

戦略的デフォルト strategic default について

福 光 寛

目次

はじめに underwater loan と negative equity loan

1. Paul Krugman の negative equity 論 (2007年12月)
 2. 戦略的デフォルトの定式化 (2009年7月 - 8月)
 3. Cole&Morse : 予備的流動性選好による説明
 4. Brent T. White の推進論 (2009年10月) と論争
 - 4 - 1. Brent T. White 論文の出現と反響
 - 4 - 2. 新聞での紹介のされ方
 - 4 - 3. City Journal 誌上の論争
 5. 戦略的デフォルト論の普及とノンリコースローン問題
 - 5 - 1. 2010年春 : 社会的な関心の高まり
 - 5 - 2. ノンリコースローン問題
- むすび 戦略的デフォルトの評価・普遍性

はじめに underwater loan と negative equity loan

2011年1月にオーストラリアのブリスベーンの住宅が洪水によって水没するニュースをテレビで見ていた私は、アメリカの水没ローン (underwater loan) と戦略的デフォルト (strategic default) の話をまとめることを思いついた。そのとき、私は、水没ローンというのは、とくに住宅抵当貸付 (mortgages) で、担保の住宅の市場価値が下落した結果として、住宅の価値が返済すべき貸付金額に比べて下回る状態になったものをいうのだと、思い込んでいた。またこの underwater loan (これには upside-down loan という言い方もある) を抱えてしまった住居所有者が、その状態から抜け出すために、

デフォルトを実行することが戦略的デフォルトだとも思い込んでいた。

そこで「水没ローンと戦略的デフォルト」という題目をイメージして作業を始めたが、この題目に少し問題があることが間もなくわかった。それは Barrons の銀行用語辞典（2000年版）にある、underwater loan の定義が、不動産担保の価値でなく、貸付の価値〔換価価値〕と貸付の簿価との関係を問題にしていたことによる。以下のとおりである。

underwater loan：その市場価値が簿価より低い貸付のこと。流通市場で〔貸付債権を〕売却すると、貸し手が損失を被るものをいう。貸付〔の市場価値〕が〔簿価より〕小さくなるのは、借り手が支払わない場合。表面の約束利率が同質の類似期間の貸付利率より低い場合。あるいは貸付の担保が、貸付の元本に比べて価値が少ない場合すなわち返済の主要な源泉ではない場合にも、貸付〔の市場価値は簿価〕を下回る。たとえば、長期満期の自動車ローン、たとえば5年物貸付を保有する貸し手は、その自動車の市場価値が、まだ支払われていない元金残金を下回っていることを見出すだろう。 *Dictionary of Banking Terms*, 4th ed., Barrons: 2000, p. 485

つまり、住宅抵当貸付 (mortgages) で、担保の住宅の市場価値が下落した結果として、住宅の価値が返済すべき貸付金額に比べて下回る状態を、underwater loan と言うのは、住宅しか売るのがない借り手側からは多分問題ないが、金融機関の側からも適切な表現かは少し疑問が残るのである。実は negative equity という、貸し手と借り手双方に使える適切な表現があることがほどなく分かった。

そこで課題を negative equity と戦略的デフォルトとの関係に切り替え、文献調査の結果をまとめたのが小稿である。この調査では、現在話題になっている意味での戦略的デフォルトの考え方や概念の整理や一般化が、一体いつどのように進んだかの解明に力を注いだ。

調査の結論を述べる。そもそも negative equity での equity とは、住宅抵当貸付で、担保となっている住宅の市場価値から貸付残額を差し引いた

戦略的デフォルト strategic default について

差額のこと。この equity を担保にした与信は home equity loan とか home equity line of credit と呼ばれる。この equity がマイナスである状態が negative equity。その状態にある住宅抵当貸付が negative equity loan である。この negative equity の議論が 2007 年末に注目された。そして貸付を借りているため negative equity の状態にある住居所有者が、なお抵当貸付を支払う余裕がありながら抵当貸付について債務不履行を起こすことを、2009 年頃から戦略的デフォルトというようになった。戦略的デフォルトを、文字通り戦略と見るか、あるいは negative equity に追い込まれた住居所有者のやむを得ざる選択と見るかは、議論が分かれる。議論の余地がないのは、戦略的デフォルトと呼ばれるデフォルト現象が存在すること、2009 年から 2010 年にかけて、その増加が認められ社会現象として米国で話題になったことである。

この問題は容易に発掘される文献量の多さから見て、米国の金融を研究する者にとって、重要で外すべきでないテーマだと思われる（また negative equity になった貸付をどう処理すればよいかという普遍的な問題も提起していると思われる）が、今日まで日本の米国金融研究者が本格的に扱った形跡がない。その理由は、私には理解できないが、日本の金融論研究をより豊かにする素材がそこには含まれているように思われる。

なお、戦略的デフォルトという言葉は、開発経済学の分野の論文にも散見されるので、先行する議論がそちらにもありそうである。このような戦略的デフォルトに関する他の学問領域での議論については、今後の検討課題としたい。また連邦議会での審議や業界団体の動きとの関係も検討が必要である。そのほか残している課題として気付いた点は小稿末尾に述べる。

それではこの問題の発端から、現状までを時系列に整理して述べてみよう。

1. Paul Krugman の negative equity 論 (2007年12月)

この言葉 (negative equity) は、以下に引用しているプリンストン大学教授の Paul Krugman が2007年12月7日と14日にニューヨーク・タイムズに寄せた論説をきっかけに頻繁に使用されるようになった(なおカリフォルニア大学教授の Hal R. Varian が同趣旨を述べたとの指摘も承知しているが、Varian の記述は所在を確認できていないので教示をお願いしたい)。

Krugman の記述は以下のようになっている。

Paul Krugman, "Homeowners with negative equity," *The New York Times*, Dec. 7, 2007

「グラフは最近の First American のデータを使って、さまざま価格下落のときにエクイティがゼロあるいはマイナス negative となる住居所有者の数を示している。

2006年末にはその数はおよそ350万人だった(住宅抵当貸付のある5,100万世帯のおよそ5%)。

2007年末までにその数はおよそ560万までに増加した。

もしも2008年に住宅価格がさらに10%下落すると、equity がない [= negative equity 状態の] 住居所有者の数は1,070万まで増加するだろう。」

Paul Krugman, "After the money gone," *The New York Times*, Dec. 14, 2007

「住宅価格が地面まで [下がる限界まで] 下落すると、住居所有者は、その住宅価値より多くを借りている negative equity 状態にある自分を発見することになるだろう。

その数は膨大だ。金融 blog の Calculated Risk は First American CoreLogic のデータを用いて、住宅価格が20%下落すると negative equity 状態にある住宅保有者は1,370万人になると予測している。もし価格が30%下落するなら、その数は2,000万人以上になるだろうとしている。

それは多くの損失に換算される。そしてなぜ流動性が枯渇したかを説明する。市場で今進行しているのは非合理的なパニックではなくて、全体的には合理的なパニックだ……」

戦略的デフォルト strategic default について

2007年12月14日に Paul Krugman はなぜ negative equity が問題であるのかを論じた短いコラムも書いている。

そこには equity が positive である限りデフォルトを回避できるというボストン連銀調査報告(2007年12月3日に刊行された Gerardi and others (2007) のこと)の記述の引用があり, Krugman はこの調査報告に影響されたことを告白している。また Krugman の記述に寄せられたコメントの中に, negative なら(支払い能力とは無関係に) mortgage の支払いを止めるとの示唆を受けたとするものがある。また, ノンリコースの州なら, 支払いをやめてもその後支払いを追及されることはないというコメントも見られる。

コメントはいずれも Krugman 自身が書いたことではない。Krugman 自身の記述は negative equity という現象の広がりにとどまる。だが Krugman によるボストン連銀調査報告の引用。その引用を読んだ読者のコメント。これらを組み合わせると, negative equity になったら支払い能力とは無関係に, 支払い能力がまだあってもデフォルトするという主張が, 浮かび上がる。

つまり Krugman 自身がそう書いて主張したわけではないが, 2007年12月の Krugman のコラムと反響は, 戦略的デフォルト論形成の発端になっているというのが私の解釈である。(以下でデフォルト default は, 住んでいる家のカギを金融機関に渡して退去 walk away して, 金融機関による差し押さえ処分 foreclosure に任せることと同義的に使われている。なおカギの入ったメールを金融機関に送りつけることは jingle mail と呼ばれ, 金融機関と話し合ったうえで自宅を自ら売却処分して, 金融機関との清算を行うことは short sale と呼ばれる。short sale は任意整理と訳している人もいる)

Paul Krugman, "Why negative equity matters," *The New York Times*, Dec. 14, 2007

今日のコラムで私は negative equity すなわちその住宅価値よりも多くの負債を

抱えた人々の来るべき出現の重要性を強調した。

実は私は直近のポストン連銀の研究に強い印象を受けた。その研究は差押えを引き起こす negative equity の決定的な役割を発見している。

「われわれは2006年と2007年におけるマサチューセッツの差押えの劇的な増加のほとんどを2005年夏に始まる住宅価格の下落のためだとしている。サブプライム貸付は役割を演じたが、それは一般に信じられているようにそれ自体問題のある住宅抵当貸付を人々にもたらしたからではなく、住宅価格増価の減少ととくに敏感な住宅保有者層を創出したことによってである。

デフォルトにおいて negative equity は十分条件でないが必要条件だ。というのも借り手が positive equity である限り、売却によりデフォルトは回避できるからだ。」(下線は福光によるもの)

comments

1. December 14, 2007 11: 21 つまりここでの基本的なアイデアは、もし negative equity になったら、もう失うものはないのだから、支払いを停止してよいということだろうか（おそらくともかく下げられてしまう、信用格付けのことはあるにせよ）。
5. December 14, 2007 12: 26 住宅抵当貸付がリコース付きの州とノンリコースの州とでは違いがあるのだろうか。私はリコース付きの州では差押えはずっと少ないと思っている。というのもノンリコースの住宅抵当貸付を保有して、under water になったら（住宅価値が貸付額を下回ったら）債権者にカバンをもたせたまま、立ち去ることができるからだ。

-James

ところで Gerardi and others (2007) は、negative equity はデフォルトの必要条件であっても十分条件ではない、negative equity だからデフォルトするわけではないとしている。その意味は、債務者には所得があり他の資産もある。ある負債について negative equity になっても、まだ所得も他の資産もあるのでただちにデフォルトとなるわけではない、ということだろうか。デフォルトするかどうかの決定において negative equity は必要条件であっても十分条件ではないというのは、ポストン連銀の出版物に

広く見られる主張で、この報告書のなかでも p. 3 にその表現がある。この点を追及したのものとして、やはりボストン連銀の Foote and others (2008) がある。これは 1990 年代初頭のマサチューセッツについてとの限定はあるが、かなりはっきりと、差し押さえに至るものはかなり少ないとしている。他方、Gerardi and others (2007) の特徴的な主張は、大きく住宅価格が値下がりした者は、デフォルトしやすくなるということ。

以下には以上 2 本のボストン連銀の調査論文の書誌と要旨、それに 2008 年に入ってから現れた Coy (2008) のブログを引用する。Coy は住宅価値があまりにも小さくなれば、金融的センスの問題として、支払い余力がまだあるうちにデフォルトすると言っている (2008 年 2 月 15 日)。ここに後述する戦略的デフォルト論の定義 (定義のポイントは *negative equity* にあることそして 支払い能力のあるうちのデフォルトの選択) が、読み取れる。しかしそれを戦略デフォルトとなお呼んでいないことにむしろ注目したい。また後の議論との違いは、支払い余力を残すことの戦略的意味付け (説明) が加わっていない点だろう。

Kristopher Gerardi, Adam Hale Shapiro, and Paul S. Willen, “Subprime Outcomes: Risky Mortgages, Homeownership Experiences, and Foreclosures, *Working Papers by Federal Reserve Bank of Boston*, No 07-15, Dec. 3, 2007 (May 4, 2008 version)

この論文においてわれわれは 1989 年から 2007 年の時期にかけてのマサチューセッツにおける住宅所有権の経験を分析している。われわれはとくにサブプライム住宅抵当貸付でスタートした所有権に注意を払い、全標本についてこれらの所有権がどうなったか、また 2007 年のマサチューセッツの差し押さえ危機でこれらの所有権がどのような役割を演じたかを明らかにしようとした。私たちは二つの主要な発見を提示する。第一にサブプライム購入住宅貸付で始まる住宅所有権で差し押さえに至ったものは該当期間については 20% に達したこと、それはプライム購入住宅貸付の経験の 6 倍以上であること。第二に住宅価格の下落は差し押さえを生みだす重要な役割を演じており、20% 以上の住宅価格下落を被った住宅所有者は、20%

以上の住宅価格上昇を享受した住宅所有者に比べて14倍以上デフォルトしていること。われわれは、2006年から2007年におけるマサチューセッツの差し押さえの劇的な上昇のほとんどを、2005年夏に始まる住宅価格の減少のためだとしている。全体として、われわれはサブプライム貸付が、増価した住宅価格の減少にとりわけ敏感な住宅所有層を創出したことで差し押さえ危機に重要な役割を演じたことを見出している。

Christopher L. Foote, Kristopher Gerardi, and Paul S. Willen, “Negative Equity and Foreclosure: Theory and Evidence,” *Public Policy Discussion Papers by Federal Reserve Bank of Boston*, No. 08-3, June 5, 2008.

