

『GSE危機とそのインプリケーション ―ガバナンスの観点を踏まえて―』

小林正宏^{*1}

大類雄司^{*2}

要 約

住宅関連のGSEであるファニーメイとフレディマックはともに、ニューヨーク証券取引所等に上場されている民間企業でありながら、様々な特典があることから、両社の発行する債券について、市場関係者は「暗黙の政府保証」があると認識し、結果として低利の資金調達が可能となり、米国の住宅市場の約半分を占めるに至った。

両社のミッションは、アメリカの住宅市場に流動性を供給することを通じ、アメリカ国民の持家取得を支援することにある。その手段として、ポートフォリオ投資事業と、MBS信用保証事業を行っている。このうち、前者についてはかねてよりシステミックリスクが指摘されており、2003年に会計処理に問題が発覚し、内部統制の問題も露呈したため、2006年からポートフォリオ投資事業の規模に制限が課されることとなったが、サブプライム問題で低迷する住宅市場を下支えするため、順次緩和されてきた。

しかし、住宅市場の悪化は歯止めがかからず、2008年7月に両社の経営危機が報道され、株価が急落する中、米政府と連邦議会は両社への財務省緊急融資枠拡大と公的資金投入を可能とする法案を急遽策定し、7月30日に「2008年住宅経済復興法」が成立した。この法律に基づき、9月7日に両社は実質的に国有化されるに至った。公的管理下にある間は、両社を活用して住宅市場の回復を図りながら、回復後にバランスシートの規模を縮小に転じて、金融システムへのリスクを軽減する方向性が打ち出された。

GSEの経営危機問題には、今回の金融危機全体を通じて得られた教訓と共通する部分と、そうでない部分がある。今回の金融危機では、①金融機関のリスク管理の問題と②報酬体系の問題、③規制監督体制（及び規制の潜脱）、といった問題があげられる。①については、A）SIVに見られるような資産と負債の期間ミスマッチを利用した鞘取りが市場の流動性枯渇で持続不可能となったALM上の問題と、B）サブプライム関連商品に見られる証券化商品の価格急落というボラティリティーの問題、そしてC）そのような損失が発生する根源となった原資産である住宅ローンの損失拡大という信用リスクの問題に分類できる。また、②については、①で計測すべき長期的・潜在的なリスクも考慮した報酬体系となっておらず、短期的な利益の極大化を追求し勝ちであった点が指摘される。③は、リーマンやAIG等、非預金金融機関がFRB等の監督に服さなかった点が指摘される。

GSEにおいては、①A）は従来よりシステミックリスクの問題として指摘されていたが、今回の経営危機はALMの失敗によるものではない。預金がなく市場性資金に依存していたとは言え、資本市場へのアクセスがほぼ途絶した投資銀行とは状況を異にする。①

*1 住宅金融支援機構 住宅総合調査室 主任研究員

*2 みずほコーポレート銀行 産業調査部 次長

B) については、両社の損失にサブプライムやオルトAの証券化商品の評価損が一定に存在するが、更に重要なのは①C)と②であろう。GSEの損失の本質は①C)の信用損失がプライム層にまで幅広く拡大したことにあるが、②については、役員報酬が業績と連動するという純粋な民間金融機関と同じ報酬体系のため、2003年頃に発覚した不正会計問題でも利益操作が観測された。更に、中低所得者向けの住宅ローンを一定比率以上確保しながら、利益の極大化を図るという矛盾した価値を同時に実現しようとしたところに、サブプライムやオルトAへの投資拡大の動機も一定程度は寄与していると考えられる。一方、③については、GSEの監督体制が商業銀行よりも弱かった点も指摘されるが、問題の本質はむしろ、GSEという組織形態を維持して「Too big to fail」に成長することを許容した政治的背景にあらう。

本稿では、政策目的の追求と株主利益の極大化という本源的な矛盾を内包するGSEという組織形態の問題について、ガバナンスの観点に焦点を当てつつ、アメリカでの議論を踏まえ、日本へのインプリケーションについて第6章で分析した。

キーワード：GSE, 証券化, ガバナンス

JEL Classification：G21, G28, G38

I. GSEとは

I-1. GSEの定義

今回の世界金融危機の震源地となったのがアメリカの住宅市場であるのは言を俟たない。そのアメリカの住宅市場で、ファニーメイ（Fannie Mae）、フレディマック（Freddie Mac）という2社のGSE（Government Sponsored Enterprise：政府支援企業）は重要な役割を果たしており、昨年9月に公的管理下に置かれた後も、これを下支えする役割を一身に引き受けている。しかし、公的管理に置かれるに至った経緯については、コーポレートガバナンスの観点から検証に値する点もいくつかある。

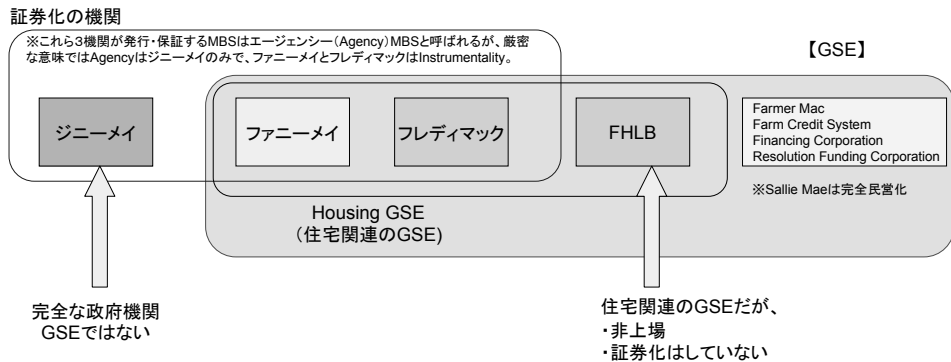
GSEという概念は日本では馴染みが薄い。両社を「米住宅公社」と訳す報道も見受けられ

るが、公的部門に属する日本の「公社」とは性格を異にする。1990年の包括的財政調整法（Omnibus Budget Reconciliation Act of 1990）では、GSEを①連邦法による個別の設立準拠法があり、②民間部門が株式を保有する形で所有され、③株主が選定した取締役会が業務を執行し、④特定のセクターへの融資・保証等を行う金融機関で、⑤その負債には連邦政府の保証は付かず、⑥連邦政府が実施する権能は有していない、等と定義している。

より一般的には、Federally Chartered, Shareholder Ownedという表現に要約されるように、民間企業でありながら連邦政府と一定の関係がある企業を指し、現在、7つの機関¹⁾が存在

1) 住宅関連の3社に加え、Farmer Mac, Farm Credit System, Financing Corporation, Resolution Funding Corporationがある。このうち、後ろの2社は政府部門の資金調達のための組織であり、事業体としての実体はない。また、学生向け融資を実施するSallie Maeは経営の自由度を高めるためにGSEとしての地位を自らの意思で離脱し、完全民営化されている。民営化に際し、既往債務はDefeasance Trustに隔離された。

図1 GSEとAgency



する。住宅金融分野では、ファニーメイとフレディマックに加え、FHLB（Federal Home Loan Banks：連邦住宅貸付銀行²⁾）もGSEに含まれる。逆に、民間企業ではない純然たる政府組織の一部であるジニーメイ（Ginnie Mae：政府抵当金庫）はGSEには含まれない。

なお、証券化の世界では、ファニーメイ、フレディマック、ジニーメイの発行・保証するMBS（Mortgage Backed Securities：住宅ローン担保証券）をAgency MBSと総称する。Agencyとは、直接的には連邦政府の外局を指し、組織的にはジニーメイのみがこれに該当するものの、伝統的にGSEの2社のMBSも同じカテゴリーに分類されている。ジニーメイは1968年にファニーメイから分離されて設立され、現在も、中央官庁の一つである住宅都市開発省（Department of Housing and Urban Development：HUD）の一部局である。ジニーメイ

のMBSには連邦政府の明示の保証（Full Faith and Credit of the Government of the United States）があるのに対し、GSE 2社のMBSには連邦政府の明示の保証はない。このことは商品内容説明書（Offering Circular, Prospectus）に明記しているが、市場関係者は「暗黙の政府保証」があると認識しており、結果として低利の資金調達が可能となっている。

I-2. 設立の経緯

I-2-1. ファニーメイ

ファニーメイの設立は大恐慌期に遡る。1929年の株価暴落に始まった大恐慌³⁾によりアメリカの住宅金融市場も大打撃を受け、これに対処するため1934年にFHA⁴⁾（Federal Housing Administration：連邦住宅庁）が設立され、住宅ローンの第一次市場における公的信用補完が成立したが、債務者負担軽減のためのローンの

2) FHLBは1932年に設立され、12の地区連邦住宅貸付銀行から構成される（FRBと同じ）。GSEとしてはファニーメイ、フレディマックよりも歴史が古く、財務省の緊急融資枠も両社の22.5億ドルよりも多い40億ドルが措置されていた（2008年7月まで）。FHLBも2008年7月の法律改正で両社と同じFHFAの監督下に置かれたが、証券化ビジネスは行っておらず、株式も上場していない（会員金融機関による共同保有〔Cooperative Ownership〕）ため、本稿では議論の対象としない。

3) 大恐慌時の米国の景気後退は公式には株価暴落前の1929年8月に始まっており、株価暴落が大恐慌の要因ではないという説が現在では通説であるが、本稿は大恐慌の論稿ではないので、このような表現としている。

4) FHAもジニーメイ同様、HUDの一部局である。FHAは住宅ローンの債務者が破綻した場合に金融機関が貸倒により被る損失を補填する融資保険事業を実施しており、ジニーメイはFHA保険（及び退役軍人省〔Department of Veterans Affairs：VA〕保証等）の付保された住宅ローンを担保としたMBSの元利払い保証を行う。ジニーメイの保証は投資家に対する保証であるのに対し、FHAは融資した金融機関に対する信用リスクの補完である点が異なる。なお、ジニーメイはGSEのようなポートフォリオを保有していない。

固定金利長期化が条件とされたため、単なる信用補完にとどまらず、市場に流動性を与える機関の存在が模索された（大類）。

ファニーメイの設立準拠法はFHAと同じ1934年国家住宅法（National Housing Act）に依拠するが、当初は民間出資の流動化機構の設立が模索されたものの実現せず、1935年にニューディール政策の一環として設立された復興金融公社（RFC：Reconstruction Finance Corporation）の出資で、1938年にワシントン抵当金庫（Washington National Mortgage Association）が設立され、同年、連邦抵当金庫（FNMA：Federal National Mortgage Association）と改名された。ファニーメイは、ルーズヴェルト大統領がニューディール政策の一環として設立した機関⁵⁾、とも言われる。

ファニーメイは、従来、連邦抵当金庫と呼ばれていたが、1997年1月6日より、ファニーメイという従来の愛称を正式な名称として採用している。

I-2-2. フレディマック

フレディマックは1970年緊急住宅融資法（Emergency Housing Finance Act of 1970）に基づき、FHLBによる無議決権株式の出資を受けて設立された。ファニーメイとフレディマックは設立準拠法こそ異なるものの、法文上付与されている権限はほとんど同じ⁶⁾であり、実質的に「兄弟」分の組織である。フレディマックの正式名称は連邦住宅金融貸付公社（Federal Home Loan Mortgage Corporation：FHLMC）であったが、ファニーメイ同様、現在では愛称であるフレディマックが一般的に通用している。

フレディマックは当初、S&L（Savings and Loan Associations：貯蓄貸付組合）に対する流動性供与の目的で設立され、伝統的にモーゲー

ジバンクよりもS&Lとの結び付きが強かった。それは、1970年のフレディマック設立当初の出資母体がS&Lの上部団体であるFHLBであったことと無関係ではない。ファニーメイという組織が既に存在しながら、敢えて類似の組織を設立した背景には、競争により住宅ローン金利を引き下げようとする意図（Bernanke 2007b）とは別に、ファニーメイが比較的モーゲジバンクや商業銀行を囲い込んでいた一方で、当時はまだS&Lが融資市場では圧倒的な地位を占めていたものの、金融自由化の中でS&Lが流動性危機に直面する中で、S&Lのリファイナンスのための専門の機関を設立する必要性があったためと言われる。

