

## カバード・ボンド市場のさらなる発展を狙い

### 法整備を進める英国

林 宏美

#### ■ 要 約 ■

1. 英国財務省および英国金融サービス機構（FSA）は、2011年4月6日、「英国のカバード・ボンドに関する規制枠組みの見直し」と題するコンサルテーション・ペーパーを公表した。英国では、2008年にカバード・ボンド規則が導入されており、既にカバード・ボンドに関する法的な枠組みが存在する。今回の見直しは、カバード・ボンド規則導入の実効性評価の一環として、2010年12月に実施された市場関係者からの声を反映した動きである。
2. 見直しの背景には、金融危機前の英国法制の特徴であったプリンシプル・ベースを基本としている英国のカバード・ボンド規則が、ドイツやフランスといった他の欧州主要各国の法律と比較すると、各発行体の裁量に委ねられている部分が少なくない点がある。実際には、英国の発行体は、より詳細な規定を設けている他の主要国と同等、或いはそれ以上のレベルで、担保資産のクオリティを維持するための仕組みを自主的に取り入れているところが多い。これまで発行実績があるすべての登録発行体が、法律上の義務ではないにもかかわらず、第三者の監査法人を資産モニターとして任命しているのは、その典型的な事例である。
3. 欧州では、様々な国々が2000年代半ばを中心にして、相次いでカバード・ボンド法制の整備を進めた結果、一言にカバード・ボンドといっても、その具体的な商品性の多様化も進んできた経緯がある。そうしたなかで、英国のカバード・ボンド市場がさらなる発展を遂げるためには、欧州主要国の規定を意識した、一段の改正を行う必要があったと見られる。
4. 我が国では現在のところ、カバード・ボンドに関する法規制が整備されていないが、そうした債券の円滑な活用を考える場合、法整備が重要であることは、英国の法改正の動きが物語っていると言えよう。

## I 英国のカバード・ボンド市場

### 1. 英国カバード・ボンド法改正の動き

英国財務省（以下財務省と記述）および英国金融サービス機構（FSA）は、2011年4月6日、共同で「英国のカバード・ボンドに関する規制枠組みの見直し（“Review of the UK’s regulatory framework for covered bonds”）」と題するコンサルテーション・ペーパーを公表した。

英国では、2008年にカバード・ボンド規則（“the Regulated Covered Bonds Regulations 2008”）が導入されており、既にカバード・ボンドに関する法的な枠組みが存在する。今回の見直しは、カバード・ボンド規則導入の実効性評価の一貫として、2010年12月に、財務省とFSAとが行った幅広いカバード・ボンド市場参加者からのヒアリングを踏まえた動きである<sup>1</sup>。ヒアリングでは、大部分の市場参加者が英国カバード・ボンド市場の整備が行われているとして評価しながらも、改善する余地があると捉えていることが明らかとなった。

財務省とFSAは、今回公表したコンサルテーション・ペーパーについて、2011年7月1日までパブリック・コメントの受付を行なったうえで、2012年末までに規則改正を実行に移したい方針である。