「われわれは1990年代初頭にマサチューセッツ州で negative equity であった10万以上の住居所有者を分析して、そのうち差し押さえて住宅を失ったものは10%に満たなかったことを発見した」。この結果は「negative equity は差し押さえにとり必要条件であっても十分条件ではない」ことを意味する。なお退去して差し押さえに委ねる判断には、退去しないで自宅にとどまる benefit と差し押さえによる cost（移動費用 デフォルトによる不名誉など）の比較がある。そのほか要因としては、失業、病気、離婚など個人あるいは家族レベルのショック。個々の家計の富の大きさの低下、現在の所得の低下、住宅金利の上昇、家賃価格の低下などがある (pp.12-16)。

Peter Coy, “The real reason borrowers default,” *The Businessweek*, Feb. 15, 2008

銀行は、なにが人々をデフォルトさせるのかを知らない。彼らは高い信用評価と信頼できる職業をもつ人々は、ともかく支払いを続けるだろうと仮定している。というも誰でもやむを得ない (unless they absolutely had to) というのでなければ、自宅から立ち去りはしないだろうからである。

実際には住宅所有者は、住宅担保貸付であまりにも住宅価値が小さくなったときには、払わなければならない支払いを支払い続けられるとしても、自宅から立ち去ることは今では明らかである (In reality, it's now clear, homeowners will walk away from a home if they get too far upside down on the mortgage, even if they could keep making payments if they really had to.). これは1998年から2007年におけるマサチューセッツ州における差し押さえを研究したボストン連邦準備銀行の重要な調査論

戦略的デフォルト strategic default について

文の発見によるものである。2007年12月7日に更新された同論文を参照のこと。

ここにはつぎのような重要な情報がある。

*「20%以上の住宅価格下落を被った住宅所有者は、20%以上の上昇を享受したものに比べておよそ14倍、住宅抵当貸付で破産しやすい。」

*ポストン連銀の研究によれば、住宅所有者は、雇用の状態の変化によりも、住宅の価格や貸付住宅価値当初比率における変化より影響されやすい。

この結果は、決して大きな驚きではない。住宅価格が上昇していると、トラブルを抱えた人々は賢明にその家を売却して、貸付額を返済してしまい、値上がり価値 (remaining equity) を手にして立ち去る。住宅価格が住宅抵当貸付残高よりも値下がりしているときには、デフォルトは金融的センスを生かす道だろう。ポストン連銀の調査はこの決定をつぎのように説明する。住宅所有者は、住宅価格が最終的に回復して、黒字にする可能性と、当面の現金不足の痛みとを、天秤にかけていると。 (私はまさにその計算をしている住宅所有者に対して語っている)

いずれにせよサブプライム住宅抵当貸付の破産率がかなり高いことは驚くべきことではない。これらの借り手がキャッシュフロー問題を抱えていることはありそうだし、だから住宅価格が下落すると、彼らは最初に立ち去るものになる。何人かは確かに本当に支払えない。ほかの者は [支払いは] できた。しかし [そこは] 見ないように (Others could, but don't see the point)。

2. 戦略的デフォルト論の定式化 (2009年7月 - 8月)

戦略的デフォルト論が登場する直前の状況として見落とせないのは、2009年に政権についた民主党オバマ政権が展開を始めた HASP (home affordability and stability plan) の一環としての HAMP (home affordable modification program) との関係である。なお HAMP は財政資金的には2008年の HERA (housing and economic recovery act of 2008) に主たる根拠があるとされる。

HAMP の解説をみると、住宅ローンを抱えている人の困難を、収入に比べて住宅ローンの支払いが過大になったことによる困難ととらえている。upside-down あるいは underwater であるから住宅ローンが支払われない

のではなく、借り手の収入に比べて住宅ローンの支払いが過大であることが困難の理由だとする。そして粗収入（税金控除前の収入）に比べ住宅抵当貸付の支払いが38%を超えている人を対象に、その比率を31%以下に抑えるための、貸付条件の修正を貸し手が行った場合、そのコストの半分以上を連邦政府が負担するとしている。また借り手が財務的に極端に困難な状況にないことも条件になっている（この確認のための書類提出が要件になっている）。2009年3月4日に財務省により発表されたガイドラインによると、対象は、2009年1月1日までに設定された、投資目的でなく本人の居住目的の住宅のためのローンで、かつ政府の住宅支援機関が定める conforming loan limits の範囲のもの（高額なものを除く）。適用期間は2009年3月4日から2012年末まで。このローンにつき具体的には、金利の最大2%までの引き下げ、貸付期間の最大40年間までの延長、付利の停止の順に修正をかけて、支払い負担を31%まで下げるとしている（このプログラムのこのほかの詳細、内容の変化や評価はここでは省略する）。

この貸付条件修正の受付が開始されるなかで、戦略的デフォルトの議論が登場した。戦略デフォルト論では、デフォルトするか否かの判断の基準が、住宅価値が大きく値下がりしているかどうか、大きく値下がりしてなおローンの支払いを続けることに合理性があるかとなっている。これは、デフォルトについての HAMP の考え方や認識とは大きく異なっている。

私が戦略的デフォルト論に初めて気付いたのは、2009年6月25日付け英「エコノミスト誌」に掲載された「can pay won't pay」と題した記事である。ここで住宅抵当貸付において支払い能力がありながら、支払いを拒否することを、戦略的デフォルトと名付けた報告書が米国で出されたことが紹介されている。

少し注釈すると「can pay won't pay」という題目には裏があり、英BBCが2008年11月10日の夜の特別報道番組で、英国国内の問題（英国での、消費者債権をめぐる債権者と債務者の争いで債権者が債務者の自宅を競売にかける

戦略的デフォルト strategic default について

事例など)を、can't pay won't pay と題をつけて取り上げたことが意識されていると私はみている。エコノミストの記事題目が意味するのは、米国でも類似の問題が違った脈絡で起きているということだろう(その後、この表現: can pay, won't pay はいろいろな場面で見かける)。

英エコノミスト誌が取り上げたのは、シカゴ大学の Zingales たちが出した戦略的デフォルトについての報告書 Guiso and others (2009) である(戦略的デフォルトという言葉は、この報告書を契機に住宅抵当貸付返済時の行動として、一般的に使用されるようになったと、私は考えている)。

Anon., "Mortgage defaults in America: Can pay, won't pay," *The Economist* June 25, 2009.

Paul Kenyon, "Panorama: Can't pay, won't pay," Nov. 10, 2008 at <http://news.bbc.co.uk>

Luigi Guiso, Paola Sapienza and Luigi Zingales, Moral and Social Constraints to Strategic Defaults on Mortgages. July 2009 at <http://www.financialtrustindex.com>

Anon., "Strategic Default: why people defaulting on their home loans," July 27, 2009 at <http://www.istockanalyst.com>

この Guiso and others (2009) は、戦略的デフォルトについての学術的調査として最初のものではないかと私は考えている。この報告書は、戦略的デフォルトを、住宅抵当貸付額が住宅価値を上回っている条件下で、支払い能力がありながらデフォルトする場合 (to default when the value of their mortgage exceeds the value of their house even if they can afford to pay their mortgage) と定義するとともに、住宅抵当貸付のデフォルトの中で 26% が戦略的とみなされるとして、議論の指標となる、戦略的デフォルトの規模をこれも初めて明示した。さらに報告書本文では、戦略的デフォルトについて、道徳的社会的な感情が抑制要因として働いていることも指摘している(表 1 参照)。

今も述べたがこの報告書は、戦略的デフォルトの概念を定義するととも

表1 percentage of homeowners declaring intention to default

Percentage of people declaring intention to default with	Yes to the question in the whole sample	Default is morally wrong	Default is not morally wrong
Negative equity=50K	9.38%	7.02%	20.00%
Negative equity=100K	25.81%	21.96%	40.69%
Negative equity=200K	41.23%	37.38%	59.15%
Negative equity=300K	44.65%	38.12%	63.29%

資料 Guiso and others (2009), Table 1 (p. 27) を修正
 Sample of 1,000 American households K: thousand dollars
 Survey took place in 17-28 Dec., 2008 and 3rd week of Mar. 2009

に、26% という指標となる数値を明示したことが注目される。戦略的デフォルトの規模の推定として Foote and others (2008) による negative equity となったもののうち差し押さえに至ったものは10%に満たないという1990年代初頭のマサチューセッツ州に限定した推定しかなかったこの段階で、2008 - 2009年について全国ベースで、20%を超えるかなり大きな数値を示したことは、注目される。しかし Guiso and others (2009) の26%の数字の導き方を見てみると、自宅についてデフォルトした人を何人知っているか、月々の払いができるのに退去した人を何人知っているか、などについて、アンケートを調査して、そこから推定するという意外にラフな方法である。

実は個人の信用情報を含むデフォルトのデータの利用に困難があり、こうしたラフな方法に頼らざるを得なかったようだ。そして Guiso and others (2009) は、その1ヶ月後に公表された Experian/Wyman の報告書(2009)の影に隠れてしまった印象がある。同報告書の戦略的デフォルトの規模の推定は、Experian が信用評価機関である強みを生かしたもので、

戦略的デフォルト strategic default について

膨大な個人信用データを活用した結果だという点が評価できるものだった。なおここで Wyman とはコンサル会社の Oliver Wyman のことで、両社は Experian/Wyman として、四半期ごとの市場分析報告書 Market Intelligence Reports を継続的に刊行する一方、不定期に折々の特別調査報告書 a topical report を刊行しているが、2009年8月にその特別調査報告書がテーマとして戦略的デフォルトを取り上げたのである。2009年8月のこの報告書の刊行意図について9月2日付けプレスリリースは次のように述べている。

Experian/Wyman, “Two new reports from Experian and Oliver Wyman,” *Immediate Release*, Sept. 2, 2009

(四半期報告についての説明部分を省略) Experian と Oliver Wyman は、四半期の市場分析報告のほかに、その住宅価値が自身の住宅抵当借入残高から十分下回ったという理由だけでその住宅抵当貸付について支払い不能を起こす借り手である、戦略的デフォルター (strategic defaulters) についての報告書を最近発表した。

その分析の中で Experian と Oliver Wyman は、戦略的デフォルターを推定する方法を発展させ、貸付見直し計画の進化と向上の方向に重要な方向付けを提供できる、いくつかの傾向をまた明らかにした。

たとえば、その分析は上級プライムとプライムの評点に属する人々は、それより低い評点の人々に比べて50%以上戦略的デフォルターになりやすいことを明らかにした。

加えて、困窮している借り手たちを分析した、Experian と Oliver Wyman は、戦略的デフォルターをそっくりなぞる存在であるものの貸付 [契約] の見直しの好ましい候補者である、「キャッシュフロー管理者 (cash flow managers)」と呼ばれる分類を明るみに出した。戦略的デフォルターとは異なり、彼らは、その抵当貸付に対し間欠的に支払いを続け、不履行から抜け出る意思を示している。

「重大な不履行のあと6ヶ月以内に、戦略的デフォルターの60%が支払いを停止しているのに、キャッシュフロー管理者の3分の1は、重大な不履行のあと6ヶ月以内にその抵当貸付の支払いを正常化し、3分の1は90日未満の支払い遅れとな

表2 Mortgage default customer segments by quarter 60 dpd

	Strategic Defaults	Cash Flow Managers	Distressed Defaults	No Non-Real Estate Trade	Pay Downs
2005Q2	3%	17%	33%	10%	37%
2006Q2	6%	20%	38%	10%	27%
2007Q2	10%	21%	47%	9%	13%
2008Q2	18%	20%	46%	9%	7%
2009Q2	19%	26%	38%	12%	4%

資料：Experian/ Wyman (2010) Fig. 1 (p. 8) 支払い期限後 60 日以上経過して未払い (60 dpd) の案件を顧客セグメントで分類。Pay Downs は経過後に支払い済みとなったもの。

っている」と、Oliver Wyman のパートナーの Piyush Tantia は述べた。「それゆえ、キャッシュフロー管理者は、貸付契約修正の申し出の最良の候補者となろう。この2つの階層を上手に認識して分類することの貸付業への重要性は大きなものとなる。」

Experian と Oliver Wyman とは、信用帯、地理、時間経過についてのキャッシュフローマネージャーと戦略的デフォルターのこのほかの特徴も提供できる。(以下定型文を省略)

なおわたしは 2009 年 8 月刊行の報告書は未入手。わたしが入手したのは 2010 年 6 月に刊行された改定版である。その書誌事項は以下のとおり。

Experian/Wyman Market Intelligence Report Understanding strategic default in mortgages: Q2 2010 update, June 28, 2010 (the original edition was published in August 2009)

リリース (2009) 冒頭で戦略的デフォルターをつぎのように定義している。

その住宅価値が自身の住宅抵当借入残高から十分下回ったという理由だけでその住宅抵当貸付について支払い不能を起こす借り手である、戦略的デフォルター。

またリリースからは、Experian/Wyman の実務的な問題意識も読み取れ

戦略的デフォルト strategic default について

表3 Mortgage default customer segments

Segment	Mortgage delinquency behavior	Non-RE delinquency behavior
Strategic default	60 dpd on mortgage, then straight roll to 180+ dpd	NO serious delinquency 6 months after 60 dpd on mortgage
Cash flow managers	60 dpd on mortgage; no straight roll	NO serious delinquency 6 months after 60 dpd on mortgage
Distressed default	60 dpd on mortgage; including straight roll	Delinquent on at least 1 non-RE trade within 6 months after 60 dpd on mortgage

資料：Experian/Wyman (2010), Table 1 (p. 7) を簡略化

る。それは、戦略的デフォルターを貸付契約の見直しから除外して、返済意思があり立ち直る可能性の高いキャッシュフローマネージャー (cash flow managers) を選別して、見直し対象とする、そのためにまず両者を選別する手法を開発する（それを金融機関に商品として販売する）という意図である（表3参照）。

なおわたしが入手した2010年6月に出た改定版の冒頭の戦略的デフォルトの定義は、「月々の支払いをする余力がありながら」「negative equityを主たる理由として」デフォルトが選択された場合。「この報告の第一部において、われわれは、借手が、その抵当貸付について毎月の支払いをする能力はありながら、もっともありそうなこととしては negative equity だという理由で支払わないことを選択するというデフォルト行動 (default behavior) を『戦略的デフォルト』と定義した」(Experian/Wyman (2010), p. 4) とある。

ところで Experian/Wyman (2009) については、ロサンゼルス・タイムズの Kenneth R. Harney の記事（2009年9月20日）が取り上げ、注目が広がったとわたしは見ているので、それを以下に引用する。このように新聞（有名紙）のコラムが言葉の使用の輪を広げたのは、negative equity に

ついでに2007年12月のKrugmanのニューヨーク・タイムズへの寄稿（12月7日と12月14日）が、negative equityの議論に火をつけ拡大した経緯とよく似ている。

Kenneth R. Harney, “Homeowners who ‘strategically default’ on loans are growing problem,” *Los Angeles Times*, Sept. 20, 2009

ある研究によれば、突然意図的にその住宅抵当貸付を放棄する人たちは、ほとんどの財務的に困窮した借り手とは顕著に異なっており、しばしば高い信用評価を受けていたとのことである。

ワシントンで発表された調査報告書は、住宅そして住宅抵当貸付から立ち去り(walk away) やすいのは、プライムより上の信用評価を受けた者が、あるいは絶対的に低い評価の者かと問いかけている。

2400万以上の個人信用ファイルからなる大量の標本を用いたこの研究は、高い信用評価の住宅所有者は、低い評価の借り手に比べて、受けた貸付について、突然かつ意図的に住宅抵当貸付の支払いを止めて放棄する「戦略的デフォルト strategic default」に50%多くなりやすいことを明らかにした。

