

《論 文》

# 住宅抵当債権の証券化と法の不確実性の問題\*

—J. R. コモンズの視点から—

寺 川 隆 一 郎  
柴 田 徳 太 郎

## 1 はじめに

2000年代のアメリカ資本主義の高収益は、金融部門に支えられたものであった。しかし2007年のサブプライム危機で露呈したように、その内実は、金融機関が自己資本比率規制の網の目を逃れ、リスクの高い住宅抵当債権をオリジネートし、証券化することで生まれたバブルだった。金融バブルの背景には、80年代以後の金融規制緩和と、「証券化」と総称される金融技術革新がある。そして2001年のITバブル崩壊後の世界的な金融緩和が、投機的取引を後押ししたのである。

今回のサブプライム危機に特徴的なのは、大恐慌のときとは違い「最後の貸し手」・預金保険機構・「大きな政府」からなるセーフティ・ネットが備わっていたにもかかわらず、危機が世界中に伝播したことである。その原因は住宅抵当債権の「証券化」の普及にあった。欧米金融機関がドル建て金融卸売市場で資金調達をして、住宅抵当債権を「証券化」した金融商品を保有していたため、金融危機はアメリカ一国にとどまらず世界中に波及したのである。

リーマン・ショック後の世界は、金融再規制の流れにある。当局による規制が、巨大かつ複雑な市場を適切にコントロールできるかどうかは現状では不透明である。しかし本稿では当局による規制の可否を問う前に、そもそもなぜかくも複雑かつ流動的な金融部門が成立し得てい

るのか、この点について考えてみたい。結論からいうと、それは商取引を支えるルールが多層的に存在しているためである。金融部門に特徴的な高度の流動性は、そこで売買される債権が有体財と異なり物理的実体を持たず、時間や場所に原則的に拘束されないことの帰結である。そして、将来時点での支払い約束である債権が実効性を持つのは、約束を守らない場合には取引所での取引停止という民間の制裁や、資産の差し押さえなどといった法的制裁が科されるからだ。規制当局の扱う法だけでなく、市場での商取引の中から生まれてくる商慣行も含む、様々なレベルでルールが存在することで、高度に複雑な金融市場は機能しているのである。

ところで、何らかの規制を行うにしても、その規制の透明性が重要だとしばしば言われている。もちろん法とは数多の個別の事案の指針となるものであるから、そこで使われる文言は可能な限り明確であるべきだろう。しかしたとえ明確なルールを作ることができたにせよ、そのルールを個々の事案に適用するときにはその解釈をめぐって問題が生じざるを得ない。法学で言われる「法の適用」の問題である(Vinogradoff 1959=1972: 106)。法の文言は一般的なものであるのに対して、それが適用されるべき個々の事例はそれぞれ特殊なものであり、それらの特殊性をすべて包摂できるように事前に立法するのは、神ならざる人間の身には不可能なのである。そこで、法が生きたものであるため

には、一般性と特殊性のあいだを架橋する解釈の作業を欠かすことができない。つまりルールとは、その対象に分類される個々の事案と切り離すことができない存在なのであり、個々の事案が生起する中でその外延と内包を緩やかに、ときには劇的に変えていく動的な指針なのである。

(1) ルールこそが物理的実体と切り離された高度に流動的な商取引を可能にしていること、(2) このルールが個々の活動と独立な枠組みではなく活動の中で変容していくこと、これらの点について一つの見通しを示したのが、戦間期に活躍し、第二次世界大戦中の1934年に主著『制度的経済学』を上梓したJ.R. コモンズ(Commons, John R.: 1862–1945)であった。本稿はこのコモンズの視点が、現代の金融危機を考える上で重要であることを指摘したい。具体的には、金融危機の引き金を引いたアメリカの住宅金融システムの特徴を検討する。キーワードは「負債の譲渡性(negotiability of debt)」である。戦後アメリカの住宅抵当金融の歴史は、モーゲージ債権の譲渡性を確立し、向上させた過程として整理できる。この負債の譲渡性の確立・拡大の運動を、資本主義的發展の特徴とコモンズは早くも1920年代に見通していた。負債の譲渡性の拡大は、一方において金融仲介の効率性を高めるが、他方において市場の不安定性を高めてしまう。それゆえにコモンズの制度的経済学では、市場の不安定性に備える事前・事後のルールが主題となる。このようなコモンズの観点から見ると、2000年代の民間主導の証券化(PLS: private label securitizations)における投機と破綻は、まさに多層的なルールが未醸成であったゆえのことであったと解釈できるのである。

以下が本稿の構成である。2節では、資本主義の高度化をモノと所有権の分離として捉えるコモンズの経済過程モデルを素描し、そのインプリケーションを3節で論じる。4節以降では、コモンズ・モデルが示唆する高度資本主義とルールの問題を、アメリカ住宅金融制度の進

化に即して検討する。4節では、アメリカ住宅抵当金融の特質とニューディール期以降の連邦支援制度の創設と拡充について検討する。5節では、住宅抵当金融の証券化の2つの段階について検討する。6節では、2000年代における民間の証券化(PLS)の爆発的拡大について検討する。7節ではPLSが引き起こした3つの問題について考察する。最終節ではPLSが引き起こした諸問題に対応するための制度改革の試みについて検討し、コモンズ理論の観点からアメリカ金融制度の進化について総括する。

## 2 モノと所有権の二重過程

コモンズは学説史上、戦間期アメリカで大きな存在感を示したアメリカ制度学派に位置づけられる。アメリカ制度学派は学説史上他の学派と比べると明確な綱領を持たず、どちらかという方向性を緩やかに共有した知的運動という性格が強い。その特徴としては、労働問題や景気変動といった現実の問題を歴史的な構造と制度による調整の問題としてとらえる、経験主義的態度が挙げられる。コモンズは主にアメリカの労働史研究と、英米の資本主義の法制史研究により、ヴェブレン(Veblen, Thorstein)、ミッチェル(Mitchell, Wesley)とならびこの運動の代表者と目されている。

近年、企業組織論において取引費用アプローチが盛んに行われる中、コモンズが考案した「取引(transaction)」概念にも関心が向けられるようになってきている。しかしコモンズのいう「取引」とは、新古典派の系譜につながるウィリアムソン(Williamson, Oliver)のそれとは異なり、市場での交換に付随する監視や情報収集の費用を包摂するために考案されたものではない。コモンズの「取引」は、経済学の伝統的な「交換(exchange)」概念を刷新するために導入されたものであり、コモンズの視点を顕著に反映するものであった。なぜ刷新を試みたのか。それは市場での売買をモノとモノの交換として捉える「交換」概念では、経済学の黎明期の18

世紀の市場を近似的にとらえられても、高度に発達した信用制度を介して大規模資本と多くの労働力により生産された大量の商品を、流通・分配する 20 世紀の市場を適切に描写できなかったからである。大規模な投資はそれを回収するために 10 年単位の時間を必要とする。そのため投資決定には収益が得られる見通し、そして借入資本を返済できる見通しが欠かせない。また、より短期の売買でも信用が利用され、決済にも預金通貨が利用されている。20 世紀以降の市場では将来への期待が決定的に重要なのである。コモンズの「取引」概念は、この現実を記述するために考案された。すなわちモノではなく、あらゆる売買できる対象に対する「所有権」の交換として定式化されたのである。<sup>1)</sup> 権利とは、将来時点で行使の可能性にほかならない。モノを権利に置き換えることで、将来への期待を分析の中心に据えることができる。<sup>2)</sup> 将来への期待がコモンズの視点の核心にあるのである。

将来への期待を中心に据えるということは、時間の流れ (flow) をモデルに取り込むということにほかならない。コモンズによると、古典派も限界効用学派も、物理学、とりわけ古典力学との類比で経済活動を記述する。しかし可逆的時間を前提にした均衡分析では、ある瞬間の市場のスナップショットを撮ることができても、市場が歴史的に進化していく事態は把握できない。資本主義の歴史的進化を捉えるためには、「原子のもつ均衡への傾向という個人主義ないし静学の視点」(Commons [1925] 2008: 254)ではなく、「始まりも終わりもなく流れる社会過程の視点」(Commons [1925] 2008:

254)を取らなければならないのである。

このような視点からコモンズは、20 世紀以降の資本主義を記述するための一つのモデルを提出している。このモデルを再検討することで、21 世紀の危機に一つの見通しを得ようとするのが本稿の試みである。

## 2.1 経済過程を構成する 4 つの過程

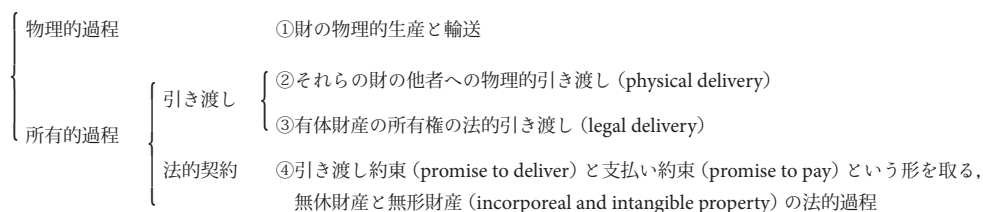
コモンズのモデルは、4 つの関連した過程で構成される。(第 1 図)

後述のモノと所有権の区別は、コモンズの制度的経済学の核心の一つであるが、主著である 1924 年の『資本主義の法的基礎』(Commons [1924] 1995)と 1934 年の『制度的経済学』(Commons [1934] 1990)よりも 1925 年の草稿 (Commons [1925] 2008)の方が両者の相関関係を明快に分析している。そこで以下主にこの草稿での記述に依拠して、コモンズの 20 世紀以降の資本主義のモデルを整理したい。

さて、第 1 図にまとめた 4 つの過程という図式の前には、経済過程を「物理的過程 (physical process) と所有的過程 (proprietary process) の相関」として捉える、コモンズに独特な視点が存在する。「物理的過程」とは、モノが生産過程に投入されて変形し、流通に乗って移動する、ちょうど経済過程の物理的実体に当たる部分のことである。そしてモノの変形・移動と相関関係にある「所有的過程」とは、モノに対する所有権が移転し、所有者が変わる過程のことである。<sup>3)</sup>

このような視点から見ると、法制度を与件として扱ってきた従来の経済学は、モノが生産過程に投入され、流通に乗って移動し、最終的に

第 1 図 4 つの関連した過程



Commons ([1925] 2008) p. 254 のリストを元に作成。

消費される「物理的過程」のみを静的に扱ってきたと言える。それゆえに古典派も限界効用学派も、市場での交換を記述するのに、物々交換のモデルでよしとしてきたわけだ。しかし資本主義の発展と共に、現実の市場を物々交換モデルで記述するのは困難になってきた。というのも、そもそも市場で売買されるのはモノそのものではなく、モノに対する所有権であり、資本主義の発展とは所有権を売買する市場の発展に他ならないからだ。この発展の結果、現代の市場では、所有権の移動とモノの移動とが必ずしも一致しなくなっている。具体的には、大量生産された商品の大口取引のために設けられた取引所（卸売市場）では、商品そのものは持参されずに、その所有権のみが売買されている。売り手は将来の特定の時点と場所で、特定の数量の商品を納入することを約束することで、現在時点でモノを引き渡すことなく所有権のみを譲渡できるのである。そうであるなら、その納期までのあいだ、買い手も同様にして第三者に転売できることになる。その場合、所有権は2回移動しているのに対して、モノ自体は納期に最初の売り手から最終的な権利保有者へと1回しか移動しない。モノの移動を将来に繰り延べることで、モノの移動を伴わずに所有権が移動する事態が生じているのである。また、売買の決済は、硬貨や紙幣といった物的実体を持つ法貨ではなく、法貨の支払いを受ける権利である銀行預金の所有権を銀行の帳簿上で移転することで行われるようになっている。売り手から買い手に商品というモノが移動するのに対して、買い手から売り手にモノとしての貨幣（法貨）は移動しないのである。(1) 所有権の移動が必ずしもモノの移動を伴わないこと、(2) 商取引の決済においてモノとしての貨幣は移動しないこと、以上を踏まえると、現代の市場を物々交換モデルで記述するには限界がある。それゆえにコモンズは、モノの移動と所有権の移動を区別し、モノの変形・移動と所有権の交換という2つの層で構成されるモデルを立てるのである。

物々交換から「物理的過程と所有的過程の相関」へ、コモンズはこのように市場モデルを更新しようとしている。そのような問題意識を踏まえて、ここからは経済過程の20世紀的状况を構成する4つの関連した過程の内実を見ていこう。

### 2.1.1 財の物理的生産と輸送

1つめの過程は、人力と自然の素材を投入し、財を生産、輸送する、生産と流通の過程を指している。つまり前述のモノが変形、移動する「物理的過程」のことである。

いうまでもなくこのような生産、輸送を人びとが行うのは、その産出を使用価値として利用するためである。この産出を使用するのは、一体誰なのだろうか。自給自足中心の経済では生産は使用のために行われるので、生産者と産出の使用者は、血縁、地縁集団単位で考えると一致する。それに対してコモンズの想定する市場中心の経済では、生産は使用のためではなく販売のために行われるので、産出を使用価値として利用するのは、生産者本人ではなく、その産出を再加工する別の生産者や、消費者の手元に届ける流通業者、そして消費する家計といった別の主体になる。つまりいわゆる市場過程とは、産出を一方から他方に「引き渡し (deliver)」, 所有者を変更する「所有的過程」なのである。コモンズの指摘する4つの過程の残りの3つは、この所有的過程を構成する部分過程である。

### 2.1.2 物理的引き渡しと法的引き渡し

所有的過程は、財の所有者が変更されることで完了する。つまり、財が売り手から買い手に引き渡されることが所有的過程の目標であり、最終局面なのである。しかし上述のように卸売市場を介する流過程では、財の所有権の移転が必ずしも財そのものの移動を伴わずに行われている。所有権の引き渡しは時間的に先行し、モノの引き渡しとのあいだにラグが存在するのである。それだけでなくこのラグのあいだに所



有権だけが第三者に引き渡されることも生じている。これらの事実を踏まえると、2種類の引き渡し、すなわち法的引き渡しと物理的引き渡しを区別しなければならないのである。

コモنزの指摘する2つ目と3つ目の過程は、この所有権の引き渡しとモノの引き渡しのあいだにラグが生じている事実に対応している。「財の物理的引き渡し (physical delivery)」と「有体財産の所有権の法的引き渡し (legal delivery)」は、相関関係にあるが、別々に実行されるのである。

### 2.1.3 法的契約

さて、生産者がその生産物を他者に引き渡すのは、生産物と交換に貨幣を受け取るためである。そのためにはまず生産物と貨幣の交換比率、すなわち価格を交渉によって決めなければならない。価格とは、市場での財に対する需要と供給との比率で決まる価値である。つまり生産物には、使用価値とは別に、市場で売買する際の「資産価値」<sup>4)</sup> が存在するのである。

