

# 米国の住宅金融機関の問題点と規制強化の動き

## — 住宅関連の政府支援企業を巡って —

坂 田 和 光

### 目 次

はじめに

#### I 住宅関連政府支援企業の概要

- 1 政府支援企業
- 2 住宅関連政府支援企業
- 3 住宅関連政府支援企業の監督機関

#### II 住宅関連政府支援企業を巡る問題点

- 1 暗黙の政府保証
- 2 監督体制にかかる問題点

#### III 住宅関連政府支援企業の会計不祥事と内部管理体制

- 1 フレディ・マック
- 2 ファニー・メイ
- 3 取締役会の機能

#### IV 各機関の改革の提言と議会審議の動向

- 1 政府・CBO・GAOの見解
- 2 議会審議の動向

おわりに

はじめに

米国連邦議会において、住宅関連の政府支援企業 (Government-Sponsored Enterprise: GSE<sup>(1)</sup>) に対する規制論議が再び、高まっている。政府支援企業とは、特定の政策目的のための融資や保証などの業務を行う、連邦法で設立が規定された株式会社や協同組合である。

議会で目下、規制論議の対象となっているのは、連邦抵当金庫 (Federal National Mortgage Association, Fannie Mae 以下「ファニー・メイ」とする。)、連邦住宅貸付抵当公社 (Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mac 以下「フレディ・マック」とする。)、連邦住宅貸付銀行制度 (The Federal Home Loan Bank System, FHLBS) の3企業体である。これらの企業は、政府支援企業という「特別の地位」のもと、90年代を通じて資産規模を拡大させ、米

国経済の中でプレゼンスを高めてきた。

2003年以降、これらの巨大企業が相次いで会計不祥事をひきおこし、リスクの実態が正確に示されていないことが明らかになった。巨大金融機関の健全性が揺らぐことは、米国住宅金融市場のみならず、金融市場全般に、さらにはわが国の債券市場にも影響を及ぼしかねない。

本稿では、住宅関連 GSE が抱える問題点を挙げたうえで、改革への諸提言、議会における住宅関連 GSE の規制強化に向けた動きを紹介する。

#### I 住宅関連政府支援企業の概要

##### 1 政府支援企業

政府支援企業とは、住宅関連 GSE であるファニー・メイ、フレディ・マック、連邦住宅貸付銀行制度 (FHLBS)、農業関連 GSE である農業

(1) 略語表は巻末表を参照のこと。

信用システム (Farm Credit System, FCS)、連邦農業抵当公社 (Federal Agricultural Mortgage Corporation, Farmer Mac)を指している (表1)。これら GSE は、債券の購入、証券化、直接融資などを通じて、対象となる分野の信用創造を支援し、持ち家促進や農業振興といった国の政策目的の実現に貢献することを役割としており、連邦信用計画<sup>(2)</sup>の一翼を担っている (図1)。

連邦信用計画の意義とは、政策的に必要であり、且つ、融資が小口で採算がとれないなど、民間が参入しない分野に資金を供給することにある。政府支援企業も、住宅購入者や農家に対して、民間金融機関が十分な信用供与を行って

いないことを背景に、設立された。

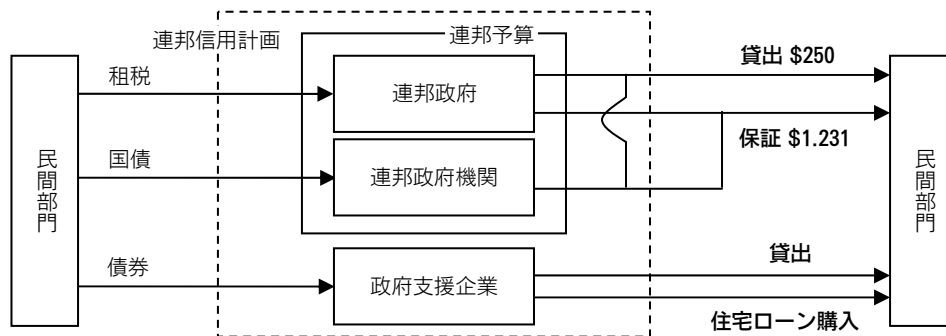
政府支援企業には、連邦予算は充当されていない。しかし政策目的の実現に寄与するために、連邦法に基づき、制約が加えられると同時に、優遇措置も与えられている (後述)。

## 2 住宅関連政府支援企業

### (1) ファニー・メイ、フレディ・マック

ファニー・メイは、1938年に100%政府保有の公営企業として設立された。同社は、貯蓄金融機関などから政府保証付きの住宅ローン (モーゲージ) を買い取り、自らのポートフォリオ (金融資産) に蓄積していった。1968年に100%民間所有の株式会社となり、70年にはニューヨー

図1 米国の公的金融システムの概観図 (金額は2004年末、単位10億ドル)



(出典) 全国銀行協会連合会『欧米主要国の公的金融システム』1997.10, p.9, *Budget of the U.S. FY. 2006, Analytical Perspectives*, p.109 をもとに作成。

表1 GSEの概要 (2003年6月末時点)

(単位: 10億ドル)

GSE	設立	債務	構造	設立根拠法	監督機関
ファニー・メイ	1938	\$2,187 <sup>a</sup>	株式公開営利企業	(12U.S.C. Chap.13)	OFHEO*: 健全性 HUD*: 使命
フレディ・マック	1970	\$1,388 <sup>a</sup>	株式公開営利企業	Federal Home Loan Mortgage Corporation Act (12U.S.C.Chap.11a)	OFHEO: 健全性 HUD: 使命
FHLBS	1932	\$716.9 <sup>b</sup>	12の地域銀行、協同組合組織	Federal Home Loan Bank Act (12U.S.C.Chap.11)	FHFB*
FCS	1916	\$97.1 <sup>c</sup>	5銀行と97の会員協同組合組織	Farm Credit Act (12 U.S.C. 2001 etc.)	Farm Credit Administration
ファーマー・マック	1987	\$7.2 <sup>d</sup>	株式公開営利企業	Agricultural Credit Act (12 U.S.C. 2279aa etc.)	Farm Credit Administration, Office of Secondary Market Oversight

(出典) GAO-04-269T, p.4 より作成。

\* OFHEO: 連邦住宅公社監督局, HUD: 住宅都市開発省, FHFB: 連邦住宅金融委員会

a 短期・長期債務、投資家保有のMBS。フレディ・マック、ファニー・メイは現在、修正申出中

b FHLBS全体の債務 c 証券等の債務全体 d オンバランスの債務と投資家保有の農業MBSなどオフバランスの債務

(2) 連邦信用計画 (Federal Credit Program) とは、住宅、教育、ビジネス、地域開発、輸出などの政策分野に対して、信用供与するものである。連邦政府によるものと、政府支援企業によるものに大別される。

ク証券取引所に上場した。民間企業となってからは、旧来の制約がなくなり、無担保や変動金利の住宅ローンなどを広範に買い集めている。

フレディ・マックは、遅れて1970年に設立された。融資を行わず、金融機関からモーゲージを買い取り、住宅資金を供給するのは、ファニー・メイと同じである。しかし同社は、購入したモーゲージを金融資産として保有するのではなく、これらを元に住宅ローン担保証券 (mortgage-backed securities 以下 MBS とする。) を組成し、保証を付して販売することを業務の柱とした。住宅ローンを基に MBS を組成することを、ローンの証券化という。フレディ・マックも1988年に株式公開企業となり、ニューヨーク証券取引所に上場している。

その後、ファニー・メイも MBS ビジネスに乗り出した。他方、フレディ・マックは、90年代以降、株主利益を追求した収益重視の経営に転換し、金融資産を拡大させており、双方の業容は似通ってきている。現在の両社の業務を概観すると、買い取るローンの殆どは、政府保証はついていないが、ローン資産価値比率80%以上、ないしは、保険の充当率が80%以上などの品質要件や、1家族につき35万9,650ドル以下といった限度額にかかる要件が設定されている<sup>(3)</sup>。購入した住宅ローン債券は、そのままファニー・メイやフレディ・マックが金融資産として保有することもあるが、大部分のローン債券は束ねられて MBS が組成され、投資家に販売される。MBS は、元の住宅ローンの借手が支払い不能に陥っても償還が保証されている。そのため GSE は、MBS に20ベースポイント (bp : 1%の1/100)程度を保証料を付している。ファニー・

メイ、フレディ・マックは、MBS を投資家に売却するほか、自社でも保有している。

GSE は、住宅ローン購入資金を、債券 (GSE 債券) の発行や、MBS の保証料で賄っている。

GSE の社債である GSE 債券や、MBS の買い手は、大手金融機関、年金基金、保険会社などの機関投資家、海外の中央銀行、個人投資家など様々であり、わが国の投資信託にも GSE 債券が多く組み込まれている。

## (2) 連邦住宅貸付銀行制度 (FHLBS)

連邦住宅貸付銀行制度は、貯蓄金融機関を通じた住宅融資を支援するために、1932年に設立された。12の地域住宅貸付銀行が、共同または個別に債券を発行して資金を調達し、傘下の組合金融機関にアドバンスという有担保融資を行っている<sup>(4)</sup>。当初、貯蓄金融機関、生命保険会社に限定されていた組合金融機関も、金融サービス近代化法 (1989年) によって、商業銀行、信用組合も参入できるようになり、現在では8,100を数えている<sup>(5)</sup>。

なお金融サービス近代化法によって、「住宅購入支援プログラム」(The Affordable Housing Program : AHP) という全米最大の助成プログラムが始まった。AHP は、それぞれの住宅貸付銀行の純利益の10%の積立金を原資として、平均所得以下の人向けの持ち家供給プログラムに対する資金援助を行うものである。1990年以降、20億ドル以上の資金が43万件の住宅供給に向けられている<sup>(6)</sup>。109議会 (2005年~06年) で下院本会議を通過した連邦住宅金融改革法に盛り込まれている「住宅取得支援基金」(後述) は、AHP をモデルにしたものである。

(3) これら要件を満たしたローンをコンフォーミング・ローンと言っている。

(4) 組合金融機関は、一家族向け住宅ローンなど高品質の資産をアドバンスの担保としている。

(5) Statement of David Hehman, President and CEO, Federal Home Loan Bank of Cincinnati, Before the U.S. House Financial Services Committee Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government-Sponsored Enterprises, March 9, 2005. <<http://financialservices.house.gov/media/pdf/030905dh.pdf>>

(6) *ibid.*

最近、一部の地域住宅貸付銀行が、組合金融機関から住宅ローンを購入し、金融資産として保有するようになってきている(表3)。ただしFHLBSは、ファニー・メイやフレディ・マックのような証券化業務を行うことはできない<sup>(7)</sup>。

### 3 住宅関連政府支援企業の監督機関

ファニー・メイ、フレディ・マックは、連邦住宅公社監督局(Office of Federal Housing Enterprise Oversight以下OFHEOとする。)と住宅都市開発省(Department of Housing and Urban Development以下HUDとする。)が分担して監督している。

OFHEOは、安全性・健全性の観点からGSEを監督するために、1992年に設立されたHUD内の独立機関である<sup>(8)</sup>。OFHEOは、ファニー・メイ、フレディ・マックの賦課金で運営されている。税金は投じられていないが、賦課金の配賦にあたっては、予算プロセスを必要とする<sup>(9)</sup>。

HUDは、ファニー・メイ、フレディ・マックが与えられた使命を達成しているかを中心に監督する。現在HUDは、3種類の世帯層(地域の主要都市の平均収入～平均収入の80%超の世帯、80%以下の世帯、60%以下の世帯)と、マイノリティ人口の高い後進地域における住宅取得目標を定め、ファニー・メイ、フレディ・マックに実行させている。また、OFHEOと相談のうえ、両社の新しい金融商品や事業の認可を行っている<sup>(10)</sup>。

