

## 新たな資金調達方法として米国で注目される

### カバード・ボンド

#### －米国財務省が公表したベスト・プラクティス－

林 宏美

#### ■ 要 約 ■

1. 米国ではこれまで限定的にしか用いられてこなかった、優良資産の担保付き債券（カバード・ボンド）による資金調達ににわかに注目が集まっている。2008年7月17日には、連邦預金保険公社(FDIC)がカバード・ボンドに関する最終ポリシー・ステートメントを公表したのに続き、同月28日には、米国財務省が、米国カバード・ボンド市場の発展を促すことを目的とした「居住用カバード・ボンドに関するベスト・プラクティス・ガイド」を公表した。
2. 前者は、カバード・ボンドの発行体が万が一破たんした際、これまで不明瞭であった同債券の取扱いを明確化したのに対し、後者はカバード・ボンド商品の標準形を提示した。なお、FDICのポリシー・ステートメントの内容は、ベスト・プラクティス・ガイドにも盛り込まれている。
3. 財務省やFDICなどは、住宅ローン・ファイナンスの一手段として、カバード・ボンドが加わると、不動産購入者の借入コストが低下するだけでなく、居住用住宅ローン市場の流動性を高めることにつながる、と捉えている。カバード・ボンドの活用によって資金調達源が多様化すれば、発行体金融機関の財務基盤の強化にもつながる。
4. 米国規制当局が、標準形のカバード・ボンド市場を発展させるべく、その環境を整える動きは、市場の発展にプラスに寄与すると見られる。しかしながら、サブプライム後の米国金融機関を取り巻く環境が依然として厳しいなかで、追加的な資金調達の必要性に直面している金融機関が、ベスト・プラクティスに適合するカバード・ボンドを発行できる可能性は小さいと見られる。カバード・ボンドが広く活用されるようになるまでには、しばらく時間が必要であろう。

## I はじめに

米国では、これまで限定的にしか用いられてこなかった、優良資産の担保付き債券（カバード・ボンド）による資金調達ににわかに注目が集まっている。2008年7月17日には、米国連邦預金保険公社（FDIC）がカバード・ボンドに関する最終ポリシー・ステートメント（Final Covered Bond Policy Statement）を公表したのに続き、同月28日には、米国財務省が、米国のカバード・ボンド市場の発展を促すことを目的とした「居住用カバード・ボンドに関するベスト・プラクティス・ガイド（“Best Practices for Residential Covered Bonds”）」を公表した。

前者は、カバード・ボンドの発行体が万が一破たんした際、これまで不明瞭であった同債券の投資家の取り扱い方を明確化したのに対し、後者は、カバード・ボンド商品のベスト・プラクティス・テンプレートを提示した。カバード・ボンドに関する法規制が存在しない米国では、2006年以降、証券化手法を活用した、いわゆるストラクチャード・カバード・ボンドが発行されたことはあるものの、投資家、発行体ともに「カバード・ボンド」というアセット・クラスに対する認識は希薄であった。

こうしたなかで、財務省やFDICなどは、住宅ローン・ファイナンスの1手段として、カバード・ボンドが活用されるようになると、不動産購入者の借入コストが低下するだけでなく、居住用住宅ローン市場の流動性を高めることにつながる、というスタンスに立っている。発行体となる金融機関側も、カバード・ボンドの活用によって、資金源が多様化すれば財務基盤の強化につながる、というのが財務省などの想定するところである。

以下では、複数の連邦規制当局から米国カバード・ボンド市場の発展を促そうとする動きが出てきた背景をふまえたうえで、ベスト・プラクティス・ガイドおよび最終ポリシー・ステートメントの概要に言及し、今後の展望を探ってみたい。

## II カバード・ボンドがにわかに注目されるようになった背景

### 1. 住宅金融ファイナンスの現状

米国では、サブプライムローン問題に端を発する市場の混乱によって、金融機関によるプライベート・ラベルの証券化を通じた住宅ローンの売却が厳しい状況が続いている。そのため、金融機関による証券化を通じた住宅ローンの売却先が、連邦住宅抵当金庫（ファニーメイ）や連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）をはじめとした政府後援機関（GSE）に偏る傾向が顕著になっている。実際、サブプライム問題発生後の最近数ヶ月間の状況を見ると、居住用不動産向け住宅ローンの70%超の資金調達は、ファニーメイやフレディマックに加えて、連邦住宅局（Federal Housing Administration）や連邦住宅ローン