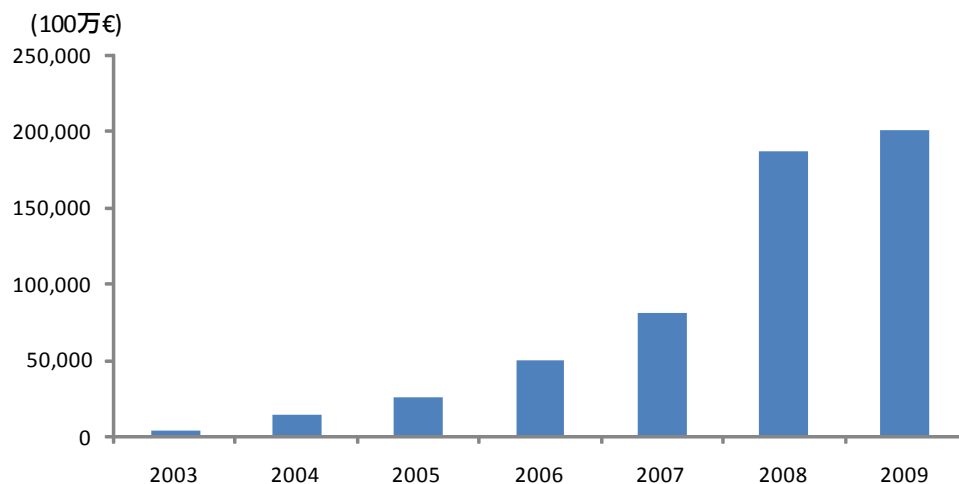
### 2. 英国のカバード・ボンド市場の実情

英国では、2003年に初めてストラクチャード・カバード・ボンドが発行されて以降、カバード・ボンドの発行残高は拡大の一途を辿っており、2009年末には2,010億9,600万ユーロまで拡大している（図表1）。2003年末における発行残高が50億ユーロであった状況と比較すると、6年間で残高は40倍となった。直近の状況、すなわち4月3日から1週に限定してみても、例えばヨークシャー・ビルディング・ソサイエティが7年債を7.5億ポンド、バークレイズが5年債を15億ユーロそれぞれ発行するなど、英国におけるカバード・ボンドの発行が続いている。

現在、英国の法規制に基づくカバード・ボンドを発行する金融機関として登録されている金融機関は10社で、いずれも居住用不動産向けローンを担保としたカバード・ボンドを発行している（図表2）。なお、2011年における英国の法規制に基づくカバード・ボンドの投資家層を見ると、資産運用会社が38%で最大の投資家であり、銀行（28%）、保険会社および年金基金（18%）が続く状況にあるなど、機関投資家中心であることが伺われる。

<sup>1</sup> 英国カバード・ボンド規則について、その実効性を評価するため、導入から1年以内に定期的なレビューを実施する予定であったが、金融危機が発生したことで、カバード・ボンド規制のパフォーマンスを評価することが困難となったため、レビューを延期していた。

図表 1 英国カバード・ボンドの発行残高の推移



(出所) 欧州カバード・ボンド評議会 (ECBC) 資料より野村資本市場研究所作成

図表 2 英国の法律に基づき FSA に登録しているカバード・ボンド発行体

	アビー・ナショナル	パークレイズ・バンク	バンク・オブ・スコットランド	HSBC	ロイズTSBバンク
プログラムの規模	250億€	350億€	600億€	150億€	600億€
LTV上限	75%	75%	60%	75%	60%
参照する住宅価格指数	ハリファックス	ハリファックス	ハリファックス	ハリファックス	ハリファックス
最低超過担保	109.90%	106.38%	108.10%	108.10%	108.10%
現在の超過担保	122.00%	129.40%	128.20%	127.90%	125.20%
資産モニター	デロイトLLP	PWC	KPMG	KPMG	KPMG
	リーズ・BS	ネーションワイド・BS	RBS	ヨークシャー・BS	クライスデル・バンク
プログラムの規模	70億€	350億€	150億€	75億€	-
LTV上限	75%	75%	75%	75%	-
参照する住宅価格指数	ネーションワイド	ネーションワイド	ハリファックス	ハリファックスとネーションワイドの平均	-
最低超過担保	109.90%	107.50%	-	107.00%	-
現在の超過担保	-	118.30%	-	128.20%	-
資産モニター	デロイトLLP	PWC	デロイトLLP	PWC	-

(出所) 欧州カバード・ボンド評議会 (ECBC) 資料などより野村資本市場研究所作成

## II 英国カバード・ボンド法改正の背景

2008年に導入された英国のカバード・ボンド法では、金融危機前における英国法規制の特徴の一つであった、いわゆるプリンシプル・ベース・アプローチが採用されている。そのため、英国カバード・ボンド法では、ドイツやフランスといった他の欧州主要国のカバード・ボンド法規制と比べると詳細な規定が少なく、各カバード・ボンド発行体の裁量に委ねられている部分が少ない(図表3)。