連邦住宅貸付銀行制度(FHLBS)に対しては、「安全性・健全性」、「使命」の双方とも、連邦住宅金融委員会(Federal Housing Finance Board以下FHFBとする。)が監督している。FHFBは5人のボードメンバーからなる独立機関で、貸出金利、リスク管理、資本、経営陣の責任、新規事業などにかかる規則を定めている。また、組織として、12の地域住宅貸付銀行の継続的なレビューと毎年の実地検査を行っている。FHFBの運営費は12の地域住宅貸付銀行が賄っている<sup>(11)</sup>。

そのほかの監督機関として、GSE債券の発行の許認可権限がある財務省、証券取引所法に基づく証券の登録を所管する証券取引委員会(The Securities and Exchange Commission以下SECとする。)がある。SECの規制の対象となる住宅関連GSEは、現在のところ、自主的に有価証券を登録しているファニー・メイと、一部の地域住宅貸付銀行だけである<sup>(12)</sup>。

## II 住宅関連政府支援企業を巡る問題点

### 1 暗黙の政府保証

#### (1) GSEに対する優遇措置

住宅関連政府支援企業は、特定の業務以外に行えないなど、連邦法上の様々な制約を受けている。その一方で、次のような特典が与えられている。

① ファニー・メイ、フレディ・マックには

(7) Statement of David Walker, Comptroller General, GAO, Government-Sponsored Enterprises, A Framework for Strengthening GSE Governance and Oversight, February 10, 2004, GAO-04-269T, [hereinafter "GAO-04-269T"], p.5. <<http://www.gao.gov/new.items/d04269t.pdf>>

(8) 12 U.S.C. § 4511.

(9) David Walker, Testimony before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Housing Government Sponsored Enterprises, A New Oversight Structure Is Needed, April 21, 2005, GAO-05-576T [hereinafter "GAO-05-576T"], p.5. <<http://www.gao.gov/new.items/d05576t.pdf>>; OFHEO, News Release, April 21, 2005. <<http://www.ofheo.gov/News.asp?FormMode=Releases>>

(10) 12U.S.C. §4501.

(11) Hehman, *op.cit.* (5) ; GAO-05-576T, p.5.

(12) 15U.S.C. §781 (g).

22.5億ドルまでの、FHLBSには50億ドルまでの、財務省の債券買取による緊急融資枠(クレジット・ライン)がある<sup>(13)</sup>。

- ② 州、地方の法人所得税が免除されている<sup>(14)</sup>。
- ③ GSE債券は、SECへの登録(1934年証券取引所法第12条(g))が免除されているとともに、州証券法の適用も免除されている<sup>(15)</sup>。
- ④ 銀行は、GSE債券を制限なく保有できる。
- ⑤ 連邦準備銀行を財務代理人として利用できる<sup>(16)</sup>。

住宅関連GSEが発行する債券には、政府保証がついていないことが明示されている<sup>(17)</sup>。しかし、連邦法で公益的な使命の遂行が課され、そのために事業活動に制約ないしは優遇措置が与えられていること、「大きすぎて潰せない(too big to fail)」に値する資産規模の大きさなどから、投資家は、GSEを「特別の地位」にあると見なしている。また、かつて80年代に、金利が上昇し、地価が下がった際に、政府はファニー・メイや農業信用システムに財政支援を行っており、このことも相俟って、市場では、「政府が救済措置を講じることなくGSEを破綻させるわけがない」、「GSE債券は安全だ」という認識が支配的となっている。いわゆる「暗黙の政府保証」である。

「暗黙の政府保証」の多くは、低利の資金調達コストというかたちをとる。GSE債券は、財務省証券とわずか数bp(ベースポイント)のスプレッド<sup>(18)</sup>で取引されており、格付けはトリプルAの上である。同規模同リスクの他の民間金融機関よりも資金調達コストが低い分、ファニー・メイやフレディ・マックは、住宅ローン債券を、高く買い取ることができ、住宅ローン流通市場において、支配的な地位を築いている。と同時に自らの資産規模を拡大させている。

GSEの「特別な地位」によってもたらされる利益は、「暗黙の政府保証」ばかりでなく、前段で述べた、税金の免除等、明示的なものもある。これらを総称して、本稿では「補助金」と呼ぶ。

## (2) GSEに対する便宜の積算

議会予算局(Congressional Budget Office以下CBOとする。)は、1992年連邦住宅公社金融安全化法<sup>(19)</sup>に基づき、ファニー・メイ、フレディ・マックが政府支援企業から完全な民間企業に移行する可能性に関する調査を1996年にまとめ、議会に提出した。そのなかで、95年における両社への「補助金」額を推計している<sup>(20)</sup>。「補助金」額は、その後、議会の要請に基づき、更新されている(表2)。

表2のとおり、「補助金」総額は、1995年で

(13) 12U.S.C. §1719 (c) ; 12U.S.C. §1455 (c) ; 12U.S.C. §1431 (h) (i).

(14) 12U.S.C. §1723a (c) ; 12U.S.C. §1452 (e) ; 12U.S.C. §1441a (g).

(15) 12U.S.C. §1719 (e) ; 12U.S.C. §1455 (g) ; 12U.S.C. §1441 (e) (8). ファニー・メイや一部連邦住宅貸付銀行は、株式をSECに自主的に登録している。

(16) CBO, *Federal Subsidies and the Housing GSEs*, May 2001, p.13. <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/28xx/doc2839/GSE-Testimony.pdf>> ; 淵田康之「ファニー・メイ、フレディ・マックなどGSEの在り方を巡る議論」『資本市場クォーターリー』4(1), 2000夏, p.58 ; U.S.C. §1452 (d).

(17) 連邦法に基づく。12U.S.C. §1719 (b) ; 12U.S.C. §1455 (h) ; 12U.S.C. §1435.

(18) 財務省証券(国債)との金利の差。

(19) The Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act of 1992 (the GSE Act) §1355, 12U.S.C. §4602.

(20) CBO, *Assessing the Public Costs and Benefits of Fannie Mae and Freddie Mac*, May 1996. <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/0xx/doc13/Fanfred.pdf>>

表2 GSE に対する「補助金」の試算

(10億ドル)

	債券発行	MBS発行	その他				総計	受益者別			(参考) 両社の純益
			州税・ 地方税	SEC登録	格付 手数料	計		ローンの 借り手	ファニー・ メイ, フレ ディ・マック	FHLBSと 組合金融 機関	
1995	3.7	2.5	0.5	0.1	0.02	0.7	6.9	3.7	1.8	1.3	3.2
1996	3.7	3.0	0.6	0.2	0.02	0.8	7.5	4.1	2.2	1.1	4.0
1997	4.5	2.8	0.6	0.2	0.02	0.8	8.1	4.0	2.1	2.0	4.5
1998	9.1	3.4	0.7	0.3	0.03	1.0	13.5	7.0	3.9	2.6	5.1
1999	10.2	4.2	0.9	0.3	0.03	1.2	15.6	7.4	3.9	4.3	6.1
2000	8.8	3.6	0.9	0.2	0.04	1.2	13.6	7.0	3.9	2.7	8.1
2001	12.2	7.0	1.2	0.4	0.04	1.7	20.9	12.0	6.3	2.5	9.1
2002	11.5	8.2	1.9	0.3	0.04	2.2	21.9	12.2	6.5	3.3	14.7
2003	12.5	9.2	1.0	0.3	0.04	1.3	23.0*	13.6	6.2 <sup>a</sup>	3.2	12.7

(出典) CBO, *Federal Subsidies and the Housing GSEs*, May 2001, *Updated Estimates of the Subsidies to the Housing GSEs*, April 8, 2004. \*2003年の総計額にはフレディ・マックの州税・地方税は含まれていない。

69億ドル、2003年で230億ドルと見積もられている。そのうち、住宅ローン金利の低減というかたちで住宅ローンの借り手に還元される額は、95年で37億ドル、2003年で136億ドルであり、残りの額は、株主を含む GSE や組合金融機関に吸収されている。

「補助金」のなかで大きな部分を占めるのが、「暗黙の政府保証」に伴う GSE 債券発行時の便益である。CBO は、政府支援のない同規模同リスクの企業の債券と GSE 債券の金利差に発行総額をかけ、さらに将来の受益を割引現在価値に直すことで、2003年の便益額を125億ドルと算出している。MBS に関しては、資産担保を要する民間金融機関と比べて保証コストが安く済むことから生み出される便益は、2003年には92億ドルに上る。このほか、同年の税金の免除に伴う便益が10億ドル、SEC の登録の免除に伴う便益が3億ドルである。

GSE の収益が増えるに従い、これらの便益額も増大していることがわかる (表2)。

CBO の推計には、連邦準備銀行が財務代理人であることや、財務省の緊急融資枠があることに伴う便益は含まれていない。また、債券の利率が下がることによる便益の継続期間を7年

と短期にとっており、割引率は長期金利より高く設定していることなどから、「補助金」総額は、過小に見積もられている可能性がある<sup>(21)</sup>。

連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board 以下 FRB とする。) のエコノミストのパスモアも GSE の「補助金」を積算している。パスモアは、毎年の債券の発行に対してではなく、債券のストック<sup>(22)</sup> に対する便益額として、1,490億ドル (中位推計) を算出している。そのうち、住宅購入者やタックスペイヤーとしての国民への還元額を790億ドル、53%とみており、そのほかの部分は GSE に帰属するとしている。

CBO、パスモアの「補助金」額は、フロー、ストックという異なる媒体に対するものであり、額は当然異なっている。しかし、両者の「補助金」とも、かなりの部分が GSE に吸収されており、住宅購入者に還元されるのは一部であることは共通している<sup>(23)</sup>。

### (3) システミックリスク

住宅関連 GSE も、銀行と同様に金融仲介を業としていることから、リスクを担うことが業務のいわば本質である。特にこれら GSE に関係の深いリスクが、信用リスク、金利リスク、

(21) CBO, *op.cit.* (16), p.29.

(22) 1998年から2003年上期までの平均。

オペレーションリスクである<sup>(24)</sup>。

住宅関連 GSE に即していうと、信用リスクとは、住宅ローンの借り手が支払い不能になったことに伴う損失リスクである。ファニー・メイ、フレディ・マックは、バランスシート上のモーゲージとともに、バランスシート外（オフバランス）の投資家が保有している MBS の信用リスクを負っている。住宅ローンの借り手が支払い不能に陥っても、MBS の償還を保証しているためである。もっとも、MBS については、両社とも 20bp 程度の保証料をとることでリスクをカバーしている<sup>(25)</sup>。また、バランスシート上の GSE 債券も、昨今の住宅価格の高騰や、保有するローンの品質の高さなどもあって、現在のところ信用リスクは顕在化していない。しかし、住宅バブルの崩壊による担保価値の下落など、今後損失をもたらしかねない事態も考えられる<sup>(26)</sup>。なお連邦住宅貸付銀行については、融資（アドバンス）に組合金融機関の担保が設定されているため信用リスクは軽減されている。

金利リスクとは、GSE が購入する住宅ローンや MBS などの債券（モーゲージ関連商品）と、

それを調達するために発行した債券の、金利や期間のアンバランスがもたらす損失リスクである。たとえば金利上昇局面では、調達金利が高くなり、保有している低利の長期固定住宅ローンとの間で、逆鞘が生じる可能性がある。金利下降局面では、ローンの繰上げ償還が増え、投資収益の機会が失われる。金利リスクは、金利スワップなどのデリバティブでヘッジするのが常であるが、金融資産が大きくなるほど、リスク管理は難しくなる。

ちなみにフレディ・マックは、90年代に至るまで、証券化と保証料徴収をビジネスの柱としており、金融資産を拡大させないことで金利リスクを回避してきた<sup>(27)</sup>。早くからポートフォリオを拡大させ、金利が急騰した80年代に財政支援を受けたファニー・メイとは対照的である。しかしフレディ・マックも株式公開企業となって以降、金融資産を蓄積し、金利リスクを膨らませている<sup>(28)</sup>。

オペレーションリスクとは、経営管理、内部統制の不備がもたらす様々なリスクである。具体的には、不正行為、横領、経営ミス、情報システムの不備、法令違反、レピュテーションリ

<sup>(23)</sup> Wayne Passmore, *The GSE Implicit Subsidy and the Value of Government Ambiguity*, May 2005, pp.3,15, Exhibit 4. <<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2005/200505/200505pap.pdf>> これらの積算に対して GSE は、James E. Pearce, James C. Miller III, *Freddie Mac and Fannie Mae: Their Funding Advantage and Benefits to Consumers*, January 10, 2001 において、GSE への便益に対して借り手への便益が上回っていると反論している。当該文書中の借り手への便益は、「補助金」に伴うものではないものも含まれているようである。CBO, *op.cit.* (15), p.33.

