

運用開始を見据えた不良証券化商品買取プログラムの進展

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2009年7月8日、金融機関の不良資産問題への対策として打ち出された官民投資プログラム（PPIP）のうち、不良証券化商品買取プログラムに関して、運用開始を見据えた具体的な決定事項が発表された。
2. 内容は、大きく二つのポイントから成る。第一のポイントは、証券化商品の買取ファンドの運用マネージャーとして、ブラックロックなど大手のほか、中堅の運用会社も含め、9社が選定されたことである。この中に、米国債券運用会社大手のピムコが含まれていなかった点は、市場の注目を集めた。
3. 第二のポイントは、買取プログラムの規模についての発表である。米国政府は、買取ファンドへの出資と融資を通じて、プログラムに対して最大300億ドルを提供するとの方針を示した。これに、民間投資家のファンドへの出資分を合計すると400億ドル以上の買取規模になると考えられる。
4. 一方、PPIPのもう一つの柱である不良ローン債権買取プログラムについては、2009年6月に連邦預金保険公社（FDIC）から、まずは破綻した銀行からの資産買い取りを進める際に活用するべく、同年夏を目処に試験運用を行うとの方針が示されていた。今回の発表でも、この点が確認されている。
5. 今後の注目点としては、2009年8月以降、実際に不良証券化商品買取プログラムの運用が開始された際に、どの程度の証券化商品が売りに出されるのか、また運用マネージャーがどれほどの民間資金を集めることができるのか、という点が挙げられる。

I. 不良証券化商品買取プログラムの運用開始に向けた内容の具体化

2009年7月8日、米国財務省のガイドナー財務長官は、金融機関が抱える不良資産(legacy assets)の買い取りを、政府資金と民間資金の両方を活用して進める政策プログラムである官民投資プログラム(Public-Private Investment Program, PPIP)のうち、不良証券化商品を買取対象とした不良証券化商品買取プログラム(The Legacy Securities Program)に関して、

運用マネージャーの選定など具体的な決定事項を発表した¹。これにより、2009年3月に制度の枠組みが示されてから約4ヶ月を経て、ようやくプログラムの運用の開始に向けて動き出すこととなる²。

1. 運用マネージャー9社の決定

1) 選定結果の内容

今回の発表では、①金融機関から証券化商品の買い取りを行うファンドの運用マネージャーの選定結果と、②今後の日程やプログラムの規模など、運用開始を見据えたプログラムのより詳細な部分の決定事項が示された。

まず、運用マネージャーについては、2009年3月の時点では5社程度の選定が予定されていたが、実際には9社が名前を挙げられた。その顔ぶれをみると、ブラックロック (BlackRock) やアライアンス・バーンスタイン (AllianceBernstein) といった大手運用会社だけでなく、中堅運用会社も数社、含まれている (図表1)。

参加形態は必ずしも一様ではなく、例えばレグ・メイソン (Legg Mason) は、債券運用に注力する傘下のウェスタン・アセットマネジメント (Western Asset Management) を通じて、RLJカンパニーズ (RLJ Companies) と共同会社を作る形を採っている³。これと同様に、商業用不動産への投資を専門とする中堅運用会社のGEキャピタル・リアル・エステイト (GE Capital Real Estate) は、運用資産の規模が140億ドル (2008年末時点) と同じく中堅のアンジェロ・ゴードン (Angelo, Gordon & Co.) と共に買取ファンドの運用にあたるとして、連名で運用マネージャーに選定されている。また、アライアンス・バーンスタインも、資産のリスク分析や評価額の査定に際して支援を得るべく、不動産市場投資において専門性を有する投資会社2社をサブアドバイザーとしている⁴。

