



Powerful Insights.
Proven Delivery.™

Global Financial Crisis Bulletin

経済的困難に直面している借り手支援の基準： ローンサービスや投資家は何を知るべきか。

March 10, 2009

導入と背景

住宅市場危機のかなり早い時期から、立法者や規制当局、多くのメディアは、今の危機の中心にある抵当流れの大部分は回避できる、との見方をしてきました。2008年10月8日付モーゲージサービス業界の経営者への書簡の中で、米下院金融委員会の議長 Barney Frank (民主党 マサチューセッツ州) はこう書いています：

同僚と私は、繰り返しヒアリングや文書、会話の中で、問題債権化したモーゲージを支援するため多大な努力をすべきだと、あなた方や他のモーゲージサービスに進言してきました。(借り手に対する) 大きな救済策が、借り手の家を守り、1年以上前から始まった抵当流れの大きなうねりを食い止め、金融システムを支えることになるのだと主張してきました。不幸なことに、私達の警告や緊急の要請は十分に聞き入れられず、住宅保有者やコミュニティ、経済に対する金融危機の影響はどんどん深刻化してきました。

立法者や規制機関からの勧告に応え、ごく少数企業が、このアグレッシブなローン救済プログラムに着手しました。しかし、そういった幅広い支援に関わらず、これまでのところ結果は、到底期待に答えるものではありません。ごく最近の通貨監督局

(OCC) や貯蓄金融機関監督局 (OTS) による研究結果によると、救済ローンの 60% 近くは再デフォルトし、救済後 8 か月以内に、少なくとも 30 日延滞となっています¹。これら統計数値から多くの業界代表は、ローン救済プログラムの導入コストがベネフィットを上回るのではと疑心暗鬼となっています。

今日までの救済支援が残念な結果に終わる多くの理由のうちのいくつかには、以下が含まれます。

- 例外なく、サービスは、ローン救済プログラムの導入を求められていなかった。均一な国際的基準の欠如は、パッチワーク的な異なるプログラムの導入をもたらし、利用可能な救済策に関し、借入人に対して多くの混乱をもたらした。
- これまでのほとんどのプログラムは、プログラム公開時にすでに延滞が明白な(例えば 90 日あるいはそれ以上延滞)借入人に対しては適用除外、あるいはほぼ適用除外扱いであった。モーゲージ滞納がこのレベルにある借入人は、デフォルトが合理的に予知できるがプログラム公開日には延滞状況になかったプログラム提供借入人と比較して、より、再デフォルトとなるリスクが相当高かったのである。

- 第三者投資家のために提供されたローンは、しばしば、実施される救済のタイプや量を制限、あるいは禁止する複雑なサービスアグリーメントが結ばれている。
- 今日までに実施された救済策の借入人にとっての価値は(例えば、借入人の月次の支払い金額の減額幅で測るとすると)、多くの場合、永続的にローンを救済するには不十分である。
- ほとんどの借入人は、一救済策の事前資格を得た借入人ですらローンの(条件)変更の申し出に答えることに失敗している。
- 住宅価格が下がり続けているため、多くの借入人は、例え払えるとしても(あるいはローン変更で可能となったとしても)、ローンを継続的に返済する理由がほとんどなくなってしまっている。借入人の5人に1人²はいまや「水面下」(保有資産より多くの負債を抱えている)の状況にあるにも係らず、サービサーは、一般的には、いつまでも元本を償却・減額したがない。
- 多くのサービサーが、自発的に条件変更の努力を行い、悪化の一途をたどっている経済状況、特に国際的な非雇用率が8%以上になるような大規模かつ急速な衝撃は、住宅が救済策により「救われた」率よりも早いペースでより多くの新しい債務不履行を生み出している。
- 国の基準は、サービサーが、ローン救済を検討・実行するときに利用するプロセスや手法を説明するもの、として策定されている。
- 参加は、厳密には任意である。但し、この先金融安定化計画(FSP)の支援を受ける機関は除かれる。プログラムの文書そのものには厳格に記載されていないが、FDIC(連邦貯金保険公社)は、破綻した金融機関(あるいは金融機関の資産)の買収者は、ガイドラインを導入することを要請している。たとえ、その金融機関がFSP該当者でなくとも、である。
- もし、サービサーが参加することを選択した場合、プログラムで定義されたすべての適格ローンは、プログラムの条件に従って提供されなければならない。
- 一般的には、自己所有の資産により担保された729,750ドル以下の第一順位の抵当権による借入がプログラムに適格となる⁴。
- 上記で説明した基本的なクライテリアに合致したローンで、少なくとも60日の延滞があった場合は、救済を考えるべきである。しかし、サービサーは、現在は合意された支払いを行っているが将来的にはデフォルトするリスクを抱えている借入人のローンを救済するため、追加の金銭的インセンティブが提供される。
- インセンティブプログラムは、本プログラムで実施する救済策のため、サービサーやローン保持者、借入人に直接資金の支払いを行うというもので、救済ローンが、救済後5年間継続的に合意どおりに支払いが行われた場合、追加のインセンティブが支払われる。
- 参加したサービサーは、借入人の第一順位のモーゲージの支払い額を、第一順位の支払い比率(借り手の所得に対するローンの支払い比率)が38%になるまでのコストを負担することを要請される。財務省は、支払い比率が(38%から)31%になるまでの追加コストを折半する。
- 要求された支払い比率を達成するため、サービサーは「ウォーターフォール」アプローチを採用することを要請