全国的な信用調査機関のExperianは、コンサル会社のOliver Wymanと組んで、そのほかの債務についての支払いをしないなどの予想される警告の兆候を全く示さないまま、その住宅抵当貸付から保釈された、ますます増加する住宅所有者の特徴や、債務管理の行動特性を明らかにした。

差押え、デフォルトそして貸付金損失は記録的水準にあり、戦略的デフォルトと退去とは、居住用不動産金融のもっとも熱い論争の中にある。先行する学問的研究とは異なりExperian and Wymanは、戦略的デフォルトに関連したパターンを明らかにするため多期間にわたる信用ファイルを用いることができた。

ファイディングの中でも以下は注目される。

*戦略的デフォルトの数は多くの業界推計をはるかに超える。2008年を通じて全国で58万8000件。2007年の合計の2倍以上。[住宅抵当貸付の]すべての[60日を超える]深刻なデフォルトの18%。去年の第4四半期に60日以上を超えた深刻な債務デフォルトの18%を占める。

*戦略的デフォルターは、完全な支払い履歴から全く抵当貸付の支払いをしないと

戦略的デフォルト strategic default について

ころにしばしば直行する。これは支払いに遅れたあとでもなんとか抵当貸付の支払いを続けようとする、財務的に困窮しているそのほかの借り手とは全く正反対である。

- * 戦略的デフォルトは、住宅価値がブームのときに拡大し 2006 年以降に陥没した negative-equity 市場に重く集中している。2008 年のカリフォルニアでは、戦略的デフォルトの数は 2005 年に比べて 68 倍に達した。フロリダでは 48 倍だった。それ以外の我が国のほとんどでは、戦略的デフォルトの数は 2005 年に比べ 2008 年はおよそ 9 倍だった。
- * 戦略的デフォルターの 3 分の 2 は一つの抵当貸付しかもたない。それは彼らが立ち去る walk away [退去する] ところのその主たる住居につけられたものである。複数の住居についての抵当貸付を有する人物も戦略的デフォルトをしやすい。調査担当者たちは、これらの立ち去りの多くが投資資産や別宅についてのものだと信じている。
- * より大きな抵当貸付残高を抱える住宅所有者は小さな残高を抱える者より退去 (pull the plug) しやすい。また VantageScore (Experian のほか全国的信用調査機関の Equifax と Transunion の 3 社が共同して設立した信用評価方式) で測定して 2 つの最高の信用評価に区分された人たちは、より下位の人たちより戦略的デフォルトをする傾向がある。

3. Cole & Morse : 予備的流動性選好による説明

支払い能力がある人がデフォルトするという戦略的デフォルターの存在についての指摘は、差押えにより住宅を失う人がいるのはかわいそうだから、デフォルトした人の貸付条件の見直しに金融機関が応じることで生活の再建を支援するべきだとか、といった議論に、水をかける効果があったのではないかと。指摘されている戦略的デフォルターの特徴をみると、ギリギリのところまで追い込まれておらず、住宅抵当貸付を支払える余裕がありながら、あえて住宅抵当貸付のみデフォルトしたことが示唆されているように見える。

サブプライムローン問題でも、金融機関から消費者に対する略奪的貸付

predatory lending が行われたとみるか、消費者自身も住宅価格のバブルにまみれて分不相応な多額の借入を積極的にしたとみるかで(あるいはそのどちらか片方だけを語るかで)、問題の理解と印象は180度変わってくる。

これに対して、戦略的デフォルトという行動を、カード支払いという現代的な流動性を確保する動機によるものとして、説明するものがあらわれる。

そもそも Experian/ Wyman (2009) によれば、その比率はデフォルト全体の2割弱。無視できない比率だが、戦略的デフォルトはどちらかといえ少数派。つまりこの問題についての政策の方向性を決定する存在ではないことも注意されるべきだが、それに加えてカードの支払いをなお続けているとしても、それは個人の予備的流動性選好 precautionary liquidity preference を示すものにすぎないという主張である。その主張は以下の Jevh に見られる(2009年9月22日)。

Zubin Jevh, "Enough with the strategic default accusations!" Sept. 22, 2009 at <http://www.tnr.com>

[住宅担保貸付から]立ち去ること(すなわち住宅抵当貸付の大きさがあなたの住宅価値を上回っているという理由での住宅抵当貸付についてのデフォルト)についての新たな論文が、注目されている。それはこの馬鹿げた技術[戦略的デフォルト]を押し出す新たな機会を意味する。

私も抜き刷りを読んだが、ネット上では見たことはない、この研究は、信用評価機関の Experian と経営コンサルタントの Oliver Wyman が共同して実施したもので、戦略的デフォルトを論証するために「極度に厳格な」基準を用いたと主張している。

「われわれは、ほかの不動産以外の支払い債務については期日の支払いを保ちながら、期日通りの支払いから180日超えの延滞に直行する借手を戦略的デフォルトと定義する。その住宅抵当貸付について、初めて60日超えて延滞したあと6ヶ月[まで直行]という意味だが。」

このフィルターを使って Experian-Wyman は、2,400万の信用履歴を詳細に分析

戦略的デフォルト strategic default について

して、2008年のデフォルトのうち17%、あるいはおよそ58万8,000件のデフォルトが戦略的だということを見つけた。この数値は、住宅価格が20%下がった1990年代初頭にマサチューセッツ州での立ち去りについてのボストン連銀の調査結果のほとんど3倍である（この違いはマサチューセッツ州が、リコース付き〔貸付〕の州であることからそれほど驚くべきことではない）。しかしExperianの17%は調査データを用いたこの学術研究（by this academic study）によってなされた26%よりは小さい。

しかし私はExperian-Wymanの数字は立ち去りの数を依然として大目に述べていると思う。というのはこの研究で用いられている基準は、非住宅抵当債務の支払いで支払いが遅れないことを財務的健全さのしるしと仮定しているからだ。

しかしEthan Cohen-ColeとJonathan Morseによる最近の論文によれば、それはExperianの競争相手のTransunionのデータを使用しているのだが、人々は金銭的な困難に直面するとクレジットカードより前に住宅抵当貸付の支払いが滞り始める傾向がある。

「長年、消費者金融業界の伝統的な知識だったのは、消費者というものは住宅担保貸付以外の債務について債務が滞ってかなり経っても、その住宅担保貸付の請求書を支払おうとするものだということであった。この論文は、多くの個人がそれとは逆の選択、つまり住宅抵当貸付で不履行かつ差し押さえというコストを払ってもクレジットカードの請求書を支払うという逆の選択を行っていることについての強力な証拠を発見している。」

そして人々が住宅抵当貸付よりクレジットカードを選択している場所は、住宅価格がもっとも大きく下がったところ、カリフォルニア、フロリダ、ネバダなどであった。

結論：戦略的デフォルトを厳しく取り締まるのが、デフォルトを17%あるいは26%減らすということは起こりそうもない。

Jevah (2009)の指摘は、Experian/Wyman (2009)についてのネット上の反響の一つで、指摘は2点に分かれる。

指摘の一つは、2008年第4四半期について、戦略的デフォルトの住宅抵当貸付についてのデフォルト全体に占める比率（17%）〔2010年6月版

では19%]についてのコメントである。ただこの部分はボストン連銀のどの調査報告のどの数値との比較か、それが正しい比較か、納得できない点はある。たとえばボストン連銀の調査には6.4%という差し押さえ比率が出てくる (Foote and others (2008), p. 29) がこれは、1991年にマサチューセッツで住宅抵当貸付を受けており、かつ negative equity になり、加えて差し押さえになったものの比率。この数値が戦略的デフォルト比率と比較されているように思えるが、両者の定義はそもそも微妙に違っている。数字の大小以前に、定義も環境も違うのでこれらの数値の比較はそもそも難しいのではないか。

Jevh (2009) のもう一つの指摘は、Cole & Morse の2009年5月に発表された論文を根拠に、住宅抵当貸付以外の支払いを止めて、たとえばクレジットカードを続けて支払っていたとしても、それは(クレジットカードでの支払いを可能にしておくという)予備的流動性選好を示すものだという点である。こちらは、理解できる指摘ではないかと考える。別の言い方をすれば、金銭的に追い詰められた状態で、クレジットカードの支払いを優先したまま、住宅抵当貸付については不履行に陥ることは、予備的流動性選好の結果として理解できる。

Cole & Morse (2009) の書誌と要旨を以下に引用する。住宅価格の変化の大きさよりも、流動性への関心(予備的流動性選好)がデフォルトの決定に大きな影響を与えることを証明した論文ということであろう。ここではその問題意識を表4で確認しよう。表4によると、2006年6月から2007年12月にかけて、住宅価格が急落するなかで、回転信用も住宅抵当貸付もよく似たデフォルト件数である。しかし両者が重なっていない場合がそれぞれ7割以上と多いことが分かる。つまり住宅抵当貸付がデフォルトしていても、クレジットカードが生きている場合が4分の3もあるというのだ。その説明として予備的流動性選好というのは、説得力のある仮説ではないだろうか。

戦略的デフォルト strategic default について

表4 Delinquency Choice (June 2006-Dec. 2007)

	RevolvingCredit Delinquency	Mortgage Delinquency
Count	9,290 (100%)	8,339 (100%)
No delinquency of other type Change	7,138 (77%)	6,187 (74%)
June 2006-December 2007	18%	127%

資料：Cole & Morse (posted 2009 ;revised 2010), pp. 2,5-6,30 (Table 1).

Ethan Cohen-Cole and Jonathan Morse, “Your house or your credit card, which would you choose? Personal Delinquency Tradeoffs and precautionary Liquidity Motives,” SSRN , posted May 29, 2009, last revised Mar. 8, 2010

この論文は、予備的流動性への関心が、多くの個人を、住宅抵当貸付でデフォルト、差押えというコストを払ってさえも、クレジットカードの請求書を支払うように導いていることの証拠を提示する。人気のある報道や直近の文献のいくつかが、この選択は、住宅価格の急激な減少がもたらしたと示唆しているが、われわれは個人レベルの流動性への関心が、この決定ではより重要であるとの証拠を発見している。すなわち住宅抵当貸付よりクレジットカードを選ぶのは、予備的流動性選好 precautionary liquidity preference を示している。個人レベルのクレジットの状況と住宅抵当貸付デフォルトの決定との関係を見ることで、われわれは住宅価格の減少と信用市場の縮小との複合的影響を評価できる。実際、われわれは現金に等しい信用を入手することがデフォルト決定の主たる要因であることを発見した。(中略) われわれの発見は、個人というものはたとえ大きなコストを払っても流動性を保つ選好を有することを発見している消費者金融の文献の結論と一致している。

4. Brent T. White の推進論 (2009年10月) と論争

4-1. Brent T. White 論文の出現と反響

Guiso and others (2009) や Experian/Wyman (2009) では、戦略的デフォルトは、分析の対象であって、いわば社会現象として議論されていた。ところが2009年10月にアリゾナ大学法学部のブレント・ホワイトが、これ

を積極的に行うべきだと、ある意味で驚くべき主張を行う。これは借りたものを状況によっては返さなくてもいいと法学者が述べたわけで、衝撃的な主張である。この主張とその反響を次にみてみたい。

すでに見たようにかなり水没していても大半の人は、住宅ローンを支払い続けている。

ホワイトは、これは大半の人は情緒的な感情に支配されて行動しているためだとする。ここまでは Guiso and others (2009) と同じである。しかしホワイトはさらに先に進む。このような行動は、得失だけで行動している金融機関との間で配分の不均衡を招いているとする。この主張によれば、戦略的デフォルトが意図的であっても、それはなんら恥ずることではない。というのはそちらがむしろ合理的選択だからである。

この White の議論の反響は、賛否が割れたことに特徴がある。またこの White の議論は、戦略デフォルトをする人だけを抜き出してその性質を分析するのではなく、水没している住居所有者全体の行動を見て分析しているという意味では、仮説の枠組みとして優れているのではないか。ただその結論が、デフォルトを促すものであったはまず衝撃的であるし、この White の議論を批判する議論が登場したことも興味深い。

以下に見るように、White を支持して戦略的デフォルトをファンドや金融機関の行動になぞらえる Lowenstein の議論も注目される。Lowenstein (2010) は、銀行やファンドがノンリコースローンで日常的に行っている判断を、個人が行うとなぜ批判されるのかという疑問を出して White を擁護したのである。

この点については2010年春シティジャーナル誌上で展開されたシカゴ大学の Zingales の批判がある。Zingales に対しては White 自身がさらに反批判を試みる。Zingales の出した論点は、Lowenstein が整理してみせた論点も重なる。つまりこのあたりの論点は、かなり明確といえるのではないか。経済学をベースにする Zingales が取引における信頼の意義を説

戦略的デフォルト strategic default について

き、法学者の White が経済合理性の正しさを説くという、対立の構造も興味深い。

まずホワイトの論文の書誌事項と要旨を以下に掲げる。

Brent T. White, “Underwater and Not Walking Away: Shame, Fear and the Social management of the Housing Crisis,” *Arizona Legal Studies Discussion Paper* No 09-35 (formerly posted in Oct. 27, 2009) and *Wake Forest Law Review* (last revised in Oct. 29, 2010)

ますます多くの住居所有者がその住宅抵当貸付から退去しているとの諸報告書にもかかわらず、[実際には]ほとんどの住居所有者は、相当に水没していてもその支払いを継続している。この論文は、ほとんどの住居保有者は 1) 差し押さえという恥と罪悪を避けたいとする願望。2) 差し押さえの認識される結果についての誇張された不安。という二つの情緒的な感情に動かされて、戦略的デフォルトを選択していないことを示唆する。加えて、これらの感情的制約は、政府やそのほかの社会統制組織によって、住居所有者が、金融債務を尊重する社会的規範や道徳的規範に従うように、また戦略的デフォルトを、実現可能でかつ賢明な金融上の決定とするであろう、市場および法律の規範を無視するように、活発に用いられている。住居所有者を支配する規範は、道徳や社会的責任を顧慮することなく利益を最大化し損失を最小化する、金融機関を支配する規範と顕著に非対称的である。この非対称性は、個人の肩の上に均衡に失した重荷をかけるという配分上の不平等を導いている。

4-2. 新聞での紹介のされ方

では改めてホワイト（最初の投稿は2009年10月27日）に対する賛否の議論を見る。最初は2009年11月29日付けロサンゼルス・タイムズ紙上のHarneyの論説である。これは単純に紹介しているように見えるが、私が受け止めるニュアンスは嘲笑的で批判的である。

