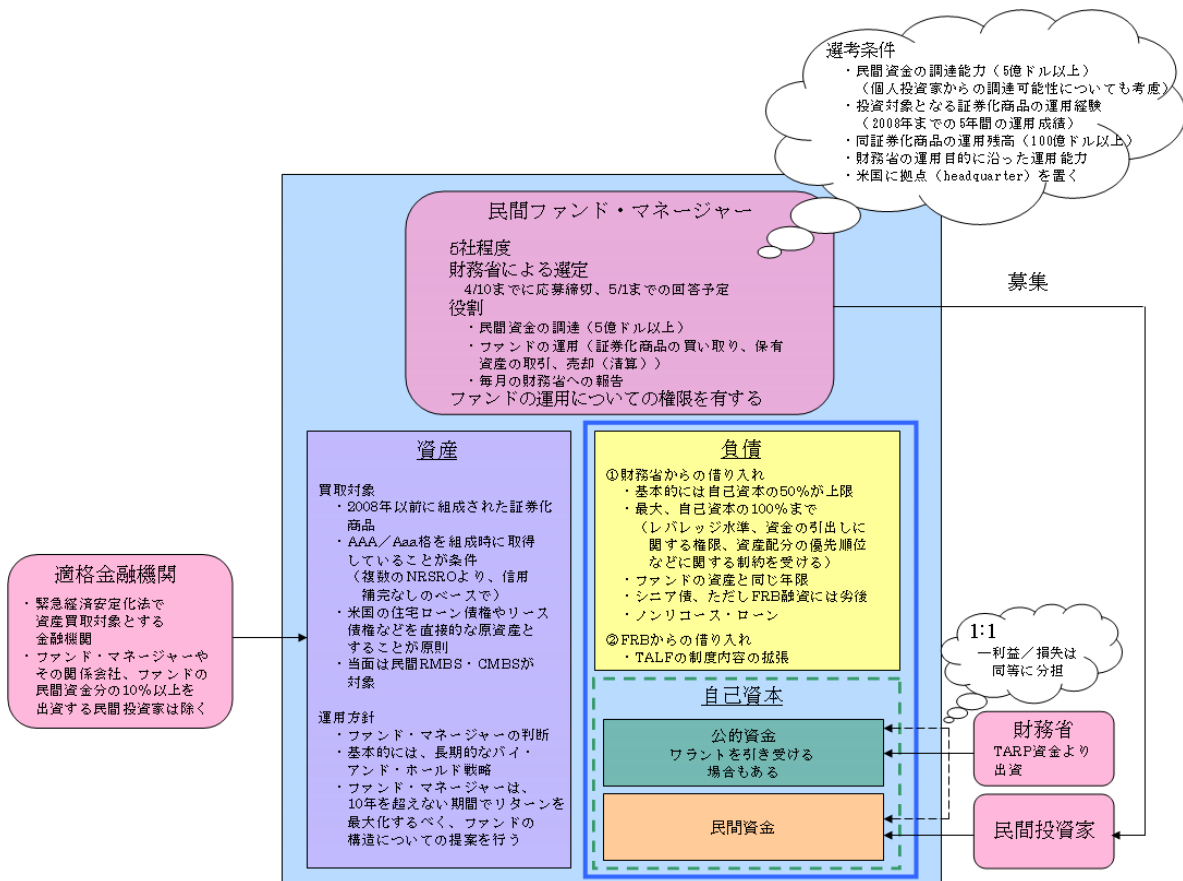
①の TALF は、2009 年 3 月 3 日に財務省と連邦準備制度理事会（the Federal Reserve Board, FRB）が導入したファシリティであり、適格資産とされる資産担保証券（Asset-Backed Securities, ABS）を担保に、FRB から 3 年物のノンリコース・ローンの提供を受けられるという政策プログラムである。導入当初、適格資産として認められる ABS は、自動車ローンや学生ローン、クレジットカード・ローンなどの債権を原資産とする、基本的には 2009 年以降に組成されたもので、複数の大手格付機関（NRSRO）から最上位の長期

