

## 2008 年緊急経済安定化法: 制定当初の重要事項と課題

2008 年 10 月 3 日、2008 年緊急経済安定化法(以下「安定化法」)が米議会下院で可決され、大統領の署名を経て成立した。短い審議過程で安定化法は、不良資産処理法から経済救済法、金融機関救済措置法等多くの呼ばれ方をしてきた。ようやくその名称は安定化法として、また立法目的は「米国の金融システムの流動性と安定性の回復」を至上命題として確定された。以下では、その制定当初の重要事項と課題に関する、米国 PwC のレギュラトリー専門家の説明を紹介する。

### 安定化法の対象範囲

安定化法の中核部分は、財務長官に金融機関から特定の問題債権を買取る権限を付与する「不良資産救済プログラム」(TARP)である。財務省は不良資産を複数トランシェで買い取る権限を与えられる。立法化当初は買取権限の上限は常時 2,500 億ドルとされ、大統領が追加権限の付与が必要と認定した時に限り上限は 3,500 億ドルに引き上げられる。買取残高は大統領のリクエストにより最大 7,000 億ドルまで引上げ可能であるが、議会は 15 日以内に両院合同決議をもってこの要求を拒絶することができる。大統領は両院の共同決議に対し拒否権を行使する権限を持つ。

財務長官の不良資産買取権限(保有権限ではない)は、長官が安定化法成立から 2 年以内に議会に対しその必要性に関する証明書類を提出しない限り、2009 年 12 月 31 日をもって消滅する。

安定化法の検討、分析に際して重要なのは、同法は TARP のための法制面、監督面、財政面の体系を整備することに主眼を置いており、財務長官と財務省内に新たに作られる「金融安定局」に巨大な裁量を与えていることである。しかし、同時に安定化法はその裁量権がいかに使われるかにつき広範な監視を求めている。安定化法は緊急性のある状況下で立法手続を行ったために、同法の適用が開始し、TARP が活動開始されるとともに多くの疑問が生じてくると予想される。それが本ペーパーの表題に「制定当初の(Initial)」と加えた理由である。

以下に述べる安定化法に関する重要事項と問題点は、金融機関を念頭にまとめられているが、米国経済と世界経済に広範な影響を与える米国の金融危機と緊急に責任ある方法で対処しようとする米国政府の前例の無い努力に関心を持つ全ての人にとり興味のある問題であろう。

### 重要定義－適格(eligible)金融機関と不良資産(troubled assets)

金融機関に取って最も重要な 2 つの疑問は、( i ) TARP に参加できる金融機関はどこか、および ( ii ) いかなるタイプの「不良資産」を財務省は買い取るのか、ということである。

**金融機関.** 「金融機関」の定義は、米国(あるいは州、テリトリー、その他領土)の法律に基づいて設立され、監督を受け、そこで「相当規模の業務活動」を行っている組織で、銀行、貯蓄組合、クレジット・ユニオン、証券会社、を含む。明示的に除外されているのは外国の中央銀行と外国政府所有の金融機関である。

**コメント:** 外銀支店(ブランチおよびエージェンシー)はこの定義を満たすと考えられる。財務省は銀行持株会社と金融持株会社、およびその非銀行子会社も対象に含める可能性がある。安定化法には米国内での「相当規模の業務活動」の詳細ガイダンスが含まれないので、財務省はその意味するところを決定しなければならない。加えて、外国中央銀行と外国政府所有の銀行が除外されているが、外国の金融当局あるいは外国政府所有の銀行による「金融機関」への貸出が当該金融機関の破綻あるいは債務不履行により不良資産化した場合、当該不良資産は TARP による買取適格となる点(安定化法セクション第 112 条)には留意する必要がある。

**不良資産.** 不良資産の定義は、居住用および商業用モーゲージ(抵当権付)貸付ならびにそれに関連するあらゆる種類の債券、債務、あるいはその他の金融商品で、それぞれ 2008 年 3 月 14 日あるいはそれ以前に発生あるいは発行され、財務長官が金融市場の安定のために買取りを決定したものが含まれる。不良資産はさらに、財務長官が連邦準備委員会議長(以下「FRB 議長」と協議を経て、金融市場の安定増進のために必要として買取決定したその他の金融商品をも含む。