一方で、FHLBがS&Lのバックストップとして存在していたため、単なるリファイナンスではなく、デマケの観点から証券化に特化していったのではないかと推察される。いずれにせよ、このような設立の経緯から、フレディマックの証券化支援事業の開始はファニーメイよりも10年も早く、設立された翌1971年にはMBS⁷⁾の発行を開始している。

I-3. 民営化の背景

I-3-1. ファニーメイ

ファニーメイは当初、財務省からの借入に基づき、FHA保険付の住宅ローンを買取ることにより、より融資率が高く償還期限の長いモーゲージを定着させ、比較的所得水準の低い消費者でも住宅を取得できることを目的としていた。その後、1948年にVA（Department of Veterans Affairs：退役軍人省）保証ローンも対象とし、徐々に事業規模が拡大する中で、アイゼンハワー政権の1954年以降、ファニーメイに住宅ローンの買取を要請する民間金融機関にファニーメイの株式の一定割合を引受させるという方式で一部民営化が行われた。

5) http://www.fanniemae.com/media/pdf/fannie_mae_introduction.pdf

6) ファニーメイのCharterは1968年にジニーメイを分離した際の規定が入っているため、法律の条文構成がやや複雑である。しかし、財務省緊急融資枠や役員の大統領任命等の重要な条項はIdenticalである。

7) フレディマックは自社のパススルー証券をMBSではなくPC（Participation Certificate：参加証書）と呼ぶ。

1960年代半ばには住宅資金が逼迫し、1968年の住宅都市開発法などの立法措置を通じ、アメリカの住宅ローンの証券化市場が黎明期を迎えることになる。それと同時に、従来のファニーメイが果たしてきた政策的業務は連邦政府機関であるジニーメイに引き継ぎ、ファニーメイ自体は1970年に完全民営化されることとなる。

1954年に一部民営化に踏み切った背景には民衆圧迫批判があったとされるが、1968年の完全民営化については、ベトナム戦争の戦費増大による連邦政府予算の増加を抑制するためにジョンソン政権が政府部門から切り離したという見方がある（AEI）。しかし、完全に民営化して連邦政府との関係を絶つことは住宅政策遂行上望ましくないとし、財務省緊急融資枠その他の規定が残ったとされる。

なお、ファニーメイに対する財務省の優先株出資は1968年9月30日に全て引き上げられ、普通株に転換され、1970年8月1日にニュー

ヨーク証券取引所に上場された。

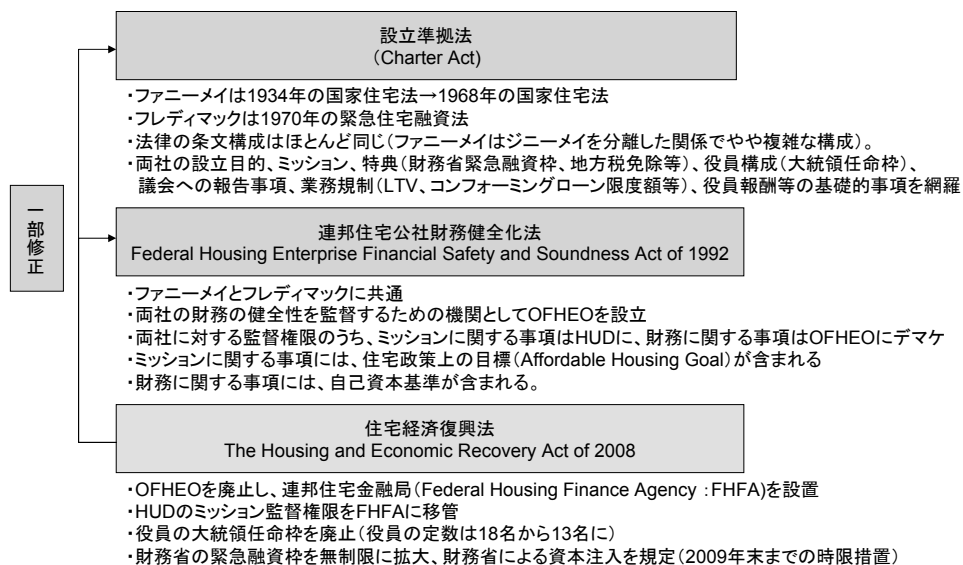
I-3-1. フレディマック

フレディマックは1970年の設立時にFHLBが全額出資したが、1984年以降、FHLBは傘下のS&L⁸⁾に優先株を譲渡してきた。1980年代にS&Lの経営危機が深刻化し、1989年にはS&Lの預金保険機構であるFSLIC（Federal Savings and Loan Insurance Corporation）が破綻する事態となったが、そのような環境において、フレディマックの株式を上場することにより、S&Lに株式売却益を上げさせて少しでも公的資金を減額しようとしたことがフレディマックの民営化の背景とされる⁹⁾。なお、ニューヨーク証券取引所への上場日は、1988年12月2日である。

I-4. 両社の規制の体系

昨年7月に両社の規制の体系は大きく変更されたが、それ以前の体系は1992年に確立され

図2 GSEの規制体系



8) 現在は商業銀行もFHLBのメンバーとなっているが、当時はS&Lに限定されていた。

9) <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=940DE0D6173CF937A25754C0A96E948260&sec=&spon=&pagewanted=2>

た。すなわち、業務規制を定義した設立準拠法（Charter）に加え、連邦住宅公社財務健全化法（Federal Housing Enterprise Financial Safety and Soundness Act of 1992）において、両社の財務の健全性を監督する機関としてOFHEO（Office of Federal Housing Enterprise Oversight：連邦住宅金融公社監督局）が設立されると同時に、ミッションに関する監督をHUDに一元化した。

OFHEOは両社の自己資本基準を設定することとなり、1997年に、「最低自己資本基準（Minimum Capital Standard）」、「リスクベース自己資本基準（Risk Based Capital Standard）」、「臨界自己資本基準（Critical Capital Standard）」の3段階から構成される自己資本基準を導入した。このうち、「最低自己資本基準」は、オンバランスで保有するモーゲージ・ポートフォリオ残高の2.5%＋オフバランスで保証するMBS発行残高の0.45%により算出される¹⁰⁾。また、「臨界自己資本基準」はこの「最低自己資本基準」の9分の5であり、これを割ると、保全措置下（Conservatorship）に置かれる。「リスクベース自己資本基準」は、全米で一斉に10%住宅価格が下落した場合や、金利が現在の水準よりも75%上昇もしくは50%低下した場合のストレステストにより算出している。市場環境により「最低資本基準」と「リスクベース資本基準」は上下することがあるが、2008年時点では「最低資本基準」の方が高くなっている。なお、OFHEOはHUDの一部局であるが、その運営費は連邦政府予算ではなく、GSEへの賦課金（Assessment）により拠出されていた。

一方、HUDはGSEが低所得者向けの住宅取得等にどの程度貢献したかというAffordable Housing Goal（住宅取得能力目標）を設定しており、未達成の場合には是正勧告や課徴金を課

す一般監督権（General Regulatory Authority）を有した。GSEの役員報酬の算定基準には政策目標値の達成度合いが評価対象として含まれている。この点において、GSEの組織構造上、通常の株式会社とは異なることは留意すべきであろう。通常の株式会社では役員は株主により選出され、株主のために忠実義務や収益責任を負う。一方、GSEの大統領任命枠の役員は、株主ではなく政策上の責務を負担するとも位置付けられる。原理的には利益相反を内在化させているともいえるが、GSEの歴史的経緯に鑑みれば、住宅取得者の便益向上と、ポートフォリオ投資という市場活動を通じた住宅ローンの流動化促進支援及び収益性向上は両立する、という、市場金融に強い理念を置いた組織構造であったということもできるであろう。一方で、「暗黙の政府保証」という、低利資金調達を可能にする枠組みまで許容したことが、その後のビジネスモデル拡大の背景にあったことは改めて指摘するまでもない。

一般的に、OFHEOはFinancial Regulator、HUDはMission Regulatorと言われている。フレディマックについては、1991年のFIRREA（Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act：金融機関改革改善執行法）によりFHLBB（Federal Home Loan Bank Board：連邦住宅貸付銀行監督局）の監督から離れ、HUDの監督下に入り、OFHEOがHUDの一部局であることに鑑みれば、両GSEの監督はHUDの下に一元化されたとも言える。しかし、OFHEOのスタッフは当初70名程度で、GSEの財務を監督するのに十分な権限と能力を有しておらず¹¹⁾、FRBの強力な監督に服した銀行と比較し、経営陣の裁量の余地が大きかったとも言われる。

今回の金融危機の発端となったサブプライム

10) オンバランス資産の2.5%という数字はファニーメイが連邦政府機関であった1968年以前もレバレッジ比率が最大40倍に限定されていた（年により異なる）ことに由来するものと推察される。一方、オフバランスで保証しているMBSに対する0.45%という数字については根拠が明確でなく、FHFAの担当者へのヒアリングによれば、当時資本基盤が弱かったフレディマックの実際値に合わせて設定した、とのことである。

11) OFHEO元長官のファルコン氏によれば、氏の努力によりスタッフを200名程度にまで拡大できたが、GSEへの監督権限を強化しようとする都度、それを妨害しようとする両社のロビイングに苛まれたとのことである。

ローン問題においては、連邦当局の監督に服さない中小のモーゲージバンク¹²⁾が無謀な融資を行ったことへの反省として金融機関の監督体制の一元化が米財務省より提案されている¹³⁾。同様に、両GSEが連邦金融監督当局の規制に

服さなかったことも、「銀行」と「預金者保護」を基軸とした金融規制の歴史からはやむをえない面はあるが、規制の継ぎ接ぎ（Patchwork）の一面を構成しているとも言える。

Ⅱ．両社のビジネスモデル

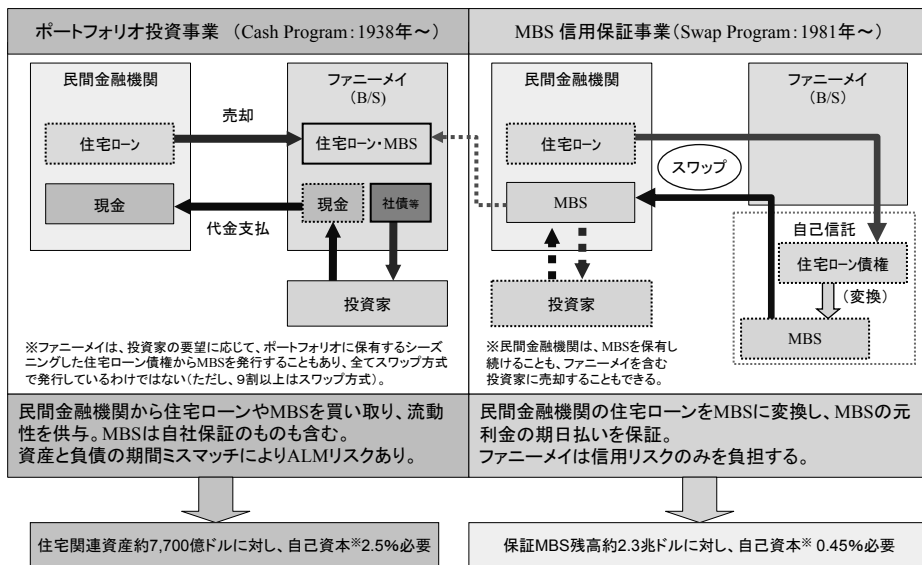
両社のミッションは、アメリカの住宅市場に流動性を供給することを通じ、アメリカ国民の持家取得を支援することにある。その手段として、ポートフォリオ投資事業（Portfolio Investment Business）と、MBS信用保証事業（MBS

Credit Guarantee Business¹⁴⁾）を行っている。

Ⅱ－１．ポートフォリオ投資事業

ポートフォリオ投資事業は、民間金融機関が融資した住宅ローンや証券化商品を買取るこ

図3 ファニーメイの事業ライン



※公的管理下にある間は、自己資本基準は撤廃されている。

12) 基本的に、州政府の免許により設立され、州の金融監督部門の監督に服する。

13) US Department of Treasury "Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure" March 2008。なお、最新のものは、同 "Financial Regulatory Reform, A New Foundation : Rebuilding Financial Supervision and Regulation" June 2009となっている。