<sup>3</sup> ただし、財務省の判断に基づいて、ファンドへの公的資金の出資比率は引き下げられる場合がある。

ないし短期格付けを得ているものとされていた。それが今回、TALF のファシリティーの規模が拡大されることとなり、適格資産として新たにノン・エージェンシーRMBS や CMBS などが含まれることとなった<sup>4</sup>。また、TALF を通じた融資額も、現状では最大 2,000 億ドルとされているが、これを 1 兆ドルまで引き上げる用意があることが改めて示された。

一方、②の不良証券化商品投資ファンドの創設は、不良ローン債権買取プログラムと同じく、今回新たに導入された、金融機関から証券化商品を買取り取る政策プログラムである（図表 2）。ただし、同プログラムを通じて買い取りを受けることができる金融機関の範囲は、より幅広く設定されており、緊急経済安定化法（the Emergency Economic Stabilization Act of 2008）で資産買取の対象となる金融機関とされている。ただし、後述する同ファンドのアセット・マネージャーやその関連会社、あるいは同ファンドの民間出資分の 10%以上を拠出する金融機関は、買取対象には含まれない<sup>5</sup>。

図表 2 不良証券化商品投資ファンドの概要



（出所）野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> ただし、本稿執筆時点では決定事項とはされていない。

<sup>5</sup> 逆に、不良ローン債権買取プログラムにおいてはこうした制約は設けられていない。それゆえ、不良資産を同プログラムで売却する銀行自身が、出資者として参加することも、現時点で明らかにされている情報に照らす限りでは可能と考えられる。

不良証券化商品投資ファンドの買取資産の対象は、2008年以前に、複数のNRSROよりAAA/Aaa格を得て組成されたエージェンシーRMBS・CMBSとされている。ただし、米国の住宅ローン債権ないしリース債権などが直接的な原債権とされていることも条件とされており、それゆえ海外の証券化商品やCDOなどは原則として対象とされない<sup>6</sup>。

これらの証券化商品の買い取りは、民間投資家と財務省からの各々同額の出資と、ファンドの資産を担保とした財務省からの借入れ、およびTALFなどを通じてFRBからの融資を原資として行われる。このうち、財務省からの借入額は、基本的には自己資本の半額が上限とされているが、財務省側が同意すれば自己資本と同額まで引き上げることも可能である。つまり、民間投資家の立場からすれば、財務省からの調達分だけでも、自らの出資分の最大4倍の証券化商品を、ファンドを通じて買い取ることができるということになる。これにTALFを通じた借入れ分を加えれば、その規模はさらに大きくなる。なお、財務省からの借入額を自己資本と同水準にまで引き上げる場合は、ファンドのレバレッジ水準や資金の引き出しに関する権限、ファンドの資産配分の優先順位などに関して、より厳しい制約を受けることとされている。借入れは、ノンリコース・ローンの形で提供され、年限はファンドの資産と同じ長さに設定される。

不良証券化商品投資ファンドは、民間から5社程度採用されたファンド・マネージャーによって運営される。ファンド・マネージャーの選定においては、①ファンドに対して最低5億ドル以上の民間資金を調達すること、②投資対象となる証券化商品を運用してきた経験があること（2008年までの5年間の運用実績の提示）、③同証券化商品の運用残高が100億ドル以上あること、④財務省の意図に沿った運用を行う能力を有していること、⑤米国に拠点（headquarter）を置いていることなどが条件とされている<sup>7</sup>。なお、①に関して、不良証券化商品投資ファンドの場合、出資者について特段の条件・範囲は示されていないが、特に個人投資家からの資金を調達することができるかについては別途、考慮するとされている。このことから、不良証券化商品投資ファンドにおいてファンド・マネージャー自らが一定の民間資金を引き付けることが条件とされている背景の一つには、民間運用会社などを活用して、個人投資家層をも含めて幅広い投資家層から資金を調達したいという財務省の思惑があるものと推察される。