銀行（Federal Home Loan Banks、FHLB）といった GSE が行っている<sup>1</sup>。

もともと、住宅ローンの売却先として大きな役割を担っているファニーメイやフレディマックも、財務悪化懸念が生じたことから株価が下落するなど、厳しい状況下に置かれている。こうした状況を受けて、米国政府は 2008 年 7 月 30 日、公的資金による GSE への資本注入などを可能とする「2008 年住宅および景気回復法（The Housing and Economic Recovery Act 2008）」を成立させるなど、緊急救済策を打ち出すほどである。

こうしたなかで、金融機関は依然として多額の住宅ローンをバランスシート上に保有している。従来から、顧客が当該金融機関に預け入れている預金の活用、無担保社債の発行、或いは住宅ローンを担保にして FHLB から受ける貸付金が、オンバランスのファイナンス方法として活用されてきたものの、これらに加わる新たなファイナンス方法として、欧州各国で近年幅広く活用されているカバード・ボンドへの関心が高まりつつあった。FDIC のポリシー・ステートメントや財務省のベスト・プラクティスが公表される前の段階から、カバード・ボンドがファイナンス源となりうるかの検討に着手していた金融機関も複数存在した模様である。

## 2. 米国におけるカバード・ボンド市場の実情

### 1) カバード・ボンドとは

米国でにわかに注目されるようになったカバード・ボンドは、モーゲージ担保証券（MBS）と異なり、担保となる資産は発行体である金融機関のバランスシート上に残し、オフバランス化が行われないのが一般的である。カバード・ボンドの担保に設定できる資産（適格担保資産）は、通常高いクオリティ基準を充たさなければならないことから、カバード・ボンドの格付は、担保資産の高いクオリティとカバード・ボンドを発行する金融機関自体の信用力の両者に基づいている。そのため、カバード・ボンドの格付は、当該金融機関が発行する無担保社債よりも高くなる傾向が見られる。実際、サブプライム問題発生前は、90%超のカバード・ボンドが、ムーディーズ、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）、フィッチの世界三大格付機関のいずれかから、トリプル A の格付を取得していた。

カバード・ボンドの投資家にとっては、発行体金融機関が有する他の資産と明確に区分された適格担保資産だけでなく、当該金融機関自体に対しても償還請求権（リコース）を有している点が利点として挙げられる。そのため、従来国債中心の低リスク資産での運用を選好してきた投資家も、カバード・ボンドへの投資を行いやすい、ということも言える。

一方の発行体金融機関にとっては、従来のタイプとは異なった投資家層を呼び込むことによって多様化を進められることに加えて、効率的なコストで資金調達が可能であること、ひいては資金調達手段の多様化が図られることなどのメリットが指摘できる。

<sup>1</sup> “Secretary Henry M. Paulson, Jr. Statement on Covered Bond Best Practices”(2008 年 7 月 28 日)