<sup>(24)</sup> CBO, *Testimony, Aligning the Costs and Benefits of the Housing Government-Sponsored Enterprises*, before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, April 21, 2005, p.5. <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/63xx/doc6303/04-21-GSEs.pdf>>

<sup>(25)</sup> CBO, *op.cit.* (16), p.22. 信用リスクに充てられるのは、そのうち数 bp という。Passmore, *op.cit.* p.8.

<sup>(26)</sup> CBO, *op.cit.* (24), pp.5-7.

<sup>(27)</sup> 1989年の議会証言においてフレディ・マック関係者は、巨大な金融資産を保有することは、業務運営の健全性や、住宅供給支援という使命とは相容れないものであると述べている。Remarks by Greenspan to the Conference on Housing, Mortgage Finance, and the Macroeconomy, Federal Reserve Bank of Atlanta, May 19, 2005. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050519/default.htm>>

<sup>(28)</sup> 93年のアニュアルレポートには、「我々は、金融資産を、住宅ローン市場の拡大よりも高い伸び率で増やすように努力しており、信用供与や運営上の費用の管理の中心の歳入の伸びよりも高い収益の伸びを得ている」との記載がある。*ibid.*

スクなどがあげられる。

これらのリスクが顕在化すると、企業の規模の大きさから、影響は、GSE 内部にとどまらず、金融市場、ひいては経済全体に波及する。これをシステミックリスクと称している。

表3、図2にみるように、2004年末の住宅関連GSEの保有するモーゲージ関連商品は総計1.7兆ドルに近い。90年末の1,360億から10倍以

上の伸びである。

債務残高をみると、2004年末の住宅関連GSE債券の残高（バランスシート上の負債）とMBSの残高（バランスシート外（オフバランス）の負債）の総計は約4.7兆ドルである（表4、図3）。ちなみに同時期の財務省証券の残高は3.9兆ドルである<sup>(29)</sup>。

表3 住宅関連GSEのポートフォリオの増大（各年末、100万ドル）

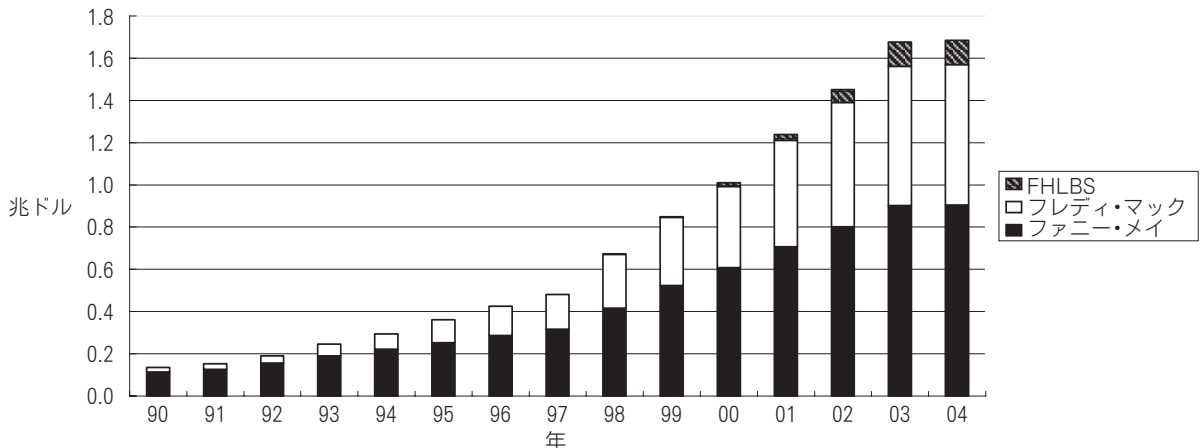
年 末	ファニー・メイ**		フレディ・マック		FHLBS***	a + b + c
	ポートフォリオ上のモーゲージ関連資産 (a)	非モーゲージ関連資産	ポートフォリオ上のモーゲージ関連資産 (b)	非モーゲージ資産	ポートフォリオ上のモーゲージ関連資産 (c)	
1990	114,066	9,868	21,520	12,124		135,586
1991	126,679	9,836	26,667	9,956		153,346
1992	156,260	19,574	33,629	12,542		189,889
1993	190,169	21,396	55,938	18,225		246,107
1994	220,815	46,335	73,171	17,808		293,986
1995	252,868	57,273	107,706	12,711		360,574
1996	286,528	56,606	137,826	22,248		424,354
1997	316,592	64,596	164,543	16,430	37	481,172
1998	415,434	58,515	255,670	42,160	966	672,070
1999	523,103	37,299	322,914	34,152	2,026	848,043
2000	607,731	52,347	385,451	43,521	16,149	1,009,331
2001	706,803	65,982	503,769	89,849	27,643	1,238,215
2002	801,122	39,293	589,899	91,871	60,554	1,451,575
2003	901,880	59,493	660,531	53,124	113,438	1,675,849
2004	904,555*	N/A	664,582	62,027	115,616	1,684,753

(出典) OFHEO, *Annual Report 2005*, Table 4. Fannie Mae Balance Sheet, Table 14. Freddie Mac Balance Sheet, FHLBS Office of Finance, Financial Summary.

\* SEC EDGAR Filing Information, Fannie Mae, Form 8-K, Filing date: 2005-08-25.

\*\* 修正申告中 \*\*\* 2004年は6月末のデータ

図2 住宅関連GSE保有モーゲージ関連資産



(出典) 表3に同じ。



巨額な金融資産は、住宅関連 GSE にリスクが集中していることを意味している。

巨額な負債は、広範な機関投資家が GSE のリスクを分担していることを意味している。米国の銀行は、一企業が発行した債券に、資本の10%以上を投資することが禁止されている<sup>(30)</sup>。

しかし GSE 債券への投資には制限がない。

OFHEO の調査では、2001年末時点で、8,080 の米国の商業銀行のうち、2,000行以上が、自己資本の51%以上に相当するファニー・メイ債券を、1,000行近くが、自己資本の51%以上に相当するフレディ・マック債券を保有している

表 4 住宅関連 GSE の MBS と債券の残高 (各年末, 100万ドル)

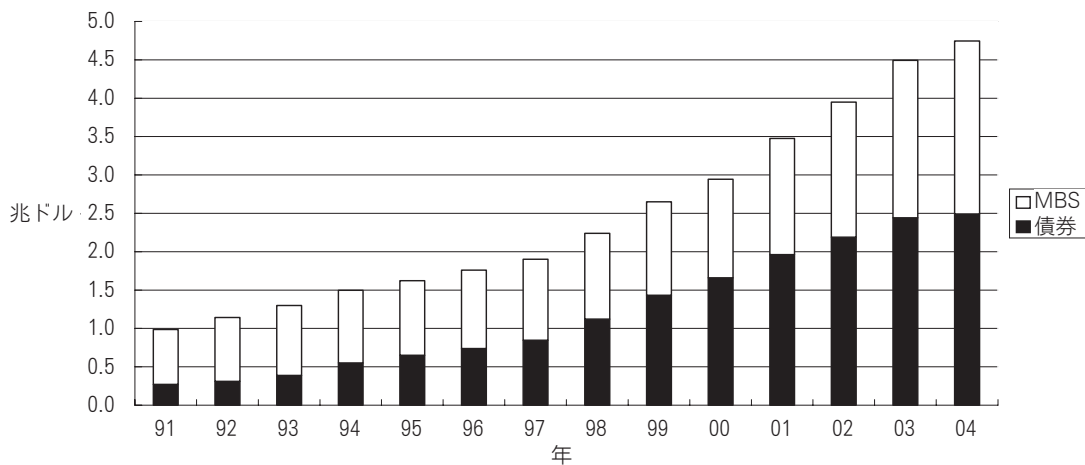
	ファニー・メイ**		フレディ・マック		FHLBS****	MBS 合計	債券合計	MBS+債券
	MBS***	債券	MBS***	債券	債券			
1991	355,284	133,937	359,163	30,262	108,149	714,447	272,348	986,795
1992	424,444	166,300	407,514	29,631	114,652	831,958	310,583	1,142,541
1993	471,306	201,112	439,029	49,993	138,741	910,335	389,846	1,300,181
1994	486,345	257,230	460,656	93,279	200,196	947,001	550,705	1,497,706
1995	513,230	299,174	459,045	119,961	231,417	972,275	650,552	1,622,827
1996	548,173	331,270	473,065	156,981	251,316	1,021,238	739,567	1,760,805
1997	579,138	369,774	475,985	172,842	304,493	1,055,123	847,109	1,902,232
1998	637,143	460,291	478,351	287,396	376,715	1,115,494	1,124,402	2,239,896
1999	679,145	547,619	537,883	360,711	525,419	1,217,028	1,433,749	2,650,777
2000	706,722	642,682	576,101	426,899	591,606	1,282,823	1,661,187	2,944,010
2001	858,965	763,467	653,084	578,368	621,093	1,512,049	1,962,928	3,474,977
2002	1,029,456	844,528*	729,809	665,696	673,709	1,759,265	2,190,387	3,943,198
2003	1,300,166	956,157*	752,164	739,613	740,937	2,052,330	2,442,282	4,489,037
2004	1,402,761	944,638*	852,270	731,697	816,283	2,255,031	2,492,618	4,747,649

(出典) OFHEO, *Annual Report 2005*, Table 4. Fannie Mae Balance Sheet, Table 14. Freddie Mac Balance Sheet, FHLBS Office of Finance, Financial Summary.

\* SEC EDGAR Filing Information, Fannie Mae, Form 8-K, Filing date: 2005-08-25.

\*\*修正申告中 \*\*\*自らのポートフォリオ上のもは除く \*\*\*\*2004年は6月末のデータ

図 3 住宅関連 GSE の債券と MBS の残高



(出典) 表 4 に同じ。

(29) Table I Summary of Treasury Securities Outstanding, December 31, 2004. <<http://www.publicdebt.treas.gov/opd/opds122004.htm>>

(30) 12 U.S.C. §24 ; 12 U.S.C. §335.