もう一つは2010年1月7日付けニューヨーク・タイムズにおけるLowensteinの論説である。これは大変興味深い記事で、ホワイトを支持している。まず戦略的デフォルトと似た判断は、銀行やファンドが日常的

に行っていること。それはこれを個人がやるとなぜ批判されるのかというのが冒頭の論点である。そして近隣の住宅価格への影響と、借り手の信用評価への影響を問題点として上げている。そして前者については、なぜこのことについてだけ経済活動の影響が問題にされるのかと返している。そして後者については、問題はどちらの方が、つまりデフォルトするのと、しないのとで、どちらの方が借り手の経済的利益に沿っているかだと切り返している。

そして借り手がデフォルトの意思表示をすることで、貸し手と借り手の間の不均衡が是正されるとして、借り手がデフォルトした方が借り手の経済的利益に沿う場合は、政府がデフォルトをむしろ促すべきだと提言している。

以下には2つの記事の全文を翻訳して掲げる。

Kenneth R. Harney, "Professor advises underwater homeowners to walk away from mortgages," *Los Angeles Times*, November 29, 2009

アリゾナ大学法科大学院教授の Brent T. White は、住居所有者の最良の金融上の選択は、金融機関に対して死んだふりをするすることで、そうするのは非道徳なことではないと言っている。

前進せよ。鉄鎖を砕け。もし住宅価値以上に住宅抵当貸付で借りているなら支払いを停止せよ。そして最も重要なことはそのことで罪悪感を感じるな。何か道徳的に悪いことをしていると感じるな。

これがアリゾナ大学法科大学院教授 Brent T. White の「水没しているのに立ち去らない：恥と恐れと住宅危機の社会的管理」と題した新たな学術論文が、提起する中心的なメッセージである。

White は、住宅抵当貸付について水没している [住宅抵当貸付が住宅価値以上になっている] 推定 1500 万の米国の住宅所有者のほとんどに、貸し手に対し固まって [死んだふりをして 支払いを止めて]、家を離れることを主張している。

彼が示唆するところによれば、そうすることで、彼らの何人かは、これから先の数年間にわたり「取り戻せる合理的の見込みがない」数十万ドルを救うことができる

戦略的デフォルト strategic default について

だろう。

ホワイトは「住宅所有者は一大集団となって立ち去る [家を放棄して支払いも止めてしまう] べき」だが「しかしそうしない。それは差押えの金融コストが、差押えの便益を上回っているからではない。」と言っている。

確かに立ち去ると、信用評価が大きく傷つくことを、ホワイトは認めている。しかしあなたがほかの債権者への支払いを続けるなら、「2年以内に、660以上を意味する、高い信用評価を再び得るだろう。」

住居所有者は「戦略的に」デフォルトすることができる。これから2年ほどの間に必要な主要な商品、新しい車、新しい家さえ、現在の住宅貸付業者のプラグを抜く [支払いを止める] 前に、買ってしまっただろうか。

「信用が制約される数年間について、ほとんどの個人は前もって計画を立て」「そのライフスタイルに与える影響を最小化すべきだろう」とホワイトは言う。

これが法科大学院教授の助言だろうか。住宅抵当貸付は法律上の契約ではなかったのか。カリフォルニア州やアリゾナ州のように反不足法定定の州 [ノンリコースローンを認めている州でかつ、差押え後の回収不足額の訴訟提起を制限する法律を定めている州] では、住宅抵当貸付の貸し手は、デフォルトした住宅保有者の資産からその住宅自身を超えて支払いを求める権利を持たないか制約されている、とホワイトは述べている。そのほかの州でも、貸し手は退去したあとをさらに追及する訴訟経費がその価値はないと判断することがあり、消費者が抵当貸付の文書、開示あるいは引き受けに、元の契約を損なう欠点を発見できることもある。

彼が言うには、明確なはずの金融的思考の途中であまりにもしばしば人々の感情が、彼ら自身を「woodheads」と呼ぶ状態 = 「自分自身の利益に沿って行動を選択しない個人」に転化させている。多くの住宅所有者は差押え後の恥と困惑の感情を抱くことを恐れるあまり、そこにすすむべきだという強力な金融上の理由付けを無視している。

Roger Lowenstein, “Walk Away From Your Mortgage!” *The New York Times*, January 7, 2010

住宅抵当貸付銀行家協会の会長で CEO でもある John Courson は、最近 *The Wall Street Journal* 紙に対して 抵当貸付についてデフォルトする住宅所有者は「彼らの家族や子供たちや友人」に「メッセージ」を送ることになると語った。Courson

は住宅所有者は、正しいことをする責任があるといったのであつたのである。彼は自発的に支払いをしない人々の数が増加していることについて語っていた。

このような自発的デフォルトは新しい兆候である。住宅抵当貸付を支払うためなら、アメリカ人はなんでもした時代が過去にはあつた。新しい車や休暇をあきらめ、若い家族を働きに出しさえした。しかし住宅〔バブルの〕崩壊が1,070万の世帯を、その住宅価値より多い債務とともに残した。そこでなかには、その手持ち現金にしがみついて住居を手放す計算づくの決定をする者があらわれた。これは無責任だろうか。

事業界、とくにウォールストリートの銀行はこのような決定を日常的に行っている。モルガン・スタンレーは、最近、サンフランシスコの事務所ビル5棟に支払いをしない決定をした。モルガン・スタンレーの1つのファンドが、プームの頂点でそのビル5棟を買ったもののその価値は暴落した。でも誰もモルガンが非道徳的だと言わなかつた。おそらく誰も最初から道徳的だと思っていないからだが。しかし平均的アメリカ人は、あたかもフランクリンのような神話の世界から生まれたかのように、その債務に忠実と想定されている、あるいは住宅抵当貸付業界や、同様に政府の役人はそう言っている。前財務次官の Henry M. Paulson は「誰であれその住宅抵当貸付を支払う余裕がありながらその水没資産からの退去を選択するものは、単純に投機者であり、その責任というものに価値を置かない人物だ。」と述べた。(彼 Paulson はおそらく Goldman Sacks での32年のキャリアを通じてそれほど投機をみることはなかつたのだろう。)

住居所有者に責任ある行動に従うことを促したオバマ大統領のもとで、道徳的説得が続いている。実際、住宅都市省認定の住宅相談員たちは、差押えに反対する助言をすることが想定されている。多くの場合、このことは相談する人々に散財を助言することを意味する。アリゾナ大学法学教授の Brent T. White は、2006年の市場がもっとも高くなつたときに、カリフォルニア州の Salinas で、3寝室付きの自宅を、(当時よくあつたことだが)頭金なしに購入した家族は、理論的にはその equity の回復に60年間待たなければならぬ、と注記している。他方で今退去して探せば、同じような家をその月々の抵当貸付支払いよりずっと小さな額 (a pittance) で借りることができる。

戦略的デフォルトが反社会的かつ非道徳的とみなされてきたのには2つの理由がある。一つは、差押えが近隣を陰気にさせ、〔住宅価格を〕押し下げること

戦略的デフォルト strategic default について

だ。しかし市場経済で一体いつから人々はその行動がもたらす経済効果の責任を問われることになったのか。原油の投機家は誰でもガソリン価格の上昇に手を貸している。銀行の債券についてのクレジットデフォルトスワップを購入して銀行に投機を行っているヘッジファンドは、銀行の信頼性についての懐疑の信号を出し、銀行の借入の、そして貸付のコストを上昇させている。われわれはみな [ゲーム盤上の] 経済的な pinballs であって、無自覚に大挙してプラスかマイナスになだれ込んでいる。

もう一つの理由は、デフォルトは（おそらくだが）借り手の人物評価を下げるということである。かつておそらく銀行家が住宅抵当貸付を 30 年間保有したときには、銀行家は道徳的に高い立場にあると主張できた。[しかし] 今日では貸し手は数日（あるいは数分）で抵当貸付を譲渡している (unload)。住宅抵当金融に限らず、取引に支配されている社会の実質的に全王国において、関係を継続することは売却する資産につく価値 [の大きさ] に比べて評価が低いということが、メッセージ [神さまのお告げ] である。

工場を閉鎖するプライベート・エクイティ会社のことを考えてみよう。それは本質的には、その会社は生きているより死んだ方が価値が高いという判断である。あるいはニューヨークヤンキーズと喝さいが終わるやチームを解雇されたワールドシリーズの MVP 選手の松井秀樹のこと。あるいは投資家が喪失した資本を取り戻す努力をする代わりに、新たな誘因を掘り起こせる新規ファンドを開始した、お金を失いつつあるヘッジファンド管理者のことを考えてみよう。億万長者の Sam Zell は、以前購入した Tribune Company を倒産させた。実際、債券をデフォルトさせた会社の所有者で、その会社にさらに資本を注ぎ込む代わりにその会社を倒産させた者は、「戦略的デフォルト」を実践している。古いクレジットカードできちんと支払えなかった人に新しいカードを発送する銀行は、熱心な共犯の信号を出している。

住宅抵当貸付を受けている人は、支払いをする約束である契約証書 (promissory note) に署名している。しかしその契約は支払いをしない場合の罰則として、資産の譲渡を定めている。借り手はその結果から逃れることはできない。それを受け入れるだけである。

州によっては、貸し手は、借り手の非住宅抵当資産、たとえば車とか貯蓄勘定にリコース [訴求権] をもっている。Richmond 連銀の調査は、そのような州では、明らかに貸し手が借り手を彼らの資産についての判決で脅かしているので、デフォ

ルト率が低いことを発見している。

住宅抵当貸付のほぼ4分の1が水没しており、さらにそのうちの10%がデフォルトしていることについて、アリゾナ大学のホワイトは、多くの人が退去しないことに驚いている。信用格付けが傷つくことへの過剰なまでの恐怖とともに、恥を避けたい願望が、[退去しない]要因になっていると彼は考える。ホワイトは、政府はデフォルトの「恐怖のお話」を延延と繰り返すことを止めて、経済的利益に沿っている場合は、借り手にデフォルトを促すべきだと論じている。これは、貸し手が利潤最大化に忙しくしているときに、住宅所有者は「強力な道徳的制約」のもとにあるという、広がっている不均衡を修正するだろう。より重要なことは、そのことがシステム[のゆがみ]を正すだろうということだ。もし貸し手が戦略的デフォルトの雪崩を恐れるなら、貸付条件を再交渉にする応じる動機をもつことだろう。理論的には、これは貸付契約の見直しの波をもたらさう。これはまさに米財務省が今回の恐慌の収束をうながすために推進していることだ。

契約の不履行がいいことだとか、完璧に機能している社会ではデフォルトがルールになるだろうとか、言うひとはいない。しかし普通の住居所有者に制約の重荷を課すのはかなりおかしく奇妙に思える。もし住宅抵当貸付銀行家協会が、デフォルトに反対だというなら、おそらくこのような問題の専門家でもあるその会員は、保有する住宅価値を超えた大きさをそもそも貸すべきではないだろう。

Roger Lowenstein は Sequoia Fund の外部役員であり、The New York Times Magazine の寄稿者である。

4-3. City Journal 誌上の論争

すでに紹介したように、City Journal という雑誌の中で、シカゴ大学の経済学者 Zingales とアリゾナ大学の法学者の White との間で、論争が2010年には入って交わされる。実は Zingales は、道徳についての感情的な側面が人々をして、戦略的デフォルトを思いとどませているという点で、White と同様の認識をもっていた。しかし戦略的デフォルトについての結論は White とは正反対で、これを促進することに反対している。

Zingales によれば、反対の論拠は大きくは2つ。一つは不動産価格の下落を加速すること。もう一つは社会規範 social norms の崩壊につなが

るといふこと。である。

これに対する White の回答は、貸付契約に書かれていることは、環境が大きく変化した結果、合理性が失われたときには、見直せるものだということであろう。そして金融機関を交渉の場所に引き出すためにも戦略的デフォルトが肯定されるとしている。

以下にはシティ・ジャーナルから二人の主張の部分訳を掲げる。

Luigi Zingales, "The menace of Strategic Default," *City Journal*, 20-2:Spring, 2010

18年前にシカゴで私の最初のアパートメントを購入したとき、仲介業者に聞いたのだが、もし住宅抵当貸付で私が破産したら、その家を再保有してのちさらに私の所得を追跡できるのだろうか。幾つかの州ではそれが許されていないと聞いていたので、私はイリノイ州がその中に入るか知りたかった。驚いたことに業者は、そのどちらも知らなかったが、調べると約束してくれた。[この質問について] つぎにその女性の仲介者に会ったときも答えられなかったことからすると、彼女にとっては大事な質問ではなかった。この問題についてのわれわれの無知は、おかしなことではなかった。住宅価格が絶えず上がり続けることの確信はあり、ほとんどのアメリカ人はもしも自身が破産したらどうなるかで悩んだりしなかった。結局のところ誰が、住宅抵当貸付を上回る価値の住居から立ち去るといふのか。

今日、その住居の価値を抱える住宅抵当貸付を抱える1520万のアメリカ人世帯にとって事態は理論をはるかに超えている。支払い続けることがないと判断したから、支払うことができるときにも住宅抵当貸付から退去する[支払いを停止する]、つまり戦略的に破産することを多くの世帯が判断することにつながっている。それはアメリカの住宅市場の将来の健全性や、アメリカ経済の健全性にもつながっている。

多くの人々は戦略的デフォルトの広がりや心配する必要はないと考えている。私がこの問題をアメリカの4大銀行の一つの役員会メンバーの一人と議論したとき、彼はそもそもこの問題の存在を否定した。「抵当貸付をまだ支払えるときにその自宅から立ち去ってしまう人がいるという考え方そのものが存在しない」と。ポストン連銀の一つの研究は、彼の懐疑の裏付けになるように思われる。1990 - 1991年の景気後退期のマサチューセッツ州の住宅所有者の分析から、その研究は、その住

宅価値を超える住宅抵当貸付を課せられた借り手のうちのわずかに6.4%が、差し押さえに至ったことを発見した。そしてそのすべてが戦略的デフォルトではなく、多くはおそらく実際にその抵当貸付を支払えなかったのである。