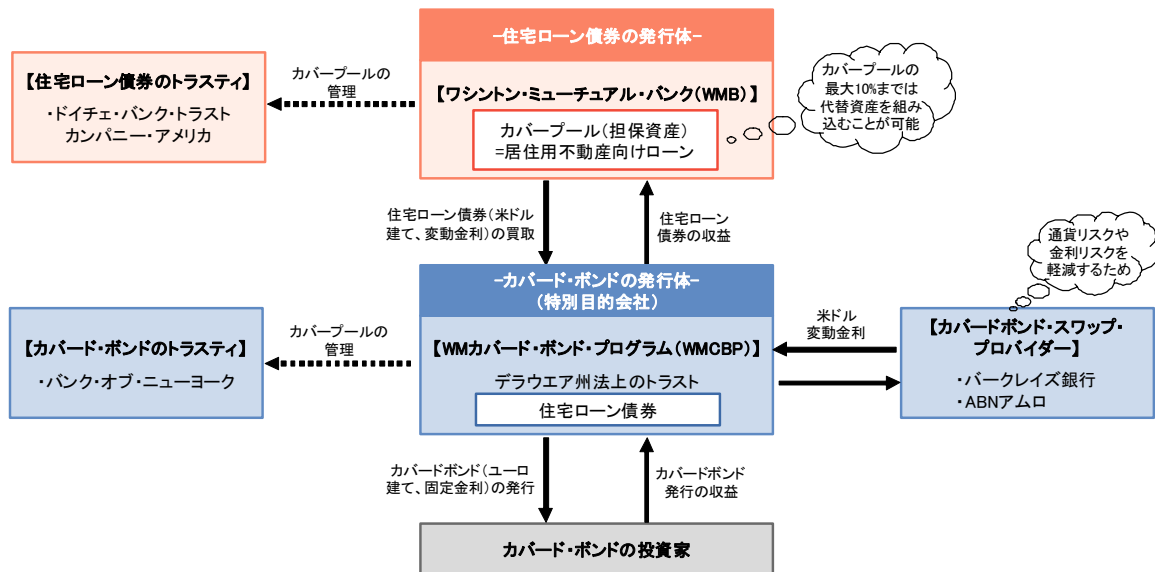
## 2) 米国におけるカバード・ボンド市場の実情

欧州では、多くの国々でカバード・ボンド法規制の整備が進んだ結果、カバード・ボンド市場の規模が拡大してきた<sup>2</sup>のとは対照的に、米国での活用は限定的なレベルにとどまっている。カバード・ボンド商品を規制する制度が存在しない米国では、これまで証券化手法を活用して組成された、いわゆるストラクチャード・カバード・ボンドが利用されているが、例えば発行体が破たんした際にカバード・ボンドがどのように取り扱われるのかをはじめ、様々な観点においてあいまいな部分が少なくなかった。

これまでにカバード・ボンドを発行した米国の金融機関としては、ワシントン・ミューチュアル (WaMu) とバンク・オブ・アメリカ (BOA) の2社が挙げられる。米国最大手の住宅ローン貸付業者の一つである WaMu が、2006年9月、米国金融機関として初めてユーロ建てのカバード・ボンドを発行したのに続き、BOA もユーロ建てカバード・ボンドを発行していた (図表1)。ところが、その後発行金融機関が増えないなかで<sup>3</sup>、サブプライム問題が発生し、WaMu も3四半期連続赤字の苦境に立たされることとなった。

こうした状況のなかで、米国財務省は、標準的なカバード・ボンドの商品内容に関するガイドラインを明確化すること等によって、投資家によるカバード・ボンドへの理解度を高めるだけでなく、安心して取引できるような環境を早期に構築することを目指し、ベスト・プラクティス・ガイドを発行したと見られる。

図表1 ワシントン・ミューチュアルが発行したカバード・ボンドの仕組み



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成。

<sup>2</sup> 欧州のカバード・ボンド市場について詳しくは、林宏美「規模の拡大と多様化が進展するカバード・ボンド市場」『資本市場クォーターリー』2008年春号参照。

<sup>3</sup> カントリーワイド・モーゲージも、バンク・オブ・アメリカの買収前に、カバード・ボンドの発行を検討している模様であった ("Putting Out The Fire", *IDD*, August 4, 2008)。また、CIBC もカバード・ボンド・プログラムを立ち上げたが、実際の発行は今日まで行われていない。

### Ⅲ 米国財務省が公表したベスト・プラクティス

#### 1. ベスト・プラクティスの概要

米国財務省が公表したカバード・ボンドに関するベスト・プラクティスには、FDIC が先に公表したポリシー・ステートメントの内容も盛り込まれている。一言にカバード・ボンドと言っても、その商品性は欧州を中心とした各国において根拠となる法規制などによって異なるなかで、米国は法規制を導入する形ではなく、米国カバード・ボンドの標準形を示すベスト・プラクティス・テンプレートを提示する形を採用した（図表2）。

一方のポリシー・ステートメントは、発行体金融機関が万が一破たんした際（コンサーベーターシップ、或いはレシーバーシップの状況となった際<sup>4</sup>）のカバード・ボンド投資家の権利を明確化することによって、倒産隔離を手当することが主目的である。ちなみに、ベスト・プラクティスおよびポリシー・ステートメントでは、カバード・ボンドが発行体金融機関の負債に占める割合を4%までに限定すべきことが明記されている。同割合が高くなると、FDICは、万が一発行体の破たん処理をする事態に陥った場合、一般債権者や預金者のために振り分けられる資産が少なくなるため、結果として預金保険基金の負担が大きくなりかねない点も視野に入れたと見られる。