ことが判明している。規模の小さい銀行ほど、GSE 債券への依存度が高い(表5)。

GSE 債券が支払い不能になれば、これらのGSE 債券を保有する機関が直接打撃を受けることになる。そのほか、リスクヘッジのためにデリバティブ契約をしている相手先も、大きな損失を被ることになる<sup>(31)</sup>。

投資家が、「暗黙の政府保証」が付されているゆえに GSE を安心とみなそうとも、「暗黙の政府保証」があることで GSE が健全になるわけではない。市場は、GSE を見るとき、政府との関係を専ら重視し、健全性では判断しない。「暗黙の政府保証」の本質とは、市場の監視機能を殺ぎ、GSE の資産規模の拡大を許し、システミックリスクを膨らませるものということができる。

## 2 監督体制にかかる問題点

GSE に対して市場の監視機能が働かなくても、監督機関が有効に機能していれば、システ

ミックリスクは軽減する。ところが昨今、GSE の監督機関が、期待された役割を果たしていないケースが指摘されている。たとえば OFHEO は、2001年、2002年のフレディ・マックの検査で、企業統治や内部管理に高い評価を与えており、その直後の2003年1月に表面化した同社の会計問題の端緒を掴むことができなかった<sup>(32)</sup>。また HUD は、ファニー・メイ、フレディ・マックが非モーゲージ資産(社債等)を保有することが適切かどうかの調査を、会計検査院(GAO : Government Accounting Office, 当時)の要請にも拘らず行ってこなかった<sup>(33)</sup>。

監督体制の不備の要因の1つとして、人員不足があげられている。最近10年間を見ても、住宅関連 GSE の監督機関の定員は、横ばい、ないしは資産の増大に見合った伸びを示していない(表6)。直接検査に携わる人数はさらに少なく、FHFB は、2002年7月時点では、わずか10人で、12の住宅貸付銀行の業務を検査していた<sup>(34)</sup>。また、HUD の GSE 監視部門のフル

表5 商業銀行の自己資本に占めるGSE債券の保有割合 (2001年末, 金融機関数, ( )内%)

GSE債/自己資本 資産規模	GSE債/自己資本					合 計	
	10%未満	10-25%	26-50%	51-100%	100%以上		
ファニー・メイ債	10億ドル以上	227 (56.8)	77 (19.3)	49 (12.3)	37 ( 9.3)	10 (2.5)	400 (100)
	100万ドル-10億ドル	932 (29.2)	742 (23.2)	872 (27.3)	531 (16.6)	117 (3.7)	3,194 (100)
	100万ドル未満	1,040 (23.2)	823 (18.3)	1,130 (25.2)	1,123 (25.0)	370 (8.2)	4,486 (100)
	総 計	2,199 (27.2)	1,642 (20.3)	2,051 (25.4)	1,691 (20.9)	497 (6.2)	8,080 (100)
フレディ・マック債	10億ドル以上	251 (62.8)	78 (19.5)	40 (10.0)	25 ( 6.3)	6 (1.5)	400 (100)
	100万ドル-10億ドル	1,101 (34.5)	893 (28.0)	822 (25.7)	330 (10.3)	48 (1.5)	3,194 (100)
	100万ドル未満	1,414 (25.1)	1,319 (23.4)	1,192 (21.1)	507 ( 9.0)	54 (1.0)	4,486 (100)
	総 計	2,766 (34.2)	2,290 (28.3)	2,054 (25.4)	862 (10.7)	108 (1.3)	8,080 (100)

(出典) OFHEO, *Systemic Risk: Fannie Mae, Freddie Mac and the Role of OFHEO*, February 4, 2003, p.77.

(31) GAO-04-269T, p.6.

(32) *ibid.*, p.13.

(33) *ibid.*, p.21. GAO は1998年に調査を要請している。

表 6 住宅関連 GSE 監督機関の予算定員の推移

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
HUD	6,122	5,280	4,565	4,332	3,994	4,210	4,271	4,552	4,473	4,361	4,420
OFHEO	25	56	66	69	72	73	87	105	112	126	152
FHFB	108	105	114	113	117	117	108	105	112	105	109
モーゲージ資産*	294	361	424	481	672	848	1,009	1,238	1,452	1,676	1,685

(出典) *Budget of the U.S. OFHEO, Annual Report* より作成。 \*GSE ポートフォリオのモーゲージ関連資産 (10億ドル)

タイム職員は、13人に過ぎない<sup>(35)</sup>。

人員不足に加えて、与えられた権限も十分でない。安全性・健全性を監督する OFHEO、FHFB と、銀行監督機関<sup>(36)</sup> の主要な権限を比較すると、以下に記すようにその違いは如実である (表 7)。

#### 【業務改善命令】

OFHEO は「法令違反」に対しては業務改善命令を出すことができるが、銀行監督機関や FHFB と異なり、「安全性・健全性」や「合意文書」への違反を理由に業務改善命令を出すことはできない。

業務改善命令を出す対象も、銀行監督機関は、行為に関わった広範な関係者であるのに対し、OFHEO、FHFB は、対象の政府支援企業の役員、取締役に限られる。

#### 【役職員の解任】

OFHEO は、銀行監督機関や FHFB のように、役職員を解任することはできない。

#### 【早期是正措置】

銀行監督機関、OFHEO とともに、対象機関の

自己資本の状態を「過小資本」、「重度の過小資本」などと分類し、早期是正措置発動の指標としている。

銀行監督機関は、「過小資本」に陥る前に早期是正措置が発動できるのに対して、OFHEO は、「過小資本」に陥らないと発動できない。

また、銀行監督機関の場合、「過小資本」に陥ることになる「資本の分配」を禁止しているのに対して、OFHEO の場合、「過小資本」が「重度の過小資本」に、あるいは「重度の過小資本」が「極めて重度の過小資本」に陥ることになる（「資本分類」が変わる）場合に限って「資本の分配」を禁止するに過ぎない。

また OFHEO は銀行監督機関と異なり、資産の増加を強制的に制限することはできない。

さらに、銀行監督機関は、通知なしに「資本分類」を変更したり、「重度の過小資本」の金融機関に裁量的措置を執ることができるのに対して、OFHEO の場合、当該企業に通知し、30日余の対応期間を与えることになっており、早期是正措置としては実効性に欠ける<sup>(37)</sup>。

<sup>(34)</sup> *ibid.*, p.13. その後、一部の住宅貸付銀行が損失を出したり、住宅ローンの購入を拡大していることなどもあり、近年は若干の人員の増強がなされている。

<sup>(35)</sup> GAO-05-576T, p.7.

<sup>(36)</sup> 米国の預金金融機関は、国法銀行と州法銀行、州法銀行の中でも、連邦準備制度加盟銀行、非加盟銀行、預金保険制度加盟銀行、非加盟銀行があり、これらに対応して、通貨監督局 (OCC)、連邦準備制度理事会 (FRB)、貯蓄金融機関監督局 (OTS)、連邦預金保険公社 (OTIS)、クレジットユニオン監督庁 (NCUA) の複数の監督機関が存在する。一行で複数の監督機関の権限が及ぶことから、監督内容の齟齬を来さないため、連邦金融機関検査委員会 (FFIEC) が設置され、監督業務の統一が図られている。詳しくは、樋口修・鈴木弘太・重田正美「欧米主要国の銀行監督制度」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』356号, 2001.4.9.

<sup>(37)</sup> 12U.S.C. §4618 (a). なお FHFB には過小資本になった場合の早期是正措置のスキームはない。ただし FHFB は、FHLBS が十分資本を積んでいるように監督する役割があり、これを根拠に、裁量的措置を執ることは、可能である。

**【破綻処理】**

銀行監督機関は、レシーバー（破産管財機関・破産管財人）を選任し、金融機関を清算する権限を有している。FHFB も住宅貸付銀行を清算することができる。しかし OFHEO にはその仕組みがなく、経営破綻に陥った GSE といえども、存続を前提にしたコンサベーターシップ（管財人による再建）に持ち込むことしかできない<sup>(38)</sup>。

**【訴訟ほか】**

銀行監督機関や FHFB と異なり、訴訟を起こす権限が、OFHEO にはない。

このように、住宅関連 GSE の監督機関、とりわけ OFHEO の権限は、銀行監督機関と比べて大幅に制約されていることがわかる。

**Ⅲ 住宅関連政府支援企業の会計不祥事と内部管理体制**

こういった状況下にある住宅関連政府支援企業において、2003年以降、会計不祥事が、相次いで発覚し、杜撰な内部管理体制とリスクの隠蔽が明らかになった。

表 7 銀行監督機関、OFHEO、FHFB の権限の比較

	銀行監督機関	OFHEO	FHFB
業務改善命令	対象：預金保険加入金融機関（またはその持株会社）とその役員、支配的株主、対象金融機関の損失となる行為に参画している株主またはその他の者 理由：①安全性・健全性に背く行為、②法令・合意文書違反 措置の内容：是正措置、または制限措置 (12USC1818 (b)(c)(d) etc.)	対象：ファニー・メイ、フレディ・マックとその役員、取締役 理由：①資本減耗、②幹部職員・取締役の不正行為で、収益が不当に膨らむ、企業に損失を与える行為、③法令違反 措置の内容：是正措置、または制限措置 (12USC4631, 4632)	対象：FHLB と会長、幹部職員 理由：①安全性・健全性に背く行為、②法令・合意文書違反 措置の内容：是正措置、または制限措置 (12USC1422b (a)(5))
解任等	上記（業務改善命令）関係者の解任、行為禁止の命令 理由：①法令違反、業務改善命令違反、合意文書違反、②損失をもたらす安全性・健全性に背く行為や受託者義務違反 (12USC1818 (e) etc.)	権限なし 対象企業に、しかるべき幹部職員、取締役を採用するよう要求する権限はあり。	取締役、役員、代理人、共同事業体を解任・罷免できる。 (12USC1422b (a))
制裁金	[第 1 段階] ①法令・合意文書違反、②業務改善命令・解任命令・行為中止命令違反、③金銭取引・書類整備違反の場合、1日あたり5,000ドル以下の制裁金 [第 2 段階] 上記の行為の違反や不健全な行為で、少なからぬ損失を与えた場合、または金銭上の便宜を得た場合、1日あたり25,000ドル以下の制裁金 [第 3 段階] 意図的に法令違反、不健全行為、受託者義務違反を行った場合、多大な損害を与えた場合または多額の金銭的な便宜を受けた場合、関係者以外は1日あたり100万ドル以下の制裁金、関係者は1日あたり100万ドルまたは総資産の1%の小さい方を超えない範囲の制裁金 (12USC1818 (i)(2) etc.)	[第 1 段階] ①法令違反、②早期是正措置・業務改善命令違反、③合意文書違反、を行った企業に対して、1日あたり5,000ドル以下 [第 2 段階] 違反行為を行い、重大な損失を与える、または与える可能性がある場合、幹部職員または取締役に対しては、1日あたり1万ドル以下。企業に対しては、25,000ドル以下 [第 3 段階] 故意に違反行為を行い、かつ極めて重大な損失を与えた、ないしは与える可能性がある場合、幹部職員あるいは取締役に対しては、1日あたり10万ドル以下の制裁金。企業に対しては、1,000万ドル以下の制裁金 (12USC4636etc.)	ほぼ OFHEO のケースと同様
早期是正措置	[強制措置] ①資本回復計画の提出 ②資本回復計画の遵守状況の監視 ③資産の増加の禁止 ④他社の所有、支店の開設、新規事業に際しては、監督機関の許可を要す。 [裁量措置] 必要に応じて「重度の過小資本」と同様の措置を執ることが可能 (12USC1831o (e) etc.) 過小資本となる資本配当は禁止 (1831o (d) etc.)	[強制措置] (12USC4615 (a)) ①資本回復計画の提出 ②「重度の過小資本」となるような資本の分配を禁止 [裁量的措置] (12USC4615 (b)) 法の要請する資本回復計画を提出しない、その内容が認められない、その実行に努力が認められないときは、資本分類を「重度の過小資本」「極めて重度の過小資本」に変更	資本減耗に対する措置は特に規定していない。 最低資本規制を遵守し、それを下回るような資本の配当等を禁止する。

(38) GAO-04-269T, p.17.