14) このようなビジネス部門（Line of Business）の分類はファニーメイがつけているもので、フレディマックは必ずしもこのような名称では分類していないものの、実施している事業の内容は同じなので、以下、この表現を用いる。

とにより、民間金融機関の資金調達を支援するリファイナンス事業である。ファニーメイ自身は、社債等を発行することにより資金調達を行っている。資産としてバランスシートに保有する住宅ローンやMBS等は繰上償還によりキャッシュフローが変動するため、当該事業においてはALM（Asset and Liability Management）リスクがある。

Ⅱ－２．MBS信用保証事業

一方、MBS信用保証事業においては、両社は民間金融機関が融資した住宅ローンについて、自己信託機能を活用して証券化し、民間金融機関にMBSを還付する。民間金融機関にとっては住宅ローンがMBSに変換されて戻ってくるだけなので、スワッププログラム（MBS Swap Program：フレディマックではGuarantor Program）とも呼ばれる¹⁵⁾。民間金融機関は戻ってきたMBSをそのまま保有してもよいし、他の投資家に転売してもよい。他の投資家を見つけることが困難な場合は、ファニーメイやフレディマックに売却することも可能である（その場合、ファニーメイ等にとってはポートフォリオ投資事業で自己保有することになる）。民間金融機関にとっては、住宅ローンのまま保有し続けるよりも、流動性の高い証券に変換することができ、BIS規制上要求される自己資本が軽減されることから、より効率的な資金運用が可能となる。両社はMBSの元利払い保証を行うので、信用リスクを負担するが、ALMリスクは投資家に転嫁される。

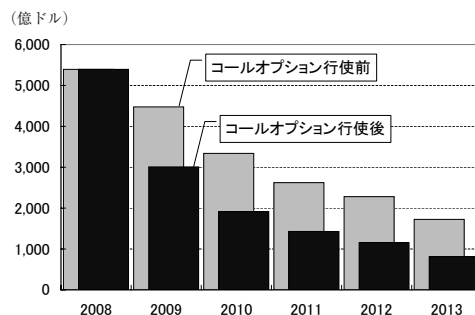
このため、ポートフォリオ投資事業よりもリスクの度合いが低いと考えられ、必要自己資本はポートフォリオ投資事業の5分の1以下であった。端的に言えば、ポートフォリオ投資事業は投資銀行の（特に最近まで積極的に行われてきたトレーディング勘定での投資にレバレッジを拡大した）ビジネスに、MBS信用保証事

業はモノラインのビジネスに類似したものとも言える。

Ⅱ－３．両事業におけるリスク管理

ポートフォリオ投資事業のALMリスクについては、金利下降局面で住宅ローンの繰上償還が増加した場合に備え社債の3～4割程度はコーラブル債として発行し、また、金利上昇局面でその繰上償還が減少した場合に備え、固定払い・変動受けスワップ等のデリバティブで資産の7割程度（金利環境により大きく異なる）についてヘッジをかけている。基本的に、資産である住宅ローンが持つオプション性（Optionality）を中和（Immunize）するような負債構造を構築し、金利変動にかかわらず安定的な利鞘を確保することを目的としている。

図4 コーラブル債による負債の圧縮



（資料）ファニーメイ10-Kより

ファニーメイは1938年の設立以降、1970年代までポートフォリオ投資事業を業務の柱として実施してきた。1968年にジニーメイを分離した際に証券化の権能を法律により付与されていたにも係わらず、1970年にジニーメイ、1971年にフレディマックが証券化プログラムを開始したものの、ファニーメイがMBSの発行を開始したのは1981年に入ってからだった。これは、収益が相対的に厚いと考えられたポートフォリオ投資事業をメインの業務として

15) MBSの発行形態としては、キャッシュプログラムから発行されるものも僅かながら存在する（フレディマックではCash Auctionと呼んでいる）が、ボリューム的には圧倒的にスワップ方式による発行が多い。

継続していたものの、1970年代後半からの金利上昇で急激に収益が悪化し、1981年には2億ドルを超える赤字を計上し、やむを得ず証券化に参入したものである。

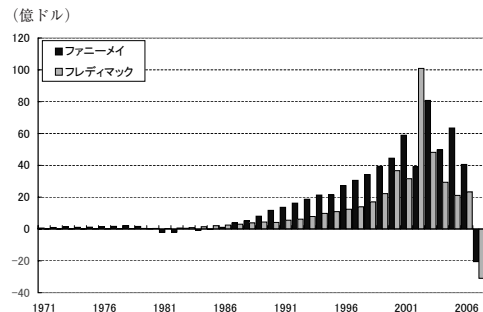
しかしながら、MBS市場の拡大に伴い、ヘッジ手段も多様化したことに加え、金融技術の発展に伴い上述のようなデリバティブの駆使等によりポートフォリオ投資事業のALMリスクを限定しつつ収益を上げることが可能となり、1990年代後半に再びポートフォリオ投資事業に傾注していくことになる。この間、宇宙工学等の専門家が金融界¹⁶⁾に入り、IT技術の進化と併せて金融工学が大きく前進したこともポートフォリオ投資への自信を深めていったものと推察される。また、GSEに関する「暗黙の政府保証」を背景に、米国の財政赤字縮小による財務省証券減少の代替物として満期一括債券をベンチマーク化して大量発行し¹⁷⁾ 低利調達してポートフォリオ投資する、というスタイルが確立され、これとデリバティブの積極活用により民間金融機関を上回る収益極大化が実現されたのは重要なポイントであろう。この間、多くの金融人材がウォール街からGSEに流入したが、こうした収益極大化がGSEの組織理念に反するものとして位置づけられるものではなかったことは、すでに述べた通りである。ただし、ヘッジ目的で実施したデリバティブ取引の会計処理に問題が発覚し、内部統制の問題も露呈したため、ファニーメイにおいては2004年から、フレディマックは2006年から、ポートフォリオ投資事業の規模に制限がかかることとなった。

なお、MBS信用保証事業におけるリスク管理は基本的に信用リスクに限定されており、これまで問題とされることはほとんどなかった¹⁸⁾。

Ⅱ－4. 両事業の収益

両社とも20世紀終盤から収益が拡大し、ファニーメイは2003年に80.81億ドル、フレディマックは2002年に100.90億ドルの業務純益(Net Income)を記録した。当時は安定成長を続ける超優良企業として認識されていた。しかし両社とも2007年第3四半期以降赤字に転落しており、それに伴い株価も急落した。

図5 両社の収益 (2007年まで)



(資料) OFHEO議会報告書より

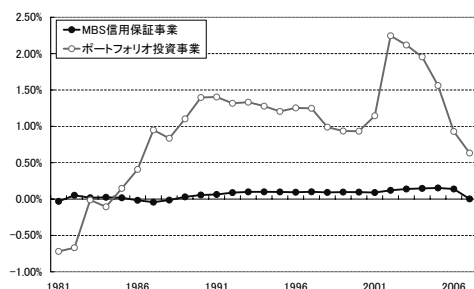
事業部門別に見ると、従来、ポートフォリオ投資事業(ALMリスクあり)は、ハイリスクを伴うものの、収益率も高い時期が長かった一方、MBS信用保証事業(信用リスクのみ)は、比較的安定的に推移していた。しかしながら、今回の両社の収益悪化の主たる要因は、ALM部門の損失もあるものの、住宅価格下落による信用リスクの高まりが大きく、損失処理額が従来とは桁外れに増加している点が特に注目される(この点は第5章で詳述する)。

16) 例えば、2001年からファニーメイのALM部門を総括したPeter Niculescuはゴールドマンサックスから移籍してきた(2008年秋に退職)。

17) 米国債の長期レンジの発行が停止したため、イールドカーブを補完する目的で、ファニーメイがBenchmark Bond、フレディマックがReference Bondというプログラム名の債券の発行を開始した。

18) GSEの巨大さゆえのシステミックリスクの議論は基本的にポートフォリオ投資事業に限定されてきた傾向がある。Ⅳ-3参照。

図6 両事業の収益率（2007年まで）



（資料）OFHEO議会報告書より

Ⅱ－５．不正会計問題

2003～2005年頃に両社の会計ミスが発覚し、監督機関であるOFHEOからは両社が保有できる資産額に上限を設定された（ポートフォリオキャップ）。また、自己資本基準についても、法定基準にプラス30%の上積みを要求された。

ポートフォリオ投資事業においては、ALMリスクヘッジのため巨額のデリバティブを駆使しているが、デリバティブの損益については、FASB（Financial Accounting Standard Board）の定めたFAS133号により、会計処理上、毎期平準化して計上するのではなく、原則的に公正価

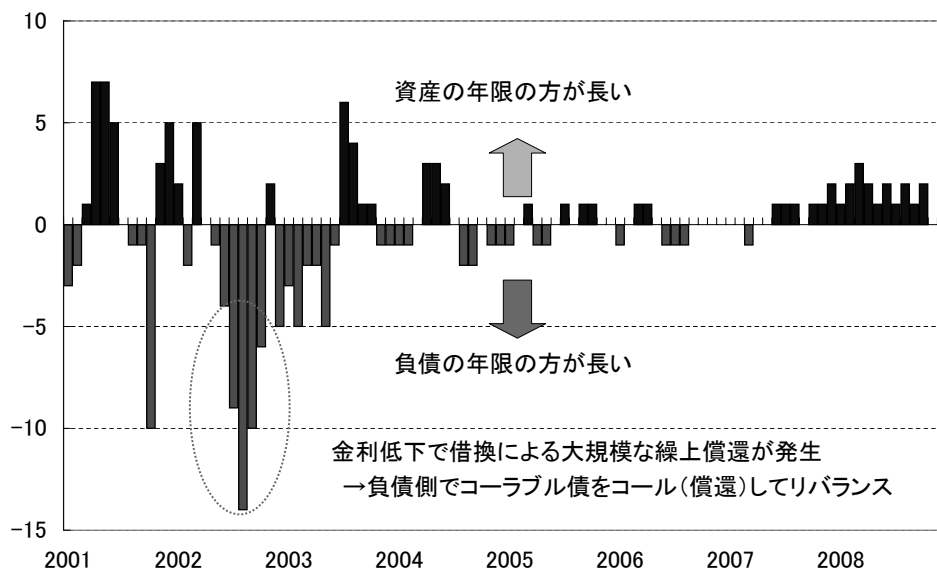
値（Fair Value）で時価評価し、その変動を損益認識することとされている。しかし、時価評価すると利益の変動が激しくなることから、両社においてはこれに違反した会計処理が行われていた。

その他、パー以外で購入した住宅ローン債権・MBSのプレミアム・ディスカウントの会計処理に係るFAS91号についても同様の問題が発覚したが、これらの会計操作は、利益を平準化し、安定して成長しているように見せかけるためのものであった。結果的に、フレディマックは1億2,500万ドル、ファニーメイは4億ドルの民事制裁金を支払うことになった。

なお、このような会計処理はポートフォリオ投資事業に固有のものであり、信用リスクしか負担しないMBS信用保証事業においてはこのような問題は発生しない。

このような不正会計問題が発生した背景には、安定成長を続ける優良企業というイメージを投資家に与えようとする経営層の思惑があった（Rudman）とされるが、そもそも、利益操作が必要なほど収益が振幅する原因となったのは2003年の借換ブームであった。すなわち、

図7 ファニーメイのデュレーションギャップ



長期金利が急速に低下する中で既往債権の繰上償還が急増し、資産と負債のデュレーション (Duration) がファニーメイにおいては一時14ヶ月相当にまで拡大した。ファニーメイはコールブル債 (Callable Bond) のコールオプションを行使して負債のデュレーション短期化を図り、数ヶ月でバランスを回復できたが、金利の低下局面では固定払い・変動受けのスワップやスワップションの公正価値が大きく下落するため、それらのデリバティブ取引について、ヘッジ会計が適用にならないにも係わらず、適用したものである。