「住宅市場救済策」基準

これらの多くの欠陥が指摘され、実施された救済策の数や効果が増加している中、オバマ政権は、2009年2月10日に広範囲にわたる金融安定化計画を公表しました。この計画の一部に含まれるローン救済に関する詳細は、「Home Affordable Modification(経済的困難に直面している借り手の支援)」プログラムといわれており、3月4日にUS財務省から発表されています。

本プログラムのキーとなる事項の概要は、以下の通りです³。

される。1番目は、ローン金利の年2%まで一時引き下げ、2番目は、救済を始めた日から最長40年までの貸出期間の延長、最後は、元本減免である。重要なのは、これは、永続的な元本減免ではないということである。支払い猶予額は、金利は含んでおらず、借入人の新しい月次の支払い額の計算する目的は含んでいない。しかし、ローンの期限が到来したとき、再融資の場合、そして借入人が資産を売却したときは、返却しなければならない。サービスは、自発的に永続的な元本の減額を行うことができるが、これは財務省のコストシェアの条項には含まれていない。

- 要求された31%の支払い比率に到達するため、どの「ウォーターフォール」ステップが必要か決定された後、サービスは、救済の期待価値が、ローンの抵当権を行使されたときの期待価値を上回るかどうかを評価するため、標準化された「ネット現在価値(NPV)」テストを受けることが求められる。NPVテストをパスすると(救済した場合の期待価値が抵当権行使の場合の価値を上回る)、サービスは救済策を提供することを要請される。大規模なサービスに対するいくつかの例外を除き、参加者は、財務省が策定した特別なモデル基準や価値を用いることを要請される。
- サービスアグリーメントによりプログラムへの参加を制限されている、第三者投資家のために提供されたローンについては、サービスは、合意条項を緩和するため投資家の同意を得る「合理的な努力」をすることを要請される。
- インセンティブは、第2順位の住宅取得者が、その先の特権を放棄するように提供されるであろう。但し、これらのインセンティブがとられる形態は、まだ公表されていない。
- サービスは、財務省、あるいは指名されたエージェントと、プログラムの条件や条項を公式に定めたアグリーメントを締結することを要請される

- サービスは、以下のような適格なプログラムやコントロールを導入することを要請される：
 - プログラムに関する借入人からの質問に回答し、救済を要請する借入人が「財政的困窮」を経験しており、ガイドラインが「ほぼデフォルト状況にある」と定義する状況にあるかどうかを評価し、文書化すること
 - 必要に応じて文書をメンテナンスし、プログラムの遵守状況についての監査を支援すること
 - 救済の依頼に関連した不正のリスクを削減すること
 - プログラムの遵守を確認し、その効果を測定するため、必要に応じてデータを収集、報告すること
 - 本プログラムのもと実施された救済策に関連する会計処理、及び法的要請が正しく行われていることを確認すること

成功への見通し

政府は、3~4百万程度の住宅保有者がこのプログラムにより救済される、と提案しています。実質的には、プログラムは、抵当流れの率が下落、もしくは安定するか、住宅価格が世界経済状況と比較して安定し始めた時、初めて機能します。さらに重要なのは、計画のキーとなる要素(例えば、NPVモデルの背景にある特別な条件などが含まれます)がまだ定義されておらず、これらの最終形態が、プログラムの効果に重大な影響を与えるということです。定義されたこれらの目的や注意から、計画に関する楽観論、悲観論の理由を探ってみたいと思います。