早期是正措置	重度の過小資本	このなかの1つ以上の措置を執る。 ①証券の売却。売却ないしは他機関との合併の要請 ②関連会社との取引の制限 ③預金金利を一般的な率に制限 ④資産増加の厳格な制限または総資産の圧縮 ⑤金融機関及び子会社による、リスクをもたらす活動の変更、縮小、終結 ⑥取締役の新たな選出、取締役・役員解任の要請、しかるべき役員の採用の要請のうち1つ以上を行う。 ⑦取引先銀行からの預金の禁止 ⑧銀行持株会社を通じた配当等はFRBからの事前許可を要す。 ⑨子会社・部門の売却の要求 以上の措置では目的を達せない場合、上記①、②、③を強制的に行う。 役員賞与や過小資本に陥る以前の報酬を上回る報酬に対しては事前許可 必要に応じて「極端な過小資本」と同様の措置を執ることが可能 (12USC1831o (f) etc.)	[強制措置] (12USC4616 (a)) ①資本回復計画の提出 ②「極めて重度の過小資本」となるような資本の配当やその他の分配の禁止。その他の配当、分配もOFHEOの許可を要す [裁量的措置] (12USC4616 (b)) ①債務の増加の制限または債務圧縮の命令 ②資産増加の制限または禁止、資産圧縮の要請 ③新しい資本の取得の要請 ④過度なリスクをもたらす活動の終結、縮小、変更 ⑤法の要請する資本回復計画を提出しない、その内容が認められない、その実行に努力が認められないときは、資本分類を「極めて重度の過小資本」に変更 ⑥中核資本が最低資本規制以下で他の改善措置では不十分なとき、コンサーベーターを選任する。	
	極めて重度の過小資本	①劣後債に対する元利支払いの中止 ②レシーバー（破産管財人）、またはFDICの同意の下、コンサーベーター（管財人）を指名する、または資本回復のためによりよい他の措置を執る。 ③他の措置では資本回復が出来ない場合、レシーバー（破産管財人）を指名する。 ④FDIC（連邦預金保険公社）が定める事業活動の制限 ⑤事前認可がない限り、次の行為の禁止 A) 巨額な借入金を要する事業への信用供与 B) 借り入れの多い事業への信用供与 C) 定款、付随規則の改正 D) 会計規則の大幅な改定 E) 子会社とのカバー取引 F) 過度の報酬やボーナス G) 新規債・借換債の一般より高い利率の禁止 (12USC1831o (h) (i) etc.)	OFHEOが金融市場、住宅金融市場に悪影響を及ぼさないと判断しない限りは、コンサーベーター（管財人）を選任する。 (12USC4617) その下で、「過小資本」のときの措置 (12USC4615)、「重度の過小資本」のときの措置 (12USC4616) を行う。	
	破綻処理	コンサーベーター（管財人）、レシーバー（破産管財人）双方の選任が可能。レシーバーは、他の措置では資本が回復しない場合の措置	コンサーベーター（管財人）の選任のみ	FHLBの清算が可能。 (12USC1446)
訴訟	独自の訴訟権限あり	権限なし。司法長官に依頼	権限あり	

(出典) *Comparison of Financial Institution Regulators' Enforcement and Prompt Corrective Action Authorities*, GAO-01-322R, January 31, 2001, U.S.C. をもとに作成。

## 1 フレディ・マック

フレディ・マックの会計不祥事は、2003年1月に、同社が過去3年の収益を上方修正すると発表したことから明るみに出た<sup>(39)</sup>。OFHEOは、2003年6月にフレディ・マックの特別検査に着手し、同年12月に報告書をまとめた。

フレディ・マックは、88年に株式上場会社となって以降、株主利益を追求し、収益拡大に走った。金融資産を蓄積するとともに、一般管理費を過度に抑制し、会計基準や内部管理を軽視した<sup>(40)</sup>。そして、GAAP<sup>(41)</sup>と乖離した会計処理など、様々な収益操作を行い、毎年の収益を均していた<sup>(42)</sup>。しかも開示しなくてはならない

(39) 2002年3月に外部監査人がアンダーセンからプライスウォーターハウス・クーパースにかわり、同社がフレディ・マックのデリバティブ取引等の会計処理を不適当として認めなかったことによる。

(40) OFHEO, *Report of the Special Examination of Freddie Mac*, December 2003, p.ii. <<http://www.ofheo.gov/media/pdf/specialreport122003.pdf>>

(41) Generally Accepted Accounting Principles, 詳細な手続きや広範な指針を含む構成妥当と認められる会計方法を定義する会計慣行、規則、手続きをいう (『バロンズ金融用語辞典 第5版』日経BP社, 2002.12, p.346)。

「重要な会計方針」の「重要」の定義を恣意的に定め、「重要」でない会計方針の下で、2.85兆ドルの会計上の不整合を生じさせていた<sup>(43)</sup>。経営陣は、こういった行為を黙認するばかりか、教唆したとまで言われている。

経営陣が不正行為に関わった背景として、1株当たり利益目標とリンクした役員報酬システムが指摘されている。2001年のフレディ・マックの重役の報酬の54%は、その年の業績に基づくなど、短期的視点に偏っており、このことが会計操作の誘因となった。

社外取締役や内部監査委員会のチェック機能が働かなかったことも、内部管理上の問題として指摘されている(後述)。

フレディ・マックは、2003年11月に修正申告書を公表し、それまでの収益を総計50億ドル上方修正した。

## 2 ファニー・メイ

フレディ・マックの特別検査が終了した直後に、OFHEOはファニー・メイの特別検査に着手し、2004年9月に中間報告を公表した<sup>(44)</sup>。報告書は、ファニー・メイが、米国の財務会計基準<sup>(45)</sup> FAS91とFAS133から乖離した不正な会計処理に基づく財務報告を行っており、その背景として、同社が内部管理上の問題を抱えていたことを、詳述している。

FAS91は、購入した住宅ローンなどのディ

スカウントやプレミアム(額面価格と購入価格の差異)の会計処理を定めている。ディスカウントやプレミアムの会計処理は、ローンの返済期間にわたって按分して貸借対照表に計上する償却原価法を用いることになっている。低金利などによる繰り上げ返済が生じた場合は、前年までの計上額不足をその年に計上しなくてはならないというのがFAS91の考え方である(表8参照)。ロシアの金融危機の影響などで、低金利となった1998年は、予想を上回る繰り上げ返済が行われ、ファニー・メイは、4億ドルを計上しなければならなかったところを、半額のみ計上し、残りを1999年度、2000年度に計上した<sup>(46)</sup>。繰り延べは以前から行われていたと見られるが、これが、FAS91と異なる処理として明らかになった最初のケースである。<sup>(47)</sup>

フレディ・マックと同様、ファニー・メイの幹部の賞与も、1株当たり利益目標とリンクしていた。4億ドルを費用として計上した場合には、1株当たり利益目標が達成できないため、繰り延べが行われた<sup>(48)</sup>。

他方、FAS133は、ヘッジ会計を定めたものである。デリバティブは原則として時価評価を行ない、取引が終了していなくても評価差額は損益計算書に計上することになっている。しかし、デリバティブが特定の取引のヘッジ取引(投資リスクを相殺する戦略)として行われた場合は、例外的に、評価差額は、ヘッジ対象(債

(42) 具体的には、①収益を平準化するためだけのために、金利スワップ取引を行い、利益を翌事業年度以降に付け替える(Ⅲ2参照)、②架空取引を計上する、③オプションの値付けを突然変更しデリバティブ資産の圧縮を図る、④貸倒引当金を高い水準に設定する、⑤購入したモーゲージの償却額をGAAPと乖離した算定をする(Ⅲ2参照)など。

(43) OFHEO, *op.cit.* (40), p.125.

(44) OFHEO, *Report of Findings to Date Special Examination of Fannie Mae*, September 17, 2004.

<<http://www.ofheo.gov/media/pdf/FNMfindingstodate17sept04.pdf>>

(45) 米国のGAAPの制定と解釈を担う財務会計基準審議会が策定した基準。

(46) OFHEO, *op.cit.* (44), p.9.

(47) *ibid.*, p.3参照。

(48) *ibid.*, p.1; 関雄太「ファニーメイの会計不正問題とGDP改革の展望」『資本市場クォーター』8(4), 2005 Spring, p.35.

表 8 2,000ドルのディスカウントの計上方法

	10年払いの計上額		7年払いの計上額		10年払いから5年目に7年払いに変更した場合の計上額
1	333	1,401	373	1,587	333
2	308		347		308
3	282		319		282
4	254		290		254
5	224		258		224+(1,587-1,400)
6	192		225		225
7	158		189		189
8	122				
9	84				
10	43				
計	2001		2000		2001

(出典) OFHEO, *Report of Findings to Date Special Examination of Fannie Mae*, September 17, 2004, p.5 より作成

券など)の損益と相殺することができる。ヘッジ会計の適用に当たっては、厳格な要件が定められている。ファニー・メイは、要件に該当しない多くのデリバティブ取引について、相殺が有効なヘッジ取引と見なし会計処理を行ってきた。さらに、リスクとヘッジを完全に一致させ、評価差額を計上しないという不適切な会計処理を行ってきた。

報告書は、これらにかかる会計処理は、経営陣が推進したとして、内部統制の問題を指摘している。経営幹部に、リスク管理とポートフォリオ拡大、財務報告と財務プランといった利益

相反する権限が集中し、組織上も、利益相反する業務の分離がなされていなかった。会計部門のスタッフの能力不足なども原因で、一部キーパーソンに会計方針の決定が委ねられており、内部監査部門も機能しなかった<sup>(49)</sup>。

ファニー・メイはSECに、OFHEO報告の正否の判断を仰いだ。SECは2004年12月に、2001年から2004年中期までの財務報告の出し直しを指示した<sup>(50)</sup>。ファニー・メイは、120億ドルの損失を認め<sup>(51)</sup>、会長兼最高経営責任者、最高財務責任者は辞任した。2005年11月現在、ファニー・メイは修正申告書の作成途上にある。

OFHEOは、FAS133に則った会計処理を行うと、2004年9月末時点でのファニー・メイの資本は90億ドル縮小し、「重大な過小資本」に陥るとして、中核資本を30%引き上げる資本増強プランを示すように、2004年12月にファニー・メイに要請している<sup>(52)</sup>。

### 3 取締役会の機能

フレディ・マック、ファニー・メイの会計不祥事では、取締役会が機能しなかったことが、重大な問題として指摘されている。両社とも最高経営責任者(CEO)は、取締役会の会長を兼任していた。またファニー・メイの最高業務責任者(COO)と最高財務責任者(CFO)は、取締役会の副会長を兼任していた。本来、取締役会は、

(49) 最高財務責任者(CFO)は内部監査人に対する評価も所掌していたことも内部監査人の独立性を阻害している。OFHEO, *op.cit.* (4), pp.146, 156-157,159.