不幸にもこの証拠は、今日の戦略的デフォルトの可能性についてはあまり多くを語るものではないだろう。1990 - 1991年のマサチューセッツ州における景気後退期に、住宅価格はその頂点から谷底までちょうど22.7%下落し、そしてほとんどの借り手は20%の頭金を払っていた。その住宅価値以上を借りている人はほとんどいなかった。ピークで買った人でさえ、平均するとその住宅価値のちょうど3%上の所を借りていた。比較するに過去数年間、住宅価格はいくつかの地域で4割から5割下落した。そして多くの借り手が、住宅を購入したとき、ほとんどわずかが、まったく頭金を入れていない。加えて現下の景気後退で、問題はピークのところで住宅を購入した人だけでなく、リファイナンスにより住宅価格上昇を利用してながしのお金を得る人にもある。これはホームエクイティ信用枠が極端に少なかった、1990 - 91年のころにはなかったことだ。

もちろん戦略的デフォルトは定義しにくく、研究者に困難をもたらしている。抵当貸付を支払えないとは正確にはどういうことだろうか。私が抵当貸付を支払うための仕事をしたくないという理由で支払わないのは、戦略的デフォルトだろうか、そう見えるだけだろうか。にもかかわらず、多くの証拠が現在の景気後退のなかで、戦略的デフォルトが実在し増えていることを示唆している。

もっとも説得力のある証拠を Experian とコンサル会社の Oliver Wyman が提供した。その研究は戦略的デフォルトを、クレジットカードや自動車ローンなどそのほかすべての債務については支払いを続けながら、住宅抵当貸付について支払いを続けていた状態から180日を超える延滞に直行する人々と定義している。もしも誰かがクレジットカードは支払うが住宅抵当貸付は支払わないのであれば、それは住宅抵当貸付についてデフォルトせざるを得ないのではなくて、デフォルトしたいからだろうというのが、この[定義の]アイデアである。同研究は2008年において、米国のすべてのデフォルトの中で17%が戦略的であったと推定している。その数値は、集団や地域により大きく異なる。たとえば、高い信用評価の人々については27%であり、カリフォルニア州では40%に跳ね上がる。

Amerhest Securities Groupの研究は異なるアプローチをとっている。住宅所有者が水没していない地域では、2009年第三四半期の各月においてサブプライム住宅

戦略的デフォルト strategic default について

抵当貸付のうち支払いが止まったのは15%未満だった。しかし住宅抵当貸付額が住宅現在価値を20%以上上回っている地域では、サブプライムデフォルト率は45%だった。二つの比率の違いは、おそらく住宅所有者の返済能力によるものではない、というのはこの研究は失業率について調整しているからだ。それゆえ仮説は、住宅所有者が貸付額がその住居よりも高価であることを見たときの返済意欲の違いによるというものだ。2つのデフォルト率の違い、15%の自然率と住宅価格が顕著に落ち込んだところでの45%とは、住宅価格が落ち込んだ地域ではデフォルトの3分の2が戦略的であることを示唆している。

実証研究はまた戦略的デフォルトが広がっていることを示唆している。私が企画を手伝った Chicago Booth/Kellogg School Financial Trust Index が実施した調査では、抽出された 1000 人のアメリカ国民に対して、誰か破産した人を知っているかということと、またその破産した人のなかで抵当貸付を支払える余裕がありながら破産した人は何人いるかを聞いている。2009年3月の回答では知人のデフォルトの23%は戦略的だったが、9月にはその比率は36%に上昇した。

戦略的デフォルトの比率は決定しにくいものの、一つのことは確かであるように思われる。その住宅価値に比べてより多くの債務を負うほど、あなたは戦略的にデフォルトしやすいということだ。住宅価値が抵当貸付額より10%以上大きいなら、誰もデフォルトしたりしないだろう。同じ調査は、住宅価値より50%以上多く借りている家計では、25%は戦略的にデフォルトするであろうと示唆している。またニューヨーク連銀の調査は、その住宅価値より62%より多く借りている家計では、完全にその半分は戦略的にデフォルトするだろうと推計している。良いニュースは、多くの住居所有者はその住宅価値より多くを借りたときにも、なお進んでデフォルトしないように思えることだ。悪いニュースは、われわれはなぜ彼らが踏みとどまるかを、あるいはどこまで彼らが支払い続けるかを、知らないということだ。
(中略)

人々を戦略的デフォルトすることから踏みとどまらせているのは、なにが正しいかについての常識感覚であるようだ。Luigi Guiso, Paola Sapienza そして私自身が行った最近の研究によれば、アメリカ人の80%以上は、支払えるのにデフォルトすることは非道徳的だと考えている。また非道徳的だと考える人々は、非道徳的ではないと考える人々に比べて、戦略的デフォルトの意思を表明することは77%ありえない。社会規範の認識も退去の傾向に影響している。戦略的にデフォルトした

人を知っていることや、多くの人が戦略的デフォルトをしている地域に住んでいることは、人をして傾向に従う表明をしやすくしている。

最近、何人かの学者がデフォルトしないという道徳的必要性に疑問を差し挟みだした。Roger Lowenstein は、ニューヨーク・タイムズへの寄稿のなかで、銀行が水没した投資について日常的に[支払い停止を]行っているときに、なぜ住宅所有者が戦略的にデフォルトしないことを期待すべきなのだろうかと疑問を提示した。同様に Lowenstein は、戦略的倒産を著名企業が行った「退去」と比較している。たとえば New York の Stuyvesant Town property についての Tishman Speyer のデフォルトと。しかしこの類推は適当ではない。というのは商業不動産においては、契約が明確に借り手に債務の支払いの代わりに担保の所有権を移転できることを述べているからだ。この合意を実行することで、その資産[所有権]が移転されたあとは残余債務の支払いの道徳的責務はない。このような規定は、ほとんどの州で住宅抵当貸付については存在しない。

アリゾナ大学の法学教授 Brent White はその先に行く。住宅抵当貸付について、その価値が住宅価値を超えているときに、デフォルトするのは合理的なことで、住居所有者がそれを避けるのは、強力な貸し手が推し進める恐怖の物語の普及のゆえだとする。ホワイトは、政府はもしそれが経済的利益と合致するときは借り手にデフォルトするように借り手を鼓舞することを示唆した、それは銀行を貸付再交渉の席につかせることを迫るだろうと。彼の解決方法は、政府に財政圧力[支出]を減らすことを迫るために、税金を払わないことを人々に奨励するというのと似ている。それはうまくゆくかもしれないが、全システムをリスクにさらしている。

リスクはどれだけか。現在デフォルトを拒んでいる住居所有者が、考えを変えて、住宅抵当貸付の契約事項を放棄する判断をしたとすると、その結果は災禍となりうる。退去する人が増えるとともに、住まいを退去する人が増え、入札に付される家屋が増え、不動産価格はさらに押し下げられる。この追加的下落は、より多くの住居所有者を negative の領域に押し込み、より多くのデフォルトを導く。この循環の最後に加わるのは、ますます多くの戦略的デフォルトが起こるとともに、それらに結び付いた社会的不名誉は軽減されるという事実である。このような継続的崩壊はすでに幾つかの州ではっきりした可能性になっている：ネバダ（全住居所有者の3分の2が水没している）、アリゾナ（51%）、フロリダ（49%）、ミシガン（48%）、そしてカリフォルニア（42%）。借り手はデフォルトするたびに、将来の住宅貸付

戦略的デフォルト strategic default について

を高価にする（というのも貸し手はコストをカバーしなければならないから）。そして住宅抵当貸付市場はより不効率になる（というのはますます多くの潜在的借り手が締め出されるから）。この高いコストと減少した信用入手可能性は住宅価格を一層押し下げ、経済回復の可能性を阻害する。

Lowenstein や White が主張しているように、住宅抵当貸付の返済についての社会規範を弱めることは、このように大変悪いアイデアである。それは、劇場が火に包まれたとき、出口に殺到する人々を踏みつけるのは「合理的」としているようなものだ。[以下省略]

Brent T.White, "Is Strategic Default a Menace?" April 27, 2010 at

<http://www.city-journal.org>

住宅 [バブル] 崩壊の結果として、多くのアメリカ人がその住宅価値の半分を失い、その家屋の価値より多く数十万ドルの債務を負うことになった。そして住宅価値が債務を下回る状態からここ数十年の間は這いだせそうもない。彼らがその住宅抵当貸付を支払っている間は、貸付契約の見直しとか担保不動産の売却などについて金融機関が一切話しかけないことも、彼らの不安を高めている。いかなる支援も見えないなか、これらの水没した住宅所有者のなかには、たとえなんとかすればまだ支払える場合にも、自宅をひきはらい、その抵当貸付の支払いを停止するということで、状態を改善する決断をするものがある。これらの「戦略的デフォルター」の多くは、そうすることで金融機関を交渉のテーブルに引き出すことを望んでいる。しかし彼らはおそらく自宅を失うであろうことはあきらめてもいる。

City Journal への寄稿において経済学者の Luigi Zingales は、戦略的デフォルトが非道徳的で社会的に無責任だと示唆している。彼はまた New York Times の Roger Lowenstein とともに、私を戦略的デフォルトという社会的脅威への推測される寄与という点で批判している。この点について反論する前に、抵当貸付について戦略的にデフォルトする決定は、大変多くの複雑かつ地域的また個人的諸要因によるものだとことを強調しておきたい。だから私は、水没した [= 住宅の市場価値が抵当貸付残額を下回っている] 住宅所有者をひとまとめにしてその抵当貸付についてデフォルトすることを助言したことは一度もない。そしてここでも同じである。知識のある専門家と最良の選択された行動を議論することなしにデフォルトを決めるべきではない。しかし計算をした結果、あなたの抵当貸付についてデフォ

ルトすることが金銭的悪夢から逃れる唯一の方法だという結論が得られたとする。

[その時、] あなたがそうするのは非道徳的で無責任なことだろうか。

Zingales はそうだという。彼の議論は詰めれば次の2点である。第一に水没した住宅所有者は、抵当貸付を契約したときその債務の支払いを約束した。そしてこの約束を破るのは非道徳的である。第二としては、もしすべての水没した住宅所有者がデフォルトするなら、住宅市場は再び崩壊するかもしれない。そうなれば、住宅所有者は米国経済の破壊に貢献したことで道徳的責任を負うことになるだろう。つまり住宅所有者には、その水没した抵当貸付を支払う道徳的責任がある。

私はこの二点のいずれにも合意できない。抵当貸付契約書はほかの契約と同様に、法的な記録であって、神様との神聖な約束ではない。次のように考えてはどうか。携帯電話を入手したとき、携帯事業者との間で2年間毎月100ドルを支払う「約束をした」契約書に署名したとしよう。ところが署名して2ヶ月後に携帯電話サービスの価格が半分になった、つまりほかの事業者から同一サービスを50ドルで得られるようになったとしよう。あなたは、2年間100ドルを支払い続けるより、中途解約手数料の300ドルを支払って月50ドルの事業者に乗り替えることが金銭的には合理的だと気がつく。[この時、] もとの事業者との契約上の「約束」を破ることはあなたにとって非道徳的だろうか。もちろんそんなことはない。その選択権は契約に含まれている。約束を破ることについては、300ドルの解約手数料として。この選択権を行使することに非道徳的なことは全くなく、またそうすることは金銭的に賢いことである。

住宅抵当貸付契約は携帯電話契約に比べて金額的に大きいけれど、原理的に異なることはない。携帯電話契約と同様に、抵当貸付契約はデフォルトの場合どうするかを明確に定めている。[以下略]

Luigi Zingales, op. cit.

私の論説に対する White 教授のコメントに感謝する。私は我々の立場の基本的な違いを彼が明らかにしてくれたことを評価するとともに、彼の議論に答えることができ嬉しく思う。

White と私の間の違いの最初の点は、信頼、評価、そして約束の価値をどう考えるかにある。「約束を破ることが常に非道徳的だと示唆するのは単純すぎる」という点は同意する。しかし約束を破ることは、それが利害に結び付くと個人間の信頼

を低下させる。そして近年の経済調査は、この信頼は先進社会の重要な構成物の一つだということを示している。White は事例として、娘さんを学校に迎えに行くという約束を破ることは法律には違反していない (legitimate 合法的だ) と論じている。しかしもちろん、約束を破った理由が娘さんの彼に対する評価に影響する。例えばその理由が、心臓発作を起こした同僚を助けるためであれば、娘さんは理解することは保証できる。しかしもし理由が好きなテレビ番組を見逃したくなかったということなら、娘さんは今後十分には彼を信頼しないだろう。

同じことがその抵当貸付から立ち去る人々について言える。銀行は戦略的にデフォルトした人々への貸し付けを断るだろう。家主は彼らへアパートメントを貸すことを躊躇するだろう。そして将来の雇用主やビジネスパートナーでさえその約束を大事にしない人々の信頼性への関心をはっきり表明することになるだろう。これは水没した抵当貸付を抱える住宅所有者が、デフォルトする前に考慮すべき重要なコストである。これらのコストを無視することは誤った決定に彼らを導く。(ところで一定の極端な状況では、デフォルトするべきだということを私は認めている。たとえば病気になった、あるいは失業した、そして子供たちを養えない、といったとき、デフォルトは合理的で道徳にもかなった行為だ。私の論説は、まだ抵当貸付を支払う余裕があるのに、それがもはやその金銭的な利益に会わないという理由で支払いを停止する人たちに向けられたものだ。)[以下略]

5. 戦略的デフォルト論の普及とノンリコースローン問題

5-1. 2010年春：社会的な関心の高まり

以上のように2010年春に入るとホワイト論文を中心に論争が白熱する一方では幾つか注目すべき点がみられる。

一つは、戦略的デフォルトに関する報道の増加である。私が、気がついたのはそれら多数の報道のごく一部だと思われるが、2010年の春を中心にきわめて多くの報道を確認できる。とくにNBCとCBSという2つ全国テレビ局が、それぞれが看板としている報道番組で、戦略的デフォルトを特集したことは決定的だろう。戦略的デフォルトは、一般市民の日常用語に浸透したはずである。

そしてもう一つの特徴は、戦略的デフォルトを意識的に進めようとする動きが沢山登場したことである。その中では州ごとの住宅金融制度の違いに関心が向かい、さらにそれに付随して、州によって違いがあるノンリコース問題に関心が移っている。ノンリコースローンの存在は、アメリカ住宅金融の特徴の一つだが、この問題が改めて注目された。なお、戦略的デフォルトを考察する場合、このノンリコース問題をそもそも無視できないことは、「むすび」でも取り上げる。