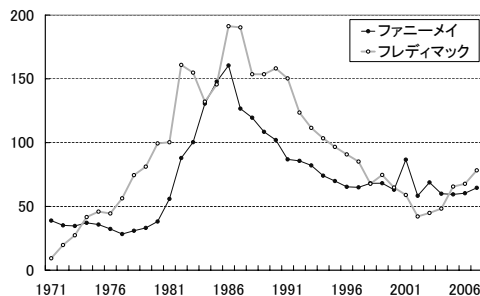
Ⅱ-6. 両社のレバレッジ比率

なお、両社の自己資本比率が低い (= レバレッジ比率が高い) という批判があるが、両社のレバレッジ比率は近年急速に拡大してきたわけではない。歴史的には、ファニーメイはポートフォリオ投資事業の方に重点を置いており、MBS 信用保証事業を開始したのは1981年から

である。前者については、レバレッジ比率は民営化前から40倍がシーリングだった基準をそのまま引き継いでおり、1980年まではその範囲内に収まっていた。一方、フレディマックはFHLBに出資された関係もあり、証券化を先行して実施していたので、より高い比率で推移しており、1980年には100倍を超えていた。MBS 信用保証事業については後に導入されたOFHEOの最低自己資本比率はMBS 保証残高の0.45%となっているので、これを適用すればレバレッジ比率は222倍が限度となる。

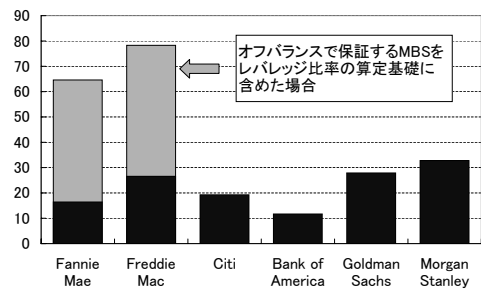
2007年末時点でのレバレッジ比率を他の金融大手と比較すると、バランスシートのみで見ると、商業銀行よりは高いものの、投資銀行とはほぼ同水準である。これにオフバランスで保証したMBSも加えると、投資銀行の倍以上の水準となるが、オフバランスのMBSの価格変動リスクを負うのは投資家であり、GSEではない点、留意する必要がある。

図8 両社のレバレッジ比率



(資料) OFHEO 議会報告書より

図9 レバレッジ比率比較 (2007年末)



(資料) SEC

参考：ファニーメイの決算の特徴

ファニーメイの事業量約3兆ドルのうち、バランスシートに抱えているモーゲージ関連資産は7千億ドル程度である。他の投資家が保有する約2.3兆ドルのMBSに対しては元利払い保証をしているため、これも含めて3兆ドル全体に対して債務者のデフォルト=信用リスクを負担しているが、金利変動に伴うALMリスクは上記の7千億ドルに対してのみである。今回のサブプライム問題では、従来は安定的な事業と考えられたMBS 信用保証事業において、大恐慌以来という住宅価格の下落で想定外の損失が発生しているものであるが、リスクの所在

表1 両社の事業量（2008年12月）

		(億ドル)		
		ファニーメイ	フレディマック	2社計
モーゲージポートフォリオ	①=②+③	7,680	7,487	15,167
自己保有MBS	②	2,290	4,245	6,535
非証券化ローン等※	③	5,390	3,242	8,633
MBS残高	④=②+⑤	25,184	18,272	43,456
第3者保有分	⑤	22,895	14,027	36,922
事業量	⑥=①+⑤	30,574	21,515	52,089

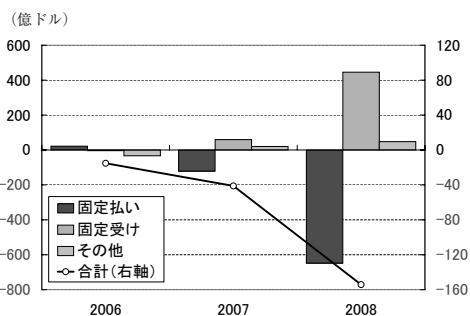
※ 民間MBS、ジニーメイMBS等も含む

(資料) FHFA "Report to Congress 2008"

そのものとしては、ALMリスクも負担している7千億ドルのポートフォリオ投資事業の方が大きいと考えられてきた。

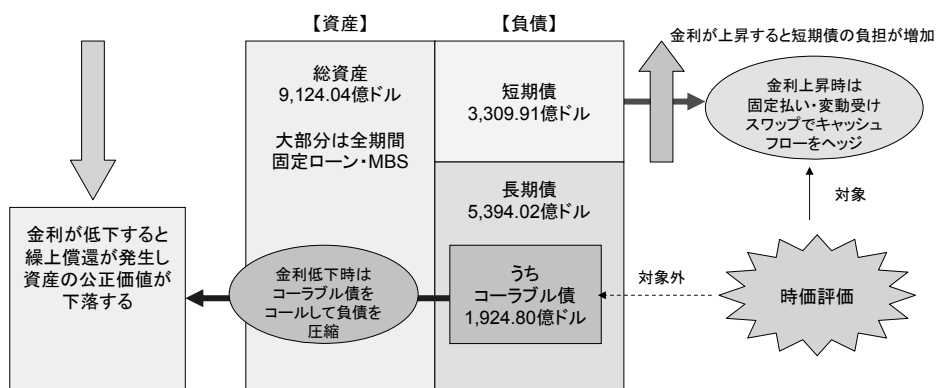
ただし、昨今の決算において、ポートフォリオ投資事業の収益のブレが大きいのは、デリバティブの時価評価損益の影響が大きい。7千億ドルのモーゲージ・ポートフォリオに対し、足下で約1.2兆ドルの想定元本のデリバティブを有するが（ポジションが「金利低下時」「金利上昇時」の両建てとなっているので資産額よりも大きい）、原則的にこれが時価評価の対象となる¹⁹⁾。両建てのうち、金利上昇に対するキャッシュフローヘッジの方が多いのは、金利

図10 スワップの公正価値



(資料) ファニーメイ10-Kより

図11 ファニーメイのALMのイメージ（金額は2008年末）



19) 両社のデルタヘッジはポートフォリオ全体で行われるため、個々の債券と結びついておらず、原則的にヘッジ会計の適用対象とならないと推察される。

低下に対するフェアバリューヘッジについてはコーラブル債のコールオプション行使が基本であることに由来する。つまり、金利低下局面ではキャッシュフローヘッジとしての固定払い・変動受けの公正価値は大きく減価するのに対し、コーラブル債のコールオプションは債券に組み込まれたものであるがゆえに時価評価の対象とならないことから、一方的にデリバティブの評価損失が膨らむ体質にある。コーラブル債があるゆえにデリバティブのポジションには非対称性がある。これが昨年来の金融緩和局面で顕在化したため、デリバティブの公正価値の損失が膨らんでいるものである。

ファニーメイは多様な年限の債券を発行することに加え、長期債のうち約4割をこのようなコーラブル債を発行することで、デュレーションをイミューナイズ（中和）する戦略を取っているが、金利上昇局面と下降局面では、約2,000億ドルに上るこのコーラブル債の存在がデリバティブのフェアバリューに対しては攪乱要因となる構造にある。このため、ファニーメイの財務状況の実態は非常にわかり難いものとなっている。

なお、ファニーメイと比較すると、フレディマックはホールローン（Whole Loan：非証券化ローン）の比率が低く、有価証券形態での資産が多くを占める。このため、時価評価の対象となる資産が多く、収益のブレが大きく出易い。

Ⅲ．両社の経営危機と支援策

Ⅲ－１．2007年までの状況

サブプライム問題が世界に大きく衝撃を与えたのは2007年8月の「パリバショック」と考えられる²⁰⁾が、その時点ではGSEはともにまだ四半期決算ベースでの黒字を維持していた。2007年8月にはファニーメイのマッド社長が自ら保有資産の拡大を申し出ており、民主党のドッド上院議員やフランク下院議員はそれを支持した。当時はGSE改革法案も審議が一旦停止しており、サブプライム問題の救世主となることで法案の審議をより有利に進めようというインセンティブがあったのではないかと推察される（倉橋・小林）。

当時はまだ赤字転落前であり、市場の流れを変える力があつたかもしれないが、実際に規制

緩和された2008年2～3月には赤字に転落していた。政策対応の遅れが両社による市場の下支え効果を低減したという側面もあろうが、当時はまだ会計の修正申告（Restatement）が完了しておらず、不正会計問題から脱却していない両社の事業を拡大させることへの懸念が強かったものと考えられる。この間、ブッシュ政権はFHAや民間金融機関の業界団体（HOPE NOW Alliance）を通じたサブプライム問題の解決を図ったが、芳しい成果は上がっていない。ファニーメイのポートフォリオ拡大請求に対しては、FRBのバーナンキ議長が否定的な見解を示し、OFHEOのロックハート長官が正式に却下した²¹⁾。

20) 例えば、TED スプレッドは2007年8月以降急拡大した。

21) ただし、2007年9月19日に年率2%のみ拡大することは許容された。

Ⅲ－２．2008年6月までの状況

2008年初来、モノライン問題やデカップリング論の後退で金融市場の緊張感が一層高まる中、2月13日に景気刺激法（H.R.5140）が成立した。この法律において、ファニーメイ、フレディマックの対象となるコンフォーミングローンの限度額が引き上げられた²²⁾のを皮切りに、両社への規制緩和が措置され始める。

まず、ファニーメイについて、決算の四半期報告が正常化したことを受け、不正会計疑惑以降設定されていたポートフォリオ保有上限²³⁾（2005年12月末の水準≒7300億ドル）が3月1日に撤廃された。次いで、3月19日に、最低自己資本基準について、同様に不正会計疑惑以降、法定基準に30%の上乗せが課せられていたが、この上乗せ幅を20%に圧縮することとされ、これらの措置により住宅市場に2千億ドル規模の流動性が供給されることが期待された。

両社にとって、ポートフォリオ保有枠の拡大は、MBSの「買いオペ」により市場の需給関係を調整する権能が拡大することを意味する。逆に、これを制限されたことで2007年以降のスプレッド拡大に対処できずに住宅ローン金利が高止まりしたが、それを是正する機会と両社は捉えたが、ここにも政策実施のタイミングの問題があった。2007年に効果があった対策も

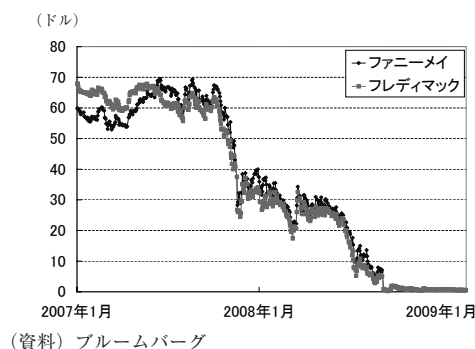
2008年には手遅れとなっていた感がある。

Ⅲ－３．2008年7月以降の状況

2008年3月に米証券大手ベアー・スターンズ社が資金繰りに行き詰まり、ニューヨーク連銀の支援を受けてJPモルガンチェース銀行に吸収されたが、そこで金融危機は一つの峠を越えたという認識が広がり、しばらく市場は小康状態を保っていた。

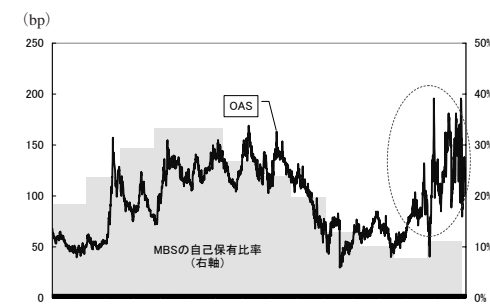
しかし、住宅価格の下落はその間も止まることなく、住宅ローンの延滞率も上昇を続けていた。そうした中、2008年7月に入り、ファニーメイ、フレディマックの株価が急落することになる。

図13 両社の株価



（資料）ブルームバーグ

図12 MBS自己保有比率とOAS



（資料）OFHEO、ブルームバーグ

Ⅲ－３－１．住宅経済復興法の成立

ファニーメイ、フレディマックの株価が急落する事態が発生した最初のきっかけは、リーマン・ブラザーズ証券が、証券化に関する会計基準の見直しで両社が750億ドルの資本を追加調達する必要に迫られる可能性があると言及したことであった。このレポートは現状オフバランス化されているMBS信用保証事業に係るMBSが、会計基準（FAS140）が見直しされれば連結される可能性を指摘するものであったが、事業内容やリスク量にかかわる本質的な議論で

