

## 戦略的デフォルト **strategic defaults** について

成城大学 福光 寛

この報告は2009年から2010年にかけてアメリカで話題になった「戦略的デフォルト論」について、どのような経緯があったか、またどのような論点がすでに示されているか。この議論から私たちは何を学ぶことができるか、などを述べるものである。

戦略的デフォルト **strategic defaults** は耳慣れないかと思われるが、2009年から2010年にかけて、アメリカの報道では頻繁に使用された言葉である。アメリカのニュースに関心を払っている人の間では、アメリカでは住宅価値が減少して、住宅価値と住宅担保借入金額との関係が逆転している状態を **underwater loan** あるいは **upside down loan** と呼ぶことは、よく知られている（この状態は **negative equity** ともいえる）が、**underwater** の状況で、支払い余力のある債務者が債務不履行を決断することを戦略的デフォルトと呼んでいる。このようなデフォルトの存在を認めることは、オバマ政権下で開始された貸付条件見直し政策（**loan modification: Home Affordable Modification Program**）の前提にある、デフォルトが選択されるのは所得に比して住宅ローンの支払いが大きすぎるからだという単純な考え方を、正面から批判することになる。このデフォルトを批判する人たちが、略奪的融資 **predatory lending** とは逆に、借り手側を批判していることも注目される。

戦略的デフォルトは、2009年夏に刊行された Guiso や Zingales らによる共同論文(2009)と、Experian/Wyman の報告書(2009)により、名称と定義が確立した。

住宅価値の大きな値下がりやデフォルトとの結びつきは、Paul Krugman のニューヨークタイムズへの寄稿(2007)に引用されている、ボストン連銀の調査報告 Gerardi(2007)に指摘が見られる。なおカードの支払い力を残してのデフォルトは、Cole&Morse(2009)によれば、予備的流動性選好として解釈する余地がある。

戦略的デフォルトは、2010年4月から5月にかけて、NBC と CBS が相次いで看板とする報道番組で特集し、モルガンスタンレーによるレポートの公表も重なり、アメリカ社会の耳目を集めた。その過程でのアリゾナ大学の White とシカゴ大学の Zingales との論争が注目される。この論争は、**strategic defaults** を法学者の White が肯定し、逆に経済学者の Zingales が契約における信頼の意義を唱えて批判する興味深い展開になっている。

戦略的デフォルトについて、Lowenstein(2010)により商業用不動産でのノンリコースローンでの扱いとの対比がなされたことも注目される。昔からの論点であるが、アメリカの住宅ローンは、一部の州では当初の購入ローンについてノンリコースローンの提供が州法で定められている。戦略的デフォルトそのものの地域性もすでに明らかにされている。

戦略的デフォルトについての研究は、デフォルトを判断するうえで債務者の道徳観、社会的制約が影響すること、これらの制約が住宅価値の損失の程度によって変化することを明らかにしている。戦略的デフォルトをめぐる議論は、担保貸付を行ってその担保価値が著しく減損した時、債権者・債務者間でどのように調整を行うべきかという普遍的な問題にも関係している。金融研究者がこの論争から学び考察すべき問題は多い。