資産価値は、モノそのものに備わる属性に基づく使用価値と異なり、その時々での市場での供給量と需要量とで決まるため、本質的に流動的な性格を持つ。商品の供給量と需要量との比率次第で、資産価値はどこまでも高騰したり、それとは逆に買い手がつかずゼロにまで暴落したりするのである。ところで市場経済では、ルールにのっとった競争の結果、競合商品に負けて自社商品が売れなかった場合、回収できなかった費用は損失として甘受しなければならない。しかし損失の原因である売上不振が、競合する企業によるダンピングや、粗悪なコピー品の量産の結果である場合は、司法機関に訴えることでそのような不正な手法を排除し、損害賠償を請求できる。これは逆にいうと、不正な手法による利益は、法的には認められないということだ。つまり資産価値はその時々での需給条件に応じて変動するが、それはあくまでも、ルールで定められた枠の中での変動なのである。

財の所有者にとっては、財そのものだけでな

く、その財が持つ資産価値も財産である。しかし有形物である財そのものと違って、その時々での市場での買い手の評価である資産価値は、直接に保有することはできない。それでも上述のように不正な手法が法的に排除されることで、資産価値は間接的に保護されているのである。このように所有者が直接所有できない、財の市場での評価は、法律上「無形財産 (intangible property)」と呼ばれている (Commons [1925] 2008: 255)。売買が行われなかったところには資産価値は生まれず、それを法的に保護することで生まれる無形財産も存在しない。いわゆる市場過程とは、資産価値がルールで定められた枠の中で変動するという意味で、無数の売買の流れの中に無形財産が成立する法的過程なのである。そして市場での交渉により、その時点と場所での資産価値、すなわち無形財産の内実が確定するのである。

さて、このように財と貨幣の交換比率が決まったとしても、買い手が合意した金額を支払ってくれる確証がなければ、生産者は生産物を引き渡す気になれず、交換は成立しないだろう。買い手の側から見ても、引き渡しの確証が得られないなら、やはり交換は成立しない。そこで実際に生産物の引き渡しと貨幣の支払いが行われる前に、交渉で合意した条件に基づく法的契約が結ばれることになる。この契約は双務契約であり、売り手による「財の引き渡し約束 (promise to deliver)」と、買い手による「貨幣の支払い約束 (promise to pay)」で構成される。これらの約束は、端的にいうと債務であり、不履行の場合には上位権力によって損害賠償が課されたり、強制的に執行されたりする。このため債権者は、将来時点での引き渡し、支払いをかなりの程度期待できる。つまり債権は、その所有者にとっては、将来の履行が法的に保護されているという意味で、財産なのである。債権は財産であっても物的実体を持つ有形物ではないので、法律の用語法では有形物である「有体財産 (corporeal property)」と区別して、「無体財産 (incorporeal property)」と呼ば

れている (Commons [1925] 2008: 255)。

以上の市場での売買交渉と法的契約の締結の過程が、コモنزのいう4つ目の過程、すなわち「引き渡し約束と支払い約束という形をとる無体財産と無形財産の法的過程」である。

## 2.2 負債の譲渡性——加速する商取引

ところで、上述のとおり債権が、法的保護のおかげで、期日まで待ちさえすればほぼ確実に引き渡し、支払いを受けられるのであれば、契約を結んだ当事者でなくても、債務者による債務履行を期待できるはずだ。そして、生産物と違ってそれ自体使用価値を持たない貨幣は、支払期日まで経済過程から退蔵されるよりも、できるだけ早く再投入される方が望ましい。そこで、支払い約束の譲渡性が法的に整備され、期日に貨幣の支払いを受ける権利(手形)を現在の第三者との取引の支払いに使用(裏書譲渡)したり、金融機関に売却(割引)したりできるようになる。<sup>5)</sup> 負債が購買力を持つのと同時に、負債そのものも売買されるようになるわけだ。コモنزはここで、支払い約束の中でも最も信用力のある銀行のそれ、すなわち要求払い預金が、あらゆる取引の決済に用いられ、事実上の貨幣になっていることを強調している (Commons [1925] 2008: 258)。市中の商取引で形成された支払い約束は、最終的には預金という銀行の負債を銀行の帳簿上で付け替えることで決済されるのである。このような預金通貨システムの下では、硬貨、紙幣という実体を持った法貨はほとんど存在感を失っている。というのも預金金融機関である銀行が一部の支払い準備を残して貸付をすることで、法貨の量を遙かに上回る預金を創造しているからだ。<sup>6)</sup> この巨額の預金が、複雑かつ大規模化した現代の商取引を支えているのである。

こうして「負債の譲渡性 (negotiability of debt)」が確立することで、支払期日が到来する前に貨幣を経済過程に再投入できるようになり、商取引の回転速度は大幅に加速する。「金属貨幣と比較しての銀行信用の技術的目的は、市場にお

ける商品の回転の速度を大きく高めることであり、そしてこれは国民生産性の大幅な上昇なのである」(Commons [1934] 1990: 450)。買い手は手元資金がなくても、自らの事業の収益を見込んで手形を振り出すか、もしくは他の誰かから受け取った手形を裏書譲渡することで、商品を購入できる。そして、ここでいう手元資金とはもはや現金のことではなく、当座預金口座を開設してある銀行の預金債務を指しているのであり、決済の際にはただ小切手を振り出しさえすればよいのである。今や何かを購入するに当たっては、法貨を手元に用意する必要などなく、小切手を切れば即座に決済できるし、将来の収益や債権回収の見込みがあり、銀行がそれを信用してくれるなら支払いを将来に繰り延べることも可能となった。預金通貨システムは、貨幣を法貨の持つ物理的制約から解放し、その結果商取引の速度を向上させたのである。現代の市場ではモノの引き渡しを待たずにモノの所有権が次々に譲渡されているが、それを支えているのがこのような負債の譲渡性に基づく預金通貨システムなのである。このように財も貨幣もモノのくびきを逃れて所有権として売買され、高い流動性を得ている。コモنزのリストでいうと3つめと4つめの法的過程が、現代の市場過程では中心的役割を果たしているのである。

## 3 コモンズ・モデルが示唆するもの

それでは、コモنزの「物理的過程と所有的過程の相関」モデルから、住宅抵当債権の「証券化」に起因する現代の金融危機を理解する上でどのような示唆が得られるのであろうか。

### 3.1 所有的過程の離床

上述のとおり、現代の市場過程に特徴的なのは、所有権の移動とモノの移動とが必ずしも一致しない点である。商品は卸売市場の確立によって、貨幣は預金通貨システムの確立によって、それぞれの物理的引き渡しを将来に繰り延

べて、物理的制約から自由に売買できるようになっている。現物や現金を用意するための時間や費用がかからなくなることで、商取引の回転速度が向上し、同額の資本で一層多くの売り上げを実現できるようになるわけだ。

しかしこのような高速の商取引は、完全に物理的制約から解放されたわけではない。あくまでも商品と貨幣の物理的引き渡しを将来に繰り延べているにすぎないことに注意しなければならない。繰り延べが可能になっているのは、生産者が約束した期日に商品を引き渡してくれること、そして銀行がいつでも法貨を引き渡してくれることへの信頼があるためである。もし期日に商品の引き渡しを受けられなかったり、預金の引き出しが認められなかったりするなら、信頼は猜疑心に反転し、物理的引き渡しの繰り延べは不可能になり、所有的過程は物理的過程と限りなく一致することになってしまう。

これとは逆に好況のときには、所有的過程は物理的引き渡しが行われるまで何回転もすることになる。ここで、コモズが挙げている、1922年の景気回復期のボストンからニューオーリンズへの靴の出荷の例を見てみよう。

鉄道での出荷に要する1週間ないし10日のあいだで、靴は12回売られた。いずれも同じ靴であり、その輸送とは靴の製造に要したものと同様の……労働過程であった。……/しかしボストンの商品市場で売られたのは靴ではなかった。靴の所有権であった。法律用語をつかうと、ここで行われたのは12回にわたる所有権の譲渡と獲得であった。……/おそらく各譲渡と獲得は、合衆国の信用システムのどこかに位置する銀行への預金に対して振り出される小切手で行われた。これが銀行家の管理する貨幣市場であった。……事実この市場では、靴のさまざまな値段や価値総額に応じて、つまり靴一足あたりの高騰する投機的価格や全出荷量の高騰する貨幣価値に応じて、新しく貨幣が創造されていたのである。(Commons 1950: 175)

ある期日でのニューオーリンズ渡しの靴が、わずか10日のあいだに12回も転売されてい

るのである。この12回の売買の詳細についてコモズは触れていないが、投機と考えて間違いないだろう。取引所での通常の所有権の売買が投機へと変質するのは、取引当事者の楽観的予想に預金金融機関が信用を供与してしまうためである。いうまでもなく、投機的な価格の高騰は早晩、その高騰した価格で靴が売れないことの発覚により暴落へと反転することになる。

このように現代の市場は、物理的引き渡しを繰り延べることで、利潤機会に素早く反応できるように高度化している。いわば所有的過程が、物理的過程から離床したのである。しかしこの高度化は、同時に不安定性を呼び込むことになった。所有的過程は、最終的に物理的引き渡しを実現するまで完了しないため、不確実性をはらんでいるからである。人びとは将来について予想を立て、現在売買する。そして利潤機会に素早くファイナンスするために生まれた預金通貨システムは、その反面人びとの思惑の変化を大幅に増幅するという性格を持っている。市場は高度化が進むにつれて、本質的に非常に不安定なものとなっていくのである。

### 3.2 所有的過程を支えるルール

所有的過程が離床することで、市場は高度化すると共に不安定性を抱えるようになった。しかしときには投機や恐慌をもたらすとはいえ、通常の市場では日々世界規模で非常に複雑な取引が行われている。将来の引き渡しへの信頼が人びとのあいだで確固たるものとして存在しているのである。

だが、このような信頼はどのように醸成されているのだろうか。一般に、物理的引き渡しまでに所有的過程が何回転もすると、引き渡しを受ける権利を保有する者と、引き渡しをする義務を負っている者とのあいだに直接の関係が存在しなくなる場合がほとんどである。人びとは見ず知らずの者の約束を信用しているのである。これは一体どういう訳か。それは強制力のあるルールが多層的に存在するためである。

まずインフォーマルなルールを見てみよう。

例えば銀行小切手が決済手段として広く使われている中で断固として現金での決済を求め続ける者は、大多数の者と取引ができず、早晚商売に行き詰まるだろう (Commons 1950: 111)。小切手の使用という商慣行に従わないと経済的不利益を被るという意味で、商慣行は強制力を持つのである。銀行の支払い能力への信頼は、このような同調圧力によって調達されている側面がある。

しかし、インフォーマルなルールは、内部と外部の境界が引けるような、その成員がある程度同質な集団内でしか強制力を持たない。異質な人びとのあいだでも約束に実効性をもたせるには、最終的には法制度というフォーマルなルールに頼らなければならない。いうまでもなく国家は、物理的強制力というもっとも強力な拘束力を行使できる唯一の存在であるからだ。法治国家で暮らす人びとは、約束が履行されない場合には法的制裁が科されることを知っている。だから面識の有無を問わず約束をし、それを第三者に譲渡したり、第三者から獲得したりできるのである。コモنزがリストの4つ目を「無体財産と無形財産の法的過程」としたのはこのような意味でのことであった。法制度こそが、所有的過程の離床を根本において実現しているのである。

### 3.3 法の空白とルールの進化

所有的過程が離床した高度な市場には、ルールが欠かせない。そうであるならルールの意味について踏み込んで考える必要がある。ルールとは何か。それは人びとが集団行動をするための指針である。人びとは何らかの指針を共有し、それに従うことで、行動を起こす度に個人間で交渉する手間を省くことができる。そして、そのような指針の安定性を確保するのが、指針と衝突するような行為を排除する制裁なのである。商慣行の場合は経済機会の喪失という経済的制裁であり、法制度の場合は主権力による法的制裁である。

ただし法的制裁がいかに強力であるとはい

え、統治者がそれを使って自由に人びとの行動をコントロールできるわけではない。

たとえば、女性の最低賃金を女性の賃金の慣習的水準よりも高いかそれと同等の水準に法的に設定したり、慣行に反して全面的禁酒法を制定したりするような試みは、失敗に終わることになる。なぜならば[違反が提訴されたとしても]陪審員は有罪判決を下さないだろうし、証人も証言しようとしまいだろうからだ。主権を握った独裁者でさえ、慣習に革命的变化を導入するには躊躇するのである。(Commons 1950: 110)

慣習が立法の限界を画するのである。そのような意味でコモنزは、実効性のあるルール一般を「慣習 (Custom)」と呼んでいる (Commons 1950: Ch.9)。

コモنزによると慣習となっているルールとは、「将来においてもほぼ変化せずにつづくのが期待されるような一様の行動」(Commons 1950: 110)であり、ただそれが慣習的になっているという理由だけで、「個人が、論理・理由・私益にかかわらず、他人がしていることに順応しなければならない」(Commons 1950: 111) 強制的な性格を持つものである。<sup>7)</sup> 上記のようにフォーマルな法制度は、この慣習と大きく矛盾しないかたちで立法されなければならない。

ところで慣習は、強力な同調圧力を持つとはいえ、決して不変のものではない。人びとは「一様の行動」を繰り返す中で、環境の変化に応じてその「一様の行動」を意図的にであれ、意図せずしてであれ、少しずつ変化させていく。その結果、旧来の慣習では全く想定されていなかった行為を認める慣行 (practice) が生まれる場合がある。ここに、想定されていない事態に対してどのような指針を示すのかという「法の適用」の問題が生じる (Vinogradoff 1959 = 1972)。慣習もしくは法に空白が生じる場合、規定がない当該行為をどのように規制するのかについての合意は存在しない。畢竟人びとのあいだで紛争が生じることになる。しかしま



さにこの紛争の発生が、新しい慣行と旧来の慣習もしくは法とのあいだの裂け目が架橋される機会なのである。コモンズは英米のコモン・ローの伝統に基づきこのように論じる。

コモン・ローの伝統では、裁判所は個々の事件に法を適用するに当たって、その時点と場所での支配的な慣習を参照しつつ一つの解釈を下す。その際の裁判所の判断基準は、「道理にかなっているかどうか (reasonable)」である。「裁判所は、紛争時、調査の結果見つかる道理にかなった慣行を強行するだろう。私的慣行は、もし道理にかなっているとみなされるなら、コモン・ローの一部になるのである」(Commons 1950: 111)。このようにアメリカでは、『裁判官の作った (judge-made)』法を、それが慣習としてすでに存在しているのを『発見する』ことで形成するコモン・ロー・メソッド (common law method) (Commons 1950: 111) が、法制度を不断に更新していくのである。