例えば、英国法では、居住用不動産ローン、商業用不動産ローン、公的セクター向けローンに加えて、不動産ローンの証券化商品までを適格担保資産として混合することを容

図表 3 欧州主要国におけるカバード・ボンド法制における規定状況

	英国	フランス	ドイツ	アイルランド	スペイン
担保資産の種類を分類	×(混合資産OK)	×(混合資産OK)	○(単一資産のみ)	○(単一資産のみ)	○(単一資産のみ)
適格担保資産から証券化商品を除く	×(除外していない)	×(除外していない)	○(除外)	○(除外)	○(除外)
最低超過担保基準	×(数値基準なし)	○(設定)	○(設定)	○(設定)	○(設定)
資産プール・モニター	×(規定なし)	○(規定あり)	○(規定あり)	○(規定あり)	×(規定なし)

(注) フランスは、オブリガション・フォンシユール、スペインはセデュラス・イポテカリアスの場合。

(出所) 英国財務省およびFSA “Review of the UK’s regulatory framework for covered bonds” p24 を基に野村資本市場研究所作成

認しているのに対し、ドイツやアイルランド、スペインでは、不動産ローンと公的セクター向けローンという異なった種類の資産を担保資産に組み込むことは容認されていない。

また、欧州主要各国が超過担保に関する数値基準を設けているのに対し、英国では統一的な数値基準の規定は存在しない。さらに、文字通り担保資産のクオリティが維持できているかをモニタリングする資産プール・モニターに関する規定も英国では設けられていない。

こうした状況を反映してか、英国の法規制に基づいて発行されているカバード・ボンドのリスクフリー資産に対するスプレッドは、他の欧州主要各国の法規制に基づいて発行されるカバード・ボンドと比して大きい傾向がある。実際、2011年3月には、英国法に基づくカバード・ボンドのスプレッドが約 150 ベーシス・ポイントであったのに対し、ドイツやフランスのカバード・ボンドのスプレッドは約 20 ベーシス・ポイントにとどまっていた<sup>2</sup>。言い換えれば、英国のカバード・ボンドでは、独仏のカバード・ボンドよりも 100 ベーシス・ポイントを上回る追加スプレッドを求められている状況がある。

しかしながら、英国で発行されているカバード・ボンドが他の欧州主要国と比較しても、担保資産のクオリティ面で見劣りするわけではない。むしろ、英国の各カバード・ボンド発行体は、市場慣行に基づき、欧州主要国の法規制と比較しても、同等或いはそれ以上のレベルで、担保資産のクオリティを維持するための仕組みを自主的に取り入れているところが多い。これまでに発行実績があるすべての登録カバード・ボンド発行体が第三者の監査法人を資産モニターに任命しているのは一例である（前掲図表 2）。加えて、現在発行されている法規制に基づくカバード・ボンドは、例えば複数の資産タイプの混合や証券化商品の組入れなど、法規制で認められている広範囲のアセットを活用している状況にはなく、担保資産はすべて居住用不動産ローン、証券化商品の組入れゼロ、といった具合である。

そもそも英国のカバード・ボンド法の活用範囲が相対的に広い背景には、2003年に英国が法規制を導入した際、当時既に存在していたストラクチャード・カバード・ボンドを、法規制に基づくカバード・ボンドに円滑にシフトさせたい意図が働いていた点があったことにも留意する必要がある。

先に見たように、カバード・ボンドの発行残高が順調に増加しており、特段問題が顕在化しているわけでもない英国で、今回カバード・ボンド法改正に動いたのは、市場関係者

<sup>2</sup> HM Treasury and FSA, “Review of the UK’s regulatory framework for covered bonds” (April 2011) p51 (スプレッドの数字の原典は JP モルガン)

からのヒアリング調査結果を重視した結果と見ることができる。これまでのところ、柔軟な法規制が活用されている状況ではないものの、将来のカバード・ボンドの商品性多様化の可能性を否定しない形で、英国カバード・ボンドに対する投資家の信頼を高めたい財務省およびFSAの思惑が伺われる。

とりわけ、金融危機の影響を大きく受けた居住用モーゲージ担保証券（RMBS）市場が縮小するなかで、英国の銀行の安定的な資金調達手段として、カバード・ボンド市場をさらに活用しやすくすることが不可欠である、という認識が、英国の金融当局内にあることは想像に難くない。