ファンド・マネージャーは、証券化商品の買い取り、保有資産の売買取引、清算について、判断を下す権限を有している。ただし、保有資産の運用戦略は、基本的には長期的な持ち切り（バイ・アンド・ホールド）戦略を採ることとされており、あまり頻繁な保有資産の売買を行うことは認められないものと考えられる。

<sup>6</sup> ただし、財務省が認める場合に限り、スワップ・ポジションが原債権に含まれている証券化商品が買い取られる場合もあるとされている。

<sup>7</sup> 2009年4月6日に、財務省が追加的に発表した情報によれば、これらの諸条件は、あくまで包括的に示されたものであり、仮にそのうちの一つを満たしていなかったとしても、それだけでファンド・マネージャーに応募できないというわけではないとされている。

### Ⅲ 今後の展望：官民投資プログラムに事業機会を見出す運用会社

#### 1. 官民投資プログラムに対する評価

3月に明らかにされた官民投資プログラムの内容に対する評価は分かれている。

一方では、民間投資家が不良資産への投資に際して活用できる公的資金の規模が予想より大きいとして、これによって不良資産の買い取り需要が高まるとともに、投資家から示される買取価格がその分高くなることが期待されるゆえ、銀行なども資産の売却に応じやすくなり、銀行の不良資産処理が進むとの見方がある<sup>8</sup>。また、米国証券業協会（Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA）のティム・ライアン CEO も、官民投資プログラムの内容に対して、不良資産問題の解決に向けた取り組みとして高い評価を与えている<sup>9</sup>。

しかし、他方で以下のような課題も指摘されている。

- ① 金融機関の側が売却したい資産と、民間投資家が投資したい資産が必ずしも一致するとは限らない<sup>10</sup>。
- ② 金融機関の側にとっては、保有資産の売却によって資産の評価損が確定してしまう。特にローン債権について十分な評価損を計上していない場合、プログラムを通じて買い取りを受けることで多額の損失が発生する可能性がある<sup>11</sup>。
- ③ 一方、民間投資家にとっては、今回の官民投資プログラムの内容は極めて有利なものである。プログラムを通じて買い取られた資産の最終的な清算価格が、ファンドによる買取価格を上回る場合、投資家は利益を得られる。他方、前者が後者を下回る場合、投資家は資産買取額に比してわずかな出資分のみの損失を負担すればよい<sup>12</sup>。
- ④ このことは、政府の側からすると、負担が過大となる恐れがあることを意味する。官民投資プログラムを通じて、政府は公的資金を出資するだけでなく、不良証券化商品投資ファンドに対して貸し付けも行う。加えて、不良ローン債権買取プログラムにおいては FDIC が、ファンドの負債に対して保証を与えており、そこでも損失が発生す

<sup>8</sup> バークレイズ・キャピタルの Glenn Boyd 氏は、オルト A の住宅ローン債権の場合、額面価格 1 ドルあたり、時価評価額約 43 セントに対して、官民投資プログラムを通じて買い取りが行われる場合には 70 セント以上の価格が付くと試算している。Al Yoon, "Politics, profits key to US toxic asset clean-up," *Reuters News*, 03/25/2009 参照。

<sup>9</sup> <http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=10682> 参照。

<sup>10</sup> Andrew Ross Sorkin etc., "U.S. Rounding Up Investors to Buy Bad Asset," *The New York Times*, 03/23/2009 参照。

<sup>11</sup> David Wessel, "Geithner's Plan Carries a New Set of Risks," *The Wall Street Journal*, 03/26/2008 など参照。なお、このことは、逆に言えば、すでに保有資産について十分な評価損を計上している金融機関にとっては、買い取りを受けることで利益を得る可能性があるということである。例えば JP モルガン・チェースやウェルズ・ファーゴのように、一連の金融危機の中で他の金融機関を買収した金融機関では、その可能性が比較的高いと指摘もある。Peter Lattman, Jenny Strasburg and Deborah Solomon, "Toxic-Asset Plan Sends Stocks Soaring," *The Wall Street Journal*, 03/24/2009、Dan Wilchins, "U.S. toxic asset plan seen helping big banks," *Reuters News*, 03/26/2009 参照。