法の空白を、判決を積み重ね、時には新たに立法することで架橋し、法制度は現実にはキャッチ・アップしていくが、環境の変化に応じてまた慣行は新たな形を取るようになる。資本主義は、法制度と慣行のあいだのこのような循環関係によりそのルールを更新し、進化していくのである。

#### 4 アメリカ住宅抵当金融の特質と 公的支援制度の創設

これまで検討してきたコモンズの議論は、サブプライム金融危機を分析する際の有効な指針となりうる。なぜならば、住宅抵当債権の証券化は「負債の譲渡性」と密接に関連するからである。手形や預金債務の譲渡性確立が商取引を加速したように、住宅抵当債権 (債務) の譲渡性拡大は住宅抵当金融・住宅建築の拡大をもたらす。だが、手形や預金債務は短期債務であるが故に「負債の譲渡性」の確立は比較的容易であるのに対して、住宅抵当債務は長期債務であると同時に主要な債務者が規模の小さな家計で

あるため「負債の譲渡性」には限界が存在した。この困難を克服するために、ニューディール期以降、住宅金融の連邦支援制度が創設され、住宅抵当貸付の拡大と住宅建築の増加がもたらされた。そこで、この節では、アメリカ住宅抵当金融の特質と連邦支援制度の創設について検討してみることにしよう。

##### 4.1 アメリカ住宅抵当金融の特質

住宅の建築・購入には多額の資金が必要となる。その資金借入の際に、債務者は担保として土地・建物を抵当に入れることになる。これが、mortgage (譲渡抵当) の設定である。譲渡抵当に関しては、英米法系の法域において2つの主要な法解釈が発達してきた。①古典的な法解釈は、譲渡抵当を一種の不動産譲渡と見なし、不動産に対する権原 (title) が譲渡抵当権者 (mortgagee) に移転するとする権原移転理論 (title theory) に基づく解釈であり、アメリカのごく一部の州を含む多くの法域で採用されてきた。<sup>8)</sup> だが、この法解釈では、借手 (譲渡抵当権設定者: mortgagor) の利益が保護されない可能性があった。例えば、負債の返済が1日でも遅れれば不動産は貸手に没収され、にもかかわらず依然として借手が負債を負担するというような不利益が発生した。こうした不利益から借手を保護するために、別の解釈が普及する。②これが、譲渡抵当は単なる先取特権 (lien) の設定に過ぎず、譲渡抵当権者に抵当物件に対する権原を移転せしめるものではないとする先取特権理論 (lien theory) に基づく近代的な法解釈であり、独立戦争以降、アメリカの多くの州で採用されていった (田中 1991: 518-19, 566-67, 854; Wiedemer 1987=1989: 46-48; 井村 2002: 26; Dennis 1983: 8)。<sup>9)</sup>

モーゲージ証書は、譲渡抵当約束手形と共に債務者から債権者に交付されるが、債権者は第三者にこれらの書類を譲渡することが可能である。抵当金融の特徴は、モーゲージ関連書類の譲渡により債権の譲渡が可能となる仕組みにある。独立戦争後のアメリカ大陸西進運動の中

で、土地開発銀行がこのモーゲージ金融の仕組みを活用したが、債務者の土地購入目的のほとんどが投機的なものであったため、初期に設立された土地銀行のほとんどが債権回収困難により破綻した。モーゲージ金融の普及は南北戦争後を待たなければならなかったのである。

南北戦争後、新たな西進運動の下で中西部農村において農場モーゲージ金融が普及するようになった。その主な担い手がモーゲージ・カンパニーである。モーゲージ・カンパニーは、モーゲージをオリジネートして、生保や富裕な個人に転売する「つなぎ金融機関」であった。モーゲージ・カンパニーの農場貸付は、貸付限度額が購入資金の40%、貸付期間が5年以下、利払い年2回、元本満期時返済というものであった。当時の不動産抵当金融が提供する便宜は限定的なものだったのである。モーゲージ・カンパニーは、こうした農場モーゲージ貸付に加えて、1870年代以降は住宅モーゲージ貸付業務にも進出していく(井村 2002: 27; Dennis 1983: 9-10)。

ただし、モーゲージ・カンパニーは「つなぎ金融機関」に過ぎなかったため、住宅モーゲージ金融における資金供給主体が必要であった。だが、商業銀行はその主要な担い手にはなりえなかった。短期預金に依存していたため、中期貸付である住宅金融の主な担い手になることには無理があった。それに代わって、住宅金融の主な担い手となったのは、貯蓄貸付組合(S&L)と相互貯蓄銀行であった。① S&Lはコミュニティのメンバーの貯蓄性預金を原資に住宅資金を貸付ける組合組織として19世紀前半にイギリスから移植された。②相互貯蓄銀行もS&Lと同様、イギリスに範をとり、19世紀初頭に設立された(井村 2002: 28-35)。

以上、述べてきたことをまとめてみよう。アメリカの住宅金融システムは、次の2点によって特徴づけることができる。①譲渡性のあるモーゲージという手段をつかって資金調達が行われていた。②住宅金融の主要な担い手は、S&Lや相互貯蓄銀行といった民間の専門金融

機関であった。これらの住宅金融機関は、コミュニティにおいて貯蓄性資金を吸収し、これを同じ地域社会の住宅貸付に運用するというコミュニティ・バンキングの役割を果たしていた(井村 2002: 36)。このため、モーゲージの流動性には限界があり、アメリカ全国の資金を住宅金融に動員する仕組みは未発達であった。その結果、頭金の少ない長期の住宅ローンを組むことは困難であった。モーゲージの流動性の限界が住宅ローン拡大の阻害要因となっていたのである。この限界の打破は、ニューディール期以降に実現することになる。

#### 4.2 ニューディール期の制度形成

アメリカ住宅金融が飛躍的に拡大を遂げる契機となったのは、大恐慌とそれに続くニューディール期の連邦支援制度の創設であった。大恐慌による住宅金融システムの崩壊を受けて、ニューディール期には4つの制度が創設された。

①苦境に陥った住宅抵当金融機関を救済するため、32年に連邦住宅貸付銀行(Federal Housing Loan Banks: FHLBs)が設立された。だが、FHLBs制度の創設にもかかわらず、事態は深刻化した。貯蓄貸付組合等の流動性不足が深刻化し、健全な住宅モーゲージでさえ借換え困難によるデフォルト急増に直面した。こうした状況に対処するため、33年に債務不履行に陥ったモーゲージ債権を買い取る住宅保有者貸付公社(HOLC)が設立された。同社の融資残高は35年末には29億ドル、全住宅抵当貸付残高の13%に達した(小野 1970: 121)。このように、FHLBs制度とHOLCの設立により、住宅金融システムの崩壊が何とか食い止められたのである。

②2つ目が、連邦保険制度の創設である。1934年6月の全国住宅法(National Housing Act)により連邦住宅庁(FHA)が設置され、一定条件を備えた住宅抵当貸付から生じる損失が保険されることになった。このFHAによる貸付保険は開始後一貫して増加し、39年末には

全住宅抵当貸付残高の10%がFHAによる保険の対象となった。だが、FHAの貸付保険が果たした役割は、これらの数字以上に大きかった。当時の標準的な住宅モーゲージは、割賦償還なしの3～5年満期で、住宅購入者は借換え困難の危険や高い借換えコストの負担にさらされていた。融資額は販売価格の50～60%であった。これに対して、FHAが付保する住宅モーゲージは、長期(最長20年満期)で元本割賦償還条項付のものであった。貸付限度額は資産評価額の80%(16,000ドルが上限)であった。したがって、このFHAによる付保が、長期の住宅抵当貸付を可能にしたのである(小野1970: 122-24; 井村2002: 44; Semer *et al.* 1986: 25-31; Wiedemer 1987=1989: 7, 179)。

③3つ目が、連邦政府自らの手で住宅モーゲージの「第二市場」を形成し、住宅モーゲージの流動性(譲渡性)を高め市場の拡大を図ろうとする試みであった。主としてFHA付保住宅モーゲージの売買に携わる目的で、35年にRFC(復興金融公社)抵当会社が設立され、38年にはRFCの1,000万ドルの出資でワシントン抵当金庫が設立され、FHA付保住宅モーゲージの売買に乗り出していくことになる。この金庫は、同年、連邦抵当金庫(FNMA: ファニーメイ)と改名された。ただし、両者の果たした役割は30年代には微々たるものであった。両者の住宅モーゲージ保有残高は39年末に合わせて約2億ドルに過ぎなかった。住宅モーゲージの流動化機構として、これらの機関が重要な役割を果たすことになるのは第2次大戦後のことであった(小野1970: 124)。

④4つ目が、連邦貯蓄貸付組合保険公社(FSLIC)の創設である。34年全国住宅法により、商業銀行同様に貯蓄金融機関にも預金保険制度が導入された(井村2002: 45; Wiedemer 1987=1989: 123)。

以上のように、ニューディール期には住宅金融を支える4つの連邦支援制度が創設された。その中でも重要であったのは、②FHAによる保険(公的信用補完)と、③FNMAによる住

宅モーゲージの購入であった。この支援制度の創設により、満期の長い住宅抵当貸付が可能となり、モーゲージ債権の流動化機構の基礎が形成されたのである。

### 4.3 戦後の発展

こうした連邦支援制度は戦後拡充され、住宅ブームを支えていくことになる。

①VA(Department of Veterans Affairs: 退役軍人省)保証プログラムの創設。44年軍人再調整法により退役軍人の住宅資金調達を優遇する制度が創設され、その後拡充されていく。その中心となったのが、住宅ローン保証プログラムであった。適格な退役軍人に対しては頭金を要求せず、金利についてもFHAと同じかむしろ若干低く設定した。また、FHA保険が保険料によって運営されるのに対して、VAは保証料を徴収しないという優遇措置が付されていた。その後、ほぼ5年ごとに成立した住宅法によって、この優遇措置は拡充されていく。例えば、1950年からはVA保証ローンを得られない借手を対象にVA直接貸付プログラムが開始された(井村2002: 61; Dennis 1983: 13-14; Gillies 1962: 433)。

②FHA保険の順調な拡大。FHAの保険料は82年まで0.5%であったが、FHA保険付モーゲージには政府保険・保証のないコンベンショナル・ローンに比べて、金利・貸付限度額・貸付期間などその他貸付条件で優遇措置が与えられていたため、FHA保険への需要は拡大し、年間30億ドルから40億ドルのFHA付保モーゲージがオリジネートされ、FHAとVAモーゲージによる住宅着工戸数は全着工戸数の40%台に上り、残高でも全住宅モーゲージの41%、540億ドルに達した(1959年末、1～4家族用住宅向け)<sup>10)</sup>この残高は、州・地方債残高を上回る水準であった(井村2002: 62; Gillies 1962: 430)。

③FHLBsも貯蓄金融機関に対する最後の貸し手として流動性資金を供給した(井村2002: 62-63; Johnson 1962: 214-17)。

④ FNMA の成長. 貯蓄金融機関, 生保, 商業銀行, モーゲージ・カンパニーが保有するモーゲージを買い取る FNMA の債権流動化業務も拡大した. この債権買い取りは, モーゲージを保有する金融機関の金利変動リスク (Asset and Liability Management Risk: ALM リスク)<sup>11)</sup> を軽減する役割を果たした. 当初は FHA モーゲージに限られていたオペ対象にも, 48 年から VA モーゲージが加えられた. 購入価格も, 当初の額面価格から, 54 年以降は市場価格でのオペが加えられた (井村 2002: 63-65; Johnson 1962: 176-80).

以上のように, ① VA 保証プログラムの創設, ② FHA 保険の順調な拡大, ③ FHLBs による最後の貸し手機能, ④ FNMA によるモーゲージ債権流動化業務の拡大, に支えられてアメリカの住宅金融は順調に成長し, 住宅建築の拡大を促進したのであった. 住宅モーゲージ債務残高は 1929 年末には 189 億ドル, 39 年末には 163 億ドル, 45 年末には 186 億ドルであったが, 59 年末には 1,309 億ドル, 65 年末には 2,129 億ドルにまで増加した (1~4 家族用非農業住宅向け).<sup>12)</sup> 45-65 年の 20 年間に名目値で 10 倍以上, 対 GDP 比でも 3.5 倍に増加している. 住宅建築の対 GDP 比も, 29 年の 3.1%, 39 年の 3.4% から, 戦後は 49 年 5.4%, 59 年 5.5%, 64 年 5.1% と高水準に推移した. 住宅金融の順調な成長が住宅建築を支え, 持続的経済成長を可能にする一翼を担ったといえよう.<sup>13)</sup>

45-65 年の 20 年間は, 連邦支援制度の拡充に支えられて, 住宅モーゲージ債権のオリジネートと流動化が順調に拡大した時期であった.

## 5 住宅金融の証券化

### 5.1 インフレ・高金利と金融のディスインターミディエーション

戦後アメリカの安定的な金融慣行は, (1) ニューディール期の金融制度改革, (2) 戦時期の民間部門による国債大量購入, (3) 連邦準備の国債管理政策, という 3 要因に規定されて

形成された. (1) の主要な柱は, ① 商業銀行業務と投資銀行業務の分離と金利規制, ② 連邦準備局の連邦準備制度理事会への改組による「最後の貸手」機能強化, ③ 連邦預金保険公社 (FDIC) の設立, ④ 上述した住宅金融支援制度の創設, の 4 つであった.

だが, (2) 民間部門による国債の大量保有という戦時の遺産が使い尽くされると, 金融不安定性の新たな火種が生まれた. 民間部門の資産・負債比率が低下した 1960 年代後半になると, 企業の資金調達に占める銀行借入のシェアが高まり, 銀行が市場で資金を調達する際の名目金利がインフレ率の上昇と共に急上昇するようになった. 銀行の卸売市場での資金調達が増加するようになっていたのである. 銀行の債務に占める市場での資金調達のシェアが上昇すれば不安定性は高まる. 1966 年になると金融逼迫によって短期金利が急騰し, CD (譲渡性預金証書) の流通利回りがレギュレーション Q による上限金利を超えたため, 銀行は既発行 CD の市場での借換え発行ができなくなり, 企業の資金需要に応じることが困難となった. 銀行の金融仲介機能が機能不全に陥り, クレジット・クラッシュが発生したのである (柴田 1996).