22) 417,000ドルから729,750ドルに引き上げられ、従来のジャンボローンの市場を補完することが期待された。

23) フレディマックについては、ポートフォリオの規模抑制は強制的なものではなく、自主的な抑制という形でOFHEOと合意していた。

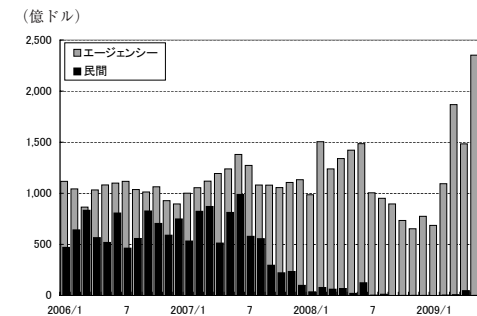
あったかは疑問の残るところである。次いで、元々GSE批判の急先鋒として知られたセントルイス連銀のプール前総裁が、インタビューで「両社は実質的に破綻（Insolvent）」と発言したことで、不安が一気に高まった。

両社の株価は急落し、特にフレディマックは追加の増資が極めて困難な状況となった。増資が成功しなければ自己資本不足から住宅ローン市場に流動性を供給するという本来の使命を達成することができない。2007年夏以降の証券化商品市場の混乱の中で、民間の証券化案件組成は激減しており、GSEによる住宅ローン市場への資金流入が途絶えると事実上住宅取得ができなくなり、そうすると需要の落ち込みで更

に住宅価格が下落して金融機関の損失が拡大するという悪循環に陥る。

一方で、両社の発行した債券・MBSの残高は5兆ドルを超え、このような巨大な金融機関の崩壊は到底容認することはできない。特に、米国債に準じる信用力があるとして各国の中央銀行を始めとする海外投資家が1.6兆ドル程度保有していたことから、ここにデフォルトが発生すれば米国の信認そのものが揺らぐことになる。そこで、米国政府・連邦議会は急遽審議中であったサブプライム救済法案にGSEへの救済措置等を追加し、7月30日に住宅経済復興法（Housing and Economic Recovery Act of 2008〔HERA〕, H.R.1427）が成立した。

図14 MBS発行額



(資料) SIFMA

Ⅲ－３－２．公的管理下 (Conservatorship) へ

住宅経済復興法にはFHAの住宅融資保険事業拡大等の重要な項目もあるが、GSEに関する条項で重要なのは、①財務省に対するGSEへの出資権限の付与②財務省の緊急融資枠の拡大(22.5億ドル→無制限：2009年末までの時限措置)③OFHEOを廃止し、新しい監督機関としてFHFA（Federal Housing Finance Agency：連邦住宅金融局）を設置する、等の条項である。

この中でも、財務省による出資権限の付与は

図15 GSE救済法の成立過程

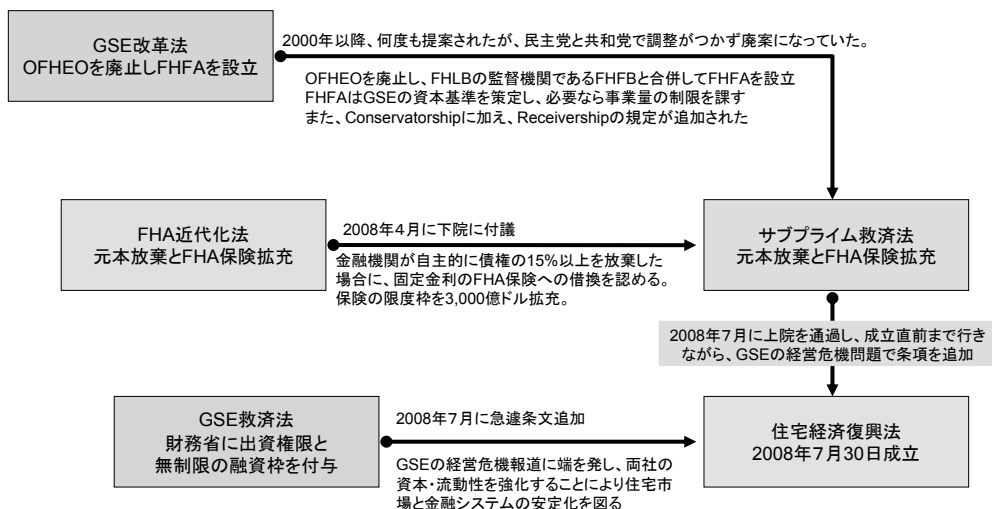
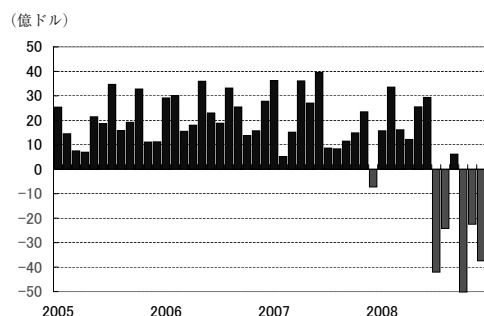


図16 Agency債の外国人売買（ネット）



（資料）米財務省

事実上の公的資金注入を可能とする条項であり、民間出資というGSEの地位そのものに係る問題であり、出資の形態如何では株主価値が損なわれる懸念があるということから、株価はしばらく揺れ動いた。そうした中で海外投資家からのGSE債・MBSの売却が止まらず、9月に控えていた両社の債務のロールオーバーへの不安が高まった。

そこで、①金融市場の安定②住宅市場への資金供給③納税者の保護という3つの観点から、このままの組織形態（GSE）で事業を継続させることが著しく困難になったとして、2008年9月7日にポールソン財務長官（当時）は、両社を公的管理下（Conservatorship）に置くと発表し、FHFAのロックハート長官がFHFAを管財人（Conservator）に指名した。経営陣は更迭され、取締役会・株主の権利は停止され、FHFAが両社の経営権を掌握することとなった。また、住宅経済復興法に基づき、財務省が最大1,000億ドルの優先株を出資することとし、その見返りとして、当初10億ドル相当の優先株及び将来的に普通株の79.9%を取得するワラント（Warrants）を財務省が取得することとなった²⁴⁾。

その後、10月9日にFHFAは両社の自己資本基準の撤廃を表明し、11月25日にはFRBがAgency MBSを5千億ドル（ジニーメイMBSを含む）、GSE債を1千億ドル（FHLBの社債

を含む）購入すると発表し、2009年1月から購入を開始した。その後、更に住宅ローン金利を引き下げたため、3月18日にはAgency MBSの購入枠を7,500億ドル、GSE債の購入枠を1千億ドル拡大した。

Ⅲ－3－3. オバマ政権下における取扱い

両社を公的管理に置いた際、当面は急激に事業を縮小することはせずに、現行の事業内容を継続させて住宅市場の回復を図りながら、2010年以降はポートフォリオの規模を縮小に転じて最終的には3分の1程度までに圧縮し、金融システムへのリスクを軽減する方針が打ち出された。具体的には、①両社の発行する債券は財務省の同意なしに2008年6月30日の水準の110%以上とすることはできない②両社のモーゲージ・ポートフォリオは2009年12月31日まで8,500億ドルを超えることはできない③その後は、毎年資産規模を10%削減し、2,500億ドルまで落す、とされた。そして、両社の組織形態については、連邦議会が今後議論を尽くすべき問題とされた。

しかしその後、リーマン・ブラザーズの破綻により金融市場の混乱、実体経済の落ち込みが厳しさを増す中、金融システムの安定化が最優先課題とされ、問題の根源である住宅市場への挺入れはやや後手に回った感がある。そこに焦点を当てたのが2009年2月18日にオバマ政権が公表したHomeowner Affordability and Stability Planである。

同プランでは、第1の柱として、GSEの融資率限度撤廃による借換促進が打ち出されている。住宅価格がローン残高を下回る状態（Underwater）のローンのうち、ファニーメイ、フレディマックが保有・保証している債務者について、融資率80%の限度を撤廃²⁵⁾して借換を促すことにより、400～500万人が恩恵を受けるとするものである。また、住宅市場への流動性供給のため、ファニーメイ、フレディマック

24) この時点では、財務省がキャッシュを払い込んだわけではない。

への財務省の優先株出資枠を倍増し、各社2,000億ドルとした（根拠法は7千億ドルの公的資金拠出を認めた緊急経済安定化法〔Emergency Economic Stabilization Act of 2008：EESA〕ではなく、昨年7月30日に成立した住宅経済復興法〔HERA〕）。併せて、両社のポートフォリオ保有限度を各社8,500億ドルから9,000億ドルへ500億ドル引き上げている。

ファニーメイは2009年2月26日に公表した2008年第4四半期決算で252億ドル、2008年通

年で587億ドルという巨額の損失を計上した（フレディマックは2008年通年で501億ドルの赤字）。これほどの巨額損失を出しながら、それでもGSEを活用して住宅市場の回復を図る以外に方策がないのが実情である。2009年5月に公表された2009年第1四半期の決算では、ファニーメイは232億ドル、フレディマックは99億ドルと巨額損失を計上し続けているが、情勢は同じである。

図17 両社への救済策一覧



Ⅳ．ガバナンス上の問題

両社のガバナンスについては、規制監督体制上の問題と、両社の組織形態上の問題に大別できると考えられる。

Ⅳ－１．規制監督上の問題

両社は5兆ドルを超える負債を有しながら、

FRB等の金融当局の監督に服さず、独特の自己資本基準が適用されていた。この点の見直しについては、サブプライム問題において、州免許のモーゲージバンクやブローカー、あるいはSEC監督下の投資銀行が無謀な融資を助長したことへの反省から金融監督体制の一元化を図

25) 従来は融資率が80%を超える場合は民間融資保険の付保やレンダーリコース等の第三者信用補完が必要であったが、今回、融資率105%まで不要とした（2009年7月1日には、9月以降125%に引き上げられると発表）。

る動きと軌を一にしている。ただし、FRBの監督下にあった大手商業銀行においてもリスク管理上の問題が多々あった点を踏まえると、金融監督体制の一元化は金融システム安定化の必要条件ではあっても十分条件ではない。金融システム上重要な機関の監督体制については、6月にオバマ大統領が公表した金融規制改革案でも触れられているが、FRBへの一元化に対しては既に一部からは異論も出ている。

Ⅳ－２．組織形態上の問題

これは、両社がGSEという特殊な組織形態にあり、「公的使命（Public Mission）」と「株主利益（Shareholder Return）」という本質的に矛盾する価値を実現しようとする中で、よりリスクの高い属性の債務者を抱えるようになったことと、リスク管理よりも短期的な利益追求に走った点に分類できる。

Ⅳ－２－１．リスク属性の高い債務者の増加

両社は、HUDにより Affordable Housing Goal (AHG) と呼ばれる政策目標値を設定され、買取・保証する住宅ローンの一定割合は中低所得者向けとすることが義務付けられていた²⁶⁾。違反した場合はHUDにより是正勧告が出され、最終的に達成できない場合は課徴金が課されることが法定されていた。また、役員報酬がこのAHGに一部連動していたこともあるが、このような「公的使命」達成のために過度のリスクを負担した可能性がある（大類・小林, Lockhart 2009）。

両社は原則的にプライム層を対象にしているが、例えばファニーメイの場合、総事業量

（Book of Business）の約1割をオルトA、サブプライムが占めている。そして、これら1割のリスク属性の高い債権が信用損失の半分を占めるに至っている。

ここまでリスクの高いローンに手を出した背景には、次に述べる利益追求に加え、政策目的に縛られた「公的使命」遂行という観点が多少なりとも影響したと考えられる。それは直接的に目標値を達成するというに加え、政治的なスローガンとして、「低所得者の持ち家取得を支援」しているという姿勢を示すことはGSEという組織形態を維持する上でも役に立ったと考えられる（小林・大類, AEI）。2004～2006年にかけ、サブプライムを中心とした民間ローンのシェアが増加するに従い、GSEの存在意義が低下するという懸念もこれを後押しした可能性があり、結果としてそれが高くついたとも言えよう。