機能すると考える理由	機能しないと考える理由
<p>どんな形であれ、国家基準の存在は、多くのサービスが「はっきりとした態度を示し」、救済策を提供し始めるきっかけになるであろう</p>	<p>計画の「オール オア ナッシング」の性質(計画によれば、もし、サービスが参加を決めた場合はすべてのローンが対象となる)が、多くのサービスを躊躇させ、参加率を低下させるだろう。理論的には、NPV 条項は、サービスがすべての適格借入人にプログラムを適用したいと考えていることを意味しているが、実際は、多くのサービスは、全体のポートフォリオに適用する前に、限られたカテゴリーのローンで計画の効果を評価する方を好むであろうと考えている。</p>
<p>将来の FSP 参加者に要請されている厳格な要件を別として、連銀や他の規制当局は、既に規制下にある金融機関は、プログラムへの参加を「強力に推進」していると声明を公表している。</p>	<p>NPV ガイドラインの厳格性は、構成要素、例えば再デフォルトの発生頻度や住宅価格の将来予想価格の標準を設定するために用いられる国のデータが、サービス自身が保有するポートフォリオとは比較することはできない、と考えているサービスにとって懸念材料となっている。</p>
<p>31%の支払い比率基準は、今日までの広範囲の救済策プログラムに用いられた中で最も低いレベルにあり、プログラムの下実行した長期の救済安定化策をよく具現化したものと言える。</p>	<p>サービスや投資家にとっての金融インセンティブの価値は、多くが期待するほどのものではない。例えば、2008 年に FDIC の Sheila Bair 議長からの提案は、政府に、救済ローンの再デフォルトやその結果発生した抵当流れに関連した損失の半分まで負担させる、というものだった。最終のプログラムでは、この提案は、保有資産価値が下落し続ける状況では、サービスに現行の支払いを行うという、より限定的な条項に取って代わりそうである。このような決定は、課税対象者に対する潜在的なエクスポージャーを削減するかも知れないが、プログラムに参加する金融機関の数は、NPV テストをパスし、救済策を受けた個人ローン数と同様、減少するかも知れない。</p>
<p>キャッシュ・インセンティブは、大部分、再デフォルトのリスクを最小化するソリューションの導入を促すように、注意深く構成されている。</p>	<p>プログラムは、現在評価損を抱える多くの資産に効果的であるとはほとんど言えない。政府は、借入人は、もはや株を保有しておらず、また、将来再度保有する見込みもないとしても、自宅に留まりたいと希望することを強調した。しかし、この見方は結局楽観的である。何故なら、住宅の価値は下落し続け、他の経済指標も悪化し続けているからである。</p>
<p>このプログラムは、ごく短期間で矢継ぎ早に提案された破産立法の「棒」につながれた「にんじん」と考えれば、プログラムの効果についての考え方は改善する。後者の様々</p>	<p>上記のポイントに加え、救済策に基づき合意した条件で支払いを続けている借入人に対して支払う、条項の効果については、疑問がある。この条項のもと、借入人は年間 1000</p>

機能すると考える理由	機能しないと考える理由
<p>な提案は、サービサーが、借入人が破産を宣告する前に、合理的な救済策を提供したかどうかについて、考慮しており、住宅市場救済策もこの基準を満たしているといえる。</p>	<p>ドルまでは「稼ぐ」ことが出来るが、支払い額は、ローンの元本を減らすために使わなければならないし、直接借入人には支払われない。この構造は公共の方針の観点からは意味があるが、例えば、資産価値が200,000ドルで300,000ドルの負債を抱える借入人にとって、5年間で5,000ドルの元本を削減することは、あまりインセンティブを与えるものとはならない。</p>
<p>サービサーに対し、この計画のもと実施されたローン救済策と連携した投資家債務を保証するプログラムの設立努力が同時に行われていることが、ローン志願者数を増加させている。</p>	<p>プログラムの適格基準が「フロントエンド」(ハウジングだけ、など)のDTI率に着目していることが、借入人のローン支払いが十分であっても、返済の可能性は、「バックエンド」あるいは総DTI率が超過している結果、かなり低くなるという、重大なリスクを生み出している。プログラムは、バックエンドのDTIが55%を越える借入人はクレジットカウンセリングを受けることに合意することを要請しているが、</p> <ul style="list-style-type: none"> a) クレジットカウンセリングでは、DTIを削減しない b) 借入人だけが将来のカウンセリングに合意しなければならない—但し、この計画にはカウンセリングが実施されているかを実証する条項はない。 <p>再度、望みは、借入人が他の負債の支払いを行う前に住宅ローンの支払いを行うことだが、これは、アンダーウォーターにある借入人にとって、経済的に道理にかなった判断とはいえない。</p>
	<p>プログラムの範囲は明らかに、「責任能力のある住宅保持者」の支援に限定されている。例えば、自家居住用の住居だけが当初プログラム適格であり、借入人は、適格となるため、財政的困窮にあることを主張しなければならなかった。ここでも、公共の方針の観点からは、特に、プログラムの主要な目的が、個人の借入人の支援にある場合、これが最良のアプローチである、という議論がある。しかし、投資家保有の資産、あるいは借入人が最初に購入したものではない資産の抵当流れは、住宅市場あるいは金融市場にネガティブな影響を与える。経済ニュースは、日ごとに悪くなり、プログラムの範囲を制限する決定に適用されたフェアの原則は、危機の潮流を押さえる最良の方法についての実務的な質問に答える必要がある。</p>