<sup>12</sup> Paul Krugman, "Financial Policy Despair," *The New York Times*, 03/23/2009 参照。なお、ホワイトハウスの経済諮問委員会のローマー委員長は、不良資産の買取資金のうち、民間投資家の出資分は 8%程度と予想している。David Lawder and Glenn Somerville, "U.S. offers financing to woo buyers of toxic assets," *Reuters News*, 03/23/2009 参照。

る可能性がある。それゆえ、潜在的に発生しうる損失額は、750~1,000 億ドルとされる財務省の拠出額を大きく上回りうる<sup>13</sup>。

- ⑤ AIG 経営陣の報酬問題に対する世論の動向を踏まえると、政策プログラムを通じて利益を上げた場合、国民から批判を受けるかもしれないとの懸念から、③のようなメリットを放棄してでも、投資家がプログラムへの参加を見送る可能性がある<sup>14</sup>。

こうした指摘に対しては、例えば、①については、官民投資プログラムにおける入札の過程を通して価格調整メカニズムが機能すれば、金融機関と投資家間の評価の差をある程度、埋めることは可能であろう。また、②については、金融安定化計画に基づいて現在、総資産の規模が 1,000 億ドル超の銀行に対し、将来の予想をも織り込んだ（forward-looking）資産査定が進められているところである。計画通り、金融当局による資産査定が厳格に行われ、必要に応じて自己資本の調達が要請されるとすれば、金融機関が官民投資プログラムを通じた資産売却を敬遠するインセンティブも一定程度、解消されるものと思われる。

とはいえ、①や②を含めて、これら 5 つの指摘はいずれも、官民投資プログラムが潜在的に抱える課題として十分に踏まえておくべき点であると考えられる。そして今後、官民投資プログラムの詳細な制度内容がさらに詰められる過程で、こうした批判に対応する措置が採られたり、あるいは一部修正されることも、可能性としてありえよう。

## 2. 官民投資プログラムへの参加を早々に表明した運用会社

ただし、流通市場が依然として金融危機以前の通常の状態までには回復しておらず、それゆえ資産の公正価格を算定することが困難な中では、不良資産の処理に向けた取り組みを進めることはそもそも難しい問題である。このことを踏まえれば、いくつかの課題を抱えているとしても、政府が問題解決に具体的に踏み出しつつあるということそれ自体は、一定の評価が与えられるべきであろう。今後は、実際にプログラムが実施・運営される段階に入った際に、資産を売りに出す金融機関や、買いに入る投資家が十分に現れるかが大きな注目点となるものと思われる。スケジュールでは、4 月 24 日が不良証券化商品投資ファンドのファンド・マネージャーへの募集締め切りとされており、5 月 15 日までに財務省から選定結果が発表される予定である<sup>15</sup>。

この点に関して、いち早く投資家の側から官民投資プログラムに参加することを希望する旨を表明したのが、大手債券ファンド運用会社のピムコとブラックロックである<sup>16</sup>。両社は、不良証券化商品投資ファンドにおけるファンド・マネージャーに応募し、クローズ

<sup>13</sup> Felix Salmon, "How to Conjure Up \$500 Billion," *The New York Times*, 03/27/2009 参照。

<sup>14</sup> "Wall Street backlash could spread with US bank plan," *Reuters News*, 03/26/2009 参照。

<sup>15</sup> 2009 年 3 月 23 日の発表時点では、ファンド・マネージャーへの募集締め切りは 4 月 10 日、財務省からの発表は 5 月 1 日までに行うことと、それぞれされていたが、4 月 6 日に延長された。