### 5.2 住宅抵当債権の証券化 (パス・スルー証券書の発行)

銀行と同様に, 貯蓄金融機関も預金流出 (disintermediation) に直面した. 66 年金利規制法により, 貯蓄金融機関にも預金金利上限規制が課されるようになったからである. とくに金利が急騰した 69 年には 3 か月物財務省証券利回りが定期預金金利を 2% 近くも上回る事態が発生し, 貯蓄金融機関は預金吸収能力が著しく低下することになった (井村 2002: 94). このことは, 住宅金融と住宅建築の不振の原因となった. こうした事態に対する対策として講じられたのが, 住宅金融の証券化であった. 民間金融機関が保有するモーゲージ・プールを基にモーゲージ担保証券 (MBS) を発行し, 政府機



関 (Agency) と政府支援機関 (Government Sponsored Entities: GSE) が元利支払い保証を付けるというプランが具体化されたのである。

まず、68年住宅都市開発法により、それまで準政府機関として混合所有形態にあった FNMA の株式 (優先株) をすべてモーゲージ市場に参加する金融機関に放出して、FNMA の「民営化」を実施した。それに応じて FNMA の FHA・VA モーゲージに対するオペは「競争入札」を通じて行われることになった。それと同時に、FNMA はモーゲージ担保証券に対する元利支払保証機能も付与された (業務開始は 81 年)。一方、旧 FNMA の市場価格以上でのモーゲージ購入業務を内容とする特別援助機能とデフォルトに陥ったモーゲージの清算・管理業務は、住宅都市開発省の中に創設された政府抵当金庫 (GNMA: ジニーメイ) が引き継ぐことになった。加えて同法は、GNMA にもモーゲージ担保証券への元利支払保証業務を付与した。

69年のクレジット・クラッシュへの対処として成立した 70年緊急住宅金融法は、更なるモーゲージ市場支援策を打ち出した。FHLBs の流動性資金供給体制を強化し、FNMA に (FHA と VA の保険と保証が付かない) コンヴェンショナル・モーゲージのオペ機能を付与した。さらに、コンヴェンショナル・モーゲージ市場専門の「民営機関」として連邦住宅貸付抵当公社 (FHLMC: フレディマック) が創設され、コンヴェンショナル・モーゲージのオペ機能とモーゲージ担保証券の発行権限が与えられた (井村 2002: 104-05)。こうした制度改革はアメリカの住宅金融に何をもたらしたのであるうか。

第 1 に、モーゲージ市場支援機構の「民営化」が実施された。FHLBs と FNMA は「民営化」されて政府統合予算から除外された。FHLMC は当初から「民営」の機関として設立され、当然、政府統合予算から除外されている。また、FNMA のオペも「競争入札」となった。しかし、GNMA (政府機関) が新たに創設され、FNMA の特別援助機能と清算・管理業

務を引き継いでいる。また、「民営化」された機関も純粋な「民営」機関とは言えない。連邦政府からクレジット・ラインを与えられており、偶発時には連邦政府から信用が与えられるという特権を有していたからである (井村 2002: 106)。連邦政府は GSE (政府支援機関) に暗黙の信用保証を与えていたのである。したがって、住宅金融支援機能が全体として「民営化」されたとは言い難い。

第 2 に、政府機関と政府支援機関によるモーゲージ市場支援機構が拡充された。① FHLBs の機能が拡充された。70年代に入ると FHLBs の融資金利は調達コストを下回るようになり、融資は恒常化し、融資規模は急速に膨張していく。この融資がモーゲージ債権の証券化を下支えすることになる。② FNMA のオペ対象が拡大した。FNMA によるコンヴェンショナル・モーゲージの購入は 14年間で 1,090 億ドル、保有残高は 85 年末に 983 億ドル (住宅モーゲージ発行残高の 6.2%) に達した。③ GNMA の特別援助機能が拡大した。GNMA のモーゲージ購入価格は市場価格を上回っていた。この買い支えは 14年間で 300 億ドルに達した。FNMA へは市場価格で売るので損失が発生した。政府機関が公的資金でモーゲージ価格の下支えを行っていたといえる (井村 2002: 110-14)。

第 3 に、モーゲージ債権の流動化機構としてモーゲージ担保証券 (MBS) が導入された。① GNMA パス・スルー証券。1968年の住宅都市開発法により最初に導入された MBS である。モーゲージ貸付を行う民間の住宅金融機関は保有する FHA・VA モーゲージをプールして、これを基にパス・スルー証券を発行する。このパス・スルー証券の購入者 (保有者) に期限通りの返済を保証するのが GNMA である。この GNMA パス・スルー証券の発行額は、1970-83年の 14年間で 1,900 億ドル (FHA・VA モーゲージのオリジネート総額の 55%) に達した。② FHLMC の融資参加証券 (Participation Certificates: PC)。FHLMC のパス・ス

ルー証券(融資参加証券)は、FHLMCが購入したコンヴェンショナル・モーゲージを担保に組み込み、FHLMCの保証を付けて発行された。1970-83年の14年間に発行されたPC総額は658億ドル(コンヴェンショナル・モーゲージのオリジネート総額の34%)に達した。

③ FNMAのパス・スルー証券。FNMAのパス・スルー証券の発行権限自体は1968年の住宅都市開発法で認可されていたが、実際に発行が開始されたのは金利高騰で損失が発生した1981年12月であった。<sup>14)</sup> 金利上昇による逆転発生を防ぐために、FNMAの保有資産であるモーゲージの流動化が図られたのである。FNMAパス・スルー証券の発行額は1981-83年の3年間で274億ドル(コンヴェンショナル・モーゲージ総額の10.7%)に達した(井村2002: 120-24)。

以上のように、① GNMAの(パス・スルー証券への)信用保証、② FHLMCのモーゲージ購入・信用保証・証券化、③ FNMAの保有モーゲージへの信用保証と証券化、に支えられて住宅抵当債権の流動化が急速に進展した。住宅モーゲージ・パス・スルー証券の発行残高は1970年末の26億ドルから1983年には2,786億ドルへと100倍以上に増加した。住宅モーゲージ発行残高に占める比重も1%から20%へと増加した。1983年末の残高に占める内訳は、GNMA保証が57.3%、FHLMC保証が20.7%、FNMA保証が9.1%であった(Kinney and Garrigan 1985: 36)。

この住宅抵当債権の証券化の第1段階(パス・スルー証券の発行)の意義は次の3つである。①モーゲージ債権をバランス・シートから切り離すことによって、証券発行機関はALMリスクから解放される。②投資家は個々のモーゲージの信用調査の必要性から解放される。③パス・スルー証券には、政府機関、政府支援機関による保険・保証がついているので、政府関連証券としての信用力が与えられる。その結果、低リスクの債権に投資する機関投資家が住宅抵当金融に本格的に参入するようになったの

である。<sup>15)</sup>

こうして、政府機関、政府支援機関の活動に支えられて、住宅抵当債権の証券化機構が生み出され、「負債の譲渡性」拡大への道が切り開かれたのである。

### 5.3 証券化の高度化と重層化(ペイ・スルー証券の発行)

#### 5.3.1 モーゲージ・スワップの導入

1979-82年にアメリカの金利は急騰したが、この金利急騰はモーゲージの証券化に重大な影響を与えた。金融機関が保有するモーゲージの金利よりも市場金利が高くなっているため、パス・スルー証券によるモーゲージの流動化はキャピタル・ロスを生むという事態が発生したのである。こうした事態に対処するため、モーゲージ・スワップという仕組みが生み出された。FHLMCは1980年に、FNMAは81年にこのプログラムを導入した。このプログラムでは、民間金融機関が保有するモーゲージ債権がFHLMCあるいはFNMAのパス・スルー証券と額面で交換された。GSEの支援に支えられて、高金利期に民間金融機関は流動性が低く低クーポンの住宅抵当債権をGSE保証の付いた流動性の高いパス・スルー証券にコストなしで転換できるようになったのである。<sup>16)</sup>

#### 5.3.2 CMOの登場

79-82年に急騰したアメリカの金利は82-83年、そして84年以降、低下に向かった。この金利低下はパス・スルー証券の弱点を浮き彫りにした。金利低下局面では債務者は期限前償還を選好する。パス・スルー証券の場合、モーゲージ・ローンの元利支払い金は、信託受託者を通して証券保有者にパス・スルーされるので、償還を受ける投資家は償還金の再投資先を探さなければならなくなるが、金利低下時には低い金利の再投資先しか見つけられないので運用利回りの低下に直面する。このため、パス・スルー証券の購入者は金利低下による期限前償還リスクにさらされていることになる(井村

2002: 137).

このパス・スルー証書の弱点を克服したのがペイ・スルー債券、とりわけその新種であるCMO(モーゲージ担保債券: Collateralized Mortgage Obligation)であった。CMOはFHLMCによって83年6月に発行されたが、その特徴は次の通りである。①CMOは、プールされたモーゲージあるいはモーゲージ担保証券のポートフォリオを担保に発行される。②満期、利回り、元利支払い順序が異なるいくつかのクラスの債券(トランシュ)が発行される。概要は以下のとおりである。第1優先順位のAクラス債券は、満期が最も短い(2年)債券で、Aクラス債券全体の完済がなされるまで元利返済を受ける。BクラスおよびCクラスの債券は、満期が4~10年の債券で、先行するクラスの債券が回収されるまでは金利のみ支払いを受ける。先行するクラスの債券が回収されれば元利支払が行われる。Zクラスの債券は満期が最長(10年以上)で、満期の短い全てのクラスの債券が回収されるまでは、元利支払は行われない。他のすべてのクラスの債券の回収が終わると、Z債券の利子支払いが始まる(Wiedemer 1987=1989: 171-73)。

このような特徴を持つCMOの登場はどのような意味を持つのだろうか。①高度な「仕組み性」により多様な債券を発行できるようになり、年金基金などの機関投資家を引き付けることができるようになった。とくに重要であったのは、クラスごとにcall protection<sup>17)</sup>(償還請求権に対する防衛措置)を作りだし、期限前償還リスクに対処したことである(井村 2002: 141; Kane 1986: 258-63)。②CMOの担保はモーゲージだけでなく、その半数近くはパス・スルー証書であった。このことは、「証券化」の「重層化」が行われるようになったことを意味する。③CMOの登場には、SECによる証券発行規制の大幅な緩和が重要な役割を果たした。82年3月の一括登録制度の導入による証券発行登録・開示規制の緩和がパス・スルー証書の機動的な発行だけでなく、CMOの機動的

発行を容易にしたと考えられる(井村 2002: 139)。

1982年以降、金利の低下、住宅建築の回復、高い金利ボラティリティの持続という環境下で、CMOの発行は増大する。83年6月-87年10月末の発行累計額は1,360億ドルに達した。83年6月-85年6月の発行者は、投資銀行、FHLMC、建設業者、モーゲージ・カンパニー、S&L、生保、商業銀行(発行額順)であり、担保はGNMAパス・スルー(40.1%)、コンヴェンショナル・モーゲージ(26.6%)、混合担保(26.6%)の順であった(Pavel 1986: 21)。主要なCMO発行主体は民間金融機関で、主要な担保はAgency(政府機関)とGSE(政府支援機関)によって保証されたモーゲージとパス・スルー証書であった。

#### 5.4 小括

65-85年の20年間は、住宅モーゲージ債権の証券化を通じて「負債の譲渡性」が飛躍的に拡大した時期であった。その第1段階が68-83年のパス・スルー証書発行拡大であり、第2段階が83年以降のペイ・スルー債券発行拡大であった。この「証券化」においてはAgencyとGSEが重要な役割を果たした。65年末の時点ではGSEとAgency & GSE 抵当プールの住宅モーゲージ保有は各々25億ドル(住宅モーゲージ総額に占めるシェア1.1%)、1億ドル(0.05%)に過ぎなかったが、85年末にはGSEの住宅モーゲージ保有は1,116億ドル(7.3%)、Agency & GSE 抵当プールの住宅モーゲージ保有は3,605億ドル(23.6%)にまで達した(FRS, *Financial Accounts of the US*, 1965-74, 1985-94)。

この20年間にAgency & GSE担保証券の発行残高も174億ドルから6,290億ドルへと36倍に増加した。この担保証券の保有シェアを見てみると、預金金融機関(商業銀行、S&L、相互貯蓄銀行)のシェアが50%から35%にまで低下したのに対して、生保、年金基金など機関投資家のシェアは軒並み増加した。<sup>18)</sup> Agency

と GSE による証券化が住宅モーゲージ債権の譲渡性を高め、機関投資家による証券化商品の購入が増加したのである。

これに加えて、1983 年には CMO が登場し、民間金融機関による証券化が開始された。民間の ABS 発行残高は 30 億ドル (83 年末)、198 億ドル (84 年末)、348 億ドル (85 年末) と順調に増加したが、発行担保は住宅モーゲージ (240 億ドル：85 年末) と Agency & GSE 担保証券 (102 億ドル：同) で、担保となる住宅モーゲージには Agency と GSE による保険・保証付きのものが多く含まれていたため、民間金融機関による証券化も公的支援に支えられていたといえる。

## 6 民間主導の証券化の爆発的拡大

アメリカ住宅モーゲージ債務残高 (対 GDP 比) は、8.2% (1945 年末)、29.5% (65 年末)、35.1% (85 年末)、71.9% (2005 年末) というように増加を続けた。とりわけ、第 I 期 (45 年末-65 年末) と第 III 期 (85 年末-2005 年末) の増加が顕著である。第 I 期は、前述したように公的支援制度の拡充期であった。債務残高 (対 GDP 比) が穏やかに増加した第 II 期は、公的支援制度に支えられた証券化の時期であった。これに対して、債務残高 (対 GDP 比) が急増した第 III 期は、必ずしも公的支援制度に支えられていない (民間主導の) 証券化の時期であった。

第 III 期の中でも、とりわけ 2000 年代の増加が顕著であった (2000 年末：49.8%、05 年末：71.9%)。住宅建築の対 GDP 比も 05 年には 6.5% に達した。これは 1950 年 (6.9%) 以来の高水準であった。2000 年代は住宅金融の拡大に支えられて住宅建築が増加した時期であったといえる。そして、住宅金融の拡大の主要因は民間主導の証券化であった。85 年末の段階では ABS 発行業者の住宅モーゲージ債権保有は 240 億ドル (住宅モーゲージ債権残高に占めるシェア：1.6%) に過ぎなかったが、2005 年

には 1 兆 6,500 億ドル (17.5%)、翌 06 年末には 2 兆 1,700 億ドル (20.7%) に達した (FRS, *Financial Accounts of the US, 1965-74, 1985-94, 1995-2004, 2005-2012*)。

第 III 期とりわけ 2000 年代前半には民間主導の証券化が急増し、住宅建築拡大をもたらしたといえるが、民間主導の証券化が拡大した背景には何があったのか、考察してみよう。

### 6.1 REMIC の導入

民間主導の証券化を促進する要因としては、規制緩和がもたらした金融革新を挙げることができる。その一例が、1986 年税制改革によって導入された REMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduit: 不動産モーゲージ投資導管) であった。この導管 (Conduit) は、従来の信託制度に関する問題点を解決するものであった。