結論

ほとんどのローン保持者やサービシングの役員にとって、マクロ経済的視点からこのプログラムがうまく機能するかどうかの質問は、プログラムが組織にどんなインパクトを与えるか、準備にはどのようなステップをとるべきかといった質問に比べるとさして重要ではないでしょう。私たちは、業界のリーダーは、以下の質問事項への回答を捜さなければならないと信じています。

1. 潜在的にプログラムに適格なローンをいくつ提供できるか。(商品別、地域別、ローン残、LTV、信用度、あるいはその他適当な要素にブレイクダウンした場合)
2. 第三者投資家のため提供されるローンはあるか。もし、そうであれば、住宅市場救済策は、サービスアグリーメントの条項のもとでも許容されるか。もしそうでなければ、条項を修正するため、投資家から承認を得るため何をすべきか。
3. このプログラムのもと収集、報告が求められるすべてのデータを現在維持しているか。もし、そうであれば、既存のデータの完全性にどの程度満足しているか。また、プログラムを導入するに先立ち、データを評価し、きれいにするために、どのような手順を取るべきか。もし、データがない場合、データ収集を促すプロセスやシステムを拡張するため、どの程度の時間の資金が必要か。
4. 今日、ローン救済策を提供する場合、住宅市場救済策での基準と現在社内で実施しているものどう比較するか。救済策に参加する場合、終了した救済策の数と救済後のローンの期待成果をどう変えていくか。
5. 現在の自社のプログラムが NPV を含んでいる場合、自社のモデルで利用されている基準や価値をどう住宅市場救済策でもまなくリリースされるものとどう比較するか。もし、自社が救済策のもと、「巨大」サービサーとみなされた場合でも、現在のモデルを継続したいか(プログラムがカス

タムモデルに課す追加的要求を満たす必要あり)、あるいは国家標準に置き換えるか。

6. 上記で明らかな通り、プログラムは、適切な文書化、報告、リスク管理プログラムを構築するためサービサーの一部に対しては十分な投資が求められる。これらのプログラムを実行するのに必要な費用と時間はどの程度か。これらのプロジェクトの費用と、プログラムへの参加から得られると期待される金融ベネフィットを比較したとき、結果として何が得られるか。
7. もし、現在、救済プログラムを提供しないとしたら、今後どの程度のスタッフ(役割、スキル、経験)が、プログラムを設計、導入、モニターするのに必要か。借入人の調査、救済の機能など。
8. ローン緩和努力に付随する、公正な貸出のリスクをモニターするための効果的なプログラムを導入するか。どう、救済への承認や否認の決断が正しいかを判断するか。そして、ローン救済策への将来の候補者が、禁止されることなく、同様のレベルの支援を受けることができるか。
9. 住宅市場救済策の客観的なコスト/ベネフィット分析が、プログラムに参加しなかった場合を記述するとしたら
 - (a) 将来、FSP支援を適用する必要とする可能性を予想するか。
 - (b) 規制当局の研究者は、プログラムに参加しないという我々の決定に対して、どのような見方をするか。安全で健全な視点から住宅ローンサービスのリスクを削減するためにとるあるいはとった代替手順を誇示できるか。
 - (c) 巨大な住宅ローンポートフォリオを保有する金融機関は、参加へのかなりの立法上、あるいは公共の圧力に直面するであろう。もし、参加しないとしたら、政府や公共関係からのこうした懸念に答えるため、何を準備すべきか。
 - (d) 破産法適用となりそうなエクスポージャーは何か。破産を認めようとする借入人に対する救済策適用

の失敗による、そのエクスポージャーへの影響はどの程度か。

最後に、長期にわたり待ち望んでいた国家救済基準がついに、発表されましたが、それは明らかに多くの対抗的視点からの妥協を象徴しています。業界の代表者はより柔軟な基準と政府からの豊富な金融インセンティブを期待していましたが、プログラムは少なくとも、今日まで採用されてきたパッチワーク的なアプローチよりは改善されたものでしかありません。さらに、かなりのモーゲージポートフォリオを保有、あるいはサービスしている組織は、参加への規制上の法的かつ、公共からの圧力が予想されます。ですから、ガイドラインをレビューし、何のステップをどの順に進めるべきかを慎重に考え始めるべきです。

1

http://www.occ.gov/mortgage_report/2008/q3/30_redefault_rates.htm

² 2009年3月4日に公表された FirstAmerican/Corelogic レポートからの統計数値

³ 今日までにリリースされたプログラムの条項は、複雑であり、ここではすべてを詳細に記載しているわけではありませんが、多くの条件や例外を前提としています。読者の皆様は、プログラムガイドラインのすべてをレビューすることをお勧めします。ガイドラインは、以下のサイトから入手できます。 www.financialstability.gov

⁴ 集合住宅にはより高い制限が適用される。