なお、米国のベスト・プラクティス・ガイドでは、カバード・ボンドの担保資産を質の高い居住用不動産向け住宅ローンに限定している。その理由として、財務省は、①居住用不動産向けローンをベースとする流動性の高いカバード・ボンド市場を構築することによって、結果として不動産所有者が支払う住宅ローン金利が低下することが見込まれる点、②市場が初期段階にある間は、担保資産を1種類に絞り込むことによって、市場参加者はシンプルさを求めることが可能になる点の2点を挙げている<sup>5</sup>。

カバード・ボンドの担保資産を居住用不動産向けローンに絞る米国は、他の欧州主要各国と比較しても、適格担保資産の範囲が最も狭い。というのも、商業用不動産向けローンを含むことが出来る国々も少なくないほか、公的セクター向けローン（証書形式）や地方債（証券形式）、船舶向けローンなども担保資産として活用されているからである。

もともと、米国財務省は、将来におよんで居住用不動産向け住宅ローンに限定しようとしているわけではない。むしろ時間の経過とともにカバード・ボンド市場が発展していけば、最終的に他のアセット・クラスもカバード・ボンドの担保資産に含めることになるであろう、と財務省は想定している。

<sup>4</sup> 準法的な倒産法制を持つ機関を指すレシーバーシップ（receivership）は、債務者の全資産を差し押さえ、残余財産の清算処分を行う。一方のコンサーベーターシップ（conservatorship）は、業務が何らかの形で機能しているものを存続させる前提で引き継ぐ役割を担う。

<sup>5</sup> The Department of Treasury, “Best Practices for Residential Covered Bonds”(2008年7月28日)II Objective.

図表 2 米財務省が発表したベスト・プラクティス・テンプレート

項目	内容
発行体	<u>発行体は、①新たに設立された、倒産隔離された SPV (=SPV 構造)、②預金取扱金融機関および (或いは) 預金取扱金融機関の完全子会社 (直接発行構造) のいずれか。</u>
担保	<p>【SPV 構造】</p> <p>✓ 発行体の第一位の (primary) 資産は、預金取扱金融機関から購入したモーゲージ債でなければならない。モーゲージ債は、預金取扱金融機関において、居住用不動産向け住宅ローンのプールによって担保されていなければならない。なお、担保としての要件を充たさなくなった場合には、カバー・プールの入替を行う。</p> <p>【直接発行構造】</p> <p>✓ 発行体は居住用不動産向けローンのカバー・プールを、カバード・ボンドの担保資産として指定しなければならない。なお、担保資産は、預金取扱金融機関のバランスシート上に残る。</p> <p>※いずれの構造でも、カバー・プールは、預金取扱金融機関が保有しなければならない。カバード・ボンドの発行体は、カバー・プールにある資産への第一位優先弁済権を、カバード・ボンドの投資家に与えなければならない。</p>
満期	<u>カバード・ボンドの満期は 1 年超 30 年以下でなければならない。初期段階に発行されたカバード・ボンドの大部分は、1~10 年の満期である公算が大きい</u> が、年月を経るにつれて、より長い満期の発行が増えることを想定している。
適格担保資産	<p>カバー・プールの担保は、以下の条件を常に遵守する必要がある。</p> <p>✓ <u>1~4 人家族の居住用不動産向けの優良住宅ローン</u></p> <p>✓ <u>住宅ローンは完全指数化金利で引き受ける</u></p> <p>✓ <u>住宅ローンは証明書に記載された所得 (documented income) で引き受ける</u></p> <p>✓ <u>住宅ローンは、居住用不動産向け住宅ローンの引受に適用される既存の監督ガイダンス (2006 年 10 月 5 日の非伝統的住宅ローン商品に関する政府諸機関のガイダンス、2007 年 7 月 10 日のサブプライム住宅ローンに関する政府諸機関のガイダンスを含む) を遵守する。</u></p> <p>✓ <u>代替担保資産には、カバー・プールを慎重に運用するために必要な現金や米国債、米国政府機関債を含むことが出来る。</u></p> <p>✓ 住宅ローンがカバー・プールに組み込まれる際には、現行のローンでなければならない。また、60 日以上延滞となっている住宅ローンは、カバー・プールから入れ替える。</p> <p>✓ 住宅ローンは第一位抵当貸付に限定。</p> <p>✓ カバー・プールに組み込む際には、LTV (借入額/担保価値) は最高 80% までにとどめる。</p> <p>✓ カバー・プールの 20% 超を単一の都市圏 (Metro Statistical Area, MSA<sup>6</sup>) で占めてはならない。</p> <p>✓ 債券発行者は、住宅ローンにおける証券の持ち分 (a perfected security interest) を保有しなければならない。</p>