Ⅳ－２－２．短期的な利益追求

公的使命を遂行しながら、一方では株主に対するリターンを極大化するという民間企業として必然的な要求も満足する必要があった。そこで利幅が厚いポートフォリオ投資事業に注力するのは当然の帰結であった。

一点誤解のないように言えば、ポートフォリオ投資事業におけるALMリスクのとり方はSIV（Structured Investment Vehicle）や投資銀行のように短期に調達した負債で長期の資産を保有することによるアービトラージを狙う戦略とは根本的に異なる（小林・大類）。常にデュレーションギャップを一定の範囲に収めることを前提としているわけではないが²⁷⁾、実際の

表2 ファニーメイのオルトA等の保有額（2008年末）

（億ドル）

	ローン	民間MBS	合計
オルトA	2,956.22	278.58	3,234.80
サブプライム	190.86	245.51	436.37

26) 例えば、2007年においては総事業量の55%が中低所得者向け（Low and Moderate Income Housing）向けとされている。

デュレーションギャップはほぼ1～2ヶ月の範囲内に収まっている²⁸⁾。

やはり、問題は属性の劣るオルトAやサブプライムを買い進めたことであろう。何故そのようなハイリスクのローンを買ったのか、FHFAやHUDの担当者に聞く限りでは、「イールドが高かったため」という判で押したような回答が返ってきた。2003年の借換ブームが終わり、オリジネーションが減少する中でも成長を続ける優良企業というイメージを株主に見せるには必要と考えたのかもしれない。現時点で元経営陣のコメントは出ていない。

Ⅳ－3. なぜGSEという組織形態を維持し続けることが出来たのか

GSEという組織形態に本質的な矛盾があることは今更振り返るまでもないことだが、そもそも矛盾を抱えた組織形態をなぜこれまで維持し続けることが出来たのか、という疑問をよく問われる。

一言で言えば、矛盾は承知しつつも、「当事者にとって」都合がよかったからということに尽きる。国民は低利の資金調達で持家を取得でき、GSEの株主も高いキャピタルゲインと配当を得ることができ、連邦政府としても持家率の向上で社会が安定化すればそれがアメリカの発展につながると考えた（Ownership Society²⁹⁾）。

GSE自身も、「暗黙の政府保証」を活用することで低利の資金調達で高い収益を上げ、高い役職員の報酬³⁰⁾に繋がっていたため、敢えてGSEの地位を自ら放棄しようとはしなかった³¹⁾。むしろ、規制を強化しようとする立法措置³²⁾を共和党議員が提案すると、それを悉く跳ね返すような強力なロビー活動を展開した。両社はワシントンでは有数の献金団体である（ブッシュ政権になり、共和党議員を抱きかかえるために共和党への献金額が増えたとも言われる）。例えば、ルイジアナ州選出のリチャード・ベーカー下院議員のような強力なGSE改革論者もいたが、2005年にハリケーン・カトリーナがニューオリンズに甚大な被害をもたらした際、その復興のための基金をGSEが拠出するような条文をGSE改革法案に組み入れ、規制強化の部分を骨抜きにしようとしたような事例もある（小林2007a）。

両社を公的管理に置いた際に課された条件の一つに「ロビー活動の禁止」がある。後に不良債権買取プログラム（TARP³³⁾）で公的資金を受け入れる民間金融機関にも同じ条項が入ったが、ことGSEについては両社の政治的圧力を押さえ込むという目論見があったであろうことは想像に難くない。両社がそのようなロビー活動を展開できたのも、巨額の費用を捻出できる財務基盤があればこそのものであった。そして、そのような高い収益をもたらしたのがポー

27) 今世紀はじめ頃は絶対値で6ヶ月以内を目標とした時期もあったが、後にそのような具体的な数値は設定しないと公表している。

28) ただし、昨年夏以降は長期債の発行が困難となり、短期調達の比率が高まっており、キャッシュフローヘッジのために固定払い・変動受けのポジションを積み増したところ、市場金利の更なる低下で公正価値が下落した可能性もある。

29) この時期、ブッシュ政権の要請に応じて、頭金の少ない者に対して融資率を引き上げるExpanded Approvalと呼ばれるような審査基準の緩和も行われている。

30) GSEの役員報酬については、監督官庁の許可が必要だが、シティやバンカメ等、同規模の同業他社との比較が考慮されたので、10億円程度のトップの報酬は問題ないとされた。

31) 逆に経営の自由度を求めて完全民営化したのがサリーメイである。

32) 最も争点になったのは両社のポートフォリオ保有額を監督当局が裁量により一定限度に抑制できるようにするか否か、であった。結果的には、HERAにおいてFHFAにポートフォリオ削減の権限を付与したが、例えばイギリスでノーザンロックを国有化した後、住宅ローン資産を売却させようとしたものの、それが却って市況の悪化を招くことから売却を停止に転じたように、資産の強制売却はそれが必要になった背景が継続している場合には実施できない、という側面もあることは留意する必要がある。

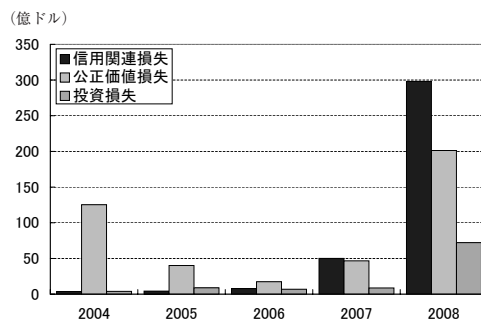
33) Troubled Assets Relief Program。2008年10月3日に成立した緊急経済安定化法（EESA）のプログラム名。

トフォリオ投資事業であったため、それを規制しようとする圧力には断固として屈しなかった。例えFRBがシステミックリスクの観点から削減を主張しても、FRBには監督権限がなかった。

ただし、FRBの議論は須くポートフォリオ投資事業のALMリスクに集中していた（Bernanke 2007a）。2008年の夏、ファニーメイがポートフォリオキャップの撤廃をOFHEOに申請した際、バーナンキFRB議長は「ポートフォリオ上限を撤廃しなくても、むしろそれを減らしてMBS保証を増やせば、5倍の流動性を市場に供与できる」と発言している。これは、ポートフォリオ投資事業の必要自己資本が2.5%なのに対し、MBS信用保証事業については0.45%なので、同じ自己資本でMBSの保証を増やせば5倍以上の住宅ローンの供給に寄与できるのではないか、という趣旨で発言したものであるが、MBS信用保証事業については安全という認識があったのは間違いない。しかし、足元では住宅価格の下落によりプライム層でもデフォルト時損失が拡大してMBS信用保証事業でも損失が拡大している（2008年の損失587億ドルのうち、MBS信用保証事業に係るものは271億ドルある³⁴⁾）。

両社が「暗黙の政府保証」によりシェアを拡

図18 部門別損失額



（資料）ファニーメイ

大しつつ、潜在的なリスクも抱え込んでいた点については、古典的なAgency（代理人）問題があったとも言える。経営者の報酬や株主への配当が利益に連動することから利益を極大化しようとするインセンティブが働く傍ら、一定限度を超えた損失は最終的には納税者が負担することから、リスクテイクをする方向に判断が働きがちになる。これは預金保険が適用される銀行についても同じであり、こうした局面では株主による監視という概念は、事業規模が一定以上になると働かなくなる可能生も指摘でき、そのような観点から、株式会社ではなくFHLBのような協同組合所有（Cooperatively-Owned）形態の組織の方がガバナンスが優れているという見方も一部にはある。

V. 両社の経営危機の意味

両社の経営危機は、今回の金融危機の流れの中における意味と、その背景となった住宅金融市場における意味とに分類できる。

V-1. 金融危機の導火線

2008年3月に大手証券ベアー・スターンズが資金繰りに行き詰まり、FRBの支援を受けてJPモルガンチェース銀行に救済合併されたことにより、2007年夏以降のサブプライム問

34) なお、ファニーメイの2008年末時点での公正価値バランスシート（非GAAPベース）では1,053億ドルの債務超過となっているが、そのうち787億ドルは保証債務の公正価値下落によるものであり、問題の本質がALMリスクではなく信用リスクであることを示唆している。

題は一つの峠を越したという印象が市場には広がった。市場関係者は、「Too big to fail」の原則が確認されたと認識した。

しかし2008年3月以降も震源地の米住宅市場の悪化はむしろ進行しており、それが住宅市場で中心的役割を果たした両社の経営問題に繋がることは自明の理であった。結果的に、両社はともに公的管理下に置かれたが、そのことが「Too big to fail」と考えられる金融機関に対する市場の救済期待を膨らませたとも考えられる。そのような期待は当局から見ればモラルハザードに他ならず、それを懸念した米財務省はリーマン・ブラザーズにおいては救済の手を差し伸べなかった。

無論、GSEを破綻させた方がリーマンを破綻させた場合よりも影響は大きい。よって、事前にGSEを破綻させていればリーマンショックは軽微だった、という議論は意味をなさない。しかし、リーマンの破綻が当局に対する市場の信頼を破壊し、その後の金融危機に繋がった点に鑑みれば、両社の経営危機は今次の金融危機の導火線としての役割を果たしたとは言えるだろう。FRBが想定していたのとは違う形態であるものの、システムミックリスクが顕在化した事例としては歴史に記録されるであろう。

なお、2008年夏の経営危機の中でも、より影響が深刻だったのはフレディマックであった。ファニーメイは2008年5月の増資で自己資本に一定に余裕があったが、フレディマックはテクニカルな問題から増資が実施できず、市況が悪化する中で増資がより一層困難となっていた。そうした中で、1社のみを公的管理に置いて、もう1社はGSEのままという選択が困難だったとも言われており、ある意味、Weak Linkがあったとも言える。その意味では、類似の組織が存在することによる競争促進という観点に加え、1社が破綻の危機に瀕した場合に他社が道連れになるシステムミックなリスクも考慮して制度設計は行われるべきであろう。

更に言えば、金融システム上重要な金融機関に対する規制・監督体系の一元化を促進する起

点ともなった。リーマン・ブラザーズ、AIGと並び、非預金金融機関であるGSEの経営危機とその突然死回避のための対応は、2009年3月25日に米財務省が発表した破綻処理策の先行事例ともなっており、危機のスタートであったと同時に、改革の糸口ともなっている。

V-2. 住宅金融市場における意味

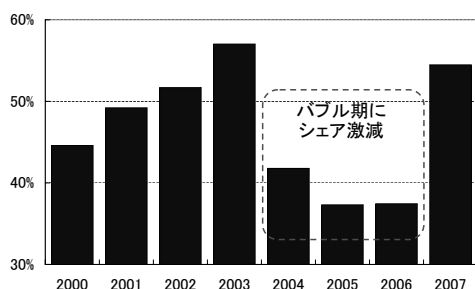
両社の損失の一定割合はオルトAやサブプライム等のリスク属性の高い住宅ローンに起因するものの、依然、両社の事業量の圧倒的大部分はプライムローンから構成されている。プライムローンの延滞率はサブプライムの10分の1以下、2%前後であるが、住宅価格の下落により、一件当たりの損失額が膨らんでいることが両社の経営基盤の根幹を揺るがしている。その意味では、両社の経営危機はサブプライム問題がプライムの顧客層にも感染したことを象徴する出来事であった。2009年6月の失業率は9.5%だが、今後これが上昇を続ける可能性も高い情勢の中で、単に住宅価格が下落したから返済意欲が減退して家を放棄するような債務者のみでなく、伝統的な不況型の延滞も増えていくのは不可避であろう。

では、今回の住宅バブルにおいて両社は被害者だったのか、加害者だったのか、という点についても考察したい。

両社が住宅市場に流動性を供給し続けたことが住宅価格上昇を持続させたエンジンとなったのは現に資金が流入していた以上、否定できない。ではそれが持続不可能なバブルの水準にまで押し上げる要因であったか、と考えるに、バブルがピークを迎えた2005～2006年にかけて、両社のシェアは大幅に減少している(Krugman)。これは、両社が対象とするコンフォーミングローンの限度額のため、カリフォルニアあたりではほとんど利用されなかったためである。その意味では、コンフォーミングローンリミットがあったことは、住宅バブルに対してはCounter-Cyclicalに作用したと考えられる。