<sup>16</sup> 以下の記述については、主に次の資料を参照。Jennifer Ablan, "PIMCO to participate in US toxic asset plan," *Reuters News*, 03/23/2009、Tom Petrino, "Pimco, BlackRock may create mutual funds for bank assets," *Los Angeles Times*, 03/23/2009、Diya Gullapalli, "Fund Firms Look to Offer a Toxic Taste," *The Wall Street Journal*, 03/27/2009。



ド・エンド型ファンドを組成することを計画している。ここで、オープン・エンド型ではなく、持分の追加設定や解約ができないクローズド・エンド型が採られる予定とされているのは、ポートフォリオに組み入れられる資産の流動性は一般的にきわめて低く、流通市場で売却しようとする際には大きなコストが発生するものと予想されることから、途中でファンドの解約が相次ぐような事態を避けたいという狙いがあるものと考えられる。

ブラックロックは、すでに 2009 年 1 月にディストレス資産で運用するファンドを組成しており (BlackRock Fixed Income Value Opportunities Fund)、今回のファンドも、これと同じくクローズド・エンド型を採る予定としている。ただし、投資家のリスク許容度に応じて、レバレッジをやや抑えた個人投資家向けのファンドと、より高いリターンを追求する機関投資家向けのファンドを別々に設定する方針も、併せて示している。

また、ピムコの共同投資責任者であるビル・グロス氏は、今回公表された官民投資プログラムの内容を、金融機関、民間投資家、政府という 3 主体全てが利益を得る政策 ("the first win/win/win policy") と評価するとともに、同プログラムへの参加を通じて、二桁パーセントのリターンを獲得できるとの見通しを明らかにしている。ピムコは、不良証券化商品投資ファンドにおけるファンド・マネージャーとしての参加のほか、自ら官民投資プログラムに資金を出資し、不良資産の買い手として参加することも検討している模様である。

その他、レグ・メイソン (Legg Mason Inc.) も、両社に続いてプログラムへの参加希望を明らかにした<sup>17</sup>。

### 3. 今後の展望

米国の金融機関が抱える不良資産の処理の過程においては、すでに述べたとおり、政策レベルでの対応が引き続き求められるとともに、資金の拠出者としてリスクを取る投資家が現れることが不可欠である。その観点からすれば、今後、ピムコやブラックロック、レグ・メイソンなどが組成する不良資産をポートフォリオに組み入れたファンドが、十分な投資家の資金を引き付けることができるかという点は、一つのポイントとなろう。

これに関連して、米国投資信託市場における直近の動向は注目に値する。同市場では、2008 年 9 月のリーマン・ショックを受けて、ほぼ全ての株式・債券ファンドから資金が純流出し、MMF などに流れる傾向が数ヶ月続いた。しかし、そうした状況下において、同年 12 月にいち早く資金が純流入に転じたのがハイ・イールド債ファンドだったのである。このことは、市場がやや落ち着きを取り戻したことを受けて、リスクを多少取ってでも、より高いリターンの獲得を図ろうとする投資家が、一部とはいえ存在することを示す

<sup>17</sup> ヘッジファンドの中にも不良証券化商品投資ファンドのファンド・マネージャーに関心を示すところがあるが、運用する資産の規模が、自らの運用能力に比して大きくなりすぎるといった理由から、応募に慎重な姿勢を採るファンドが多い模様である。Svea Herbst-Bayliss, "Obama plan resonates with hedge funds," *Reuters News*, 03/24/2009 参照。

ものと思われる<sup>18</sup>。今後の金融市場の動向については、依然として不透明な状況が続いているが、その中でも果敢にリスクを取るこうした資金が、ピムコなどが組成するファンドなどを通じて官民投資プログラムに流れることとなれば、結果として不良資産問題の処理の進展につながり、金融危機の克服への一助となりうるものと考えられる。

---

<sup>18</sup> 詳しくは、三宅裕樹「2008年米国投資信託市場の回顧—株式ファンド・債券ファンドへの資金回帰の可能性—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。