

## 金融安定化 ガイトナー・プランをみる眼

発表日：2009年3月25日（水）

～不良債権買取スキームは買い手優遇に力点～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生（Tel：03-5221-5223）

ガイトナー財務長官の不良債権買取プランは、その発表後は株式市場では好感された。株価上昇は結構なことであるが、スキームを仔細にみると、売り手側の不良債権売却が加速されるかどうかは未知数であり、2月10日の方針発表と大筋で変わりがないように思える。株式市場が好感したのは、売り手サイドの事情ではなく、むしろ買い手側の民間投資ファンドが手厚く優遇されている点にあったのだと考えられる。

### 複雑怪奇なガイトナー・プラン

3月23日にガイトナー財務長官が発表した不良債権買取プランが、まずは株式市場で好評価された（図表1）。財務長官の乾坤一擲が、辛くも当局の窮地を救ったかたちである。以前、2月10日の時点でガイトナー長官が方針を示唆したときは、「不良資産の買取りをどのような時価で値決めするかがはっきりしない」、「銀行救済のコストが大きすぎて二の足を踏んだ」などと辛口の論評が乱れ飛んだ。いわゆるバッドバンク構想は、具体性に欠け、期待外れという世評が広がった。

一方、今回のガイトナー・プランに対する評判には、隔世の感がある。だが、この複雑怪奇なスキームが一体何なのかという実体論は、時間が経過していないこともあって、統一の見解には至っていないように思う。筆者自身も、難解な仕組みを理解するのに「読書百篇義自ら通ず」で時間がかかったが、このスキームの複雑さが衆目の視点を関心をそちらにそらしている印象がある。本稿は、自身の理解の一里塚としてまとめたものである。

### （図表1）ガイトナー・プランの骨子

- (1) 最終的に最大1兆ドルを金融機関から買い取る（5,000億ドルで開始）。資金は、公的資金であるTARPの枠内から750～1,000億ドルを拠出。
- (2) 買取りは、タイプを「ローン債権」と「証券化商品」に分けて、それぞれ官民投資ファンドが競争入札する。
- (3) 買取りをする官民投資ファンドは、FDICやFRBのファイナンス支援を受けることができる。

### 買い手優遇の仕組み

結論から言えば、3月23日の詳細は、大枠として2月10日と変わらない内容であると言える。ただし、23日の発表の力点が、不良債権の買い手側のスキームの説明に移ったことは特筆される。今回の新味は、FDIC（連邦預金保険公社）やFRBの公的資金を用いて、投資ファンドが如何に有利な条件で、不良債権買取に応じられるかが詳細に強調されている点である。注意深くみていくと、メディアには、投資ファンドの側からは高評価のコメントが示されている。株式市場が好感したのは、買い手優遇を通じて投資家に期待されるメリットだったのではなかろうか。

具体的に解説すると、民間投資ファンドは、不良債権（レガシー・ローン）の買取りに応じるとき、民間出資額と同額の公的資金を使って官民投資基金（PPIP）を設立できる。この官民投資基金は、さらにFDICから債務保証された負債を、官民出資額の最大6倍まで調達できる。官民投資基金は、民間出資額の14倍の規模の不良債権の買取りが可能になる計算である。このファンドのうま味は、不良債権をディスカウントして買うときに、もっと大きくなる。数値例を使うと、民間金融機関がバランスシートに抱える100万ドルの不良資産を3割引の70万ドルで買っ

たでしょう。そして、その不良資産が平時に年率7%のインカムゲインを生んでいたとすると、官民投資基金の総資産利回りは10%になる。負債コスト1%とすれば、資本利回り（出資金の収益率）は64%にも達する（図表2）。民間出資金は、不良債権がデフォルトになって、清算価値が3割以上失われると毀損するが、2年間程度保有していれば、インカムゲインで投資額を回収できるうま味がある。つまり、民間投資ファンドは、公的資金を使った高レバレッジ運用が可能だということである。

かつて、証券化バブルが弾ける以前は、CDO、CLOなどのエクイティ投資が、同じような高レバレッジ運用として知られていた。当時、ヘッジファンドや投資ファンドは、この種の取引を得意とした。今回は奇しくもそれを復活させたかたちである。

投資ファンドにしてみれば、リーマンブラザーズ破綻以降、投資ファンドの資金調達が困難になって、この種の取引はできなくなっていた。ガイトナー・プランのローンの不良債権買取スキームは、公的資金を使って、投資ファンドに高レバレッジ運用を認める点で、民間投資ファンドには歓迎されるはずである。

なお、この買取スキームには、証券化商品買取（レガシー証券）のプログラムもある。こちらは、かつてAAA格を付与されていた不動産担保証券（RMBS、CMBS）を、同じく官民投資基金（証券化商品買取用）が購入するものである。この基金は、民間出資と同額の公的出資を併せて、出資金と同額の公的融資を受けることができる。民間出資50に対して、公的出資50、公的融資100の、総額200の規模のファンドになる。こちらのレバレッジは高くないが、証券化商品を使ってFRBのオペ（TALF＜ターム物資産担保証券ローンファシリティー＞）に応じることができるうま味は大きい。TALFに応じてFRBから資金を引き出すと、その資金で新しい証券化商品を繰り返して購入できる。つまり、官民投資基金は、TALF資金を利用して効率的に運用益を稼げることができる点が、民間投資ファンドには利点になるのだろう。