なお、両社がオルトAやサブプライムに投資

図19 GSEの新規貸出シェア



(資料) Inside社

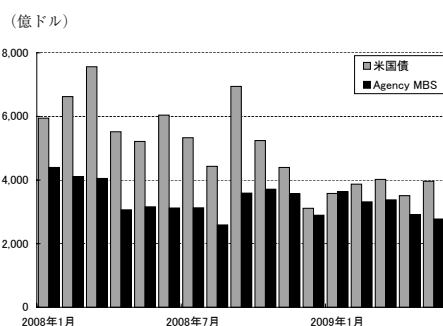
して失敗したのは、かつて日本の住専（住宅金融専門会社）や、アメリカのS&Lがともに商業用不動産投資に失敗したことを彷彿とさせる。本業が傾いた時に類似するものの全くリスク属性の違う分野への事業展開により失敗した例としては、住専やS&Lの問題との類似点がある。一方、住専を銀行の別動隊（＝オフバランス取引）と捉える見方からすると、むしろこれと比較するのは今回の金融危機の局面では金融機関とその別動隊としてのSIVの問題である。GSEのバランスシートから切り離されたAgency MBSが存在するとしても、MBS信用保証事業によってサブプライム取引が抱え込まれた、という構造にはない以上、オフバランス取引だからという理由で両社のMBS信用保証事業を比較するのは無理がある。また、S&L危機においては不良債権がS&Lのバランス

シートにとどまったのでリスクが金融市場全体に拡散しなかったのに対し、今回の金融危機では証券化によりリスクが世界中に発散し、所在不明となったことが問題を複雑化したとも言うが、それはPLS（Private Label Securities：民間の証券化案件）の話であって、Agency MBSは全く事情が異なる。

民間のMBSは2008年秋以降、実質的に発行がほぼ完全に停止しており、それらの価格もAAA格でも半値以下というものが少なくない。一方、Agency MBSは市場が不安定な中でも毎月10兆円規模で発行され続けており、2008年においても一日の平均売買高は34兆円程度と活発に取引されている。長期国債の利回り低下ほどにはMBSの利回りは低下しておらず、スプレッドは拡大しているものの、取引価格そのものは概ね安定的に推移している。このような事実を無視して、証券化市場全てが崩壊しているかの如き報道がなされ市場の混乱に拍車をかけるのは憂慮される事態である。

そもそも、両社は公的管理下に置かれているが、清算（Liquidation, Receivership）の対象となっているわけではなく、事業を継続させて住宅市場の建て直しに貢献させようとしている。両社の経営が安定化するまで新規事業を凍結するという選択肢もあるだろうが、それは失われる便益との比較衡量では極めて非現実的である。両社の経営に問題があったにせよ、Agency MBS

図20 米国債とAgency MBSの一日当たり売買高



(資料) SIFMA

図21 Agencyと民間のMBSの価格推移



※ Agencyはファニーメイ30年6%，民間はABX.HE2006年下期AAA

(資料) Bloomberg, Markit

が供給され続け、アメリカ住宅ローン市場で不可欠のインフラとして機能し続ける以上、現時点で両社の事業を「失敗」と定義付けるのは時期尚早という評価もあろう。両社のMBSをFRBが買い入れているのも、住宅ローン金利

を人為的に引き下げて住宅市場を活性化するためであって、両社のMBSが民間のMBSのように投資家不在となっているわけではない点、留意する必要があるだろう。

Ⅵ. 日本へのインプリケーション

GSEの経営危機は、日本における市場機能を活用した住宅金融市場のあり方に一定の影響を及ぼすと考えられる。これらの点について、証券化市場（住宅ローンのセカンダリー市場）と住宅ローン市場（プライマリー市場）に分けて考察する。

Ⅵ-1. MBS市場

Ⅵ-1-1. TBA市場とSEC登録免除

第5章の最後で触れたとおり、両社のMBSについては現時点でも高い流動性を有している。これに関して、GSEの特典のうち、SEC登録免除についてはこれまでとは別の観点の議論が必要である。すなわち、Agency MBS（ジニーメイを含む）はプール未指定取引であるTBA（To be Announced）取引が可能であり、昨今のような市場の混乱の中でも毎日数千億ドル単位での売買が成立している。このような高い流動性を確保できるのは、市場関係者との協議の末に整備された基準（Uniform Practice）により“標準化”された商品性によるところが大きい。証券の信用力が担保となる住宅ローン債権そのものの信用力（それもAgencyの基準により確認されている）に加え、元利払い保証をしているAgencyの信用力にも依拠している点が大きいが、そもそも投資家に対して債権の中身を検証する手段を与えずに取引させるということは一般の証券化ではありえない前提である。不特定多数の投資家に販売する商品については詳細なプール情報が開示されて然るべきと

ころ、そのようなプール情報の開示が必要となると、TBA市場でMBSをショートしてパイプラインリスクをヘッジするような取引は不可能となる。TBA取引による金利上昇リスクのヘッジにより申込時金利が成立しているアメリカの住宅金融市場においては、このSEC登録免除はTBA取引を可能とするなど、Agency MBSにコモディティ性を付与し流通市場の機能を高めるための重要な前提でもある（小林・安田2008a）。

Congressional Budget Office（CBO：議会予算局）によれば、ファニーメイのSEC登録免除が規定されたのは1954年のCharter Actによる。当時は、連邦政府機関の一部と位置づけられていたことから、米国債同様の扱いとされたものと推察される。

TBA市場の存在は住宅ローン金利を申込時点でロックすることを可能にし、債務者を借入申込時から資金交付時までの金利変動リスク（債務者にとってのパイプラインリスク）から解放するために必要な制度である。しかし、日本では住宅金融支援機構（以下「機構」と略）MBSにおいても、次に述べる債券発行方式の問題から、現時点ではTBA市場の創設はハードルが高いとされる。

Ⅵ-1-2. 超過担保方式による機構MBS

機構の証券化支援事業とファニーメイのMBS信用保証事業とでは、信用リスクを発行体が負担しつつ、金利変動等の市場リスクを投

表3 サブプライム、ファニーメイ、機構のMBSの比較

	サブプライムMBS	ファニーメイMBS	機構MBS
資産	オフバランス	オフバランス	オンバランス
返済困難者対策	不可能	可能	可能
信用補完方式	優先劣後構造	単純パススルー債	超過担保方式
超過担保	なし	なし	あり
信用リスク	投資家に移転	ファニーメイが負担	機構が負担
信用の源泉	資産のみ	資産+ファニーメイ	資産+機構

資家に移転する点で共通するものの、MBSのストラクチャーは若干異なる。ファニーメイのMBSは、万が一ファニーメイが破綻した場合でも、担保資産があるため、無価値になることはないが、そのファニーメイのMBSにおいては、100億ドルの住宅ローンから100億ドルのMBSが発行されるのに対し、機構のMBSは、100億円のMBSを発行する際に、108億円程度の住宅ローン債権を信託し（超過担保方式）、更に安全な信用補完措置を講じている。それ故に日本国債を上回るAAAの格付けを取得できているが、発行の都度、債権のリスク属性を格付機関が査定して超過担保率を設定するという仕組みのため、プールが確定する前に取引を執行するTBA市場の創設の障害となっている。

これらの問題は、どの程度のリスクを債務者に負わせ、それを回避するためにはどの程度のコストがかかることを制度設計上許容するか、という問題に帰結する。TBA市場の設立には証券の標準化が必要であるが、日本の投資環境ではクーポンを例えば0.5%刻みとして時価発行することに対応できる投資家が少ないという声もある。TBA市場の創設にはしばらく時間がかかると見るのが妥当であろう。

なお、現下の市場の混乱の中で、FRBや財務省がAgency MBSの買い入れを行っているが、これは市場機能が回復するまでの時限措置であり、住宅ローン金利を妥当な水準まで引き下げて景気浮揚を図るためのものである。市場

インフラ整備について当局が関与する部分はあろうが、取引そのものは危機的局面を除けば市場が機能する限りは市場に委ねるべき性質のものであろう。

Ⅵ-2. 住宅ローン市場

アメリカの住宅ローン市場では、従来は30年固定が一般的であったが、サブプライムローンが増加した時期には、変動金利タイプのもの（2年固定やIOローン、ネガティブアモチ³⁵⁾等）が急増した。その反省から、FRBはRegulation Zを改正し、変動金利タイプの住宅ローンの広告を規制し、一層の情報開示を求めている。顧客保護という観点からは、日本でもより充実させるべきポイントであろう。

また、アメリカの住宅ローンはノンリコースであるとよく言われるが、これは実態的にノンリコース的な融資となっていたものであり、制度上そうであったわけではない³⁶⁾。住宅価格が継続的に上昇している中ではデフォルトした債権からの回収は住宅を処分すればほぼ賄え、仮に残債があったとしても高い法廷費用をかけて債務名義を取得したところで回収できる資産を持っていることが稀なことから、欠損判決（Deficiency Judgment）を取りに行かなかっただけのことである³⁷⁾。しかし、今後住宅価格が下落していく中で、例えばサブプライムやオルトAローンを利用して投資用物件を購入したような場合には、自宅を押さえにかかるというこ

35) IO (Interest Only) は当初元本の支払がなく、金利部分のみを支払うローン。ネガティブアモチ (Negative Amortization) は、約定金利見合いの返済額すら割り込む金額を当初数年間支払い続け、不足分を元本に加算して将来元本償還が始まった時に返済額が急増するローン。

36) カリフォルニア等、いくつかの州では購入資金融資に係る欠損判決を禁止している例もあるが、少数派である。

とも起こりうる（小林・安田2008b）。一方で責任ある債務者については2月18日の救済策で一定に元本放棄を認めさせるような措置も導入しているが、仮に日本において同趣旨の対応を検討する場合、なぜ必要なのか、その場合のコストはどの程度か、そのコストを誰がどのような理由で負担するのか、議論を尽くす必要がある。

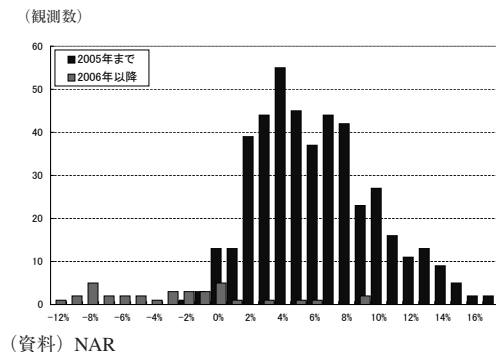
なお、GSEの問題に関して住宅ローンの金利について触れておきたい。住宅ローンの金利構成要素は、大きく分けて資金調達コスト（ALMリスク分含む）、信用リスク、事務コスト（サービシングフィー含む）、利潤に分解できる。この中で、今回の金融危機で注目されたのは信用リスクのコストである。サブプライムでも、格付機関が適切なリスク分析を行い、より高い劣後比率を求めていれば元の住宅ローン金利自体が実際よりも高くなり、ここまで多く利用されなかったのではないかと、との指摘もあるが、GSEの経営危機においても、よりForward Lookingな保証料率の設定を行っていれば、危機が表面化するのを多少なりとも遅らせることは可能であったはずである。両社の保証料率は20～30bp程度であるが、仮にこれをFHA並みの50bpとしていけば³⁷⁾、残高が5兆

ドルあるので、年間100～150億ドルの収益改善となっていたはずである。

それでも足元の赤字を埋めるのには十分ではないが、そのような低い保証料率に対してですら、例えば有力シンクタンクのAEIは、フレディマックの保証料率20bpは高いと批判していた。これに対し、フレディマックは、「信用関連損失（Credit-related losses）は、足元は非常に低い水準で推移しているが、これは極めて異例な状態であり、30年間という長期間のMBSの元利払い保証という信用保証事業の性質に鑑み、年率6bp程度という過去の平均値程度を見込むのが適当」と同社ホームページで反論していた³⁹⁾。結果的にはそれでも低かったということになるが、そのような低い料率の前提となっていたのが住宅価格が2桁も下落することはないという神話であった。