では2010年春の報道のなかで気づいたものを取りあげることから始める。2010年4月20日にThe Today Show (NBC) というテレビ番組が、戦略的デフォルトを特集した。住宅抵当貸付銀行家協会会長のJohn Coursonや、金融問題編集者のJean Chatzkyが出演して意見を述べている（この映像は参考文献に掲げたサイトで2011年5月現在、視聴可能である）。

続いて2010年4月29日にモルガン・スタンレーによって戦略的デフォルトについてレポートが発表された。それによれば、住宅抵当貸付のデフォルトに占める戦略的デフォルト比率が2007年半ばから、2010年2月の間に、4%から12%へおよそ3倍に増えている。その厳格な定義（突然の支払い停止 きちんと支払っていたものが3回不履行を重ねる 1万ドル以上のほかの消費者債権については支払いを続けている）により数字は小さいが、戦略的デフォルトが存在することが、大手投資銀行の調査でも確認された意義は大きい（このレポートは、Jody Shennにより、2010年4月30日のブルームバグ、そして5月10日のビジネス・ウィークで速報されている）。

このモルガン・スタンレーのレポートから戦略的デフォルトの特徴を良く示す表を表5として引用する。デフォルト時のLTV比率が高い（保有住宅価値が大きく値下がりしている）、債務者のデフォルト時の信用評価が高い、当初の借入金額が大きい、顕著な地域的集中がみられる、などの戦略的デフォルトの特徴が読み取れる。

2010年5月4日に『アメリカン・バンカー』紙は、ノースウェウスタ

戦略的デフォルト strategic default について

表 5 Data at Glance

	All	Defaulted	Strategic
LTV(1)			
Mean	77.0	80.6	80.9
Median	80.0	80.0	80.0
MTM LTV (2)			
Mean	88.3	99.8	119.4
Median	82.5	91.7	112.1
Vantage Score (3)			
Mean	743.4	699.0	773.7
Median	733.0	696.0	771.0
Vantage Score (4)			
Mean	735.9	658.4	800.4
Median	726.0	644.0	796.0
Loan Balance (5)			
Mean	285,353	278,233	342,836
Median	214,000	230,000	307,000
Sample Size	6,593,818 (100%)	2,219,647 (33.7%)	175,926 (2.7%)
Vintage	(100%)	(100%)	(100%)
2004	16.0%	7.5%	3.2%
2005	34.0%	28.9%	27.7%
2006	38.0%	49.7%	52.3%
2007	11.9%	13.9%	16.8%
2008	0.0%	0.0%	0.0%
St. Concentration	(100%)	(100%)	(100%)
California	24.3%	27.8%	47.0%
Florida	10.3%	14.6%	16.2%
Arizona	3.7%	4.8%	5.9%
New York	4.0%	3.3%	2.0%

資料：Tirupattur (2010), Exhibit 1 (p. 3) 一部を加工した

(1) LTV at mortgage loan origination

(2) Mark to market LTV at first missed mortgage payment

(3) Vantage score at origination

(4) Vantage score at first missed mortgage payment

(5) Loan Balance at origination

ン大学の Sapienza とシカゴ大学の Zingales による戦略的デフォルトについての2009年の調査に続く新たな調査の結果を伝えた。そして5月9日には今度はCBSの報道情報番組60 minutesがこの問題の特集番組を組んだ（この番組も参考文献に掲げたサイトで2011年5月現在、視聴可能である）。

このように2010年4月から5月にかけてNBCとCBSという2つの全国テレビ局が相次いで特別番組を組んだほか、各種の報道がなされ、戦略的デフォルトに対する注目度、認識がアメリカ国民の間で大変高まったことは間違いない。

以下に掲げたWilliamsのブログ記事（全文）は2010年4月27日付けのもの。Harneyのロサンゼルス・タイムズの記事（2009年9月20日）を引用して戦略的デフォルト論を説明。続けて住宅所有者に差し押さえを案内するサービスが行われていることを紹介。さらにNBCの4月20日の番組に言及している。

またWilliamsのブログのあとには、アメリカン・バンカーの2010年5月4日そしてビジネス・ウィーク2010年5月10日の関連記事を掲げる。

Valerie Williams, "Foreclosure as a Strategic Default," April 27, 2010 at <http://www.suite101.com>

多くの住宅所有者がとどまって、膨張した住宅抵当貸付を支払い続ける代わりに、立ち去ることを選びつつある。

負債の75%にまで価値において減少した住宅を所有している自分ではどうしようもないことを、ますます多くの住宅所有者が気がつきつつある。変動金利や、失業、そして依然として不安定な経済に直面して、多くの住宅所有者が、戦略的理由から、自宅から立ち去ることを選択しつつある。

戦略的デフォルトとしての差し押さえ

2009年9月20日のロサンゼルス・タイムズ掲載の「貸付について戦略的デフォルトをする住宅所有者は次第に大きな問題になりつつある」と題したKenneth Harneyの論説記事によれば、信用調査機関のExperianは、2008年の住宅抵当貸付デフォルトの18%、588,000人の借り手は戦略的理由によるものであり、金銭的

戦略的デフォルト strategic default について

に困窮した借り手ではなく、完璧な支払い履歴をもった住宅所有者からのものだとした。それは戦略的デフォルトと呼ばれている。住宅から立ち去ることであり、また投資の失敗にいら立つことから抜け出て差し押さえに耐えるということである。

Harney によれば、立ち去る人々はその住宅から立ち去ることが不可避的にもたらず結果を理解している。彼らはその信用評価がマイナスの影響を受けるだろうことはわかっている、しかしそれをビジネス上の決定のように見ているというのだ。これらの住宅所有者にとって害がより少ない選択だというのである。価値が下がった住宅にとどまって水ぶくれした住宅抵当貸付を支払い続けるか、あるいは住宅から立ち去り、差し押さえの影響はこうむるものの、彼らが貯めたお金をそのほかの債務に支払いに用いるか、という選択の間での。

Chad Ruyle は「あなたは立ち去る」と呼ばれるサービス会社の共同設立者だ。900 ドルの料金で彼のサービスは住宅所有者を差し押さえに案内する。またその決定に罪の意識をもたないように人々に助言している。「退去する人たちは、その家族のために良い決定を行っているのに、人々は何か非道徳的なことをしていると、誤った受け止め方をしている」と Ruyle は言っている。

けれど住宅担保貸付銀行家協会は人々に、どうしてもというのでなければ、自宅から立ち去らないように促した。2010年4月20日の The Today Show という全国ネット (NBC) のテレビ番組における司会者の Matt Lauer のインタビューで、住宅担保貸付銀行家協会の会長でかつ最高責任者である John Courson は、「ある担保貸付からの退去が近隣の資産にどのような影響を与えるか」を説明し「その結果は破滅的だ」としている。

立ち去る前に住宅所有者が熟考すべき判断基準

支払い責任 (a commitment) から逃げることは正しくないと考える人々にとり立ち去ることは道徳的倫理的問題を引き起こすと、金融編集者の Jean Chatzky は、The Today Show における Matt Lauer との 2010年4月20日のインタビューで述べている。[しかし]「互いにかつて思ったほどの価値はない資産に対して、あなたが支払えるより多くをあなたに貸した銀行から立ち去ることは、納得できる」

Chatzky は立ち去る決定をする前の最良の判断基準は、あなたの住宅価値を知ることだと助言している。住宅抵当貸付で負っている債務に比べて 75% 未満にその価値が落ちたなら、通常はほとんどの人にとって転換点だと。「あなたが 40 万ドルの債務を抱えてその住宅価値が 30 万ドルなら、そこがまさに人々が立ち去り始め

るところだ」と Chatzky は言う。

戦略的デフォルトする前に熟考すべき疑問

住宅抵当貸付から立ち去ることは重大な結果をもたらすので、Chatzky は住宅保有者にその決定をする前に以下の疑問を自問するように求めている。

- ・わたしの町あるいは市の住宅価値の回復にはどれほどの時間がかかるだろうか。
- ・どの程度 信用評価に影響するだろうか。

信用評価は特徴的だが 100 ポイントから 125 ポイント大きく下落する。だから住宅所有者はこのことがいかに自身に金銭的な影響を与えるかを判断する必要があるだろう。住宅所有者は戦略的に確保したお金で、たとえばクレジットカードの債務などほかの債務を支払うが、そのことにより信用評価は戻ってゆくことだろう。

そのほかの経費として、引っ越し費用と賃貸に関係する諸費用が考慮されるべきだろう。

多くの貸し手が、立ち去りやすいと思える住宅所有者にまさにアプローチしている仲業者と連携して、住宅にとどまる誘因の提供を始めている。

「これは誰にとっても失うものがあるゲームなのだ」と Chatzky は言う。

Anon., “Poll Finds Spike in ‘Strategic Defaults’,” *American Banker*, May 4, 2010

二人のシカゴの大学教授が行った調査は、支払いをできるとしても水没した住宅所有者が自らデフォルトする「戦略的デフォルト」の数の劇的な増加を示している。

先週開示された Chicago Booth/Kellogg School Financial Trust Index のデータによれば、[2010年]3月の差し押えの31%は戦略的デフォルトと推定される。1年前にはその数値は22%であった。この四半期ごとの調査は the Kellogg School of Management の Paolo Sapienza と the University of Chicago of Booth School of Business の Luigi Zingales という2人の教授により実施された。

彼らは、住宅所有者は隣人が回収業者から貸付回収の猶予 (loan forgiveness) を得ていることを発見すると、戦略的デフォルトの可能性を23%高めると述べている。また新居の別口の資金調達法を見出せたときにも、戦略的デフォルトの可能性を29%高めるとしている。

同調査によれば、住居所有者の56%は、その住居から退去したあと、金融機関が彼らを追跡するだろうとは思っていない。「金融機関が住宅抵当貸付でデフォルトした者の追跡に失敗すると信ずる住宅所有者が増加するとともに、ますます多く

戦略的デフォルト strategic default について

の住宅所有者がたとえ支払いができるとしてもその住居から退去するリスクが生じている」と Sapienza は述べている。

Jody Shenn, “Strategic defaults are on the rise,” *Business Week*, May 10, 2010

住宅所有者が支払いを停止したとき、そのお金はどこに行くのか？

米国の住宅抵当貸付デフォルトの最初の波は、不良貸付を行った貸し手と、自ら管理できないような大額の毎月の支払いに陥った借り手によって促進された。しかしやがてそれは腐った債務へのますます増加する支払いに結果することで、全く異なったものに転化しつつある。アメリカ人は、実際には支払える住宅抵当貸付への支払いを停止しつつある。

モルガン・スタンレーの最近のレポートによれば、戦略的デフォルトは2007年半ばの約4%から上昇して[2008年]2月にはすべてのデフォルトの少なくとも12%に達した。Vishwanath Tirupattur が率いるアナリストたちは、これまで月に一度の抵当貸付の支払いで一度も不履行を起こさなかった住宅所有者が、3ヶ月間支払いを停止し、債務額1万ドル以上のそのほかの消費者債務については支払いを続けている場合、そのデフォルトを「戦略的デフォルト」に分類した。

住宅アナリストたちは、戦略的デフォルトは、住宅価値が抵当貸付の残額を下回ったときに主に生じるといふ。そのような状況の住居所有者は支払いを続けることで貨幣を捨て続けるか、貸し手から貸付[契約]の修正を得るためにデフォルトするかを選択することになる。Zillow.comによれば、抵当貸付を受けている合衆国の住居の5件のうち1件はnegativeである。

この[2010年]3月にオバマ政権は、資産価値を超える抵当貸付の元本を削減する計画を提案する予定と表明した。これまでの政府の努力では、月々の支払いを低めることが中心で、元本の削減が強調されたことはなかった。[以下略]

5-2. ノンリコースローン問題

戦略デフォルトが普及することにも役立ったと思われるのは、ネット上の戦略的デフォルト指南である。実際に使う上での注意を書きならべた記事がとくに2010年には入ってから続出している。

これらに共通して上げられている注意点が、当該の貸付がリコースかノ

ンリコースかという点である。戦略的デフォルトをしたあとの展開が、ローンがリコースかノンリコースかどうかで違ってくるとい問題である。とくに問題にされたのは、ノンリコースローンでは、借り手側が誠実な債務履行の意欲を持たず、戦略的デフォルトを多発するのではないかという点であった。

ところでリコースは、辞書を見ると支払いを強制する能力 (ability to compel payment) とある (Dictionary of Banking Terms, Barrons: 2000, p. 375)。この能力が欠落した状態がノンリコースである (ibid., p. 319)。

リコースの力を広くとらえると借り手の所得や資産にもその力は及ぶものである。ノンリコースはその逆であるので、特定の資産に支払いの責任を限定するという意味になる。おそらくそこに着目して大垣さんはノンリコースに責任財産限定という訳をつけているのだろう。

責任財産限定特約 non-recourse clause の意義について

「特定の金銭債権の引き当てとなる責任財産を、債務者の財産のうち、一定の財産に限定する取り決め」「万が一債務不履行が生じた場合に、債権者が特定の財産以外に強制執行することを禁ずる旨の合意」大垣尚司『金融と法』有斐閣、2010、p. 566

米国では州法に違いから住宅ローンがノンリコースの場合も、リコースの場合もあることはかねてよく知られている。そしてノンリコースの場合、デフォルトを促す側面があることは昔から知られている問題である。戦略的デフォルトの問題は、さらにそれに加わった新たな問題といえるのではないか。

以下にはこの点の解説として Stevenson の 2010 年 10 月 2 日のブログを引用する (このブログの中心部分は、herobasics.com からの引用と思われる。引用箇所は herobasics.com のなかのノンリコースの州を示した表の解説部分であ

戦略的デフォルト strategic default について

る。またそのあとに資料として上げるのは、2010年6月16日付けの Mary Rice そして Jane Bryant Quinn のブログである。

ノンリコース問題はもともとアメリカの住宅ローンのデフォルトが、なぜ多いかというときにその説明として、使われてきた。それが戦略的デフォルトの議論に絡んで、再び持ち出されてきたというのが、私の印象だ。

しかしここで注目したいのは、住宅ローンがノンリコースで行われることがあるというのがアメリカの特徴だとすれば、商業用不動産へのノンリコース融資との比較は、アメリカについてはそれほど不自然ではないのかもしれないという点である。

Paul Stevenson, “Strategic Default is your mortgage a recourse or non-recourse loan,” Oct. 2, 2010 at <http://jaosouroadmap.info/financeresources/>

戦略的デフォルトは不動産価値が貸付金額を下回るまで担保不動産価値が低下した不動産担保貸付 (underwater loan) から脱出する金融的決断のことである。多くの住宅所有者や投資家がこの手段を採用しており、ますます多くのものが戦略的デフォルトを検討している。