<sup>6</sup> MSA とは、米国行政管理予算局(OMB)が定義した都市の概念であり、5 万人以上の人口を有するコアとなる都市を中心として、経済・社会活動を一体として行う都市圏である。

項目	内容
超過担保	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 発行体は、カバード・ボンド残高の最低 5%に相当する超過担保を常に保持していなければならない。カバード・ボンドで求められる最低超過担保は LTV の 80%までである。</li> <li>✓ 発行体は、中央政府公認の地域住宅価格指数 (RPI) 或いは他の比較可能な指標を用いて、四半期ごとにカバー・プールにおけるモーゲージの LTV をアップデートしなければいけない。</li> </ul>
通貨	カバード・ボンドは、いずれの通貨でも発行可能。
金利タイプ	カバード・ボンドは、固定金利、変動金利のいずれもあり得る。
金利支払いスワップ	<p>発行体は、発行時点において、1つ或いは複数のスワップ契約、類似した契約を結ぶことが出来る。その目的には以下を含む。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 発行体が破綻した際には、予定されていた金利支払いを、一時的なベースで行うため</li> <li>✓ 金利支払いと金利収入との間におけるタイミングのミスマッチを軽減するため</li> </ul>
通貨スワップ	カバード・ボンドがカバー・プールの通貨とは違う通貨建てで発行される場合、発行体は通貨スワップを用いる。
カバー・プールの情報開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 発行体は、投資家が投資判断をする時、および発行後は 1ヶ月ごとにカバー・プールの情報開示を投資家に対して行わなければならない。SEC のレギュレーション AB では、表形式或いはグラフ形式を用いた要約情報のように、カバー・プールの情報を盛り込んだテンプレートが示されている。</li> <li>✓ 発行体は、月末から 30 日以内に投資家に情報開示出来るように準備しなければならない。</li> </ul>
カバー・プールの入れ替え	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 1ヶ月間にカバー・プールの 10%超を入れ替えた場合、或いは 3ヶ月間にカバー・プールの 30%超を入れ替えた場合には、発行体は、カバー・プールに関するアップデートした情報を投資家に開示しなければならない。</li> </ul>
資産カバレッジ・テスト	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 発行体は、担保のクオリティに問題ないか、超過担保が適切な水準にあるのか、テンプレートの規定を遵守するのに必要な担保資産の入れ替えを行っているか、という点に関して月次ベースで、資産カバレッジ・テストを実施しなければならない。</li> <li>✓ もし、カバード・ボンド・プログラムに関する資産カバレッジ・テストが遵守できなかった場合、発行体は 1ヶ月以内に事態を改善することが求められる。1ヶ月経過しても遵守できない場合には、トラスティーがカバード・ボンド・プログラムを停止することが出来る。この場合、カバード・ボンドの元本および経過利子は投資家に返される。</li> </ul>
アセット・モニター	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 発行体は、独立アセット・モニターを任命しなければならない。任命されたモニターは、発行体のアセット・カバレッジ・テストに準拠しているかどうかを定期的にモニタリングする。</li> </ul>
規制当局による承認	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <u>発行体は、主たる連邦規制当局から、カバード・ボンド発行の承認を得る必要がある。</u>自己資本が潤沢な金融機関のみがカバード・ボンドを発行できる。</li> </ul>
発行額の上限	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ カバード・ボンドの発行額については、同債券発行後、当該発行体の負債に占める割合が 4%を超えてはならない。</li> </ul>