今回の発表内容の中で最も注目されたのは、運用マネージャーの選定結果に米国債券運用会社大手のピムコ (Pacific Investment Management Co., PIMCO) の名前が含まれていなかった点であろう。ピムコは、2009年3月にPPIPの骨格が発表された直後から、その内容を、政府と金融機関、そしてプログラムに投資を行う民間投資家の3主体がそれぞれ利益を得ることができるものだ ("win-win-win") と高く評価していたと同時に、レグ・メイソンやブラックロックなどととも不良証券化商品買取プログラムの運用マネージャーに応募する意欲を示していた。にもかかわらず、運用マネージャーの選定の途中段階であった

¹ <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg200.htm> 参照。なお、同発表は、連邦準備制度理事会のバーナンキ議長、および連邦預金保険公社のペアー総裁との共同声明の形で公表されている。

² 2009年3月に米国財務省より示された官民投資プログラムの基本的な枠組みについて詳しくは、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―」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。

³ RLJカンパニーとは、アフリカ系アメリカ人の資産家であるロバート・ジョンソン氏が創設した企業で、資産運用サービスや不動産・ホテル事業などへの投資のほか、NBAチームやテレビ・映画事業の運営も行っている。

⁴ アライアンス・バーンスタインのプレスリリース参照。なお、同社は、幅広い投資家から資金を調達することなどを目的として Altura Capital Group とも戦略的な提携関係を結ぶことで合意している。

図表 1 不良証券化商品買取ファンドの運用マネージャー

運用会社	運用資産残高		備考
		うち米国	
ブラックロック	13,072億ドル (4位)	9,234億ドル (4位)	
アライアンス・バーンスタイン	4,620億ドル (18位)	2,830億ドル (20位)	グリーンフィールド・パートナーズとリアル ト・キャピタル・マネジメントをサブアドバ イザーとする。
ウェリントン・マネジメント	4,196億ドル (20位)	3,319億ドル (18位)	
インヴェスコ	3,572億ドル (27位)	2,326億ドル (27位)	
TCWグループ	1,032億ドル (64位)	642億ドル (61位)	
アンジェロ・ゴードン GEキャピタル・リアル・エステイト	990億ドル (—)	503億ドル (—)	アンジェロ・ゴードン (オルタナティブ投 資) と、GEキャピタル (商業用不動産投資) とが共同で運用にあたる。
オークツリー・キャピタル・マネジメント	493億ドル (92位)	360億ドル (84位)	
マラソン・アセットマネジメント	296億ドル (128位)	155億ドル (144位)	
RLJウェスタン・アセットマネジメント	—	—	レグメイソン傘下のウェスタン・アセット マネジメントと、RLJカンパニーズの、PPIP 参加を目的に創設した共同出資会社。RLJが 51%、ウェスタンが49%の持分を有する。

(注) 運用資産残高は 2008 年末時点。取得できた情報に限り掲載している。

(出所) *Pensions & Investments* 資料などより、野村資本市場研究所作成

2009年6月初めに、ピムコ自身が応募を取り下げていることが、今回の財務省の発表直後に明らかにされた⁵。

その理由について、ピムコ側からは、プログラムの設計、および執行段階に不確実な部分があったためという言及以外、より詳しい説明はなされていない。これに関して、市場では、同社が2007年10月より運用を開始した、市場価値が大幅に下落したディストレス (distressed) 債券である MBS (Mortgage Backed Securities、不動産担保証券) を投資対象としていた私募のファンドであるピムコ・ディストレス・モーゲージ・ファンド (Pimco Distressed Mortgage Fund LP) のパフォーマンスが低迷していることが背景にあるのではないかと、との説明がある。すなわち、同ファンドは、2008年一年間の運用成績がマイナス25%、運用開始以来ではマイナス33%となっている模様である。これによって、同社のディストレス債券の運用能力に対する機関投資家からの信頼が弱まれば、仮にピムコが不良証券化商品買取ファンドの運用マネージャーとして選定されたとしても、同社の運用する買取ファンドに十分な資金が集まらない可能性がある。こうした事態への懸念が、ピムコの今回の判断の背景にはあるのではないかと指摘もあるが、真偽の程は定かではない⁶。