**コメント:** 立法化の審議の過程で不良資産の定義は拡大され「商業用モーゲージ(抵当件付き)貸付」を含むようになった。拡大の狙いがマルチファミリー(複数世帯)用住宅ローンであることは明らかであり、安定化法の定める執行上の権限として列挙されている「考慮事項」の 1 つと合致している。それは、「(債務者所有の)その他の不動産の買取りの効用ならびにマルチファミリー用資産をバックとした商品」という規定である。しかしながら、安定化法には財務長官がその買取りが金融市場の安定を増進すると自ら決定する限り、その他の商業用モーゲージ貸付を対象として含めることを禁ずる規定はない。

TARP: 政策上の考慮点、権限を与えられた行為、当初の勧誘、および保証プログラム

**考慮事項.** TARP には財務長官が不良資産の買取り決定を含み、安定化法により与えられた権限行使の内容を規定するプログラム上の「考慮事項」の多項目にわたるリストが含まれている。考慮すべき要素としては、次の諸点。(i) 最終的リターンを最大化して納税者の利益を護ること、(ii) 金融市場に安定をもたらすこと、(iii) 売り手金融機関の長期的生存能力を査定すること、(iv) 金融機関の規模、所在地、組織形態、保有する不良資産の種類あるいは金額を問わず全ての金融機関が適格である状況を確保すること、(v) 資産 10 億ドル未満でフレディーマックあるいは

はファニーメイの優先株式の評価減により自己資本減少を蒙った銀行を支援すること、および (vi) 一般家庭が家を保有し続けられるよう支援する必要があること。

**行為.** TARP の運用を担当するのは金融安定局 (Office of Financial Stability) であり、大統領により任命され、上院の承認を得て任命される財務次官がその責任者となる。権限行使に際し財務省は FRB、ニューヨーク連銀、連邦預金保険公社 (FDIC)、通貨監督局 (OCC)、貯蓄機関監督局 (the Office of Thrift Supervision; OTS)、住宅・都市開発庁 (HUD) と協議しなければならない。

財務長官は安定化法の運用に必要と考えられること、すなわち採用、サービス契約締結、金融機関のフィナンシャル・エージェントへの指名、「正規の承認手続きを経て財務長官の監督の下で不良資産と債務を買取り、保有し、売却するため」のヴィークルの設立等を実施する権限を持つ。財務省は連邦機関の契約に関する規則の一部を免除されるが、マイノリティーあるいは女性がオーナーであるビジネスに対し機会を提供する義務を負う。立法化終了後実務的に可能なかぎり短期間の内に、財務省は利益相反を規定する規則あるいはガイドラインを発効する義務を負う。

**当初の行為と財務省による勧誘.** 2008 年 10 月 6 日、財務省は安定化法により授権された TARP の効果的実施に必要なサービスを提供するフィナンシャル・エージェント 3 社の募集公告を発行した。

募集対象となる 3 つのサービスとは、

- ・ カストディアン、会計、入札管理、その他インフラサービス
- ・ 証券資産管理サービス
- ・ 原資産の管理

記されているように、財務省は証券の管理者を原資産であるモーゲージ貸付の管理者とは別に選定する。資産管理者は米国政府の財務代理人であり、(モーゲージ貸付関連) 契約者の代理人ではなく、財務省と財務代理人契約を結ぶ必要がある。財務省は、異なる資産タイプをカバーした適切なノウハウを確保するため複数の資産管理者と副管理者を選定するとしている。さらに、財務省はすべての資産管理者を一度に決定することはせず、自ら作成する資産買取りスケジュールとポートフォリオ計画とペースを合わせて順次採用して行く可能性がある。当初募集に対する応募期限は 2008 年 10 月 8 日である。財務省はこれら 3 分野に関する最終選考結果の公表を 10 月 13 日の週に予定している。財務省は安定化法により付与される権限に関連して発生するかもしれない利益相反に関する中間的ガイドラインも公表した。本件募集と選考結果等に関する情報は新たに設定された財務省/安定化法ウェブサイトで見ることができる。