今回の法改正より前の2010年1月に英国モーゲージ貸付業者協会（Council of Mortgage Lenders, CML）が公表した「2010～2015年における英国の住宅ローン資金調達市場の見通し（“The outlook for mortgage funding markets in the UK in 2010 -2015”）」と題する報告書でも、銀行およびビルディング・ソサイエティにとって、大陸欧州のカバード・ボンドにプレミアム・コストが上乗せされている状況であっても、資金調達コストが最も低い手段として魅力的である、との見方が示されていた。

### III 英国カバード・ボンド法の主な改正案

今回公表されたコンサルテーション・ペーパーにおいて改正が提案されている主な項目は以下の通りである。

#### 1. 担保資産を単一資産タイプと混合資産タイプに分類

現行の法規制では、カバード・ボンドの担保資産に組み入れることができる資産としては、①居住用不動産ローン、②商業用不動産ローン、③公的セクター向けローン（英国民間セクター住宅協会向け貸付およびパブリック・プライベート・パートナーシップ（PPP）向け貸付を含む）が挙げられている。英国では、この3種類の資産を混合させた資産をカバード・ボンドの担保資産とすることが容認されているが、今回の改正案では、組み入れる担保資産を①単一資産タイプとするのか、或いは②混合資産タイプとするのかを発行体自身が明確に分けることを可能としている。この改正を行なっても、複数の資産を担保資産に組み入れられる枠組みを用いたい発行体は、引き続き従来どおりの発行ができるうえ、担保資産を単一の種類に絞ることを投資家に対して明確に示したい発行体は、そのような発行を行なうことも可能となる。

実際のところ、英国の法規制に基づいて現在発行されているカバード・ボンド・プログラムの担保資産はすべて居住用不動産で構成されており、混合資産で構成されている債券は発行されていない。にもかかわらず、法規制上混合資産を認めている状況下、将来的にリスクの種類が異なる他のタイプの資産を担保資産とすることも起こりうるのではないかと、投資家が捉える余地が残る事態を、必要に応じて回避することが可能になる。

## 2. 適格担保資産から証券化商品を除外

現行の法規制では、カバード・ボンドの担保資産に、居住用不動産ローンおよび商業用不動産ローンの証券化商品を組み込むことが容認されているが、今回証券化商品を適格担保資産から除外する提案がなされている。

英国では、これまでのところ、英国の法規制に基づくカバード・ボンド・プログラムの中で担保資産に証券化商品が組み込まれているものは存在しない。発行体から証券化商品の利用申請書が FSA に提出されたことも一度もない。しかしながら、証券化商品の担保資産への組み入れが合法的に認められている以上、投資家に対して証券化商品を活用する方針がないとしても、カバード・ボンドの商品性などについて投資家が 100%信頼していない面が市場関係者から指摘されてきた。今回の提案が実施されれば、カバード・ボンドと証券化商品とを明確に区分することが可能となる。

## 3. 超過担保の最低水準を規定

担保資産プールにおける資産残高がカバード・ボンドの残高を上回る超過担保を有していることは、カバード・ボンドの発行体が万が一破綻するような事態に陥った場合でも、債券の払い戻しが円滑に出来ることを示している。したがって、カバード・ボンドの超過担保は、カバード・ボンドの質の信用補完をする重要な要素の一つとして捉えられている。

英国では、FSA が各カバード・ボンド・プログラムに対して実施するストレステストの結果に基づいて、積んでおくべき超過担保の水準が個別に求められる仕組みとなっており、全カバード・ボンドが満たさなければならない最低超過担保水準が定められているわけではない。

今回の提案では、FSA が実施するストレステストの結果を踏まえて超過担保を求める体制は継続しながらも、法規制に基づく最低水準の超過担保を設定することとされている。既に超過担保水準を設定している他国の状況と比較すると、FSA が設定しようとする超過担保水準は、法規制に基づく英国のカバード・ボンド発行体が積んでいるレベルを下回る見通しではある。とはいえ、カバード・ボンドの投資家の立場に立つと、すべてのカバード・ボンドに共通する明確な数値基準が設けられていることは、カバード・ボンドの質に対する安心感を形成する一つの側面があると捉えられている。