また、今回のピムコの決定を受けて、プログラムの制度内容の複雑さや、期待リターン水準に改めて機関投資家の注目が集まるかもしれないといった指摘も、一部にはある⁷。

⁵ Sree Vidya Bhaktavatsalam, "Pimco Says It Pulled PPIP Manager Application in June," *Bloomberg*, 07/08/2009 参照。

⁶ Tom Petrino, "Pimco leaves Wall St. asking why it nixed toxic-asset plan," *Los Angeles Times*, 07/08/2009 参照。

⁷ Sree Vidya Bhaktavatsalam, "U.S. Treasury Opens Toxic-Debt Program Without Pimco," *Bloomberg*, 07/09/2009 参照。

2) 運用マネージャーの選定が遅れた背景 —利害相反問題への関心—

当初、米国財務省は、2009年5月には不良証券化商品買取プログラムの運用マネージャーの選定結果を発表するとしていたが、実際にはそれから約2ヶ月遅れることとなった。その大きな要因としては、運用マネージャーには証券化商品の買い取りを通じて高いリターンを実現することが求められる一方で、プログラムに提供される公的資金をいかにして損失から守るか、あるいは不良資産問題の処理を進めるという本来の目的を超えて、証券化商品を売却する金融機関、あるいは運用マネージャーなどの利益に供するために公的資金が使われるという事態をどのようにして回避するか、という利害相反問題の観点からの運用会社の選定に、特に時間を要したことがあるものと考えられる。

実際、今回の財務省プレスリリースに添付して、「利害相反問題に関する基準とガイドラインの要約 (Summary of Conflicts of Interest Rules and Ethical Guidelines)」が公表された⁸。そこでは、①買取ファンドは、同ファンドを運用する運用マネージャーの関連会社 (affiliate) や他のファンド、民間投資家の出資分合計の10%以上を拠出する投資家から証券化商品を買取ったり、売却することはできないとの制限や、②運用マネージャーによる1940年投資顧問業法 (the Investment Advisers Act of 1940) の遵守、③財務省への報告、④運用マネージャーのコンプライアンス体制の整備、などが規定されている。こうした規定を遵守する能力があるかという観点より、応募件数が100社以上に達した運用マネージャーの選定が行われたことが、結果として予定以上の時間を要することにつながったものと思われる。

2. 不良証券化商品買取プログラムの規模の決定

運用マネージャーの選定の他にも、今回、買取ファンドの運用を2009年8月5日以降、可能な限り速やかに開始することとともに、不良証券化商品買取プログラムの規模についての方針が示された。