証券化に伴う従来の信託制度の問題点は次の点にあった。MBS 発行者は、子会社であるトラスティ (SPC: 特別目的会社) に資産を譲渡して信託設定し、その信託財産に対する所有権を表象する受益証券を受け取り、それを投資家に売却する。この場合、子会社が連邦所得税上非課税となるためには、グラントー・トラスト (grantor trust: 譲与者信託) として扱われる必要があり、そのためには消極的かつ受動的に行動することが求められた。このため、モーゲージからのキャッシュ・フローを操作するマルチ・クラスの MBS 発行は不可能となる。この困難を打開する方法が CMO であった。CMO を子会社であるトラスティの負債と見なすことによって、トラスティ段階の課税を免れるという方法である。だが、この方法は、発行者の負債を増加させ、自己資本比率を低下させるという欠点を持っていた。この欠点に対処するため、発行者は REIT (Real Estate Investment Trust: 不動産投資信託) や OT (Owner's Trust) という金融子会社を設立し、子会社を通じて CMO を売却し、親会社のバランス・シートから切り離すという手法を採用した。だが、この方法に



も問題があった。バランス・シートを切り離すために子会社の持ち分の50%以上を売却すると、親会社の子会社に対する支配権が不安定になるだけでなく、子会社が独立の課税対象となり、税制上の不利益を被るという問題である。

換言すると、(α)親会社のバランス・シートから切り離すということ、(β)課税を逃れるということは、両立しないという問題であった。この問題を解消したのが、REMICであった。導管<sup>19)</sup>という形式により、①トラスト段階において非課税でマルチ・クラスMBS発行が可能となり、②CMOが発行者の債務とならず、資産売却として扱われることが認められたのである。さらに、③CMOの割引発行に伴う発行差金の損金算入を認めるという税制優遇措置も加えられた(井村2002: 144-45; 金子他1988: 123-24, 157-68)。

以上のように、REMICの導入は、民間金融機関のCMO発行が自己資本比率低下をもたらさず、税制上も優遇されるようになったことを意味する。REMICを利用したCMOの発行は86年以降、頻繁に行われていくようになる。

## 6.2 自己資本比率規制と「証券化」の加速

民間主導の住宅モーゲージ「証券化」を促進するもう1つの要因は、1991年法によって導入された「自己資本比率規制」であった。そこで、91年法制定に至る歴史的経緯を簡単に振り返っておこう。

インフレの加速と金利規制の矛盾に起因するクレジット・クラッシュは69-70, 74-75年にも発生したが、連邦準備と預金保険機構の協力に基づく金融のセーフティ・ネットの存在と、連邦政府の財政赤字拡大による景気後退抑制効果に支えられて、金融恐慌の発生は抑止された。しかし、インフレ率の上昇と金利規制の矛盾は解決されていない。こうした状況の中で投資銀行主導の金融革新が起こり、利子が付けられない要求払い預金に代わる新しい金融商品(利子付き決済手段)が登場する。これが、1971年

に創設された MMMF であった。こうした銀行預金類似口座の開発と普及に対抗して、預金金融機関(商業銀行、貯蓄貸付組合[S&L]、相互貯蓄銀行、信用組合)も類似の金融商品を開発していく。それが、証券現先(オーバーナイトRP)、NOW勘定、シェア・ドラフト勘定などであった(春田1992: 50-51)。

こうした金融革新の普及により、ニューディール期に制定された金利規制は形骸化していく。そこで、金利規制の形骸化を迫認する形で「規制緩和」が実施されていく。1980年の金融法では、①預金金利の自由化、②利付決済勘定の追認、③貯蓄金融機関(S&L、相互貯蓄銀行、信用組合)の資産運用弾力化、という内容の規制緩和が実施された。だが、この規制緩和は預金金融機関内部の競争激化を生み出し、79-82年の不況と高金利の下でS&Lの利鞘逆転による経営危機を生み出した。そこで、82年金融法で緊急救済機構が拡充され、S&Lの資産運用多様化が認められるようになった(柴田2007: 39)。

以上のように、インフレの高進によって法制度に不備を生じ、この不備に対処するために金融慣行の革新が生まれ、この金融慣行の革新を追認する金融規制改革(規制緩和)が行われるという、法制度と慣行の相互適応的進化の過程が見られた。こうして、「規制し救済する」金融制度は「規制緩和し救済を拡充する」金融制度へと変質していった。

この変質は何を意味するのか。投機の事前規制と緊急時の事後救済を組み合わせた制度から、投機の許容と緊急時の救済を組み合わせた制度への転換が行われたことを意味する。投機に走っても失敗したときに救ってもらえるとなれば、当然、投機的な資金運用が普及することになる。<sup>20)</sup> S&Lは、ハイリスク・ハイリターンのジャンクボンドへの投資と商業不動産抵当貸付を拡大した。商業銀行も80年代後半に商業不動産抵当貸付を拡大した。フォーマルな法規制改革に対応して、インフォーマルな投機的慣行が一般化したのである。その結果が、

1980年代末に発生した金融危機であった。S&Lの数は倒産により半減し、FSLIC(連邦貯蓄貸付保険公社)は基金枯渇により破産状態に陥った。商業銀行の倒産も急増し、保険基金準備は低下した。

「規制緩和し救済を拡充する」金融制度が「モラルハザード」を生み出すことが明らかになると法規制の見直しが検討され、1991年法(連邦預金保険公社改革法:FDICIA)が制定された。主な内容は、①「早期是正措置」の導入(銀行に自己資本比率の充実を要請し、不十分な場合には活動制限や閉鎖の措置を取る)、②リスク対応の保険料率の採用、③破綻処理方法の選択における最小コスト原則の採用、④検査の強化、であった。「自己資本比率規制と救済」の金融制度への転換が図られたのである。

この法規制改革は「金融の証券化」を促進することになった。金融慣行のOTH(originate to hold)モデルからOTD(originate to distribute)モデルへの転換が進行したのである。不良債権の増加により経営危機に直面していた銀行部門は「早期是正措置」の導入を受けて、自己資本比率を高めるためにリスクウェイトの高い貸付債権を削減し、証券業務を拡大した。家計部門の金融資産構成も預金のシェア低下が著しく、株式、ミューチュアル・ファンド(証券投資信託の一種)、年金基金のシェア増加が顕著となった。1999年法(グラム・リーチ・ブライリー法:GLB法)により、商業銀行の証券業務への参入が全面的に可能になったことも「金融の証券化」を加速する要因となった。

この転換を、住宅抵当貸付を例にとって見てみよう。1985年末には50.6%、90年末には39.6%であった住宅モーゲージ保有に占める預金金融機関(商業銀行、S&L、相互貯蓄銀行)のシェアが2007年末には27.3%に低下したのに対して、民間ABS発行業者の住宅モーゲージ保有のシェアは1.6%(85年末)、2.1%(90年末)から19.7%(2007年末)へと飛躍的に増加した(FRS, *Financial Accounts of the US*, 1985-94, 2005-2012)。

### 6.3 Non-Agency MBSの発行拡大

次に、2000年代の住宅抵当貸付の内実についてみてみよう(第1表)。2001年に銀行がオリジネートしたコンフォーミング・ローン<sup>21)</sup>は1兆4,330億ドル、Agency MBS(AgencyとGSEの保険・保証付きMBS)の発行は1兆876億ドルであった。これに対して、Non-Agencyのローン(AgencyとGSEの保険・保証の付かないローン)のオリジネーションは6,800億ドル、MBS発行は2,400億ドルであったが、その大半(ローン4,300億ドル、MBS発行1,422億ドル)はプライム・ジャンボ・ローン<sup>22)</sup>であった。したがって、2001年の時点では、MBSの大半はAgency MBSで、Non-Agency MBSの場合も、原債権は健全なものが大半であった。この傾向は2003年頃まで続くが、金利が上昇し始める2004年以降、状況が一変する。コンフォーミング・ローンのオリジネーションが減少し始め、オルトAローン<sup>23)</sup>とサブプライム・ローン<sup>24)</sup>のオリジネーション

第1表 Non-Agency モーゲージ貸付の創成(オリジネーション)額と証券発行額

(単位10億ドル、%)

	サブプライム			オルトA			ジャンボ			Agency		
	創成額	発行額	比率	創成額	発行額	比率	創成額	発行額	比率	創成額	発行額	比率
2001	190	87.1	46	60	11.4	19	430	142.2	33	1,433	1,087.6	76
2002	231	122.7	53	68	53.5	79	576	171.5	30	1,898	1,422.6	76
2003	335	195.0	58	85	74.1	87	655	237.5	36	2,690	2,130.9	79
2004	540	362.6	67	200	158.6	79	515	233.4	45	1,345	1,018.6	76
2005	625	465.0	74	380	332.3	87	570	280.7	49	1,180	964.8	82
2006	600	448.6	75	400	365.7	91	480	219.0	46	1,040	904.6	87

(出所) Ashcraft & Schuermann 2008:2, 原資料は Inside Mortgage Finance 2007.

ンが増加し、Non-Agency MBS の発行が増加したのである。このため、2006 年には Non-Agency のローン・オリジネーションが Agency ローン創成を 45% 以上も上回るようになり、Non-Agency MBS の発行額が Agency MBS の発行額を上回るようになったのである。

以上のように、アメリカ住宅モーゲージ金融の第Ⅲ局面の末期には信用度の低い層へのローンが拡大し、そうしたローンを Agency や GSE の保険・保証抜きに証券化するという仕組みが生み出された。それが、信用補完の仕組みである。信用補完には内部信用補完と外部信用補完とがある。内部信用補完の代表的な手法には、①優先劣後構造<sup>25)</sup>と、②超過担保<sup>26)</sup>がある。外部信用補完には、①モノライン保険会社などによる信用保証、②証券化商品の組成作業の参加する格付会社による証券化商品の格付などがある。こうした信用補完の仕組みに支えられて、機関投資家は積極的に証券化商品を購入していった。

では、Non-Agency MBS を誰が購入していたのだろうか。Krishnamurthy が Lehman Brothers Report April 2008 に基づいて興味深い表を作成している(第 2 表)。この表から次のことが読み取れる。① AAA 格 Non-Agency MBS (1 兆 6,360 億ドル) の保有額は、海外 (25.2%)、預金金融機関 (23.4%)、GSEs/FHLB (18.8%)、Money Manager (13.8%)、保険会社 (7.6%)、

投資銀行 (6.1%)、ヘッジ・ファンド (3.1%) の順に大きかった。② CDO (劣後証券: 4,760 億ドル) の保有額は、投資銀行 (27.3%)、信用保証協会 (21.0%)、預金金融機関 (18.9%)、保険会社 (13.7%)、海外 (9.5%) の順に大きかった。このことから、次のことが言える。① 高格付 Non-Agency MBS は、GSEs/FHLBs を含めた機関投資家によって保有された。② 劣後 CDO に関しては、組成・発行業者である投資銀行と預金金融機関の保有が比較的大きかった。

## 7 民間による証券化が生み出した諸問題

2000 年代の民間による住宅モーゲージの証券化は何をもたらしたかのであろうか。

### 7.1 OTD モデルの複雑化と重層化

民間による証券化 (private-label securitizations: PLS) は OTD (originate to distribute) 型金融慣行の複雑化と重層化を伴っていた。この点について考察してみよう。

OTD モデルと呼ばれる金融慣行の基本形は、借手-貸手-証券化商品組成業者-投資家 (債権者) である。住宅金融における発展形は次のようになる。借手-ブローカー-貸手-証券化商品組成業者・格付会社・保険会社-機関投資家・ヘッジファンド・SIV (投資ビークル)-投資家・債権者。これは、OTOTD (outsource

第 2 表 アメリカの主要な金融機関のモーゲージ・エクスポージャー

(単位: 10 億ドル)

	ローン	ホームエクイティ 融資枠	Agency MBS	Non-Agency AAAs	CDOs (Resl Subs)	Residential Subs	Total
US banks/Thriffs	2,020	869	852	383	90	0	4,212
GSEs/FHLB	444	0	741	308	0	0	1,493
Broker/Dealers	0	0	49	100	130	24	303
REITs	0	0	82	10	0	0	92
Hedge-Funds	0	0	50	51	0	24	126
Money Managers	0	0	494	225	0	24	743
Insurance Cos.	0	0	856	125	65	24	1,070
Overseas	0	0	689	413	45	24	1,172
Financial Guarantors	0	62	0	0	100	0	162
Others	461	185	550	21	45	0	1,262
Total	2,925	1,116	4,362	1,636	476	121	10,680

(出所) Krishnamurthy 2008.

(原資料) Federal Reserve, FDIC, websites of various financial institutions.

to originate to distribute) 型とも呼ばれ、間接金融の複雑化・重層化モデルであるといえる(ERP 2012: Ch.4)。この重層化した OTD モデルの内実は次のようである。

借手はモーゲージ債務を負い、受け取った預金通貨で住宅を購入する。貸手はモーゲージ債権を創成し、貸付代金を小切手(預金通貨)で支払う。次に、貸手はモーゲージ債権を売却し、預金通貨を獲得する。貸手の債権と債務は消え、手数料収入だけが残る。住宅抵当債権を購入した証券化商品組成業者(商業銀行・投資銀行)は、購入したモーゲージ債権を SPV (Special Purpose Vehicle: 特別目的事業体) に信託し、信託した債権の束を裏付けにして様々な格付の証券化商品(複合債権)を組成する。格付会社は格付に関わり、保険会社は債務保証を行う。組成業者は組成売買手数料を、格付会社は格付手数料を、保険会社は債務保証料を得る。商業銀行傘下の SIV (Structured Investment Vehicle) は金融卸売市場で ABCP (債務証券) を発行し、証券化商品(組成された複合債権)を購入する。投資銀行傘下のヘッジファンドは、投資家の資金を集め、金融卸売市場(レポ市場)で短期資金を調達し、証券化商品(劣後債権)を購入する。

このモデルでは、モーゲージ債権(無体債権)は集積され、そのプールを裏付けにして格付の異なる複合的債権(無体財産)が組成される。住宅抵当債権を裏付けにして RMBS (住宅ローン担保証券) が組成され、それらのうち格付が低い RMBS は、他の資産担保証券 (ABS) や CDS (Credit Default Swap) などとともにプールされ、そのプールを裏付けに CDO (債務担保証券) が組成されて販売される。「貨幣の支払約束である無体財産」と「偶発時の貨幣支払約束である無体財産」が複合され、その複合債権を裏付けにして証券が組成され販売されている。「所有的過程」の「物理的過程」からの離床はより複雑化している。