<http://www.treas.gov/initiatives/eesa/>

**保証.** 安定化法は、財務省に対して、金融機関の不良資産を保証するプログラムの設定と、予想される保証履行請求をカバーするのに十分な規模のリスク・ベースで算定した保証料体系の設定をも求めている。

**コメント:** 安定化法のもとで財務省が考慮しなければならないことは多いが、同法の基本的な目的は納税者にとり最小の負担で金融システム全体に対し流動性を供給することである。下院銀行バーニー・フランク委員長は、保証は流動性拡大に繋がらないため、あまり利用されないとの個人的見解を公の場で発表している。それにもかかわらず、安定化法は保証プログラムの実施を求めている。

### プログラム運用ガイドライン、価格設定ならびに資産管理

**ガイドライン.** 安定化法制定後 45 日以内に財務省は、不良資産買取りの仕組みと、不良資産の価格設定と評価方法、資産管理者選定手続き、買取り対象資産選定の基準、を内容とする「ガイドライン」を公表しなければならない。財務省は、売り手である金融機関が購入価額を上回る価格で問題債権を財務省に売り渡すことを禁ずることを含め、売り手金融機関が不当な利益を得ることを防ぐ手立てをとらなければならない。既述のとおり財務省は 2008 年 10 月 6 日に資産管理者の募集を公表した。安定化法は、財務省が FDIC を資産管理者に指名することを許している。

**価格設定.** 買取り価格は安定化法の定める「目的に合致するような...最低の価格」である。財務省は逆入札を含め、入札方式を取ることができる。財務省は直接買取りによる場合には資産の「本来の価値」が反映される「合理的な」価格が確実に実現するような方法を探らなければならない。財務省は、売り手の買入れ価額を上回る価額で買取りを行ってはならない。その例外として許されるのは、M&A を通じて入手した不良債権、公的機関による保全管理、連邦破産法チャプター 11 等の下にある金融機関からの買取りの場合である。

**資産管理.** 財務長官は、買取った不良資産に関し、収益からポートフォリオ・リスクに至るまで、広範な権限を持つ。財務省は、いつでもかかる買取資産に関連して得られたいかなる権利もこれを行行使することができる。

財務省は取得した資産を満期まで保有することもできるが、連邦政府へのリターンを極大化する価格で売却するのに「最適な」市場情勢を選んで売り戻すことができる。財務省はまた、不良資産の買取りあるいは金融機関への投資を通じて、民間セクターが本件に参加することを奨励しなければならない。

**コメント:** 安定化法は、財務省に対して、TARP の設計と実施に関し広範な権限を与える目的で

作成されている。それは TARP の実施過程で決定されるべき詳細が多く残されていることを意味する。TARP の対象となり得る取引には以下のようなカテゴリーが想定される。すなわち、(TARPによる)引続きの関与が無い適格資産の売買；(TARPによる)引続きの関与がある適格資産の売買；適格資産の売買；適格資産の保証；適格資産の保証付きファイナンス、である。以上のカテゴリーの取引の結果として発生する追加的取引は、不動産の取得・管理・処分と、金融機関への資本参加である。財務省の過去の経験と法制化の過程における証言とから、財務省は、当初価格水準の確認と自らの手続きの透明性の確保を目的として入札手続きの開発を重点的に行うとの見方がある。議会で審議期間中になされた財務長官の発言によれば、当初の入札は小額にとどまるかもしれない。

### TARP 参加者－役員報酬に関する制限と財務省によるワラント受領

**役員報酬.** 財務省に不良資産を売却した金融機関には役員報酬に関する制約が課される。財務省に対する直接売却の場合には金融機関は役員報酬の基準と財務省により制定されたコーポレート・ガバナンスの基準を、財務省が当該金融機関に対し貸付あるいは資本参加を続けている(ワラントに関して後に議論する)期間にわたって、遵守する義務を負う。入札による買取りの場合、3 億ドル超の資産売却(直接売却と合算して)をした金融機関は上級経営者(シニア・エグゼクティブ)との間で解任、破産申請、債務超過、あるいは破産管財制の下に入った場合にゴールデン・パラシュート条項<sup>(注)</sup>を含む新規雇用契約締結を禁じている。財務省はこの条項に関して 60 日以内にガイダンスを発行することを要する。

<sup>(注)</sup> 上記条件が成立した場合に、経営者に対して多額の退職金等の支払を行うような条項。

安定化法は内国歳入法を改訂して、安定化法の存続期間を通じて、3 億ドル以上の資産を売却した金融機関の主な経営者(CEO、CFO、あるいは報酬水準が上位 3 位の者の内 1 人)の年間損金参入対象報酬を 50 万ドルに制限した。安定化法はさらに内国歳入法を改訂し、TARP に参加した金融機関について、支配権の移転のない場合でも、ゴールデン・パラシュートに対する 20% の課税と共に、これらの主な経営者にかかる退職金の法人税上の損金算入禁止を決めた。