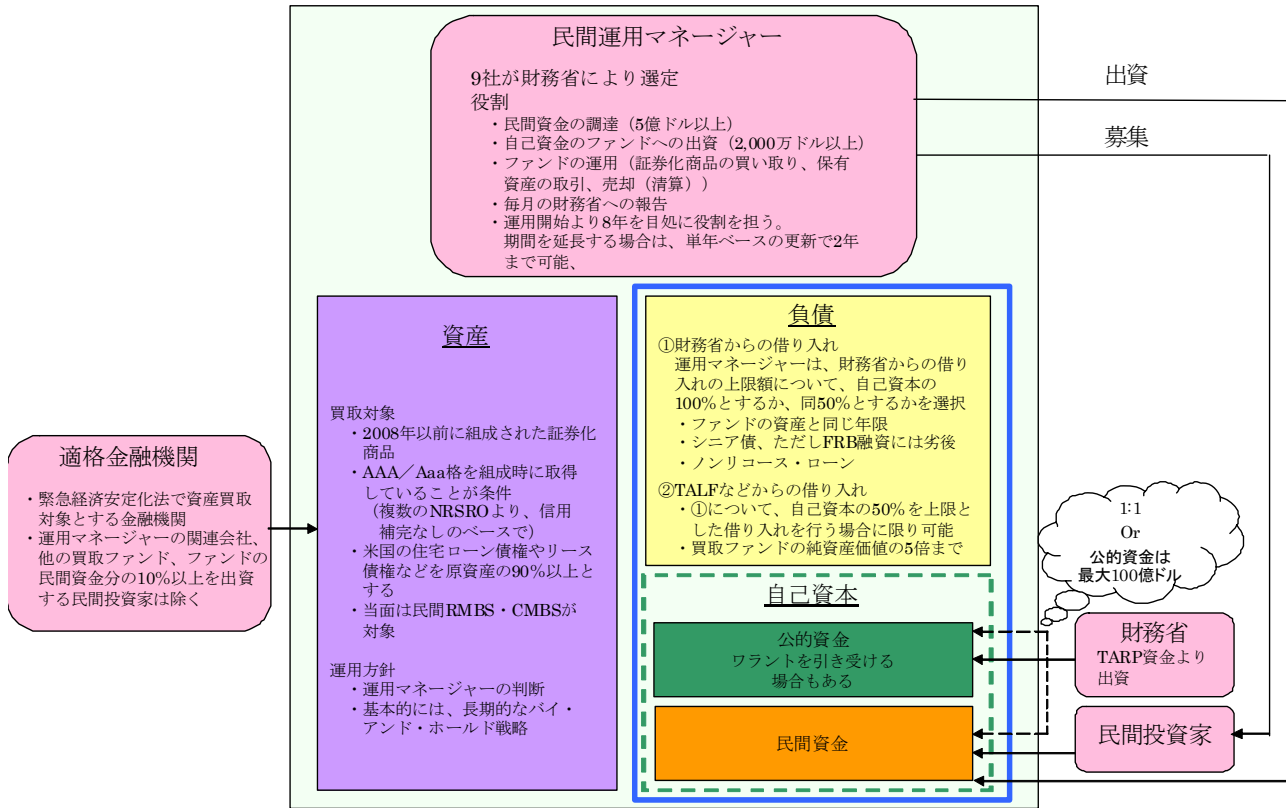
開始に際して、今回選定された運用マネージャー9社は、民間投資家の資金を5億ドル以上、12週間以内に調達してることが求められている (図表2)。ここでの「民間投資家」には、米国の個人投資家や機関投資家のほか、海外投資家も含まれる。海外投資家が買取ファンドに出資を行う際も、米国人投資家と同等の条件で参加することができる。

さらに、運用マネージャーは、自己資金を最低2,000万ドル、運用するファンドに出資しなくてはならないとされるとともに、ファンド・マネージャーなど運用会社の従業員が運用ファンドに投資することも許容されている。これは、運用マネージャーに高いパフォーマンスをあげるインセンティブをもたせることを図って、今回の発表で新たに打ち出されたものである。

なお、運用マネージャーを含め、民間投資家1主体が1買取ファンドの民間出資分の10%以上を保有することはできない。

⁸ http://www.financialstability.gov/docs/PPIP_Conflict-of-Interest-Rules.pdf.

図表2 不良証券化商品買取プログラムの概要



(出所) 米国財務省資料より、野村資本市場研究所作成

運用マネージャーは、こうした形で自身を含む民間投資家から資金を調達した上で、政府より出資、および融資という形で公的資金を受け取ることができる。今回の発表では、合計で公的資金の買取ファンドへの提供額の上限が 300 億ドルとされる方針が示された。

まず、公的資金の出資については、買取ファンドの運用マネージャーは、調達した民間資金と同額を、あらかじめ定められた上限 (後述) の範囲内で受け取ることができる。

また、運用マネージャーは、民間資金と政府資金を合計した買取ファンドの自己資本の最大 100%、あるいは最大 50%のノンリコース・ローンを借り入れることができる。最大 100%が選択された場合、当該買取ファンドは、その他の経路で借入れを行うことはできない。他方、最大 50%が選択された場合は、連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board, FRB) が運営する ABS (Asset-Backed Securities、資産担保証券) を担保とするノンリコース・ローンの提供プログラムであるターム物 ABS 担保貸付ファシリティ (the Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF) を通じて、あるいは財務省が認める資金提供者から、買取ファンドの純資産価値 (総資産の時価評価額から負債額の合計を差し引いた価値) の最大 5 倍の資金を借り入れられる⁹。