(50) SEC, Office of the Chief Accountant Issues Statement on Fannie Mae Accounting for Immediate Release, 2004-172. <<http://www.sec.gov/news/press/2004-172.htm>>

(51) U.S. House Report, *Federal Housing Finance Reform Act of 2005*, July 14, 2005, p.88. <<http://financialservices.house.gov/media/pdf/hr109171p1.pdf>>

(52) OFHEO, *News Release*, OFHEO Classifies Fannie Mae as Significantly Undercapitalized for Third Quarter 2004, December 21, 2004. <<http://www.ofheo.gov/media/pdf/capclass122104.pdf>> なお、中間報告公表後も、調査が続けられ、さらなる会計基準との不整合や内部管理上の瑕疵が、議会証言の場で報告されている。Statement of Armando Falcon, Director, OFHEO, The U.S. House Financial Services Committee Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises, on "Review of OFHEO's Supplemental Agreement with Fannie Mae" April 6, 2005. <<http://financialservices.house.gov/media/pdf/040605af.pdf>>

独立の立場で、経営を監視する責任がある<sup>(53)</sup>。しかし経営のトップが取締役会の会長を兼ねている状況では、その責任を果たすことができなかった。

ファニー・メイ、フレディ・マック各々の取締役18人中5人は、大統領に任命され、残りは株主から選ばれることが法律で規定されている<sup>(54)</sup>。フレディ・マックのケースでは、大統領選任の取締役の平均任期は1年余と短く、職責を果たすことができなかった。逆に、株主選任の取締役は任期が長く、2002年12月の時点で、13人中9人の取締役が、制度が導入された1990年当初からのメンバーだった。その長さゆえに、同じく長期政権の執行部の下で与えられた地位に安住し、経営上の問題を厳しく指摘することはなかった。株主選任の取締役が定期的に交代していたら、このようなチェック機能喪失の事態には陥らなかったと OFHEO の報告書は指摘している<sup>(55)</sup>。

同時期に連邦住宅貸付銀行制度でも、会計処理や内部管理をめぐる問題が生じている。一部の連邦住宅貸付銀行は、従来の融資業務に加えて、住宅ローンの購入を行い金融資産を蓄積させてきたが、リスク管理を怠り、財務を悪化させた。シカゴ住宅貸付銀行とシアトル住宅貸付銀行は、監督機関である FHFB と、それぞれ2004年6月、12月に是正措置を盛り込んだ合意

書<sup>(56)</sup>を締結している。取締役会が機能してこなかったことにかんがみ、合意書には、第三者機関の設置が盛り込まれている。

#### IV 各機関の改革の提言と議会審議の動向

##### 1 政府・CBO・GAO の見解

一連の不祥事によって、政府支援企業のリスクが隠蔽されていたことや、取締役会をはじめとした内部管理体制に欠陥があることが明らかになった。監督体制の不足も加わり、政府・行政サイドにおいて、住宅関連 GSE に対する規制論議が、高まってきた。

議会付属機関である CBO、GAO も、GSE の改革に関する議会証言を行い、見解を表明している。

これらの見解の要点は、① 単一の強力な監督機関の設立、② GSE の金融資産の縮減、③ 企業統治の強化、④ ディスクロージャーの向上に集約できる。

##### (1) 単一の監督機関の設立

OFHEO、HUD、FHFB を統合して単一の住宅関連 GSE の監督機関を設立し、その権限を強化することは、政府、行政、議会付属機関の一致した見解である。2005年度以降の大統領予算教書は、その前提で予算が組まれている<sup>(57)</sup>。

<sup>53)</sup> GAO-05-576T, p.7.

<sup>54)</sup> 両社の取締役18人中5人は、大統領が毎年、不動産業界、住宅ローン貸出金融機関、消費者等から選ぶことが定められている。12U.S.C. §1723 (b) ; 12U.S.C. §1452 (a). FHLB の取締役は5人のうち4人は大統領が任命し1名は消費者代表と規定されている。12U.S.C. §1422a (b).

<sup>55)</sup> OFHEO, *op.cit.* (40), pp.vi, 154.

<sup>56)</sup> 12 U.S.C. §1422b (a)(5) に基づくもの。シカゴ <<http://www.fhfb.gov/GetFile.aspx?FileID=3113>>, シアトル <<http://www.fhfb.gov/GetFile.aspx?FileID=3114>> シカゴ住宅貸付銀行との合意書には、5.1%の自己資本比率を維持すること、リスク管理を検証する第三者機関を設けることなどが盛り込まれている。シアトル住宅貸付銀行との合意書には、シカゴ住宅貸付銀行と同様、第三者機関を設けることが盛り込まれている。シアトル住宅貸付銀行は、住宅ローン購入を辞め、従来からの融資業務に専念し、リスクを軽減させることを決めている。Testimony of Ronald Rosenfeld, Chairman, FHFB, Before U.S. House Financial Service Committee Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government-Sponsored Enterprises, March 9, 2005. <<http://financialservices.house.gov/media/pdf/030905rr.pdf>>



新たな監督機関の権限として重視されているのは、レシーバー（破産管財人）を選任する権限である<sup>(58)</sup>。これは、GSEに破綻処理の枠組みを調えることを意味する。現行のコンサーベーターシップ（管財人による再建）だけの場合、GSEが債務超過に陥った際の解決を先送りし、最終的に国民負担を生じさせることにもなりかねない。破綻処理という選択肢が存在することで、解決の選択肢も増えるし、また、市場の「暗黙の政府保証」の認識を是正し<sup>(59)</sup>、GSEのモラルハザードを防ぐこともできる<sup>(60)</sup>。

付与すべき権限として、ほかに、GSEの自己資本比率を任意に設定する（引き上げる）<sup>(61)</sup>、株主の大幅な異動を却下できるようにする、自ら訴訟を行う、といったことが提言されている<sup>(62)</sup>。自己資本比率を引き上げることを通じて、保有債券の拡大を鈍らせる効果がある。

予算教書では、監督機関は独立機関として財務省に設置することになっている。スノー財務長官は、その理由として、金融市場を監視し、システミックリスクを回避する責任機関である

財務省に設置するのが相応しいことに加えて、利害関係者からの圧力を受けにくいこと、予算プロセスに多くの時間を割かないで済むことをあげている<sup>(63)</sup>。

OFHEOのファルコン前局長は、ファニー・メイの検査に際して、新たな財源措置が行政予算管理局（Office of Management and Budget以下OMBとする。）に認められず、活動が制約されたと証言している。監督機関が、機動的に活動するためにも、予算プロセスから外すということが、一致した見解となっている<sup>(64)</sup>。

また組織形態についてGAOは、強大な政治力を持つGSEと対峙するためには、FHF、FRB、SECに見られるようなボードメンバーによる運営形態、もしくは長官とボードを組み合わせた形の運営形態<sup>(65)</sup>が適当としている。

## (2) 金融資産の縮減

グリーンSPAN FRB議長は、GSEの巨大な金融資産の保有に、自社の収益向上以外の目的を見出すことはできないと述べ、システミック

<sup>(57)</sup> *Budget of the U.S. F.Y. 2005, Analytical Perspectives*, p.82.

<sup>(58)</sup> Testimony of John Snow, Secretary of the Treasury, Before the U.S. House Financial Services Committee, April 13, 2005. <<http://www.treas.gov/press/releases/js2369.htm>> ; Testimony of Greenspan, Regulatory Reform of the Government-Sponsored Enterprises, Before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, April 6, 2005. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2005/20050406/default.htm>> ; CBO, *op.cit.* (24), p.10.

<sup>(59)</sup> Snow, *op.cit.* (58).

<sup>(60)</sup> CBO, *op.cit.* (24), 2005, p.10.

<sup>(61)</sup> *ibid.*, p.10 ; *Budget of the U.S. F.Y. 2005, Analytical Perspectives*, p.94. 現行法では12U.S.C. §4612において、総資産の2.5%、MBS残高の0.45%など、算定する要素が原則決められており、裁量の余地は殆どない。

<sup>(62)</sup> Snow, *op.cit.* (57) ; Testimony of John Snow, Before the U.S. House Financial Services Committee, September 10, 2003. <<http://www.treas.gov/press/releases/js716.htm>> ; Greenspan, *op.cit.* (58).

<sup>(63)</sup> GAO-05-576T, p.9 ; Snow, *op.cit.* (58).

<sup>(64)</sup> Statement of Armando Falcon, p.11 ; GAO-04-269T, p.16 ; GAO-05-576T, p.11. 予算過程でチェックができない、議会の監視が行き届かなくなることについて、GAOは、監督機関が自ら予算統制を行い、公聴会を定期的に行うことなどで補うべきとしている。

<sup>(65)</sup> 連邦機関には、通貨監督局（OCC）や貯金金融機関監督局（OTS）やOFHEOのように、長官が統率する機関と、FHF、SEC、FRBのように、ボードが運営する機関とがある。GAOは、ボードに財務次官や住宅都市開発次官などが入れば、経営の安全性・健全性と、使命の追求が確保されるとも述べている。GAO-04-269T, p.15 ; GAO-05-576T, p.9.

リスクの回避のためにも、金融資産の縮減が必要であると主張している<sup>(66)</sup>。政府、CBO、GAOも同様の見解である<sup>(67)</sup>。GSEの巨大な金融資産が住宅ローンの金利の低減に役立っているのか、かねてより疑問視されていた<sup>(68)</sup>。1997年から2003年にかけて、金融資産が肥大化したにも関わらず、住宅ローンのスプレッドは、148bpから280bpと約2倍に拡大している<sup>(69)</sup>。

長期固定金利ローンを供給するためには、巨大なポートフォリオが必要という見方もあるが、グリーンSPAN議長は、金融資産が拡大した現在のほうが、以前よりも固定金利ローンの割合が減っていると反論している<sup>(70)</sup>。また、GSEは、住宅ローン債券の購入と証券化に特化し、金利リスクから解放されるべきである、ポートフォリオには、モーゲージ関連資産ではなく、流動性の高い財務省証券を備えるべきであると唱えている<sup>(71)</sup>。

### (3) 企業統治の強化

GSEの企業統治の見直しも要請されている。特に取締役会については、経営陣と独立した取締役会を設置すること<sup>(72)</sup>、株式公開企業のファニー・メイ、フレディ・マックについては、大統領選任の取締役をなくすこと<sup>(73)</sup>などが提言

されている。

経営陣の報酬については、その年の業績という短期的目標の重視が、不適切な会計処理をもたらしたことにかんがみ、長期目標にリンクした報酬体系を調えることが提言されている<sup>(74)</sup>。

### (4) ディスクロージャーの向上とSECへの登録

CBOは、ディスクロージャー向上の一環として、時価会計に基づく四半期財務報告書を推奨している。時価と簿価の混在したGAAPに比べて、企業の財務状態をよりよく反映し、投資家、監督機関双方に役立つためである<sup>(75)</sup>。フレディ・マックは既に実践している。

また、有価証券をSECに登録し、他の公開企業と同レベルのディスクロージャーを実践すべきという声も大きい<sup>(76)</sup>。SECに登録すると、企業の財務情報が、SECのEDGARサイト<sup>(77)</sup>や自社のウェブサイトを通じて、公開されることになる。政府は2002年にすでに、住宅関連GSEに対して、登録を要請しており、ファニー・メイは2003年3月に、ニューヨーク住宅貸付銀行とサンフランシスコ住宅貸付銀行は2005年8月に、一部の有価証券の登録を行っている<sup>(78)</sup>。フレディ・マックやその他の住宅貸付銀行は、財務諸表の会計処理をGAAPに準拠するよう

(66) Greenspan, *op.cit.* (27); Greenspan, *op.cit.* (58).

(67) Snow, *op.cit.* (57); GAO-05-576T, p.10; CBO, *op.cit.* (23), 2005, pp.7-9.

(68) GAO-04-269T, p.19.

(69) Greenspan, *op.cit.* (58).

(70) Greenspan, *op.cit.* (27). 1992年に固定金利ローンは80%であったが、ポートフォリオが拡大した2004年には、66%に減少している。

(71) Greenspan, *op.cit.* (58).

(72) GAO-04-269T, p.7.