戦略的デフォルトを決断する上で潜在的リスクを決定する基本問題の一つは、その不動産担保貸付がリコースか、ノンリコースかにある。住宅担保貸付がリコースの州では、あなたが支払わない場合、住宅担保貸付で負う金額についてあなたは個人的に責任がある。ノンリコースの住宅担保貸付の州では、その貸付が返済される時点あるいはその資産が貸し手に戻された時点であなたは、その資産価値 [の大きさ] にまで唯一個人的に責任がある。

言い換えるならノンリコースローンの州では、銀行が差し押さえ (foreclosure) で資産の所有権を取得した時点の住宅価値を越えるものに、借り手は個人的な責任がない。貸し手の唯一の慰めは、差し押さえ資産の売却によりその損失のいくらかを取り戻すことにある。貸し手は借り手を差し押さえにより得られる以上の金額について訴えることはできない。たとえ差し押さえが貸付金額を回復するのに不十分なお金しか生み出さないとしても (担保不動産価値が貸付金額を下回るに至った underwater loan では必ずそうなるが)、貸し手は不足となる残余額という損失を単

に受容しなければならない。

リコースローンの州では (in a recourse state) , 不動産が入札で売却されたあと、貸し手はすべての不足額について該当の住宅所有者を訴えることができる。あなたがリコースローンの州にいるなら、これこそ戦略的デフォルトであなたが直面する主要なリスクである。

このほかにももちろんあなたの個別の状況に応じて異なる点には注意が必要である。ノンリコースローンの州はそれぞれの州の条項で不足額について貸し手が訴訟手続きに及ぶことを禁止している (prohibit lenders from seeking judgments for deficiencies)。またこれらの不足額訴訟禁止条項 (anti-deficiency statutes) で、貸し手が借り手から一定の金額を徴収することを認めているケースがある。

またカリフォルニア州のようにノンリコースの法律が購入貨幣貸付にだけ適用される、つまりノンリコースの法律が、資産の実際の購入に使用される最初の住宅貸付にだけ適用されるノンリコースの州が幾つかある。ほとんどすべての HELOC (home equity line of credit) と住宅エクイティ貸付はリコース付き貸付と見なされる。そこで2次貸付を実行したとき、貸し手は損失を回復するためおそらくあなたを訴えることができる。しかしこのことについても、2番目の不動産担保貸付の貸し手が差し押さえを強制すると言った場合における例外がある。

この論文における私の目的は資産価値を超えた損失を回復する目的で、貸し手があなたを訴える能力という条件に直面しているあなたに概論的な知識を提供することにある。差し押さえの法律や手続きには州ごとに大きな違いがあり、またこれらの法律は頻繁に変更されている。現在のあなたの状況についてはあなたの州の弁護士による確認が最も望ましい。

戦略的デフォルトの背後にある一般的な考え方は、underwater mortgage の責任から免れるということである。それゆえあなたは、ともかく確実に存在する不足額をあなたに対し追及するために銀行が入手できる法的あるいは金融上の手段はなにかについていつも気にしていなければならない。

あなたの underwater mortgage にとって戦略的デフォルトが妥当であるかを決めるために、あなたはまず、あなたの貸手からのリコースに直面するか否かを明確にしなければならない。あなたの立場を知るならば、残りの変数については自身で評価できるはずだ。

戦略的デフォルト strategic default について

Mary Rice, "Walking away |the basic of strategic default," June 16, 2010 at

<http://www.personalmoneystore.com>

住宅抵当貸付の借り手 (a mortgage borrower) が支払い可能であるときにも放棄を選択してその抵当物件から単純に立ち退く、戦略的デフォルトが増加中である。2010年3月における不動産差し押さえのおよそ31%は「戦略的」と推定されている。戦略的デフォルトはその不動産担保がもはや金融上の合理性を失っている借り手にとっては一つの選択肢である。

戦略的デフォルトの定義

借り手が資産の価値よりも多くを有する資産について借りているとき、その抵当資産は水面下にある (under water) という。その抵当資産が水面下にある多くの借り手がその債務の支払いを単純にしないことを選んでいる。借り手が抵当貸付を支払う余裕がないときは、これをデフォルト (a default) と呼ぶ。借り手が支払う余裕がありながら、支払わないことを選んだ場合、戦略的デフォルト (a strategic default) と呼ぶ。

戦略的不履行の反射的効果

借り手が戦略的支払停止を選ぶと、つぎのような結果が生じる。抵当貸付には、リコース付きとノンリコースの2つの主要なタイプがある。もしあなたがリコース付きの抵当貸付 (a recourse mortgage loan) を受けているなら、銀行に家を返すかどうかとは別に、あなた自身が抵当貸付金額全額を支払わねばならない。リコース付き抵当貸付を受けた借り手は、その場を離れることはできるが、銀行は、諸支払い、手数料に追加経費について追跡するあらゆる法的権利をもっている。しかしノンリコース抵当貸付では、家のカギを銀行に手渡せば、立ち去ることができ、その借入についてはもはやいかなる責任もないように書かれている。どちらの場合も借り手の信用評価レポートはマイナスの影響を受ける。戦略的不履行した抵当借入者たちは、5年以上にわたり連邦の一定の支援プログラムへの応募を遠慮することを求められる。

戦略的不履行以外の選択肢

単に立ち去って信用評価に傷を付け、あらたな住居を見つける以外の選択肢もある。Making Home Affordable 貸付修正プログラムは、借り手が支弁できるようにそのローンを修正する手助けをするためのものである。もっともこれはいつもそうした結果になってはいないが。任意整理はもう一つの選択肢で、その家がまさに口

ーンを負っている状態でその家を購入することを貸し手と交渉する買い手を見つけるというものである。

戦略的不履行はそのローンが水面下にある借り手のうちの一定部分にとり選択肢である。ほかの選択肢もあるものの、30%以上水面下の人たちにとっては、それは戦略的な金融上の決定 (a strategic financial decision) である。

Jane Bryant Quinn, "What happens when you walk away from a mortgage loan," June 16, 2010 at <http://moneywatch.bnet.com>

あなたの家が水面下、つまりその家を担保に借りているお金の残額より市場価値が下回っているとしよう。あなたは住宅抵当貸付 (mortgage loan) を支払えるけれど good money の吐き出しに気が進まないとしよう。立ち去る決断をしたとしよう。あなたの信用評価はこれまで常に良好だったとする。何が起きるだろうか。

それはあなたがどの州に住んでいるか、そしてどのようなローンを借りているか、そのローンがリコース付き (recourse) かノンリコース (non-recourse) かで違ってくる。

ノンリコースローンでは少なくとも貸し手にとっては何も生じない。ノンリコースは銀行が家屋かあなたの抵当貸付の残余分かのいずれかを取得するが、その両方は取得できないことを意味している。あなたは鍵を渡して立ち去ることができる。[その後] あなたは自由で何の関係もない。あなたの抵当貸付契約がそれを許している。銀行は借りたお金の残額を回収するために、[鍵を渡した] あなたをものはや追うことはできない。

あなたは立ち去るオプション (選択権) 付きの抵当貸付のために、割高な金利を払っている。したがってもしもあなたの家族のあなたの将来にとって必要であれば、気兼ねなくそのお金を使うべきだ。それは銀行が同意済みの取引の一部なのだ。

多くの州が、初めての住宅を購入する場合に、貸し手に対してノンリコースの住宅抵当貸付の提供を求めている。

もしも債務不履行すると、あなたの信用評価は下げられる。しかし債務不履行の前後に、あなたがあなた宛て請求書すべてを期日に支払っている限り、2年後にはあなたの債務不履行は大きな問題ではなくなるだろう。

不動産の専門家である Jack Reed は、現在は債務不履行するには最良のときなので、多くの人々が債務不履行していると述べている。将来の貸し手にとって、[債

戦略的デフォルト strategic default について

務不履行を起こした]あなたは怠け者の役立たずではない。あなたは国家的な災難で打撃を受けたものの、優良な信用履歴をもつ人物なのだ。

1980年代の石油リセッション（不況）の時代に、Reed は [債務不履行を起こして] テキサス州のアパートメント・ビル2棟を銀行に譲渡したことがある。そのあと彼は、彼のカリフォルニアの自宅で再融資を受けようとした。彼の話では町一番の銀行は話に乗らなかった。しかしその次の順位の銀行が、0.25%の上乗せ金利を条件に話に応じた。2年後、問題の町一番の銀行が再融資に応じた。その時点になると、誰も過去に何があったか気にしていなかった。

一つ小さな問題はある。連邦政府は気にしている。もしもあなたのお子さんが大学に在学中か入学直前であり、あなたがその費用を払うために低コストの連邦政府の PLUS ローン（金利7.9%）をあてにしているなら、デフォルトしてはならない。あなたのお子さんは依然として連邦政府のスタッフード・ローン・プログラムを通じた借入はできるだろうが、住宅抵当貸付での債務不履行は、あなたをその後の5年間 PLUS ローンから閉め出すだろう。あなたは民間金融業者の情けにすぎることになり、業者は情けを押し付けることだろう。

もしもあなたがリコース付き住宅貸付を受けているなら、状況は異なっている。リコース付きローンの借り手たちは、たとえ銀行に住居を返したとしても、住宅抵当貸付の全額を債務として負っている。貸し手は抵当貸付額を住宅が下回った分について、その住宅を売却できる、また残額すべてに加えて手数料と法的費用について、あなたを追って支払いを求めることができる。

再融資とホーム・エクイティ・ローンはほとんど常にリコース付きローンである。それは購入時にノンリコースローンを求める州でさえ、真実である。

たとえば単一世帯住居やコンドミニアムといった、賃貸用不動産に投資するためリコース付きローンを受けたのかもしれない。そのローンが [担保不動産の価値が下がり] 水面下となり、あなたが月々の費用を回収する十分な賃料を徴収できないこともありうる。

それは希望のない状況に近い。その投資はあなたの銀行残高を枯渇しつつあり、その不動産は近々には価値の上昇を見込めない。そしてあなた自身を救い出すほど十分なお金で売却できそうもない。出血を止めるためには損失を出してでも売却し銀行に対し債務として負っているものはなんでも支払うか、あるいは立ち去るしかない。

貸し手たちは、破たんした者すべてを追及するわけではないだろう。しかしもし彼らがあなたはお金を持っていると考えるなら、回収のための訴訟は十分ありうる。債務不履行の決定をするまえに不動産専門の弁護士に相談し、あなたの抵当貸付契約を見せるべきだ。怪物が各条文の影に隠れているかもしれない。

Anon., "List of Non-Recourse Mortgage States and Anti-Deficiency Statutes,"

Feb. 15, 2011 at <http://www.helocbasics.com>

ノンリコース住宅抵当貸付の州そして不足額訴訟禁止の州

ノンリコースの住宅抵当貸付の州では、借り手は、貸付が返済される時点でのその住宅の価値を超えるものについて個人的な責任はない。貸し手は差し押さえを損失を通じて回復しようとするだろう。しかし貸し手は残りのお金について借り手を訴えることはない。差し押さえが貸付金額を満たす貨幣をもたらさない場合、貸し手はその損失を受け入れなければならない。

ノンリコースの州は、貸し手に判決を求めることを禁ずる不足額訴訟禁止条項 (anti-deficiency statutes) をもっている。この条項の中に、貸し手に借り手から（たとえば債務とその資産の公正市場価値の差額のように）限定された貨幣額を徴収することを認めているものが少数ある。

（カリフォルニアを始めとする）一部の州では、ノンリコースのルールが、「購入貨幣」貸付（すなわち、資産購入のために用いられる最初の住宅貸付）にのみ適用されていることが注意される。ほとんどすべての HELOCs (home equity lines of credit) と住宅エクイティ貸付はリコースローンとみなされており、これらの貸付の貸し手は、損失を回復するために借り手を訴えるかもしれない。（ただし第二住宅抵当貸付の貸し手が差し押さえを強制するという若干の例外もある。）住宅抵当貸付の再融資は、「購入貨幣」貸付を構成しないという推測が行われてきた。しかしながらこの問題をどちらかに確定している判例はない。

単一 [法律] 行為の州 (One Action States)

幾つかの州では、貸し手は住宅抵当貸付の債務回収でただ一つの訴訟だけを許されている。これは州の法律による様々な違いがある。ニューヨークではたとえば、貸し手は資産の差し押さえ手続きか、債務回収の訴訟か、いずれかを選ばなければならない。以下(表6)に掲げる州はなんらかのタイプの単一行為法規を持っている。

戦略的デフォルト strategic default について

表6 “List of Non-Recourse Mortgage States and Anti-Deficiency Statutes”

州名	ノンリコース + 不足額訴訟禁止	単一法律行為
アラスカ		
アリゾナ		
カリフォルニア		
コネチカット		
フロリダ		
アイダホ		
モンタナ		
ミネソタ		
ネバダ		
ニューヨーク		
ノースカロライナ		
ノースダコタ		
テキサス		
ユタ		
ワシントン		

“List of Non-Recourse Mortgage States and Anti-Deficiency Statutes”

from <http://www.helocbasics.com> なおこのリストと同一の内容が、以下に見られる。

Professor Shays, “Recourse v. Non-recourse States” Aug. 4, 2008 at

<http://www.loansafe.org/forum/foreclosure-laws>

むすび 戦略的デフォルトの評価・普遍性

2011年に入って戦略的デフォルトに関して議論はなお続いている。私自身はこの問題では、アメリカの場合、州によっては住宅ローンがノンリコースローンのケースがあるという問題がそもそも最初から無視できなかったと考える。商業不動産におけるノンリコースローンの議論との比較を許す点がそこにはあるように考えている。

戦略的デフォルト論では、かつて私が紹介した略奪的貸付の議論とは正

反対に、貸し手の金融機関ではなく借り入れる側が道徳的非難を浴びている。そして戦略的デフォルトが一定数存在することは、誰もが認めているようだ。大事なのは正しいイメージだ。デフォルトする人たちは基本的に困窮している人たちで、戦略的デフォルトは弱者の手段として許容されるという見方が一方にあり、他方には、戦略的デフォルトをする人たちは、救済の対象ではないという厳しい見方がある。

戦略的デフォルト論を肯定する人たちは、金融機関と消費者との立場のバランスを取る上でも、また金融機関を交渉のテーブルに引き出すためにも、戦略的デフォルトが認められてよいとしている。しかしこれに批判的な意見もある。戦略的デフォルトをする人の困窮の程度の認識に、論者の間でどうも大きな隔たりがあるようだ。