⁹ TALFについては、2009年5月19日に2008年以前に発行されたCMBSも、2009年7月より適格担保に含めるとの方針変更が行われた。ただし、6月の入札では、CMBSを担保としたローン提供を求める応募はなかった。

なお、財務省は、TALF と不良証券化商品買取プログラムの適格資産の範囲の違いや、償還年限の差異（TALF は 3 年ないし 5 年、買取プログラムは最大 10 年）などから、多くの運用マネージャーは最大 100% の借入れを選択するとみている¹⁰。

この前提に沿って、全ての買取ファンドが最大 100% の融資を選択した場合の買取ファンドの規模をプログラム全体のレベルで考えると、政府資金のプログラムへの資金提供額 300 億ドルのうち、100 億ドルは出資形態で、また 200 億ドルは融資形態で受け取ることとなる。これに運用マネージャーによる民間資金の調達額を加えると、買取ファンド全体での不良証券化商品の買取規模は 400 億ドル以上となる¹¹。ただし、民間資金が 100 億ドル以上集まったとしても、政府が 100 億ドルを超える追加出資を行うことはない。また、逆に、民間資金の調達額が 100 億ドルを下回る場合には、公的資金の出資額もそれに連動して引き下げられる。

これを個々の運用マネージャーのレベルでみると、買取ファンド一つにつき、公的資金の受取額の上限額は均等に割り当てられることとされている。先述の計算から、プログラム全体での公的資金の出資額は 100 億ドルであることから、個々のファンドへの出資の上限額は 11.1 億ドルとなる（100 億ドル ÷ 9 ファンド）。それゆえ、各運用マネージャーは、公的資金を最大限に受け取ろうとすれば、11.1 億ドル以上の民間資金を調達してこなければならない。これに関して、ブラックロックは、この水準を上回る 35 億ドル規模の民間資金を、個人投資家や機関投資家から調達する予定としている。その一方で、中堅運用会社のマラソン・アセットマネジメント（Marathon Asset Management）は、11 億ドルの資金を、主に機関投資家から調達することを目指すとしている¹²。

PPIP の運用規模については、2009 年 3 月のプログラムの発表段階では、PPIP 全体に対する米国財務省の拠出額を 750 億～1,000 億ドル程度、民間投資家などからの資金を併せた不良資産の買取規模は 5,000 億～1 兆ドル規模とするの方針が打ち出されていたにとどまっており、不良ローン債権買取プログラム（The Legacy Loans Program）、および不良証券化商品買取プログラムそれぞれの規模については明確にされてこなかった。今回の発表では、引き続き PPIP 全体の規模についての方針は維持されつつ、不良証券化商品買取プログラムについて、政府資金の提供規模は最大 300 億ドル、買取規模は 400 億ドル以上という、以上のような米国政府の数値目標が示されることとなった¹³。

¹⁰ Rebecca Christie, “Treasury Taps Nine Managers for Toxic-Debt Program,” *Bloomberg*, 07/08/2009 参照。

¹¹ 民間投資家の出資分を基準して、政府資金の出資分はそれと同額となると仮定すると、民間出資分と政府資金の合計、すなわち民間出資分の最大 2 倍を政府から借り入れることとなる。結果、買取ファンドへの政府の資金提供は、民間投資家の出資分の最大 3 倍となる。それゆえ、民間投資家の出資分は 100 億ドル（300 億ドル ÷ 3）となり、これをもとに逆算すると、本文中のような値が求められることとなる。