**ワラント.** 財務省は、不良資産買取りを行う際、上場金融機関からは無議決権普通株式あるいは優先株のワラント、その他金融機関からは先順位債権を受けとらなくてはならない。ワラントは株価上昇時には財務省、最終的には納税者に「適切な水準の利益参加」(金融機関の負債の場合は適切な水準の金利収入)を可能とする。しかしながら、TARP 継続期間中の累積買取金額が 1 億ドルを超えない金融機関には「些細であることによる」例外扱いも可能である。安定化法は、法の規定によりワラントも負債も発行を許されない金融機関に対しその他の形態の持分証券の使用を許している。

**コメント：** 役員報酬基準は、報酬額が上位 5 位に入る上級経営者に適用される(上場金融機関、その他金融機関同様に)。財務省に提出されるワラントには、株式分割、株式配当、配当支払い、合併等種々の市場取引から証券価値を護る希薄化防止条項が付されていないなければならない。合理的な価格やワラントの受け取りの決定に関する組み合わせは、財務省が参加金融機関への資本注入にあたっての具体的手段として決定される。

## **監視と不足資金回復**

**監視。** 安定化法は TARP に関して 4 つの監視メカニズムを設定している。

- 金融安定化監視委員会による権限行使の検証と提言。委員会のメンバーは FRB 議長、財務長官、連邦住宅金融公社(Federal Home Finance Agency)ディレクター、SEC 委員長、HUD 長官を含む。
- TARP のために独立した検査機能(Office of Inspector General)の設置
- 議会向け報告を行うために創設された議会監視パネル
- 会計検査院(GAO)も監視および監査権限を持つ。

**不足資金の回復。** 安定化法制定から 4 年経過後にその時点における TARP の損益状況に関する報告が議会に提出される。資金不足が生じた場合、大統領は議会に対し、不足額を金融業界(TARP 参加者に限定せず)から回復する法案を提出しなければならない。

**コメント：** 上記の監視機能に加え、安定化法は最初の買取りあるいは保証機能行使のうち、早い方から 60 日以内に最初の報告を行い、その後は 30 日毎に報告を続けることを求めている。

## **抵当権行使の緩和と住宅の所有**

財務省は、自宅所有者と賃借人に対する支援の最大化を目的とする計画を実施に移さなければならない。また、財務省は、借入人に対する抵当権行使の回避や賃借人が政府取得後の住宅に住み続けることを支援するため、対象となっている抵当権のサービサーが「自宅所有者に希望を」というプログラム(HOPE for Homeowners Program)や利用可能な他のプログラムを活用するよう奨励しなければならない。特に財務省は、ローンの条件改定およびリストラクチャリングを容易にする目的で不良資産の所有権を獲得する機会を捉えるべく、不良資産を保有する他の連邦政府機関と調整を行う必要がある。加えて、財務省は、所有権を得ている居住用賃貸住宅に対し連邦、州、その他地方自治体から供与されている家賃に対する補助金を保護し、貸倒損失削減のためになされる合理的な要請には同意しなければならない。

居住用不動産で担保された資産を保有ないし管理する財務省以外の連邦政府機関も同様の抵当権行使の猶予を志向するプランを法施行後 60 日以内に開始し、その後 30 日ごとに報告期間中に実行したローンの条件変更件数および形態、実際に抵当権行使に至ったケースに関し報告しなければならない。財務省以外の政府機関には連邦住宅金融公社(Federal Housing Finance Agency) (ファニーメイとフレディーマックの保全管理者の立場で)、FDIC(各連銀の代理として)が含まれている。

**コメント:** 連邦住宅公社(Federal Housing Agency; FHA)は HOPE for Homeowner(住宅所有者に希望を)プログラムを 2008 年 10 月 1 日に発足させた(終了は 2011 年 9 月 30 日)。このプログラムを利用できるのは住宅を所有する居住者のみであり、期間 30 年の固定金利モーゲージローンの活用がオファーされる。多くの場合、銀行は、よりコストのかかる抵当権行使を避けるために、既往モーゲージローンに関して当該住宅の新しい評価額の 90%まで帳簿価格を引き下げなければならないであろう。安定化法は法改正により HOPE for Homeowner プログラムを管理している FHA の理事会が、このプログラムによりリファイナンスされたローンの元本が 90%を超えることを容認できるようにし、またそれ以外にもプログラムを利用しやすくするための変更を施した。