この点については、日本ではバブル崩壊の経験を踏まえ、ある程度低い回収率を見込んで保守的な信用リスク管理が行われている。それは正しい判断であると考えられるが、今後経済情勢が一層悪化していく中で、それを織り込んだ料率を算定すると更に金利が引き上がり、住宅ローンの利用自体が進まず、住宅市場が一層冷え込み、景気の悪化を加速させるというリスクもある。所謂Procyclicalityの問題として、政策金融の枠組みも踏まえた議論が今後進展していくことであろう。

図22 住宅価格変動（中古）



Ⅵ-3. 組織形態とガバナンス

GSEという組織形態については、今後は持続困難という声は多い。ポールソン前財務長官もバーナンキFRB議長も、公的使命と利益追求という本質的な矛盾を抱えるGSEという組織形態に否定的である。両者に共通しているのは、政策目的上必要な事業であるのであれば、それは明示的な政府保証の下で（政策コストを

37) 例えば、ファニーメイの標準サービシング契約では、欠損判決の申請を行うか否かの判断をファニーメイが留保する旨を明記しており、最初から放棄しているわけではないことが明らかである。

38) FHA保険では、毎年支払う50bpの保険料に加え、ローン実行時にアップフロントで1.5%の保険料がかかる。

39) 現在、このURLは削除されている。

透明にした上で）実施すべきで、GSEという曖昧な形態による「暗黙の政府保証」は望ましくない、とするものである。

両社の将来像については最終的には連邦議会がその設立準拠法でどう規定するかにかかってくる問題であり、現時点で予想することは困難である。一部には、市場環境が厳しい状況で両社の組織形態を議論すること自体、両社に対するリスクプレミアムを増幅して住宅ローン金利高騰につながるため、住宅市場が落ち着くまでは議論することすら政治的には困難だという声もある。

ポールソン前財務長官は、2009年1月7日の講演で、参考例として、①FHA／ジニーメイを拡張し、ファニーメイとフレディマックを吸収する形で完全国有化②一部保証の機関とする（GSEのまま）③規模を縮小して完全民営化する④ユーティリティー方式、が考えられる、と紹介している。この中で、民間資本を呼び込みながら、公的使命を果たすという、利益相反の問題を最もよく解決するのは④としているが、まだ煮詰まった議論ではない。

一方、日本においても、株式会社はコーポレートガバナンスの観点で優れているという意見もあるが、今回問題となったGSEも所有形態としては株式会社であり、更に、完全に民間企業であるシティ等の大手金融機関も同様に株式会社である。本文中で用いたAgencyとは違う意味で（より一般的な意味における）「エージェンシー」の問題が今回の金融危機において議論されつつあるが、株式会社という有限責任の組織には利益は無限度で損失は出資額までという意味においてこの「エージェンシー問題」があるのではないかと（BIS）。それゆえ、シティやAIGの株主も監視機能を発揮できなかったという解釈もありうると考えられなくもない。

なお、両社への支援で特筆すべき点は公的資金による資本注入が措置された点であり、その後のAIG、シティ等への支援のプロトコルとなった。これらはいずれも単に資産規模が大きいだけでなく、金融システム全体に複雑に組み

込まれており（Interconnected）、システミックに重要な金融機関である。既に見たとおり、GSEに対する支援は資本、資産、負債の全ての面に渡っており、そのアプローチは段階を踏まえつつも踏襲されている。

暗黙の政府保証により「Too big to fail」なまでに巨大化したことが両社をシステミックに重要な金融機関に押し上げたが（Bernanke 2007c）、「Too big to fail」の問題として、規模の拡大と過度のリスク志向、資源配分の歪み、競争抑制が指摘されている（Bernanke 2009）。両社の暗黙の政府保証による住宅ローン金利の低減効果は25bp前後とする研究が多いが、これが資金配分を歪めて住宅に不当に資源を多く配分したか、という点については、金利を下げて持家取得を促進するというそもそものミッションに合致するものであり、これはどこまで持家取得を促進するのかという問題と同義である。また、競争抑制についても、2005年から2006年にかけて、民間の証券化組成が大きく増えていることから、両社の存在が競争抑制的というわけではなかった。

その意味では、両社にとっての「Too big to fail」の問題はやはりリスク管理の問題に帰結するようにも思われる。少なくとも、住宅価格が下落に転じた場合の損失率拡大及びオルトAのような属性の住宅ローンのパフォーマンスの劣化に対する認識は不十分で、テールリスクが顕在化するような環境の変化には対応できていなかった。ただし、過剰なリスクテークを結果として行ったのは事実であるものの、ロビー活動を行ってまでGSEという組織形態を維持しようとしたことに鑑みれば、GSEという組織形態を離れて国有化に至る可能性があるような巨額損失をも顧みないほどのリスクテークをするインセンティブにはなりえないと解すべきでないかと考えられる。

なお、日本においては、住宅金融公庫において1990年代後半の超低金利時に繰上償還が急増した問題があったが、財投改革・特殊法人改革を通じて、システミックリスクに発展するこ

とはなかった。昨今、金融危機の中で市場の失敗を補完するために政策金融の活用の議論が活発化しているが、将来的に発生するコストについては、日本においては政策コスト分析の枠組みが導入されており、予算措置については国会での審議もあることから、アメリカよりは透明性が高い枠組みが構築されているという評価もあろう。金融危機を信用収縮問題、市場流動性枯渇問題として把握した場合、GSEのような

信用補完機能・市場商品標準化機能の担い手が市場インフラとして重要であることはここであらためて論ずる必要もなく、機能論を十分に踏まえた議論の整理が必要である。ポートフォリオ肥大化やリスク管理体制強化はその牽制の枠組みとともに慎重に議論する必要はあるものの、GSEはあらためて我が国の政策金融機関の在り方に深いインプリケーションを与えている、と考えられる。

VII. まとめ

GSE問題は、政策目的を遂行させる機関の組織形態として、半官半民のような組織が民間活力をレバレッジするので効率的なのか、純粋な政府機関であるべきなのかという点について議論の素材を提供した。また、半官半民の組織が暗黙の政府保証を得ることにより、市場シェアを拡大することにより Too big to fail な組織に成長することで、システミックリスクを生じる可能性がある場合、どこまで肥大化を許容するのか、という点についても問題提起した。これは政策ターゲットの範囲とそのコストの比較衡量の問題であるが、両者の関係がより明示的となるような透明性のある政策フレームワークが必要である可能性を示唆している。

また、そのような組織が金融システム全体に及ぼす影響に鑑み、金融機関はすべからく一元的な監督に服するべきであるという方向性も打ち出されつつある。住宅ローンは多くの先進国で金融機関の資産の多くを占めるに至っている現状に鑑み、住宅価格のバブルの形成及び必然的な崩壊は金融システム全体に甚大な影響を及ぼし、ひいては実体経済全体にも深刻な結果をもたらしかねない。マクロブロードデンスの議論の中核を成す分野の一つであることは論を俟た

ないであろう。組織形態の議論の帰趨は予断を許さないが、制度設計においても「単純への逃避 (Flight to Simplicity)」が見られる中、政策上必要な事業については、より公的関与の強い組織が情報開示を徹底して透明なコスト構造・リスク管理構造の下に実施する流れになりつつあるような印象も受ける。いずれにせよ、GSEの組織形態の見直しに際してはより大きな金融システム全体における規制体系の再構築と、政策目的実現のためのコストのあり方を踏まえた議論が展開されると見込まれるが、それは単なる組織論やガバナンスといった矮小化された問題には止まらず、持家取得支援という「アメリカンドリーム」のあり方、ひいてはアメリカという国家そのものの Going Concern としてのあり様をも左右し兼ねない大議論となると想定される。オバマ大統領が就任演説でも触れた「困難な問題を先送りしてきたツケ」の一部をどう解決するのか、今後とも注視する必要があるだろう。

※本稿のうち、意見に係る部分は執筆者個人のものであり、住宅金融支援機構、みずほコーポレート銀行のものではない。

参 考 文 献

- 小林正宏・大類雄司「世界金融危機はなぜ起こったか」東洋経済新報社，2008年
- 大類雄司「住宅ローン証券化のすべて」日本経済新聞社，2006年
- 倉橋透・小林正宏「サブプライム問題の正しい考え方」中央公論新社，2008年
- 小林正宏，安田裕美子「サブプライム問題と情報開示」『季報住宅金融』夏号2007年
- 小林正宏・安田裕美子「サブプライム問題とアメリカの住宅金融」住宅新報社，2008年 a
- 小林正宏，安田裕美子「ノンリコースとサブプライム問題」『季報住宅金融』春号2008年 b
- 小林正宏「GSE改革法案の動向について」『季報住宅金融』夏号2007年 a
- 小林正宏「サブプライム問題の波及と今後の見通し」『季報住宅金融』臨時増刊号2007年 b
- 週刊東洋経済「徹底解明 世界複合不況」（東洋経済新報社，2008年8月9日特大号）
- 金融庁「金融市場戦略チーム」第一次報告書（2007年），第二次報告書（2008年）
- Bert Ely "How to Privatize Fannie Mae and Freddie Mac" May 7, 2004
- Ben S. Bernanke, "GSE Portfolios, Systemic Risk, and Affordable Housing", March 6, 2007 a
- Ben S. Bernanke, "Housing, Housing Finance and Monetary Policy" August 31, 2007 b
- Ben S. Bernanke, "Subprime mortgage lending and mitigating foreclosure" September 20, 2007 c
- Ben S. Bernanke, "Financial Reform to Address Systemic Risk" March 10, 2009
- BIS "79th Annual Report" June 29, 2009
- Congressional Budget Office "Effects of Repealing Fannie Mae's and Freddie Mac's SEC Exemptions" May 2003
- Congressional Budget Office "Assessing the Public Costs and Benefits of Fannie Mae and Freddie Mac" 1996
- Congressional Research Service, The Library of Congress "CRS Report for Congress Government Sponsored Enterprises (GSEs) : An Institutional Overview" April 23, 2007
- Fannie Mae "Form 10-K Annual Report" February 26, 2009
- Federal Reserve Bank of Atlanta "An Analysis of the Systemic Risks Posed by Fannie Mae and Freddie Mac and an Evaluation of the Policy Options for Reducing Those Risks" April 2006
- Federal Reserve Bank of Atlanta "Financing Housing through Government-Sponsored Enterprises" Economic Review First Quarter 2002
- Federal Reserve Bank of New York "Fannie and Freddie's Excellent Adventure : GSEs, Consumer Choice and Pricing in the Residential Mortgage Market" March 2006
- Federal Reserve Bank of St. Louis "Executive Compensation at Fannie Mae and Freddie Mac" October 2004
- FHFA "Report to Congress 2008" May 18, 2009
- Government Accountability Office "Federal Housing Administration Decline in the Agency's Market Share was Associated with Product and Process Development of Other Mortgage Market Participants" October 2008
- IMF "Global Financial Stability Report - Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness" April 2008
- IMF "Global Financial Stability Report - Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks" April 2009
- IMF "World Economic Outlook - Housing and the Business Cycle" April 2008
- Inside Mortgage Finance (2007) : "The 2007 Mortgage Market Statistical Annual."

- James Lockhart "Lessons learned from mortgage market turmoil" OFHEO, May 2008
- James Lockhart "The Present Condition and Future Status of Fannie Mae and Freddie Mac" FHFA, June 3, 2009
- Lawrence J. White "Fannie Mae, Freddie Mac, and Housing Finance : Why True Privatization Is Good Public Policy" August 2004
- OFHEO "Annual Report to Congress 2008"
- Paul Krugman "The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008" W.W. Norton, 2009
- Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP "A Report to the special review committee of the board of directors of Fannie Mae" February 23 2006 (Rudman Report)
- Peter J. Wallison and Charles W. Calomiris "The Last Trillion-Dollar Commitment : The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac" September 2008 (AEI)
- SEC, FRB, US Treasury "Enhancing Disclosure in the Mortgage Backed Securities Markets" January 2003
- United State Postal Service "United States Postal Service Transformation Plan Appendix T Overview of Selected Government Entities and Government Sponsored Enterprises" April 2002
- US Department of Treasury "Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure" March 2008
- US Department of Treasury "Financial Regulatory Reform - A New Foundation : Rebuilding Financial Supervision and Regulation" June 2009
- Wayne Passmore "The GSE Implicit Subsidy and the Value of Government Ambiguity" Board of Governors of the Federal Reserve System 2005-05