¹² 注 7 参照資料。

¹³ PPIP 全体の規模と、今回明らかにされた不良証券化商品買取プログラムの規模を比べて規模が縮小されたとの報道が見受けられるが、こうした点を踏まえれば必ずしも正確な指摘とはいえない点には留意すべきであろう。

Ⅱ. 不良ローン債権買取プログラムの状況

不良証券化商品買取プログラムが、以上のような形で運用の開始が決定された一方で、銀行が抱えるローン債権の買い取りを行う不良ローン債権買取プログラムについては、買取ファンドの負債に債務保証を提供するとともに、買取ファンドの監督を行う連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC）が、引き続き同プログラムの運用開始に向けた取り組みを進めるとの方針が改めて示された。

不良ローン債権買取プログラムは、不良証券化商品買取プログラムと併せて、2009年3月にその創設が発表されたものの、同年6月に、FDICから試験運用を見合わせる旨が表明されていた¹⁴。その際、FDICのベアー総裁は、銀行が自力で資本調達を行うことができるようになってきているという資本市場の状況の変化に鑑みると、PPIPの運用に関して評価・検討を行う時間が追加的に必要であるとの認識を示していた。

ただし、その一方でFDICは、同じく2009年6月の時点で、不良ローン債権買取プログラムを、破綻した銀行からの資産買い取りを進める際に活用するとして、2009年夏にも試験的に実施する計画を表明した。今回の発表でも、このことに改めて言及がなされるとともに、FDICは、さらに破綻していない銀行も同プログラムを活用できるように作業を進めていくとの意向を明らかにした。

Ⅲ. 今後の注目点

今後の最大の注目点は、2009年8月以降、実際に不良証券化商品買取プログラムの運用が開始された場合に、果たしてどの程度の証券化商品が売りに出されるのか、また買取ファンドがどの程度の民間資金を引き付けることができるのか、という点となる。

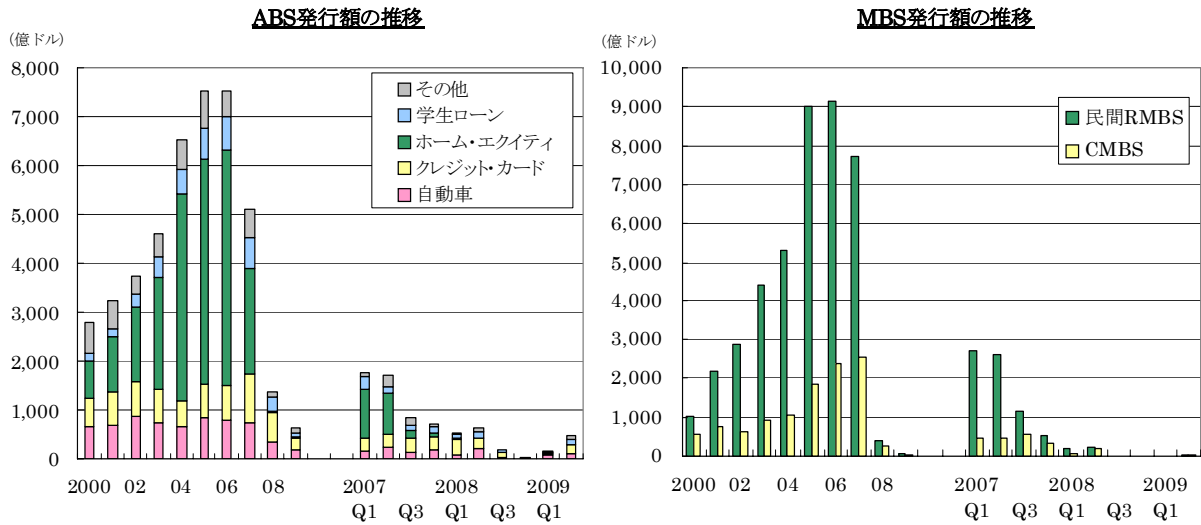
買取ファンドの運用マネージャーの選定がもたつく間に、金融機関を取り巻く環境は変わった。資本市場においては、株価動向にもみられるよう、2008年9月のリーマン・ショック以降の混乱状況が次第に落ち着きを取り戻しつつある。2009年第1四半期決算では、前四半期に赤字に転落したゴールドマン・サックス（Goldman Sachs）やモルガン・スタンレー（Morgan Stanley）、バンク・オブ・アメリカ（Bank of America）、ウェルズ・ファーゴ（Wells Fargo）などが黒字を回復した。また、決算発表直後の2009年5月に政府が示した大手金融機関19社に対するストレステストの結果では、資本不足が指摘されたのは10社にとどまり、不足額の合計も746億ドルと、事前の予想を下回る水準にとどまった¹⁵。こうしたことを踏まえて、大手金融機関においては、指摘された資本不足を補うための民間投資家からの資金調達や、あるいは公的資金の返済といった動きが進んでいる。