この仕組みは、無体財産(モーゲージ債権)が順調な金利収入を生み出し、債務不履行が想

定の範囲内であり、住宅などの資産価値が安定している限り、持続可能な金融慣行となりうる。そして、このモデルの長所は、次の点にあると考えられた。①債務不履行による損失リスクは多くの投資家・債権者に広く薄く分散されるので、住宅金融機関が危機に陥る可能性は低くなる。②貸手は ALM リスクから解放される。③多様な複合債権を裏付けにして格付の異なる証券が組成されるので、多様な投資家・債権者を住宅金融に動員することが可能となる。早期償還リスクから投資家を解放することも可能となる。④証券化商品を購入する投資家は原債権に関する情報へのアクセスに限界があるが、Agency MBS の場合には Agency と GSE の保険・保証がこの限界を補うことになる。Non-Agency 証券化 (PLS) 商品の場合には信用補完の仕組み、とりわけ格付情報がこの限界を補うことになる。

だが、複雑化し重層化した OTD (PLS) モデルの住宅金融分野への普及は、2007 年の金融危機発生以降、様々な問題を引き起こすことになった。その問題とは次の 3 つである。①貸手と債権者の分離が複雑化し重層化したため貸付の節度が弛緩し、その結果、債務不履行が想定範囲を越えた。また、信用補完の仕組みはうまく機能しなかった。証券化商品の格下げが相次ぎ、発生した損失を誰が負担するのかに関する訴訟が増加し、証券化商品組成業者に損失リスクが逆流するという問題が発生した。②金融仲介の重層化により、誘因の衝突、利益相反の問題が発生した。このことが、担保不足・債務超過に苦しむ債務者救済を困難にした。③証券化商品の価値下落により SIV やヘッジファンドは卸売市場での資金借換えが困難となり、流動性リスクに直面した。この流動性リスクは証券化商品組成業者(商業銀行・投資銀行)へ逆流した。

そこで次に、この 3 つの問題について順次考察してみよう。



## 7.2 誰が損失を負担するのか？（表明保証に関する訴訟の急増）

複雑で重層的な OTD (PLS) モデルの普及は、金融危機発生以降、債務不履行による損失を誰が負うべきなのかに関する法的な紛争の拡大を生み出した。住宅抵当貸付債権の証券化と売却を行う金融業者が発行する表明保証 (Representations and Warranties: R&W) に関する訴訟が急増し、証券化商品の購入者（投資家）に対する貸手（証券化商品組成者）の責任問題が浮上し、法的な不確定性は新しい住宅抵当信用の供与を阻害する要因となった (ERPr 2012: Ch.4)。

住宅抵当貸付を行う業者と投資家（債権者）のあいだに入る仲介者の数が増えるに従い、貸手責任の伝達は適切に理解されなくなり、債権の質の制御は困難となる。多くの金融機関は、田舎やマイノリティが多く住む地域では独立のモーゲージ・ブローカーに依存するようになった。ブローカーは独立の契約者として住宅所有者とローン契約を結び、その住宅抵当債権を大手金融機関に売却する。金融機関は購入した債権を裏付けにして証券化商品を組成し売却する。これが OTODT モデルである。

証券化商品を組成し売却する金融機関は、売却の際に、収集した債権に関する情報の誠実さを裏付ける法的な「表明保証」(R&W)を提供する。この表明保証は、借手の所得、資産、住宅の評価価値など、ローン申請のための重要事項を含んでいる。証券化商品の売却に続く特定の期間に、投資家の受託者はローンに関わる文書の事後的監査を行う。受託者が特定のローンに表明保証違反を見つけた場合には、証券化商品を組成し売却した金融機関はそのローンを買戻さなければならない。債務不履行になったローンの表明保証に違反があった場合は、一定の監査期間を過ぎていても投資家の受託者はローンの買戻し請求を行う。代表的な例は、FNMA と FHLMC を管理監督する FHFA (連邦住宅金融庁) による 17 の大手金融機関に対するローンの買戻し請求である (FHFA 2011)。

投資家に加えて、証券化商品に保証を与えて危機に陥った保険会社（モノライン）も、提供された情報と事実が異なるなどの理由で、証券化商品を組成した金融業者に賠償請求を行っている。これに対して、証券化商品を組成した金融機関は、適切な文書のない欠陥のあるローンをブローカーに買い戻させることはできない。ブローカーには資金力もなく、法的責任もないからである。このため、債務不履行による損失のリスクは、証券化を行う金融機関に集中することになった。

買戻し請求あるいは賠償請求訴訟においては、表明保証があったかどうか、特定監査期間以降の買戻し請求は有効かどうか争点となる。買戻し請求者は表明保証違反を拡大解釈し、特定監査期間後の買戻し請求は正当な権利行使であると主張する。請求を受けた金融機関は表明保証違反を厳格に解釈し、特定監査期間を過ぎた買戻し請求は無効であると主張する。債権の複雑さと訴訟の増加は、法廷での解決に時間がかかることを意味している。法解釈の不一致が制度の不確定性の要因となっているのである。大手金融機関は評判が低下するリスクを抱えており、和解金の支払いで妥結するケースが多い。<sup>27)</sup> こうした事態を受けて、買戻し請求を恐れて証券化業務から手を引こうとする金融機関が増加している。

以上のように、複雑で重層化した OTD モデルの普及は、債務不履行に伴う損失を誰が負担すべきなのかという抗争を生み出し、制度の不確定性が住宅金融市場復活の障害となっている。FHFA による買戻し請求問題に関して言えば、アメリカ連邦政府は解決が困難な二律背反問題に直面している。一方では、不良債権を買戻させることによって GSE の債務を減らし、公的負担をなるべく少なくしたいという財政負担削減の誘因が存在する。しかし、他方では、買戻し請求があまりにも無制限に認められると、住宅ローン証券化の担い手がなくなってしまおうという懸念も存在する。

この問題をコモنزの観点から考えてみると

次のようになる。複雑で重層的な OTD モデルでは無体財産が転売されて集積され、その複合財産を裏付けにして証券化商品（無体財産）が組成されて売却される。この場合、「表明保証」の発行者がどこまで責任を負うのかが未だ不確定であるという問題である。手形の裏書の場合には、債務者が債務不履行となれば裏書人に遡及されることは明白である。手形引受の場合には、引受人が債務支払責任を負っていることははっきりしている。こうした例に比べると、表明保証の法的責任の解釈は未だ不確定である。

### 7.3 誘因の衝突と利益相反問題

複雑で重層的な OTD モデルに関する問題はもう1つある。誘因の衝突と利益相反の問題である。通常の住宅ローンの場合、貸手が債権を保有し、(集金、送金、ローン条件の緩和などの) サービス業務も行っていた。しかし、OTD (証券化) モデルでは、債権保有者である投資家はサービス業務を第三者(貸手)に依存している。この抵当債権の保有とサービス業務の分離は、投資家とサービス業務を行う金融業者のあいだの誘因の衝突という問題を生み出した。

ローン条件の修正は費用と手間がかかり不確定であるため、サービサーは抵当流れにする誘因を持つ(FRS 2012)。このため、通常の住宅ローンに比べて、OTD 型の証券化された住宅抵当債権のローン条件が修正される可能性はかなり低くなる。また、たとえローン条件の修正が行われた場合でも、サービサーの報酬はローン残高に基づくので、その修正が最適でない場合にも、彼らには金利を減らして元本を増やすようなローン条件の修正を行う誘因がある。こうした誘因の存在の結果、確立された法的な先例の欠如と相まって、早期のローン条件修正は次の3つに限定されている。①未払い金の元本繰り入れ、② ARM (変動金利型住宅ローン) の金利引き下げ、③金利の凍結である。

また、格付の異なる証券化商品の組成は、優先される債権者と優先されない債権者のあいだ

の誘因の衝突という問題を生み出した。このことが、住宅抵当債務問題の解決を困難にしている。返済受け取りの優先順位が低い投資家は貸付金額の減額によるローン条件の修正案に反対する誘因がある。返済額が大幅に減額される恐れがあるからである。債務者や優先度の高い債権者にとっては望ましいローン条件の修正案が、優先度の低い債権者の反対によって実現しないのである。サービス業務を担う金融機関が二次抵当を保有する場合は、問題がさらに複雑となる。金融危機発生以降に大手銀行が住宅金融会社を買収することが多かったため、大手銀行は住宅金融のサービス業務を担うとともに、二次抵当権設定による Home Equity Loan の債権保有者でもあるという立場に立つことになった。ここに利益相反問題が発生する。債務者と一次抵当権設定に基づく債権保有者のためのサービス業務遂行という立場ではローンの減額を含むローン条件の修正案策定が望ましいが、二次抵当権設定に基づく債権保有者の立場では返済受取額が大幅に減額される修正案は極力避けたいということになる。このため、ローンの減額を含む条件の修正案作成は抑制されることになる。このため、一次抵当権保有者よりも二次抵当権保有者の利益が優先されるという不公正な事態が起こっている。

以上のように、複雑で重層化された OTD (PLS) モデルの普及は、サービス業務を担う金融業者の利益相反問題、債権者間の誘因の衝突問題を生み出すことになった。この問題は、担保不足・債務超過に苦しむ債務者の救済を困難にし、不良債権処理の障害となった。

### 7.4 流動性危機の波及

複雑で重層化された OTD (PLS) モデルが生み出した第3の困難は、流動性危機の波及である。金融仲介の重層化は、金融機関の資産と負債の両建てでの急速な拡大を伴う。金融卸売市場で流動資金を調達し、非流動的な金融証券化商品に投資して利鞘を稼ぐ取引を拡大していたノンバンク、シャドウバンク (SIV などの

ABCP 導管体、ヘッジファンドなど)は、住宅価格が下落に転じ、住宅抵当債権の延滞率が上昇し始めると、流動資金調達の継続が困難となる。発行している CP (あるいはレポ市場での資金調達) の担保となっている証券化商品の価値が下落したため、ヘアカット率が上昇し、同一の担保商品で発行可能な CP の額 (あるいはレポ市場で調達する額) が減少し、ABCP 発行 (あるいはレポ市場で資金調達する) 金融業者は流動資金不足に直面した。このため、これらの金融業者は ABCP の借換え発行 (あるいはレポ市場での資金調達) 困難に陥った。金融機関が発行する公開市場手形 (そのほとんどは ABCP) 残高は、2006 年末まで拡大を続けていたが、その後減少に転じている (第 3 表)。

オフバランスシート導管体 (SIV など)、ヘッジファンドの流動性危機 (ABCP 市場・レポ市場の機能不全) は、実質上の親会社である銀行、投資銀行に波及する。とりわけ、レポ市場に依存して証券化商品を保有していた投資銀行は、流動資金不足に直面する。カウンターパーティ・リスクの拡大により、レポ市場が機能不全に陥ったのである。フェデラル・ファンド・証券 RPs 負債残高は、2008 年に 1 兆ドル以上減少した (第 3 表)。負債残高減少の内訳は、投資銀行 5,600 億ドル、US 預金金融機関 (商業銀行、S&L、相互貯蓄銀行) 2,560 億ドル、外国銀行支店 895 億ドルであった。レポ取引は財務省証券担保に集中し、担保となる財務省証券不足による担保引渡しができない事態が発

生じた (Hordahl & King 2008)。商業銀行は SPV を設立して組成した証券化商品の一部を傘下のオフバランスシート導管体が購入していた。その際、ABCP を発行して資金調達するが、銀行はこの ABCP に暗黙のあるいは正式の信用補完や流動性補完を行っていた (Acharya & Schnabl 2010)。このため、2007 年以降に導管体の資金調達が困難に陥ると、銀行は導管体へのクレジット・ラインを履行して、オフバランス勘定を自行のオンバランス勘定に移さざるをえなくなったのである。<sup>28)</sup>

このように、流動性危機は、SIV、ABCP 導管体、ヘッジファンドから投資銀行、そして商業銀行へと波及していった。証券化によって機関投資家に転嫁されたはずのリスクが銀行に逆流したのである。この逆流してきた流動性危機を救ったのは、連邦準備の流動性供給であった。金融機関の純銀行間債務は 2008 年に 1 兆 7,870 億ドル増加しているが、これは連邦準備の流動性供給によるものであった (第 3 表)。アメリカ通貨当局の金融資産は 2008 年に 1 兆 3,200 億ドル増加しているが、その主要な構成項目は、割引窓口による銀行へのローン 4,950 億ドル増、投資銀行へのローン 455 億ドル、ベアー・スターンズへの救済融資 291 億ドル、AIG への救済融資 828 億ドル、CP 市場を支えるための特別目的事業体への融資 3,330 億ドル、スワップ協定に基づく外国中央銀行へのドル融資 5,540 億ドルであった (FRS, *Financial Accounts of the US*)。連邦準備の最後の貸し手

第 3 表 金融機関の債務残高

(各年末、10 億ドル)

	1991	2001	2005	2006	2007	2008	2009	2012
総債務	15,572	38,316	51,458	56,782	62,210	62,543	63,611	69,491
純銀行間債務	18	65	70	71	21	1,761	1,220	1,718
FF・証券 RPs	337	1,162	2,254	2,836	2,929	1,784	2,043	1,977
公開市場手形	385	1,098	1,170	1,364	1,252	1,126	678	449
Agency-GSE 担保証券	1,559	4,962	6,141	6,469	7,375	8,143	8,083	7,530
預金金融機関ローン	73	140	228	213	293	790	425	339
その他ローン・前貸	92	464	620	641	867	901	618	417
証券信用	134	630	806	958	1,201	964	888	1,209

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Financial Accounts of the US*.