(73) Snow, *op.cit.* (62). OFHEOも、大統領選任の取締役の実績に照らしたうえで、財務省に同調している。GAOは、大統領選任取締役を残す場合は、任期を長くしてGSEの業務を理解できるようにすること、財務に詳しく、GSEの使命を理解できるなど、取締役の選任基準を作ることが必要としている。GAO-04-269T, p.11.

(74) GAO-04-269T, p.12.

(75) CBO, *op.cit.* (24), p.9.

(76) *ibid.*, p.9; Snow, *op.cit.* (62).

(77) 財務諸表を集積したサイト <<http://www.sec.gov/edgar.shtml>>

に整備している最中であり、登録は遅れている<sup>(79)</sup>。

## 2 議会審議の動向

議会においても、GSEの規制強化が議論となっている。2000年以降、再燃したGSE改革は、クリントン民主党政権の時代から、共和党が推進している。現109議会でも同様に共和党主導で、両院において審議が行われている。以下では、可決成立した下院連邦住宅金融改革法(下院法)を軸に、両法(案)の特徴を紹介する。

### (1) 下院法

連邦住宅金融改革法案(Federal Housing Finance Reform Act of 2005, H.R.1461)は、金融サービス委員会資本市場・保険・政府支援企業小委員会のリチャード・ベーカー委員長(共和党)によって、2005年4月5日に提出された。5月25日に、修正案が金融サービス委員会において65対5で可決され、10月26日に、さらなる修正を経た法案が、本会議審議において賛成331、反対90で可決された。

#### (i) 連邦住宅金融機関の設立

下院法のポイントは、① OFHEO、HUD、FHFBを統合した単一の監督機関である連邦

住宅金融機関(Federal Housing Finance Agency以下FHFAとする。)を設立し、②破綻処理のしくみを調える、③「住宅取得基金」(Affordable Housing Fund)を設ける、というものである。

FHFAは長官が率いる独立機関である<sup>(80)</sup>。財務省管轄ではない。運営コストは、GSEに対する賦課金で賄い、通常の予算プロセスは経ないが、財務計画や財務諸表類をOMB(行政予算管理局)に提出する<sup>(81)</sup>。

FHFAの権限は現行法に比べると大幅に拡大されている(表9)。特に、レシーバーシップ、すなわち破綻処理の仕組みを導入したことや、裁量でGSEの自己資本比率を設定できること、自ら訴訟できる権限が備わったことなどは、特筆できる。これらはいずれも、現行の銀行監督機関の権限に匹敵するものである<sup>(82)</sup>。

#### (ii) その他のポイント

下院法では、各GSEの取締役会の人数を減らしている<sup>(83)</sup>。連邦住宅貸付銀行(FHLBS)については、監督機関が一部の取締役を選任するという現行の規定を削除したうえで、3分の1以上を独立取締役とすることを新たな要件として加えている。

下院法の大きな特徴として、ファニー・メイとフレディ・マックの税引き後利益の5%(初

<sup>(78)</sup> FHLBS, Office of Finance, Breaking News, FHLBanks Office of Finance Provides Update on SEC Registration, August 30, 2005. <<http://www.fhlf-of.com/specialinterest/bnewsframe.html>> FHFBは、2004年6月に、連邦住宅貸付銀行に2005年6月30日までに証券類をSECに登録することを要求する最終規則を採択した。

<sup>(79)</sup> フレディ・マックのSECへの登録は2006年の第3・四半期以降となる。*Budget of the U.S. F.Y. 2006, Analytical Perspectives*, p.94.

<sup>(80)</sup> 長官は任期5年で、大統領が任命し、上院が承認する。長官が任命する3人の次長を擁す。

<sup>(81)</sup> U.S. House Report, *op.cit.* ⑤), pp.10-11, 95. またFHFAは、ファニー・メイ、フレディ・マックが保有する金融資産についてのレポートを議会に提出する。

<sup>(82)</sup> Raymond Natter, James Sivon, "Bill Would Give GSEs a Better Regulator." *American Banker*, July 15, 2005, p.16.

<sup>(83)</sup> ファニー・メイ、フレディ・マックは現行18人の取締役が、7人から15人に縮小している。連邦住宅貸付銀行制度(FHLBS)は、個別行の取締役は14人から13人に縮小している。FHLBSは取締役の報酬の上限が上げられ、任期は3年から4年に延長されている。

年度は3.5%)を投入した「住宅取得支援基金」の設置があげられる。この基金は、地域の平均所得の50%以下の世帯を支援対象としたもので、NPO、地方機関、金融機関のプロジェクトに対する補助金、融資のかたちで配賦される<sup>(84)</sup>。

そのほか、住宅価格の高い地域におけるローン限度額の引き上げも盛り込まれている<sup>(85)</sup>。

(iii) 下院法の問題点

下院法では、監督機関の権限が拡大されており、GSEの「資本分類」に関わりなく<sup>(86)</sup>、健全性が損なわれるときには資産を処分すること

ができる。しかしこれは、GSEの巨大な金融資産そのものをリスクとみなして、健全性如何に関わらず縮減するというグリーンSPAN議長の構想とは異なる。「住宅取得支援基金」が盛り込まれていることもあり、ホワイトハウスは、下院法を、重要な目標を欠いていると批判している<sup>(88)</sup>。

金融資産の縮減が盛り込まれなかったのは、GSEの商品開発意欲を損ないかねないことや、住宅市場に悪影響を与えかねないことを懸念していることである<sup>(89)</sup>。

表9 GSE規制下院法(H.R.1461)における規制機関(連邦住宅金融機関)の権限

<p>① 支配権取得や支配権の移転を却下できる。(§102)</p> <p>② 規則やガイドラインで健全経営の基準を策定し、GSEに遵守させる。(§102)</p> <p>▶ 健全経営の基準には、内部統制、独立した内部監査、リスク管理、流動資産、ポートフォリオ、投資、発行債券などの基準が含まれている。これらの基準を守ることが出来なかったGSEに対しては、金融資産の増加の制限や、資本増強の要請を行うことができる。</p> <p>③ リスクベース資本、最低資本の水準を裁量で定める。(§111,112)</p> <p>▶ 資本の水準に対しては、今まではOFHEOには限定的な権限しかなかったが<sup>(87)</sup>、必要に応じて柔軟に基準を設定することができる。</p> <p>④ 資産や負債を調査し、安全性・健全性の確保や使命遂行に必要とみる場合は、資産や負債の処分、資本増強を要請することができる。(§113)</p> <p>⑤ 1934年証券取引所法に基づく登録を要求する。(§115)</p> <p>⑥ 新しい事業計画を評価し承認する。新しいプロジェクトは、公表され、30日間のパブリックコメントに付す。企業体は、その後、FHFAに承認されるまでは新規事業に着手してはならない。(§122)</p> <p>⑦ ファニー・メイ、フレディ・マックに対して住宅購入目標を策定し、その目標を達成しないときには、業務改善命令や制裁金賦課などの行政措置をとる。(§125-127)</p> <p>⑧ 「極めて重度の過小資本」に陥った場合には、財産管理人(conservator)、管財人(receiver)として、再生、あるいは清算などの措置を講じる。(§101,144)</p> <p>⑨ 業務改善命令、制裁金、罰金の賦課などの措置を、広く行為に関わった関係者に講じる。また経営陣も含む関係者を解任し、行為を禁止する。(Subtitle D)</p> <p>⑩ 調査官、会計士、エコノミストを採用する。(§107)</p> <p>⑪ 不正な経営幹部の報酬を禁止する。(§108)</p> <p>⑫ 訴訟を自ら行う。(§102,164)</p>
--

(出典) U.S. House Report, *Federal Housing Finance Reform Act of 2005*等より作成。

84) プロジェクトは公募するなどの基準を設ける。基金の用途を助言するために、住宅省次官、農務次官、実業界の代表、低所得者向け住宅供給事業に携わる非営利法人の代表者からなる住宅取得支援監視機関を設ける。また両社は、四半期ごとに基金の用途を公表する。U.S. House Report, *op.cit.* (5), pp.84-85.

85) 加えて、住宅政策の目標を、現行の中等所得層(平均値)、低所得層(平均値の80%)、最低所得層(平均値の60%)の分類から、低所得者層(平均値の80%)、最低所得者層(平均値の50%)という、地域再投資法と同じ分類に単純化する。地域別の数値目標は求めない。

86) 現行法では、「重度の過小資本」「極めて重度の過小資本」の企業に対してのみ資産の処分を行うことができる。

87) 12U.S.C. §4612では、総資産の2.5%、MBS残高の0.45%などと原則決められている。

88) John D. McKinnon, Dawn Kopecki, James R. Hagerty, "White House Seeks Tougher Bill in Push to Rein in Fannie, Freddie." *The Wall Street Journal*, Jun 15, 2005 ; 「米住宅公社改革法案、政権から修正圧力」『日経金融新聞』2005.6.17.

89) U.S. House Report, *op.cit.* (5), p.302 ; 豊福浩「米住宅公社改革に着手」『日本経済新聞』2005.4.7.

「住宅取得支援基金」は、資金を選挙区に投下することで、反対派との妥協を図ったものである。一部の共和党議員は、基金を、自由主義に反する、使い途が不透明、裏金だとして批判している<sup>(90)</sup>。

そのほか、財務省がかねてから見直しを求めていた緊急融資枠(クレジットライン)は、そのまま残されている。また、監督機関が財務省管轄ではないことで、関係団体の圧力を受けやすくなるのではないかという懸念も示されている<sup>(91)</sup>。

ファニー・メイ、フレディ・マックについては、大統領選任の取締役を廃止することが委員会通過時点では盛り込まれていたものの、本会議採決の段階で、復活した<sup>(92)</sup>。

新たな監督機関が稼動するのは法施行1年後となっている。その間にGSEが業務拡大を行うことに対する危惧も寄せられている<sup>(93)</sup>。

以上のような問題点を抱えた下院法は、欠陥法であるとも指摘されている<sup>(94)</sup>。

なお、この共和党提出の法案に対し反対票を投じたのは、すべて共和党議員である<sup>(95)</sup>。

## (2) 上院案とその論点

上院案(Federal Housing Enterprise Regulatory Reform Act of 2005, S.190)は、ホワイト

ハウスの意向に沿った、厳しい内容となっている。上院案は、銀行住宅都市問題委員会のチャック・ヘーゲル委員(共和党)によって、2005年1月26日に提出されたのち、7月28日に、共和党、民主党双方の修正案が出され、多数派の共和党案が11対9で委員会において採択された。

上院案も、統一的な監督機関(Federal Housing Enterprise Regulatory Agency, FHERA)を設けることは下院案と同じである<sup>(96)</sup>。しかし監督機関の権限として、下院案のものに加えて、ファニー・メイ、フレディ・マックのポートフォリオの縮減に関する権限が盛り込まれている。該当の条文は、証券化のためのモーゲージ関連商品や流動性の高い財務省証券を保有することは認めるものの、投資目的のモーゲージ関連商品の保有は認めず、監督機関のFHERAはその処分を命じることができるという厳しい内容となっている<sup>(97)</sup>。ちなみにグリーンSPAN議長は、ポートフォリオを縮減しても、住宅金融市場の資金循環に影響はないと述べている。ポートフォリオ上のMBSを売却した場合、投資家は、GSE債券から、MBSに乗り換えるだけであり、MBSが、GSEのポートフォリオ上にあるだろうが、投資家に保有されていようが、ローン金利には影響はないという理由からである<sup>(98)</sup>。

<sup>(90)</sup> McKinnon, *op.cit.* (87); 『日経金融新聞』前掲<sup>(88)</sup>。提案者のオクスリー議員(R-Ohio)は、基金の厳格な利用と5年後の終了を提示している。

<sup>(91)</sup> U.S. House Report, *op.cit.* (51), p.305.