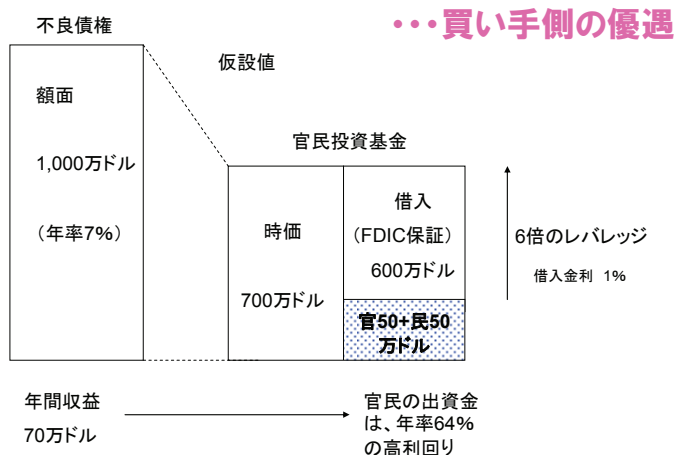
不良債権の買取スキームは、ローン債権買取と証券化商品買取の2種類に分かれるが、いずれも民間投資ファンドにとっては、魅力的な仕組みである点で共通している。もう一つ付言すると、民間投資ファンドが儲けた利益は、報酬制限の網にかからないことが保証されている。政府管理の下に置かれたAIGの経営者に対する報酬制限のような扱いにならないことが約束されている点は、取引活発化の約束手形になっていると言えなくもない。

## 売り手の問題

本来、バッドバンク構想が企図した政策効果は、経営悪化した銀行から不良債権を分離して、リスクがとれるようなグッドバンクに蘇生させることであった。そのため、割安な時価で不良債権を買取って、経営悪化した銀行に損失を出させるのではなく、なるべく簿価に近い買取価格で損失を出させないことが肝要だとされた。しかし、税金で銀行経営者を救済するという扱いは、国民からの批判を浴びやすいという点で、米財務省はジレンマを抱えた。その点については、2月10日の当初方針も、3月23日の詳細案も、ほとんど変わりはない。

今回、示されたのは、設立された複数の官民投資基金が、入札で不良債権・証券化商品を高値でせり落とすという手順にかけることである。時価評価とは、ローン債権の場合、官民投資基金の競争入札で最も高い値段をつけた

（図表2）不良債権買取スキームのメリット



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

価格が、落札価格＝時価となる。証券化商品の方は、流動性が乏しい中で証券化商品の値付けが困難な面もあるので、基金の管理担当として実績ある5社（最大）の企業を決め、中立的な価格設定などの実務などの運営を彼らに任せるといふ。

ただし、こうした手法が、果たして売り手側の金融機関に、率先して不良債権入札に参加を促すことになるかどうかは未知数である。この点が未知数なのは、2月でも今回の3月でも変わらない。民間投資ファンドが、ローン債権の時価下落・デフォルトを恐れたとすれば、落札価格は下がり、入札に案件を持ち込む売り手は少なくなる。

ガイトナー・プランの触れ込みは、「不良債権の買い取りは最大1兆ドル」というものであったが、この数字はあくまで不良債権の売り手が1兆ドルまで資産売却に応じるという前提に基づく。売り手が応じなければ、5,000億ドルも1兆ドルも絵に描いた餅である。発表された数字の大きさだけに踊らされてはいけない。

### ガイトナー財務長官の苦悩

2月10日から3月23日までは、ガイトナー財務長官にとっては苦難の連続だったに違いない。株式市場では、資本注入を受けた銀行で、国有化に至れば、普通株の希薄化、場合によっては100%減資のリスクが警戒された。たとえ公的資本注入を行っても、不良債権の分離によって追加損失が大きくなったときは、株主にダメージが及ぶという心配である。この心配に対しては、米財務省もFRBも国有化の可能性を否定し、100%減資の可能性を想起させないアナウンスメントを發して、疑心暗鬼を封じている。

その一方、にわか起こったAIGの高額賞与の支給批判は、政府管理の金融機関に対する厳しい国民の反応を米財務省に知らせる事件だった。米財務省やオバマ政権には、銀行救済に踏み切った場合、「金融システムを守る」という大義だけでは押し通せない不都合な情報が出てくるリスクを感じさせたのである。推察であるが、ガイトナー・プランに売り手サイドの細かな説明が乏しいのは、直前にAIG批判があったことが影響しているのではないかと、だから、視点を買い手優遇にそらす演出をした可能性はある。

今後、筆者が懸念するように、売り手が活発に不良債権の売却に動かないことが、時間の経過とともに明らかになってくれば、米財務省は再びスキームを組み直す必要に迫られるのではないかと。究極的に、銀行への公的資金の注入は、同時に不良資産の分離とセットで実施されなくてはならない。潜在的な自己資本不足は、金融機関の合併、弱小金融機関の吸収・再編を条件にしながら、金銭贈与などを含めて検討することも一案だろう。

筆者の結論としては、ガイトナー・プランは未完成であり、時間の経過とともに見直し・補強を迫られるというものである。これは中間的な評価と言ってもよい。