機能は量的にも質的にも肥大化したといえる。流動性供給の対象が従来の銀行からノンバンク、外国中央銀行へと拡大したのである。<sup>29)</sup>

## 8 おわりに

### 8.1 小括

これまで述べてきたアメリカ住宅金融における「負債の譲渡性」拡大の歴史を整理しておこう。

(1) アメリカの住宅金融においてはモーゲージの流動性には限界があり、アメリカ全土の資金を住宅金融に動員する仕組みは未発達であった。(2) この限界を打開するために、ニューディール期に住宅金融を支える連邦支援制度が創設された。その柱は、① FHA 保険と、② FNMA による住宅モーゲージ購入、であった。この支援制度の創設により、満期の長い住宅抵当貸付が可能となり、モーゲージ債権の流動化機構の基礎が形成された。(3) 1945-65年の20年間は、連邦支援制度拡充の時期であった。制度拡充の柱は、① VA 保証プログラムの創設、② FHA 保険の順調な拡大、③ FHLBs による最後の貸し手機能、④ FNMA によるモーゲージ債権流動化業務の拡大、の4つであった。この制度拡充に支えられて、住宅モーゲージ債権の創成と流動化が順調に拡大した。

(4) 68-83年の15年間は、住宅抵当債権証券化の第1段階(パス・スルー証券の発行)であった。①証券発行機関は、モーゲージ債権をバランス・シートから切り離すことによって、ALM リスクから解放されるようになった。②投資家は個々のモーゲージの信用調査の必要性から解放されるようになった。③パス・スルー証券には、Agency や GSE による保険・保証がついているので、政府関連証券としての信用力を保持していた。このモーゲージの証券化により、「負債の譲渡性」拡大への道が切り開かれたのである。(5) 83年以降は証券化の第2段階(ペイ・スルー債券の発行)であった。①高度な「仕組み性」により多様な複合債券の発行

が可能となり、期限前償還リスクにも対処できるようになったので、年金基金などの機関投資家を引き付けることができるようになった。②「証券化」の「重層化」が行われるようになった。③主要な発行主体は民間金融機関で、主要な担保は Agency と GSE によって保証されたモーゲージとパス・スルー証券であった。(6)証券化の第3段階は Non-Agency MBS 発行が拡大した時期で、87年以降とりわけ2000年代の増加が顕著であった。①とくに、2004年以降には、信用度の低い住宅ローンを Agency や GSE の保険・保証抜きに証券化する業務が急増した。②こうした Non-Agency の証券化商品は、信用補完の仕組みに支えられて、多様な機関投資家を引き付けていった。

以上のように、アメリカ住宅金融における「負債の譲渡性」拡大は、4つの段階を経て進化を遂げてきたといえる。Ⅰ. ニューディール期から60年代半ばまでの時期。連邦支援制度の制定と拡充が、住宅モーゲージ債権の順調な拡大を実現した。Ⅱ. 60年代後半以降。3つの段階を経て証券化が高度化し、「負債の譲渡性」が飛躍的に拡大した。①パス・スルー証券の時期、②ペイ・スルー債券が登場した時期、③ Non-Agency MBS の発行が急増した時期、の3段階に分けて考えることができる。進化の原動力は、利潤の追求とリスクヘッジを求めて行動する民間金融機関が引き起こす金融革新と、それに適応しようとして行動する政府の規制緩和と規制改革の2つである。

### 8.2 Non-Agency OTD モデルの評価

証券化による OTD モデルの発展は、一方では、これまで住宅ローンとは無縁であった層にも住宅ローンを提供し、多様な複合証券を作りだして多様な投資家を動員する仕組みを考案したという意味で、「負債の譲渡性」を拡大し、「所有的過程の離床」の高度化を実現したと評価できる。事実、この時期にモーゲージ債務(対 GDP 比)は記録の高水準に達し、住宅建築(対 GDP 比)も1950年以来の高水準を記録し



た。しかし、他方で、この Agency や GSE に依存しない証券化 (PLS) モデルによる好循環は長続きしなかった。住宅価格が下落し、滞納と抵当流れが増加し始めると、この証券化モデルは破綻する。信用補完の仕組みがうまく機能しなかったからである。その理由は2つある。①証券化商品組成業者は、リスクを投資家に転嫁できると考えたので、手数料収入を増やすために「貸付の節度遵守」よりも組成量の拡大を指向した。②「依頼格付」を行う格付会社は、楽観的な格付を行ってなるべく多くの格付を受注したいという誘因にかられる。その結果、「貸付節度の弛緩」と「楽観的な格付」が生まれる。

では、投資家はなぜ「楽観的な格付」を信用したのか。この問題に関しては、投資家から資金を預託される投資資金管理者の役割が重要となる。投資家、株主、債権者は、様々な金融機関の投資資金管理者が過度のリスクを取らないよう監視する必要がある。しかし、ラジャンが2005年の段階で警告を発していた通りのことが起こった。資金管理者たちはより大きなリスクを取る誘因構造を持っていたのである (Rajan 2005)。投資資金管理者が受け取る報酬は管理する資産規模と正の相関にあり、その資産規模は管理者の収益によって決まる。このため、報酬は投資収益に対して凸関数となり、投資資金管理者はリスク志向的な誘因を持つようになる。報酬を相対的評価に基づいて出すようにすると、投資資金管理者はリスクを取って収益を挙げる他者を模倣し、リスク志向的な誘因構造を強めることになる。リスクが発現して金融機関に損失を与えても皆が失敗しているので責任は問われない。

このことは、報酬体系のあり方と結びついていた。実質上、無制限のリスクを取っていた金融機関、たとえば、AIG、ベアー・スターンズ、シティグループ、リーマン・ブラザーズなどは、従業員が利益を挙げた時はボーナスをはずみ、損失を出した時は大きな罰は与えない、という報酬体系を採用していた (Rajan 2010:

139)。こうした報酬体系が、資金管理者のリスク志向を強める働きをしたと考えられる。では、株主はなぜ銀行のリスク志向を抑制できなかったのか。ラジャンの答えは「有限責任制」だからだ、というものである (Rajan 2010: 146)。だが、この説明は説得力に欠ける。「有限責任」でも株価下落のリスクは存在するからである。むしろ、ミューチュアル・ファンドのような機関投資家の資金管理者がリスク志向的な行動をとることが、銀行経営者の行動様式にも影響して、短期収益追求型となると考えた方が自然であろう。では、債権者はなぜ金融機関のリスク志向を抑制しないのか。ラジャンの答えは「政府の介入、政府による救済への期待」であった (Rajan 2010: 148)。この説明には説得力がある。なぜなら、今回の金融危機においてこの「救済への期待」は、リーマン・ブラザーズの破綻を除けばほぼ叶えられたからである。

以上のように、金融機関の資金管理者の報酬体系が非対称的な成果主義となっていたことが、リスク志向的な行動をとる誘因となっていたのである。このことは、金融機関の雇用形態・報酬体系がアームズレングス型に変化していたことと関係があるだろう。リレーシップ型の固定給方式であれば、そして、損失への罰則が行われるような環境であれば、資金管理者のリスク志向は実際よりは弱まっていたと推測される。もう1つの問題は、政府の介入、政府による救済への期待がリスク志向を助長していたということである。

こうして産み出された「楽観的な格付」へのバイアスはやがて破綻する。2007年以降になると滞納と抵当流れは想定を越えて拡大し、格付の引下げが相次いだのである。

信用補完の仕組みが破綻したことにより、Non-Agency OTD (PLS) モデルは3つの問題を生み出すことになった。①債務不履行による損失を誰が負うべきなのかに関する法的な紛争が拡大し、法的な不確定性は新しい住宅抵当信用の供与を阻害する要因となっている。買戻し請求を恐れて証券化業務から手を引こうとする

金融機関が増加しているのである。②サービス業務を担う金融業者の利益相反問題、債権者間の誘因の衝突問題を生み出すことになった。この問題は、担保不足・債務超過に苦しむ債務者の救済を困難にし、不良債権処理の障害となった。③流動性危機が、SIV・ABCP 導管体・ヘッジファンドから投資銀行、そして商業銀行へと波及していった。証券化によって機関投資家に転嫁されたはずのリスクが銀行に逆流したのである。

### 8.3 総括

以上の分析を総括してみよう。(1) アメリカ住宅金融における「負債の譲渡性」拡大は、第3段階までは成功裏に推し進められたといえる。AgencyとGSEの信用補完に支えられた住宅抵当債権の証券化により、機関投資家の資金を住宅抵当金融の市場に引き入れることに成功したのである。(2) 第4段階の民間の信用補完に支えられた証券化は、第3段階までのAgency OTDモデルの発展型であった。しかし、この証券化モデルは2000年代後半に破綻した。民間の信用補完の仕組みが適切に機能しなかったからである。「楽観的なリスク評価」が容認され、「貸付の節度」が低下したのである。その要因は次の4つである。①証券化商品組成業者は、手数料収入を増やすために「貸付の節度遵守」よりも組成量の拡大を指向した。②格付会社は、なるべく多くの格付を受注したいという誘因にかられ、「楽観的な格付」を行う。③報酬体系が非対称的な成果主義(短期業績主義)であったため、金融機関の資金管理者のリスク志向が強まった。④「政府による救済」への期待から、債権者は金融機関のリスク志向を抑制しなかった。(4) 金融危機の発生により、住宅金融のNon-Agency OTD (PLS) モデルはその弱点を露呈した。①表明保証違反の法解釈の不確実性問題、②金融仲介の重層化に伴う誘因の衝突・利益相反問題、③流動性危機の銀行への逆流、がその弱点である。<sup>30)</sup>

結局、住宅金融の民間版証券化モデル破綻の

原因は、自己資本比率規制以外の事前「規制は緩和し」、事後的な「救済は行う」という制度にあるといえる。このため、「規制を緩和し救済する」制度の見直しが提起されている。それが、2010年7月にアメリカ議会で可決・成立したドッド・フランク法(金融規制改革法)である。その主要内容は以下の通りである。

(1) 銀行、銀行持ち株会社及びその子会社への規制。①自己勘定での証券、証券関連のデリバティブ、商品先物などの短期的な売買を禁止し、②ヘッジファンドへの投資、プライベート・エクイティファンドへの投資、そのスポンサー業務を禁止する。これらは、銀行の証券業務を制限し、銀行本体への逆流を防ごうとする規定である。

(2) システムリスクを監視する金融安定監視協議会(FSOC)の設置。①連結資産規模500億ドル以上の銀行持株会社、または連邦準備が規制するノンバンクがアメリカの金融の安定性を脅かすと協議会が判断した場合、規模を縮小させる。②金融システム上脅威をもたらすと協議会が判断した連結資産規模500億ドル以上の銀行持株会社、または連邦準備が規制するノンバンクは、レバレッジ比率を15倍以下に制限する。これは、連邦準備の規制の網を銀行からノンバンクに広げる規定である。

(3) 格付会社への規制。SEC内に格付会社を監督する信用格付局を設置するとともに、公認格付機関に対し、コーポレート・ガバナンス強化、利益相反の管理、格付過程の透明性向上、ディスクロージャーの強化などを求めている。しかし「依頼格付」である限り、こうした規制で充分であるかどうか疑問が残る。

(4) 証券化商品市場に関する規制。証券化業者に対し、対象資産の信用リスクの最低5%の保有、および投資家がデュー・デリジェンスを行うのに必要な原資産データ等の開示を義務付ける。証券化関係者に対しては、売却

後1年間は重大な利益相反をもたらす行為を禁止する。

(5) 役員報酬，コーポレート・ガバナンスの改善。役員報酬に係わる拘束力のない株主投票の導入，金融機関のインセンティブ報酬規制，報酬委員会の独立性強化などが提案されている。

(6) 救済機構の肥大化対策—「too big to fail 救済の終結」。①連結資産規模500億ドル以上の銀行持株会社，または連邦準備が規制するノンバンクが経営破綻に陥った場合，システムミックリスクを回避しつつ秩序だった清算手続きに基づき破綻処理を行う。②清算に要する費用が破綻金融機関の資産売却で賄えない場合には，上記のシステム上重要な金融機関にリスクに応じた負担金を課すことにより納税者の負担を回避する。③破綻金融機関の経営者は追放し，処理コストは債権者と株主が負担する。<sup>31)</sup>

以上のように，ドッド・フランク法は，「事前規制は緩和し事後救済する」金融制度あるいは「自己資本比率規制と救済」の金融制度から「再規制し無制限には救済しない」金融制度への改革へ，第一歩を踏み出した法案であると言える。しかし，様々な例外規定が示すように，金融業界から規制を形骸化しようとする動きが出てくることは確実である。また，「too big to fail 救済の終結」に関しては，システムミックリスクを回避しつつ秩序だった清算手続きを行うことは可能なのか，経営者を追放し，債権者や株主が損失を負担するという処理を現実に行うことができるのか問題となる。法規制改革は慣行に影響を与えることはできるが，法規制改革の意図した目的が実現されるとは限らない。

コモンズが20世紀の資本主義に見た「所有的過程の離床」は，21世紀の今，いよいよ高度化している。その一つの到達点として，2000年代の住宅抵当債権の「証券化」に代表される OTD (PLS) 型金融は捉えることができ

る。他方でアメリカ金融制度の歴史は，貨幣の所有的過程が離床したことで呼び込まれた不安定性への対応の歴史であった。60年代終わりにはインフレの高進と金利規制の矛盾により資金需給が逼迫する中，それに対応する金融慣行の革新が生じた。法制度はこの革新を追認するかたちで規制を緩和するが，競争環境の悪化により82年にS&Lが危機に陥る。これを当局が救済したことが金融機関の投機的行動を助長することになり，80年代末に再度S&L危機が生じることになった。そこで当局は91年に自己資本比率規制を強化するが，その結果銀行部門は証券業務へと急速に傾斜し，この「金融の証券化」が04年以降のNon-Agency MBSを舞台とする投機と，07年以降の金融危機の世界的波及の素地となったのである。

このように法制度と慣行は，環境の変化により相互適応的に進化する。たしかに大恐慌後の金利規制も80年代の規制緩和，82年の救済拡充，91年の自己資本比率規制も，金融逼迫や経営危機，投機といった意図せざる帰結をもたらしてきた。それでもアメリカの金融制度は，投機や恐慌をもたらすような金融慣行を「不合理(unreasonable)」であるとして人為的に淘汰しようとしてきたとはいえるだろう。

しかしその淘汰を経ても，環境の変化に応じて規制の意味合いも慣行も市場でさらに変容していく。91年の自己資本比率規制は，結果として市場を一層不安定にしたPLS型の金融慣行を呼び込むことになった。PLSモデルは，04年以降の金利上昇下でも高度な信用補完の仕組みにより，住宅市場に資金を安定して呼び込むことに成功したが，他方では，貸付の節度を弛緩させ住宅バブルとその崩壊をもたらすことになった。金融危機後のアメリカで表面化したR&Wに関する訴訟や，PLSモデルに内在する誘因の対立と利益相反の問題は，新たな金融慣行が旧来の法制度の想定を超えたものであったことを浮き彫りにしている。結局PLS型の金融慣行には，事前・事後の両面でルールが十分に醸成・整備されていなかったのである。

リーマン・ショック後の世界は、再び金融慣行のうち「不合理な」ものを摘み取り、「道理にかなった」ものを選び分ける段階に入った。置かれた環境の中でどのような慣行が望ましく、どのような慣行がそうでないのかを選別する際には「コモン・ロー・メソッド」が有力な手法であろう。コモنزの洞察は、今なお生きている。

\* 本稿は、進化経済学会第17回全国大会(2013年3月16日:中央大学)での報告原稿(寺川・柴田2013)の大幅な改訂版である。質問、コメントいただいた方々には謝意を表したい。また、本稿の8節については現代アメリカ経済研究会における佐々木隆雄氏の報告から多くの示唆を受けた。謝意を表したい。もちろん、残された誤りは著者の責任であることはいままでもない。