戦略的デフォルトに賛成する人と反対する人の双方にとり明らかなのは、negative equity の状態で過去の約束に従った返済を続けることには不合理性が認められるということだ。そして戦略的デフォルトは、このような不合理への消費者側（借り手側）からの反撃だといえるのではないか。それゆえこの問題がどのように今後展開するかは大変注目される。またこの問題は、住宅ローンに限らず、事業用貸付でも生ずる可能性がある。

なお多くの調べるべき課題を残している。2009年のHAMPによる貸付条件修正促進政策との関係については言及したが、このほかに米国連邦議会での審議との関係は存在する可能性がある。あるいは、差し押さえ停止問題、住宅ローン債権の買戻し請求問題との関係なども、気になる点である（自己破産の問題との関係も追及する必要があったであろう）。そのほか、戦略的デフォルトを企業あるいはファンドの財務戦略として考えるとどのようなことがいえるかと、さらに日本のノンリコースローンでの破たん事例との関係なども、意識されないではない。冒頭述べたように開発経済学における戦略的デフォルトをめぐる議論との比較など、先行するほかの学問分野での議論との関係を見据えて今回の議論を整理する必要もある。

これら多くの点については、今後に期したい。

Nicholas Carroll, “Shifting the focus from ‘strategic default’ to ‘prudent walkaway’”
Mar. 24, 2011 at <http://www.huffingtonpost.com>

戦略的デフォルトから良く考えたうえでの支払停止への焦点の移行

「戦略的デフォルト」は所有者が住宅抵当貸付を支払える場合にも、水没している家から立ち去る（住宅価値が貸付額を下回るときには支払いを停止する）ことを現在意味している。しかしこれは退去の半分未満しか説明しない。差し押さえの大部分は、住宅抵当貸付を支払えない人々に生じている。

2009年の戦略的デフォルトの人物描写は、典型的には、「自宅をATM代わりにしている」住宅所有者、つまり怠け者であった。ときには報道が債務不履行の前向きな側面を流すことはあったが、このイメージはほとんど変わらなかった。もっとも初期の半分ほど前向きなお話は、「アメリカンドリーム2 破産せよ そして借りよ」。この論説は、その住宅費用を月あたりほぼ4,000ドルから2,000ドル少し上に節約し、3本の滝があるプール付きのより大きな家に住むようになった破産したカップルを取り上げている。その同じ論説記事中の、もう一人の戦略的デフォルターは、デフォルトして借りることのメリットを、より多くの豪華な外食のための、また6-BMWへのこだわるための、裁量的所得[を増やすこと]に求めている。

こうした人々は、この経済困難の時期を以下に生き抜くかについてのインタビューと著述の過程で私が出会った人々と違っている。私が出会った人々は、解雇されたり、働き口が二つから一つに減ったり、医療的破産の過程にあたりしていた。彼らは滝はおろかプールも想像できない。ただ支払えない請求書をかかえていて、そのひとつが住宅抵当貸付のものだった。何人かは新しい生活に慣れるのには時間がかかり、以前のように定期的に外食しているが、しかしほかの人たちはすでに年4回の外食に節約していた。

彼らの家が水没しているか[住宅価値が貸付額を下回っているか]、そうでないかは、住宅貸付か医療保険か[いずれの支払いを行うか]の選択をしなければならぬ最後の判断のときには[もはや]どちらでも大差はない。アメリカで医療保険を失うことは、潜在的には死に等しいからだ。

この集団にとって戦略的デフォルトは、カフェラテを飲むライフスタイルを維持するための賢明な選択という問題ではない。それは彼らの家族と将来を波の下に引

きずり込む住宅抵当貸付から離れ熟慮の上で支払停止するという問題である。(以下略)

References

- Anon., “Strategic Default: why people defaulting on their home loans,” July 27, 2009 at <http://www.istockanalyst.com>
- Anon. (2009), “Mortgage defaults in America: Can pay, won’t pay” June 25, 2009 at <http://www.economist.com>
- Anon. (2010), “Poll Finds Spike in ‘Strategic Defaults,’” May 4, 2010 at <http://www.americanbanker.com>
- Anon. (2011), “List of Non-Recourse Mortgage States and Anti-Deficiency Statutes,” Feb. 15, 2011 at <http://www.helocbasics.com>
- Bruce (2004), Jon N., *Real Estate Finance in a Nutshell*. 5th ed., Thomson: 2004.
- Carroll (2011), Nicholas, “Shifting the focus from ‘strategic default’ to ‘prudent walkaway,’” Mar. 24, 2011 at <http://www.huffingtonpost.com>
- CBS 60 minutes (2010), “Strategic Default: walking away from mortgage,” May 9, 2010.
<http://www.cbsnews.com/video/watch/?id=6470184n&tag=related:photovideo>
- Cohen-Cole (2009), Ethan and Morse, Jonathan, “Your house or your credit card, which would you choose? Personal delinquency tradeoffs and precautionary liquidity motives,” SSRN , posted May 29, 2009, last revised Mar. 8, 2010. (the same paper available as *QAU Working Paper No. QAU09-5* published by FRB of Boston, Jan. 2010)
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1411291
- Coy (2008), Peter, “The real reason borrowers default,” Feb. 15, 2008
http://www.businessweek.com/the_thread/hotproperty/archives/2008/02/the_real_reason_borrowers_default.html
- Eldred (2009), Gary W., *Investing in Real Estate. Sixth Edition*. John Wiley & Sons: 2009.
- Experian/Wyman (2009), “Two New Reports from Experian and Oliver Wyman,” *Immediate Release*, Sept. 2, 2009
- Experian/Wyman (2010), *Experian/Oliver Wyman Market Intelligence Report Understanding strategic default in mortgages: Q2 2010 updated*, June 28, 2010 (the original edition was published in August 2009)

戦略的デフォルト strategic default について

- <http://www.experian.com/newsletters/pdf/2010/strategicdefaultpartIIfinal.pdf>
- Foote (2008), Christopher L., Kristopher Gerardi, and Willen, Paul S., “Negative Equity and Foreclosure: Theory and Evidence,” *Public Policy Discussion Papers by Federal Reserve Bank of Boston*, No. 08–3, June 5, 2008.
<http://www.bos.frb.org/economic/ppdp/2008/ppdp0803.pdf>
- Gerardi (2007), Kristopher, Adam Hale Shapiro and Willen, Paul S., “Subprime Outcomes: Risky Mortgages, Homeownership Experiences, and Foreclosures,” *Working Papers by Federal Reserve Bank of Boston*, No. 07-15, Dec. 3, 2007.
<http://www.bos.frb.org/economic/wp/wp2007/wp0715.htm>
- Guiso (2009), Luigi, Paola Sapienza and Zingales, Luigi, “Moral and social constraints to strategic default on mortgages,” July 2009 at
<http://www.financialtrustindex.com>
- Harney (2009a), Kenneth R., “Homeowners who ‘strategically default’ on loans are growing problem,” Sept. 20, 2009 at <http://www.latimes.com>
- Harney (2009b), Kenneth R., “Professor advises underwater homeowners to walk away from mortgages,” Nov. 29, 2009 at <http://articles.latimes.com>
- Harris (2010), Ron, “Recourse and Non-Recourse Mortgages: Foreclosure, Bankruptcy, Policy,” SSRN, posted April 18, 2010.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1591524
- Jevoh (2009), Zubin, “Enough with the strategic default accusations!” Sept. 22, 2009 at <http://www.tnr.com>
- Kenyon (2008), Paul, “Can’t Pay, Won’t pay,” Nov. 10, 2008 at
<http://news.bbc.co.uk>
- Krugman (2007a), Paul, “Homeowners with negative equity,” Dec. 7, 2007 at
<http://www.nytimes.com>
- Krugman (2007b) Paul, “After the money gone,” Dec. 14, 2007 at
<http://www.nytimes.com>
- Levy (2009), Dan, “Morgan Stanley to Give Up 5 San Francisco Towers at Peak,” Bloomberg, Dec. 17, 2009 at <http://www.bloomberg.com>
- Lowenstein (2010), Roger, “Walk away from your mortgage!” Jan. 7, 2010 at
<http://www.nytimes.com>
- Mansell (2003), Patrick edited., *Mortgage Banking and Residential Real Estate Finance*, Financial Advisory Press: 2003.
- NBC The Today Show (2010), “Strategic Default: when homeowners walk away from a mortgage,” April 20, 2010

- <http://blog.youwalkaway.com/youwalkaway-com-on-nbcs-the-today-show-this-morning/>
- Posner (2009), Eric A., and Zingales, Luigi, "The housing crisis and bankruptcy reform: The prepackaged Chapter 13 approach," *Chicago John M. Olin Law & Economics Working Papers No. 459*, April 2009 at <http://law.uchicago.edu>
- Quinn (2010), Jane Bryant, "What happens when you walk away from a mortgage loan," June 16, 2010 at <http://moneywatch.bnet.com>
- Rice (2010), Mary, "Walking away [the basic of strategic default]," June 16, 2010 at <http://www.personalmoneystore.com>
- Shenn (2010a), Jody, "Strategic mortgage defaults jump to 12% of total" April 30, 2010 at <http://www.bloomber.com>
- Shenn (2010b), Jody, "Strategic defaults are on the rise," May 10, 2010 at <http://www.businessweek.com>
- Stevenson (2010a), Paul, "Strategic default-is your mortgage a recourse or non-recourse loan?" July 14, 2010 at <http://zinearticles.com>
- Stevenson (2010b), Paul, "Strategic Default is your mortgage a recourse or non-recourse loan," Oct. 2, 2010 at <http://jaosour roadmap.info/financeresources/>
- Tirupattur, Vishmanah, Oliver Chan and James Egan, "ABS Market Insights: Understanding Strategic Defaults," *Morgan Stanley Research*, Apr. 29, 2010, http://www.transunion.com/docs/rev/business/financialservices/FS_MorganStanleyStrategicDefaultResearch.pdf
- Wei (2009), Lingling, "Morgan Stanley ends costly Crescent Phase: Barclays, Property Firm's Co-Founder retake Assets" *Wall Street Journal* Nov. 21, 2009 at <http://online.wsj.com>
- White (2009), Brent T., "Underwater and Not Walking Away: Shame, Fear and the Social management of the Housing Crisis," *Arizona Legal Studies Discussion Paper 09-35* (formerly posted in Oct. 27, 2009; Wake Forest Law Review Vol. 45, 972-1023, last revised in Oct. 29, 2010) http://www.sacbee.com/static/weblogs/real_estate/SSRN-id1494467.pdf
- White (2010), Brent T., and Zingales, Luigi, "Is strategic default a menace?" April 27, 2010 at <http://www.city-journal.org>
- Williams (2010), Valerie, "Foreclosure as a strategic default," April 27, 2007 at <http://www.suite101.com>
- Zingales (2010), Luigi, "The menace of strategic default," *City Journal*, Spring 2010 at <http://www.city-journal.org>

戦略的デフォルト strategic default について

- 新井明・植松聡介「『ノンリコース化』が新しい住宅ローンのコンセプト」『金融財政事情』2005年12月19日号, pp. 59-61 .
- 井村進哉『現代アメリカの住宅システム』東京大学出版会, 2002年2月。
- 江川由紀雄『サブプライム問題の教訓 証券化と格付けの精神』商事法務, 2007年12月。
- 江川由紀雄「サブプライム問題と証券化商品」『証券経済学会年報』第44号, 2009年7月, pp. 82-88 .
- 江川由紀雄「将来に禍根を残さない住宅ローンの証券化を」『住宅・金融フォーラム』10号, 2011年3月, pp. 7-13 .
- 大垣尚司『金融と法』有斐閣, 2010年5月。
- 大垣尚司「低金利から安心へ 住宅ローン競争軸の転換」『金融財政事情』2011年4月18日号, pp. 47-50 .
- 倉橋透・小林正宏『サブプライム問題の正しい考え方』中公新書, 2008年4月。
- 篠原二三夫「米国住宅ローン市場の現状と課題」『ニッセイ基礎研所報』Vol. 53, Spring 2009, pp. 51-100
(<http://www.nli-research.co.jp/report/shoho/2009/Vol53/syo0903c.pdf>)
- 佐藤亮「不動産ノンリコース・ローンにおける担保権実行の実務」『銀行法務21』No. 717, 2010年6月号, pp. 4-11 .
- 澁谷征教「日本の住宅ローンは世界からみれば変則です」『日経ビジネス』2009年1月8日 at <http://business.nikkeibp.co.jp>
- 澁谷征教「日本の住宅ローンはなぜノンリコースにならなかったのか」『日経ビジネス』2009年1月22日 at <http://business.nikkeibp.co.jp>
- 高橋淳「ノンリコースを対象とした不良債権投資の法的諸問題」『経理情報』No. 1253, 2010年7月10日, pp. 43-48 .
- 高橋正彦『証券化の法と経済学』NTT出版, 2004年6月。
- 辻山仁成「債務不履行リスクのある無担保債務の分析」『経済セミナー』2010年1月号, pp. 127-129 .
- 西川珠子『「サブプライム後」の米国住宅金融』(みずほ米州インサイト) 2007年12月5日 .
(<http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/us-insight/USI042.pdf>)
- 福光寛『銀行政策論』同文館出版, 1994年4月。
- 福光寛『金融排除論』同文館出版, 2001年11月。
- 福光寛「アメリカの住宅金融をめぐる新たな視点: 証券化の進展の中でのサブプライム層に対する略奪的貸付」『成城大学経済研究』第170号, 2005年9月, pp. 57-88 . (<http://www.seijo.ac.jp/pdf/faeco/kenkyu/170/fukumitu.pdf>)

福光寛「証券化の功罪：サブプライム問題を振り返る」『成城大学経済研究所研究報告』第 47 号，2007 年 10 月，pp. 1-16 .

(<http://www.seijo.ac.jp/files/www.seijo.ac.jp/univ/research/keiken/kankou/green/green47.pdf>)

Hiroshi Fukumitsu is a professor of financial management at Seijo University, Tokyo. He is known as a person introducing consumer related finance terms to Japanese academic circles for years. In this paper he describes an argument on strategic defaults. Strategic default is a new buzzword in finance which means to decide to be delinquent with mortgages just because the borrower is in the state of negative equity. Though the word is popular in America, it's still unfamiliar to Japanese society. Recently the argument has begun to centre on non recourse loan. This is an interim report concerning the development of the ongoing argument on strategic defaults.