(注) 下線が付いている部分は、FDIC のポリシー・ステートメントにおける規定でもある。

(出所) The Department of the Treasury, "Best Practices For Residential Covered Bonds", FDIC, "Final FDIC Covered Bond Policy Statement" (いずれも 2008 年 7 月) を基に野村資本市場研究所作成。

## 2. 米国金融機関などの反応

### 1) 米国金融機関の反応

米国の大手金融機関は、FDIC や米国財務省が米国カバード・ボンド市場の発展を目指そうとする動きを支持する姿勢を表明している。財務省がベスト・プラクティスを公表した7月28日、バンク・オブ・アメリカ、シティ、JP モルガン・チェース、ウェルス・ファーゴの4大銀行は、共同声明文の中で、FDIC や財務省がそれぞれ公表したカバード・ボンドに関する方針は、米国カバード・ボンド市場の発展のために必要となる、規制面における市場の枠組みを整えることに一役かう、として評価していた。さらに同声明文では、米国のカバード・ボンド市場が確固としたものになれば、銀行がオリジネーターとなって、バランスシート上に住宅ローン債権を保有するにあたり、安定的かつコスト効率の良い資金源を追加的に確保することにつながる、との見方が示されていた。そして、4大銀行は、FDIC や財務省が公表した方針に適合するカバード・ボンド・プログラムを導入することに前向きなスタンスを示していた。

### 2) SIFMA の対応

全米証券業・金融市場協会（Securities Industry and Financial Markets Association、SIFMA）も7月28日、新たに米国カバード・ボンド委員会（U.S. Covered Bonds Traders Committee）を結成したことを公表するなど、金融規制当局の動きに同調している。結成時のメンバーは、バンク・オブ・アメリカ証券、バークレイズ・キャピタル、BNP パリバ、シティ、ドイツ銀行証券、ゴールドマン・サックス、JP モルガン、リーマン・ブラザーズなど計13金融機関である。

同委員会の各メンバーは、以下の点にコミットした活動を行うとしている。

- ① 各金融機関はカバード・ボンド専門のトレーダーを任命する。
- ② 価格情報を電子プラットフォームに提供し、カバード・ボンドの投資家が活用出来るようにする。
- ③ 「ベスト・インテンション」ベースで流動性を供給することを通じて、市場の発展を促す。
- ④ リサーチおよびその他のリソースをカバード・ボンド市場の発展に活用する。カバード・ボンド商品を幅広く理解し、受け入れてもらう。
- ⑤ SIFMA 米国カバード・ボンド協議会（SIFMA U.S. Covered Bond Council）の設立に向けた動きを進める。

### 3) 取引プラットフォームの構築

トムソン・ロイター及びグローバルな大手ディーラー10社<sup>7</sup>が共同で保有するト

<sup>7</sup> 10社のディーラーとは、シティ、クレディ・スイス、ドイツ銀行、ゴールドマン・サックス、JP モルガン、リーマン・ブラザーズ、メリルリンチ、モルガン・スタンレー、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド、



トレードウェブ (Tradeweb) は、2008 年 7 月 28 日、米国の居住用不動産向け住宅ローンのカバー・プールを有するカバード・ボンドのオンライン取引プラットフォームの導入を計画していることを表明した。トレードウェブのオンライン・プラットフォームが実現すれば、機関投資家は、トレードウェブの他のプラットフォームと同等なレベルで、カバード・ボンドの価格情報を入手できることに加えて、オンラインでの取引執行および決済もできる。