- 1) 「それゆえに私は取引を、経済研究の根本単位にした。法的支配権移転の単位である」(Commons [1934] 1990: 4)。
- 2) 「もし実際に取引に従事する人びとを観察したり、自らもそこに参加したりするなら……、そこには必ず将来への期待(futurity)が存在することに気づくだろう。それは生産や消費においてはでない。売買取引(bargaining transactions)での説得や強制と、管理取引(manageerial transactions)での命令と服従、割当取引(rationing transactions)での弁論と答弁においてである。というのもこれらが最終的な生産と消費を決定するからである」(Commons [1934] 1990: 7)。
- 3) ここでは説明を単純化するために、モノの売買のみを取り上げている。もちろん市場で売買されるものはモノにかぎらず、サービス、債権、無形財産権(株式、のれん、商標など)の多岐にわたる。
- 4) コモンズは「交換価値(exchange-value)」という用語の使用を避ける。というのもこの語は、古典派では投下労働量で測られるものであったからだ。市場での価値はその生産に要した努力ではなく、それがどれほどの収益を将来生み出しそうなのかという見込みで決まる。これがコモنزの考える市場価値である。
- 5) 「どうして特定の数量・特定の日付で法貨を支払う約束を、たとえまだお金が用意できていなくても、財貨と交換に第三者に売り渡してはならな

いのだろうか。このような種類の約束を譲渡可能にする手法を発明するには、17世紀だけでなくそれ以降現在に至るまでの数世紀が必要だった。最終的には『流通証券(negotiable instruments)』法に、貨幣が手に入る単なる見込みを貨幣そのものへと転換するさまざまな法的取り決めがとりまとめられたのである」(Commons [1934] 1990: 392)。

- 6) 中央銀行に囲い込んだ金をベースに巨額の預金通貨が創造される逆ピラミッド型の構造を、コモنزは「負債ピラミッド」と呼んでいる(Commons [1934] 1990: 395)。
- 7) この強制力の範囲と強さの違いに応じてコモنزは「慣行(practices)」、「慣例(usages)」、「慣習(customs)」、「コモン・ロー(common law)」を区別する(Commons 1950: 111)。「慣行」と「慣例」は、人びとの活動の中で自ずと生まれるものであり、その違いは通用する範囲の違いではない。この「慣行」・「慣例」の解釈をめぐる生じる紛争を、ローカルな調停機関(中世においては商人ギルド、現代においては証券取引所の調停委員会や労使調停委員会という私的機関)が裁定することで、より強い拘束力を持つ「慣習」が生まれる。最終的には、公的な裁判所が紛争においてそれらの「慣習」を承認することで、「慣習」は法的拘束力を持つ「コモン・ロー」になるのである。
- 8) その歴史的な起源は、利子を取ることが禁じられていた中世にある。担保である土地の占有を債権者に移転させ、土地からの収益を受け取る権利を債権者に与えていたのである(田中1991: 566-67)。
- 9) この先取特権の法解釈が普及している州では、貸付担保としての土地抵当は、債務不履行の場合を除き如何なる権原も債権者に付与するものではない。債務不履行が生じた場合、債権者は裁判所に訴えて先取特権を不動産の権限に変換しなければならない(Wiedemer 1987=1989: 47)。
- 10) US Dept. of Commerce 1975: 648.
- 11) 金利が急騰すると利鞘の縮小、あるいは逆鞘になるリスクが存在する。
- 12) US Dept. of Commerce 1975: 648-49.
- 13) なお、1965年末の住宅モーゲージ債権保有者は、S&L(1,100億ドル:51.7%)、商業銀行(460



- 億ドル：21.6%）、生保（296億ドル：13.5%）の順で、GSE（FNMA）の保有は25億ドル（1.1%）に過ぎなかった（US Dept. of Commerce 1975: 1047; FRS, *Financial Accounts of the US*, 1965–74）。
- 14) FNMAは1981, 82, 84年に欠損を出した。金利急騰により資金調達金利が高騰し、保有するモーゲージ債権の金利とのあいだに逆ザヤが発生したからである（井村 200: 113–14）。債権と債務の満期ミスマッチに起因するALMリスクから発生した損失であった。
- 15) Agency-GSE担保証券の83年末の発行残高は4,550億ドルであったが、機関投資家の保有残高はMMMFが134億ドル（シェア2.9%）、民間年金基金が389億ドル（8.6%）、州地方政府退職者年金基金が393億ドル（8.6%）であった。MMMFがこの市場に参入したのは78年からであり、民間年金基金の保有額が10億ドルを超えたのは72年、州地方政府退職者年金基金の保有額が10億ドルを超えたのは68年であった（FRS, *Financial Accounts of the US*, 1965–74, 1985–94: 92）。
- 16) このパス・スルー証券はレポ（Repurchase: RP: 買い戻し条件付き証券売買）取引の適格担保として利用できるというメリットを持つ（井村 2002: 135; Kinney & Garrigan 1985: 44–45）。
- 17) たとえば10年間は早期償還禁止、違反した場合は罰則金を取るという契約を行う（Kinney and Garrigan 1985: 463）。サブプライムの場合は借り換えを繰り返させ、この罰則金が金融機関の大きな収入源となった。
- 18) 生保（1.1%から7.9%へ）、年金基金（2.9%から10.7%へ）、州・地方政府退職基金（2.9%から6.1%へ）、MMMF（0%から2.9%へ）、Mutual Fund（0%から4.2%へ）、ABS発行業者（0%から1.6%へ）。各々、65年末、85年末のAgency・GSE担保証券の保有シェア。FRS, *Financial Accounts of the US*, 1965–74, 1985–94。
- 19) 証券化を行うSPV（Special Purpose Vehicle: 特別目的事業体）に法人税が課税されないようにして、投資家への二重課税を回避する形式のこと。SPVが導管という性質を持つためには、課税されない主体を用いる「パス・スルー型」と、投資家への配当を損金算入して法人税を回避する「ペイ・スルー型」がある。REMICは後者の形式である。なお、SPCは法人格を持ったSPVのことを指す。
- 20) 預金保険制度も、倒産の影響が大きい銀行の場合には、銀行を倒産させて保険金を支払うPay off方式よりも倒産させずに買収先を探すP&A方式の方が選択されるようになっていった。ここから、too big to fail問題が発生する（平野 2007）。
- 21) DTI比率（Debt To Income Ratio）やLTV比率（Loan To Value Ratio）などに厳しい制限が課せられ、所得証明書が義務付けられ、GSEが購入している。
- 22) 単一家族のためのコンフォーミング・ローンの上限は41万7,000ドルで、その上限を超えた部分のローン。
- 23) 信用の評点は高いが、所得証明書などの添付が困難な人のためのローン。
- 24) 信用度の低い人向けのローン。
- 25) 証券化商品を優先部分と劣後部分のマルチ・クラス構造に切り分け、裏付け債権からの回収金をまず優先部分の弁済に充当し、劣後部分の弁済を後回しにする組成方式。リスクを劣後部分に集中することによって、優先部分のリスクを低下させることができる。劣後部分は通常、組成業者かヘッジファンドが保有する。
- 26) 証券化商品の元本よりも大きな金額の裏付け債権を設定すること。
- 27) 米銀最大手JPモルガン・チェースは、2013年10月に、総額51.5億ドルの和解金をFNMAとFHLMCに支払うことで合意した（FHFA Oct. 2013）。和解金が巨額になった理由は、同社が2008年3月に投資銀行ペアー・スターンズを、同年9月に全米最大のS&Lワシントン・ミューチュアルを買収したためである。バンク・オブ・アメリカは、2013年1月に、FNMAに116億ドルの和解金を支払うことで合意した（FHFA Aug. 2013）。和解金が巨額になった理由は、同社が2008年1月に独立系住宅ローン最大手カントリーワイド・フィナンシャル・コープ（CFC）を、同年10月に投資銀行大手メリルリンチを買収したためである。
- 28) US預金金融機関の総金融資産は07年に7,500億ドル、08年に1兆1,300億ドル増加した。民間の住宅モーゲージ証券化商品の保有は07年に1,150億ドル増加した（FRS, *Financial Ac-*

- counts of the US).
- 29) スワップ協定に基づく外国中央銀行へのドル融資については、柴田(2011)を参照せよ。
- 30) これらの問題に対する対策の一部は、HARP2.0 (Home Affordable Refinance Program)の修正版、2011年12月発効)によって試みられている。この修正プログラムは、①金利負担軽減ローンを組んで証券化しGSEに販売する場合、表明保証による貸手責任を軽減し、貸手がこのプログラムに参与する誘因を高める、②金利軽減ローンへの組み替えに抵抗する二次抵当権保有者などへ協力を求める、といった内容を含んでいる。
- 31) ドッド・フランク法案の内容については、USGPO (2010), 小立(2010), 鈴木(2011), 坂東(2010)などを参照。

#### [文 献]

- Acharya, Viral V. and Philipp Schnabl, 2010, "Do Global Banks Spread Global Imbalance? Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007–09," *IMF Economic Review*, 58 (1).
- Ashcraft, Adam B. and Til Schuermann, 2008, "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit," *FRB of New York, Staff Report*, 318.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012, *The U.S. Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations*, Washington D.C. (FRS 2012 と略記)
- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Financial Accounts of the US*, 1945–54, 1955–64, 1965–74, 1975–84, 1985–94, 1995–2004, 2005–2012. (FRS, *Financial Accounts of the US* と略記)
- Council of Economic Advisors, 2012, *Economic Report of the President*, Government Printing Office. (ERPr 2012 と略記)
- Commons, John R., [1924] 1995, *Legal Foundations of Capitalism*, with a new introduction by Jeff E. Biddle and Warren J. Samuels, New Brunswick and London: Transaction Publishers.
- , [1925] 2008, *Reasonable Value*, Reprinted in Warren J. Samuels ed., 2008, *Documents from F. Taylor Ostrander at Oxford, John R. Commons' Reasonable Value and Clarence E. Ayres' Last Course. Research in the History of Economic Thought and Methodology: A Research Annual*, v. 26-B, Bingley: Emerald JAI.
- , [1934] 1990, *Institutional Economics: Its Place in Political Economy*, with a New Introduction by Malcolm Rutherford, 2 volumes, New Brunswick and London: Transaction Publishers.
- , 1950, *The Economics of Collective Action*, New York: Macmillan.
- Dennis, Marshall W., 1983, *Mortgage Lending, Fundamentals & Practices, Second Edition*, Reston, Va.: Reston Publishing, a Prentice-Hall Company.
- Federal Housing Finance Agency, 2011, "FHFA Sues 17 Firms to Recover Losses to Fannie Mae and Freddie Mac," News Release, September 2.
- , 2013, "FHFA's Oversight of Fannie Mae's 2013 Settlement with Bank of America," Evaluation Report, EVL–2013–009, August.
- , 2013, "FHFA Announces \$5.1 Billion in Settlements with J.P. Morgan Chase & Co.," News Release, October 25.
- Gillies, James, 1962, "Federal Credit Program in the Housing Sector of Economy: An Aggregation Analysis," *CMC Monograph series, Federal Credit Programs*.
- IMF, 2012, *Global Financial Stability Report*, October 2012.
- Johnson, Stewart, 1962, "Statistics on Federal Lending and Loan Insurance Programs in the United States, 1929–1958," *CMC Monograph series, Federal Credit Programs*.
- Kane, Edward J., 1986, "Change and Progress in Contemporary Mortgage Markets," Florida, Richard L., ed., *Housing and the New Financial Markets*, New Brunswick, N.J.: Center for Urban Policy Research.
- Kinney, James M. and Richard T. Garrigan, 1985, *The Handbook of Mortgage Banking*, Homewood, Ill.: Dow Jones–Irwin.
- Krishnamurthy, Arvind, 2008, "The Financial Melt-down: Data and Diagnoses," *Northwestern Working Paper*.
- Pavel, Christine, 1986, "Securitization," FRB of Chicago, *Economic Perspectives*, (=1989, アイ・ビー・

- ティ訳『ゼミナール セキュリティゼーション』東洋経済新報社.)
- Rajan, R.G., 2005, "Has Financial Development Made the World Riskier?" *NBER Working Paper* 11728, November.
- , 2010, *Fault Lines—How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (=2011, 伏見威蕃・月沢李歌子訳『フォールト・ラインズー「大断層」が金融危機を再び招くー』新潮社.)
- Semer, Milton P, et al., 1986, "Evolution of Federal Legislative Policy in Housing: Housing Credits," Florida, Richard L., ed., *Housing and the New Financial Markets*, New Brunswick, N.J.: Center for Urban Policy Research.
- U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, 1975, *Historical Statistics of the United States Colonial Times to 1970*.
- U.S. Government Printing Office, 2010, *H.R.4173, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.
- Vinogradoff, Paul, 1959, *Common Sense in Law*, Oxford: Clarendon Press. (=1972, 末延三次・伊藤正巳訳『法における常識』岩波書店.)
- Wiedemer, John P, 1987, *Real Estate Finance, Fifth Edition*: Prentice-Hall Inc. (=1989, 日本再建信用銀行不動産ファイナンス研究会訳『不動産ファイナンスの基礎と実践』東洋経済新報社.)
- 井村進哉, 2002, 『現代アメリカの住宅金融システム—金融自由化・証券化とリーテイルバンキング・公的部門の再編—』東京大学出版会.
- 小立敬, 2010, 「米国における金融制度改革法の成  
立—ドッド・フランク法の概要」『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所, Summer.
- 小野英祐, 1970, 『両戦間期におけるアメリカの短期金融機関』御茶の水書房.
- 金子栄作・松本順一・橋上雅子・小野傑・神田秀樹, 1988, 『不動産の証券化』東洋経済新報社.
- 柴田徳太郎, 1996, 『大恐慌と現代資本主義』東洋経済新報社.
- , 2007, 「資本主義と制度の共進化」柴田徳太郎編『制度と組織』桜井書店, 第1章.
- , 2011, 「世界金融危機とドル体制の行方」『比較経済研究』48(1).
- 鈴木博, 2011, 「米国の金融制度改革法と金融機関経営—大規模金融機関の経営の視点から」『農林金融』1月.
- 田中英夫編, 1991, 『英米法辞典』東京大学出版会.
- 寺川隆一郎・柴田徳太郎, 2013, 「債権の証券化と法の不確実性の問題—J.R. コモンズの視点から—」(進化経済学会第17回全国大会報告).
- 春田素夫, 1992, 「アメリカにおける金融革新と金融破綻」諫山正・春田素夫編『日米欧の金融革新』日本評論社, 第1部.
- 坂東洋行, 2010, 「ドッド・フランク法—総論と各機構改革—」シンポジウム『英米の金融制度改革を検証する—日本はどのように受け止めるべきか』早稲田大学.
- 平野裕三, 2007, 「FDIC のオープン・アシスタンス(OBA)と最後の貸し手」柴田徳太郎編『制度と組織』桜井書店, 第5章.  
(寺川) 帝京平成大学非常勤講師  
(柴田) 東京大学大学院経済学研究科教授