#### **FDIC による一時的保険金額引上げと FRB による準備金に対する金利支払い措置は現時点で発効している**

安定化法により権限を付与された FDIC は連邦預金保険の一預金者あたり付保額上限を一時的に 25 万ドルに引上げた(終了は 2011 年 12 月 30 日)。ナショナル・クレディット・ユニオン・シェア保険基金の同様の引上げも安定化法により認められた。

安定化法は連銀準備預け金に対する金利支払いの時期を 2008 年 10 月 1 日に繰り上げた。付与された権限に則って FRB はレギュレーション D 改正を承認し、各地区連銀に対して対象となる準備預金(預金金融機関の準備金積立要求を満たすための預け金残高)と、超過準備金(要求される準備金残高と決済用残高を超える預け金残高)に対する金利支払いを指示した。

**コメント:** FDIC の発表で述べられているように、FDIC の基本的預金保険の付保額は今回の変更が単一口座の場合 1 人の預金者あたり 25 万ドルに、共同口座の場合 1 人の預金者あたり 25 万ドル(持分 1 対 1 の共同口座としては合計 50 万ドル)に、IRA およびその他の退職積立口座の場合 1 人の預金者あたり 25 万ドルに、信託勘定の受益者 1 名につき特別の制約および条件の許す範囲で 25 万ドルまでに、引き上げられた。

FRB が示唆したところによると、所要準備金残高に対して支払われる金利の利率は当該準備金維持期間に行われた連邦公開市場委員会で決定されたフェデラル・ファンド目標金利の平均値か

ら 10 ベイシスポイント低いものとなろう。超過準備金残高に対して支払われる金利の利率は当初、当該準備金維持期間に行われた連邦公開市場委員会で決定されたフェデラル・ファンド目標金利の下限值から 75 ベイシスポイント低いものとなろう。

## 調査義務

安定化法は以下を含め複数の調査遂行を求めている。

**規制監督制度の改革.** 規制監督システムの現状分析と金融市場参加者(店頭スワップ市場と政府系住宅機関住宅金融機関を含む)の監視に関する有効性に関する財務長官による調査。この調査には、現状規制監督システムの対象外となっているが規制監督対象とすべき市場参加者に関する提言および店頭スワップの決済(clearing and settlement)システムの高度化に関する提言を含む。

**レバレッジ.** 金融機関の負債増加と突然の負債減少が現在の金融危機の背景にある要因として何らかの役割を果たしているかに関する会計検査院長(Comptroller General)による調査と議会に対する報告。

**時価会計(Mark-to-Market Accounting).** SEC が FRB および財務省との協議を経て行う、FASB 基準書第 157 号の規定する時価会計に関し、貸借対照表への影響、財務情報の質に対する影響、その他の事項に関する調査。調査結果は 90 日以内に議会に報告をすることを要する。

**コメント:** 安定化法の定めるところにより、SEC は公共の利益のためになり投資家保護に繋がると判断した場合には自らの権限において FASB 基準書第 157 号の適用を中止できることを再確認している。

## 税制面の救済条項

安定化法は金融機関が 2008 年 9 月 6 日に保有しているか、2008 年 1 月 1 日から 9 月 7 日の期間中(1 月 1 日および 9 月 7 日を含む)売却あるいは交換したファニーメイまたはフレディーマック発行の優先株式の売却あるいは交換から発生した損益を、経常収支として計上することを規定している。この規定により銀行に優先株式から発生する損失の経費処理という税金面のメリットを与えることにより、このような銀行による追加的資本調達の実現性を減じることと、地域金融機関が著しい資本減少に陥るのを防ぐことを目的としている。

安定化法はまた、住宅保有者に対して、抵当権行使により消滅した適格住宅借入の除却、あるいは

は課税所得からの控除により、税金面の救済支援を行う。しかしながらこの救済はホーム・エクイ  
ティー・ローンには適用されない。この税金面の救済は 2012 年末まで継続される。

以上