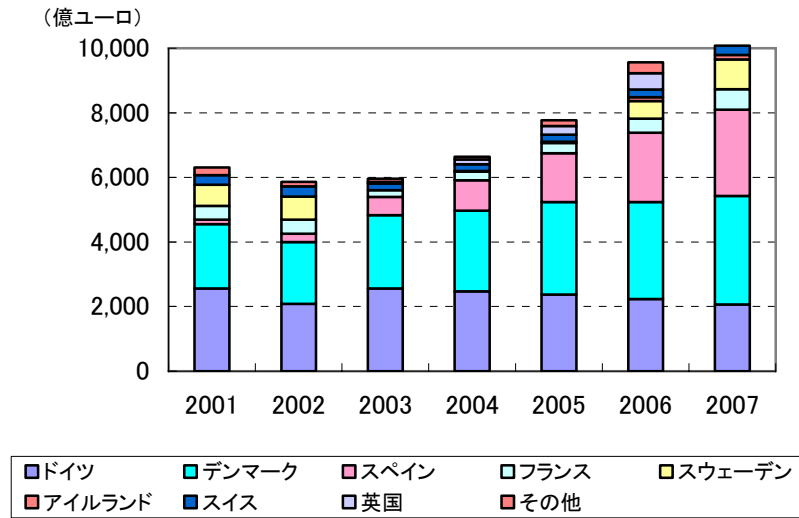
なお、トレードウェブにおけるカバード・ボンド取引は 2001 年に導入され、今日では欧州 16 ヶ国における 107 の発行体のカバード・ボンドが取り扱われるまでに発展した。2007 年第 3 四半期には、欧州発行体による米ドル建てカバード・ボンド取引が出来るオンライン取引システムが導入されている。

## IV 今後の展望

以上見てきたように、米国の連邦規制当局は、カバード・ボンドの標準形となるベスト・プラクティスに加えて、発行体金融機関が万が一経営破たんした際のカバード・ボンド投資家の扱われ方を明確化することによって、居住用不動産向け住宅ローン担保とするカバード・ボンド市場を発展させる環境を整えようとしている。欧州各国に目を向けても、カバード・ボンドに特化した法規制を整備したことが、カバード・ボンド市場の規模拡大につながっているケースが少なくないことから、市場環境の整備はカバード・ボンド市場の発展を促す必要条件にはなろう。とりわけ、サブプライム問題の影響が依然として払拭できない今日では、ベスト・プラクティスに基づくカバード・ボンドの概念が確立されることは、カバード・ボンド市場の発展にプラスに寄与すると見られる。サブプライム後の欧州カバード・ボンド市場では、ストラクチャード・カバード・ボンドの発行が活発であった英国が最も大きな影響を受けたのとは対照的に、ドイツやフランスの法規制に基づくカバード・ボンド市場における影響が軽微であった点からも、法規制あるいは標準形の設定は意義深いと言える。

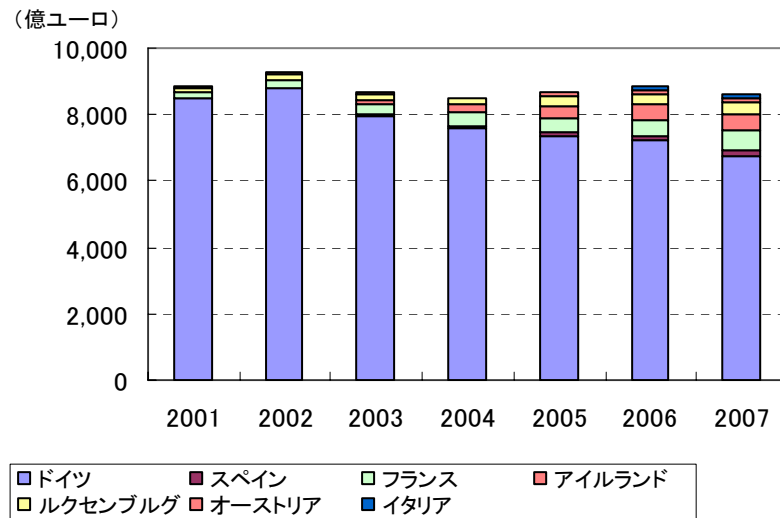
しかしながら、サブプライム後の米国金融機関を取り巻く環境が引き続き厳しいことから、追加的な資金調達の必要性に直面している金融機関が、ベスト・プラクティス・テンプレートに適合するカバード・ボンドを迅速に発行できる可能性は小さいと見られる。こうした状況を鑑みると、カバード・ボンドが米国で広く活用されるようになるまでには、しばらく時間が必要であろう。

(参考) 欧州カバード・ボンド (担保は不動産向けローン) 発行残高の推移



(出所) ECBC” European Covered Bond Fact Book” 2007 Edition 他より野村資本市場研究所作成

欧州カバード・ボンド (担保は公共セクター向けローン) 発行残高の推移



(出所) ECBC” European Covered Bond Fact Book” 2007 Edition 他より野村資本市場研究所作成