## 4. 公式な資産プール・モニター制度の導入

英国の法規制に基づくカバード・ボンド・プログラムでは、FSA による厳しいモニタリングに加えて、発行体から独立した立場にある第三者もモニタリングを自主的に行なっているが、資産プール・モニターの公式な役割が法律上明記されているわけではない。今回の提案では、資産プール・モニターを制度として導入し、資産プール・モニターの権限

と果たすべき役割を法規制上明確化することがうたわれている。

そのなかで、資産プール・モニターが果たすべき役割は、以下のように規定されている。

- ① 法規制に基づくカバード・ボンド発行体は、資産プールごとに資産プール・モニターを任命しなければならない。
- ② 資産プール・モニターは、独立監査法人として機能する資格がなければならず、発行体が保有するすべての関連する記録および情報を検査する権限を有する
- ③ 資産プール・モニターは、発行体が規則で規定されている義務（資産プールが必要条件を満たしているかどうか、資産プールに関して発行体が保存すべき文書の正確性が確保されているかという観点）の遵守状況について、半年に1回検査しなければならない。
- ④ 資産プール・モニターは、FSA に提出する年次報告書を作成し、報告書内で資産プールに関する資産プール・モニターとしての見解を表明する必要がある。資産プール・モニターが作成する年次報告書の内容に関するガイダンスは、FSA が今後提示する方針である。

発行体が発行体としての義務を遵守できていないと判断する場合、資産プール・モニターは、その旨を可能な限り迅速に FSA に報告しなければならない。

この提案が実行に移された場合、発行体の費用負担増加につながる可能性も想定されるが、この点に関して財務省および FSA は、影響度評価を実施した結果、費用負担増は限定的である、との見方を示した。提案されている大半の役割については、アセット・プール・モニターが既にある市場慣行を公式なものとするだけであることから、費用負担増の影響が小さいと捉えられている。

## 5. 投資家向け情報開示

英国では、これまでのところ、投資家向けに開示する情報について特に決められた規定が存在していない。今回は、法規制に基づくカバード・ボンドに関連する情報公開を求める FSA の権限を活用し、第一段階として、FSA は、発行体に対して、以下の情報をセキュリティが確保された契約者のみに公開するウェブサイトに掲載することを求めることが提案されている。

公開すべき具体的な情報としては、①主要な取引報告書、②直近のカバード・ボンド・プログラムの目論見書とのリンク、③資産プールの特性に関して報告するフォームの修正および④アップデートの4点が掲げられている。

## IV むすびにかえて — 具体的な法整備の重要性を示唆

英国におけるカバード・ボンド法改正に向けた動きから、各発行体がカバード・ボンドの質を維持するために法規制を超えた工夫や仕組みを構築するだけでなく、カバード・ボ

ンド法に基づく従来よりも具体的な規定を盛り込むことが肝要である、と財務省や FSA が認識している証左ということが言える。

欧州では、様々な国々が 2000 年代半ばを中心にして、相次いでカバード・ボンド法制の整備を進めた結果、一言にカバード・ボンドといっても、その具体的な商品性の多様化も進んできた経緯がある。そうしたなかで、カバード・ボンドの投資家にとっては、各国の法制の違いに起因するカバード・ボンドの商品性の相違点が、投資判断材料の一つとなっていることは間違いない。同じ金融機関が発行する無担保債に比べてリスクが低く、したがって利回りが低いカバード・ボンドへの投資を行うにあたって、証券化商品のよう  
に、個別債券の担保資産、さらには商品性の評価を詳細に行なうことは、コスト効率的ではない点にも留意する必要があるだろう。年金基金や保険会社といった中長期で安定的な運用ニーズが高い機関投資家をターゲットにしているのであれば、なおさらである。

我が国では現在のところ、カバード・ボンドに関する法規制が整備されていないが、そうした債券の円滑な活用を考える場合、法整備が重要であることは、英国の法改正の動きが物語っていると見えよう。