このように金融機関を取り巻く環境が好転の兆しをみせつつあることから、金融機関の

¹⁴ <http://www.fdic.gov/news/news/press/2009/pr09084.html> 参照。

¹⁵ ストレステストの内容について詳しくは、関雄太「ストレステストの見方とバンク・オブ・アメリカ、GMAC」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年夏号（ウェブサイト版）参照。

図表3 米国証券化商品の発行額の推移



(注) 1. 民間RMBSの2007年の4四半期の発行額は、Inside Mortgage Finance資料を出所としており、SIFMA資料を用いた他の値と連続しない。また、2009年第2四半期の値は、4・5月の合計。
 2. ABS・民間RMBS・CMBSの2009年の値は、第2四半期までの値を合計したもの。
 (出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

側にはあえて PPIP を通じて保有資産を売却するインセンティブは薄れつつあるのではないかと、といった指摘もなされている¹⁶。PPIP に売却すれば、金融機関が負担する損失が確定してしまうため、特に不良ローン債権買取プログラムに対する批判につながっている。

こうしたことを踏まえれば、不良証券化商品買取プログラムは、仮に運用が始まったとしても、買い取りの対象となる証券化商品が十分に出ない可能性がある。

ただし、その一方で、金融危機の影響が完全に克服されたとは、少なくとも現時点ではまだ言い難く、経済動向の先行きは依然として不透明な状況にある。

例えば、今回の金融危機の発端となった米国住宅市場においては、引き続きローンの延滞率は上昇を続けており、直近 2009 年第 1 四半期には、プライム・ローンで 6.06%、ローン全体では 9.12% にまで達した¹⁷。また、商業用不動産市場での価格の下落にも歯止めがかかっておらず、加えてクレジット・カード債権などでの信用リスク懸念も新たに浮上しつつあり、金融機関が抱えるノンパフォーミング資産の残高は引き続き累増し続けている。

また、証券化商品市場においても、2008 年 9 月以降、ほぼ完全に発行が停止した状況からは改善が進んだとはいえ、2007 年以前の状況に比べれば発行額は引き続ききわめて低い状況にあることには変わりがない (図表 3)。

こうした状況を踏まえれば、今後、金融機関において再び財務悪化の懸念が生まれ、改

¹⁶ David Enrich, Liz Rappaport and Jenny Strasburg, "Wary Banks Hobble Toxic-Asset Plan," *The Wall Street Journal*, 06/29/2009、Lucian Bebchuk, "The Fall of the Toxic-Assets Plan," *The Wall Street Journal*, 07/09/2009 など参照。

¹⁷ Mortgage Bankers Association 資料参照。

めて米国金融機関が抱える不良資産のバランスシートからの切り離しが大きな政策課題となる可能性も引き続き残されているといえよう。今回、米国財務省が不良証券化商品プログラムの運用を開始する方針を打ち出し、また PPIP 全体の規模を維持した背景には、こうした状況に備えて、対策をあらかじめ用意しておこうとの意図があったものと考えられる。