<sup>(92)</sup> H.R.1461, Federal Housing Finance Reform Act of 2005 (Engrossed as Agreed to or Passed by House), §181. <<http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/D?c109:3:./temp/~c109Ql13kZ:>> カンジョルスキ議員の修正案が採択された。

<sup>(93)</sup> Charles Wisniewski, "House GSE Reform Bill Called 'Fundamentally Flawed' at Aei Forum", *Mortgage Banking*, Vol.65, Iss. 11 (Aug 2005), p.8.

<sup>(94)</sup> *ibid.*

<sup>(95)</sup> ガレット議員は、金融資産の制限を盛り込まない限り、規制は不十分だとしている。U.S. *Congressional Record*, October 20, 2005, H9016.

<sup>(96)</sup> 長官の任期は下院案の5年に対して上院案は6年である。

<sup>(97)</sup> "The Shelby GSE Bill: The Highlights." *National Mortgage News*, Vol.29, Iss.44, Aug 1, 2005, p.38 ; S.190 Committee Print, July 22, 2005, §109. <[http://banking.senate.gov/\\_files/CommitteePrint.pdf](http://banking.senate.gov/_files/CommitteePrint.pdf)>

<sup>(98)</sup> Greenspan, *op.cit.* (58).

これに対して民主党のコルジン上院議員は、外国人投資家が、GSE 債券に比べて MBS を僅かしか保有していないことに着目し、彼らは MBS を買い支えず、その分の資金は、米国の住宅金融市場以外に流れてしまうとして、懸念を示している<sup>(99)</sup>。

下院案にあった、住宅価格の高いエリアにおけるコンフォーミング・ローン（購入適格ローン）の限度額の引き上げや「住宅購入支援基金」は、上院案には盛り込まれていない。「住宅購入支援基金」について、シェルビー上院銀行住宅都市問題委員長（共和党）は、収益の一部が「減る」ことを埋め合わせるためのリスク投資を助長しかねないと述べている。

なお、厳しい内容である上院案でも、財務省の緊急融資枠は残されている。新たな監督機関の稼動も法施行1年後となっている。

下院法、上院法案の争点は、ポートフォリオの縮減と、「住宅取得支援基金」といえる。

ポートフォリオの縮減が盛り込まれた上院の修正案は、党派対立のかたちとなり、民主党議員の反対を前にして、本会議審議の見通しもたっていない。一方で、党派対立を克服した下院法に対しては、ポートフォリオ縮減が盛り込まれていないことを理由に、ホワイトハウスが拒絶している。

会計スキャンダルの後だけに、109議会（2005-06年度）では、GSE 規制法案が制定に近づいたと一時は観測された。しかし、少なくとも監督

機関の近々の設置の可能性はない<sup>(100)</sup>。規制強化の実現までには紆余曲折が予想される。

おわりに

「すべてのアメリカ人に快適な住宅と良好な住環境を」<sup>(101)</sup>、条文が謳っているように、アメリカン・ドリーム実現の第一歩たる持ち家の普及は、米国の国家目標である。30年固定金利ローンを供給できる仕組みは、利子補給金つきのわが国の住宅金融公庫を除くと、世界に類をみないシステムである。また米国住宅市場は、不況にあっても米国経済の牽引力と見なされている。このような環境下において、住宅関連政府支援企業の存在意義は、会計不祥事を経てもなお広く認められており<sup>(102)</sup>、支援する議員も多い。いきおい、議会審議においても、住宅市場に悪影響を与えかねない GSE 規制に対しては慎重になり<sup>(103)</sup>、昨今の法（案）をめぐる膠着状態をもたらしているともいえる。

しかし現在の住宅市場を見ると、住宅バブルの様相を呈している。住宅バブルが崩壊するようなことがあれば、担保物件の値下がりなどとともに、リスクが顕在化し、住宅関連政府支援企業の健全性は揺らぎ、金融システム全体に波及しかねない。猶予はない状況である。

政府、議会の現在の方向性は、政府支援企業としての地位を前提に、規制を強化するというものである。しかし、政府支援企業の論点は、

<sup>(99)</sup> 外国人投資家の保有する GSE 債券は5,000億ドルであるのに対して、MBS は700億ドル。Statement of Jon S. Corzine, The U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, "Executive Session Mark-up", July, 28 2005. <<http://banking.senate.gov/index.cfm?useaction=Hearings.Testimony&TestimonyID=953&HearingID=168>> 上院案ではそのほか、ゴールデンパラシュート（敵対的買収で経営陣が解雇された場合、巨額の退職金を支払う契約を結ぶこと）を禁止している。

<sup>(100)</sup> McKinnon, *op.cit.* (88).

<sup>(101)</sup> 42U.S.C. §1441.

<sup>(102)</sup> Testimony of Richard K. Green, Oliver T. Carr Jr., Chair in Real Estate and Finance, The George Washington University, Before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, February 10, 2005.

<sup>(103)</sup> McKinnon, *op.cit.* (88).

規制強化論議を超えたところにある。1992年連邦住宅公社金融安全化法では、政府支援企業の地位を取り除くことが望ましいことなのか、それは実現可能なのかという根本的な問いかけが行われている。これに対してCBOは、完全な民間企業になることを選択肢として提示している。連邦法で規定されている政府支援企業である限り、「暗黙の政府保証」が付与されているという意識を、投資家から拭い去ることができないためである<sup>(104)</sup>。

FRBのエコノミストのフェルドマンやパスモアは、「暗黙の政府保証」の以下の特徴をあげている。

一つには、「暗黙の政府保証」は、GSE自らが債券の発行を通じて引き出すことができるものであり、政治家のコントロールは及ばない。加えて、「暗黙の政府保証」は、GSEと政府の関係を、投資家がどのように見るかに基づいたものである。GSEに対する政府の支援に投資家が疑問を抱いたときには、「暗黙の政府保証」は突然なくなる可能性がある。さらに、「暗黙の政府保証」の便益は、最終的な住宅取得者に渡る前に、様々な方面に配分される<sup>(105)</sup>。

言い換えると、「暗黙の政府保証」は、時を選ばずふんだんに供給できるものの、それだけに、リスクを孕んでいる。その実体は、投資家の意識という極めて不安定なものに支えられた脆弱なものである。さらに最終消費者に及ぼす効果は補助金に比べて少ない<sup>(106)</sup>。

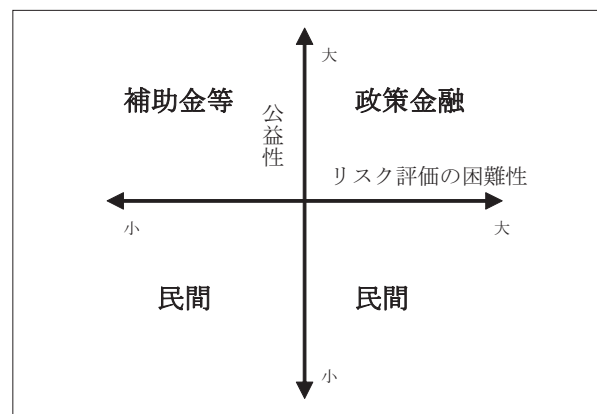
政府支援企業の存在意義を問うとき、一つには、「暗黙の政府保証」のもたらす弊害（システ

ミックリスクの増幅性、存在自体の脆弱性、効果の散逸性）と、便益（柔軟性、際限なさ）を秤にかけて考える必要がある。リスク管理が適切に行われているのか、恣意的な収益拡大を排除し、適切な情報公開を促す内部管理が行われているのか、ということもその際の留意点である。

そして、政策分野における、「市場の失敗<sup>(107)</sup>」への補完が、どのようなかたちでなされるべきか、すなわち、「暗黙の政府保証」が付いている政府支援企業というかたちが相応しいのか、補助金が相応しいのかという問題を考察する必要がある。

翻って、わが国においても、政策金融改革が国政の課題となっている。最近のわが国の議論のなかでは、政策金融の領域を、「公益性が高くリスク評価が難しい分野」と整理している（図4）<sup>(108)</sup>。公益性が低い分野は民間で、公益性が高いがリスク評価が難しい分野は補助金で行う。

図4 政策金融の位置付け



(出典) 宮脇論文等より作成

<sup>(104)</sup> CBO, *op.cit.* (24), 2005, p.1.

<sup>(105)</sup> Passmore, *op.cit.*, pp.19-20.

<sup>(106)</sup> Passmore, *op.cit.*, p.7.

<sup>(107)</sup> 市場が競争的であっても、外部性や情報の不完全性で効率的な資源配分が達成できないこと。

<sup>(108)</sup> 経済財政諮問会議「政策金融の抜本的改革に関する基本方針」2002.10.7. <<http://www.keizai-shimon.go.jp/minutes/2002/1007/item1.pdf>>; 金融調査研究会「政策金融改革のあり方について(提言)」『金融』2005.3; 宮脇淳「日本政策投資銀行の民営化 政策金融を"一つに"統合の案も」『金融ビジネス』No.244, 2005 Autumn, pp.59-60.

わが国の政策金融と米国のそれとは同列に論じることはできないものの、この切り分けが示す政策金融の妥当性の論点は両国に共通している。奇しくも同時期に、政策金融改革を手がける両国であるが、最終的な受益者に対する政策手段、それもより効率的な政策手段はいかなるものかを追求すべきという点では、彼我の差はない。また、政策金融機関の真正な情報の開示を進め、存在意義を判断する材料を広く世間に公表すべきことも両国の政策金融にかかる共通の課題である。両国ともに、所与の条件に捉われることなく、政策金融の存在意義を見据えた、根本的かつ慎重な審議が望まれる。

【参考邦語文献】（本文中に掲げたものは除く）

井村進哉『現代アメリカの住宅金融システム』東京大学出版会, 2002.

大寺寛幸「米国の住宅金融システムと公的支援—ファニー・メイ、フレディ・マックの現在—」『郵政研究所月報』153号, 2001.6, pp.127-138.

ピーター・エニス「米住宅市場は大丈夫か？ フレディマック疑惑でどうなる」『週刊東洋経済』5839号, 2003.8.2, pp.64-65.

西川珠子「米国住宅金融が抱えるシステムック・リスク～住宅関連 GSE の問題点～」『みずほりポート』2003.8.25, pp.26-31.

島根祐一「米国の住宅関連政府支援企業（GSE）の改革論議と「暗黙の政府保証」問題」『金融』692号, 2004.11, pp.3-8.

岡崎一浩「米国ファニーメイの利益平準化は会計不正といえるのか？」『経理情報』1078号, 2005.3.20, pp.50-53.

略語表

AHP	The Affordable Housing Program	住宅購入支援プログラム
bp	basis point	ベースポイント：1%の1/100
CBO	Congressional Budget Office	議会予算局
FAS	Statement of Financial Accounting Standards	米国財務会計基準（書）
FCS	Farm Credit System	農業信用システム
FHFA	Federal Housing Finance Agency	連邦住宅金融機関
FHFB	Federal Housing Finance Board	連邦住宅金融委員会
FHLBS	The Federal Home Loan Bank System	連邦住宅貸付銀行制度
FRB	Federal Reserve Board	連邦準備制度理事会
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles	一般会計原則
GAO	The Government Accounting Office, The Government Accountability Office (2004.7.7～)	会計検査院
GSE	Government-Sponsored Enterprise	政府支援企業
HUD	Department of Housing and Urban Development	住宅都市開発省
MBS	mortgage-backed securities	住宅ローン担保証券
OFHEO	Office of Federal Housing Enterprise Oversight	連邦住宅公社監督局
OMB	Office of Management and Budget	行政予算管理局
SEC	The Securities and Exchange Commission	米国証券取引委員会

（さかた かずこう 財政金融課）